

002648.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 26.62

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	49.9	14.9	53.1	23.1
相对深圳成指	51.5	21.1	53.1	(4.7)

发行股数 (百万)	3,368.65
流通股 (百万)	3,366.48
总市值 (人民币 百万)	89,673.35
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,866.55
主要股东	
浙江卫星控股股份有限公司 (%)	34.6

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2026年3月26日收市价为标准

相关研究报告

《卫星化学》20250819
 《卫星化学》20250331
 《卫星化学》20240724

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

基础化工: 化学原料
证券分析师: 徐中良

(8621)20328526

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524050001

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

卫星化学

经营业绩凸显韧性, 轻烃一体化优势增强

2025年全年, 公司实现营业收入460.68亿元, 同比增加0.92%; 实现归母净利润53.11亿元, 同比减少12.54%; 实现扣非归母净利润62.92亿元, 同比增加4.02%。2025年四季度单季, 公司实现营业收入112.97亿元, 同比减少15.52%; 实现归母净利润15.56亿元, 同比减少34.61%; 扣非后归属母公司股东的净利润为20.54亿元, 同比增加4.80%。看好公司轻烃一体化工艺路线优势, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **财务指标优化, 分红政策稳健。**2025年公司毛利率为22.31%, 较上年下降1.25pct, 净利率为11.52%, 同比减少1.76个百分点。期间费用方面, 2025年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.28%/1.13%/3.59%/1.90%, 同比分别持平/-0.52pct/-0.24pct/-0.35pct。截至2025年末, 公司资产负债率为51.74%, 同比下降3.89pct。公司预计2025年现金分红总额为16.78亿元, 分红比例为35.70%。
- **石化行业竞争格局重塑, 轻烃路线优势增强。**全球石化行业正由过去以扩张为主的阶段, 逐步转向以整合、出清和结构优化为特征的新阶段, 行业供给重心正在向低成本、大型化、一体化区域进一步集中。2025年欧洲、日本、韩国等传统石化地区, 受能源成本高企、碳约束趋严、装置规模偏小、设备老旧以及需求恢复偏弱等多重因素影响, 加快推动裂解及基础化工资产的收缩与重整。全球乙烯原料多元化发展, 轻烃路线的重要性提升, 高油价和地缘扰动会快速抬升石脑油路线成本, 不同原料路线之间的成本差异、能耗差异和碳排差异被进一步放大, 公司是国内领先的乙烷裂解制乙烯企业, 竞争优势进一步增强。
- **产业链一体化水平持续加深, 国际化市场开拓取得进展。**2025年, 公司平湖基地年产8万吨新戊二醇装置, 嘉兴基地年产9万吨丙烯酸项目成功投产, 丙烯酸总产量实现“三年连增”, 同时公司加快年产16万吨高分子乳液、年产30万吨高吸水性树脂、年产20万吨精丙烯酸、年产26万吨芳烃联合装置等项目的建设, 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。销售方面, 公司丙烯酸及酯、聚酯大单体、乙醇胺、高吸水性树脂出口量位居国内前列, 与全球超过160个国家地区的客户建立合作关系。公司将海外市场视为增长“第二曲线”, 未来将继续深化海外渠道体系建设, 开拓海外增量市场。公司项目建设持续推进, 一体化优势不断巩固, 同时国际化水平不断提升, 发展空间广阔。

估值

- 公司一体化产业链优势突出, 轻烃工艺盈利能力提升, 调整盈利预测, 预计公司2026-2028年归母净利润分别为79.52亿元、93.55亿元、97.40亿元, 预计每股收益分别为2.36元、2.78元、2.89元, 对应的PE分别为11.3倍、9.6倍、9.2倍, 看好公司轻烃产业链一体化优势, 维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 海外天然气价格剧烈波动; 经济大幅下行; 政策风险导致生产受限或需求不及预期等, 在建项目投产进度不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	45,648	46,068	58,632	64,369	65,715
增长率(%)	10.0	0.9	27.3	9.8	2.1
EBITDA(人民币 百万)	12,261	12,776	15,021	17,119	18,048
归母净利润(人民币 百万)	6,072	5,311	7,952	9,355	9,740
增长率(%)	26.8	(12.5)	49.7	17.7	4.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.80	1.58	2.36	2.78	2.89
原预测归母净利润(人民币 百万)	/	/	7,827	9,328	/
调整幅度(%)	/	/	1.60	0.29	/
市盈率(倍)	14.8	16.9	11.3	9.6	9.2
市净率(倍)	3.0	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA(倍)	8.7	7.5	8.0	6.6	5.8
每股股息(人民币)	0.5	0.5	0.7	0.9	0.9
股息率(%)	2.7	2.8	2.8	3.3	3.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2025 年度财务报告摘要

(百万元)	2025 年	2024 年	同比增长 (%)
一、营业总收入	46,067.89	45,648.35	0.92
二、营业总成本	39,175.88	38,835.05	0.88
其中：营业成本	35,787.93	34,890.97	2.57
营业税金及附加	207.55	283.48	(26.79)
销售费用	128.02	128.15	(0.10)
管理费用	522.50	756.86	(30.96)
研发费用	1,655.95	1,751.01	(5.43)
财务费用	873.93	1,024.57	(14.70)
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	(727.69)	265.53	(374.06)
投资收益	(278.01)	(108.41)	(156.44)
资产处置收益	10.29	0.00	--
资产减值损失	(71.13)	(288.02)	75.30
信用减值损失	(10.62)	(13.82)	23.15
其他收益	270.40	365.10	(25.94)
四、营业利润	6,085.24	7,033.69	(13.48)
加：营业外收入	13.50	37.63	(64.12)
减：营业外支出	32.77	53.24	(38.44)
五、利润总额	6,065.96	7,018.08	(13.57)
减：所得税	760.62	956.12	(20.45)
六、净利润	5,305.34	6,061.96	(12.48)
减：少数股东损益	(5.35)	(9.88)	45.87

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2.公司 2025 年第四季度财务报告摘要

(百万元)	2025 年第四季度	2024 年第四季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	11,297.27	13,373.06	(15.52)
二、营业总成本	9,040.34	10,965.28	(17.55)
其中：营业成本	8,217.11	9,747.11	(15.70)
营业税金及附加	42.80	159.09	(73.09)
销售费用	40.68	37.66	8.01
管理费用	131.64	393.63	(66.56)
研发费用	412.20	458.00	(10.00)
财务费用	195.91	169.80	15.38
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	(73.26)	560.97	(113.06)
投资收益	(464.06)	(3.89)	(11,828.99)
资产处置收益	(0.08)	0.00	--
资产减值损失	(72.93)	(271.30)	73.12
信用减值损失	(4.65)	24.77	(118.77)
其他收益	66.90	82.06	(18.47)
四、营业利润	1,708.85	2,800.39	(38.98)
加：营业外收入	2.61	11.80	(77.89)
减：营业外支出	6.18	33.47	(81.53)
五、利润总额	1,705.28	2,778.72	(38.63)
减：所得税	154.52	404.30	(61.78)
六、净利润	1,550.76	2,374.42	(34.69)
减：少数股东损益	(4.90)	(4.67)	(4.86)
七、归属母公司净利润	1,555.65	2,379.09	(34.61)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	45,648	46,068	58,632	64,369	65,715
营业收入	45,648	46,068	58,632	64,369	65,715
营业成本	34,891	35,788	45,991	50,217	51,258
营业税金及附加	283	208	293	322	329
销售费用	128	128	170	193	197
管理费用	757	523	821	901	920
研发费用	1,751	1,656	1,876	1,738	1,709
财务费用	1,025	874	650	543	406
其他收益	365	270	300	300	300
资产减值损失	(288)	(71)	(100)	(80)	(80)
信用减值损失	(14)	(11)	(15)	(15)	(15)
资产处置收益	0	10	0	0	0
公允价值变动收益	266	(728)	0	0	0
投资收益	(108)	(278)	100	100	100
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	7,034	6,085	9,116	10,760	11,202
营业外收入	38	13	20	20	20
营业外支出	53	33	30	30	30
利润总额	7,018	6,066	9,106	10,750	11,192
所得税	956	761	1,138	1,376	1,433
净利润	6,062	5,305	7,967	9,374	9,759
少数股东损益	(10)	(5)	16	19	20
归母净利润	6,072	5,311	7,952	9,355	9,740
EBITDA	12,261	12,776	15,021	17,119	18,048
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.80	1.58	2.36	2.78	2.89

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	15,499	14,686	20,737	27,022	35,263
货币资金	8,507	7,460	12,811	18,882	26,606
应收账款	827	663	901	887	1,011
应收票据	0	0	0	0	0
存货	4,398	5,199	5,532	5,627	6,048
预付账款	132	295	293	349	363
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,634	1,068	1,201	1,276	1,235
非流动资产	52,807	54,879	53,733	52,913	52,025
长期投资	2,525	2,420	2,420	2,420	2,420
固定资产	26,967	25,396	24,077	22,474	21,536
无形资产	2,331	2,337	2,286	2,236	2,185
其他长期资产	20,984	24,726	24,950	25,783	25,884
资产合计	68,305	69,565	74,470	79,934	87,288
流动负债	15,372	15,983	16,242	15,890	16,628
短期借款	1,411	300	300	300	300
应付账款	5,421	4,997	6,500	6,891	6,778
其他流动负债	8,540	10,686	9,442	8,700	9,550
非流动负债	22,628	20,008	19,208	18,618	18,563
长期借款	7,246	3,700	3,700	3,000	3,000
其他长期负债	15,382	16,308	15,508	15,618	15,563
负债合计	38,000	35,991	35,450	34,508	35,191
股本	3,369	3,369	3,369	3,369	3,369
少数股东权益	19	20	36	54	74
归属母公司股东权益	30,286	33,554	38,984	45,372	52,022
负债和股东权益合计	68,305	69,565	74,470	79,934	87,288

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	6,062	5,305	7,967	9,374	9,759
折旧摊销	4,725	5,092	5,655	6,215	6,840
营运资金变动	705	2,222	(662)	(456)	166
其他	(901)	(3,013)	951	243	406
经营活动现金流	10,590	9,607	13,912	15,376	17,172
资本支出	(3,140)	(2,660)	(5,100)	(5,100)	(6,100)
投资变动	707	(995)	0	0	0
其他	(511)	(397)	100	100	100
投资活动现金流	(2,944)	(4,052)	(5,000)	(5,000)	(6,000)
银行借款	(3,409)	(4,656)	0	(700)	0
股权融资	(1,387)	(3,994)	(2,522)	(2,967)	(3,089)
其他	(605)	(517)	(1,039)	(639)	(358)
筹资活动现金流	(5,401)	(9,167)	(3,561)	(4,306)	(3,447)
净现金流	2,246	(3,612)	5,350	6,071	7,724

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	10.0	0.9	27.3	9.8	2.1
营业利润增长率(%)	30.8	(13.5)	49.8	18.0	4.1
归属于母公司净利润增长率(%)	26.8	(12.5)	49.7	17.7	4.1
息税前利润增长率(%)	30.5	2.0	21.9	16.4	2.8
息税折旧前利润增长率(%)	23.3	4.2	17.6	14.0	5.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	26.8	(12.5)	49.7	17.7	4.1
获利能力					
息税前利润率(%)	16.5	16.7	16.0	16.9	17.1
营业利润率(%)	15.4	13.2	15.5	16.7	17.0
毛利率(%)	23.6	22.3	21.6	22.0	22.0
归母净利润率(%)	13.3	11.5	13.6	14.5	14.8
ROE(%)	20.0	15.8	20.4	20.6	18.7
ROIC(%)	8.8	9.6	11.7	13.9	14.4
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
净负债权益比	0.6	0.5	0.3	0.1	(0.1)
流动比率	1.0	0.9	1.3	1.7	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	62.3	61.8	75.0	72.0	69.2
应付账款周转率	8.7	8.8	10.2	9.6	9.6
费用率					
销售费用率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
管理费用率(%)	1.7	1.1	1.4	1.4	1.4
研发费用率(%)	3.8	3.6	3.2	2.7	2.6
财务费用率(%)	2.2	1.9	1.1	0.8	0.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.8	1.6	2.4	2.8	2.9
每股经营现金流(最新摊薄)	3.1	2.9	4.1	4.6	5.1
每股净资产(最新摊薄)	9.0	10.0	11.6	13.5	15.4
每股股息	0.5	0.5	0.7	0.9	0.9
估值比率					
P/E(最新摊薄)	14.8	16.9	11.3	9.6	9.2
P/B(最新摊薄)	3.0	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	8.7	7.5	8.0	6.6	5.8
价格/现金流(倍)	8.5	9.3	6.4	5.8	5.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371