

基础化工

2025 年 04 月 01 日

卫星化学 (002648)

——25Q1 业绩符合预期，看好公司未来成长性

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司发布 2025Q1 业绩预告：**2025Q1，公司预计实现归母净利润 14.5-16.5 亿元，同比增长 41.8%-61.4%，环比下降 30.6%-39.1%；预计实现扣非归母净利润 15.1-17.1 亿元，同比增长 42.2%-61.1%，环比下降 12.7%-22.9%，业绩基本符合我们预期。25Q1 公司业绩环比有所下降，我们判断主要因为冬季乙烷价格随天然气走高，带动 C2 价差收窄所致，但同比 24Q1，公司在丁辛醇新产能投放、乙烷一期技改优化、部分产品价差改善等因素的推动下，业绩同比大幅提升。
- **25Q1 美国天然气价格上涨带动乙烷价格走高，C2 价差有所收窄。**25Q1 受美国暴风雪影响，天然气消费量显著提升，根据美国能源署数据，我们计算 25Q1 美国 NYMEX 天然气均价为 3.9 美元/百万英热，同环比分别上涨 1.8、0.9 美元/百万英热。美国天然气价格上涨带动乙烷价格走高，根据彭博数据，我们计算 25Q1 美国 MB 乙烷均价为 204 美元/吨，同环比分别上涨 61、41 美元/吨。产品价差方面，我们计算 25Q1 乙烷乙烯价差、苯乙烯价差和乙二醇价差分别为 609 美元/吨、293 元/吨、308 元/吨，环比分别-41 美元/吨、-488 元/吨、-65 元/吨。展望 2025 年，乙烷供需宽松格局不改，预期价格仍将维持底部震荡，带动乙烷制乙烯利润维持较好水平，同时公司 C2 下游部分产品供需存在收紧趋势，C2 板块盈利仍然存在一定的提升空间。
- **25Q1 丙烯酸及酯行业延续涨势，产品价差环比持续向好。**受行业检修支撑，丙烯酸及酯价格从 24Q4 开始走高，25Q1 整体维持较高水平。产品价差方面，我们计算 25Q1 丙烷制丙烯、丙烯酸、丙烯酸丁酯价差分别为 104 美元/吨、2624 元/吨、4065 元/吨，环比分别+22 美元/吨、+929 元/吨、+1637 元/吨，盈利显著改善。此外，公司 80 万吨丁辛醇装置已于 2024 年下半年逐步投放，预计一季度开始贡献完整业绩增量。25Q1 丁醇、辛醇毛利分别达到 1194 元/吨，盈利水平较高展望。2025 年，丙烷价格有望跟随油价存在下跌空间，丙烯酸及酯在供需收紧下，盈利中枢存在上行空间，叠加丁辛醇产能的增量贡献，以及下半年高分子乳液、EAA、精丙烯酸等新产能放量，预期 2025 年公司 C3 板块盈利存在较大的提升空间。
- **新材料产品有序投放，成长逐步兑现。**根据规划，2025 年公司预计将有 4 万吨 EAA、16 万吨高分子乳液、15 万吨 SAP、8 万吨新戊二醇和 10 万吨精丙烯酸产能逐步落地，带动业绩提升。公司未来成长性主要依托于 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目（乙烷三四期），有望于 2025 年年底建成中交，2026-2027 年逐步兑现业绩，从产品布局上看，该项目主要布局 α -烯烃和 POE 等高端新材料，盈利前景项目相比现有 C2 装置更高，赋予公司更高的成长属性。
- **投资分析意见：**我们维持 2025-2027 年盈利预测至 69、92、115 亿，对应 PE 估值为 11X、8X、7X。我们继续看好公司 C2 板块的成长性与 C3 板块的景气修复，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目进度不及预期，油价大幅波动，乙烷丙烷价格大幅上涨。

财务数据及盈利预测

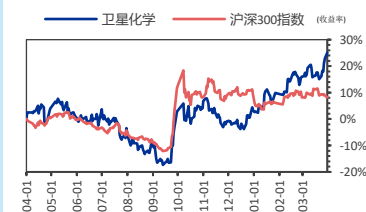
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	41,487	45,648	53,971	70,212	85,740
同比增长率 (%)	12.0	10.0	18.2	30.1	22.1
归母净利润 (百万元)	4,789	6,072	6,875	9,179	11,495
同比增长率 (%)	54.7	26.8	13.2	33.5	25.2
每股收益 (元/股)	1.42	1.80	2.04	2.72	3.41
毛利率 (%)	19.8	23.6	22.6	22.6	22.8
ROE (%)	18.8	20.0	19.5	21.6	22.5
市盈率	16	13	11	8	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2025 年 03 月 31 日
收盘价 (元)	22.99
一年内最高/最低 (元)	23.19/14.65
市净率	2.6
息率 (分红/股价)	1.74
流通 A 股市值 (百万元)	77,395
上证指数/深证成指	3,335.75/10,504.33
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2024 年 12 月 31 日
每股净资产 (元)	8.99
资产负债率%	55.63
总股本/流通 A 股 (百万)	3,369/3,366
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘子栋 A0230523110002
liuzd@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

陈悦 A0230524100003
chenyue@swsresearch.com

联系人

陈悦
(8621)23297818x
chenyue@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	41,487	45,648	53,971	70,212	85,740
其中: 营业收入	41,487	45,648	53,971	70,212	85,740
减: 营业成本	33,257	34,891	41,775	54,372	66,194
减: 税金及附加	144	283	335	436	514
主营业务利润	8,086	10,474	11,861	15,404	19,032
减: 销售费用	145	128	216	281	343
减: 管理费用	531	757	810	1,053	1,286
减: 研发费用	1,626	1,751	2,159	2,808	3,430
减: 财务费用	811	1,025	839	772	691
经营性利润	4,973	6,813	7,837	10,490	13,282
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-2	-14	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-9	-288	0	0	0
加: 投资收益及其他	228	257	415	533	540
营业利润	5,378	7,034	8,253	11,023	13,822
加: 营业外净收入	-10	-16	-2	-2	-2
利润总额	5,368	7,018	8,251	11,021	13,820
减: 所得税	584	956	1,383	1,851	2,326
净利润	4,784	6,062	6,868	9,170	11,495
少数股东损益	-6	-10	-7	-9	0
归属于母公司所有者的净利润	4,789	6,072	6,875	9,179	11,495

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。