

桐昆股份 (601233.SH)

增持 (维持)

全年业绩同比大幅增长，供需关系有望持续向好

事件：公司发布 2025 年业绩预增公告，经公司初步测算，预计 2025 年归母净利润 19.5 亿~21.5 亿元，同比 62.24%至 78.88%，扣非净利润 15 亿~17 亿元，同比增长 60.55%~81.96%。预计公司 2025 年度归属于上市公司股东扣除对联营企业和合营企业的投资收益部分的净利润 9.1 亿~11.1 亿元，同比增长 85.34%~126.08%。

- 报告期内涤纶长丝供需格局优化，单吨盈利水平显著抬升。2025 年国内政策精准发力，直接推动涤纶长丝行业产能投放收缩，行业供需格局优化带动单吨盈利水平显著抬升。尽管上游 PTA 环节亏损规模较上年进一步扩大，对产业链利润形成一定侵蚀，但在此背景下，公司主业依然凭借长丝业务的盈利增长实现了经营利润的显著改善；另一方面公司参股的浙石化依托全球特大型炼化一体化装置，持续优化装置性能，不断挖潜增效，化工产品线不断延伸，品种日益丰富，部分化工产品毛利有改善。
- 全年公司产品市场均价有所下跌，但核心产品价差扩大。根据百川盈孚，2025 年涤纶长丝 POY、FDY、DTY 市场均价分别为 6793 元、7065 元、8041 元，同比分别下跌 9.1%、11.9%、9.6%，受益于原材料价格下跌，价差同比分别提高 51 元、198 元、-132 元/吨；PTA 市场均价 6867 元/吨，同比下跌 13.8%，价差同比缩小 89 元/吨。2025 年我国涤纶长丝有效产能 4602 万吨，同比增长 6.24%，产量 3960 万吨，同比增长 6.66%，产能利用率 86%，反内卷背景下，涤纶长丝行业供需关系有望进一步向好。
- 国内涤纶长丝龙头地位稳固，全面打通油煤气头全链条。公司是全球最大的涤纶长丝生产企业，同时布局原料 PTA、MEG 的生产，并向上游延伸参股投资浙石化 20% 股权，形成炼化-PTA、MEG-聚酯-纺丝-加弹-纺织全产业链布局。2025 年上半年，公司成功布局煤头领域，在吐鲁番地区获取优质煤矿资源，该煤矿储量达 5 亿吨，初始开采规模为 500 万吨/年。目前，中昆公司正紧锣密鼓推进煤气头项目建设，计划 2026 年底至 2027 年一季度实现投产，届时将全面打通油头、煤头、气头全链条。
- 维持“增持”投资评级。在反内卷背景下，涤纶长丝行业供需格局有望持续向好，我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 20.8 亿、29.1 亿、35.4 亿元，EPS 分别为 0.86、1.21、1.48 元，当前股价对应 PE 分别为 25、18、15 倍，维持“增持”投资评级。
- 风险提示：下游市场需求不足、产品价格下跌、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	82640	101307	100805	107909	120259
同比增长	33%	23%	-0%	7%	11%
营业利润(百万元)	579	899	2256	3203	3957
同比增长	-260%	55%	151%	42%	24%
归母净利润(百万元)	797	1202	2076	2911	3543
同比增长	512%	51%	73%	40%	22%
每股收益(元)	0.33	0.50	0.86	1.21	1.48
PE	65.9	43.7	25.3	18.0	14.8

周期/化工

目标估值：NA

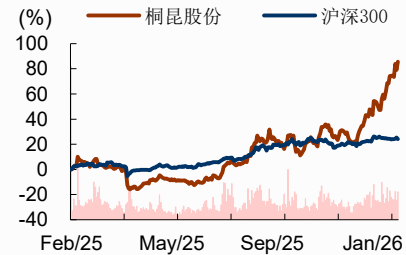
当前股价：21.87 元

基础数据

总股本(百万股)	2400
已上市流通股(百万股)	2396
总市值(十亿元)	52.5
流通市值(十亿元)	52.4
每股净资产(MRQ)	15.8
ROE(TTM)	4.6
资产负债率	66.3%
主要股东	桐昆控股集团有限公司
主要股东持股比例	19.33%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	31	77	89
相对表现	30	63	66



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《桐昆股份 (601233) 一三季度业绩符合预期，全产业链一体化优势明显》2025-10-31
- 《桐昆股份 (601233) 一上半年业绩符合预期，布局煤头领域增强竞争力》2025-09-01
- 《桐昆股份 (601233) 一一季度业绩稳步增长，盈利能力同比提升》2025-05-01

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

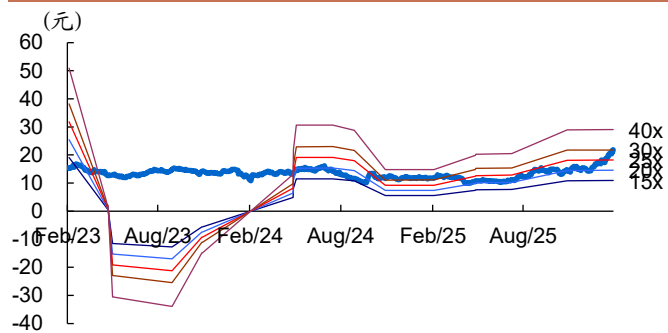
曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

PB	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
----	-----	-----	-----	-----	-----

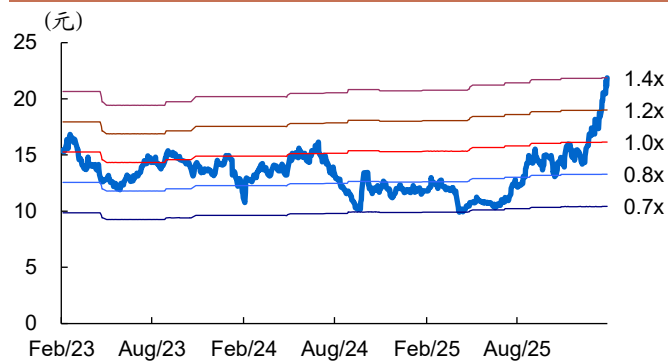
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 桐昆股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 桐昆股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	26106	26648	25095	26729	29660
现金	11616	13839	12502	13306	14756
交易性投资	224	73	73	73	73
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	693	1005	980	1050	1170
其它应收款	141	79	79	84	94
存货	10249	9162	8997	9584	10640
其他	3183	2488	2463	2631	2928
非流动资产	76340	77739	79692	81441	83008
长期股权投资	18834	19147	19147	19147	19147
固定资产	44160	48470	50732	52760	54577
无形资产商誉	2858	3078	2770	2493	2244
其他	10487	7043	7042	7040	7039
资产总计	102446	104386	104787	108170	112669
流动负债	46957	48677	47221	48069	49559
短期借款	20974	25861	31115	30971	30677
应付账款	14524	9647	9481	10100	11212
预收账款	883	2918	2868	3055	3391
其他	10576	10251	3757	3943	4278
长期负债	19706	18727	18727	18727	18727
长期借款	18475	16921	16921	16921	16921
其他	1231	1805	1805	1805	1805
负债合计	66663	67404	65948	66796	68286
股本	2411	2411	2405	2405	2405
资本公积金	13135	13122	13122	13122	13122
留存收益	19924	21008	22843	25339	28300
少数股东权益	313	442	470	509	556
归属于母公司所有者权益	35470	36541	38369	40866	43827
负债及权益合计	102446	104386	104787	108170	112669

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3121	8780	7094	8052	9000
净利润	821	1218	2104	2950	3591
折旧摊销	3645	4938	5338	5541	5724
财务费用	1000	1301	1242	1214	1199
投资收益	(322)	(709)	(1540)	(1816)	(1816)
营运资金变动	(1633)	2500	(50)	160	299
其它	(390)	(467)	0	3	4
投资活动现金流	(10484)	(9904)	(5752)	(5475)	(5475)
资本支出	(11367)	(8990)	(7291)	(7291)	(7291)
其他投资	883	(914)	1540	1816	1816
筹资活动现金流	6527	3759	(2679)	(1772)	(2075)
借款变动	6769	4537	(1190)	(144)	(294)
普通股增加	0	0	(6)	0	0
资本公积增加	(13)	(13)	0	0	0
股利分配	0	(104)	(241)	(415)	(582)
其他	(229)	(662)	(1242)	(1214)	(1199)
现金净增加额	(836)	2635	(1337)	804	1449

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82640	101307	100805	107909	120259
营业成本	78455	96604	94944	101135	112276
营业税金及附加	294	294	292	313	349
营业费用	118	134	134	143	159
管理费用	1352	1471	1463	1567	1746
研发费用	1755	1953	1943	2080	2318
财务费用	783	1209	1242	1214	1199
资产减值损失	30	(70)	(70)	(70)	(70)
公允价值变动收益	(15)	16	16	16	16
其他收益	361	603	603	603	603
投资收益	321	708	921	1197	1197
营业利润	579	899	2256	3203	3957
营业外收入	57	87	87	87	87
营业外支出	11	30	30	30	30
利润总额	624	956	2313	3260	4013
所得税	(197)	(262)	209	309	422
少数股东损益	24	16	28	39	47
归属于母公司净利润	797	1202	2076	2911	3543

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	33%	23%	-0%	7%	11%
营业利润	-260%	55%	151%	42%	24%
归母净利润	512%	51%	73%	40%	22%
获利能力					
毛利率	5.1%	4.6%	5.8%	6.3%	6.6%
净利率	1.0%	1.2%	2.1%	2.7%	2.9%
ROE	2.3%	3.3%	5.5%	7.3%	8.4%
ROIC	2.9%	5.1%	3.4%	4.3%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	64.6%	62.9%	61.8%	60.6%
净负债比率	45.8%	47.2%	45.8%	44.3%	42.2%
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
存货周转率	8.9	10.0	10.5	10.9	11.1
应收账款周转率	111.0	119.0	102.0	106.0	108.0
应付账款周转率	5.8	8.0	9.9	10.3	10.5
每股资料(元)					
EPS	0.33	0.50	0.86	1.21	1.48
每股经营净现金	1.30	3.66	2.96	3.35	3.75
每股净资产	14.78	15.22	15.99	17.03	18.26
每股股利	0.04	0.10	0.17	0.24	0.30
估值比率					
PE	65.9	43.7	25.3	18.0	14.8
PB	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	21.7	15.4	12.1	10.7	9.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。