

## 卫星化学（002648.SZ）

## 业绩延续强势，市值跃升渐近

事件：公司发布 2024 年年报，业绩延续强势表现。

- 2024 年：**实现营业收入 456.48 亿元，同比+10.03%；归母净利润 60.72 亿元，同比+26.77%；扣非归母净利润 60.48 亿元，同比+29.45%；
- Q4 单季度：**实现营业收入 133.73 元，同比+41.69%，环比+3.87%；归母净利润 23.79 亿元，同比+75.09%，环比+45.36%；扣非归母净利润 19.60 亿元，同比+48.96%，环比+5.70%。

**乙烷路线优势显著，C2 链贡献盈利基本盘。**公司 C2 原料为美国乙烷，2024 年原料乙烷价整体低位徘徊，全年 MB 乙烷均价为 19.06 美分/加仑，同比下降 22.37%，成本低廉，路线优势凸显。产品端，公司 C2 链关键产品包括 EO/乙二醇/HDPE 等，全年均价同比变动分别为+5%/+12%/-3%。综合来看，受益于原材料价格回落，公司 C2 路线产品盈利表现亮眼。

**原料配套+价格修复，C3 链盈利回暖信号积极。**公司 C3 业务为丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯一体化产业链，多碳醇是 C3 终端产品丙烯酸酯的重要原料。2024 年，公司 C3 业务取得关键突破，80 万吨丁辛醇正式投产，核心原料自供使得 C3 路线生产成本进一步降低。而产品端，C3 主要产品聚丙烯/丙烯酸/丙烯酸丁酯开年以来价格信号积极，一季度单吨价格环比分别+3%/+10%/+5%，两相叠加，带动公司 C3 业务进入盈利修复期。

**C2 三四期持续推进，放量成长可期。**三四期全部投产后，公司 C2 业务的产能可实现倍增，目前项目已经全面开始建设，三期项目预计于 2025 年底中交，2026 年初投产。四期预计于 2026 年底建成，2027 年初投产。两个项目建设进展衔接有序。低成本原料的稳定供应是公司 C2 业务的发展基础，从船只配套来看，公司三期 6 艘乙烷船已于 2023 年 7 月下单建造，预计 2026 年交付，四期 8 艘 ULEC 乙烷运输船已经分两批于 2024 年 8 月和 10 月下单建造，预计 2027 年交付，与装置投产运行时间相配套。

**瞄准高端市场，拓展差异化新材料。**目前中国每年高端聚烯烃进口量超 1300 万吨，仍有较大供给缺口，高端牌号在光伏、新能源车、高端润滑基础油、机器人等领域有着极高的市场价值。展望未来，随着公司催化剂攻关，公司的高端聚烯烃、超高分子量聚乙烯纤维、聚乙烯弹性体等产品将不断推向市场，进一步提升公司盈利能力，做大做优增量。

**投资建议：**我们看好公司强成长性，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 73.97/89.79/110.22 亿元；对应 PE 分别为 10/8/7 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**原料供应波动风险，项目建设进展不及预期，行业竞争加剧。

| 财务指标          | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）     | 41,487 | 45,648 | 53,409 | 64,090 | 76,972 |
| 增长率 yoy（%）    | 12.0   | 10.0   | 17.0   | 20.0   | 20.1   |
| 归母净利润（百万元）    | 4,789  | 6,072  | 7,397  | 8,979  | 11,022 |
| 增长率 yoy（%）    | 54.7   | 26.8   | 21.8   | 21.4   | 22.7   |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 1.42   | 1.80   | 2.20   | 2.67   | 3.27   |
| 净资产收益率（%）     | 18.8   | 20.0   | 20.5   | 20.4   | 20.4   |
| P/E（倍）        | 15.2   | 12.0   | 9.8    | 8.1    | 6.6    |
| P/B（倍）        | 2.9    | 2.4    | 2.0    | 1.7    | 1.4    |

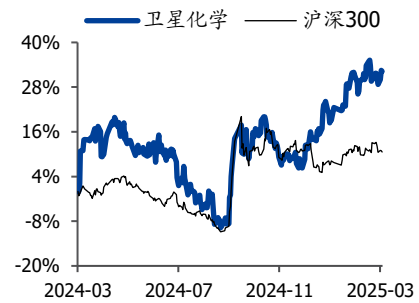
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 03 月 26 日收盘价

## 买入（维持）

## 股票信息

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 行业              | 化学原料      |
| 前次评级            | 买入        |
| 03 月 26 日收盘价（元） | 21.62     |
| 总市值（百万元）        | 72,830.12 |
| 总股本（百万股）        | 3,368.65  |
| 其中自由流通股（%）      | 99.94     |
| 30 日日均成交量（百万股）  | 22.59     |

## 股价走势



## 作者

分析师 杨义韬

执业证书编号：S0680522080002

邮箱：yangyitao@gszq.com

研究助理 宋雪莹

执业证书编号：S0680123070011

邮箱：songxueying@gszq.com

## 相关研究

- 《卫星化学（002648.SZ）：四期乙烷船开始下单制造，放量成长可期》 2024-10-25
- 《卫星化学（002648.SZ）：检修与技术优化伴行，Q2 环增彰显强劲韧性》 2024-07-18
- 《卫星化学（002648.SZ）：受益油气价格分化，低成本优势进一步凸显》 2024-04-25

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 12733 | 15499 | 15728 | 19094 | 24517 |
| 现金             | 6399  | 8507  | 6980  | 9597  | 12787 |
| 应收票据及应收账款      | 639   | 827   | 889   | 1171  | 1303  |
| 其他应收款          | 63    | 28    | 79    | 49    | 104   |
| 预付账款           | 355   | 132   | 438   | 246   | 575   |
| 存货             | 4233  | 4398  | 5736  | 6424  | 8142  |
| 其他流动资产         | 1043  | 1606  | 1606  | 1606  | 1606  |
| <b>非流动资产</b>   | 51849 | 52807 | 57724 | 63240 | 69642 |
| 长期投资           | 2471  | 2405  | 2523  | 2672  | 2835  |
| 固定资产           | 25258 | 26967 | 29731 | 33941 | 39143 |
| 无形资产           | 1801  | 2331  | 2576  | 2870  | 3199  |
| 其他非流动资产        | 22319 | 21104 | 22894 | 23757 | 24466 |
| <b>资产总计</b>    | 64582 | 68305 | 73451 | 82334 | 94160 |
| <b>流动负债</b>    | 11915 | 15372 | 14933 | 16311 | 18972 |
| 短期借款           | 1226  | 1411  | 1411  | 1411  | 1411  |
| 应付票据及应付账款      | 5670  | 5621  | 7636  | 8273  | 10784 |
| 其他流动负债         | 5018  | 8340  | 5886  | 6628  | 6778  |
| <b>非流动负债</b>   | 27174 | 22628 | 22496 | 22067 | 21235 |
| 长期借款           | 10839 | 7246  | 7114  | 6685  | 5852  |
| 其他非流动负债        | 16335 | 15382 | 15382 | 15382 | 15382 |
| <b>负债合计</b>    | 39089 | 38000 | 37429 | 38378 | 40207 |
| 少数股东权益         | 28    | 19    | 24    | 30    | 26    |
| 股本             | 3369  | 3369  | 3369  | 3369  | 3369  |
| 资本公积           | 4465  | 4488  | 4488  | 4488  | 4488  |
| 留存收益           | 17593 | 22318 | 27647 | 34117 | 42053 |
| 归属母公司股东权益      | 25465 | 30286 | 35998 | 43926 | 53926 |
| <b>负债和股东权益</b> | 64582 | 68305 | 73451 | 82334 | 94160 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 7996  | 10590 | 11327 | 13803 | 16336  |
| 净利润            | 4784  | 6062  | 7402  | 8985  | 11018  |
| 折旧摊销           | 2626  | 3000  | 2813  | 3371  | 4060   |
| 财务费用           | 811   | 1025  | 928   | 1070  | 1164   |
| 投资损失           | 14    | 108   | 166   | 134   | 121    |
| 营运资金变动         | -1886 | -1587 | 51    | 292   | 107    |
| 其他经营现金流        | 1648  | 1983  | -33   | -49   | -134   |
| <b>投资活动现金流</b> | -2044 | -2944 | -7863 | -8973 | -10450 |
| 资本支出           | 2406  | 3140  | 4799  | 5368  | 6240   |
| 长期投资           | -409  | -188  | -118  | -149  | -162   |
| 其他投资现金流        | -47   | 9     | -3181 | -3755 | -4373  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -5072 | -5401 | -4991 | -2213 | -2697  |
| 短期借款           | 149   | 185   | 0     | 0     | 0      |
| 长期借款           | -1142 | -3593 | -132  | -429  | -833   |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 资本公积增加         | -1518 | 24    | 0     | 0     | 0      |
| 其他筹资现金流        | -2561 | -2016 | -4859 | -1785 | -1864  |
| <b>现金净增加额</b>  | 1050  | 2209  | -1527 | 2617  | 3189   |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 41487 | 45648 | 53409 | 64090 | 76972 |
| 营业成本            | 33257 | 34891 | 40964 | 49157 | 58884 |
| 营业税金及附加         | 144   | 283   | 332   | 398   | 478   |
| 营业费用            | 145   | 128   | 144   | 173   | 225   |
| 管理费用            | 531   | 757   | 886   | 1063  | 1276  |
| 研发费用            | 1626  | 1751  | 2049  | 2458  | 2953  |
| 财务费用            | 811   | 1025  | 928   | 1070  | 1164  |
| 资产减值损失          | -9    | -288  | -82   | -118  | -152  |
| 其他收益            | 242   | 365   | 365   | 365   | 365   |
| 公允价值变动收益        | 187   | 266   | 33    | 49    | 134   |
| 投资净收益           | -14   | -108  | -166  | -134  | -121  |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 5378  | 7034  | 8420  | 10168 | 12522 |
| 营业外收入           | 11    | 38    | 22    | 20    | 19    |
| 营业外支出           | 20    | 53    | 25    | 28    | 16    |
| <b>利润总额</b>     | 5368  | 7018  | 8417  | 10161 | 12525 |
| 所得税             | 584   | 956   | 1015  | 1175  | 1507  |
| <b>净利润</b>      | 4784  | 6062  | 7402  | 8985  | 11018 |
| 少数股东损益          | -6    | -10   | 6     | 6     | -4    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 4789  | 6072  | 7397  | 8979  | 11022 |
| EBITDA          | 8592  | 10326 | 11320 | 13596 | 16542 |
| EPS (元)         | 1.42  | 1.80  | 2.20  | 2.67  | 3.27  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 12.0  | 10.0  | 17.0  | 20.0  | 20.1  |
| 营业利润(%)         | 56.0  | 30.8  | 19.7  | 20.8  | 23.1  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 54.7  | 26.8  | 21.8  | 21.4  | 22.7  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 19.8  | 23.6  | 23.3  | 23.3  | 23.5  |
| 净利率(%)          | 11.5  | 13.3  | 13.8  | 14.0  | 14.3  |
| ROE(%)          | 18.8  | 20.0  | 20.5  | 20.4  | 20.4  |
| ROIC(%)         | 9.5   | 10.9  | 12.2  | 13.1  | 13.9  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 60.5  | 55.6  | 51.0  | 46.6  | 42.7  |
| 净负债比率(%)        | 95.6  | 63.6  | 51.2  | 35.8  | 22.3  |
| 流动比率            | 1.1   | 1.0   | 1.1   | 1.2   | 1.3   |
| 速动比率            | 0.6   | 0.6   | 0.5   | 0.7   | 0.8   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.9   |
| 应收账款周转率         | 63.1  | 62.2  | 62.2  | 62.2  | 62.2  |
| 应付账款周转率         | 5.5   | 6.2   | 6.2   | 6.2   | 6.2   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.42  | 1.80  | 2.20  | 2.67  | 3.27  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 2.37  | 3.14  | 3.36  | 4.10  | 4.85  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 7.56  | 8.99  | 10.69 | 13.04 | 16.01 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 15.2  | 12.0  | 9.8   | 8.1   | 6.6   |
| P/B             | 2.9   | 2.4   | 2.0   | 1.7   | 1.4   |
| EV/EBITDA       | 11.3  | 8.9   | 8.1   | 6.5   | 5.1   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 03 月 26 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com