

石油石化

2026年02月25日

桐昆股份

(601233)

——聚酯产业链景气回暖，头部企业充分受益

报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据:	2026年02月24日
收盘价(元)	24.51
一年内最高/最低(元)	24.80/9.63
市净率	1.6
股息率%(分红/股价)	0.41
流通A股市值(百万元)	58,723
上证指数/深证成指	4,117.41/14,291.57

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025年09月30日
每股净资产(元)	15.75
资产负债率%	66.30
总股本/流通A股(百万)	2,400/2,396
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

邵靖宇 A0230524080001
shaojy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

丁莹 A0230125070005
dingying@swsresearch.com

联系人

邵靖宇 A0230524080001
shaojy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **风雨四十载铸就全球长丝巨头，产业链一体化优势稳固。**公司成立40年来专注涤纶长丝产业，现已形成“原油-PX-PTA-聚酯-纺丝”一体化布局，拥有PTA产能1020万吨、涤纶长丝产能1460万吨，国内市占率28%、全球市占率18%，稳居行业第一。公司产能投放坚持差异化战略，产品覆盖POY/FDY/DTY/ITY等六大系列1000多个品种，差别化率持续高于行业，单吨投资成本控制在4000元以下，装置基本满负荷运行，成本优势显著。
- **涤纶长丝供需格局优化，有望迎来长周期景气上行。**2025年我国涤纶长丝表观消费量达到4136万吨，2018-2025年CAGR为6.3%，下游纺织出口需求旺盛，关税预期稳定后美国服装面料补库需求有望释放；长丝直接出口具备较强的成本竞争力，在前十大出口目的地多数存在反倾销、反补贴等贸易救济措施背景下，长丝出口仍保持增长，且印度取消BIS强制认证，2026年长丝出口印度有望出现较大反弹；长丝内需刚性叠加出口韧性支撑需求，2025年POY/DTY/FDY库存降至16.6/27.2/22.5天，处于近5年偏低位置。供给端，长丝新增产能有序投放，2026年-2027年预计产能增速仅4.9%/2.2%；现存20年以上老旧产能约200万吨，因能耗高、稳定性差面临加速退出；行业已建立常态化、灵活的协同机制。供需格局优化背景下，预计涤纶长丝价差逐步回升。
- **聚酯产业链整体景气回暖，产业链利润向长丝环节集中。**国内PX自给率已提升至80%以上，2026年1月末PX-石脑油价差提升至334美元/吨，景气水平26年有望延续，但十五五期间仍有炼化二次加工产能规划；PTA产能扩张进入尾声，2026年后无新增产能，但存量9638万吨产能待消化，2026年1月末PTA-PX价差提升至519元/吨，行业正在采取停车、技改等方式控制产量、维护盈利；涤纶长丝CR6集中度超80%，行业自律机制成熟，2025年价差已同比修复5.8%。随上游成本支撑力度加强，叠加下游需求稳定增长，聚酯产业链利润持续向供需格局更佳的长丝环节倾斜。
- **浙江石化盈利持续兑现，投资收益提供稳定增量。**公司持有浙石化20%股权，2024年实现投资收益7.11亿元，同比大增161.4%。浙石化4000万吨炼化一体化项目凭借化工品导向的产品结构和规模优势，在油价波动中展现出强盈利能力。预计2025-2027年投资收益年均贡献超15亿元，对应净利润占比超35%，显著平滑长丝主业周期性波动，提升盈利稳定性。
- **盈利预测与估值：**预计公司2025-2027年归母净利润20.46/36.93/49.87亿元，EPS 0.85/1.54/2.08元，对应PE 29/16/12倍。参考可比公司荣盛石化、恒力石化、万凯新材2026年平均PE约18-28倍，考虑到公司长丝头部地位稳固、产业链利润向长丝环节集中、浙江石化投资收益持续兑现，2026年公司PE较可比公司有49%的增长空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外经济衰退、原油价格大幅波动、长丝新增产能超预期、浙江石化盈利不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	101,307	67,397	99,065	108,255	110,908
同比增长率(%)	22.6	-11.4	-2.2	9.3	2.5
归母净利润(百万元)	1,202	1,549	2,046	3,693	4,987
同比增长率(%)	50.8	53.8	70.2	80.5	35.0
每股收益(元/股)	0.51	0.65	0.85	1.54	2.10
毛利率(%)	4.6	5.8	6.5	7.5	8.8
ROE(%)	3.3	4.1	5.3	8.8	10.6
市盈率	49	29	16	16	12

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

桐昆股份是全球涤纶长丝头部企业,截至 2025 年底拥有 1460 万吨涤纶长丝产能,在长丝景气修复格局下业绩弹性突出、长丝盈利能力持续优于行业。公司历经 40 年发展,已形成"原油-PX-PTA-聚酯-纺丝"一体化产业链,PTA 产能 1020 万吨实现高度自给,同时参股浙江石化 20%股权锁定上游原料。我们假设涤纶长丝景气度稳步修复、头部企业差异化产能有序释放,预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.46 亿元、36.93 亿元、49.87 亿元,对应 EPS 为 0.85 元、1.54 元、2.08 元,当前市值对应 PE 分别为 29 倍、16 倍、12 倍。参考可比公司荣盛石化、恒力石化、万凯新材 2026 年平均 PE 约 18-28 倍,考虑到公司长丝头部地位稳固、产业链利润向长丝环节集中、浙江石化投资收益持续兑现,2026 年公司 PE 较可比公司有 49%的增长空间,维持"买入"评级。

关键假设点

1.PTA 销量及价格预期:外售 PTA 销量 2025-2027 年分别为 157.8/182.7/182.7 万吨,不含税均价分别为 4450/4552/4500 元/吨。

2.长丝销量及价格预期:POY:2025-2027 年销量分别为 1039.6/1118.6/1200.0 万吨,不含税均价 6150/6200/5888 元/吨,毛利率从 8.48%提升至 10.91%;FDY:2025-2027 年销量分别为 184.0/218.5/218.5 万吨,不含税均价 6746/6791/6515 元/吨,毛利率从 9.25%提升至 11.90%;DTY:2025-2027 年销量分别为 131.6/131.6/159.8 万吨,不含税均价 7677/7700/7609 元/吨,毛利率从-0.42%提升至 3.67%。

3.浙江石化盈利假设:预计 2025-2027 年浙石化投资收益分别为 10.26 亿元、17.50 亿元、19.94 亿元。

有别于大众的认识

市场普遍认为聚酯产业链中,上游 PX-PTA 环节因技术壁垒高、投资强度大而掌握定价权,涤纶长丝仅为周期性加工环节,盈利波动大且持续性差。我们认为 PX 环节经历 24-26 三年洗牌,供需平衡明显改善,26 年盈利有望底部回暖并维持,但十五五期间仍有部分炼化二次加工产能规划。相反,PTA-长丝环节扩产周期结束,开工率持续回暖,产业链利润有望持续向下游转移。桐昆股份作为 PTA-长丝环节头部企业,有望充分享受景气弹性。

股价表现的催化剂

涤纶长丝价差持续修复;印度市场订单回流;浙江石化炼化价差超预期;行业协同机制升级;落后产能加速退出。

核心假设风险

海外经济衰退、原油价格大幅波动、长丝新增产能超预期、浙江石化盈利不及预期。

目录

1. 坚守长丝主业行稳致远，一体化产业链穿越周期.....	7
1.1 坚守涤纶长丝产业，四十年铸就聚酯一体化产业链	7
1.2 公司经营稳扎稳打，长丝贡献主要利润	8
2. 长丝内有刚需、出口有增量，供给有序释放.....	11
2.1 涤纶长丝是最主要的纤维品种，需求持续高增长.....	11
2.2 跨过多重贸易壁垒难关，长丝直接出口具备竞争力	14
2.3 长丝投产高峰期已过，供给进入有序增长期	16
3. 聚酯产业链景气上行，利润向长丝端转移	17
3.1 PX 年内供需偏紧，十五五仍有产能规划.....	18
3.2 PTA 存量产能待消化，单一环节盈利偏弱	20
3.3 行业格局优化，长丝环节价值抬升	23
4. 低成本横向扩张提份额，上下游纵向延伸增效益.....	27
4.1 长丝低成本横向扩张，市场份额与单位盈利并重.....	27
4.2 核心原材料 PTA 逐步配套，纵向延伸增效益.....	29
4.3 七大基地布局合理，新疆基地打开未来发展空间.....	31
4.4 浙江石化业绩回暖，公司股权价值有待重估	33
5. 估值与盈利测算	35
5.1 主要产品利润拆分	35
5.2 可比公司估值	36
6. 风险提示.....	37

图表目录

图 1：公司具备从原油到纺织的一体化产业链.....	7
图 2：公司股权结构（截至 2026 年 1 月 20 日）	8
图 3：公司营业收入稳步增长	9
图 4：公司上市以来从未出现亏损	9
图 5：公司毛利率和净利率逐步回升.....	9
图 6：涤纶长丝是公司主要的收入来源（亿元）	10
图 7：涤纶长丝是公司主要的毛利润来源（亿元）	10
图 8：化学纤维品类细分	11
图 9：全球纤维用量（百万吨）	11
图 10：涤纶在全球纤维中的使用比例	11
图 11：涤纶长丝是国内应用最广泛的一种化学纤维.....	12
图 12：国内涤纶长丝表观消费量	12
图 13：中国服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比(%)	12
图 14：中国:柯桥纺织指数:家纺景气指数	12
图 15：我国历年服装出口额（亿美元）	13
图 16：我国历年纺织品出口额（亿美元）	13
图 17：美国自中国进口服装及衣着附件总额	13
图 18：美国服装及面料批发商库存销售比分位数	13
图 19：长丝及下游纺织开工不断走高	13
图 20：长丝库存降至近 5 年偏低位置	13
图 21：我国涤纶长丝进出口量及单价	14
图 22：2025 年我国涤纶长丝出口分国家	14
图 23：重点国家长丝出口量变化情况	15
图 24：国内涤纶长丝产能及未来新增产能计划.....	16
图 25：涤纶长丝产量及开工情况	16
图 26：聚酯产业链上下游结构.....	17
图 27：国内聚酯企业涤纶纤维成本结构（2024 年数据）	17
图 28：我国聚酯产业链上下游产能结构	18
图：国内 PX 供给情况	

图 30: 国内 PX 需求量和进口依存度	18
图 31: PX-石脑油价差 (美元/吨)	19
图 32: 国内 PTA 产能及未来新增产能计划	20
图 33: PTA 产量及开工情况	20
图 34: PTA 出口量及增速	21
图 35: 国内 PTA 表观消费量及增速	21
图 36: PTA 与 PX 价差 (元/吨)	22
图 37: 涤纶长丝价差 (元/吨)	25
图 38: 聚酯产业链利润趋势 (元/吨)	25
图 39: 公司产能投放节奏	27
图 40: 公司长丝产品结构与行业对比	29
图 41: 长丝进出口价格对比	29
图 42: 国内 PTA 产能头部上市企业加工费成本曲线	30
图 43: 公司华东几大生产基地之间交通便利	31
图 44: 公司在新疆布局煤炭-乙二醇-长丝产业链	32
图 45: 布伦特油价与浙江石化一期炼化产品价差	34
表 1 三种主要涤纶长丝的定义、产品特性和主要用途	7
表 2 我国涤纶长丝及下游产品出口贸易壁垒	15
表 3 印度对我国涤纶长丝出口的限制措施	15
表 4 涤纶长丝供需平衡表 (单位: 万吨)	16
表 5 国内 PX 新增产能	19
表 6 PX 供需平衡表 (万吨)	20
表 7 PTA 供需平衡表 (单位: 万吨)	21
表 8 PTA 行业自律手段汇总	22
表 9 聚酯产业链老旧产能统计	23
表 10 涤纶长丝行业自律手段汇总	24
表 11 公司长丝产能基本维持满负荷生产且单吨投资额较低	28
表 12 公司长丝核心原材料自给率 (单位: 万吨)	30
表 13 公司两大 PTA 生产基地对比	30

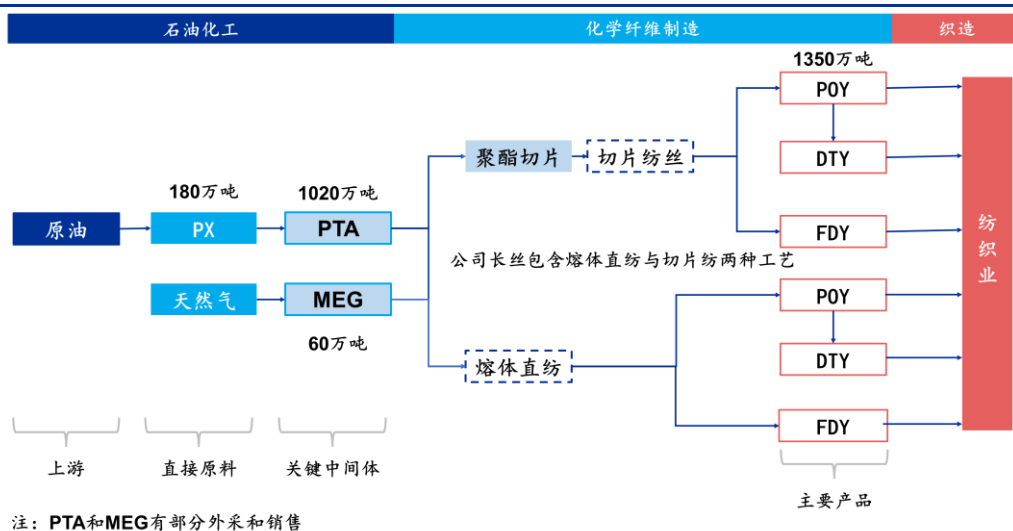
表 14 公司在新疆的产业布局情况	32
表 15 全球炼油产能规模排名	33
表 16: 浙江石化主要装置产能 (万吨/年)	34
表 17 公司主要产品假设及利润拆分和浙江石化投资收益假设	35
表 18 可比公司估值表	37

1. 坚守长丝主业行稳致远，一体化产业链穿越周期

1.1 坚守涤纶长丝产业，四十年铸就聚酯一体化产业链

桐昆股份前身为成立于 1981 年的桐乡县化学纤维厂，1991 年年仅 28 岁的陈士良接过重振公司的重担，1999 年，桐昆股份成立。从 90 年代开始，公司首先确立了从丙纶转向涤纶长丝的市场转型，随后通过自身产能持续扩张，陆续向上游布局 PTA、乙二醇，参股浙石化进入民营炼化，向下游延伸纺织织造，历经风雨 40 年打造了如今的聚酯一体化产业链。截至 2025 年末，公司已具备 1000 万吨原油加工权益量，PTA 产能 1020 万吨，聚合产能 1300 万吨/年，长丝产能 1460 万吨/年。公司涤纶长丝国内市场占有率 28%，全球市场占有率 18%，国内和国际市占率均稳居行业第一。

图 1：公司具备从原油到纺织的一体化产业链



资料来源：公司公告，申万宏源研究

涤纶长丝是公司的基本盘，产品结构丰富、竞争力强。根据涤纶长丝生产工艺和性能的区别，可以将其分为 POY（预取向丝）、DTY（拉伸变形丝）和 FDY（全拉伸变形丝）三大类。公司涤纶长丝产品包含 POY、FDY、DTY、ITY、中强丝和复合丝六大系列 1000 多个品种，规格齐全，被称为“涤纶长丝企业中的沃尔玛”，产品差别化率连续多年高于行业平均水平。基于产品结构和技术装备的优势，公司充分利用既有大容量的熔体纺设备，又有灵活可调的切片纺设备，能够快速调整其生产计划、产品结构以响应市场。多产品矩阵模式一方面可以让公司在细分市场获取超额利润，另一方面又可以尽可能满足客户对于各类丝品的全部需求，有助于通过以点带面的方式促进公司销售渠道建设。

表 1 三种主要涤纶长丝的定义、产品特性和主要用途

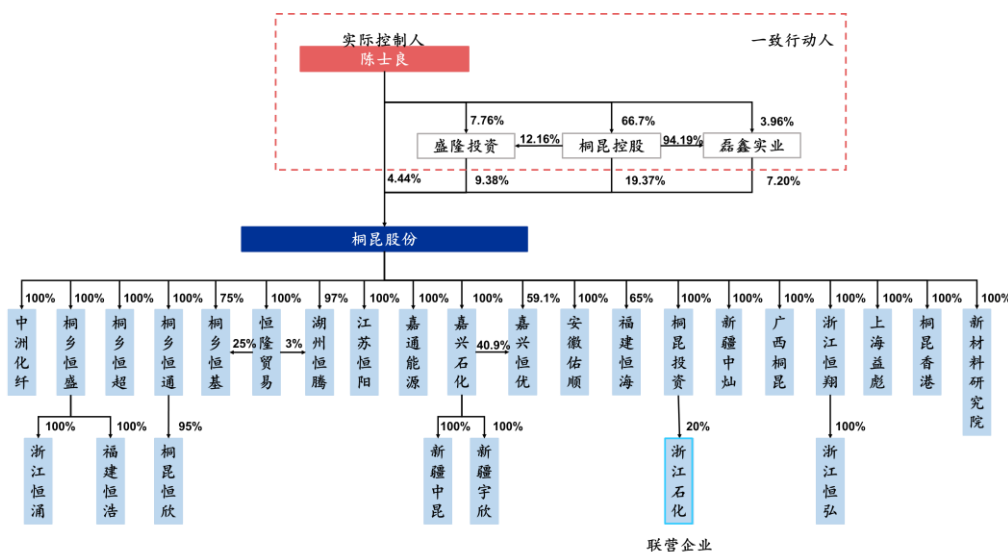
缩写	名称	定义	产品特性	主要用途
POY	涤纶预取向丝	经高速纺丝获得的取向度在未取向丝和拉伸丝之间的未完全拉伸的化纤长丝	具有强度高、丝筒成形好、产品均匀性好的特点，使得产品在加工时加工速度快、断头率低、退绕完全、消耗小染色均匀。	适用于加工成高质量的低弹丝、网络丝、空气变形丝、缝纫线，用于生产各种仿丝、仿毛类服装面料，织造沙发面料、窗帘和汽车内部装饰布等，其织物悬垂性好、手感丰满、细腻。

DTY	涤纶加弹丝	利用 POY 做原丝, 在加弹机上上进行拉伸并经过假捻, 具有一定的弹性及收缩性变形加工制成的成品丝。	是针织 (纬编、经编) 或机织加工的理想原料, 适宜制作服装面料 (如西装、衬衫)、床上用品 (如被面、床罩、蚊帐) 及装饰用品 (如窗帘布、沙发布、贴墙布、汽车内装饰布) 等。
FDY	涤纶牵伸丝	利用 POY 纺丝拉伸进一步制成的化纤长丝	适用于机织和针织加工, 生产网眼布、涤塔夫、牛津布、雪克、西装里料、鞋用材料, 并可用于生产各种仿造真丝面料、绒类织物、雨披、伞面以及包覆纱等。

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

股权结构集中, 增持彰显信心。截至 2026 年 1 月 20 日, 公司实际控制人陈士良先生直接持有公司约 4.44% 的股份, 并通过桐昆控股、盛隆投资、磊鑫实业间接持有公司约 19.22% 的股份, 合计持股比例约 23.66%。陈士良、桐昆控股、盛隆投资、磊鑫实业构成一致行动人, 上述一致行动人合计持股比例为 40.40%。根据公司公告, 自 2023 年 6 月起, 一致行动人之一磊鑫实业多次增持公司股份, 体现了对公司"PX-PTA-聚酯-纺丝"全产业链盈利能力的信心。

图 2: 公司股权结构 (截至 2026 年 1 月 20 日)

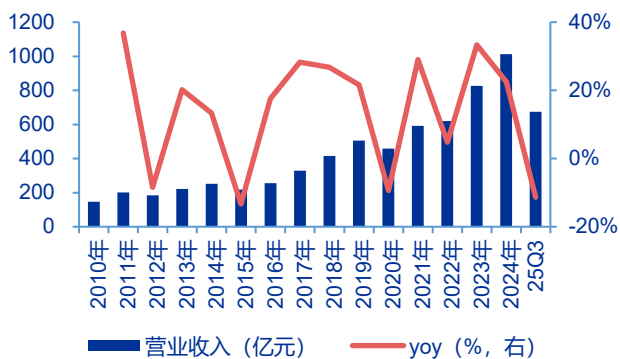


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

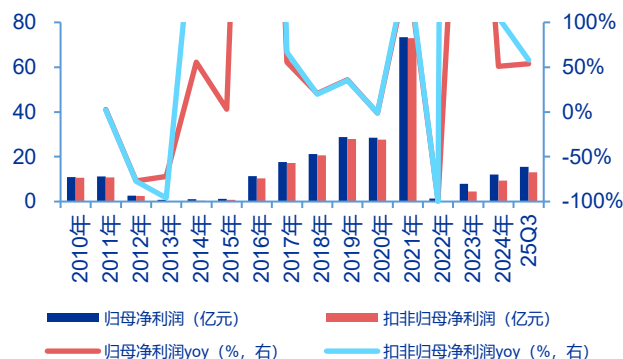
1.2 公司经营稳扎稳打, 长丝贡献主要利润

公司经营业绩稳健, 盈利能力历经多次行业低谷考验。自 2010 年至今, 公司营业收入整体保持增长态势, 利润随涤纶长丝行业周期波动, 但从未出现亏损。2012-2015 年, PTA、聚酯长丝行业处于结构性、区域性和阶段性过剩状态, 行业长期低迷, 其中 PTA 在 2014 年全行业亏损, 涤纶长丝长期处于行业盈亏平衡状态。公司作为行业头部企业凭借管理能力不断优化产品结构、控制成本, 以及完善的产业配套使其在行业低谷期仍然实现盈利。2020 年-2022 年, 在原油暴跌暴涨行情和需求大幅波动的影响下, 聚酯产业链多次出现阶段性全行业亏损, 一体化产业链盈亏转换频繁, 其中 2022 年在受到原材料价格大幅上涨、下游需求坍塌双重挤压下, 公司仍分别实现归母净利润和扣非净利润 1.30/0.09 亿元, 表现出公司业绩的强大韧性。自年起, 公司归母净利润与扣非归母净利润实现连续增长。

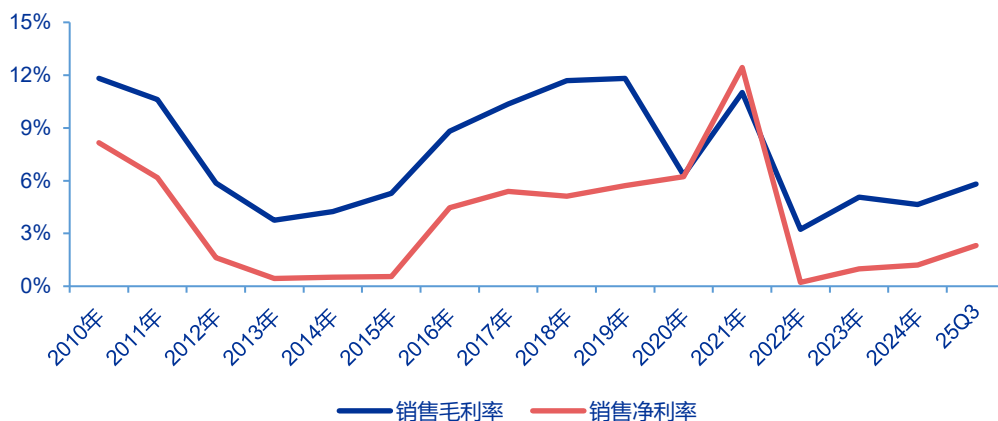
公司主营业务盈利能力具备强大韧性，持股浙江石化项目助力公司业绩再上一个台阶。 2024 年公司实现营业收入 1013.07 亿元，同比增长 22.59%；实现归母净利润 12.02 亿元，同比增长 50.8%。公司参股 20% 的浙石化依托全球特大型炼化一体化装置和丰富的产品线布局，毛利有改善，2024 年实现投资收益为 7.11 亿元，同比增长 160.9%。

图 3：公司营业收入稳步增长


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：公司上市以来从未出现亏损


资料来源：Wind，申万宏源研究

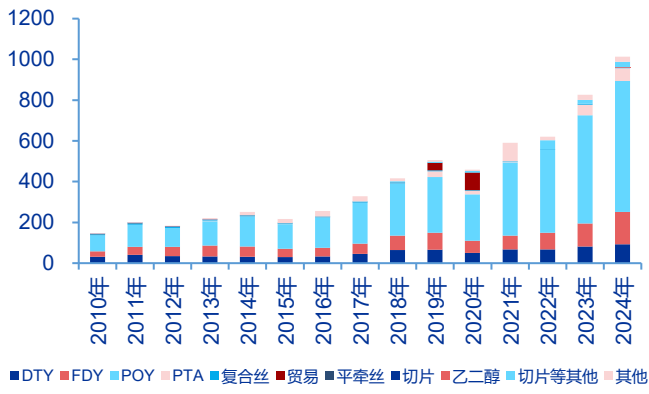
图 5：公司毛利率和净利率逐步回升


资料来源：Wind，申万宏源研究

除浙江石化项目外公司盈利主要来自涤纶长丝。除投资收益外，涤纶长丝是公司最主要的收入及利润来源，2024 年涤纶长丝销售收入、毛利润分别为 897.2 亿元、45.4 亿元，占公司总收入及毛利的比重分别为 88.6%、96.5%。公司涤纶长丝包含 POY、FDY、DTY、复合丝和平牵丝，其中 POY 是公司最主要的长丝品种，2024 年共销售 POY 968.2 万吨，占长丝总销量的 74.6%；2024 年 POY 销售收入、毛利润分别为 642.2 亿元、28.6 亿元，占公司总收入及总毛利的比重分别为 63.4%、60.7%。

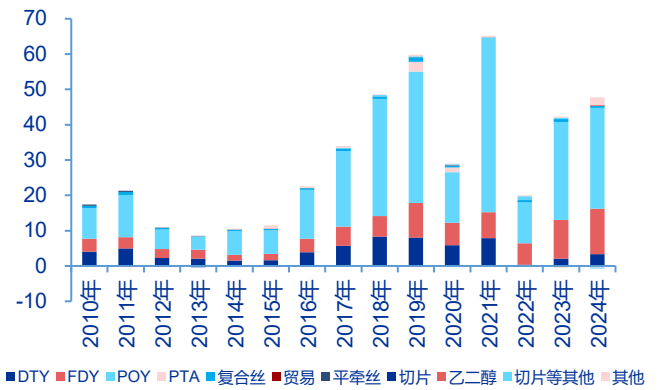
公司在 PTA 基本自给的情况下灵活外售和采购 PTA，以保证原料供应稳定。2024 年公司外售 PTA 126.8 万吨，PTA 销售收入、毛利润分别为 63.0 亿元、-0.5 亿元，同时公司 2024 年向外采购了 174.0 万吨 PTA 作为聚酯原料。公司在 PTA 基本完全自给的情况下外售部分 PTA 主要是为了加大 PTA 的采购量，以此来维护与原料供应商之间的关系，避免 PTA 装置运行出现问题时原料供应不足的情况发生。

图 6：涤纶长丝是公司主要的收入来源（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：涤纶长丝是公司主要的毛利润来源（亿元）



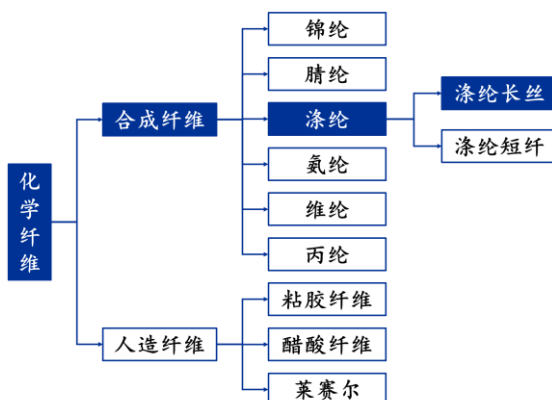
资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 长丝内有刚需、出口有增量，供给有序释放

2.1 涤纶长丝是最主要的纤维品种，需求持续高增长

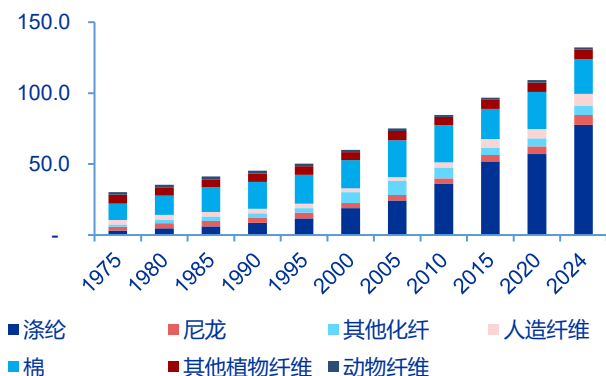
受益于成本优势以及使用性能的不断改进，涤纶在全球的纤维使用中占比不断提升。纤维可分为天然纤维和化学纤维，涤纶属于化学纤维中的合成纤维，性能与天然纤维最为接近。由于水土资源限制，近 20 年全球棉花产量始终维持在 2500 万吨左右，天然纤维产量不能满足人类对纺织服装需求的增长。而涤纶凭借价格低和性能接近的优势，一直在合成纤维中保持主导地位。多年来，聚酯纤维通过不断降低成本、性能改进，应用范围也在不断增长。2010 年以前，涤纶在全球各类纤维用量中的份额不到 50%；2024 年，全球各类纤维（包括棉花、涤纶、粘胶、尼龙、丝绸、羊毛等）的需求量约为 1.3 亿吨，其中，涤纶用量 7700 万吨，在全球各类纤维用量中的份额提升至 59%。

图 8：化学纤维品类细分



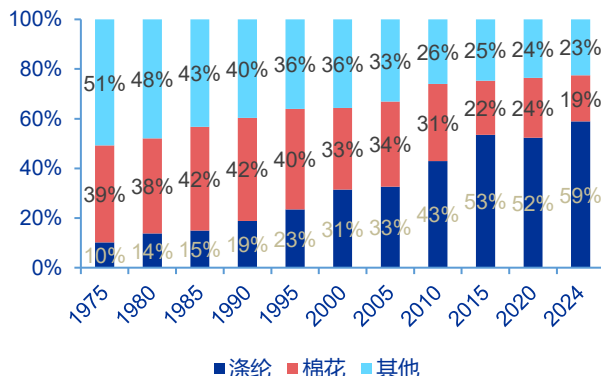
资料来源：中国化纤信息网，申万宏源研究

图 9：全球纤维用量（百万吨）



资料来源：纺织品交易所 Textile Exchange，申万宏源研究

图 10：涤纶在全球纤维中的使用比例

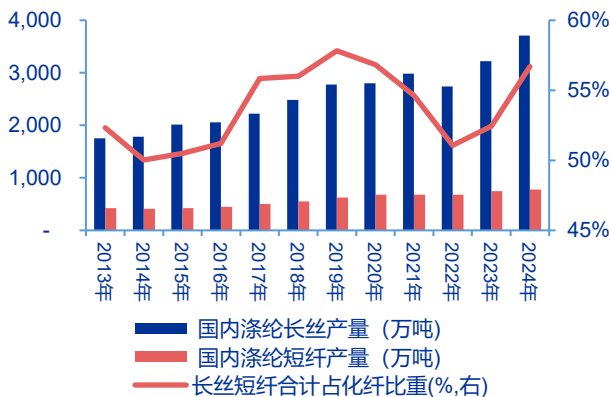


资料来源：纺织品交易所 Textile Exchange，申万宏源研究

涤纶是我国应用最广泛的一种化学纤维，国内涤纶长丝表观消费量长期保持较高增速。根据钢联资讯，2013 年以来涤纶长丝和涤纶短纤产量合计占国内化纤产能比重保持在 50%

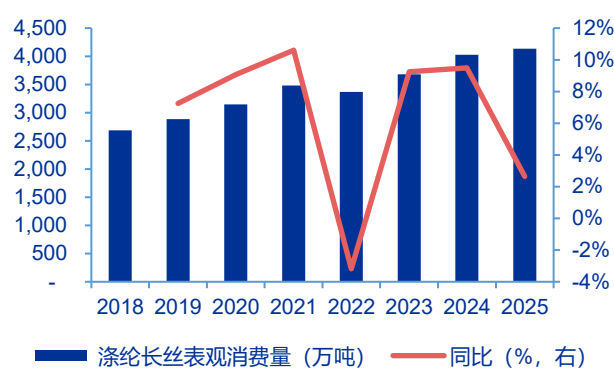
以上，2024 年合计占比为 56.7%。由于国内下游纺织服装产业链配套完善，涤纶长丝消费以国内为主，出口量约占国内产量比重的 8%-10%左右。2025 年我国涤纶长丝表观消费量达到 4136 万吨，同比增长 3%，2018-2025 年 CAGR 为 6.3%。

图 11: 涤纶长丝是国内应用最广泛的一种化学纤维



资料来源: 钢联资讯, 申万宏源研究

图 12: 国内涤纶长丝表观消费量

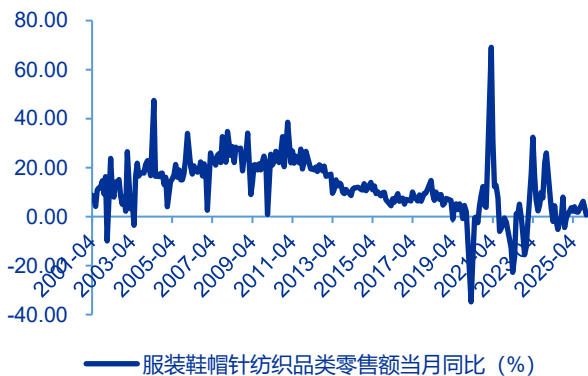


资料来源: 中国化纤信息网, 申万宏源研究

涤纶具有强度高、弹性好、耐热、耐磨、耐腐蚀、表面光滑，但染色性较差等特点。用途主要包括三个方面：1) 服装，如服装面料、里料、内衣、袜子、服装填充物等；2) 家纺，如窗帘、纱窗、浴帘、床被、桌布、装潢材料等；3) 工业，如轮胎帘子布、输送带、灯箱布、三角皮带、车辆安全带等。据百川资讯数据，涤纶下游服装、家纺和工业需求占比分别为 52%、33%、15%。

下游服装家纺景气度向好，纺织品出口需求稳定。国内服装方面，2025 年，国内需求逐步复苏，全年服装鞋帽针织纺织品零售额均保持正增长；国内家纺生产端景气度持续高位运行，柯桥纺织指数家纺类生产景气指数 2026 年 1 月达到 1466 点，近 12 个月景气指数接近 2019 年水平，为近 5 年高位，显示生产端信心充足。出口方面，2025 年纺织品出口额达 1426.1 亿美元，同比增长 0.4%，虽然出口增速较 2024 年有所放缓，但出口额仍保持相对较高的水平。

图 13: 中国服装鞋帽针织纺织品类零售额当月同比(%)



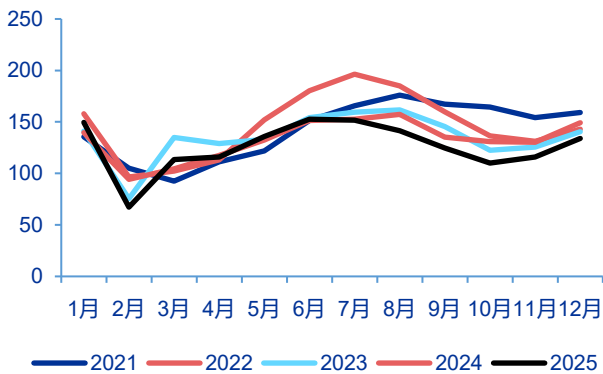
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 14: 中国:柯桥纺织指数:家纺景气指数



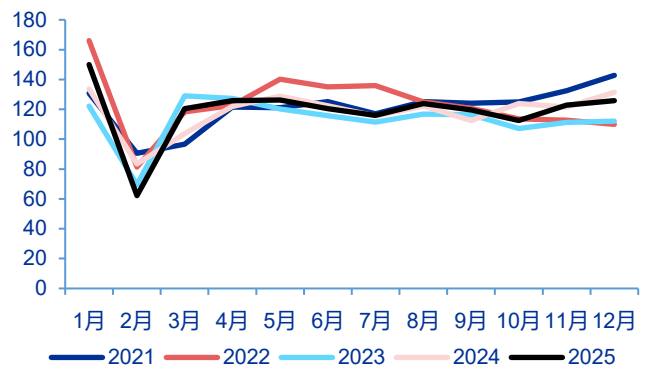
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 15: 我国历年服装出口额 (亿美元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

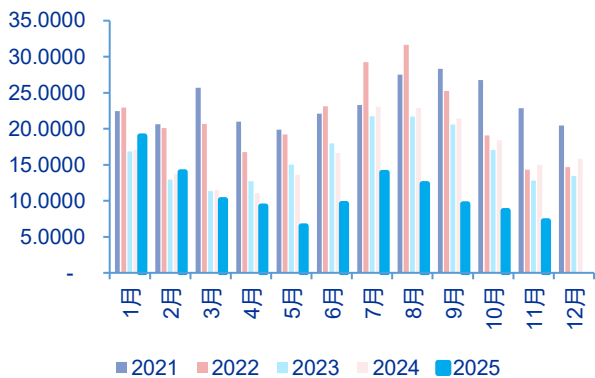
图 16: 我国历年纺织品出口额 (亿美元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

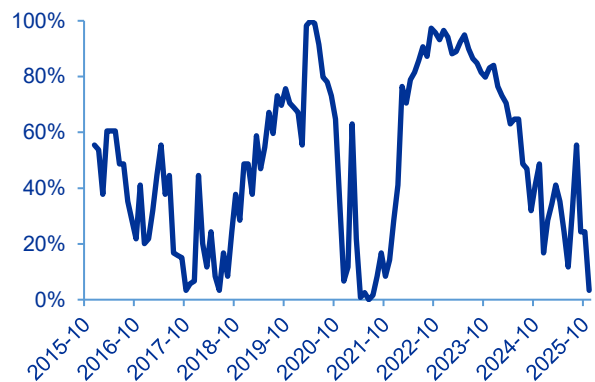
中美关税预期稳定后, 美国服装面料补库需求有望逐步释放。2025 年 1-11 月美国自中国进口服装及衣着附件总额同比下滑 34.8%, 主要受到中美贸易摩擦影响。2025 年 2 月以来中美之间出现多轮互加关税的行动, 贸易摩擦从 5 月起开始逐步缓和, 次月自中国进口服装总额出现反弹; 2025 年 11 月, 中美双方同意将进一步加征的高额“对等关税”暂停至 2026 年 11 月, 目前关税政策预期相对稳定。2025 年 11 月美国服装及服装面料批发商库存销售比处于近 10 年 4.5%分位数, 库存降至历史低点, 预计未来几个月美国纺织服装补库需求逐步释放, 带动我国服装和纺织品出口需求。

图 17: 美国自中国进口服装及衣着附件总额(亿美元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 18: 美国服装及面料批发商库存销售比分位数

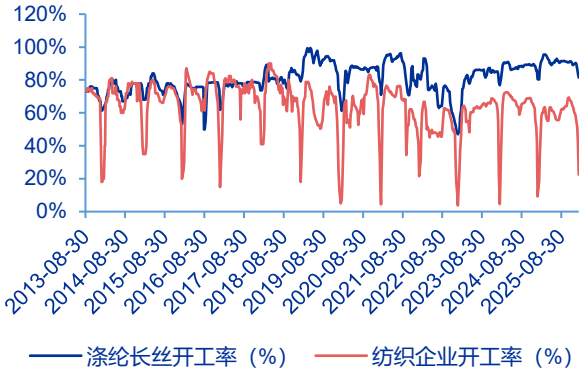


资料来源: Wind, 申万宏源研究

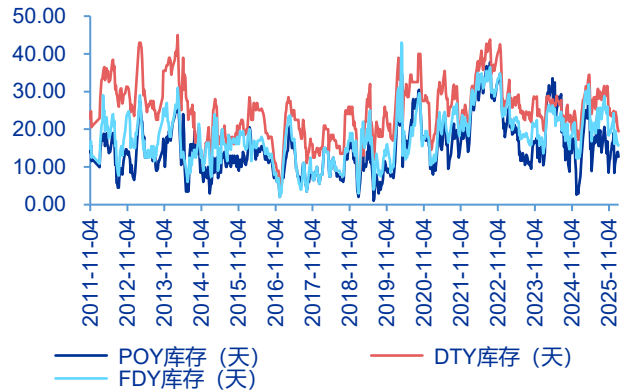
涤纶长丝开工率延续强势表现, 库存水平偏低。2025 年国内涤纶长丝平均开工率达到 90.7%, 开工率分位数为近五年 89%水平, 全年开工维持高位。由于下游织机春节停工 1 个月左右, 为配合下游生产节奏, 长丝开工率存在一定季节性特征, 从 2025 年全年来看, 2025 年春节后复工节奏快于往年, 3-4 月长丝开工即达到 92-95%的峰值, 三季度传统旺季保持 90%以上稳定运行, 四季度开工仍保持在 90%附近, 长丝淡季表现不淡。下游需求方面, 2025 年全年织机开工同比基本持稳。库存方面, 2025 年 POY/DTY/FDY 平均库存天数分别为 16.6/27.2/22.5 天, 均低于近 5 年中位数。

图 19: 长丝及下游纺织开工不断走高

图 20: 长丝库存降至近 5 年偏低位置



资料来源: Wind, 申万宏源研究



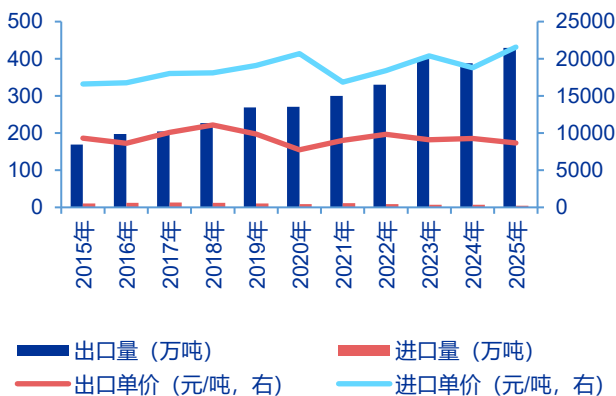
资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.2 跨过多重贸易壁垒难关, 长丝直接出口具备竞争力

2025 年长丝出口创历史新高, 国产长丝具备强大出口竞争力。受到印度 BIS 强制认证影响, 我国涤纶长丝出口量在 2023 年达到 399 万吨峰值后, 2024 年小幅下滑 11 万吨至 388 万吨, 其中印度进口同比减少 37 万吨, 其他国家和地区出口量显著增长, 显示我国长丝产品出口竞争力和外需韧性。2025 年我国长丝出口量达到 429 万吨, 同比增长 10.6%, 其中出口印度 30 万吨, 同比有所回暖, 但较 2023 年 53 万吨仍有较大差距, 同期其他国家和地区出口量持续高增。2025 年 11 月印度对我国长丝的 BIS 强制认证正式取消, 预计印度长丝订单将逐步回流, 叠加其他国家地区出口高增速, 2026 年长丝出口需求有望出现较大规模增长。

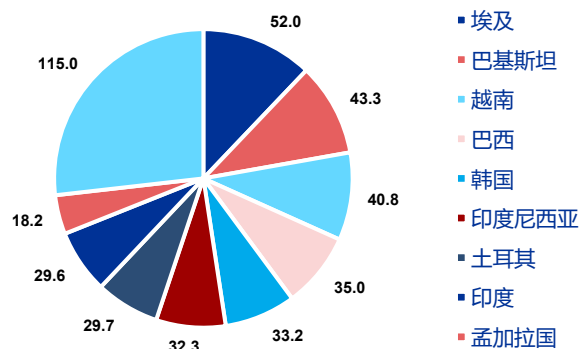
从长丝出口价格来看, 我国长丝极具性价比优势。2025 年长丝出口均价 8662 元/吨, 进口均价 21572 元/吨, 进口价格为出口价格的 2.5 倍。未来随着国内长丝产品差异化提升、产品向高端化发展, 后续长丝出口有较大提价空间。

图 21: 我国涤纶长丝进出口量及单价



资料来源: 海关总署, 申万宏源研究

图 22: 2025 年我国涤纶长丝出口分国家 (万吨)



资料来源: 海关总署, 申万宏源研究

长丝出口长期承受反倾销、反补贴压力, 但历史证明贸易壁垒对出口量影响有限。自 2000 年至今, 我国涤纶长丝、涤纶短纤、下游纱线、面料、织物曾面临数十起反倾销、反补贴调查, 2020 年以来, 类似案件数量有所增加。在我国涤纶长丝出口量前十的国家和地区中, 土耳其、印度、巴西、越南、韩国、巴基斯坦均有正在执行的反倾销、反补贴等措施,

但从执行效果来看，2015 年-2025 年，仅出口土耳其和印度的长丝数量有所波动，其他国家出口量仍保持增长，我国长丝出口竞争力得到进一步体现。

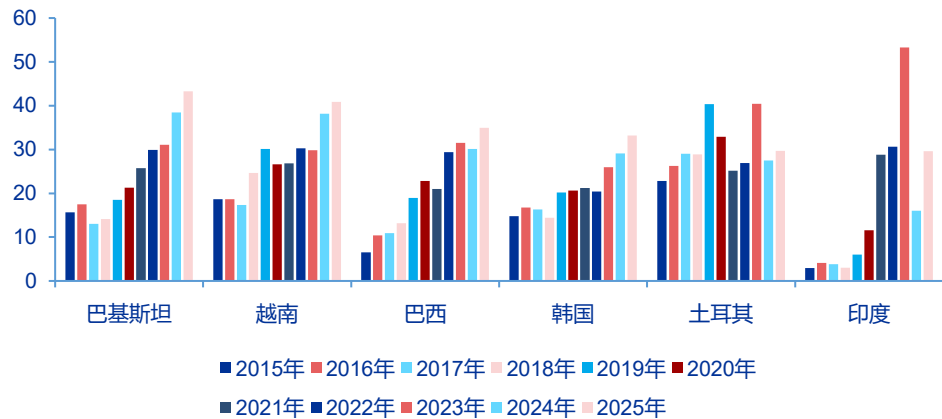
表 2 我国涤纶长丝及下游产品出口贸易壁垒

申诉国/地区	案件名称	案件类型	案件状态	立案时间	产品类别
土耳其	土耳其对中国 27 类长丝反倾销案	反倾销	措施执行中	2001/7/1	27 类长丝
印度	印度对中国全取向丝、全拉伸丝、纺丝拉伸丝和涤纶扁平丝反倾销案	反倾销	措施执行中	2008/5/6	涤纶长丝
美国	美国对中国聚酯加工丝反倾销案	反倾销	措施执行中	2009/8/6	聚酯加工丝
巴西	巴西对中国合成纤维布反倾销案	反倾销	措施执行中	2009/11/4	合成纤维布
越南	越南对中国聚酯长丝纱线反倾销案	反倾销	措施执行中	2020/4/6	纱线
韩国	韩国对中国聚酯全拉伸丝反倾销案	反倾销	措施执行中	2021/1/27	涤纶长丝
巴基斯坦	巴基斯坦对中国聚酯长丝纱线反倾销案	反倾销	措施执行中	2024/5/24	涤纶长丝

资料来源：中国贸易救济网，申万宏源研究

注：同一国家/地区仅统计首次发起贸易救济的案件和时间。

图 23：重点国家长丝出口量变化情况（万吨）



资料来源：海关总署，申万宏源研究

印度取消长丝 BIS 强制认证。我国出口印度的涤纶长丝数量在 2024 年大幅下滑 69.9% 至 16.0 万吨，出口数量波动主要受到 BIS 强制认证反复的影响。印度长丝 BIS 强制认证历经 2023 年 10 月、2024 年 4 月和 2024 年 10 月三次延期暂缓执行，政策不确定性导致企业为避免风险主动缩减订单，随着 2025 年 11 月 BIS 认证正式取消，短期市场准入障碍解除，国内长丝出口印度有望实现快速反弹。展望印度市场后市，反倾销税与反补贴税的双重机制仍将持续至 2028 年，但历史数据表明双反税对长丝出口影响有限，BIS 强制认证取消后我国涤纶长丝有望凭借性价比优势，快速恢复在印度市场的占有率。

表 3 印度对我国涤纶长丝出口的限制措施

措施	内容	时间
BIS 强制认证	涤纶长丝 (HS 编码 5402) 纳入 BIS 强制认证清单	原定 2023 年 10 月执行，延期至 2024 年 4 月，再延期至 2024 年 10 月。2025 年 11 月取消

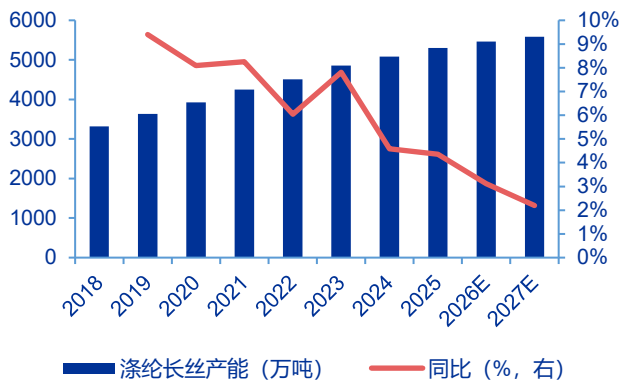
反倾销税	对从中国进口的原生涤纶长丝 (POY、FDY、DTY) 征收反倾销税, 税率根据企业不同在 0-300+美元/吨不等	2017 年首次征收, 2023 年第五次日落复审后维持, 有效期至 2028 年
反补贴税	对中国政府补贴的涤纶长丝产品征收反补贴税	2018 年起与反倾销并行调查, 后合并执行, 与反倾销税叠加

资料来源: 印度商工部, 申万宏源研究

2.3 长丝投产高峰期已过, 供给进入有序增长长期

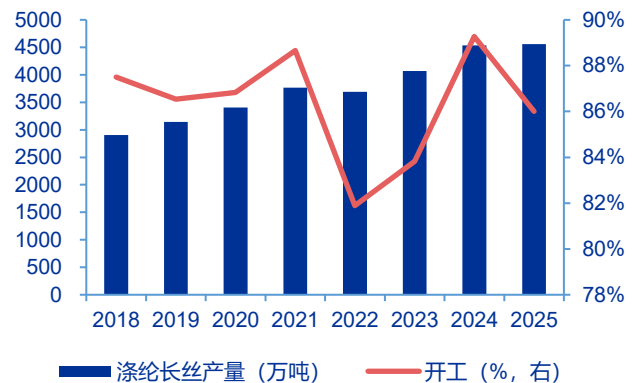
新增产能有限, 看好涤纶长丝景气复苏。根据钢联数据, 2025 年涤纶长丝行业新增产能预计为 281 万吨, 扣除长停 60 万吨后, 净增产能 221 万吨, 产能增速约 4.3%, 较 2023 年的 7.8% 明显回落。远期来看, 2026-2027 年产能增速预计分别为 3.1% 和 2.2%, 且头部企业 CR6 产能占比已达 80% 以上, 非头部企业扩产规划愈发谨慎, 仅有桐昆等头部企业产能保持增长, 行业供给增长愈发有序。尽管 2023-2025 年集中释放的新增产能导致产量大幅增加, 开工率承压, 但随着在建产能减少, 供需格局有望边际改善, 为行业景气度复苏奠定基础。

图 24: 国内涤纶长丝产能及未来新增产能计划



资料来源: 中国化纤信息网, 钢联资讯, 申万宏源研究

图 25: 涤纶长丝产量及开工情况



资料来源: 中国化纤信息网, 钢联资讯, 申万宏源研究

表 4 涤纶长丝供需平衡表 (单位: 万吨)

年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
产能	3319	3631	3925	4249	4506	4858	5081	5302	5467	5587
同比		9.4%	8.1%	8.3%	6.0%	7.8%	5%	4%	3%	2%
产量	2904	3142	3408	3767	3690	4072	4410	4560	4831	5087
同比		8.2%	8.5%	10.5%	-2.0%	10.4%	8%	3%	6%	5%
开工	87%	87%	87%	89%	82%	84%	87%	86%	88%	91%
进口	13	11	9	12	9	7	7	5	5	5
同比		-15%	-18%	33%	-25%	-22%	9%	-34%	5%	0%
出口	230	272	274	305	335	403	388	429	494	533
同比		18%	1%	11%	10%	20%	-3%	11%	15%	8%
下游消费	2687	2881	3143	3474	3364	3676	4,029	4,136	4,342	4,559
同比		7%	9%	11%	-3%	9%	9%	3%	5%	5%

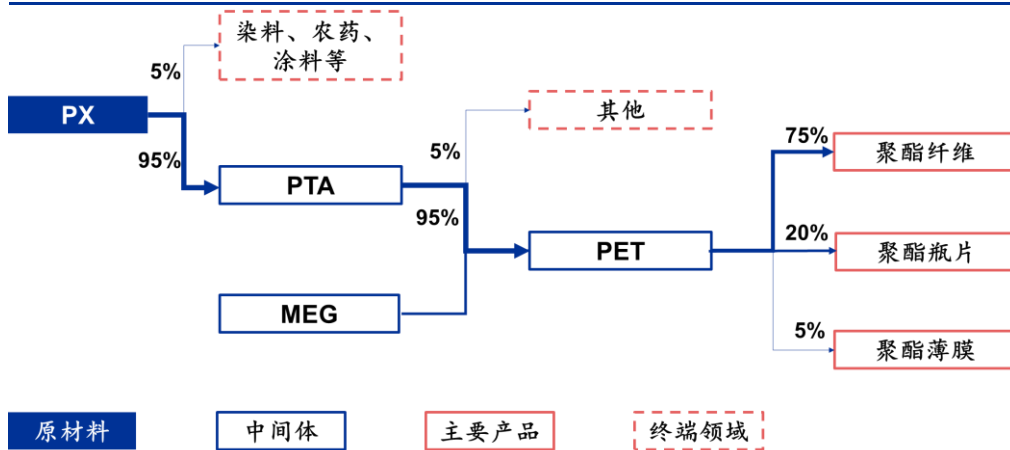
资料来源: 中国化纤信息网, 钢联资讯, 申万宏源研究

3. 聚酯产业链景气上行，利润向长丝端转移

涤纶又被称为聚酯纤维，化学名为聚对苯二甲酸乙二醇酯纤维。它是以 PTA（对苯二甲酸）或 DMT（对苯二甲酸二甲酯）和 MEG（乙二醇）为原料经过酯化或酯交换和缩聚反应而制得 PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯），经纺丝和后处理制成纤维。目前，国内采用 PTA 和 MEG 经酯化制取 PET 为主，是竞争力更为突出的工艺路线。PET 下游除涤纶外，还包括聚酯瓶片和聚酯薄膜等。

上游 PX 和 PTA 的应用领域较为集中。 PX 主要产自炼油工艺中的催化重整装置，下游主要用于制取 PTA，还有部分用于染料、农药、涂料等领域，PTA 基本可以作为 PX 的单一下游产物，PX 亦是 PTA 的直接原料，两者相互依存；PTA 主要由 PX 制得，95%的 PTA 应用于 PET 产品的制取，而 PET 中 75%用于聚酯纤维、20%用于聚酯瓶片、5%用于聚酯薄膜。

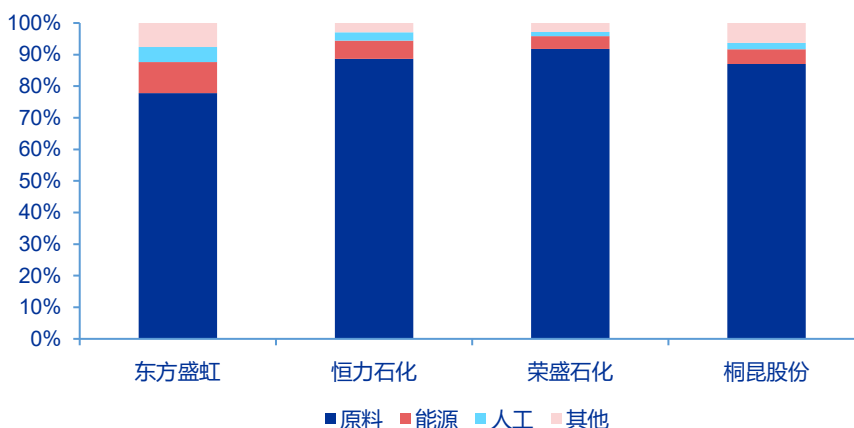
图 26：聚酯产业链上下游结构



资料来源：中国化纤信息网，申万宏源研究

原料成本占聚酯纤维总成本 80%以上，其中 PTA 是最主要的原材料。涤纶长丝成本主要包括原材料、能源、人工和其他，我们统计了行业中 4 家聚酯上市企业涤纶纤维成本，发现原材料在聚酯成本中平均占比达到 86.3%。一般而言，生产一吨 PET 需要消耗 0.855 吨 PTA 和 0.335 吨乙二醇，PTA 是聚酯纤维最重要的原材料。

图 27：国内聚酯企业涤纶纤维成本结构（2024 年数据）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

由于上下游产能并非同步扩张，我国聚酯产业链利润在不同环节之间的分配发生多次转移。2010 年左右，我国 PX 产能投放远远落后于下游 PTA 和长丝产能投放，我国 PX 主要依赖进口，利润主要留存于韩国和日本 PX 生产企业；自 2015 年以来，上游 PX 产能扩张加速，产业链话语权开始下移，而 PTA 环节产能集中度增强，PTA 行业话语权增强，产业链利润从 PX 转移至 PTA；2021 年至今，随着民营大炼化投产，PTA 产能进入新一轮投放期，产业链利润进一步下移至长丝。

图 28：我国聚酯产业链上下游产能结构

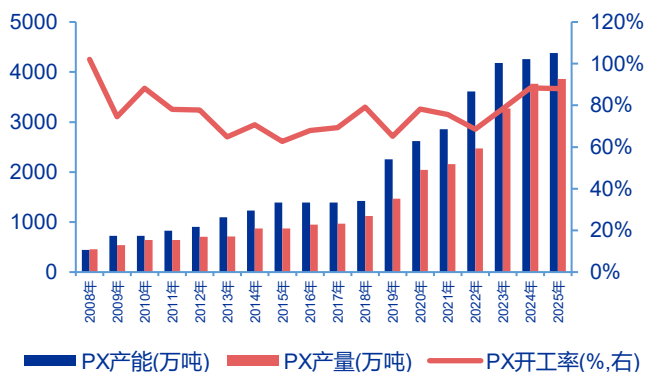


资料来源：中国化纤信息网，申万宏源研究

3.1 PX 年内供需偏紧，十五五仍有产能规划

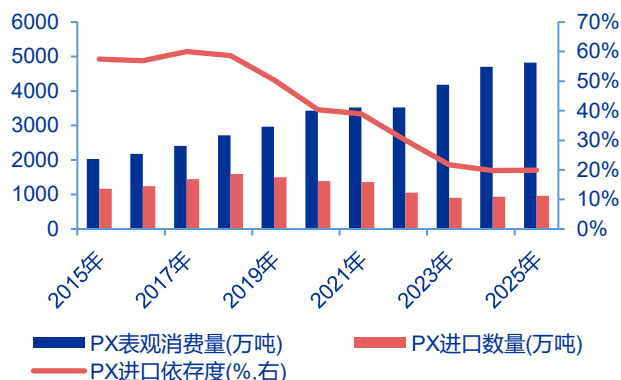
2019-2023 年民营炼化一体化项目陆续投产，国内 PX 供应瓶颈已突破。2019 年以来民营聚酯企业投资建设的炼化一体化项目进入投产周期，而民营炼化一体化项目在规划炼厂氢气循环系统的同时，尽可能地最大化芳烃产能以突破此前的 PX 供应瓶颈，2000 万吨炼油项目配套 PX 产能均在 400 万吨以上。2025 年我国 PX 进口依存度已降至 19.9%，较 2019 年的 50.5% 下降超过 30 个百分点，供应瓶颈基本突破。2025 年国内 PX 产能为 4379 万吨，产量同比增长 2.5% 至 3859 万吨，开工率为 88.1%，下游需求旺盛。

图 29：国内 PX 供给情况



资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

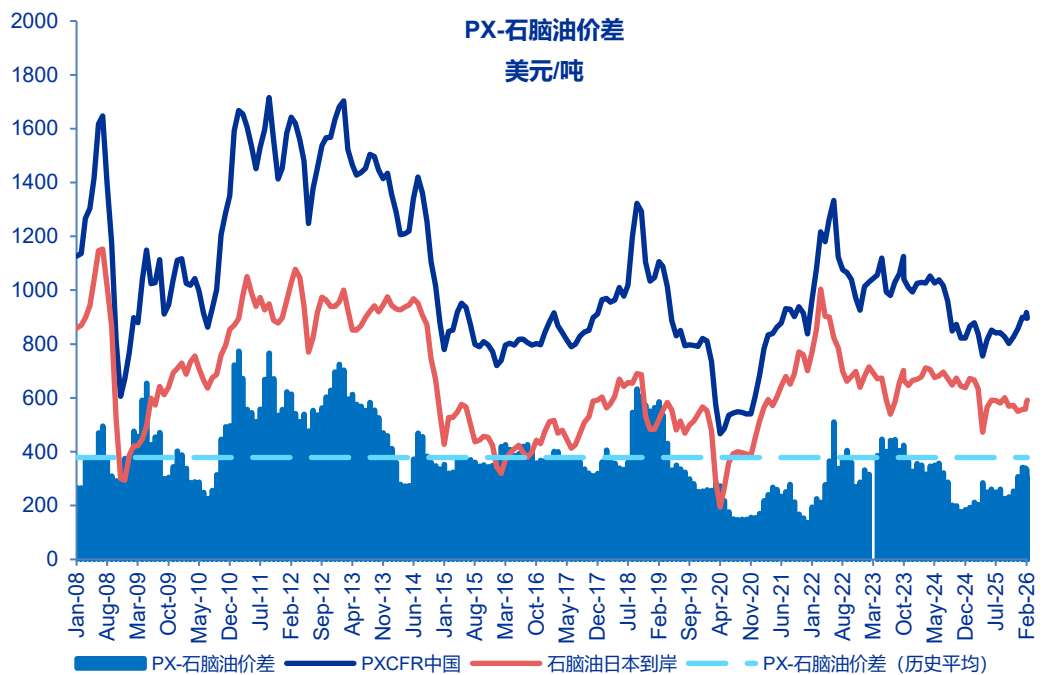
图 30：国内 PX 需求量和进口依存度



资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

PX 价差修复至接近历史平均水平，26 年景气度有望维持。2021-2023 年，北美汽油价格高企，调油需求旺盛，引起混合芳烃供应紧张，海外企业 PX 产量随之减少，我国 PX 行业景气较高。2024 年以来，受到调油需求下滑影响，PX-石脑油价差收窄，全年价差波动区间在 199-350 美元/吨，年内平均价差约 280 美元/吨。2025 年上半年 PX-石脑油价差修复略显乏力，PX-石脑油价差基本维持在 200-280 美元/吨区间，但下游聚酯全年维持高开工，对 PX 需求保持高位，2025 年四季度 PX 价格快速回暖，PX-石脑油价差修复至接近历史平均水平。

图 31: PX-石脑油价差 (美元/吨)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

2030 年以前国内 PX 产能仍将持续增长，以炼化厂家二次加工装置为主。根据卓创资讯统计，预计“十五五”期间我国仍有较多 PX 新增产能投放，合计约 1700 万吨，若规划产能均能如期投放，则我国 PX 将实现完全自给。其中 2026 年预计将有裕龙岛、北方华锦、海南炼化项目投放，但由于项目审批趋严，年内落地仍需跟踪，供需将维持偏紧趋势。2027 年及以后的 PX 远期增量主要来自于减油增化项目，限制产品超涨幅度，长期产业链利润往下游分配。

表 5 国内 PX 新增产能

厂家名称	产能 (万吨/年)	地点	目前进度	投产时间	备注
烟台裕龙岛	300	烟台龙口	建设中	26H2	新建
辽宁华锦	200	辽宁盘锦	建设中	26Q4	新建
海南炼化	50	海南津浦	建设中	26Q4	扩建
九江石化二期	150	江西九江	建设中	2027 年	新建
乌鲁木齐石化	50	新疆乌鲁木齐	规划中	2027 年	扩建
镇海炼化	50	浙江宁波	规划中	2027 年	扩建
古雷石化		福建漳州	规划中	年	新建

扬子石化二期	100	江苏南京	规划中	2028年	新建
塔河石化	80	新疆阿克苏	规划中	2029年	新建
东明石化	200	山东菏泽	规划中	2029年	新建
河北鑫海	200	河北曹妃甸	规划中	2030年	新建
总计	1700				

资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

表 6 PX 供需平衡表 (万吨)

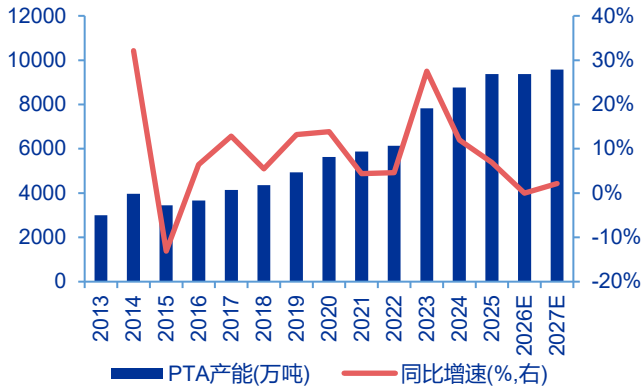
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
产能	2254	2617	2859	3609	4179	4259	4379	4919	5169
yoy	59%	16%	9%	26%	16%	2%	3%	12%	5%
产量	1470	2046	2160	2475	3275	3766	3859	4130	4428
yoy	31%	39%	6%	15%	32%	15%	2%	7%	7%
开工率	65%	78%	76%	69%	78%	88%	88%	84%	86%
进口量	1498	1386	1365	1058	910	938	961	970	922
出口量	0.0	0.0	0.0	8.5	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0
消费量	2968	3432	3525	3525	4183	4703	4820	5100	5350
消费增速	28%	16%	3%	0%	19%	12%	2%	6%	5%

资料来源：钢联数据，卓创资讯，申万宏源研究

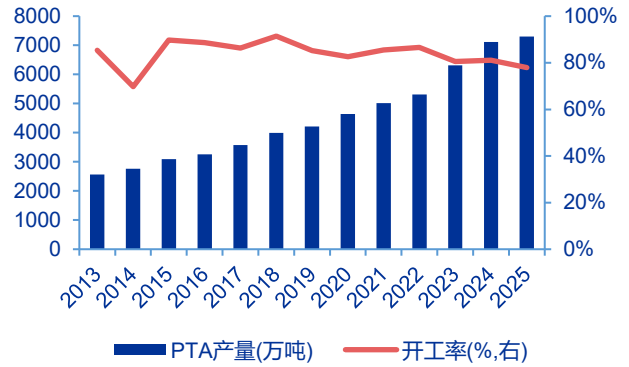
3.2 PTA 存量产能待消化，单一环节盈利偏弱

PTA 扩产周期进入尾声，未来新增产能显著放缓。2023-2025 年是国内 PTA 产能快速扩张期，年均复合增长率达 15.2%，其中 2023 年产能同比增速高达 27.5%，2025 年国内 PTA 行业共计新增产能 870 万吨，剔除部分长期停车装置后实际净增产能 608 万吨，产能增速达到 6.9%。本轮扩产主要由民营炼化一体化项目驱动，恒力石化、浙江石化、盛虹炼化等大型装置集中释放，推动总产能从 2022 年末的 6138 万吨增长至 2025 年的 9376 万吨。展望 2026-2027 年，行业将进入产能消化期，2026 年预计无新增产能，2027 年仅新疆乌鲁木齐石化 200 万吨装置计划投产，标志着本轮扩产周期基本结束，行业将由增量扩张转向存量优化与落后产能出清。

图 32：国内 PTA 产能及未来新增产能计划
图 33：PTA 产量及开工情况

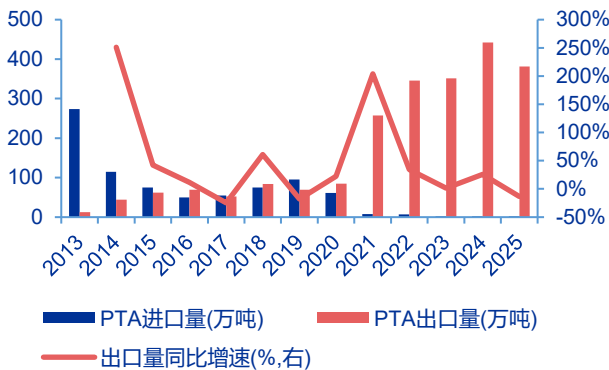


资料来源：隆众资讯，申万宏源研究



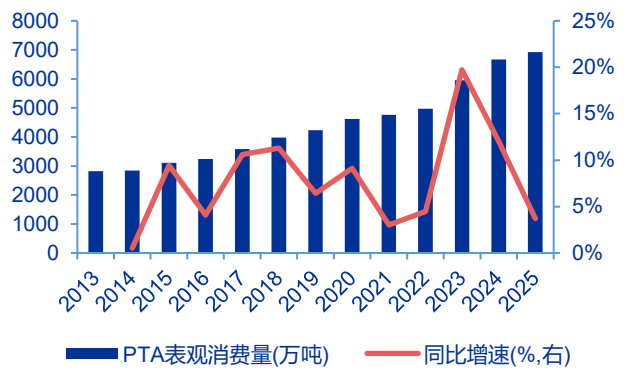
资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

图 34: PTA 出口量及增速



资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

图 35: 国内 PTA 表观消费量及增速



资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

表 7 PTA 供需平衡表 (单位: 万吨)

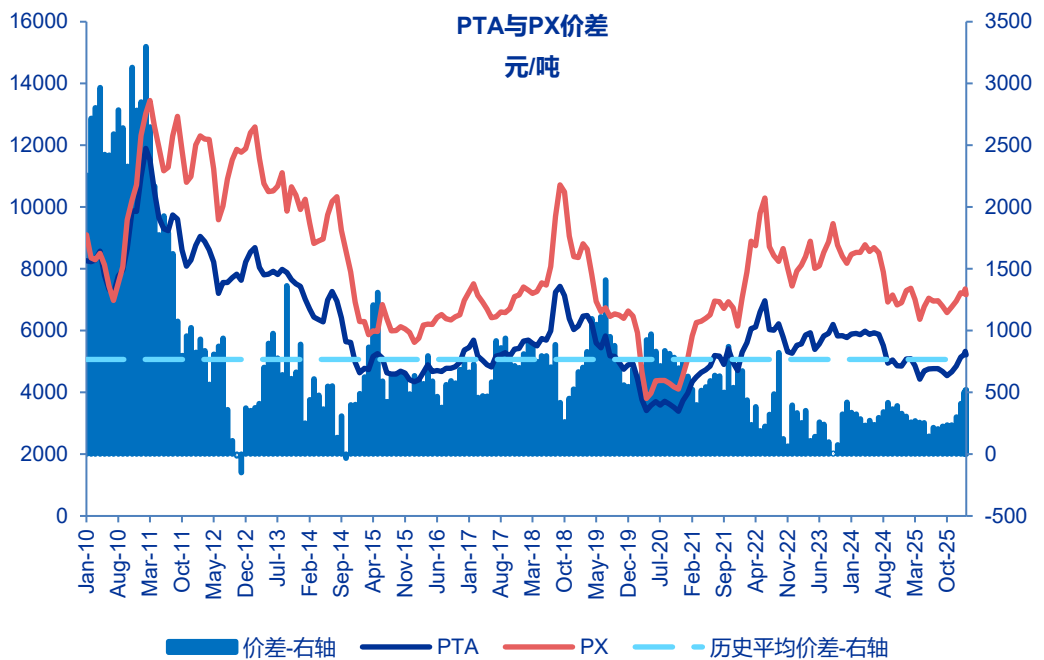
年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
产能	4938	5623	5868	6138	7828	8768	9376	9376	9576
yoy	13.2%	13.9%	4.4%	4.6%	27.5%	12.0%	6.9%	0.0%	2.1%
产量	4210	4646	5012	5314	6307	7114	7301	7772	8223
yoy	5.5%	10.4%	7.9%	6.0%	18.7%	12.8%	2.6%	6.5%	5.8%
进口量	95	62	8	7	2	2	2	2	2
出口量	69	85	258	346	351	442	382	389	397
表观消费量	4236	4623	4763	4976	5958	6674	6921	7385	7828
开工率	85.3%	82.6%	85.4%	86.6%	80.6%	81.1%	77.9%	82.9%	85.9%

资料来源：隆众资讯，百川盈孚，申万宏源研究

PTA 加工价差持续承压，行业盈利空间显著收窄。2025 年以来 PTA-PX 加工价差持续维持历史低位，全年平均价差约 243 元/吨，较 2024 年下滑 24.1%，年内价差呈“V”字型先跌后涨，目前正处于修复阶段。截至 2026 年 2 月 6 日，PTA-PX 价差已恢复至 522 元/

吨，较 2025 年显著回暖。2024 年以来 PTA 加工费较前些年出现系统性下移，核心矛盾之一在于 PTA 产能快速扩张、超过下游扩张速度。在供给宽松格局下，PTA 行业盈利持续承压，倒逼老旧装置加速退出，行业格局有望逐步改善。

图 36: PTA 与 PX 价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

PTA 行业自律核心手段是头部企业联合限产来调节供给。这一模式始于 2014 年，当时行业产能猛增至 3968 万吨，行业开工率降至 70%，全行业陷入亏损；以当时四大头部企业逸盛、翔鹭、恒力、远东为首，8 家民企首次结成限产联盟，将开工率强制控制在 60% 以下，并推行“PX 成本+720 元/吨加工费”的成本定价模式，这一系列措施成功使 PTA 加工差短暂回升至 300-400 元/吨；2014 年行业自律机制有效性得益于 PTA 行业高度集中——四大头部企业占据 60% 产能和 80% 贸易量，对聚酯产业链供给有影响力。2020-2022 年主流供应商也曾通过分散式检修、降负荷等市场化手段自发调节产量。2025 年 11 月，产能排名靠前的 PTA 企业再次开启联合减产，通过停车和技改等方式控制产量，随后 PTA 价格和价差显著回升。

表 8 PTA 行业自律手段汇总

时间	自律手段	主要参与方/发起方	具体措施
2014 年 5 月-6 月	首次联合限产	逸盛、翔鹭、恒力、远东等 8 家 PTA 生产企业	开工率降至 60% 以下；推行“成本+720 元加工费”新定价模式
2020 年-2022 年	分散式自主检修	多家 PTA 生产企业	通过装置年检、降负荷等方式自发调节供给，但未形成联合协议

2025年11月	联合减产	产能排名靠前的PTA生产企业	停车、技改等
----------	------	----------------	--------

资料来源：金联创，申万宏源研究

3.3 行业格局优化，长丝环节价值抬升

老旧产能待退出，涤纶长丝供给格局优化空间大。我国聚酯产业链老旧产能主要集中在长丝环节，老旧产能规模小、分布散。根据钢联数据，目前在产企业中投产最早的长丝装置可追溯至1991年浙江聚兴化纤13万吨装置，1995-2005年间投产的多套装置技术路线相对落后，单位能耗和产品稳定性与新建装置存在差距。未来涤纶老旧产能有望加速退出市场，成为优化供给格局的关键变量。

表 9 聚酯产业链老旧产能统计

环节	企业名称	投产年份	产能 (万吨)
长丝	浙江聚兴化纤有限公司	1991	13
	厦门翔鹭化纤股份有限公司	1995	14
	张家港欣欣高纤股份有限公司	1999	20
	绍兴柯桥恒鸣化纤有限公司	2001	30
	浙江恒逸聚合物有限公司	2001	24
	杭州荣盛化纤有限公司	2002	25
	桐昆集团浙江恒盛化纤有限公司	2002	20
	浙江佳宝新纤维集团有限公司	2003	26
	桐昆集团浙江恒盛化纤有限公司	2003	20
	福建逸坤化纤有限公司	2003	14
	浙江恒逸聚合物有限公司	2003	24
	江苏恒力化纤股份有限公司	2004	20
	桐乡中欣化纤有限公司	2004	48
	宁波卓成化纤有限公司	2004	18
	苏州盛虹纤维有限公司	2004	20
	江苏恒力化纤股份有限公司	2004	20
	桐昆集团浙江恒盛化纤有限公司	2004	30
	杭州荣盛化纤有限公司	2004	20
	杭州天元涤纶有限公司	2005	24
	福建百宏聚纤科技实业有限公司	2005	18
江苏申久 (集团) 有限公司	2005	16	
江苏申久 (集团) 有限公司	2005	20	
宁波泉迪化纤有限公司	2005	25	
江苏恒力化纤股份有限公司	2005	20	
PTA	中国石化仪征化纤有限责任公司	1995	35

资料来源：钢联资讯，申万宏源研究

涤纶长丝行业协同机制日趋成熟，逐步转向主动调控的常态化自律模式。2022-2023年，行业自律手段主要是“协同降负荷”，头部企业通过压低库存、提前减产、保证金锁价等手段缓解亏损压力；2024年，中国化学纤维工业协会涤纶长丝分会发布高质量发展倡议书，主流企业全面推行“一口价”销售与限产保价，将协同从企业行为升格为行业规范；2025年以来，行业自律手段更加灵活，1月集中检修规模达600万吨以支撑节前价格，5月取消“一口价”转向动态调整。目前长丝行业已形成减产保价、定价模式创新、开工率协调等多维度自律手段，推动行业向健康有序发展。

表 10 涤纶长丝行业自律手段汇总

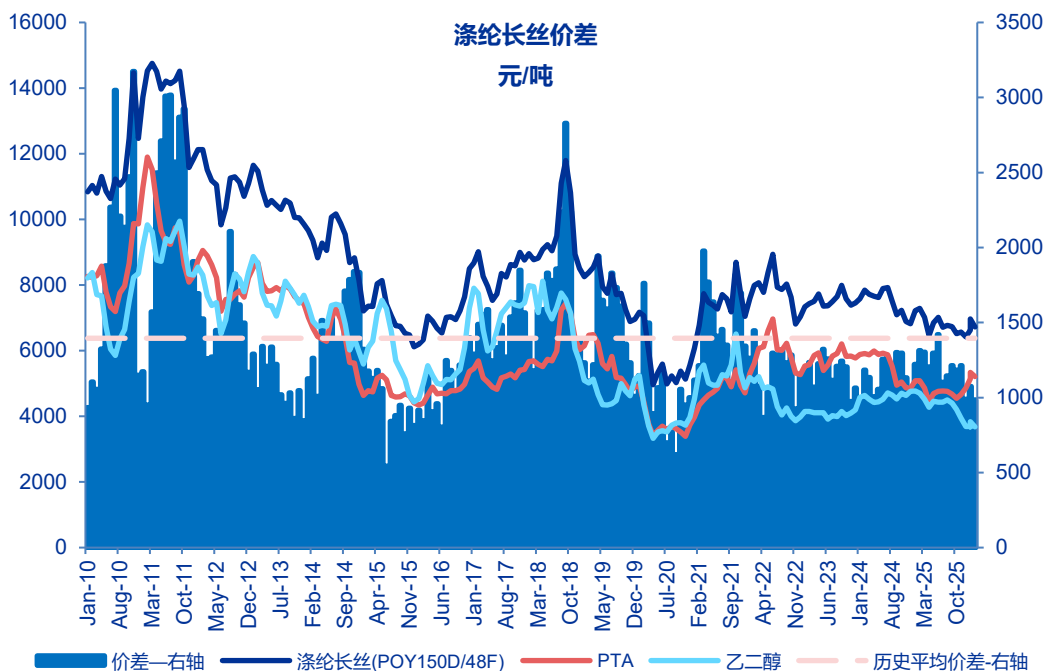
时间	自律手段	主要参与方/发起方	具体措施
2022年5月	协同降负荷、保证金模式锁价、销售模式创新	行业主流企业	降负荷：共同压低库存；保证金模式：锁定产品销售价格；销售创新：与大贸易商合作
2022年9月	发布《中国化学纤维行业行规行约》	中国化学纤维工业协会	明确行业自律规则，包括“不以排挤竞争对手为目的，以低于社会平均成本的价格低价倾销产品”，反对恶性竞争，维护行业整体利益
2022年11月	涤纶工厂因亏损、需求下滑提前减产	多家涤纶长丝厂商	随着工厂加大减产，聚酯负荷降至80%以下，直纺长丝负荷降至65%附近，通过主动降低开工率来缓解库存压力和亏损
2023年11月	涤纶工业丝企业开启新一轮减产保价	涤纶工业丝主流工厂	因加工差创年内新低（1500-1600元/吨），企业被迫集中减产，周产量环比下滑6.2%，开工率降至63.78%，以支撑价格、减少亏损
2024年5月	推行一口价销售	行业主流企业	通过统一或稳定的定价模式，减少市场的恶性价格竞争，以修复和改善行业盈利能力
2024年6月	限产保价、协调开工率	行业主流企业	通过主动降低行业开工率来调节市场供应，以达到降低库存、支撑市场价格的目的
2024年12月	发布高质量发展倡议书	中国化学纤维工业协会涤纶长丝分会	在行业年会上倡议全行业强化自律、理性面对市场波动、防止“内卷式”竞争，推动行业向健康有序、高端化方向发展。
2025年1月	集中检修减产	多家涤纶长丝厂商	行业计划检修规模达600余万吨，通过大规模减产来缓解供应压力，支撑节前市场价格
2025年5月	取消一口价，采取更灵活模式	行业主流企业	根据市场实际情况，取消了固定的“一口价”模式，转变为更贴合市场、灵活调整的自律方式，以保持盈利韧性

资料来源：中国化纤工业协会，隆众资讯，申万宏源研究

涤纶长丝盈利筑底企稳，行业格局优化打开向上空间。2025年以来涤纶长丝POY价差虽处于历史低位，但呈现筑底企稳态势，全年平均价差1216元/吨，较2024年提升5.8%。长丝行业仍处于周期性底部，在未来新增产能放缓、行业集中度空前、头部企业议价能力增

强的背景下，价差向下风险有限而向上弹性充足。当前上游 PX-石脑油和 PTA 加工费均已显著回升，长丝环节有望凭借下游旺盛需求顺利传导价格，长丝环节利润占比有望提升。

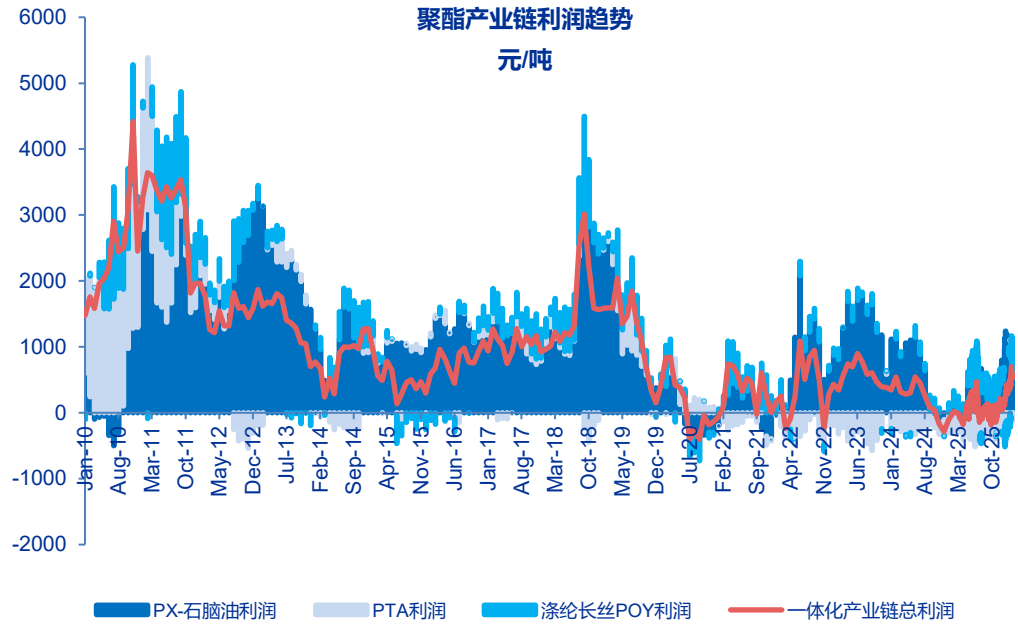
图 37：涤纶长丝价差 (元/吨)



资料来源：Wind，申万宏源研究

全产业链利润再平衡，长丝环节价值抬升。 2025 年 PX-PTA-长丝一体化产业链处于周期底部，向下空间难寻，向上弹性较大。上游 PX 再迎新一轮扩产周期，PTA 新增产能正在消化，而下游长丝供给投放有序，产业链利润再分配已向长丝环节倾斜。当前 PX、PTA 环节均处于微利状态，而长丝行业经过 2023-2025 年深度调整后，老旧产能加速出清，头部企业凭借规模化、差异化优势稳固市场份额。随着国内纺织服装消费升级，当前长丝在低价差下维持高开工，下游需求有刚性；美国服装面料补库、印度订单回流、海外纺织需求增长，长丝需求增量有待释放。从聚酯全产业链不同环节来看，若终端需求边际改善或油价企稳回升，产业链利润将优先流向供需格局最优的长丝环节。

图 38：聚酯产业链利润趋势 (元/吨)



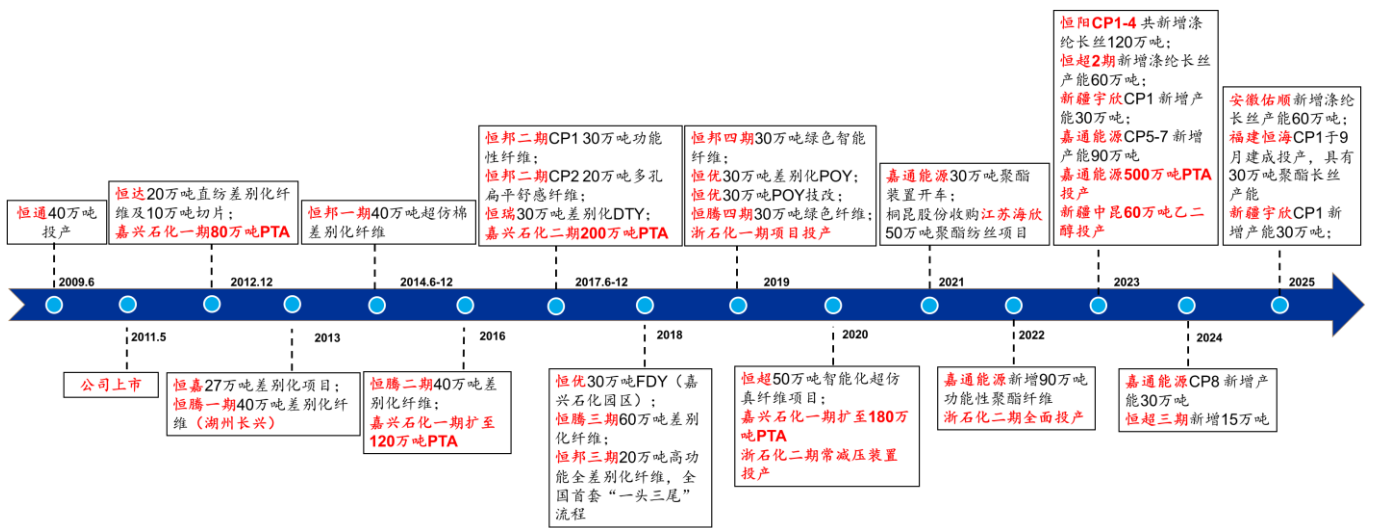
资料来源: Wind, 申万宏源研究

4. 低成本横向扩张提份额，上下游纵向延伸增效益

4.1 长丝低成本横向扩张，市场份额与单位盈利并重

涤纶长丝始终是公司发展的主旋律，产能投放坚持规模扩张与产品差异化并重，通过差异化布局构筑核心竞争力。公司成立以来专注于涤纶长丝行业，将一个产品做到极致并成为全球最大的涤纶长丝生产企业。从公司历史产能投放情况来看：1) 2012 年率先投产两套差别化纤维，产能布局以差别化纤维为主，产品结构上以下游应用性更为广泛的涤纶预取向丝 (POY) 为主；2) 在 2013-2015 年涤纶行业低谷期间投放两套 40 万吨差别化纤维项目并开辟湖州长兴基地，逆势加码长丝项目，提升市场占有率；3) 长丝项目建设期在 18 个月左右，公司在行业低谷期间提前布局长丝项目，2016 年进入景气周期后加速自身产能释放节奏，产能增速始终高于行业平均；4) 2022-2023 年是新一轮产能释放高峰，集中投产了恒超 50 万吨智能化超仿真纤维、恒腾三期 60 万吨差别化纤维、恒优 30 万吨差别化 POY 及 FDY 项目、恒邦三期 20 万吨高性能全差别化纤维 (全国首套“一头三尾”流程) 等高端产能，产品覆盖 POY、FDY、DTY 全系列，并延伸至功能性、绿色智能纤维领域。公司在新疆宇欣、安徽佑顺、福建恒海等地布点，优化区域布局的同时，各基地均配套差别化项目，如恒邦一期 40 万吨超仿棉差别化纤维、恒瑞 30 万吨差别化 DTY 等，避免同质化竞争。5) 2024-2025 年产能投放节奏明显放缓，仅嘉通能源 CP8 新增 30 万吨、恒超三期 15 万吨等项目，重点转向协调华东产能布局，标志着公司从高速扩张转向质量优化，通过差异化产品结构巩固领先地位。

图 39：公司产能投放节奏



资料来源：公司公告，申万宏源研究

依托基地化布局，公司长丝单吨投资额较低，长丝产能基本处于满负荷生产状态。公司长丝装置依靠产业基地进行产能扩张，凭借公用工程分摊及成本控制，单吨聚酯产能投资额平均为 4271 元，且装置竞争力突出，基本维持满负荷生产状态。

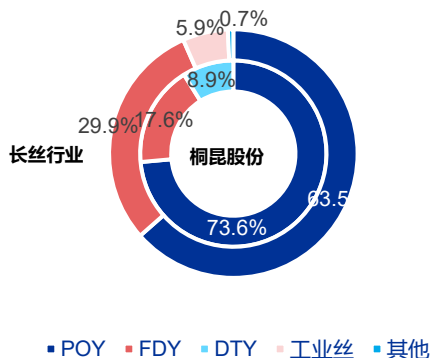
表 11 公司长丝产能基本维持满负荷生产且单吨投资额较低

主要厂区或项目	设计产能(万吨)	2024 年产能利用率 (%)	总投资 (亿元)	单吨投资额 (元/吨)
中洲公司	7	148		
恒基公司	5.2	119		
恒通公司	40	109	8.3	2065
恒腾一期	40	125	17.1	4275
恒腾二期	40	147	11.7	2933
恒腾三期	60	99	15.0	2495
恒腾四期	30	105	9.9	3303
恒盛公司	70	92		
恒邦一期	40	155	15.9	3978
恒邦二期 CP1	30	106	8.8	2947
恒邦二期 CP2	20	118	5.7	2830
恒邦三期	20	115	7.6	3795
恒邦四期	30	125	11.0	3667
园区厂区	29	113		
恒瑞厂区	38	85	8.8	2316
恒优 FDY 项目	30	115	11.6	3870
恒优 POY 项目	60	101	10.3	1717
恒超一期	50	127		
恒超二期	60	107	24.2	4025
恒达厂区	30	127	15.0	4987
恒嘉厂区	27	129	15.0	5548
恒超三期	15	5	10.0	6667
恒欣 POY	50	99		
恒欣 DTY (包括恒荣)	4.5	94	1.4	3067
嘉通一车间	60	127		
嘉通二车间	60	129		
嘉通三车间	60	118		
嘉通四车间	60	115		
恒阳一车间	60	124		
恒阳二车间	60	125		
恒阳加弹	90	29	130.0	14444
新疆宇欣	30	121	17.9	5962
安徽佑顺	120	0	57.6	4804
平均值		111		4271

资料来源：公司公告，申万宏源研究

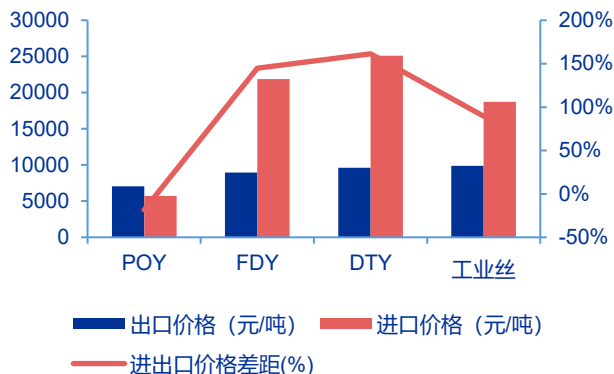
从公司长丝产品结构来看, 2024 年公司生产的长丝产品中 POY/FDY/DTY 占比分别为 73.6%/17.6%/8.9%, 其中 POY 和 DTY 占比高于行业水平。从 2024 年长丝出口数据来看, POY 是长丝品种中唯一出口价高于进口价的产品, 国产 POY 牌号丰富, 质量比肩海外, 公司 POY 产品产量占比高, 出口可获得较高的利润; DTY 本身价格高于 POY 和 FDY, 但进出口价格有较大差距, 公司 DTY 产品产量占比远高于行业平均水平, 随着产业升级不断进行, 预计 DTY 出口价将进一步提升与进口价靠拢, 则公司将首先受益。

图 40: 公司长丝产品结构与行业对比



资料来源: 公司公告, 中国化纤信息网, 申万宏源研究

图 41: 长丝进出口价格对比



资料来源: 海关总署, 申万宏源研究

4.2 核心原材料 PTA 逐步配套, 纵向延伸增效益

公司上游扩产以满足原料自给为主, 打造低成本稳健的原材料供应链。在长丝成本构成中, 原材料成本占比高达 90%-95%。PTA 作为长丝核心原料, 公司自 2009 年起前瞻布局, 2009 年末公司启动嘉兴石化一期 80 万吨 PTA 项目, 首次向上游延伸配套原料, 2020 年末二期装置投产后公司实际 PTA 生产能力达到 380 万吨/年; 2022 年嘉通能源 500 万吨 PTA 装置投产, 实现规模化配套, 大幅降低原料外购依赖。2017 年公司收购桐昆控股持有的浙江石化 20% 股权, 进一步向上游锁定 PX-PTA 稳定原料供应, 打通 PX—PTA—长丝全产业链。乙二醇方面, 2023 年末, 新疆中昆天然气制乙二醇 60 万吨投产, 进一步完善原料自给能力。

公司投建原材料项目的核心逻辑在于保障供应安全与成本可控, 而非单纯做大原料规模。公司 PTA、乙二醇产能投放均与长丝产能扩张节奏匹配, 如嘉通能源 PTA 项目直接服务其长丝 CP5-7、CP-8 等后续纤维项目, 形成“PTA-聚酯-长丝”一体化园区, 既规避了原料价格波动风险, 又凭借规模效应和工艺协同实现成本领先, 为长丝环节持续盈利提供坚实支撑。截止 2024 年末, 公司 PTA 和乙二醇自给率分别达到 94% 和 14%, PTA 已基本实现完全自给。但发展至今, 公司一直保持着一定的原材料采购比例, 在提升原材料自给率的同时维护多元采购渠道, 降低原材料供应风险, 2024 年公司 PTA 销售量和采购量分别为 127、174 万吨。

表 12 公司长丝核心原材料自给率 (单位: 万吨)

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
长丝产量	153	173	201	278	303	350	394	472	568	657	738	781	1047	1282
PTA 产能	0	80	80	80	120	120	420	420	420	420	420	720	1020	1020
PTA 自给率	0%	54%	47%	34%	47%	40%	125%	105%	87%	75%	67%	108%	114%	94%
乙二醇产能	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	60	60
乙二醇自给率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	17%	14%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

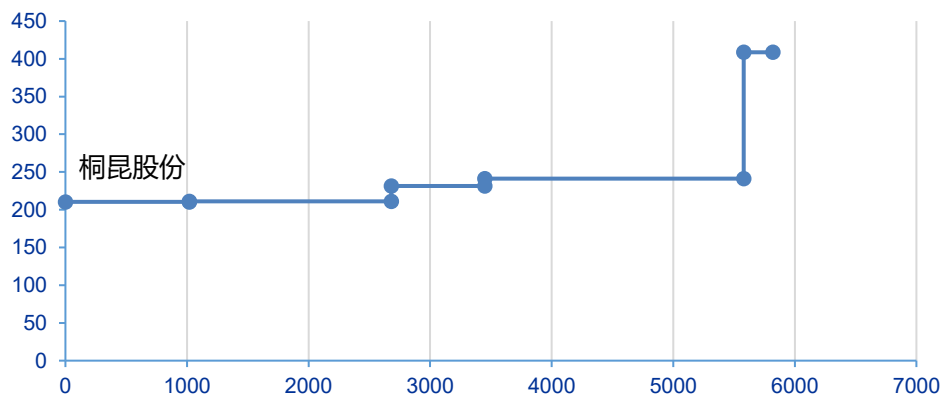
公司现有两大嘉兴石化和嘉通能源两大 PTA 生产基地, 工艺领先, 规模优势显著。公司 PTA 装置均采用 KTS 科氏技术 (原英威达) 工艺, 从能耗、物耗, 运行成本、投资成本, 都有较强的竞争力。根据 PTA 的生产成本构成, 除主要原材料 PX 外, 其余的成本为公用工程 (蒸汽、水、电)、醋酸、折旧、财务及运输成本等, 因此 PTA 的生产成本与规模效应直接相关。

表 13 公司两大 PTA 生产基地对比

	嘉兴石化	嘉通能源
产能	两套合计 380 万吨/年	两套合计 500 万吨/年
工艺	科氏技术 P8 工艺 (国内首套)	KTS 科氏技术 P8++ 工艺 (优化版)
工艺优势	国内首套 P8 工艺, 具备一定后发优势	P8++ 工艺在原辅料单耗、单位能耗、单位产品排污量等方面大幅降低
港口运输	距离乍浦港仅 3 公里, 便于原料 PX 及 PTA 运输	
电力协同	利用反应余热发电, 满足自身用电需求	超低压蒸汽回收技术, 每小时发电量约 17 万度, 满足主装置及 8 套聚酯正常用电, 多余电力可供全厂公用工程并网上网
产业链配套	园区配套 90 万吨长丝装置, PTA 可直接管道输送; 或通过内河航运运至其余厂区	配套 8 套聚酯装置
其他正外部性	省去部分包装、运输和下游聚合反应加热费用	实现资源循环绿色利用, 单位产品排污量大幅降低, 资源循环绿色利用

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

我们计算国内 PTA 产能头部上市企业 2024 年加工费成本发现, 头部企业加工费成本曲线相对扁平, 公司稳居加工费成本第一梯队, 在 PTA 生产环节具备领先的竞争力。

图 42: 国内 PTA 产能头部上市企业加工费成本曲线 (元/吨)


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

4.3 七大基地布局合理，新疆基地打开未来发展空间

公司七大聚酯生产基地协同效应明显。长丝七大基地包括桐乡市内的桐乡总部基地、洲泉基地；浙江省内的嘉兴港区基地、湖州长兴基地；江苏南通基地、宿迁基地、新疆阿拉尔基地、安徽基地和福建基地。其中嘉兴港区基地和江苏南通基地实现了PTA-长丝一体化生产；宿迁沭阳基地布局了聚酯-长丝-加弹-织造-印染生产链，桐乡和洲泉基地布局了油剂产能；新疆基地布局煤炭-乙二醇-长丝产业链。公司不断完善上下游一体化产业链条，现已形成炼化-PTA-聚酯-纺丝-加弹-织造-印染一条龙的生产、销售格局。基地化布局整合了资源，提升了成本优势，优越的地理位置极大提升了市场影响力。

华东：公司在江苏、浙江、安徽的五大涤纶长丝生产基地位于我国长丝消费腹地。桐乡洲泉、桐乡总部、湖州长兴和平湖嘉兴园区间位置相邻且均濒临内河，交通运输便利。华东几大生产基地属于上海为中心的长江三角洲经济区，紧邻中国绍兴钱清轻纺原料市场、中国柯桥轻纺城、萧绍化纤市场、盛泽化纤市场等专业市场和海宁马桥经编基地、诸暨袜业基地、许村家纺基地、长兴白坯布基地。整个长三角地区的涤纶长丝消费量约占国内总量的80%。

图 43：公司华东几大生产基地之间交通便利



资料来源：公司公告，申万宏源研究

新疆：公司抢先布局西部纺织业中心新疆，充分发挥当地原材料成本低和中亚出口便利优势。近10年以来，“东纺疆移”持续进行，已有上千家东中部地区的棉纺织上下游企业向新疆迁移，截至2024年底，新疆纺纱产能已突破2700万锭，占全国比重约25%。涤纶长丝作为应用最广泛的化纤，常与棉花混纺使用，新疆本地纺织产能的快速扩张，为涤纶长丝创造了巨大的内需市场。新疆维吾尔自治区政府及国家层面出台了一系列极具吸引力的

扶持政策，其中，出疆产品运费补贴、优惠电价、增值税返还以及针对就业和技术升级的专项补贴，极大地降低了企业的综合运营成本。据测算，这些政策叠加使得新疆的吨纱成本比东部地区低约 2000 元人民币。

目前公司在新疆的产业布局已覆盖煤炭-乙二醇-长丝产业链。上游煤矿方面，公司全资子公司新疆中灿综合能源已取得新疆鄯善县长草东煤矿探矿权；中游长丝原材料方面，公司全资子公司中昆新材料天然气制乙二醇一期 60 万吨已投产，目前正在进行煤制合成气进料改造，根据环评报告，改造完成后，原材料来源将从塔里木油田变为神华黑山煤矿，产品成本和能耗将得到优化；下游长丝方面，公司全资子公司新疆宇欣新材料已于 2023 年、2025 年各投产 30 万吨涤纶长丝产能，规划产能合计 100 万吨。

表 14 公司在新疆的产业布局情况

上游		煤矿	
子公司	新疆中灿综合能源		
地点	新疆鄯善县长草东煤矿		
进度	探矿权		
探矿权转让价款 (亿元)	38.17		
中游		乙二醇	
新疆中昆新材料一期 60 万吨乙二醇 (2023 年底投产)			
	技改前	技改后	
原材料	天然气 59.88 亿立方米	煤炭 112.16 万吨	
主要产品	乙二醇 60 万吨, DMC2.7 万吨	乙二醇 60 万吨, DMC2.7 万吨	
投资额 (亿元)	45.90	62.38	
新疆中昆新材料二期 60 万吨乙二醇 (规划中)			
原材料	天然气 59.88 亿立方米		
主要产品	乙二醇 60 万吨, DMC2.7 万吨		
投资额 (亿元)	42.80		
下游		涤纶长丝	
子公司	新疆宇欣新材料		
主要产品	涤纶长丝 60 万吨	合计规划涤纶长丝 100 万吨	

资料来源：公司公告，环境影响评价，申万宏源研究

新疆作为“一带一路”核心区，其地理位置为产品出口中亚、俄罗斯乃至欧洲市场提供了便捷的陆路通道。以公司位于阿拉尔的生产基地为例，长丝等产成品可经由南疆铁路、兰新铁路等铁路线由阿拉山口口岸或霍尔果斯口岸出口中亚，阿拉尔-口岸运距约 1600-1800 公里，按照运费 0.25 元/吨公里估算，运费约 400-450 元/吨；远期中吉乌铁路建成后，产品可经由吐尔尕特口岸或伊尔克什坦口岸出口，阿拉尔-口岸运距缩短至约 800 公里，运费可降低至 200 元/吨，长丝及下游纱线面料的出口竞争力将进一步提升。

图 44：公司在新疆布局煤炭-乙二醇-长丝产业链



资料来源：高德地图，公司公告，环评报告，申万宏源研究

4.4 浙江石化业绩回暖，公司股权价值有待重估

浙石化项目是大型炼化一体化装置，在传统石化产业，炼油与乙烯同步实施的装置较少；浙石化项目也是全球范围内为数不多的绿地投资大型炼化一体化项目。相对于其他超大型炼油设施而言，浙石化自身优势较为突出：1) 对于目前大型炼油炼化装置而言，原有的炼厂虽然具有规模效应，但是产能为多套装置改扩建而成，相比之下浙江石化具有单线规模优势及先进性；2) 传统炼厂整体设计是以油品为主，乙烯或者 PX（催化重整）通常是分阶段实施，或者炼油与石化实施的项目主体不同，这样会造成炼油与石化之间的产品优化能力不足，而浙江石化是完整的主体实施炼油+乙烯的一体化项目。

表 15 全球炼油产能规模排名

国家	炼厂	所有者	产能 (万吨/年)
印度	Jamnagar	Reliance Industry	6200
委内瑞拉	Paraguana	PDVSA	4855
韩国	SK Energy Ulsan	SK Energy	4200
阿联酋	Ruwais	Abu Dhabi Oil Refinery (Takreer)	4185
中国	浙江石化	荣盛石化	4000
韩国	Yeosu	GS Caltex	4000
韩国	Onsan	S-Oil	3345
美国	Port Arthur	Motiva Enterprise LLC	3202
美国	Galveston Bay	Marathon Petroleum	3155
科威特	Al Zour Refinery	KIPIC	3075
美国	Beaumont	ExxonMobil	3045

资料来源：EIA 美国能源署，申万宏源研究

浙石化以多产化工品为导向，下游石化产品结构丰富，精细化程度高。二期在总结一期经验的基础上，有望增加渣油加氢裂化、异丁烷异构装置，提高轻烃回收比例，增加乙烯裂解原料，总计乙烯产能将达到 420 万吨/年。浙石化下游终端产品包括聚乙烯、聚丙烯、苯乙烯、高含量 EVA、苯酚丙酮、聚碳酸酯、MMA、丙烯腈等，其中聚烯烃布局主要布局高端牌号，聚碳酸酯引进德国科思创非光气法工艺，下游石化产品以精细化、高端化为发展方向，产品附加值高。

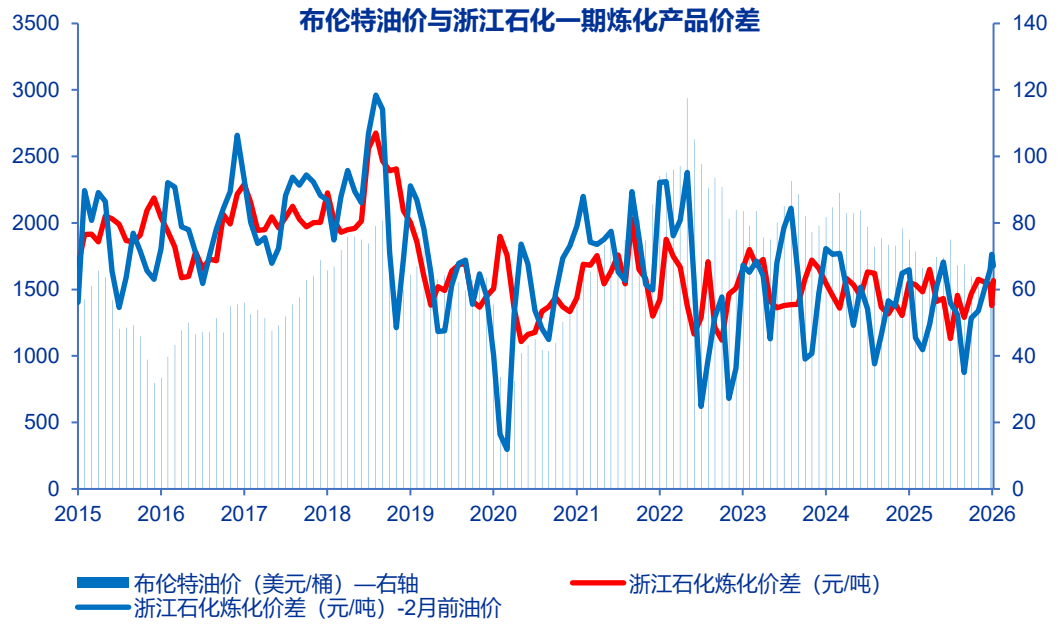
表 16：浙江石化主要装置产能（万吨/年）

	一期	二期
常减压	2000	2000
轻烃回收	300	360
延迟焦化	300	120
渣油加氢脱硫	500	500
蜡油加氢裂化	380	380
柴油加氢裂化	800	800
重油催化裂化	420	420
催化汽油加氢	200	200
航煤精制	150	150
石脑油加氢	320	320
连续重整	800	800
芳烃	520	520
烷基化	45	60
硫磺回收	48	60
乙烯	140	140
丙烷脱氢	60	60
聚丙烯	90	90
聚碳酸酯	26	26
丙烯腈	26	
MMA	9	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

炼化景气好转，有望为公司稳定贡献投资收益。2024-2025 年，炼化价差呈现先跌后涨的趋势，2025 年初触底，年内逐步上行。截至 2026 年 1 月末，浙石化一期价差为 1382 元/吨，短期主要受到 1 月份地缘冲突、油价大幅波动的影响，中长期预计油价回吐地缘风险溢价、回归区间震荡走势，炼化价差有望逐步回暖。随着下游化工品需求结构性改善、成品油市场供需格局优化，以及公司持续优化产品结构调整，价差修复具备较大弹性。预计 2026-2027 年，随着全球炼化产能增速放缓、化工新材料需求增长，浙石化盈利能力有望重回 1800-2000 元/吨的历史中枢水平，为公司贡献稳定的投资收益。

图 45：布伦特油价与浙江石化一期炼化产品价差



资料来源：Wind，申万宏源研究

5. 估值与盈利测算

5.1 主要产品利润拆分

涤纶长丝集中度提升，新增产能有序扩张下，价差有望受益于上游原材料供需格局宽松趋势。受国内民营炼化项目投产影响，PX 产能进入快速释放阶段，同时由于 PX 的生产单元连续重整装置对炼厂运行具备关键作用，或导致产能退出困难；另一方面，聚酯头部企业受益自身产业配套和先发优势，持续加码 PTA 产能，未来行业呈现过剩趋势。产业链上游大幅扩产导致供需格局宽松，涤纶长丝未来扩产集中于行业头部企业，产能增速平稳，产业链利润环节后移概率较大。

浙江石化盈利改善显著，投资收益成重要利润来源。公司参股 20% 的浙江石化项目 2024 年实现投资收益 7.11 亿元，同比增长 160.9%。随着浙石化二期项目全面达产及化工品高附加值产品放量，2025-2027 年浙石化投资收益预计分别为 10.26/17.50/19.94 亿元，成为稳定利润增长点。

表 17 公司主要产品假设及利润拆分和浙江石化投资收益假设

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
PTA	销量 (万吨)	90.5	126.8	157.8	182.7	182.7
	不含税价格 (元/吨)	5764	4973	4450	4552	4500
	收入 (百万)	5216	6304	7023	8315	8221
	毛利 (百万)	-49.51	-44.85	-297.93	-102.81	-322.72
	毛利率 (百万)	-1.0%	-0.7%	-4.2%	-1.2%	-3.9%
POY	销量 (万吨)	784.4	968.2	1039.6	1118.6	1200.0
	不含税价格 (元/吨)	6778	6632	6150	6200	5888

	收入 (百万元)	53162	64215	63930	69353	70657
	毛利 (百万元)	2775	2858	5423	6519	7708
	毛利率 (%)	5.22%	3.49%	8.48%	9.40%	10.91%
FDY	销量 (万吨)	146.9	214.2	184.0	218.5	218.5
	不含税价格 (元/吨)	7609	7405	6746	6791	6515
	收入 (百万元)	11180	15862	12412	14838	14235
	毛利 (百万元)	1097	1292	1148	1486	1695
	毛利率 (%)	9.81%	8.15%	9.25%	10.01%	11.90%
	DTY	销量 (万吨)	99.4	112.0	131.6	131.6
不含税价格 (元/吨)		8299	8283	7677	7700	7609
收入 (百万元)		8249	9273	10103	10133	12159
毛利 (百万元)		209	330	-43	71	446
毛利率 (%)		2.53%	3.55%	-0.42%	0.70%	3.67%
		投资净收益 (百万元)	272	711	1026	1750

资料来源：申万宏源研究

5.2 可比公司估值

桐昆股份作为国内涤纶长丝头部企业，截至 2025 年底拥有 1460 万吨涤纶长丝产能，业绩弹性突出、长丝盈利能力优于行业，公司涤纶长丝产能大规模投放结束，后续将视市场情况逐步释放新产能，未来成长性确定。基于公司产业链所属行业和公司规模，我们选取荣盛石化、恒力石化和万凯新材三家企业作为可比公司，选择理由如下：

1) 荣盛石化：公司是国内民营炼化一体化企业，拥有浙石化 4000 万吨/年炼化产能及下游配套聚酯装置，与桐昆股份同属聚酯产业链主要民营企业参与者，两者在“PX-PTA-聚酯”产业链布局上的高度相似性，以及均受益于民营大炼化景气回暖。尽管荣盛石化盈利结构中炼化业务占比较高，而桐昆股份更聚焦于涤纶长丝制造环节，但两者在产业链结构、一体化成本优势及行业周期性波动特征方面具有较强可比性。

2) 恒力石化：公司是“原油-芳烃-烯烃-PTA-聚酯-民用丝”全产业链贯通运营的民营炼化巨头，拥有 2000 万吨炼化、1160 万吨 PTA 及 318 万吨民用涤纶长丝产能。恒力石化具有与桐昆股份相似的民营机制，与桐昆股份聚酯产业链结构相似，且两者均已完成大规模资本开支周期，进入产能释放阶段，两者在应对行业景气波动时具有较强可比性。

3) 万凯新材：公司是国内瓶级 PET 切片行业领先企业，拥有 300 万吨瓶级 PET 产能，与桐昆股份同属聚酯产业链下游应用环节。尽管万凯新材主营产品聚酯瓶片与桐昆股份的涤纶长丝在终端应用领域有所差异，但两者均属于聚酯产业链，主要原材料均为 PTA 和乙二醇，盈利均依赖 PTA-聚酯环节景气度变化。此外万凯新材在市值规模上与桐昆较为相近，在公司运营效率等方面具备较强可比性。

我们假设公司涤纶长丝景气修复、在建项目如期投产，预计公司 2025-2027 年净利润分别为 20.5、36.9、49.9 亿元，当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 29 倍、16 倍、12 倍，年公司 PE 较可比公司有 % 的增长空间，维持公司“买入”评级。

表 18 可比公司估值表

	代码	2026/2/24	总市值 (亿元)	净利润				PE				PB
		收盘价(元)		24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	
荣盛石化	002493.SZ	14.96	1,494	7.2	29.4	53.1	75.0	206.3	50.9	28.2	19.9	3.4
恒力石化	600346.SH	25.39	1,787	70.4	80.4	100.8	119.9	25.4	22.2	17.7	14.9	2.8
万凯新材	301216.SZ	21.70	126	-3.0	1.8	5.0	7.3	-	70.1	25.1	17.3	2.1
行业平均								115.8	47.7	23.7	17.4	2.8
桐昆股份	601233.SH	24.51	588	12.0	20.5	36.9	49.9	48.9	28.8	15.9	11.8	1.6

资料来源：Wind，申万宏源研究

6. 风险提示

- 1、海外经济衰退风险。**涤纶长丝直接出口占比约 10%，下游纺织服装出口依赖度高。若欧美等主要经济体衰退导致外需萎缩，将影响长丝价差修复节奏及公司业绩弹性。
- 2、原油价格大幅波动风险。**PTA、PX 价格与原油高度相关，油价剧烈波动将导致库存损益及成本传导不畅。公司长丝库存约 20 天，油价单边下跌可能造成阶段性存货跌价损失。
- 3、长丝新增产能超预期风险。**目前根据钢联资讯统计，2026-2027 年国内新增涤纶长丝产能有限，如果长丝价差修复后现存产能开工提升，或新增产能加速投放，将拖累长丝景气修复进程。
- 4、浙江石化盈利不及预期风险。**目前浙石化投资收益占公司净利润比重超 30%，若炼化项目因安全生产、环保政策或产品价差收窄导致盈利下滑，将拖累公司整体业绩。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	82,640	101,307	99,065	108,255	110,908
营业收入	82,640	101,307	99,065	108,255	110,908
A 产品_营业收入	1	0	0	0	0
B 产品_营业收入	1	0	0	0	0
C 产品_营业收入	1	0	0	0	0
D 产品_营业收入	1	0	0	0	0
E 产品_营业收入	1	0	0	0	0
营业总成本	82,758	101,664	98,331	106,310	107,624
营业成本	78,455	96,604	92,640	100,084	101,180
A 产品_营业成本	1	0	0	0	0
B 产品_营业成本	1	0	0	0	0
C 产品_营业成本	1	0	0	0	0
D 产品_营业成本	1	0	0	0	0
E 产品_营业成本	1	0	0	0	0
税金及附加	294	294	287	314	322
销售费用	118	134	198	217	222
管理费用	1,352	1,471	1,585	1,732	1,775
研发费用	1,755	1,953	2,378	2,598	2,662
财务费用	783	1,209	1,243	1,365	1,464
其他收益	361	603	603	603	603
投资收益	321	708	1,026	1,750	1,994
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-15	16	0	0	0
信用减值损失	-12	-8	0	0	0
资产减值损失	-26	-62	0	0	0
资产处置收益	68	0	0	0	0
营业利润	579	899	2,363	4,297	5,881
营业外收支	45	56	0	0	0
利润总额	624	956	2,363	4,297	5,881
所得税	-197	-262	308	586	894
净利润	821	1,218	2,056	3,711	4,987
少数股东损益	24	16	10	19	0
归母净利润	797	1,202	2,046	3,693	4,987

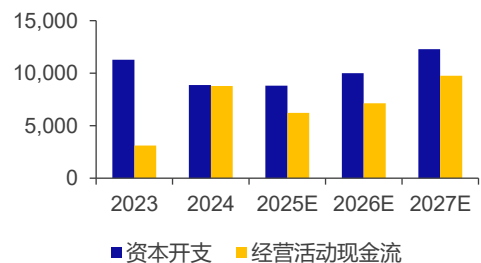
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	821	1,218	2,056	3,711	4,987
加：折旧摊销减值	3,684	5,008	3,751	4,311	5,111
财务费用	1,000	1,301	1,243	1,365	1,464
非经营损失	-765	-1,192	-1,026	-1,750	-1,994
营运资本变动	-1,643	2,411	191	-504	194
其它	24	43	0	0	0
经营活动现金流	3,121	8,780	6,215	7,134	9,762
资本开支	11,289	8,876	8,800	10,000	12,300
其它投资现金流	805	-1,028	0	0	1,994
投资活动现金流	-10,484	-9,904	-8,800	-10,000	-10,306
吸收投资	0	114	0	0	0
负债净变化	9,098	3,104	281	4,268	2,008
支付股利、利息	1,220	1,643	1,483	1,365	1,464
其它融资现金流	-1,352	2,183	-52	-37	0
融资活动现金流	6,527	3,759	-1,254	2,866	544
净现金流	-834	2,640	-3,839	0	0

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

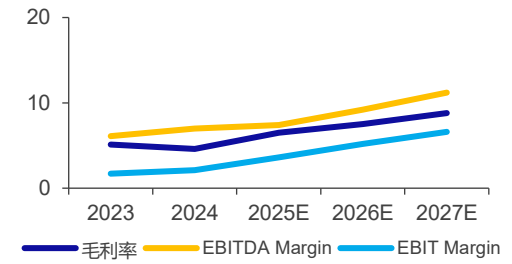
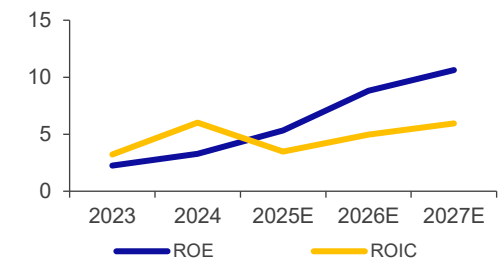
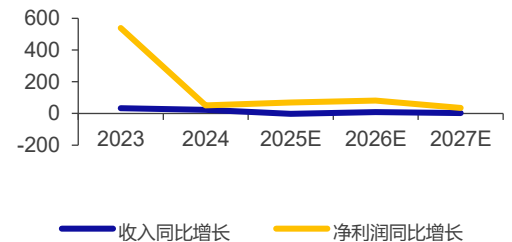
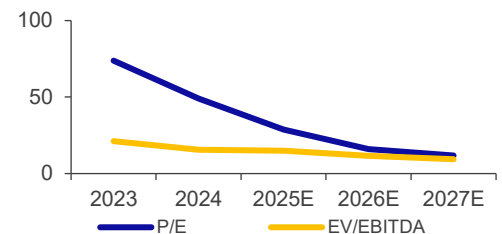
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	26,106	26,648	22,617	23,121	22,927
现金及等价物	11,840	13,913	10,073	10,073	10,073
应收款项	2,776	2,508	2,500	2,520	2,588
存货净额	10,249	9,162	8,979	9,463	9,202
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,242	1,064	1,064	1,064	1,064
长期投资	18,856	19,159	20,185	21,935	21,935
固定资产	52,895	53,119	58,167	63,856	71,045
无形资产及其他资产	4,589	5,461	5,461	5,461	5,461
资产总计	102,446	104,386	106,430	114,373	121,368
流动负债	46,957	48,677	48,557	52,425	54,434
短期借款	28,401	32,305	32,185	36,053	38,062
应付款项	15,087	10,260	10,260	10,260	10,260
其它流动负债	3,468	6,112	6,112	6,112	6,112
非流动负债	19,706	18,727	19,127	19,527	19,527
负债合计	66,663	67,404	67,684	71,952	73,961
股本	2,411	2,411	2,405	2,400	2,379
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	13,135	13,122	13,076	13,044	13,065
其他综合收益	-22	-35	-35	-35	-35
盈余公积	1,206	1,206	1,206	1,206	1,206
未分配利润	18,741	19,837	21,643	25,336	30,322
少数股东权益	313	442	452	471	471
股东权益	35,783	36,983	38,746	42,421	47,408
负债和股东权益合计	102,446	104,386	106,430	114,373	121,368

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.50	0.85	1.54	2.10
每股经营现金流	1.30	3.66	2.58	2.97	4.10
每股红利	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00
每股净资产	14.78	15.22	15.92	17.48	19.73
关键运营指标(%)					
ROIC	3.2	6.0	3.5	5.0	6.0
ROE	2.2	3.3	5.3	8.8	10.6
毛利率	5.1	4.6	6.5	7.5	8.8
EBITDA Margin	6.1	7.0	7.4	9.2	11.2
EBIT Margin	1.7	2.1	3.6	5.2	6.6
营业总收入同比增长	33.3	22.6	-2.2	9.3	2.5
归母净利润同比增长	539.1	50.8	70.2	80.5	35.0
资产负债率	65.1	64.6	63.6	62.9	60.9
净资产周转率	2.33	2.77	2.59	2.58	2.36
总资产周转率	0.81	0.97	0.93	0.95	0.91
有效税率	-65.0	-105.9	23.0	23.0	23.0
股息率	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	73.8	49.0	28.8	15.9	11.8
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/Sale	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	21.2	15.5	15.0	11.5	9.4
股本	2,411	2,411	2,405	2,400	2,379

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。