

桐昆股份 (601233.SH)

涤纶长丝盈利修复，浙石化投资收益高增

优于大市

核心观点

2025年盈利同比改善，2026年一季度净利同环比大幅增长。2025年全年公司实现营收938.9亿元(同比-7.3%)，归母净利润20.3亿元(同比+69.1%)；2026年一季度营收233.6亿元(同比+20.3%，环比-11.8%)，归母净利润19.0亿元(同比+210.6%，环比+291.9%)，业绩大幅增长主要系浙石化投资收益高增叠加涤纶长丝单吨盈利修复。

公司主营产品涤纶长丝产销维持高位。公司涤纶长丝产能1510万吨，国内市场占率超28%，稳居全球龙头。2025年全年公司涤纶长丝POY/FDY/DTY营收572.7/140.9/88.3亿元，毛利41.8/2.8/2.8亿元，毛利率7.3%/2.0%/3.2%(同比+2.9/-6.2/-0.4pct)。2025年公司涤纶长丝销量1288万吨(同比-1%)，2026年一季度销量289万吨(同比+16%)，下游企业补库需求释放，叠加行业开工率维持高位，产销表现稳健。

涤纶长丝价差修复。2025年全年公司POY/FDY/DTY不含税售价为6052/6371/7492元/吨(同比-9%/-14%/-10%)，主要原材料PX/PTA/MEG不含税采购价为6034/4215/3856元/吨(同比-14%/-15%/-5%)，成本降幅大于产品降幅，支撑毛利率同比提升。2026年一季度地缘冲突导致国际油价大幅上行，涤纶长丝上游原料端成本压力显著传导，POY/FDY/DTY售价快速提升，与原料价差环比扩大，价差修复至近年较好水平，单吨盈利改善明显。2025年涤纶长丝行业产能增速放缓至4.1%，开工率84.73%创历史新高，直纺产能集中度持续提升；需求端，全年涤纶长丝出口同比增长10.62%，外需韧性支撑行业景气修复。

PTA盈利修复可期。公司PTA产能1020万吨，主要作为原材料自给。2025年公司PTA外销量172万吨(同比+36%)，营收72.2亿元，毛利-0.4亿元，毛利率-0.6%；2026年一季度PTA销量59万吨(同比+40%，环比+14%)。未来随着PX产能投放及PTA落后产能出清，行业供需格局优化，低成本PTA龙头企业盈利有望逐步修复。

浙石化投资收益大幅增长，战略布局稳步推进。公司持有浙石化20%股份，2025年全年浙石化投资收益为10.2亿元(同比+44%)，2026年一季度投资收益8.9亿元(同比+249%)，成为业绩核心增量。公司推进新疆煤气头项目、印尼项目等战略布局，构建油头/煤头/气头多元原料保障体系，同时协同行业优化供给节奏，推动行业从“内卷式竞争”转向协同高质量发展。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：地缘冲突导致国际油价大幅上行，涤纶长丝售价快速提升且公司存在库存收益，叠加浙石化投资收益贡献增量，我们上调公司2026-2027年盈利预测，新增2028年盈利预测，即2026-2028年归母净利润预测为34.63/35.21/36.79亿元(原2026-2027年为22.47/22.88亿元)，对应EPS为1.44/1.46/1.53元，当前股价对应PE为14.6/14.3/13.7X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	101,307	93,891	124,125	127,352	130,026
(+/-%)	22.6%	-7.3%	32.2%	2.6%	2.1%
归母净利润(百万元)	1202	2033	3463	3521	3679
(+/-%)	50.8%	69.1%	70.4%	1.7%	4.5%
每股收益(元)	0.50	0.85	1.44	1.46	1.53
EBIT Margin	0.8%	1.5%	1.8%	2.0%	2.1%
净资产收益率(ROE)	3.3%	5.3%	8.5%	8.1%	8.0%

公司研究·财报点评

石油石化·炼化及贸易

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

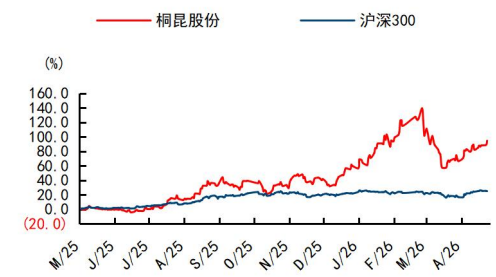
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	20.96元
总市值/流通市值	49864/49773百万元
52周最高价/最低价	26.01/10.36元
近3个月日均成交额	972.96百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

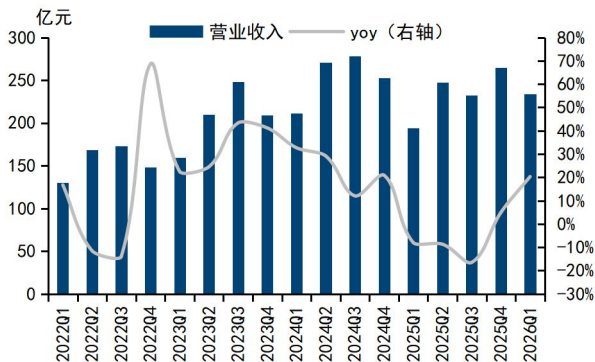
- 《桐昆股份(601233.SH)-上半年净利同比提升，产业链优势助长期发展》——2025-08-29
- 《桐昆股份(601233.SH)-一季度净利同环比提升，涤纶长丝供需有望改善》——2025-04-30
- 《桐昆股份(601233.SH)-上半年净利同比修复，涤纶长丝行业复苏中》——2024-07-14
- 《桐昆股份(601233.SH)-一季度净利扭亏为盈，长丝盈利修复中》——2024-04-30

市盈率 (PE)	42.0	24.8	14.6	14.3	13.7
EV/EBITDA	20.5	18.7	17.0	15.2	14.7
市净率 (PB)	1.38	1.32	1.24	1.17	1.10

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

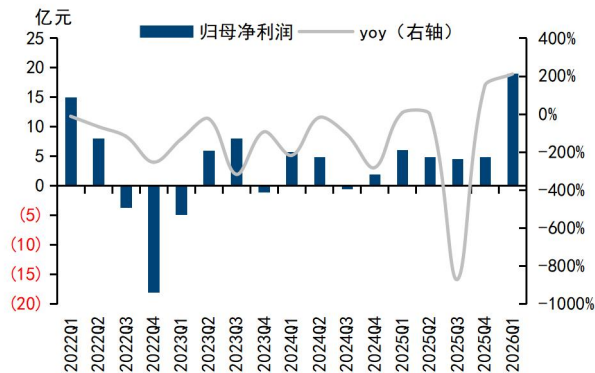
2025 年盈利同比改善，2026 年一季度净利同环比大幅增长。2025 年全年公司实现营业收入 938.9 亿元（同比-7.3%），归母净利润 20.3 亿元（同比+69.1%）；2026 年一季度营收 233.6 亿元（同比+20.3%，环比-11.8%），归母净利润 19.0 亿元（同比+210.6%，环比+291.9%），业绩大幅增长主要系浙石化投资收益高增叠加涤纶长丝单吨盈利修复。

图1：桐昆股份单季度营业收入（亿元）及同比增速



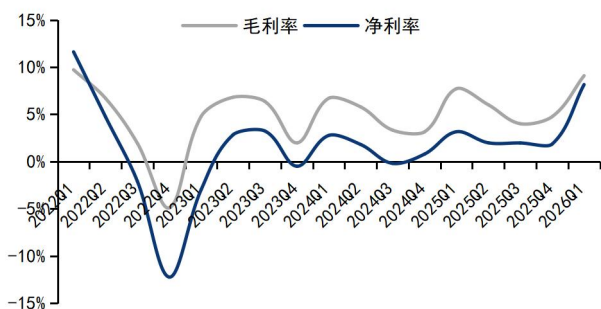
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：桐昆股份单季度归母净利润（亿元）及同比增速



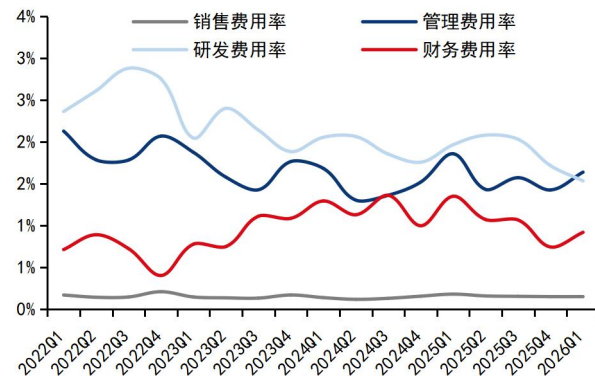
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：桐昆股份单季度毛利率、净利率



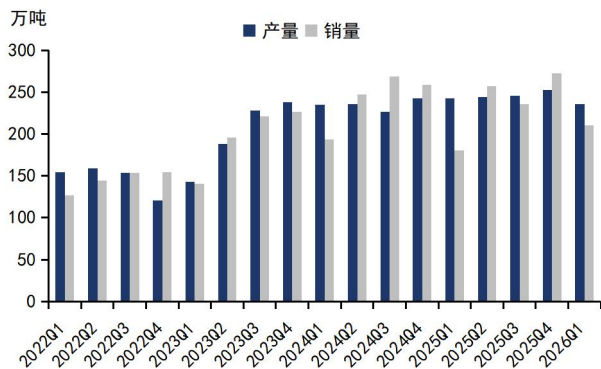
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：桐昆股份单季度销售、管理、研发、财务费用率

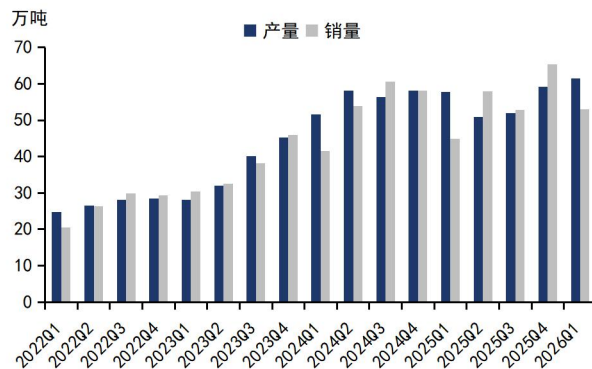


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

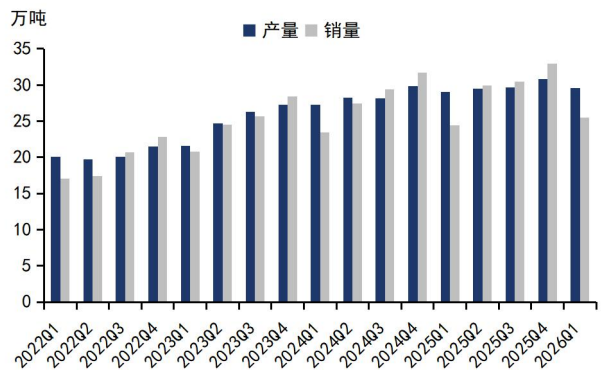
公司主营产品涤纶长丝产销维持高位。公司涤纶长丝产能 1510 万吨，国内市占率超 28%，稳居全球龙头。2025 年全年公司涤纶长丝 POY/FDY/DTY 营收 572.7/140.9/88.3 亿元，毛利 41.8/2.8/2.8 亿元，毛利率 7.3%/2.0%/3.2%（同比+2.9/-6.2/-0.4pct）。2025 年公司涤纶长丝销量 1288 万吨（同比-1%），2026 年一季度销量 289 万吨（同比+16%）；PTA 销量 59 万吨（同比+40%，环比+14%），一季度下游企业补库需求释放，叠加行业开工率维持高位，产销表现稳健。

图5: 桐昆股份 POY 产销量 (万吨)


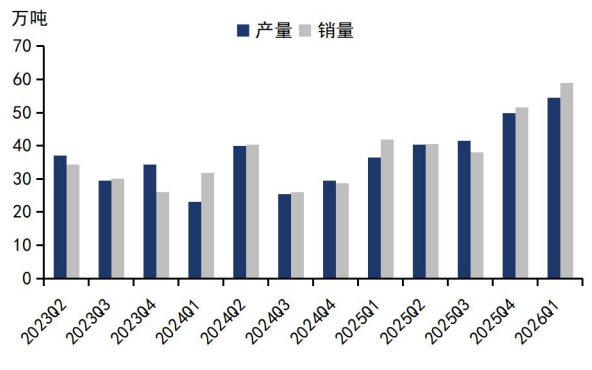
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 桐昆股份 FDY 产销量 (万吨)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 桐昆股份 DTY 产销量 (万吨)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 桐昆股份 PTA 产销量 (万吨)


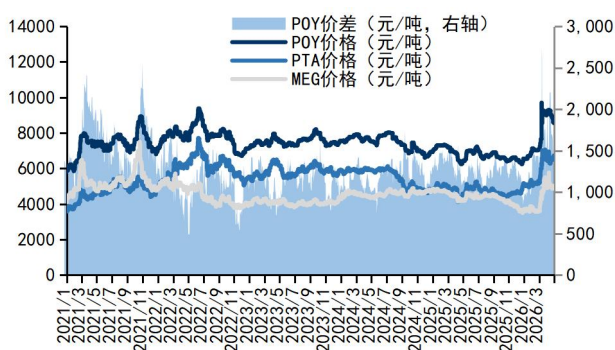
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

涤纶长丝价差修复。2025 年全年公司 POY/FDY/DTY 不含税售价为 6052/6371/7492 元/吨 (同比-9%/-14%/-10%)，主要原材料 PX/PTA/MEG 不含税采购价为 6034/4215/3856 元/吨 (同比-14%/-15%/-5%)，成本降幅大于产品降幅，支撑毛利率同比提升。2026 年一季度地缘冲突导致国际油价大幅上行，涤纶长丝上游原料端成本压力显著传导，石脑油、PX (对二甲苯)、PTA (精对苯二甲酸) 等核心原料价格同步攀升，POY/FDY/DTY 售价大幅抬升；同时一季度 MEG 价格同比回落约 17%，涤纶长丝与原料价差环比扩大，价差修复至近年较好水平，单吨盈利改善明显。2025 年涤纶长丝行业产能增速放缓至 4.1%，开工率 84.73%创历史新高，直纺产能集中度持续提升；需求端，全年涤纶长丝出口同比增长 10.62%，外需韧性支撑行业景气修复。

PTA 盈利修复可期。公司 PTA 产能 1020 万吨，主要作为原材料自给。2025 年公司 PTA 外销量 172 万吨 (同比+36%)，营收 72.2 亿元，毛利-0.4 亿元，毛利率-0.6%；2026 年一季度 PTA 销量 59 万吨 (同比+40%，环比+14%)。未来随着 PX 产能投放及 PTA 落后产能出清，行业供需格局优化，低成本 PTA 龙头企业盈利有望逐步修复。

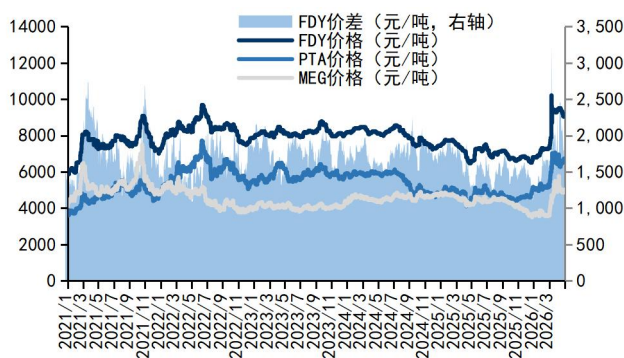
浙石化投资收益大幅增长，战略布局稳步推进。公司持有浙石化 20%股份，2025 年全年浙石化投资收益为 10.2 亿元 (同比+44%)，2026 年一季度投资收益 8.9 亿元 (同比+249%)，成为业绩核心增量。公司推进新疆煤气头项目、印尼项目等战略布局，构建油头/煤头/气头多元原料保障体系，同时协同行业优化供给节奏，推动行业从“内卷式竞争”转向协同高质量发展。

图9: 涤纶长丝 POY(150D/48F) 价格、价差 (元/吨)



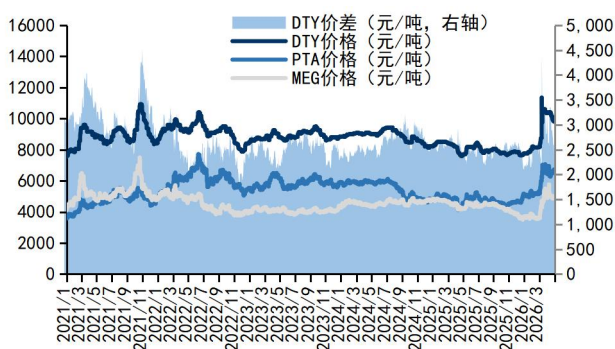
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 涤纶长丝 FDY(150D/96F) 价格、价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 涤纶长丝 DTY(150D/48F) 价格、价差 (元/吨)



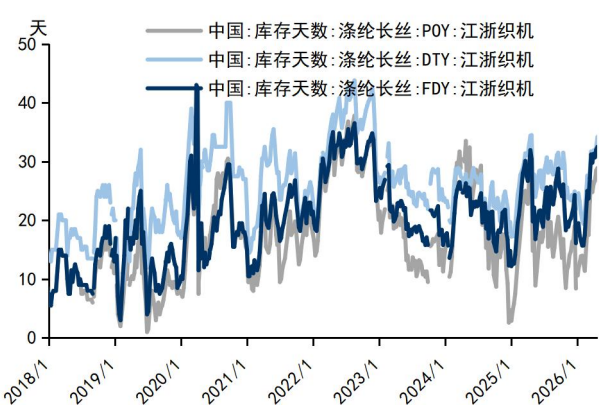
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 江浙地区涤纶长丝及下游织机开工率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 江浙织机涤纶长丝库存天数 (天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 中国服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 地缘冲突导致国际油价大幅上行, 涤纶长丝售价快速提升且公司存在库存

收益, 叠加浙石化投资收益贡献增量, 我们上调公司 2026-2027 年盈利预测, 新增 2028 年盈利预测, 即 2026-2028 年归母净利润预测为 34.63/35.21/36.79 亿元(原 2026-2027 年 22.47/22.88 亿元), 对应 EPS 为 1.44/1.46/1.53 元, 当前股价对应 PE 为 14.6/14.3/13.7X, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)	总市值(百万元)	EPS			PE			PB(MRQ)
					2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	
603225.SH	新凤鸣	优于大市	17.62	29,557.44	0.69	0.87	0.91	25.5	20.3	19.4	1.7
000301.SZ	东方盛虹	无评级	13.06	86,342.67	0.03	0.33	0.47	510.2	39.9	27.9	2.6
000703.SZ	恒逸石化	无评级	15.83	60,487.75	0.08	1.33	1.42	197.9	11.9	11.1	2.3
601233.SH	桐昆股份	优于大市	20.96	49,863.87	0.85	1.44	1.46	24.7	14.6	14.4	1.3

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理注: 数据截至 2026 年 4 月 28 日, 可比公司 EPS 来自 Wind 一致预期。

风险提示: 项目投产不及预期; 原材料价格上涨; 下游需求不及预期等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	13839	15141	19170	21074	26253	营业收入	101307	93891	124125	127352	130026
应收款项	1084	1090	1341	1406	1450	营业成本	96604	88715	116963	119736	122225
存货净额	9162	10822	14479	13653	14671	营业税金及附加	294	317	420	430	440
其他流动资产	2488	2655	3780	3536	3749	销售费用	134	148	195	200	204
流动资产合计	26648	30091	38996	39895	46349	管理费用	1471	1457	1996	2039	2075
固定资产	53119	54244	54156	53632	52731	研发费用	1953	1823	2286	2345	2394
无形资产及其他	3078	6739	6402	6065	5728	财务费用	1209	971	798	687	611
投资性房地产	2394	2210	2210	2210	2210	投资收益	708	1026	2000	1600	1600
长期股权投资	19147	20239	20539	20839	21139	资产减值及公允价值变动	78	80	56	71	69
资产总计	104386	113523	122303	122641	128158	其他收入	(1482)	(1334)	(2286)	(2345)	(2394)
短期借款及交易性金融负债	32305	38723	35514	35514	36583	营业利润	899	2056	3524	3585	3747
应付款项	9647	8611	14986	13020	13607	营业外净收支	56	41	48	48	48
其他流动负债	6725	8038	10741	10100	10875	利润总额	956	2097	3572	3632	3794
流动负债合计	48677	55372	61241	58634	61065	所得税费用	(262)	45	76	78	81
长期借款及应付债券	17125	17153	17153	17153	17153	少数股东损益	16	19	33	33	35
其他长期负债	1602	2137	2603	3060	3546	归属于母公司净利润	1202	2033	3463	3521	3679
长期负债合计	18727	19290	19756	20213	20699	现金流量表 (百万元)					
负债合计	67404	74663	80996	78846	81763	净利润	1202	2033	3463	3521	3679
少数股东权益	442	535	558	581	606	资产减值准备	23	12	4	1	(1)
股东权益	36541	38325	40749	43214	45789	折旧摊销	4909	5253	5477	5931	6308
负债和股东权益总计	104386	113523	122303	122641	128158	公允价值变动损失	(78)	(80)	(56)	(71)	(69)
关键财务与估值指标						财务费用	1209	971	798	687	611
每股收益	0.50	0.85	1.44	1.46	1.53	营运资本变动	(900)	(822)	4513	(1144)	572
每股红利	0.68	0.59	0.43	0.44	0.46	其它	(29)	(6)	19	22	25
每股净资产	15.16	15.94	16.94	17.97	19.04	经营活动现金流	5127	6390	13420	8260	10514
ROIC	-0.49%	0.79%	2%	3%	3%	资本开支	0	(6361)	(5000)	(5000)	(5000)
ROE	3.29%	5.30%	8%	8%	8%	其它投资现金流	151	(310)	156	0	0
毛利率	5%	6%	6%	6%	6%	投资活动现金流	(162)	(7763)	(5144)	(5300)	(5300)
EBIT Margin	1%	2%	2%	2%	2%	权益性融资	4	89	0	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	6%	7%	7%	负债净变化	(1553)	(71)	0	0	0
收入增长	23%	-7%	32%	3%	2%	支付股利、利息	(1643)	(1412)	(1039)	(1056)	(1104)
净利润增长率	51%	69%	70%	2%	4%	其它融资现金流	3647	5551	(3209)	0	1070
资产负债率	65%	66%	67%	65%	64%	融资活动现金流	(2741)	2675	(4248)	(1056)	(34)
股息率	3.3%	2.8%	2.1%	2.1%	2.2%	现金净变动	2224	1302	4028	1904	5180
P/E	42.0	24.8	14.6	14.3	13.7	货币资金的期初余额	11616	13839	15141	19170	21074
P/B	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	货币资金的期末余额	13839	15141	19170	21074	26253
EV/EBITDA	20.5	18.7	17.0	15.2	14.7	企业自由现金流	0	(530)	7207	2332	4511
						权益自由现金流	0	4951	3218	1660	4983

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032