

卫星化学（002648.SZ）

25Q2 环比有所下滑，看好长期成长性

事件：公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现收入 234.60 亿元，同比增长 20.93%，归母净利润 27.44 亿元，同比增长 33.44%，扣非归母净利润 28.96 亿元，同比增长 29.61%；其中 2025Q2 实现收入 111.31 亿元，同比增长 5.05%，归母净利润 11.75 亿元，同比增长 13.72 亿元，环比下降 25.07%，扣非归母净利润 12.04 亿元，同比增长 2.77%，环比下降 28.85%。

- 业绩相对稳健，加速开拓海外市场。报告期内公司不断通过技改实现产品提质增加溢价，同时在欧洲老旧装置逐步关停的背景下，公司集中资源加速拓展海外市场，目前公司丙烯酸及酯、聚醚大单体、乙醇胺、高吸水性树脂出口量位居国内前列。2025 年上半年，公司功能化学品板块实现收入 122.17 亿元，yoy +32.12%，毛利率 19.92%，yoy +2.64 pct；高分子新材料板块实现收入 52.45 亿元，yoy -4.43%，毛利率 29.54%，yoy +0.74 pct；新能源材料板块实现收入 3.04 亿元，yoy -14.93%，毛利率 21.63%，yoy +0.30 pct；其他业务实现收入 56.95 亿元，yoy +32.17%，毛利率 13.62%，yoy -5.78 pct。
- 聚焦催化剂，布局高端新材料。报告期内，公司高性能催化新材料项目正式落地，未来计划投入 30 亿元，依托企业技术优势，打造高性能催化剂产业化落地与高端新材料集群化发展的一体化产研平台。在高端聚烯烃领域，公司布局茂金属聚乙烯(mPE)和 POE，此类产品较普通聚乙烯产品有明显溢价；此外，基于浸没式液冷技术在绿色数据中心建设中的广阔应用前景，公司正着力研发基于碳氢化合物的浸没式液冷冷却液。
- 产业链布局持续完善，构建全球“1+N”化学新材料研发创新平台。在 C2 领域，公司已形成 182 万吨乙二醇、50 万吨聚醚大单体与表面活性剂、20 万吨乙醇胺、15 万吨碳酸酯等产能，其中乙醇胺、聚醚大单体实际产量分别位居全国第一、第二，市场占有率均超 20%；80 万吨聚乙烯、40 万吨聚苯乙烯根据市场需求不断推出定制牌号。在 C3 领域，公司现已建成国内最大，全球第二大的丙烯酸及酯产能；2024 年公司年产 80 万吨多碳醇项目一次开车成功，真正形成了丙烯酸及酯上下游完整的产业链闭环。公司将进一步加快平湖基地与嘉兴基地新建丙烯酸产能的建设。此外，公司持续推进未来研发中心项目建设，近年将投入研发 100 亿元，加大引入海内外高端人才，构建全球“1+N”化学新材料研发创新平台。
- 维持“强烈推荐”投资评级。基于 Q2 受到原料端波动影响及考虑到公司在建项目的建设进度，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 64.43、77.83、93.49 亿元，EPS 分别为 1.91、2.31、2.78 元，当前股价对应 PE 分别为 10.0、8.3、6.9 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：关税政策变化、原材料价格大幅波动、新产能投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	41487	45648	49844	55749	62446
同比增长	12%	10%	9%	12%	12%
营业利润(百万元)	5378	7034	7462	9007	10813
同比增长	56%	31%	6%	21%	20%
归母净利润(百万元)	4789	6072	6443	7783	9349

强烈推荐（维持）

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：19.08 元

基础数据

总股本（百万股）	3369
已上市流通股（百万股）	3366
总市值（十亿元）	64.3
流通市值（十亿元）	64.2
每股净资产（MRQ）	9.2
ROE（TTM）	21.7
资产负债率	55.1%
主要股东	浙江卫星控股股份有限公司
主要股东持股比例	34.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	-1	19
相对表现	7	-8	-5

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《卫星化学（002648）—业绩同比大幅增长，高端新材料项目顺利推进》2025-04-25
- 2、《卫星化学（002648）—25Q1 业绩同比大幅增长，看好新项目带来成长性》2025-04-01
- 3、《卫星化学（002648）—24 年全年业绩表现亮眼，高端新材料项目助力长期成长》2025-03-26

周铮

S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

连莹

S1090524070001

✉ lianying@cmschina.com.cn

同比增长	56%	27%	6%	21%	20%
每股收益(元)	1.42	1.80	1.91	2.31	2.78
PE	13.4	10.6	10.0	8.3	6.9
PB	2.5	2.1	1.8	1.6	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 卫星化学：轻烃一体化龙头企业	5
1、 公司是国内 C2&C3 产业链龙头企业	5
2、 业绩保持高速增长	6
二、 国内乙烯消费量保持快速增长，公司成本优势突出	8
三、 丙烯酸及酯行业新增产能规划较少，供需格局有望向好	12
四、 布局高端新材料市场，加大海外布局	14

图表目录

图 1：营业收入及增速	7
图 2：归母净利润及增速	7
图 3：公司收入分产品情况	8
图 4：分产品毛利率情况	8
图 5：销售毛利率及净利率	8
图 6：销售、研发、财务、管理费用率	8
图 7：中国乙烯产能产量及开工率	9
图 8：乙烯表观消费量及增速	9
图 9：乙烯下游消费结构	9
图 10：聚乙烯产能产量及产能利用率	11
图 11：聚乙烯表观消费量及增速	11
图 12：丙烯酸产能产量及开工率	12
图 13：丙烯酸表观消费量及增速	12
图 14：丙烯酸丁酯产能产量及开工率	13
图 15：丙烯酸丁酯表观消费量及增速	13
图 16：卫星化学历史 PE Band	16
图 17：卫星化学历史 PB Band	16
表 1：公司主要产品产能情况	6
表 2：国内乙烯现有产能和新增产能情况	9

表 3: 国内丙烯酸现有产能及新增产能情况 (万吨/年)	13
表 4: 国内丙烯酸丁酯现有产能及新增产能情况 (万吨)	14

一、卫星化学：轻烃一体化龙头企业

1、公司是国内 C2&C3 产业链龙头企业

C2&C3 产业链龙头，产业链布局持续完善。卫星化学成立于 2005 年，于 2011 年在深交所上市，多年来不断向上下游发展打造产业链一体化格局，业务覆盖航空航天、轨道交通、建筑工程、汽车、新能源、半导体、家居、纺织、家庭护理等应用领域。公司成立之初，以丙烯酸及酯起家，2009 年公司吸收合并山特莱德，收购友联化工，将业务拓展至高分子乳液、有机颜料中间体和甲基丙烯酸行业。2012 年，公司收购聚龙石化，在产业链上游引入丙烷脱氢制丙烯（PDH）装置；2014 年随着 PDH 装置的顺利投产，公司 C3 领域产业链布局进一步完善。2017 年，公司设立连云港石化子公司，并于次年正式申报《连云港石化有限公司 320 万吨/年轻烃综合加工利用项目》，布局 C2 产业链；2021 年 5 月，连云港石化项目一期顺利投产，C2 产业链开始放量贡献业绩；2021 年 12 月，公司与连云港徐圩新区管委会签署《投资项目合作协议书》，拟投资新建绿色化学新材料产业园项目，布局高附加值新材料产品，向“以轻质化为核心打造低碳化学新材料科技公司”的目标进一步迈进。2022 年 8 月，连云港石化项目二期成功开车，C2 产业链产品体量进一步扩充。2023 年绿色新材料产业园项目一期顺利投产，公司产品矩阵进一步丰富完善；同年，公司公告投资 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，项目布局高端茂金属聚乙烯、 α -烯烃、POE、超高分子量聚乙烯等高端新材料。2024 年 7 月，公司新材料新能源一体化项目即 80 万吨多碳醇项目一阶段顺利开车，标志着公司成功实现 C3 产业链耦合闭环。

公司现有嘉兴、平湖、连云港三大生产基地。

（1）C3 产业链

公司现有丙烯产能 90 万吨/年、丙烯酸产能 84 万吨/年、丙烯酸酯产能 105 万吨/年、聚丙烯产能 45 万吨/年、双氧水产能 182 万吨/年、SAP 产能 15 万吨/年及高分子乳液产能 21 万吨/年，丁辛醇产能 80 万吨/年以及环氧丙烷产能 40 万吨/年。

在 C3 领域，公司现已建成国内最大，全球第二大的丙烯酸及酯产能。2024 年，公司平湖基地新材料新能源一体化项目（年产 80 万吨多碳醇项目）一次开车成功，打通丙烯下游高附加值利用，并与丙烯酸形成产业链闭环，进一步巩固卫星丙烯酸产业在市场的影响力。

（2）C2 产业链

在 C2 领域，公司现已建成完善的环氧乙烷下游化学品发展矩阵，形成 182 万吨乙二醇、50 万吨聚醚大单体与表面活性剂、20 万吨乙醇胺、15 万吨碳酸酯的产能规模，上述产品市场占有率稳步提升，其中乙醇胺、聚醚大单体实际产量分别位居全国第一、第二，市场占有率均超 20%，市场影响力进一步增强。80 万吨聚乙烯、40 万吨聚苯乙烯根据市场需求不断推出定制牌号，产品品质提升及产业链一体化优势使得公司竞争力进一步提升。公司聚乙烯出品性能稳定，杂

质含量低，已成为该型牌号的行业标杆；聚苯乙烯产品韧性、耐高温性能进一步增强，已进入家电领域大客户核心供应链；聚醚大单体使用领先工艺，产品适配性得到提升；乙醇胺凭借纯度高、杂质低的特性，在表面活性剂和气体净化领域获得广泛认可。

公司将继续扎实推进各基地新项目建设工作，进一步加快平湖基地与嘉兴基地新建丙烯酸产能的建设，为高吸水性树脂和高分子乳液升级扩能发展提供原料保障，促进轻烃综合利用高附加值产品的做精做深，实现上游产品向下游高端产品的拓展。

表 1：公司主要产品产能情况

	主要产品	现有产能（万吨/年）	新增产能（万吨/年）	预计投产时间
C3	丙烯	90		
	丙烯酸	84	20	预计 2025 年起陆续投产
	丙烯酸酯	105		
	聚丙烯	45		
	双氧水	182		
	SAP	15		
	高分子乳液	21	26	预计 2025 年投产
	EAA		4	预计 2025 年投产
	丁辛醇	80		
	新戊二醇		8	预计 2025 年投产
	环氧丙烷	40		
C2	乙烯	250		
	HDPE	80		
	环氧乙烷	219		
	乙二醇	182		
	聚醚大单体	50		
	苯乙烯	60		
	聚苯乙烯	40		
	乙醇胺	20		
	碳酸酯	15		
	α -烯烃	0.1		
	颜料中间体	2.1		

资料来源：公司公告、招商证券

公司是国内领先的轻烃产业链一体化生产企业，率先建立了自主可控的轻烃全球供应链，利用绿色工艺生产功能化学品、高分子新材料、新能源材料，推行二氧化碳与氢气综合利用，应用领域涵盖航空航天、汽车工业、电子半导体、医疗健康、营养护理、运动健身、建筑工程、环境治理等国计民生行业，是国家石化行业原料多元化发展的鼓励方向，是国家实现“双碳”目标的重要实施方案之一。

2、业绩保持高速增长

公司业绩保持快速增长。随着公司新项目的投产及成本优势的逐渐加强，公司营业收入和归母净利润总体呈持续增长态势。2024 年公司实现收入 456.48 亿元，同比增长 10.03%，归母净利润 60.72 亿元，同比增长 26.77%，扣非归母净利润 60.48 亿元，同比增长 29.45%；其中 24Q4 实现收入 133.73 亿元，同比增长

41.69%，归母净利润 23.79 亿元，同比增长 75.09%，环比增长 45.36%，扣非归母净利润 19.60 亿元，同比增长 48.96%，环比增长 5.70%。

2025H1 实现收入 234.60 亿元，同比增长 20.93%，归母净利润 27.44 亿元，同比增长 33.44%，扣非归母净利润 28.96 亿元，同比增长 29.61%；其中 2025Q2 实现收入 111.31 亿元，同比增长 5.05%，归母净利润 11.75 亿元，同比增长 13.72 亿元，环比下降 25.07%，扣非归母净利润 12.04 亿元，同比增长 2.77%，环比下降 28.85%。

图 1：营业收入及增速

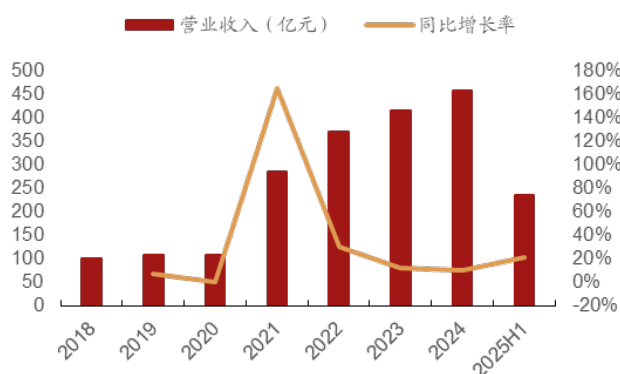
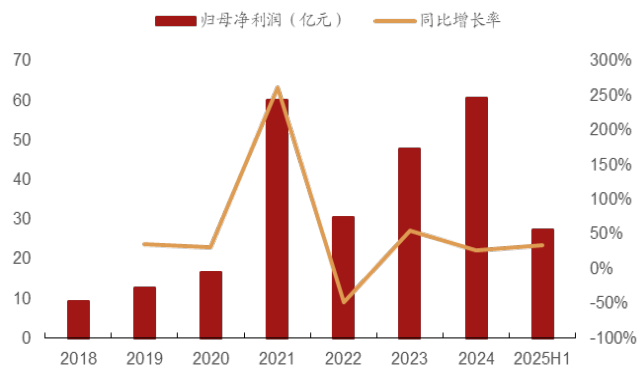


图 2：归母净利润及增速



资料来源：公司公告、招商证券

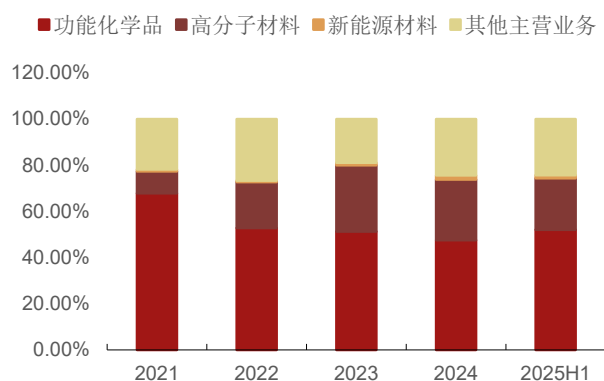
资料来源：公司公告、招商证券

功能化学品和高分子材料为主要收入来源。从营业收入构成看，丙烯酸及酯、乙二醇、环氧乙烷等功能化学品和高分子材料系列产品是公司主要的收入来源。

2024 年公司功能化学品板块实现收入 217.07 亿元，同比增长 1.96%，毛利率 20.35%，同比增长 4.78 pct；高分子新材料板块实现收入 119.87 亿元，同比增长 0.60%，毛利率 35.05%，同比增长 5.49 pct；新能源材料板块实现收入 8.40 亿元，同比增长 80.77%，毛利率 22.23%，同比降低 14.54 pct。公司持续完善产业链，优化产品结构，功能化学品板块和高分子新材料板块毛利率呈良好增长态势。

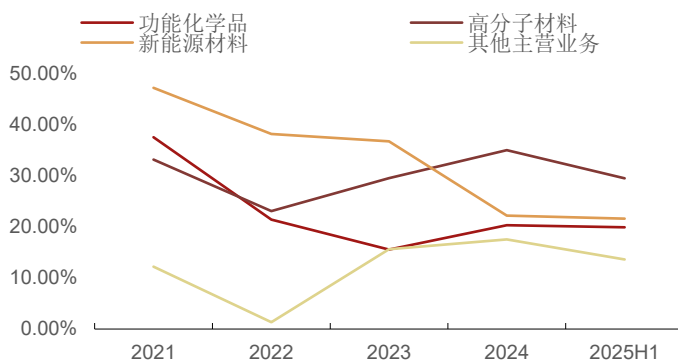
2025 年上半年，公司功能化学品板块实现收入 122.17 亿元，yoy +32.12%，毛利率 19.92%，yoy +2.64 pct；高分子新材料板块实现收入 52.45 亿元，yoy -4.43%，毛利率 29.54%，yoy +0.74 pct；新能源材料板块实现收入 3.04 亿元，yoy -14.93%，毛利率 21.63%，yoy +0.30 pct；其他业务实现收入 56.95 亿元，yoy +32.17%，毛利率 13.62%，yoy -5.78 pct。

图 3：公司收入分产品情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：分产品毛利率情况

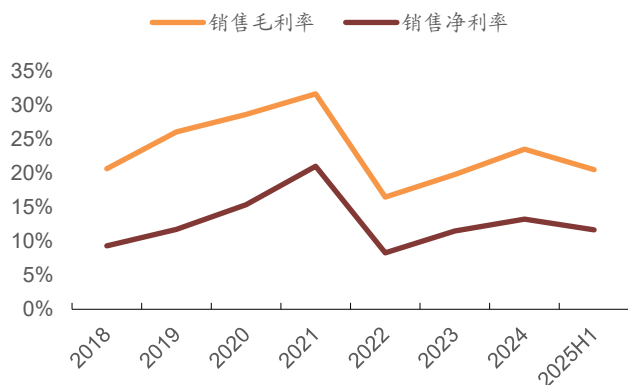


资料来源：公司公告、招商证券

公司销售毛利率和净利率持续修复。2023 年受益于公司产能释放、规模效应显现，以及原材料端乙烷价格回落，公司毛利率水平和净利率同比有所回升，分别达到 19.84% 和 11.53%；2024 年，公司毛利率和净利率水平分别达到 23.57%、13.28%。费用率方面总体保持稳定，2024 年公司销售费用率 0.28%，管理费用率 1.66%，研发费用率 3.84%，财务费用率为 2.24%。

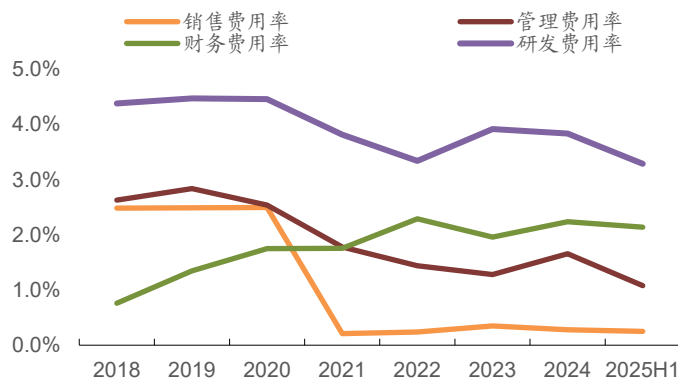
2025H1 公司销售毛利率为 20.56%，销售净利率为 11.69%；销售费用率 0.25%，管理费用率 1.08%，研发费用率 3.29%，财务费用率为 2.14%。

图 5：销售毛利率及净利率



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：销售、研发、财务、管理费用率



资料来源：公司公告、招商证券

二、国内乙烯消费量保持快速增长，公司成本优势突出

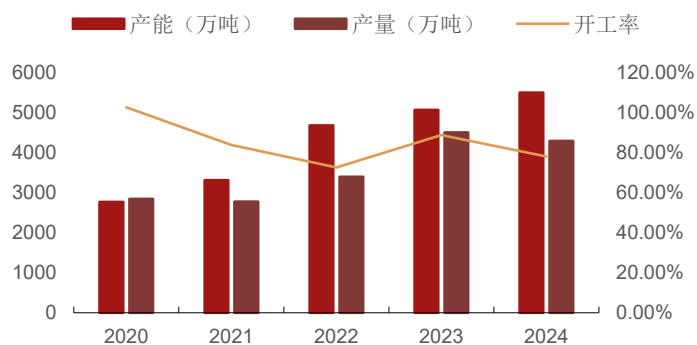
国内乙烯产能持续快速扩张。近年来国内乙烯产能持续扩张，据百川盈孚，2024 年中国乙烯产能 5499 万吨，产量为 4294 万吨，产能利用率为 78%。截至 2025 年 7 月，国内乙烯产能为 5829 万吨，产量为 2763 万吨。

国内乙烯表观消费量总体保持快速增长。2024 年中国乙烯表观消费量 4508.64 万吨，同比下降 4.05%，截至 2025 年 6 月，国内乙烯表观消费量为 2481.44 万

吨，同比增长 11%。近几年国内乙烯表观消费量总体保持增长态势，主要系终端行业需求的增长，下游行业扩能提速。

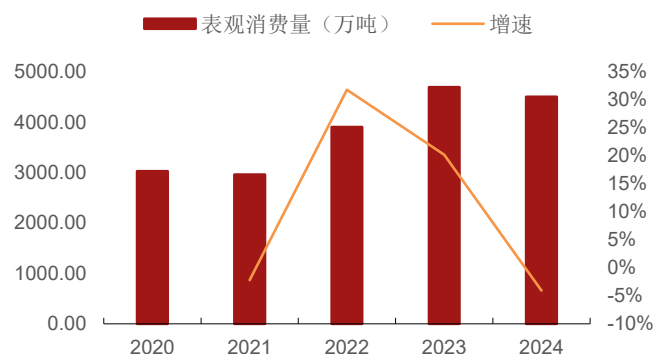
聚乙烯为乙烯下游消费主力。从乙烯下游来看，聚乙烯为乙烯下游消费主力，占比为 64%；其次是环氧乙烷，占比 10%；再者是苯乙烯和乙二醇，占比均为 9%。

图 7：中国乙烯产能产量及开工率



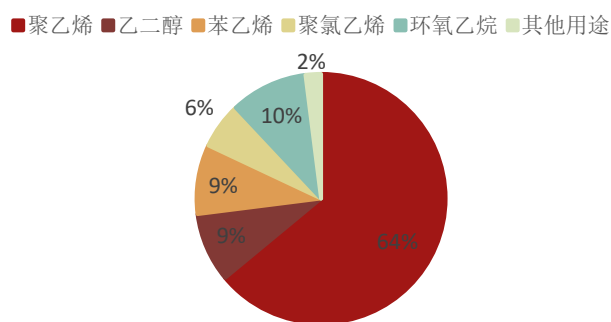
资料来源：百川盈孚、招商证券

图 8：乙烯表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 9：乙烯下游消费结构



资料来源：百川盈孚、招商证券

全球产能以轻质化原料为主，基于我国“富煤贫油少气”的能源结构，目前我国乙烯生产仍以石脑油等混合裂解为主，并发展了煤/甲醇制烯烃路线，乙烷裂解装置占比较少。基于美国乙烷供应充足，预计乙烷价格将维持低位，乙烷裂解路线具有明显成本优势。

据百川盈孚，目前国内规划了 1920 万吨乙烯产能，其中 960 万吨预计于 2025 年投产，760 万吨预计于 2026 年投产，200 万吨预计于 2027 年投产。

表 2：国内乙烯现有产能和新增产能情况

生产厂商	现有产能 (万吨/年)	新增产能 (万吨/年)		
		2025	2026	2027
中安联合	35			
燕山石化	80			
福建联合	110			
中化泉州	100			
福建古雷石化	80		150	
兰州石化	70			
茂名石化	100		100	
广州石化	20			
埃克森美孚(惠州)化工	160	160		

中海壳牌	220		
广东石化	120		
中科(广东)炼化	80		
海南炼化	100		
中原石化	36		
大庆石化	120		
武汉乙烯	30		
武汉石化	80		
吉林石化	85	120	
吉林康乃尔	12		
连云港石化	250		
盛虹石化	110		
常州富德	15		
泰兴新浦	65		
斯尔邦石化	30		
南京诚志	43.5		
扬子巴斯夫	75		
扬子石化	70		100
恒力石化	150		
抚顺石化	94		
辽阳石化	20		
北方华锦	45	165	
辽宁宝来	100		
国能包头煤化	30		
内蒙古宝丰	150		
内蒙古久泰	30		
中天合创	67		
内蒙中煤	30		
宝丰能源	110		
神华宁煤	50		
青海盐湖	17		
东明石化	45		
万华化学石化	220		
鲁西化工	15		
联泓新材料	17	30	
寿光鲁清石化	100		
海国龙油石化	40		
金诚石化	60		
恒通化工	12		
山东裕龙石化	150	150	
齐鲁石化	80		
蒲城清洁能源	30		
延安能源	45		
长庆石化	80		
神华榆林	30		
延长中煤	60		
中煤陕西	30		30
上海石化	84.5		
上海赛科	109		
四川石化	80		
中石化英力士	120		
渤化化工	30		
中沙天津	130		

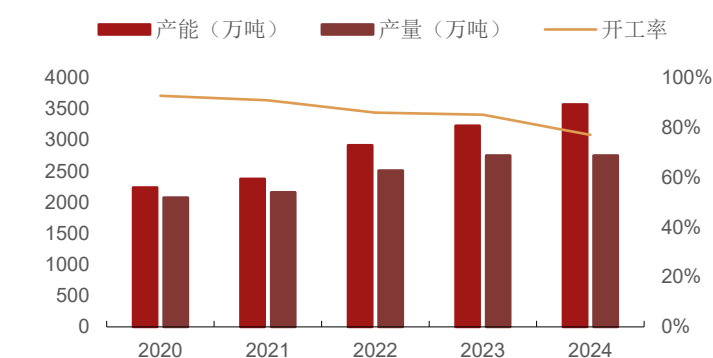
天津石化	20			
新疆塔石化	60			
独山子石化	122		120	
国能新疆	30			
浙江石化	420			
宁波华泰	15			
浙江兴兴新能源	30			
宁波富德	30			
三江化工	125			
镇海炼化	220	150		
青海大美		30		
广西石化		120		
中石化洛阳分公司		100		
巴斯夫		100		
神华包头			75	
山西焦煤飞虹化工			30	
中石化湖南石化				100
合计	5829	960	760	200

资料来源：百川盈孚、招商证券

近几年国内聚乙烯产能持续增长。聚乙烯是乙烯经聚合制得的一种热塑性树脂，具有优良的耐低温性能，化学稳定性好，能耐大多数酸碱的侵蚀，吸水性小，电绝缘性优良，广泛应用于薄膜、吹塑、注塑、管材和电线电缆等行业。近年来中国 PE 产能逐年增加，2024 年中国 PE 产能 3571 万吨，有效产能 3535.5 万吨，产量 2752.15 万吨，行业开工率 77%左右，表观消费量 4055 万吨，同比增长 1.04%。

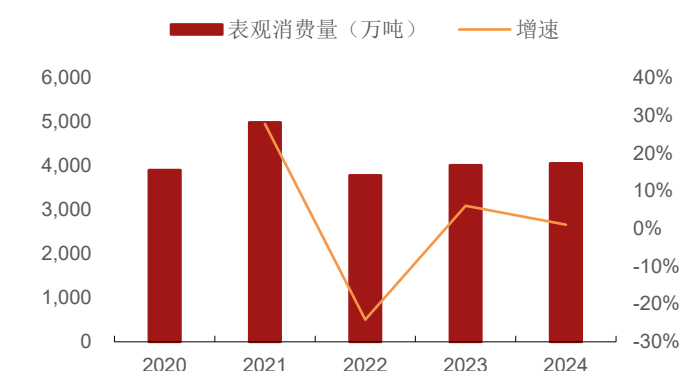
截至 2025 年 7 月，中国 PE 产能 3914 万吨，有效产能 3879 万吨，同比增长 9.61%，产量 1877.82 万吨；截至 2025 年 6 月，表观消费量 2246.23 万吨，同比增长 14%。

图 10：聚乙烯产能产量及产能利用率



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 11：聚乙烯表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

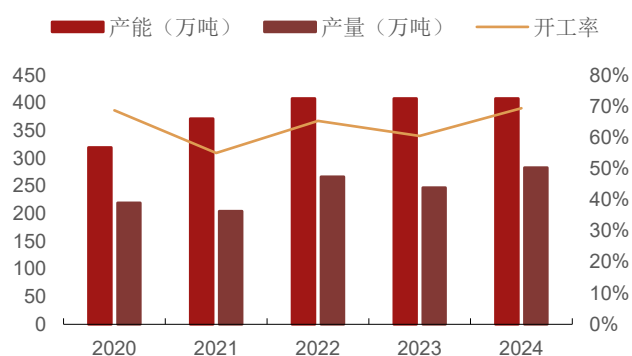
三、丙烯酸及酯行业新增产能规划较少，供需格局有望向好

丙烯酸及酯应用领域广泛。丙烯酸是由一个乙烯基和一个羧基组成的有机化合物，为重要的基础有机原料，主要用于生产丙烯酸酯，以及 SAP、特种丙烯酸酯、水处理剂、助洗剂等产品。丙烯酸酯是由丙烯酸与相应的醇酯化制得，目前应用最广泛的丙烯酸酯类单体主要包括丙烯酸丁酯、丙烯酸乙酯、丙烯酸异辛酯和丙烯酸甲酯，其中丙烯酸丁酯是丙烯酸酯中产量最大的品种。丙烯酸酯作为重要聚合单体，广泛应用于涂料、纺织、化纤、胶粘剂、皮革、洗涤、造纸、塑料、橡胶、医疗、油田化学等众多行业。

丙烯酸扩能节奏放缓。供给方面，据百川盈孚，2024 年国内丙烯酸产能 408 万吨，产量 283 万吨，同比增长 14.72%，行业产能利用率为 69.40%。截至 2025 年 7 月，丙烯酸产能增长至 440 万吨，产量为 182.36 万吨。

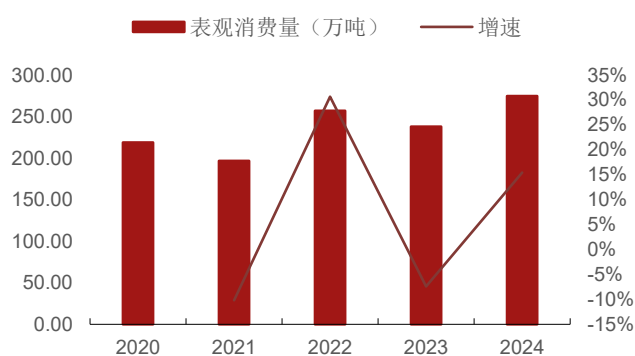
近年来丙烯酸需求总体保持增长态势。需求方面，近年来丙烯酸需求总体保持增长态势，2024 年表观消费量为 274.92 万吨，同比增长 15.47%，截止 2025 年 6 月表观消费量达 153.39 万吨。

图 12：丙烯酸产能产量及开工率



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 13：丙烯酸表观消费量及增速



资料来源：百川盈孚、招商证券

丙烯酸新增产能有限，供需格局有望向好。国内丙烯酸主要生产企业包括卫星化学、万华化学、上海华谊、江苏三木、台塑宁波、扬子巴斯夫等，其中卫星化学拥有丙烯酸产能 84 万吨/年，现有产能规模位居国内第一。未来行业新增产能比较有限，扬子巴斯夫计划 2025 年新增产能 38 万吨/年，恒力投资（大连）规划 10 万吨预计 2026 年底投产，揭阳巨正源规划 16 万吨预计 2027 年底投产，行业集中度将持续提高，龙头企业市场话语权不断加强。

在环保监管趋严、行业新增产能有限、旧装置生产负荷较低以及部分装置永久关停的背景下，行业新增产能有限，而需求总体保持增长态势，预计未来丙烯酸及酯行业供需格局将持续向好。

表 3: 国内丙烯酸现有产能及新增产能情况 (万吨/年)

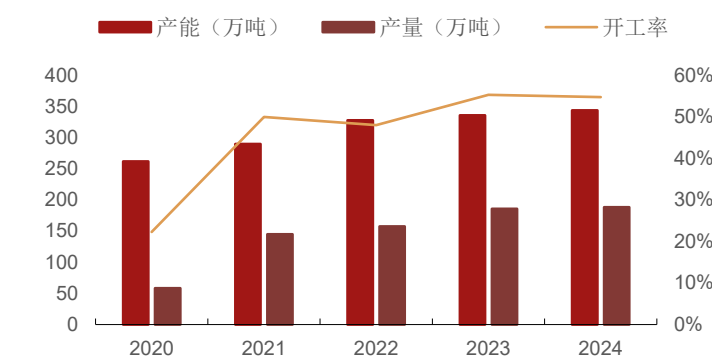
生产企业	现有产能	新增产能		
		2025	2026	2027
福建滨海化工	6			
兰州石化	8			
中海油惠州石化	14			
华谊钦州	40			
扬子巴斯夫	35	38		
泰兴晟科	48			
江苏三木	30			
沈阳蜡化丙烯酸	8			
山东宏信	8			
齐翔腾达	8			
山东诺尔	8			
山东恒正	6			
山东开泰	11			
烟台万华	62			
上海华谊新材料	32			
台塑宁波	32			
卫星化学	84			
恒力投资 (大连)			10	
揭阳巨正源				16
合计	440	38	10	16

资料来源: 百川盈孚、招商证券

丙烯酸酯方面, 丙烯酸丁酯产能保持相对稳定。据百川盈孚, 2024 年丙烯酸丁酯产能为 344 万吨, 产量 188 万吨, 开工率由 2021 年的 50.33% 上升至 2024 年的 54.79%; 截至 2025 年 7 月, 丙烯酸丁酯产能增加至 384 万吨, 产能增长有限, 产量 54.35 万吨, 行业供给整体保持稳定。

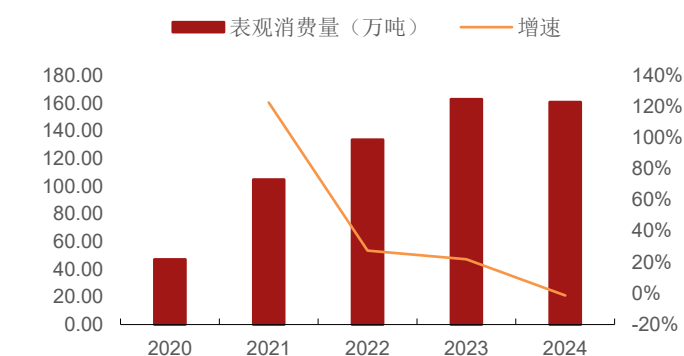
需求方面, 2024 年丙烯酸丁酯表观消费量 160.78 万吨, 较 2023 年略有下降, 截至 2025 年 6 月, 国内丙烯酸丁酯表观消费量为 97.96 万吨。

图 14: 丙烯酸丁酯产能产量及开工率



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 15: 丙烯酸丁酯表观消费量及增速



资料来源: 百川盈孚、招商证券

国内丙烯酸丁酯生产厂商主要有卫星化学、扬子巴斯夫、万华化学、台塑宁波、江苏三木等, 其中卫星化学现有产能为 78 万吨/年, 居首位。

表 4：国内丙烯酸丁酯现有产能及新增产能情况（万吨）

生产企业	现有产能	新增产能		
		2025	2026	2027
福建滨海化工	6.00			
兰州石化	8.00			
江门谦信	8.00			
中海油惠州石化	10.00			
华谊钦州	40.00			
扬子巴斯夫	20.00			
江苏三木	18.00			
南通万州	0.00			
泰兴晟科	18.00			
泰兴金江	10.00			
沈阳蜡化丙烯酸	8.00			
山东恒正	6.00			
烟台万华	76.00			
山东开泰	8.00			
齐翔腾达	6.00			
山东宏信	8.00			
上海华谊新材料	32.00			
卫星化学	78.00			
台塑宁波	24.00			
巴斯夫		38		
恒力投资（大连）			20	
万华化学			16	
揭阳巨正源				20
合计	384	38	36	20

资料来源：百川盈孚、招商证券

四、布局高端新材料市场，加大海外布局

近年来，行业“低端过剩，高端紧缺”的结构性问题愈发突出。据石化联合会统计，高端专用料自给率仍不足 60%，高端聚烯烃、聚烯烃弹性体、透析用膜材料等高端产品还长期依赖进口，部分技术制约着我国高端制造业、战略新兴产业和未来产业的发展，部分关键核心技术仍存在堵点或“卡脖子”问题。

在高端聚烯烃领域，茂金属聚乙烯(mPE)因其优异的拉伸强度、突出的耐穿刺性能以及卓越的加工性能，在高端薄膜材料市场占据重要地位。这一特性使其完美匹配当前包装行业向减量化（制品减薄）和功能集成化（单一包装膜）发展的主流趋势。POE 则因其优异的韧性和良好的加工性能，在光伏和汽车轻量化等领域得到广泛应用。此类高端产品下游市场广阔，产品单吨售价较普通聚乙烯牌号溢价 30%以上，具有良好的经济效益，但是目前国内仍高度依赖进口。随着人工智能进程加速与“双碳”目标推进，绿色数据中心建设已成为行业必然趋势。浸没式液冷技术凭借其节能环保、安全低耗等核心优势，展现出成为未来主流冷却技术的巨大潜力。目前，公司正着力研发基于碳氢化合物的浸没式液冷冷却液，以科技创新推动行业可持续发展。

上述高端聚乙烯材料有较好的经济效益，技术壁垒极高，高性能催化剂、聚合工艺、共聚单体等技术难点仍是阻碍高端聚烯烃材料国产化率提升的关键因素。公

公司已组建了高水平研发团队，提前布局突破“卡脖子”技术难题，加速工业化装置落地。公司将继续牢牢把握市场机遇，精准满足下游市场日益增长的多样化需求，充分发挥先发优势，推动高端聚烯烃材料的国产化进程。

催化剂作为化工行业的关键核心技术，被誉为“皇冠上的明珠”，是推动高端化学品及新材料生产的关键要素，其技术水平直接决定了产业发展的上限。在当前全球化工产业向高端化、绿色化转型的背景下，催化剂的创新突破已成为行业升级的重要驱动力。报告期内，公司高性能催化新材料项目正式落地，未来计划投入 30 亿元，依托企业技术优势，打造高性能催化剂产业化落地与高端新材料集群化发展的一体化产研平台。

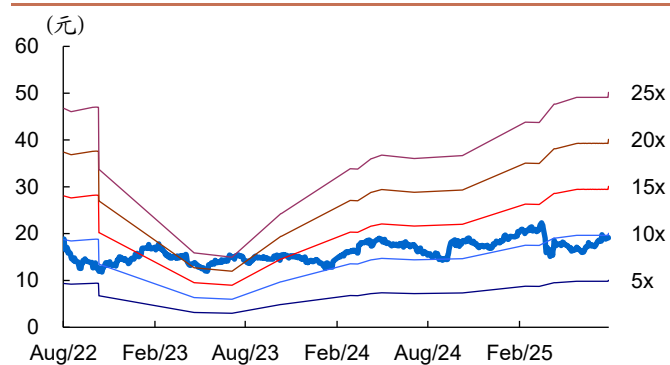
公司持续推进未来研发中心建设，加大引入国内外高端人才，构建世界一流的化学新材料科技公司研发体系。公司报告期内申请专利 122 件，获授权专利 57 件，研发费用达 7.73 亿元。公司将继续加大研发投入，突破关键核心技术，提高产业自主创新能力。通过建立创新平台、加强产学研合作等方式，推动科技成果转化和应用，提升产业技术水平，实现公司做大做强。

未来，公司将持续深化技术创新，加速推动高端化、绿色化产业升级。公司将以创新主导发展，发挥全球供应链的优势，聚焦催化剂、新能源材料、高分子新材料、功能化学品等关键战略材料和前沿新材料领域的科研与产业化，用科技创造我国化学新材料行业的美好未来，以新质生产力助推全球化工行业的高质量发展。

生产工艺优化，挖掘装置潜力，实现降本增效。公司持续通过“老产品新工艺”研发，实现提质增效。利用创新的低温冷量回收系统，每年可节省超 30 万吨标准煤，大幅降低碳排放。公司自主研发与创新的高吸水性树脂装置实现满负荷运行，实现打造民族品牌的初衷，成为国内外知名品牌的供应商；打破固有思维，优化丙烷脱氢制丙烯装置综合单耗，丙烯日产量创历史新高；丙烯酸及酯新装置持续优化，引领新工艺创新，运行周期创新高，成本行业领先，为装置长周期运行打下坚实的基础。

加大海外布局，深化国际合作，开拓全球市场。从市场报道了解，当前欧洲、东北亚烯烃行业因装置建成时间早、成本高企、需求乏力导致持续低迷。受多重因素影响，欧洲石化装置出现关停，多家企业关闭部分老旧装置，2024 年 4 月以来已有六家欧洲裂解装置关闭，欧洲乙烯总产能将削减约 430 万吨/年，约占欧洲乙烯产能 20%，为公司产品开拓国际市场创造了条件。公司成立海外业务板块，集中资源加速拓展海外市场。目前公司丙烯酸及酯、聚醚大单体、乙醇胺、高吸水性树脂出口量位居国内前列，已经与全球超过 160 个国家地区的客户建立合作关系，产品性能获得客户广泛认可，在全球建立起卫星品牌影响力，未来将继续致力于打造产品卓越，品牌卓越的优秀企业。

图 16: 卫星化学历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 17: 卫星化学历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12733	15499	14879	20885	28269
现金	6399	8507	7195	12415	18895
交易性投资	43	559	559	559	559
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	639	827	903	1010	1132
其它应收款	63	28	31	34	38
存货	4233	4398	4900	5425	6031
其他	1355	1179	1291	1442	1614
非流动资产	51849	52807	53691	54516	55281
长期股权投资	2471	2405	2405	2405	2405
固定资产	25258	26967	28490	29851	31065
无形资产商誉	1845	2376	2138	1924	1732
其他	22274	21059	20657	20336	20079
资产总计	64582	68305	68570	75401	83549
流动负债	11915	15372	10889	11883	13032
短期借款	1226	1411	0	0	0
应付账款	5670	5621	6264	6934	7709
预收账款	844	998	1113	1232	1369
其他	4174	7342	3512	3717	3953
长期负债	27174	22628	22628	22628	22628
长期借款	10839	7246	7246	7246	7246
其他	16335	15382	15382	15382	15382
负债合计	39089	38000	33517	34511	35660
股本	3369	3369	3369	3369	3369
资本公积金	4455	4488	4488	4488	4488
留存收益	17641	22429	27188	33038	40052
少数股东权益	28	19	8	(4)	(20)
归属于母公司所有者权益	25465	30286	35045	40895	47909
负债及权益合计	64582	68305	68570	75401	83549

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7996	10590	10244	11410	13025
净利润	4784	6062	6433	7770	9334
折旧摊销	2626	3000	3537	3597	3657
财务费用	992	1168	535	356	310
投资收益	14	86	(522)	(522)	(522)
营运资金变动	(506)	182	257	204	241
其它	87	93	4	4	5
投资活动现金流	(2044)	(2944)	(3901)	(3901)	(3901)
资本支出	(2406)	(3140)	(4423)	(4423)	(4423)
其他投资	362	196	522	522	522
筹资活动现金流	(5072)	(5401)	(7656)	(2289)	(2645)
借款变动	(4044)	(1984)	(5436)	0	0
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(503)	33	0	0	0
股利分配	(1348)	(1347)	(1684)	(1933)	(2335)
其他	823	(2103)	(535)	(356)	(310)
现金净增加额	881	2246	(1312)	5220	6480

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	41487	45648	49844	55749	62446
营业成本	33257	34891	38879	43041	47851
营业税金及附加	144	283	310	346	388
营业费用	145	128	140	157	175
管理费用	531	757	826	924	1035
研发费用	1626	1751	1912	2138	2395
财务费用	811	1025	535	356	310
资产减值损失	(10)	(302)	(302)	(302)	0
公允价值变动收益	187	266	266	266	266
其他收益	242	365	365	365	365
投资收益	(14)	(108)	(108)	(108)	(108)
营业利润	5378	7034	7462	9007	10813
营业外收入	11	38	38	38	38
营业外支出	20	53	53	53	53
利润总额	5368	7018	7446	8991	10797
所得税	584	956	1014	1221	1463
少数股东损益	(6)	(10)	(10)	(13)	(15)
归属于母公司净利润	4789	6072	6443	7783	9349

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	12%	10%	9%	12%	12%
营业利润	56%	31%	6%	21%	20%
归母净利润	56%	27%	6%	21%	20%
获利能力					
毛利率	19.8%	23.6%	22.0%	22.8%	23.4%
净利率	11.5%	13.3%	12.9%	14.0%	15.0%
ROE	20.6%	21.8%	19.7%	20.5%	21.1%
ROIC	14.9%	16.8%	16.2%	17.9%	18.7%
偿债能力					
资产负债率	60.5%	55.6%	48.9%	45.8%	42.7%
净负债比率	22.6%	18.6%	10.6%	9.6%	8.7%
流动比率	1.1	1.0	1.4	1.8	2.2
速动比率	0.7	0.7	0.9	1.3	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
存货周转率	8.2	8.1	8.4	8.3	8.4
应收账款周转率	63.1	62.2	57.6	58.3	58.3
应付账款周转率	5.9	6.2	6.5	6.5	6.5
每股资料(元)					
EPS	1.42	1.80	1.91	2.31	2.78
每股经营净现金	2.37	3.14	3.04	3.39	3.87
每股净资产	7.56	8.99	10.40	12.14	14.22
每股股利	0.40	0.50	0.57	0.69	0.83
估值比率					
PE	13.4	10.6	10.0	8.3	6.9
PB	2.5	2.1	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	10.7	8.4	7.9	7.0	6.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。