

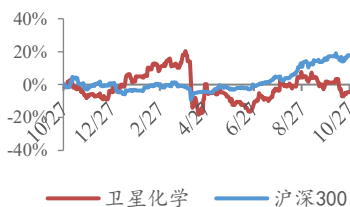
25Q3 扣非净利环比改善，新项目继续推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-27

收盘价（元）	18.24
近 12 个月最高/最低（元）	22.99/15.60
总股本（百万股）	3,369
流通股本（百万股）	3,366
流通股比例（%）	99.94
总市值（亿元）	614
流通市值（亿元）	614

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 检修影响利润，经营层面稳健
2025-08-14

2. 2024 年全年业绩大增， α -烯烃项目
加速推进 2025-03-25

3. 单季度业绩环比大增，丁辛醇项目
顺利投产 2024-10-22

主要观点：

● 事件描述

10 月 24 日晚，卫星化学发布 2025 年三季报，实现营业总收入 347.71 亿元，同比+7.73%；实现归母净利润 37.55 亿元，同比增长 1.69%；实现扣非净利润 42.38 亿元，同比增长 3.65%。其中，Q3 单季度实现营收 113.11 亿元，同比-12.15%/环比+1.61%；实现归母净利润 10.11 亿元，同比-38.21%/环比-13.95%；扣非归母净利润 13.42 亿元，同比-27.63%/+11.45%。

● C2 检修影响三季度业绩，扣非盈利环比改善

单季度盈利来看，归母净利润同比环比下滑，主要是由于白银租赁价格上涨导致的非经常性损益变动，扣非归母净利润环比实现增长。同时考虑到三季度有 2 套聚乙烯装置、1 套环氧乙烷/乙二醇装置及配套原料装置例行检修因素，检修时间 45 天，对产销量产生影响及导致相关费用计提，因此实际经营盈利环比改善明显。

25Q3，美国乙烷价格淡季继续下滑，丙烷价格小幅下跌。三季度乙烷均价 23.13 美分/加仑，较上季度 24.11 美分/加仑环比-4.05%，丙烷均价 4625.53 元/吨，环比-8.32%。Q3 主要产品价格分化，乙二醇/聚乙烯/丙烯酸/聚丙烯价格分别环比+0.95%/-1.74%/-8.82%/-3.45%。

● 新项目推进建设，看好远期成长性

2024 年半年报显示，公司 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目顺利开工建设，计划总投资约 266 亿元，公司将采用自主研发的高碳 α -烯烃技术，向下游延伸布局高端聚烯烃 170 万吨（含茂金属聚乙烯）、聚乙烯弹性体 60 万吨、聚 α -烯烃 3 万吨。2024 年 8 月 27 日，卫星化学发布公告，拟与 EPS 旗下公司签订 6 艘 ULEC 原料运输船舶租赁协议，由后者建造船舶并向公司提供乙烷原料运输服务，租约 15 年，船舶预计将在 2027 年内交付。此前在 2023 年 7 月 17 日公告中已披露拟与 SINOGAS 洽谈 6 艘 VLEC 原料运输船舶租赁协议，租约 15 年，租金总额 17 亿美元。该公告为公司保障三四期烯烃项目的第二批船舶运输协议的披露，两批共计 12 条乙烷运输船将为公司的三期四期项目提供充足的乙烷运力保障。

● 投资建议

由于非经常性损益以及年内检修，我们对业绩预期进行下修，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 55.56、84.84、105.75 亿元（原值 65.24、88.93、109.82 亿元），对应 PE 分别为 11.06、7.24、5.81 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

（1）新建项目建设进度不及预期；

(2) 原材料及产品价格大幅波动;

(3) 宏观经济下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	45648	51606	61042	69952
收入同比 (%)	10.0%	13.1%	18.3%	14.6%
归属母公司净利润	6072	5556	8484	10575
净利润同比 (%)	26.8%	-8.5%	52.7%	24.7%
毛利率 (%)	23.6%	19.2%	22.6%	23.9%
ROE (%)	20.0%	16.1%	20.3%	20.7%
每股收益 (元)	1.80	1.65	2.52	3.14
P/E	10.44	11.06	7.24	5.81
P/B	2.09	1.78	1.47	1.20
EV/EBITDA	6.40	5.77	3.98	2.96

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15499	16162	22904	32627	营业收入	45648	51606	61042	69952
现金	8507	7564	13030	21257	营业成本	34891	41713	47239	53214
应收账款	827	891	1034	1220	营业税金及附加	283	222	284	354
其他应收款	28	102	84	92	销售费用	128	149	187	205
预付账款	132	409	382	385	管理费用	757	756	896	1071
存货	4398	5266	5977	6719	财务费用	1025	726	621	549
其他流动资产	1607	1930	2397	2954	资产减值损失	-288	-96	-118	-157
非流动资产	52807	55908	56337	56284	公允价值变动收益	266	0	0	0
长期投资	2405	2513	2604	2649	投资净收益	-108	139	0	7
固定资产	26967	30166	32483	33810	营业利润	7034	6285	9642	12068
无形资产	2331	2776	3279	3772	营业外收入	38	20	23	27
其他非流动资产	21104	20453	17971	16053	营业外支出	53	29	34	39
资产总计	68305	72070	79241	88911	利润总额	7018	6276	9630	12056
流动负债	15372	16985	17731	19346	所得税	956	716	1153	1487
短期借款	1411	871	250	100	净利润	6062	5560	8478	10569
应付账款	5421	7137	7526	8617	少数股东损益	-10	4	-6	-6
其他流动负债	8540	8976	9955	10629	归属母公司净利润	6072	5556	8484	10575
非流动负债	22628	20568	19692	18355	EBITDA	12883	13660	18055	21005
长期借款	7246	4878	3694	2503	EPS (元)	1.80	1.65	2.52	3.14
其他非流动负债	15382	15690	15998	15851	主要财务比率				
负债合计	38000	37553	37423	37701	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	19	22	16	10	成长能力				
股本	3369	3369	3369	3369	营业收入	10.0%	13.1%	18.3%	14.6%
资本公积	4488	4488	4488	4488	营业利润	30.8%	-10.6%	53.4%	25.2%
留存收益	22429	26637	33944	43343	归属于母公司净利	26.8%	-8.5%	52.7%	24.7%
归属母公司股东权益	30286	34494	41801	51200	获利能力				
负债和股东权益	68305	72070	79241	88911	毛利率 (%)	23.6%	19.2%	22.6%	23.9%
现金流量表					净利率 (%)	13.3%	10.8%	13.9%	15.1%
单位:百万元					ROE (%)	20.0%	16.1%	20.3%	20.7%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	12.2%	10.0%	13.5%	14.7%
经营活动现金流	10590	13422	17446	20390	偿债能力				
净利润	6072	5556	8484	10575	资产负债率 (%)	55.6%	52.1%	47.2%	42.4%
折旧摊销	4725	6959	8061	8693	净负债比率 (%)	125.4%	108.8%	89.5%	73.6%
财务费用	1168	726	621	549	流动比率	1.01	0.95	1.29	1.69
投资损失	86	-139	0	-7	速动比率	0.71	0.62	0.93	1.32
营运资金变动	-1584	211	157	418	营运能力				
其他经营现金流	7780	5452	8449	10319	总资产周转率	0.67	0.72	0.77	0.79
投资活动现金流	-2944	-10292	-8885	-9150	应收账款周转率	55.19	57.94	59.06	57.35
资本支出	-3127	-9967	-8438	-8662	应付账款周转率	6.44	5.84	6.28	6.18
长期投资	-188	-370	-354	-391	每股指标 (元)				
其他投资现金流	371	46	-93	-98	每股收益	1.80	1.65	2.52	3.14
筹资活动现金流	-5401	-4073	-3095	-3013	每股经营现金流薄)	3.14	3.98	5.18	6.05
短期借款	185	-540	-621	-150	每股净资产	8.99	10.24	12.41	15.20
长期借款	-3593	-2368	-1184	-1191	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	10.44	11.06	7.24	5.81
资本公积增加	24	0	0	0	P/B	2.09	1.78	1.47	1.20
其他筹资现金流	-2016	-1165	-1290	-1672	EV/EBITDA	6.40	5.77	3.98	2.96
现金净增加额	2209	-943	5466	8227					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。