

桐昆股份 (601233.SH)

增持 (维持)

涤纶长丝行业景气度复苏，一季度业绩超预期

周期/化工
目标估值: NA
当前股价: 24.21 元

事件: 公司发布 2025 年年报和 2026 年一季度报, 2025 年公司实现营业收入 938.9 亿元, 同比下降 7.32%, 归母净利润 20.33 亿元, 同比增长 69.13%, 扣非净利润 15.9 亿元, 同比增长 70.3%; 2026 年一季度公司实现营业收入 233.6 亿元, 同比增长 20.3%, 归母净利润 18.98 亿元, 同比增长 210.8%。

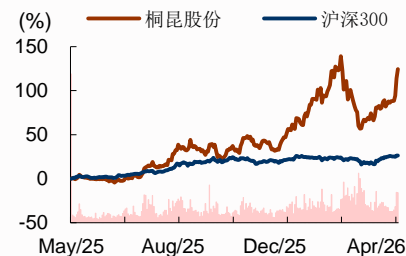
基础数据

总股本 (百万股)	2379
已上市流通股 (百万股)	2375
总市值 (十亿元)	57.6
流通市值 (十亿元)	57.5
每股净资产 (MRQ)	16.9
ROE (TTM)	8.3
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	19.54%

□ 全年涤纶长丝行业景气度逐步复苏, 参股的浙石化盈利改善。2025 年涤纶长丝行业整体延续逐步复苏态势, 尽管行业产能有所释放、供给端稳步增长, 但下游市场需求同步持续回暖, 行业景气度逐步修复。在此背景下, 公司涤纶长丝业务经营质效稳步提升, 盈利水平得到有效修复。报告期内, 公司涤纶长丝收入 838.7 亿元, 同比下降 9.34%, 毛利率 5.81%, 同比提高 0.92 pct, 销量 1288 万吨, 同比下降 0.76%, 销售均价 6512 元/吨, 同比下跌 8.65%。此外, 报告期内, 公司投资收益 10.3 亿元, 同比增长 44.9%, 公司参股的浙石化持续优化装置性能, 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。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	33	68	131
相对表现	25	64	104



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 一季度公司盈利能力显著提升, 中长期涤纶长丝供需向好。2026 年一季度, 公司综合毛利率 9.1%, 同比提高 1.4 pct, 环比提高 4.3 pct, 受益于参股的浙石化盈利大幅提升, 公司投资净收益 8.5 亿元, 同比增长 236%, 环比增长 223%。报告期内, 公司涤纶长丝 (POY+FDY+DTY) 收入 187 亿元, 同比增长 13.1%, 销量 289 万吨, 同比增长 15.5%, 销售均价 6465 元/吨, 同比下降 2.1%; PTA 收入 28.9 亿元, 同比增长 58%, 销量 59 万吨, 同比增长 40.4%, 销售均价 4911 元/吨, 同比上涨 12.5%。原材料成本方面, 公司 PX、PTA、MEG 采购均价同比分别上涨 11.52%、9.87%、-17.17%。中长期看, 涤纶长丝行业集中度高, 未来新增产能少, 供需关系有望持续向好。

相关报告

- 《桐昆股份 (601233) — 全年业绩同比大幅增长, 供需关系有望持续向好》2026-02-02
- 《桐昆股份 (601233) — 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) — 上半年业绩符合预期, 布局煤头领域增强竞争力》2025-09-01

□ 公司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。截至 2025 年底, 公司已具备 1000 万吨原油加工权益量、1020 万吨 PTA、60 万吨 MEG、1460 万吨聚合、1510 万吨涤纶长丝年生产加工能力。公司持续向上延伸, 将产业链进一步延伸至煤炭领域, 推进中昆一期 60 万吨/年天然气制乙二醇气头改煤头技改, 并成功竞得新疆鄯善县长草东煤矿, 构建“油、气、煤”三头并进格局, 助力国家能源安全保障。

周锋 S1090515120001

□ 维持“增持”投资评级。由于涤纶长丝和公司参股的浙石化盈利向好, 我们上调盈利预测, 预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 47.1 亿、55.4 亿、58.8 亿元, EPS 分别为 1.98、2.33、2.47 元, 当前股价对应 PE 分别为 12.2、10.4、9.8 倍, 维持“增持”投资评级。

zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

□ 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。

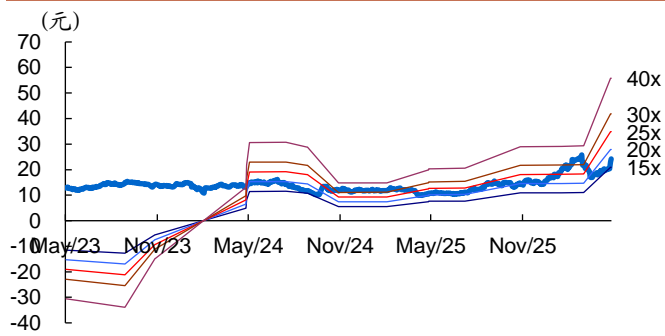
财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	101307	93891	107833	111858	119173
同比增长	23%	-7%	15%	4%	7%
营业利润(百万元)	899	2056	4981	5911	6286

同比增长	55%	129%	142%	19%	6%
归母净利润(百万元)	1202	2033	4712	5541	5875
同比增长	51%	69%	132%	18%	6%
每股收益(元)	0.51	0.85	1.98	2.33	2.47
PE	47.9	28.3	12.2	10.4	9.8
PB	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1

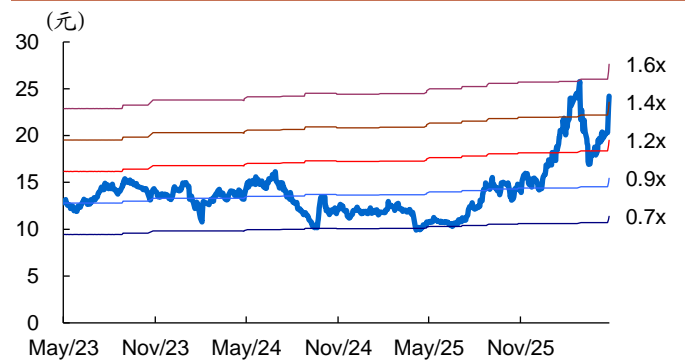
资料来源：公司数据、招商证券

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	26648	30091	30113	31024	28797
现金	13839	15141	13223	13609	10269
交易性投资	73	379	379	379	379
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1005	1045	1178	1222	1302
其它应收款	79	45	51	53	57
存货	9162	10822	12244	12617	13442
其他	2488	2659	3038	3143	3349
非流动资产	77739	83432	83056	82716	82409
长期股权投资	19147	20239	20239	20239	20239
固定资产	48470	48788	49089	49358	49598
无形资产商誉	3078	6739	6065	5459	4913
其他	7043	7666	7663	7661	7659
资产总计	104386	113523	113169	113740	111206
流动负债	48677	55372	50543	46463	39108
短期借款	25861	33135	31803	27179	18618
应付账款	9647	8611	9750	10047	10704
预收账款	2918	4196	4752	4896	5216
其他	10251	9430	4237	4341	4569
长期负债	18727	19290	19290	19290	19290
长期借款	16921	16850	16850	16850	16850
其他	1805	2440	2440	2440	2440
负债合计	67404	74663	69833	65754	58398
股本	2411	2405	2379	2379	2379
资本公积金	13122	13135	13168	13168	13168
留存收益	21008	22785	27208	31807	36574
少数股东权益	442	535	580	632	687
归属于母公司所有者权益	36541	38325	42756	47355	52122
负债及权益合计	104386	113523	113169	113740	111206

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	8780	6423	9043	9591	9847
净利润	1218	2052	4756	5593	5930
折旧摊销	4938	5280	5838	5802	5770
财务费用	1301	1011	1030	907	787
投资收益	(709)	(1026)	(2731)	(2731)	(2731)
营运资金变动	2500	(635)	146	19	89
其它	(467)	(259)	4	1	2
投资活动现金流	(9904)	(11171)	(2731)	(2731)	(2731)
资本支出	(8990)	(10820)	(5463)	(5463)	(5463)
其他投资	(914)	(352)	2731	2731	2731
筹资活动现金流	3759	578	(8230)	(6473)	(10456)
借款变动	4537	1149	(6919)	(4624)	(8561)
普通股增加	0	(6)	(26)	0	0
资本公积增加	(13)	13	34	0	0
股利分配	(104)	(241)	(289)	(942)	(1108)
其他	(662)	(336)	(1030)	(907)	(787)
现金净增加额	2635	(4171)	(1919)	387	(3341)

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	101307	93891	107833	111858	119173
营业成本	96604	88715	100450	103507	110276
营业税金及附加	294	317	365	378	403
营业费用	134	148	169	176	187
管理费用	1471	1457	1674	1736	1850
研发费用	1953	1823	2093	2172	2314
财务费用	1209	971	1030	907	787
资产减值损失	(70)	198	198	198	198
公允价值变动收益	16	7	7	7	7
其他收益	603	364	364	364	364
投资收益	708	1026	2361	2361	2361
营业利润	899	2056	4981	5911	6286
营业外收入	87	44	44	44	44
营业外支出	30	3	3	3	3
利润总额	956	2097	5022	5953	6327
所得税	(262)	45	266	359	397
少数股东损益	16	19	44	52	55
归属于母公司净利润	1202	2033	4712	5541	5875

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	23%	-7%	15%	4%	7%
营业利润	55%	129%	142%	19%	6%
归母净利润	51%	69%	132%	18%	6%
获利能力					
毛利率	4.6%	5.5%	6.8%	7.5%	7.5%
净利率	1.2%	2.2%	4.4%	5.0%	4.9%
ROE	3.3%	5.4%	11.6%	12.3%	11.8%
ROIC	5.1%	3.2%	5.8%	6.7%	7.1%
偿债能力					
资产负债率	64.6%	65.8%	61.7%	57.8%	52.5%
净负债比率	47.2%	49.0%	43.0%	38.7%	31.9%
流动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
存货周转率	10.0	8.9	8.7	8.3	8.5
应收账款周转率	119.0	91.6	97.0	93.2	94.4
应付账款周转率	8.0	9.7	10.9	10.5	10.6
每股资料(元)					
EPS	0.51	0.85	1.98	2.33	2.47
每股经营净现金	3.69	2.70	3.80	4.03	4.14
每股净资产	15.36	16.11	17.97	19.91	21.91
每股股利	0.10	0.12	0.40	0.47	0.49
估值比率					
PE	47.9	28.3	12.2	10.4	9.8
PB	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	16.6	14.0	9.7	9.1	8.9

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。