

2025 年 04 月 25 日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元) 22

公司基本信息

产业别	化工
A 股价(2025/4/24)	17.41
深证成指(2025/4/24)	9878.32
股价 12 个月高/低	23.19/14.65
总发行股数(百万)	3368.65
A 股数(百万)	3366.48
A 市值(亿元)	586.10
主要股东	浙江卫星控股 股份有限公司 (34.60%)
每股净值(元)	9.45
股价/账面净值	1.84
股价涨跌(%)	一个月 三个月 一年 -19.5 -10.6 -2.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024.10.22	18.74	买进

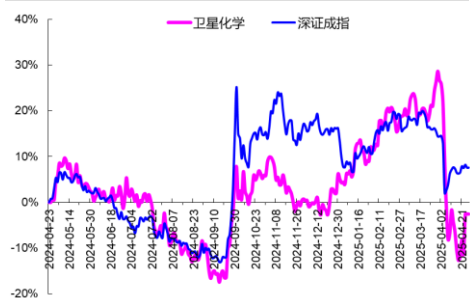
产品组合

功能化学品	47.7%
高分子新材料	28.3%
其他业务	22.2%
新能源材料	1.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.5%
一般法人	49.4%

股价相对大盘走势



卫星化学(002648.SZ)

Buy 买进

业绩符合预期，看好产能持续释放

事件：公司公布2025年一季度，25Q1实现营收123.29亿元，yoy+40.03%，实现归母净利润15.68亿元，yoy+53.38%，处于业绩预告区间中值，业绩符合预期。

结论与建议：公司业绩符合预期，同比仍维持较快增长，主要是公司 24 年下半年新产能投放顺利，且 24 年 Q1 基期相对较低；此外，公司丙烯酸及酯产品价格上涨，C3（丙烯下游）产业链盈利增厚。乙烷关税影响或降低，公司成本端不利因素有望消退。公司 2025、2026 年有多个项目投产，业绩有望再上新台阶。看好公司作为国内轻烃裂解龙头企业，立足 C2（乙烯下游）\C3（丙烯下游）产业链，发展高附加值产品，维持“买进”评级。

■ **新产能投放提高营收利润，单季 C3 产业链利润增厚：**25Q1 公司利润和营收同比增长，主要是 24 年下半年新产能投放贡献业绩，且 24Q1 基期相对较低。此外，25Q1 以来丙烯酸及酯价格上涨，公司 C3 产业链盈利水平提高，带动公司业绩增长。C2 产业链来看，25Q1 处于天然气消费旺季，上游原料乙烷价格上涨，C2 产业链价差缩窄。后续随着天气转暖，Q2 原料乙烷价格预计回落。综合看，公司单季毛利率维持稳定，公司 25Q1 综合毛利率为 21.68%，同比增加 0.02pct，环比下降 5.43pct。虽然 4 月以来，受中美贸易局势影响，C2 产业链乙烯、环氧乙烷、ME 和 C3 产业链丙烯酸、聚丙烯、丙烯酸酯等大宗化学品价格环比下滑，但成本端乙烷、丙烷价格也跟随原油价格下降，预计公司年内综合毛利率维持稳定。

■ **乙烷关税影响减弱，C2 板块盈利或将修复：**公司乙烷原料主要来自美国进口，对美加征关税对公司乙烷原料成本有不利影响，但公司此前积极推动乙烷进口关税豁免、采取来料加工、乙烷换货等业务模式减少关税影响。此外，2024 年年底国内税则委员会将乙烷作为绿色清洁能源在《2025 年关税调整方案》进行单列，将其进口关税从 2%下降至 1%。可以看出，乙烷属 国家鼓励进口的商品。后续中美关税博弈过程中，我们认为乙烷有关税豁免预期，将降低公司 C2 产业链成本端的不利影响。

■ **产能密集释放期，产业链持续延伸：**公司作为国内轻烃裂解龙头企业，立足自身 C2/C3 产业，持续往下游高附加值新材料产品延伸，规划多个在建项目：年产 20 万吨精丙烯酸项目将在 2025 年建成；与 SK 合资的年产 4 万吨 EAA 项目预计 2025 年投产。此外，公司投资 257 亿元建设的 α-烯烃综合利用高端新材料产业园项目一期已经开始建设，预计 2025、2026 年分别完成一期、二期建设，将进一步提高公司 C2 产业链附加值。公司上下游新产能在 2025、2026 年均密集释放，预计将带动公司业绩快速增长。

■ **盈利预测：**考虑到化工品价格在 Q2 环比下降，我们下修盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年分别实现净利润 63/75/91 亿元（前值 74/90/108 亿元），yoy+4%/+18%/+21%，折合 EPS 分别为 1.89/2.22/2.70 元。目前 A 股股价对应的 PE 为 9/8/6 倍，估值偏低，维持“买进”评级，建议逢低配置。

■ **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等

年度截止 12 月 31 日		2023	2024	2025E	2026E	2027E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4,789	6,082	6,355	7,493	9,103
同比增减	%	54.71%	26.99%	4.49%	17.90%	21.49%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.42	1.81	1.89	2.22	2.70
同比增减	%	54.72%	26.99%	4.49%	17.90%	21.49%
A 股市盈率 (P/E)	X	12.25	9.64	9.23	7.83	6.44
股利 (DPS)	RMB 元	0.4000	0.5000	0.6	0.7	0.7
股息率 (Yield)	%	2.30%	2.87%	3.45%	4.02%	4.02%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	41487	45648	50632	65395	79856
经营成本	33257	34891	39116	51265	62502
研发费用	1626	1751	1671	2158	2635
营业税金及附加	144	283	217	281	394
销售费用	145	128	147	189	229
管理费用	531	757	739	954	1218
财务费用	811	1025	1136	1468	1792
资产减值损失	-9	-288	-303	-392	-479
投资收益	-14	-108	-119	-131	-105
营业利润	5378	7034	7407	8724	10590
营业外收入	11	38	40	41	44
营业外支出	20	53	53	53	53
利润总额	5368	7018	7354	8670	10537
所得税	584	956	1002	1181	1435
少数股东损益	-6	-10	-3	-4	-1
归属于母公司股东权益	4789	6072	6355	7493	9103

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6399	8507	7712	11507	17001
应收账款	639	827	1411	993	1191
存货	4233	4398	4473	4486	4575
流动资产合计	12733	15499	16392	19587	25841
长期股权投资	2471	2405	2357	2525	2551
固定资产	25258	26967	26346	29663	32630
在建工程	3186	2824	2680	2852	2880
非流动资产合计	51849	52807	52268	55821	59584
资产总计	64582	68305	68660	75408	85425
流动负债合计	11915	15372	14364	17698	20506
非流动负债合计	27174	22628	22455	23208	25118
负债合计	39089	38000	36818	40906	45624
少数股东权益	28	19	22	38	43
股东权益合计	25493	30305	31841	34375	38376
负债及股东权益合计	64582	68305	68660	75281	84000

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动产生的现金流量净额	7996	10590	1599	12179	13397
投资活动产生的现金流量净额	-2044	-2944	-1244	-3238	-1368
筹资活动产生的现金流量净额	-5072	-5401	-1078	-5941	-6535
现金及现金等价物净增加额	1050	2209	-775	3000	5493

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。