

卫星化学（002648.SZ）

优于大市

2025 年上半年归母净利润同比增长 33%，高端新材料成长可期

核心观点

2025 年上半年归母净利润同比增长 33.4%，业绩基本符合预期。公司 2025 年上半年实现营收 234.6 亿元（同比+20.9%），归母净利润 27.4 亿元（同比+33.4%），扣非归母净利润 29.0 亿元（同比+29.6%），经营活动净现金流 50.5 亿元（同比+138.9%）。公司 2025 年二季度实现营收 111.3 亿元（同比+5.1%，环比-9.7%），归母净利润 11.8 亿元（同比+13.9%，环比+25.1%），扣非归母净利润 12.0 亿元（同比+2.8%，环比-28.9%）；毛利率为 19.3%（同比-1.3pcts，环比-2.4pcts），净利率为 10.6%（同比+0.8pcts，环比-2.2pcts）。2025 年第二季度公司受到“对等关税”进口关税政策及美国乙烷出口限制影响，乙烷进口面临较大压力，公司积极制定应对方案，7 月 2 日美国正式取消乙烷出口的限制性许可要求，公司乙烷进口目前回归正常。

第三季度成本端价格下降价差走扩，公司 C2、C3 产业链盈利环比向好。分板块来看，公司 2025 年上半年功能化学品/高分子新材料/新能源材料/其他业务实现营业收入 122.2/52.4/3.0/56.9 亿元，同比+32.1%/-4.4%/-14.9%/+32.2%，毛利率分别为 19.9%/29.5%/21.6%/13.6%，分别同比+2.6/+0.7/+0.3/-5.8 pcts。C2 产业链方面，2025 年上半年美国乙烷均价为 25.9 美分/加仑（同比+33.6%），Q1/Q2/Q3 至今均价分别为 27.4/24.6/22.9 美分/加仑，Q3 至今乙烯-乙烷价差环比增加 5%。2025 年上半年国内丙烷 CFR 均价为 616.4 美元/吨（同比-1.5%），Q3 至今均价为 555.2 美元/吨（环比-8.7%），丙烷-丙烯价差环比增加 35%，下半年有望受益于成本端价格下降价差走扩。

新材料项目打开未来发展空间，高端新材料突破“卡脖子”技术。公司投资 257 亿元在连云港徐圩新区投资新建 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，项目一阶段目前已经全面开工建设，预计将于 2026 年投产。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， α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目向下游延伸布局高端聚烯烃、 α -烯烃、聚乙烯弹性体等产品，此外公司正着力研发基于碳氢化合物的浸没式液冷冷却液，长期成长可期。

风险提示：在建项目进度不达预期；行业需求复苏不达预期；主要产品价格下跌风险等。

投资建议：考虑到公司原料进口税费影响，以及下游需求复苏较弱，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 66.7/74.3/84.7 亿元（原值为 70.8/85.5/97.2 亿元），对应摊薄 EPS 为 1.98/2.21/2.51 元，当前股价对应 PE 为 9.5/8.5/7.5x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	41,487	45,648	50,017	54,919	60,465
(+/-%)	12.0%	10.0%	9.6%	9.8%	10.1%
净利润(百万元)	4789	6072	6673	7432	8470
(+/-%)	56.4%	26.8%	9.9%	11.4%	14.0%
每股收益(元)	1.42	1.80	1.98	2.21	2.51
EBIT Margin	13.9%	17.2%	15.9%	16.0%	16.2%
净资产收益率 (ROE)	18.8%	20.0%	19.1%	18.5%	18.4%
市盈率 (PE)	13.3	10.5	9.5	8.5	7.5
EV/EBITDA	12.7	9.6	9.1	7.9	7.1
市净率 (PB)	2.49	2.10	1.82	1.58	1.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.85 元
总市值/流通市值	63499/63458 百万元
52 周最高价/最低价	23.19/14.65 元
近 3 个月日均成交额	939.08 百万元

市场走势



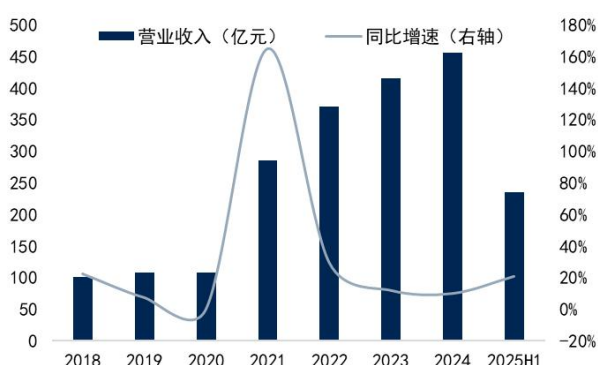
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《卫星化学（002648.SZ）-全年归母净利润同比增长 27%，轻烃新项目助力成长》——2025-03-26
- 《卫星化学（002648.SZ）-降低乙烷进口关税，推进轻烃路线绿色低碳发展》——2024-12-30
- 《卫星化学（002648.SZ）-第三季度扣非归母净利润同比增长 32%，看好公司长期成长》——2024-10-22
- 《卫星化学（002648.SZ）-年产 80 万吨多碳醇项目投产，完善碳产业链上下游一体化》——2024-07-16
- 《卫星化学（002648.SZ）2024 年一季报点评-归母净利润同比增长 46.6%，看好公司长期成长》——2024-04-23

2025 年上半年归母净利润同比增长 33.4%，业绩基本符合预期。公司 2025 年上半年实现营收 234.6 亿元（同比+20.9%），归母净利润 27.4 亿元（同比+33.4%），扣非归母净利润 29.0 亿元（同比+29.6%），经营活动净现金流 50.5 亿元（同比+138.9%）。公司 2025 年二季度实现营收 111.3 亿元（同比+5.1%，环比-9.7%），归母净利润 11.8 亿元（同比+13.9%，环比+25.1%），扣非归母净利润 12.0 亿元（同比+2.8%，环比-28.9%）；毛利率为 19.3%（同比-1.3pcts，环比-2.4pcts），净利率为 10.6%（同比+0.8pcts，环比-2.2pcts）。2025 年第二季度公司受到“对等关税”进口关税政策及美国乙烷出口限制影响，乙烷进口面临较大压力，公司积极制定应对方案，7 月 2 日美国正式取消乙烷出口的限制性许可要求，公司乙烷进口目前回归正常。

图1：卫星化学营业收入及增速



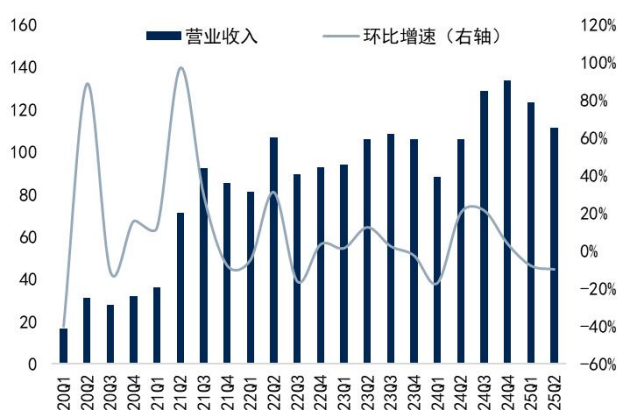
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：卫星化学归母净利润及增速



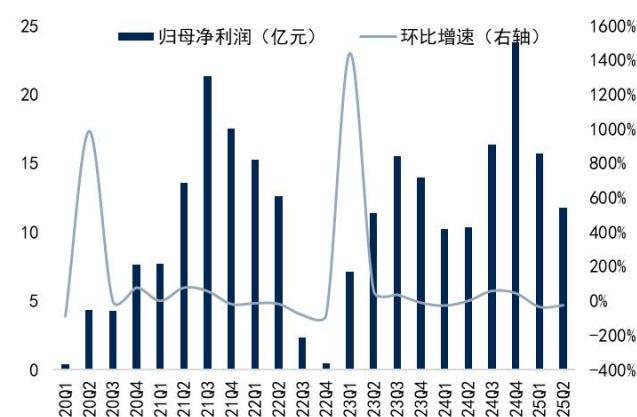
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：卫星化学单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：卫星化学单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

第三季度成本端价格下降价差走扩，公司 C2、C3 产业链盈利环比向好。分板块来看，公司 2025 年上半年功能化学品/高分子新材料/新能源材料/其他业务实现营收 122.2/52.4/3.0/56.9 亿元，同比+32.1%/-4.4%/-14.9%/+32.2%，毛利率分别为

19.9%/29.5%/21.6%/13.6%，分别同比+2.6/+0.7/+0.3/-5.8 pcts。C2 产业链方面，2025 年上半年美国乙烷均价为 25.9 美分/加仑（同比+33.6%），Q1/Q2/Q3 至今均价分别为 27.4/24.6/22.9 美分/加仑，Q3 至今乙烯-乙烷价差环比增加 5%。2025 年上半年国内丙烷 CFR 均价为 616.4 美元/吨（同比-1.5%），Q3 至今均价为 555.2 美元/吨（环比-8.7%），丙烷-丙烯价差环比增加 35%，下半年有望受益于成本端价格下降价差走扩。

新材料项目打开未来发展空间，高端新材料突破“卡脖子”技术。公司投资 257 亿元在连云港徐圩新区投资新建 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，项目一阶段目前已经全面开始建设，预计将于 2026 年投产。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， α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目向下游延伸布局高端聚烯烃、 α -烯烃、聚乙烯弹性体等产品，此外公司正着力研发基于碳氢化合物的浸没式液冷冷却液，长期成长可期。

投资建议：考虑到公司原料进口税费影响，以及下游需求复苏较弱，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 66.7/74.3/84.7 亿元（原值为 70.8/85.5/97.2 亿元），对应摊薄 EPS 为 1.98/2.21/2.51 元，当前股价对应 PE 为 9.5/8.5/7.5x，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	EPS			PE			PB
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2025E
600989.SH	宝丰能源	优于大市	15.48	0.86	1.62	1.87	19.5	9.5	8.3	2.6
002648.SZ	卫星化学	优于大市	19.08	1.80	1.98	2.51	10.4	9.5	8.5	2.0

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2025 年 8 月 12 日，各可比公司数据均来自 Wind 一致预期）

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6399	8507	5000	5788	8786	营业收入	41487	45648	50017	54919	60465
应收款项	703	855	1096	1204	1325	营业成本	33257	34891	39113	42946	47163
存货净额	4233	4398	4960	5419	5953	营业税金及附加	144	283	165	192	212
其他流动资产	1325	1579	2501	2746	3023	销售费用	145	128	150	165	181
流动资产合计	12733	15499	13718	15317	19248	管理费用	531	757	693	752	819
固定资产	28445	29790	35629	36981	37998	研发费用	1626	1751	1951	2087	2298
无形资产及其他	1801	2331	2338	2345	2352	财务费用	811	1025	559	487	339
投资性房地产	19132	18280	18280	18280	18280	投资收益	(14)	(108)	100	100	100
长期股权投资	2471	2405	2405	2405	2405	资产减值及公允价值变动	196	554	0	(52)	(52)
资产总计	64582	68305	72369	75327	80283	其他收入	(1403)	(1976)	(1951)	(2087)	(2298)
短期借款及交易性金融负债	3776	5436	3127	2000	2000	营业利润	5378	7034	7486	8338	9501
应付款项	5670	5621	5953	6503	7143	营业外净收支	(10)	(16)	0	0	0
其他流动负债	2468	4315	3696	4038	4436	利润总额	5368	7018	7486	8338	9501
流动负债合计	11915	15372	12775	12541	13580	所得税费用	584	956	823	917	1045
长期借款及应付债券	10839	7246	9246	7246	5246	少数股东损益	(6)	(10)	(11)	(12)	(13)
其他长期负债	16335	15382	15382	15382	15382	归属于母公司净利润	4789	6072	6673	7432	8470
长期负债合计	27174	22628	24628	22628	20628	现金流量表（百万元）					
负债合计	39089	38000	37403	35169	34208	净利润	4789	6072	6673	7432	8470
少数股东权益	28	19	9	(1)	(13)	资产减值准备	(4)	291	80	16	12
股东权益	25465	30286	34957	40159	46088	折旧摊销	2282	2761	3160	3673	4012
负债和股东权益总计	64582	68305	72369	75327	80283	公允价值变动损失	(196)	(554)	0	52	52
关键财务与估值指标						财务费用	811	1025	559	487	339
每股收益	1.42	1.80	1.98	2.21	2.51	营运资本变动	115	1406	(1919)	98	118
每股红利	0.16	0.52	0.59	0.66	0.75	其它	(1)	(298)	(89)	(27)	(24)
每股净资产	7.56	8.99	10.38	11.92	13.68	经营活动现金流	6986	9678	7904	11244	12639
ROIC	19%	21%	21%	21%	23%	资本开支	0	(4892)	(9100)	(5100)	(5100)
ROE	19%	20%	19%	19%	18%	其它投资现金流	(45)	(87)	0	0	0
毛利率	20%	24%	22%	22%	22%	投资活动现金流	(278)	(4913)	(9100)	(5100)	(5100)
EBIT Margin	14%	17%	16%	16%	16%	权益性融资	169	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	23%	22%	23%	23%	负债净变化	290	(3593)	2000	(2000)	(2000)
收入增长	12%	10%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(547)	(1763)	(2002)	(2230)	(2541)
净利润增长率	56%	27%	10%	11%	14%	其它融资现金流	(5496)	8056	(2310)	(1127)	0
资产负债率	61%	56%	52%	47%	43%	融资活动现金流	(5840)	(2657)	(2312)	(5356)	(4541)
息率	0.9%	2.8%	3.2%	3.5%	4.0%	现金净变动	867	2108	(3507)	788	2998
P/E	13.3	10.5	9.5	8.5	7.5	货币资金的期初余额	5532	6399	8507	5000	5788
P/B	2.5	2.1	1.8	1.6	1.4	货币资金的期末余额	6399	8507	5000	5788	8786
EV/EBITDA	12.7	9.6	9.1	7.9	7.1	企业自由现金流	0	6045	(788)	6481	7745
						权益自由现金流	0	10507	(1595)	2922	5443

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032