

卫星化学（002648.SZ）

强烈推荐（维持）

24 年全年业绩表现亮眼，高端新材料项目助力长期成长

事件：公司发布 2024 年年报，报告期内实现收入 456.48 亿元，同比增长 10.03%，归母净利润 60.72 亿元，同比增长 26.77%，扣非归母净利润 60.48 亿元，同比增长 29.45%；其中 24Q4 实现收入 133.73 亿元，同比增长 41.69%，归母净利润 23.79 亿元，同比增长 75.09%，环比增长 45.36%，扣非归母净利润 19.60 亿元，同比增长 48.96%，环比增长 5.70%。

- 功能化学品、高分子新材料板块毛利率持续提升，轻烃一体化优势突出。报告期内，公司功能化学品板块实现收入 217.07 亿元，同比增长 1.96%，毛利率 20.35%，同比增长 4.78 pct；高分子新材料板块实现收入 119.87 亿元，同比增长 0.60%，毛利率 35.05%，同比增长 5.49 pct；新能源材料板块实现收入 8.40 亿元，同比增长 80.77%，毛利率 22.23%，同比降低 14.54 pct；氢气实现正式对外销售，销售收入同比增长 42.5%。
- 产业链布局持续完善，构建全球“1+N”化学新材料研发创新平台。报告期内，公司投资建成年产 10 万吨乙醇胺装置，形成 182 万吨乙二醇、50 万吨聚醚大单体与表面活性剂、20 万吨乙醇胺、15 万吨碳酸酯等产能，其中乙醇胺、聚醚大单体实际产量分别位居全国第一、第二，市场占有率均超 20%；2024 年 7 月陆续实现了年产 80 万吨多碳醇项目一次开车成功，真正形成了丙烯酸及酯上下游完整的产业链闭环，平湖基地与嘉兴基地新建丙烯酸产能顺利推进中。此外，公司未来研发中心正式开工建设，近年将投入研发 100 亿元，加大引入海内外高端人才，构建全球“1+N”化学新材料研发创新平台。
- α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目一阶段预计于 2025 年底中交，2026 年初投产。报告期内，公司 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目顺利开工建设，项目计划总投资约 266 亿元，布局高端聚烯烃 170 万吨（茂金属聚乙烯）、聚乙烯弹性体 60 万吨、聚 α -烯烃 3 万吨等，进一步丰富高附加值产品种类。项目一阶段计划于 2025 年底中交，2026 年初投产；项目二阶段计划于 2026 年底建成，2027 年初投产。
- 维持“强烈推荐”投资评级。基于公司新增产能有望陆续投产放量，上调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 73.4、95.2、120.1 亿元，EPS 分别为 2.18、2.82、3.57 元，当前股价对应 PE 分别为 9.9、7.7、6.1 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：产品价格大幅波动、原材料价格大幅波动、新产能投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	41487	45648	49844	59050	68652
同比增长	12%	10%	9%	18%	16%
营业利润(百万元)	5378	7034	8492	11004	13884
同比增长	56%	31%	21%	30%	26%
归母净利润(百万元)	4789	6072	7337	9515	12012
同比增长	56%	27%	21%	30%	26%
每股收益(元)	1.42	1.80	2.18	2.82	3.57
PE	15.2	12.0	9.9	7.7	6.1
PB	2.9	2.4	2.0	1.7	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：21.62 元

基础数据

总股本（百万股）	3369
已上市流通股（百万股）	3366
总市值（十亿元）	72.8
流通市值（十亿元）	72.8
每股净资产（MRQ）	9.0
ROE（TTM）	20.0
资产负债率	55.6%
主要股东 浙江卫星控股股份有限公司	
主要股东持股比例	34.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	35	29
相对表现	2	19	18

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《卫星化学（002648）—24Q4 业绩超预期，高端新材料项目助力长期成长》2025-02-25
- 2、《卫星化学（002648）—Q3 业绩环比大幅增长，看好公司长期成长性》2024-10-23
- 3、《卫星化学（002648）—24Q2 扣非净利环比增长，高端新材料项目开工建设》2024-07-18

周锋 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

连莹 S1090524070001

✉ lianying@cmschina.com.cn

正文目录

一、 卫星化学：轻烃一体化龙头企业	4
1、 C2&C3 产业链龙头企业	4
2、 业绩保持高速增长	5
二、 乙烷供应充足，公司成本优势突出	7
三、 丙烯酸及酯行业新增产能规划较少，供需格局有望向好	11

图表目录

图 1：营业收入及增速	6
图 2：归母净利润及增速	6
图 3：公司收入分产品情况	6
图 4：分产品毛利率情况	6
图 5：销售毛利率及净利率	7
图 6：销售、研发、财务、管理费用率	7
图 7：美国乙烷产量及增速	7
图 8：美国乙烷消费量及增速	7
图 9：美国乙烷出口量及增速	8
图 10：美国乙烷库存量及增速	8
图 11：中国乙烯产能产量及开工率	8
图 12：乙烯表观消费量及增速	8
图 13：乙烯下游消费结构	8
图 14：聚乙烯产能产量及产能利用率	11
图 15：聚乙烯表观消费量及增速	11
图 16：丙烯酸产能产量及开工率	11
图 17：丙烯酸表观消费量及增速	11
图 18：丙烯酸丁酯产能产量及开工率	13
图 19：丙烯酸丁酯表观消费量及增速	13
图 20：卫星化学历史 PE Band	14
图 21：卫星化学历史 PB Band	14

表 1: 公司主要产品产能情况	5
表 2: 国内乙烯现有产能和新增产能情况	9
表 3: 国内丙烯酸现有产能及新增产能情况 (万吨/年)	12
表 4: 国内丙烯酸丁酯现有产能及新增产能情况 (万吨)	13

一、卫星化学：轻烃一体化龙头企业

1、C2&C3 产业链龙头企业

C2&C3 产业链龙头，产业链布局持续完善。卫星化学成立于 2005 年，于 2011 年在深交所上市，多年来不断向上下游发展打造产业链一体化格局，业务覆盖航空航天、轨道交通、建筑工程、汽车、新能源、半导体、家居、纺织、家庭护理等应用领域。公司成立之初，以丙烯酸及酯起家，2009 年公司吸收合并山特莱德，收购友联化工，将业务拓展至高分子乳液、有机颜料中间体和甲基丙烯酸行业。2012 年，公司收购聚龙石化，在产业链上游引入丙烷脱氢制丙烯（PDH）装置；2014 年随着 PDH 装置的顺利投产，公司 C3 领域产业链布局进一步完善。2017 年，公司设立连云港石化子公司，并于次年正式申报《连云港石化有限公司 320 万吨/年轻烃综合加工利用项目》，布局 C2 产业链；2021 年 5 月，连云港石化项目一期顺利投产，C2 产业链开始放量贡献业绩；2021 年 12 月，公司与连云港徐圩新区管委会签署《投资项目合作协议书》，拟投资新建绿色化学新材料产业园项目，布局高附加值新材料产品，向“以轻质化为核心打造低碳化学新材料科技公司”的目标进一步迈进。2022 年 8 月，连云港石化项目二期成功开车，C2 产业链产品体量进一步扩充。2023 年绿色新材料产业园项目一期顺利投产，公司产品矩阵进一步丰富完善；同年，公司公告投资 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，项目布局高端茂金属聚乙烯、 α -烯烃、POE、超高分子量聚乙烯等高端新材料。2024 年 7 月，公司新材料新能源一体化项目即 80 万吨多碳醇项目一阶段顺利开车，标志着公司成功实现 C3 产业链耦合闭环。

公司现有嘉兴、平湖、连云港三大生产基地。

（1）C3 产业链

公司现有丙烯产能 90 万吨/年、丙烯酸产能 84 万吨/年、丙烯酸酯产能 105 万吨/年、聚丙烯产能 45 万吨/年、双氧水产能 182 万吨/年、SAP 产能 15 万吨/年及高分子乳液产能 21 万吨/年，丁辛醇产能 80 万吨/年以及环氧丙烷产能 40 万吨/年。另外 20 万吨/年精丙烯酸产能预计 2025 年起陆续投产；26 万吨/年高分子乳液产能预计于 2025 年投产；与 SKGC 公司合资建设的 4 万吨/年乙烯丙烯酸共聚物（EAA）预计于 2025 年投产。

（2）C2 产业链

公司连云港石化项目一阶段于 2021 年 5 月顺利投产，二阶段于 2022 年 8 月顺利投产，公司现有 C2 产品产能主要包括 250 万吨/年乙烯、80 万吨/年 HDPE、219 万吨/年环氧乙烷、182 万吨/年乙二醇，50 万吨/年聚醚大单体、60 万吨/年苯乙烯、40 万吨/年聚苯乙烯、20 万吨/年乙醇胺、15 万吨/年碳酸酯以及 1000 吨 α -烯烃。

此外，公司 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目于 2024H1 顺利开工建设，布局高端聚烯烃、聚乙烯弹性体、聚 α -烯烃等，进一步丰富高附加值产品种类。

项目一阶段计划于 2025 年底中交，2026 年初投产；项目二阶段计划于 2026 年底建成。

表 1：公司主要产品产能情况

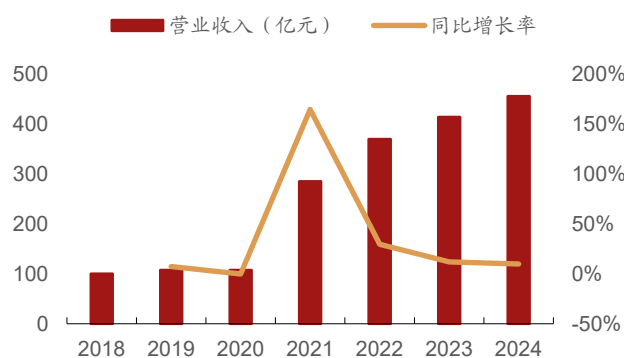
	主要产品	现有产能（万吨/年）	新增产能（万吨/年）	预计投产时间
C3	丙烯	90		
	丙烯酸	84	20	预计 2025 年起陆续投产
	丙烯酸酯	105		
	聚丙烯	45		
	双氧水	182		
	SAP	15		
	高分子乳液	21	26	预计 2025 年投产
	EAA		4	预计 2025 年投产
	丁辛醇	80		
	新戊二醇		8	预计 2025 年投产
	环氧丙烷	40		
C2	乙烯	250		
	HDPE	80		
	环氧乙烷	219		
	乙二醇	182		
	聚醚大单体	50		
	苯乙烯	60		
	聚苯乙烯	40		
	乙醇胺	20		
	碳酸酯	15		
	α-烯烃	0.1		
	颜料中间体	2.1		

资料来源：公司公告、招商证券

2、业绩保持高速增长

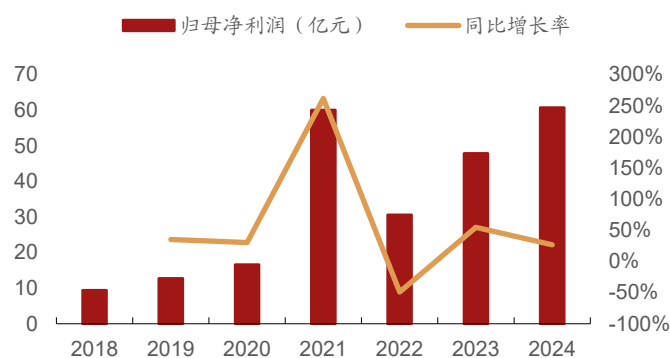
公司业绩保持快速增长。随着公司新项目的投产及成本优势的逐渐加强，公司营业收入和归母净利润总体呈持续增长态势。2024 年公司实现收入 456.48 亿元，同比增长 10.03%，归母净利润 60.72 亿元，同比增长 26.77%，扣非归母净利润 60.48 亿元，同比增长 29.45%；其中 24Q4 实现收入 133.73 亿元，同比增长 41.69%，归母净利润 23.79 亿元，同比增长 75.09%，环比增长 45.36%，扣非归母净利润 19.60 亿元，同比增长 48.96%，环比增长 5.70%。

图 1: 营业收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 2: 归母净利润及增速

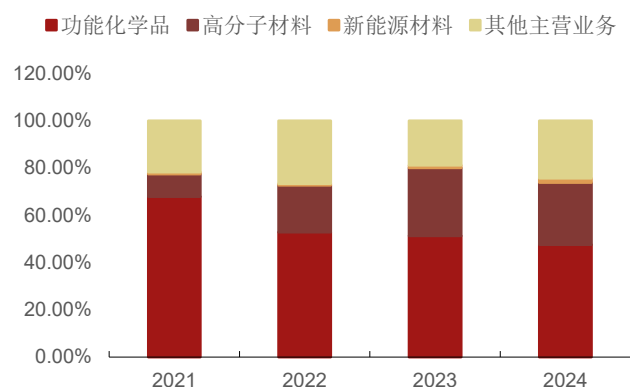


资料来源：公司公告、招商证券

功能化学品和高分子材料为主要收入来源。从营业收入构成看，丙烯酸及酯、乙二醇、环氧乙烷等功能化学品和高分子材料系列产品是公司主要的收入来源。

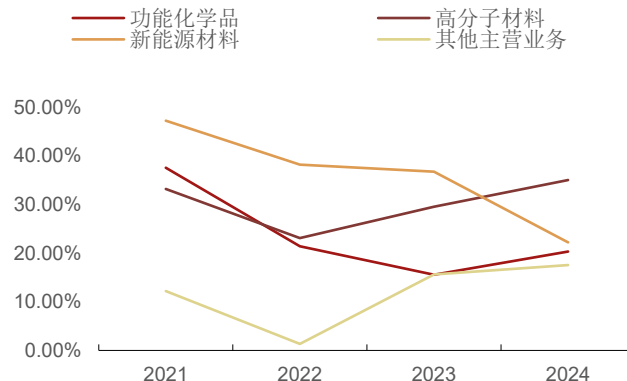
2024 年公司功能化学品板块实现收入 217.07 亿元，同比增长 1.96%，毛利率 20.35%，同比增长 4.78 pct；高分子新材料板块实现收入 119.87 亿元，同比增长 0.60%，毛利率 35.05%，同比增长 5.49 pct；新能源材料板块实现收入 8.40 亿元，同比增长 80.77%，毛利率 22.23%，同比降低 14.54 pct。公司持续完善产业链，优化产品结构，功能化学品板块和高分子新材料板块毛利率呈良好增长态势。

图 3: 公司收入分产品情况



资料来源：公司公告、招商证券

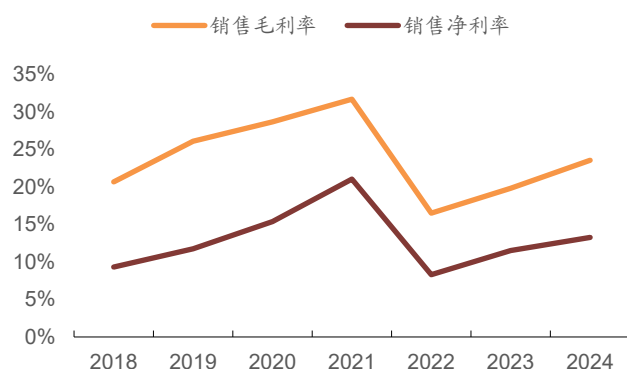
图 4: 分产品毛利率情况



资料来源：公司公告、招商证券

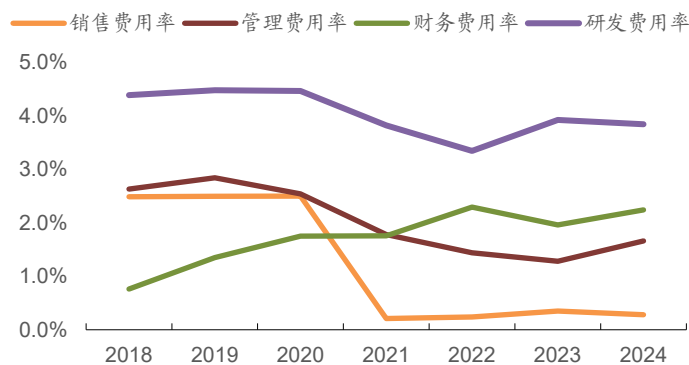
公司销售毛利率和净利率持续修复。2023 年受益于公司产能释放、规模效应显现，以及原材料端乙烷价格回落，公司毛利率水平和净利率同比有所回升，分别达到 19.84% 和 11.53%；2024 年，公司毛利率和净利率水平分别达到 23.57%、13.28%。费用率方面总体保持稳定，2024 年公司销售费用率 0.28%，管理费用率 1.66%，研发费用率 3.84%，财务费用率为 2.24%。

图 5：销售毛利率及净利率



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：销售、研发、财务、管理费用率

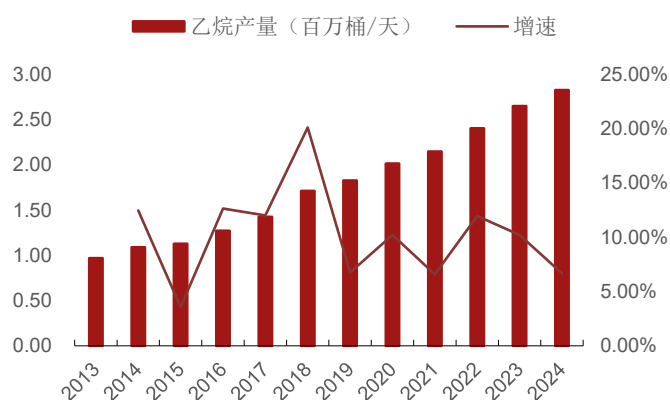


资料来源：公司公告、招商证券

二、乙烷供应充足，公司成本优势突出

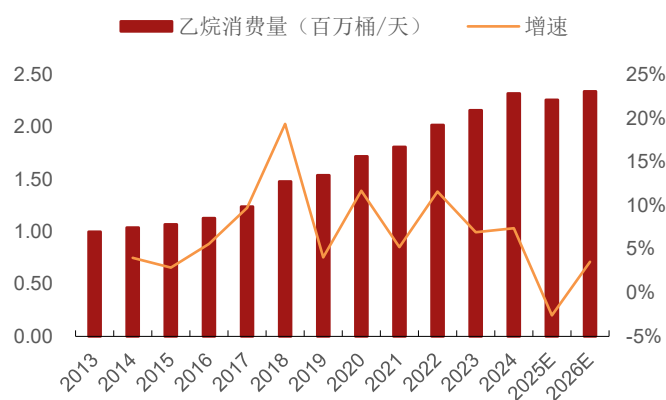
伴随页岩气革命美国乙烷产量急剧增长，预计美国乙烷将持续供应充足。全球乙烷的主要产地有中东和美国，近年来中东由于新的大型油田项目开发，油田伴生气供应潜力殆尽，且中东地区建设有大量乙烷裂解装置，故基本没有乙烷出口。目前全球新增乙烷供给主要来自美国，美国页岩气革命使得美国液化天然气（NGL）产量急剧增长，NGL 中乙烷比例为 60%-70%，从而带动美国乙烷产量快速增加，2024 年美国乙烷产量 2.83 百万桶/天，同比增长 6.67%，美国乙烷消费量为 2.32 百万桶/天，出口量为 0.49 百万桶/天，多余部分回注到地下。根据 EIA 预测，2025 年乙烷消费量将达 2.26 百万桶/天，同比略有下降，乙烷产量预计为 2.76 百万桶/天，预计乙烷供应持续充足。

图 7：美国乙烷产量及增速



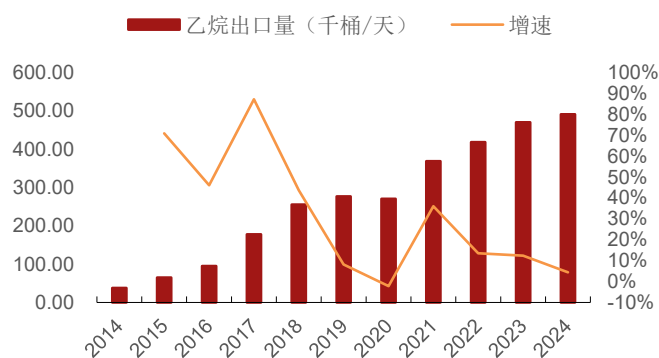
资料来源：EIA、招商证券

图 8：美国乙烷消费量及增速



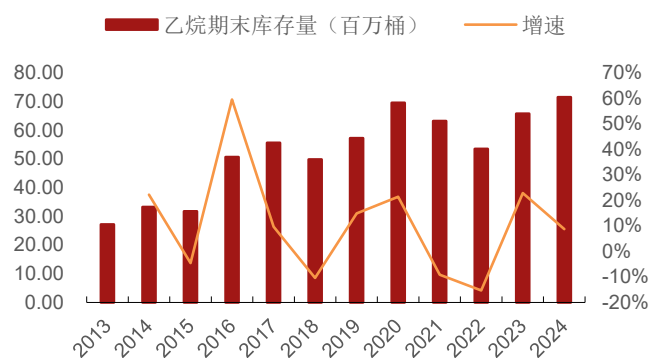
资料来源：EIA、招商证券

图 9：美国乙烷出口量及增速



资料来源：EIA、招商证券

图 10：美国乙烷库存量及增速



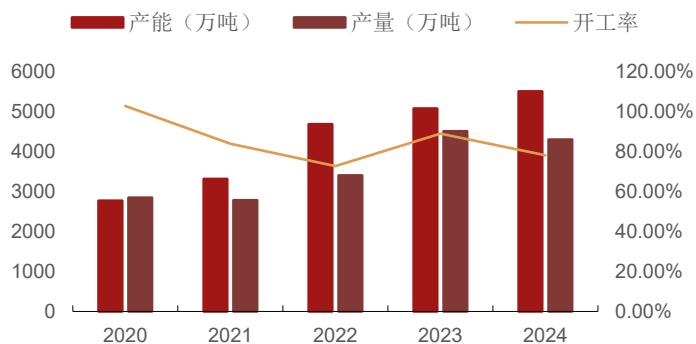
资料来源：EIA、招商证券

国内乙烯产能持续快速扩张。近年来国内乙烯产能持续扩张，2024 年中国乙烯产能 5499 万吨，产量为 4294 万吨，产能利用率为 78%。

国内乙烯表观消费量总体保持快速增长。2024 年中国乙烯表观消费量 4508.64 万吨，同比下降 4.05%，近几年国内乙烯表观消费量总体保持增长态势，主要系终端行业需求的增长，下游行业扩能提速。

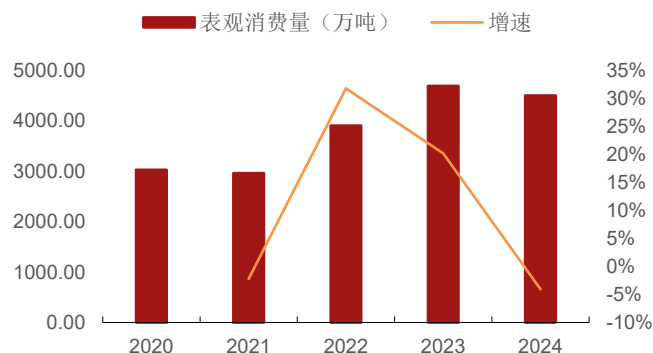
聚乙烯为乙烯下游消费主力。从乙烯下游来看，聚乙烯为乙烯下游消费主力，占比为 64%；其次是环氧乙烷，占比 10%；再者是苯乙烯和乙二醇，占比均为 9%。

图 11：中国乙烯产能产量及开工率



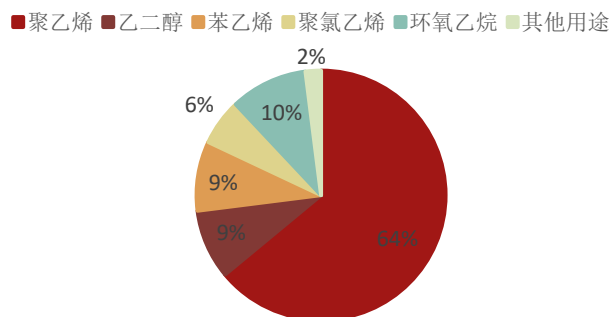
资料来源：百川盈孚、招商证券

图 12：乙烯表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 13：乙烯下游消费结构



资料来源：百川盈孚、招商证券

全球产能以轻质化原料为主，基于我国“富煤贫油少气”的能源结构，目前我国

乙烯生产仍以石脑油等混合裂解为主，并发展了煤/甲醇制烯烃路线，乙烷裂解装置占比较少。基于美国乙烷供应充足，预计乙烷价格将维持低位，乙烷裂解路线具有明显成本优势。

据百川盈孚，目前国内规划了 1145 万吨乙烯产能，其中 570 万吨预计于 2025 年投产，主要包括吉林石化 120 万吨、万华化学石化 120 万吨、联泓新材料 30 万吨、山东裕龙石化 150 万吨和镇海炼化 150 万吨；475 万吨预计于 2026 年投产，主要包括福建古雷石化 150 万吨、茂名石化 100 万吨、国能包头煤化 75 万吨、中煤陕西 30 万吨、独山子石化 120 万吨；扬子石化 100 万吨预计于 2027 年投产。

表 2：国内乙烯现有产能和新增产能情况

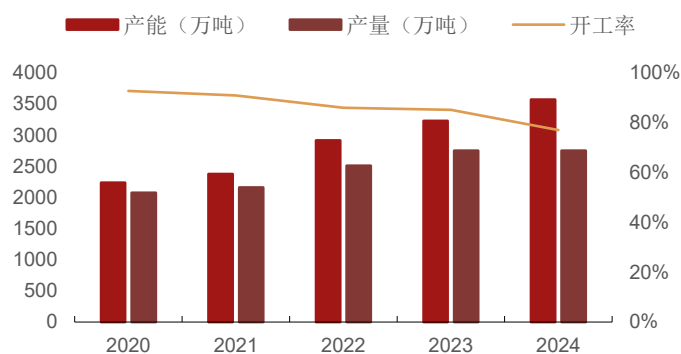
生产厂商	现有产能（万吨/年）	新增产能（万吨/年）		
		2025	2026	2027
中安联合	35			
燕山石化	80			
福建联合	110			
中化泉州	100			
福建古雷石化	80		150	
兰州石化	70			
茂名石化	100		100	
广州石化	20			
中海壳牌	220			
广东石化	120			
中科(广东)炼化	80			
海南炼化	100			
中原石化	36			
大庆石化	120			
武汉乙烯	30			
武汉石化	80			
吉林石化	85	120		
吉林康乃尔	12			
连云港石化	250			
盛虹石化	110			
常州富德	15			
泰兴新浦	65			
斯尔邦石化	30			
南京诚志	43.5			
扬子巴斯夫	75			
扬子石化	70			100
恒力石化	150			
抚顺石化	94			
辽阳石化	20			
北方华锦	45			
辽宁宝来	100			
国能包头煤化	30		75	
内蒙古宝丰	100			
内蒙古久泰	30			
中天合创	67			
内蒙中煤	30			
宝丰能源	110			
神华宁煤	50			

青海盐湖	17			
东明石化	45			
万华化学石化	100	120		
鲁西化工	15			
联泓新材料	17	30		
寿光鲁清石化	100			
海国龙油石化	40			
金诚石化	60			
恒通化工	12			
山东裕龙石化	150	150		
齐鲁石化	80			
蒲城清洁能源	30			
延安能源	45			
长庆石化	80			
神华榆林	30			
延长中煤	60			
中煤陕西	30		30	
上海石化	84.5			
上海赛科	109			
四川石化	80			
中石化英力士	120			
渤化化工	30			
中沙天津	130			
天津石化	20			
新疆塔石化	60			
独山子石化	122		120	
国能新疆	30			
浙江石化	420			
宁波华泰	15			
浙江兴兴新能源	30			
宁波富德	30			
三江化工	125			
镇海炼化	220	150		
合计	5499	570	475	100

资料来源：百川盈孚、招商证券

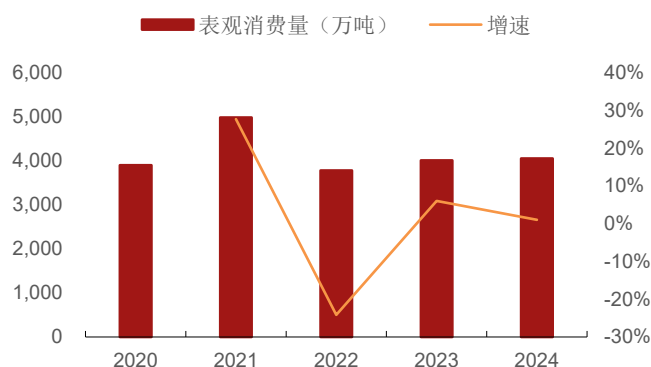
近几年国内聚乙烯产能持续增长。聚乙烯是乙烯经聚合制得的一种热塑性树脂，具有优良的耐低温性能，化学稳定性好，能耐大多数酸碱的侵蚀，吸水性小，电绝缘性优良，广泛应用于薄膜、吹塑、注塑、管材和电线电缆等行业。近年来中国 PE 产能逐年增加，2024 年中国 PE 产能 3571 万吨，有效产能 3535.5 万吨，产量 2752.15 万吨，行业开工率 77%左右，表观消费量 4055 万吨，同比增长 1.04%。

图 14: 聚乙烯产能产量及产能利用率



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 15: 聚乙烯表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

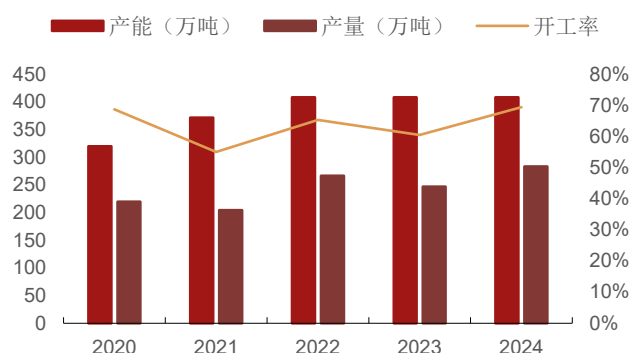
三、丙烯酸及酯行业新增产能规划较少，供需格局有望向好

丙烯酸及酯应用领域广泛。丙烯酸是由一个乙烯基和一个羧基组成的有机化合物，为重要的基础有机原料，主要用于生产丙烯酸酯，以及 SAP、特种丙烯酸酯、水处理剂、助洗剂等产品。丙烯酸酯是由丙烯酸与相应的醇酯化制得，目前应用最广泛的丙烯酸酯类单体主要包括丙烯酸丁酯、丙烯酸乙酯、丙烯酸异辛酯和丙烯酸甲酯，其中丙烯酸丁酯是丙烯酸酯中产量最大的品种。丙烯酸酯作为重要聚合单体，广泛应用于涂料、纺织、化纤、胶粘剂、皮革、洗涤、造纸、塑料、橡胶、医疗、油田化学等众多行业。

丙烯酸扩能节奏放缓。供给方面，据百川盈孚，2024 年国内丙烯酸产能 408 万吨，产量 283 万吨，同比增长 14.72%，行业产能利用率为 69.40%。截至 2025 年 2 月，丙烯酸产能增长至 440 万吨。

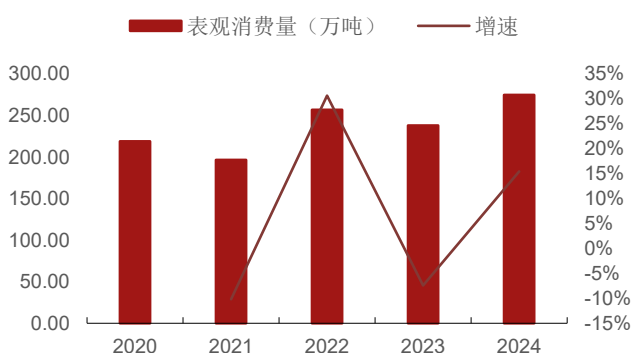
近年来丙烯酸需求总体保持增长态势。需求方面，近年来丙烯酸需求总体保持增长态势，2024 年表观消费量为 274.92 万吨，同比增长 15.47%，截止 2025 年 2 月表观消费量达 48.66 万吨。

图 16: 丙烯酸产能产量及开工率



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 17: 丙烯酸表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

丙烯酸新增产能有限，供需格局有望向好。国内丙烯酸主要生产企业包括卫星化学、万华化学、上海华谊、江苏三木、台塑宁波、扬子巴斯夫等，其中卫星化学拥有丙烯酸产能 84 万吨/年，现有产能规模位居国内第一。未来行业新增产能比较有限，目前只有扬子巴斯夫计划 2025 年新增产能 38 万吨/年，行业集中度将持续提高，龙头企业市场话语权不断加强。

在环保监管趋严、行业新增产能有限、旧装置生产负荷较低以及部分装置永久关停的背景下，行业新增产量有限，而需求总体保持增长态势，预计未来丙烯酸及酯行业供需格局将持续向好。

表 3：国内丙烯酸现有产能及新增产能情况（万吨/年）

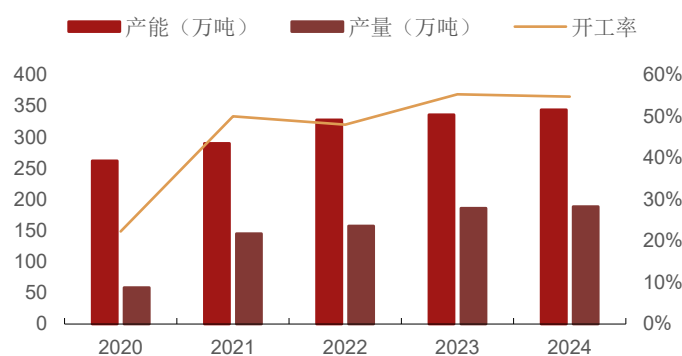
生产企业	现有产能	新增产能	
		2025	2026
福建滨海化工	6		
兰州石化	8		
中海油惠州石化	14		
华谊钦州	40		
扬子巴斯夫	35	38	
泰兴晟科	48		
江苏三木	30		
沈阳蜡化丙烯酸	8		
山东宏信	8		
齐翔腾达	8		
山东诺尔	8		
山东恒正	6		
山东开泰	11		
烟台万华	62		
上海华谊新材料	32		
台塑宁波	32		
卫星化学	84		
合计	440	38	/

资料来源：百川盈孚、招商证券

丙烯酸酯方面，丙烯酸丁酯产能保持稳定。据百川盈孚，2024 年丙烯酸丁酯产能为 344 万吨，产量 188 万吨，开工率由 2021 年的 50.33% 上升至 2024 年的 54.79%；截至 2025 年 3 月，丙烯酸丁酯产能增加至 384 万吨，产能增长有限，产量 54.35 万吨，行业供给整体保持稳定。

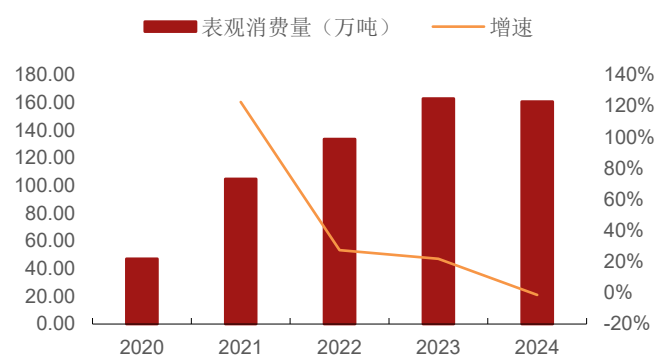
需求方面，2024 年丙烯酸丁酯表观消费量 160.78 万吨，较 2023 年略有下降，截至 2025 年 2 月，国内丙烯酸丁酯表观消费量为 33.40 万吨。

图 18: 丙烯酸丁酯产能产量及开工率



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 19: 丙烯酸丁酯表观消费量及增速



资料来源: 百川盈孚、招商证券

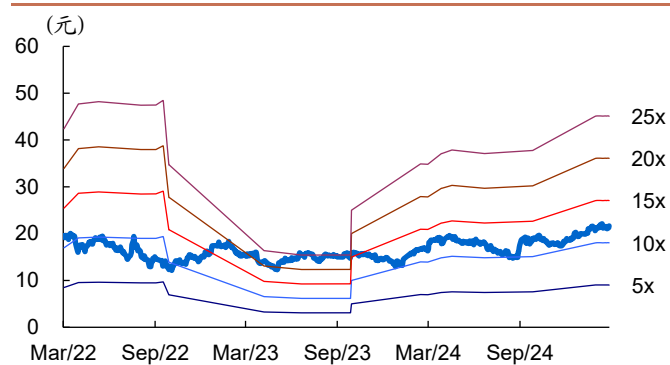
丙烯酸丁酯行业暂无新增产能规划，行业供需格局有望持续改善。国内丙烯酸丁酯生产厂商主要有卫星化学、扬子巴斯夫、万华化学、台塑宁波、江苏三木等，其中卫星化学现有产能为 78 万吨/年，居首位，行业暂无新增产能规划，行业供需格局有望持续改善。

表 4: 国内丙烯酸丁酯现有产能及新增产能情况 (万吨)

生产企业	现有产能	新增产能	
		2025	2026
福建滨海化工	6.00		
兰州石化	8.00		
江门谦信	8.00		
中海油惠州石化	10.00		
华谊钦州	40.00		
扬子巴斯夫	20.00		
江苏三木	18.00		
南通万州	0.00		
泰兴晟科	18.00		
泰兴金江	10.00		
沈阳蜡化丙烯酸	8.00		
山东恒正	6.00		
烟台万华	76.00		
山东开泰	8.00		
齐翔腾达	6.00		
山东宏信	8.00		
上海华谊新材料	32.00		
卫星化学	78.00		
台塑宁波	24.00		
合计	384	/	/

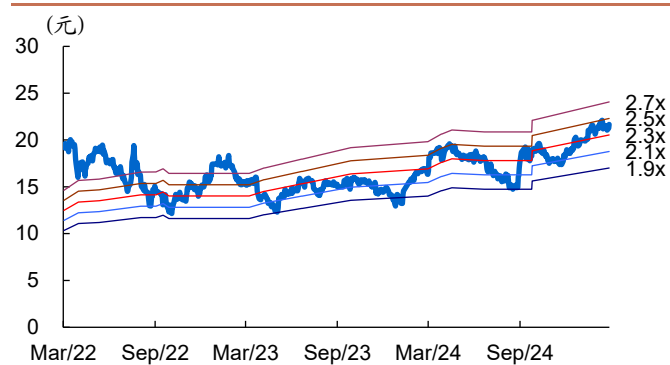
资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 20: 卫星化学历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 21: 卫星化学历史 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	12733	15499	15525	23502	33422
现金	6399	8507	7975	14751	23430
交易性投资	43	559	559	559	559
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	639	827	903	1070	1244
其它应收款	63	28	31	36	42
存货	4233	4398	4771	5564	6380
其他	1355	1179	1287	1522	1767
非流动资产	51849	52807	53691	54516	55281
长期股权投资	2471	2405	2405	2405	2405
固定资产	25258	26967	28490	29851	31065
无形资产商誉	1845	2376	2138	1924	1732
其他	22274	21059	20657	20336	20079
资产总计	64582	68305	69217	78019	88703
流动负债	11915	15372	10643	12147	13692
短期借款	1226	1411	0	0	0
应付账款	5670	5621	6098	7112	8155
预收账款	844	998	1083	1263	1448
其他	4174	7342	3462	3771	4089
长期负债	27174	22628	22628	22628	22628
长期借款	10839	7246	7246	7246	7246
其他	16335	15382	15382	15382	15382
负债合计	39089	38000	33272	34775	36320
股本	3369	3369	3369	3369	3369
资本公积金	4455	4488	4488	4488	4488
留存收益	17641	22429	28081	35395	44553
少数股东权益	28	19	7	(9)	(28)
归属于母公司所有者权益	25465	30286	35938	43252	52410
负债及权益合计	64582	68305	69217	78019	88703

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7996	10590	11021	13222	15716
净利润	4784	6062	7325	9500	11993
折旧摊销	2626	3000	3537	3597	3657
财务费用	992	1168	532	344	282
投资收益	14	86	(522)	(522)	(522)
营运资金变动	(506)	182	145	297	300
其它	87	93	3	6	6
投资活动现金流	(2044)	(2944)	(3901)	(3901)	(3901)
资本支出	(2406)	(3140)	(4423)	(4423)	(4423)
其他投资	362	196	522	522	522
筹资活动现金流	(5072)	(5401)	(7652)	(2545)	(3137)
借款变动	(4044)	(1984)	(5436)	0	0
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(503)	33	0	0	0
股利分配	(1348)	(1347)	(1684)	(2201)	(2855)
其他	823	(2103)	(532)	(344)	(282)
现金净增加额	881	2246	(532)	6776	8679

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	41487	45648	49844	59050	68652
营业成本	33257	34891	37852	44146	50617
营业税金及附加	144	283	310	367	426
营业费用	145	128	140	166	193
管理费用	531	757	826	979	1138
研发费用	1626	1751	1912	2265	2633
财务费用	811	1025	532	344	282
资产减值损失	(10)	(302)	(302)	(302)	0
公允价值变动收益	187	266	266	266	266
其他收益	242	365	365	365	365
投资收益	(14)	(108)	(108)	(108)	(108)
营业利润	5378	7034	8492	11004	13884
营业外收入	11	38	38	38	38
营业外支出	20	53	53	53	53
利润总额	5368	7018	8476	10989	13868
所得税	584	956	1152	1489	1875
少数股东损益	(6)	(10)	(12)	(15)	(20)
归属于母公司净利润	4789	6072	7337	9515	12012

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	12%	10%	9%	18%	16%
营业利润	56%	31%	21%	30%	26%
归母净利润	56%	27%	21%	30%	26%
获利能力					
毛利率	19.8%	23.6%	24.1%	25.2%	26.3%
净利率	11.5%	13.3%	14.7%	16.1%	17.5%
ROE	20.6%	21.8%	22.2%	24.0%	25.1%
ROIC	14.9%	16.8%	18.1%	21.0%	22.3%
偿债能力					
资产负债率	60.5%	55.6%	48.1%	44.6%	40.9%
净负债比率	22.6%	18.6%	10.5%	9.3%	8.2%
流动比率	1.1	1.0	1.5	1.9	2.4
速动比率	0.7	0.7	1.0	1.5	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	8.2	8.1	8.3	8.5	8.5
应收账款周转率	63.1	62.2	57.6	59.8	59.3
应付账款周转率	5.9	6.2	6.5	6.7	6.6
每股资料(元)					
EPS	1.42	1.80	2.18	2.82	3.57
每股经营净现金	2.37	3.14	3.27	3.92	4.67
每股净资产	7.56	8.99	10.67	12.84	15.56
每股股利	0.40	0.50	0.65	0.85	1.07
估值比率					
PE	15.2	12.0	9.9	7.7	6.1
PB	2.9	2.4	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	11.6	9.1	7.8	6.6	5.5

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。