

基础化工

2025年07月16日

卫星化学 (002648)

——25Q2 业绩同比提升，下半年景气存在修复空间

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2025年07月16日	
收盘价(元)	17.39
一年内最高/最低(元)	23.19/14.65
市净率	1.8
息率(分红/股价)	2.88
流通A股市值(百万元)	58,543
上证指数/深证成指	3,503.78/10,720.81

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年03月31日	
每股净资产(元)	9.45
资产负债率%	53.62
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

投资要点：

- **公司发布 2025H1 业绩预告：**2025H1，公司预计实现归母净利润 27-31.5 亿元，同比增长 31.32%-53.2%，预计实现扣非归母净利润 28.52-33.02 亿元，同比增长 27.65%-47.79%；其中 25Q2，公司预计实现归母净利润 11.3-15.8 亿元，同比增长 9%-53%，环比-28%-1%，预计实现扣非归母净利润 11.6-16.1 亿元，同比-1%-37%，环比下降 5%-31%，业绩基本符合我们预期。公司 25Q2 业绩中枢环比有所下降，我们判断主要由于油价二季度下行带来部分产品的价差收窄，以及 PDH 装置检修带来一定费用提升。
- **25Q2 乙烷关税影响有限，C2 价差相对坚挺。**Q2 夏季天然气价格走低带动乙烷价格回落，根据彭博数据，我们计算 25Q2 美国 MB 乙烷均价为 179 美元/吨，同环比分别+36、-24 美元/吨。但因 Q2 油价下降，Q2 乙烯价格环比下降 74 美元/吨，带动乙烷乙烯价差收窄。产品价差方面，我们计算 25Q2 乙烷乙烯价差、苯乙烯价差和乙二醇价差分别为 567 美元/吨、823 元/吨、393 元/吨，环比分别-43 美元/吨、+499 元/吨、+126 元/吨。25Q2 虽然中美关税对于乙烷进口存在一定扰动，但整体影响不大，展望下半年，美国乙烷出口已恢复正常，乙烷供需宽松格局不改，预期价格仍将维持较低水平，带动乙烷制乙烯利润提升，同时公司 C2 下游部分产品供需存在收紧趋势，C2 板块盈利存在一定提升空间。
- **25Q2 油价下行带动 C3 价差环比收窄。**受 Q2 油价回落影响，C3 下游产品盈利也有所下降，产品价差方面，我们计算 25Q2 丙烷制丙烯、丙烯酸、丙烯酸丁酯价差分别为 68 美元/吨、2038 元/吨、2509 元/吨，环比分别-35 美元/吨、-357 元/吨、-718 元/吨，盈利有所收窄。展望下半年，丙烷由于存在关税问题或将推动 C3 产品价格提升，公司丙烯酸及酯产品在供需收紧下，盈利中枢存在上行空间，叠加下半年高分子乳液、EAA、精丙烯酸等新产能放量，C3 盈利有望提升。
- **中美贸易影响下，新材料项目进度有所放缓。**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），目前三期项目有望于 2026 年下半年内建成投产，2026-2027 年逐步兑现业绩，而四期项目受中美贸易影响有所推迟。
- **投资分析意见：考虑到油价下行导致价差收窄，以及新材料项目的推迟，我们维持 2025 年盈利预测，下调 2026-2027 年盈利预测至 77、94 亿（2026-2027 年原为 92、115 亿），对应 PE 估值为 9X、8X、6X。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

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	45,648	12,329	53,971	65,430	79,427
同比增长率(%)	10.0	40.0	18.2	21.2	21.4
归母净利润(百万元)	6,072	1,568	6,875	7,744	9,358
同比增长率(%)	26.8	53.4	13.2	12.6	20.8
每股收益(元/股)	1.80	0.47	2.04	2.30	2.78
毛利率(%)	23.6	21.7	22.6	21.2	21.0
ROE(%)	20.0	4.9	19.5	18.9	19.5
市盈率	10		9	8	6

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

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	65,430	79,427
其中: 营业收入	41,487	45,648	53,971	65,430	79,427
减: 营业成本	33,257	34,891	41,775	51,579	62,754
减: 税金及附加	144	283	335	406	477
主营业务利润	8,086	10,474	11,861	13,445	16,196
减: 销售费用	145	128	216	262	318
减: 管理费用	531	757	810	981	1,191
减: 研发费用	1,626	1,751	2,159	2,617	3,177
减: 财务费用	811	1,025	839	822	802
经营性利润	4,973	6,813	7,837	8,763	10,708
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	9,295	11,248
加: 营业外净收入	-10	-16	-2	-2	-2
利润总额	5,368	7,018	8,251	9,293	11,246
减: 所得税	584	956	1,383	1,557	1,888
净利润	4,784	6,062	6,868	7,736	9,358
少数股东损益	-6	-10	-7	-8	0
归属于母公司所有者的净利润	4,789	6,072	6,875	7,744	9,358

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

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。