

基础化工

2025 年 08 月 12 日

卫星化学 (002648)

——25Q2 业绩环比下滑，静待景气修复与成长兑现

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 2025 中报：**2025H1，公司实现营业收入 234.6 亿元，同比增长 20.9%；归母净利润 27.4 亿元，同比增长 33.4%；扣非归母净利润 29.0 亿元，同比增长 29.6%。其中 25Q2，公司实现营业收入 111.3 亿元，同比增长 5.1%，环比下降 9.7%；归母净利润 11.8 亿元，同比增长 13.7%，环比下降 25.1%；扣非归母净利润 12.0 亿元，同比增长 2.8%，环比下降 28.9%，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、PDH 装置检修带来一定费用提升以及关税影响下开工率有一定下滑。价差收窄背景下，25H1 公司毛利率水平达到 20.56%，同比下降 0.52pct，其中 25Q2 毛利率为 19.33%，同环比分别下降 1.27、2.35ct。费用端，25H1 公司期间费用率达到了 7.2%，同比下降 0.6pct，主要系销售和财务费用同比有所下降。
- **25Q2 C2 价差相对坚挺，Q3 乙烷价格进一步回落。**Q2 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。进入三季度，乙烷价格跟随天然气持续回落，预期价差将有所提升。25Q2 中美关税对于公司 C2 装置存在一定扰动，或导致开工率有所降低，但目前随着中美关税缓和，乙烷后续贸易风险不大，预期随着乙烷价格回落，公司乙烷制乙烯利润仍将维持较好水平。
- **25Q2 油价下行导致 C3 业绩有一定承压。**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。此外，公司二季度对 PDH 装置进行常规检修，费用有所提升。展望未来，“反内卷”下丙烯景气存在较大修复空间，叠加下半年高分子乳液、EAA、精丙烯酸等新产能放量，C3 盈利有望逐步提升。
- **中美贸易影响下，新材料项目进度有所放缓。**根据规划，2025 年下半年公司预计将有 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：**考虑油价中枢下行以及新材料项目推迟，我们下调 2025 年盈利预测至 62 亿（原值为 69 亿），维持 2026-2027 年盈利预测 77、94 亿，对应 PE 估值为 10X、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

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	45,648	23,460	52,299	65,449	79,444
同比增长率（%）	10.0	20.9	14.6	25.1	21.4
归母净利润（百万元）	6,072	2,744	6,215	7,709	9,327
同比增长率（%）	26.8	33.4	2.4	24.0	21.0
每股收益（元/股）	1.80	0.81	1.84	2.29	2.77
毛利率（%）	23.6	20.6	21.6	21.2	21.0
ROE（%）	20.0	8.8	17.9	19.0	19.6
市盈率	11		10	8	7

注：“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 08 月 11 日
收盘价（元）	19.22
一年内最高/最低（元）	23.19/14.65
市净率	2.0
股息率（分红/股价）	2.60
流通 A 股市值（百万元）	64,704
上证指数/深证成指	3,647.55/11,291.43
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	9.24
资产负债率%	55.07
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

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	41,487	45,648	52,299	65,449	79,444
其中：营业收入	41,487	45,648	52,299	65,449	79,444
减：营业成本	33,257	34,891	40,983	51,596	62,770
减：税金及附加	144	283	325	406	477
主营业务利润	8,086	10,474	10,991	13,447	16,197
减：销售费用	145	128	209	262	318
减：管理费用	531	757	784	982	1,192
减：研发费用	1,626	1,751	2,092	2,618	3,178
减：财务费用	811	1,025	862	864	840
经营性利润	4,973	6,813	7,044	8,721	10,669
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	7,458	9,253	11,211
加：营业外净收入	-10	-16	-2	-2	-2
利润总额	5,368	7,018	7,456	9,251	11,209
减：所得税	584	956	1,248	1,550	1,882
净利润	4,784	6,062	6,208	7,701	9,327
少数股东损益	-6	-10	-6	-8	0
归属于母公司所有者的净利润	4,789	6,072	6,215	7,709	9,327

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