

公司研究

“炼化-化纤”产业链景气上行，Q1 业绩高增

——桐昆股份（601233.SH）2025 年年报&2026 年一季报点评

买入（维持）

当前价：23.06 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

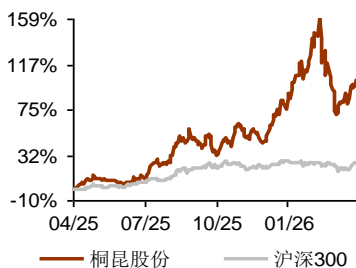
021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.79
总市值(亿元):	548.60
一年最低/最高(元):	10.27/26.01
近3月换手率:	114.45%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	19.27	8.05	92.97
绝对	26.36	9.24	120.39

资料来源：Wind

相关研报

涤纶长丝价差持续修复，公司业绩稳步增长——桐昆股份（601233.SH）2024 年年报&2025 年一季报点评（2025-05-01）

要点

事件 1: 公司发布 2025 年年度报告，2025 年，公司实现营业收入 939 亿元，同比-7%；实现归母净利润 20 亿元，同比+69%。其中 Q4 单季度公司实现营业收入 265 亿元，同比+5%，环比+14%；实现归母净利润 4.84 亿元，同比+148%，环比+7%。

事件 2: 公司发布 2026 年一季度报告，2026 年 Q1，公司实现营业收入 234 亿元，同比+20%，环比-12%；实现归母净利润 19 亿元，同比+211%，环比+292%。

点评：

一体化优势凸显叠加油价支撑，公司业绩稳步提升。2025 年，涤纶长丝供需格局优化带动单吨盈利水平显著提升，公司主业经营利润显著改善。同时公司参股的浙石化持续优化炼化装置、挖潜增效，丰富化工产品矩阵，带动部分产品毛利修复，多重积极因素支撑 2025 年业绩稳步增长。2026 年 Q1，PTA 价差修复显著，POY 价差环比边际改善，国内 PTA 价差为 348 元/吨，同比+22 元/吨，环比+111 元/吨；涤纶 POY 价差为 1030 元/吨，同比-194 元/吨，环比+17 元/吨；涤纶短纤价差为 563 元/吨，同比-327 元/吨，环比-69 元/吨。26Q1，原油价格上行增厚库存收益，叠加浙石化投资收益增加，推动公司业绩大幅增长。

多个重点项目建设有序推进，夯实行业龙头地位。2025 年，公司多个重点项目稳步推进：1) 2025Q3，安徽佑顺年产 120 万吨轻量舒感功能性差别化纤维项目，CP1 投产成功，新增加长丝产能 30 万吨；2) 2025Q4，新疆宇欣二期年产 30 万吨聚酯纺丝项目顺利投产；3) 2025Q4，恒海新材料年产 240 万吨新型智能化功能性纤维及 20 万吨 DTY 差别化纤维项目，CP1 投产成功，新增加长丝产能 30 万吨；4) 中昆公司年产 120 万吨乙二醇于 2025 年投产 60 万吨；5) 恒优三期年产 30 万吨绿色柔绒差别化纤维项目预计于 26H1 投产；6) 恒涌新材料年产 120 万吨绿色差别化纤维项目预计于 26Q4 投产。随着在建项目的加速推进，公司市场竞争力有望进一步提升。

行业供需格局向好，看好化纤景气修复。2025 年，化纤行业企业整合持续推进，落后产能加速退出，企业数量进一步优化，行业产能集中度逐步提升；同时涤纶长丝需求端保持稳定增长态势，2025 年涤纶长丝表观消费量同比增长 2.6%，出口量同比增长 10.6%。供给端收缩与需求端扩张形成共振，行业供需矛盾有望得到缓解。伴随涤纶长丝新增产能减少，产能结构性优化加速，看好化纤行业景气修复。

盈利预测、估值与评级：涤纶长丝行业景气上行，叠加浙石化盈利能力改善，我们上调公司 2026-2027 年盈利预测，新增 2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 42.96（上调 38%）/46.73（上调 20%）/51.03 亿元，折合 EPS 分别为 1.81/1.96/2.15 元。维持公司“买入”评级。

风险提示：新增产能投放进度不及预期，全球经济复苏不及预期，环保政策风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	101,307	93,891	99,236	104,896	110,889
营业收入增长率	22.59%	-7.32%	5.69%	5.70%	5.71%
归母净利润 (百万元)	1,202	2,033	4,296	4,673	5,103
归母净利润增长率	50.80%	69.13%	111.31%	8.80%	9.20%
EPS (元)	0.50	0.85	1.81	1.96	2.15
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.29%	5.30%	10.15%	10.08%	10.04%
P/E	46	27	13	12	11
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2026-04-29 注: 公司总股本 24 年末为 24.11 亿股, 25 年末为 24.05 亿股, 26 年及以后为 23.79 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	101,307	93,891	99,236	104,896	110,889
营业成本	96,604	88,715	92,365	97,539	103,109
折旧和摊销	4,909	5,253	5,421	5,799	6,200
税金及附加	294	317	335	355	375
销售费用	134	148	156	165	174
管理费用	1,471	1,457	1,540	1,628	1,721
研发费用	1,953	1,823	1,927	2,036	2,153
财务费用	1,209	971	1,064	1,147	1,202
投资收益	708	1,026	2,000	2,200	2,500
营业利润	899	2,056	4,501	4,898	5,351
利润总额	956	2,097	4,542	4,940	5,392
所得税	-262	45	227	247	270
净利润	1,218	2,052	4,315	4,693	5,123
少数股东损益	16	19	19	19	19
归属母公司净利润	1,202	2,033	4,296	4,673	5,103
EPS(元)	0.50	0.85	1.81	1.96	2.15

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	8,780	6,423	8,722	9,307	9,882
净利润	1,202	2,033	4,296	4,673	5,103
折旧摊销	4,909	5,253	5,421	5,799	6,200
净营运资金增加	3,663	356	967	1,067	1,133
其他	-993	-1,219	-1,962	-2,232	-2,554
投资活动产生现金流	-9,904	-11,171	-4,253	-5,025	-4,650
净资本支出	-8,876	-10,347	-6,200	-7,200	-7,150
长期投资变化	19,147	20,239	0	0	0
其他资产变化	-20,175	-21,064	1,947	2,175	2,500
融资活动现金流	3,759	578	-3,607	-3,370	-4,266
股本变化	0	-6	-26	0	0
债务净变化	2,554	6,446	-2,335	-1,729	-2,524
无息负债变化	-1,813	813	603	770	825
净现金流	2,640	-4,183	862	913	967

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	4.6%	5.5%	6.9%	7.0%	7.0%
EBITDA 率	6.4%	7.6%	8.8%	8.9%	9.0%
EBIT 率	1.5%	2.0%	3.3%	3.4%	3.4%
税前净利润率	0.9%	2.2%	4.6%	4.7%	4.9%
归母净利润率	1.2%	2.2%	4.3%	4.5%	4.6%
ROA	1.2%	1.8%	3.7%	3.9%	4.2%
ROE (摊薄)	3.3%	5.3%	10.2%	10.1%	10.0%
经营性 ROIC	2.8%	2.5%	4.1%	4.4%	4.5%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	65%	66%	63%	61%	58%
流动比率	0.55	0.54	0.60	0.66	0.74
速动比率	0.36	0.35	0.39	0.42	0.47
归母权益/有息债务	0.74	0.69	0.79	0.90	1.03
有形资产/有息债务	2.02	1.88	2.00	2.13	2.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	104,386	113,523	115,791	118,917	121,681
货币资金	13,839	15,141	16,003	16,916	17,883
交易性金融资产	73	376	376	376	376
应收账款	1,005	1,045	1,105	1,168	1,235
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	79	45	47	50	53
存货	9,162	10,822	11,267	11,898	12,577
其他流动资产	1,445	1,658	1,711	1,768	1,828
流动资产合计	26,648	30,091	31,548	33,272	35,110
其他权益工具	3	2	2	2	2
长期股权投资	19,147	20,239	20,239	20,239	20,239
固定资产	48,470	48,788	48,921	49,349	49,431
在建工程	4,486	5,451	5,438	5,654	5,815
无形资产	3,078	6,739	6,802	6,864	6,875
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	693	182	236	236	236
非流动资产合计	77,739	83,432	84,242	85,645	86,571
总负债	67,404	74,663	72,930	71,971	70,272
短期借款	25,861	33,135	29,799	27,070	23,546
应付账款	7,003	6,638	6,911	7,298	7,715
应付票据	2,644	1,974	2,055	2,170	2,294
预收账款	2	87	91	97	102
其他流动负债	2,905	2,992	3,099	3,212	3,332
流动负债合计	48,677	55,372	52,533	50,461	47,642
长期借款	16,921	16,850	17,850	18,850	19,850
应付债券	204	302	302	302	302
其他非流动负债	1,462	1,620	1,727	1,840	1,960
非流动负债合计	18,727	19,290	20,397	21,510	22,630
股东权益	36,983	38,860	42,860	46,946	51,409
股本	2,411	2,405	2,379	2,379	2,379
公积金	14,802	14,763	14,763	14,763	14,763
未分配利润	19,837	21,632	25,639	29,706	34,150
归属母公司权益	36,541	38,325	42,306	46,373	50,816
少数股东权益	442	535	555	574	593

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.13%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
管理费用率	1.45%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%
财务费用率	1.19%	1.03%	1.07%	1.09%	1.08%
研发费用率	1.93%	1.94%	1.94%	1.94%	1.94%
所得税率	-27%	2%	5%	5%	5%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.10	0.12	0.26	0.28	0.30
每股经营现金流	3.64	2.67	3.67	3.91	4.15
每股净资产	15.16	15.94	17.78	19.49	21.36
每股销售收入	42.02	39.04	41.71	44.09	46.61

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	46	27	13	12	11
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	13.9	12.9	10.2	9.3	8.5
股息率	0.4%	0.5%	1.1%	1.2%	1.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼