

卫星化学（002648.SZ）

扣非归母净利润同比增长 4%，高油价带来气头烯烃利润弹性

优于大市

核心观点

2025 年扣非归母净利润同比增长 4.0%，业绩符合预期。公司 2025 年实现营收 460.7 亿元（同比+0.9%），归母净利润 53.1 亿元（同比-12.5%），扣非归母净利润 62.9 元（同比+4.0%），毛利率为 22.3%（同比-1.3pcts），扣非净利率为 13.7%（同比+0.4pcts）。公司 2025 年单四季度实现营收 113.0 亿元（同比-15.5%，环比-0.1%），归母净利润 15.6 亿元（同比-34.6%，环比+53.8%），扣非归母净利润 20.5 亿元（同比+4.8%，环比+53.1%）。2025 年公司研发费用达 16.6 亿元，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。

公司乙烷成本优势凸显，2025 年烯烃价格、价差承压。公司是国内领先的轻烃产业链一体化生产龙头企业。分板块来看，功能化学品板块营收 258.7 亿元（同比+19.2%），毛利率为 24.8%（同比+4.5pcts）；高分子新材料板块营收 87.6 亿元（同比-26.9%），毛利率为 28.6%（同比-6.5pcts）；新能源材料板块营收 6.9 亿元（同比-17.8%），毛利率为 24.3%（同比+2.1pcts）。C2 产业链方面，2025 年美国乙烷均价为 25.6 美分/加仑（同比+34.7%），东北亚乙烯 CFR 均价 815 美元/吨（同比-7.4%）；C3 产业链方面，2025 年国内丙烷 CFR 均价为 593 美元/吨（同比-6.9%），丙烯均价为 6470 元/吨（同比-6.1%）。

海外产能退出，油-气价差扩大，公司有望充分受益。据公司年报，2024 年 4 月以来欧洲已有多家裂解装置关闭，乙烯总产能削减约 430 万吨/年，约占欧洲乙烯产能 20%；韩国和日本部分油头化工装置也在加快退出或整合。全球烯烃供需格局有望得到改善，景气度有望进入上行周期。近期，受中东地缘局势影响，年初至今乙烯价格上涨 95.0%，美国乙烷价格基本稳定，公司充分受益油-气价差扩大。未来随着公司 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目逐步落地，高端聚烯烃、 α -烯烃、聚乙烯弹性体等产品有望逐渐放量，同时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：考虑到油价上行，油-气价差扩大对公司产品利润的影响，上调 2026-2027 年归母净利润预测至 75.1/79.0 亿元（原值为 65.5/76.6 亿元），新增 2028 年归母净利润预测 85.8 亿元，对应摊薄 EPS 为 2.23/2.35/2.55 元，当前股价对应 PE 为 11.7/11.1/10.2x，维持“优于大市”评级。

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	26.02 元
总市值/流通市值	87652/87596 百万元
52 周最高价/最低价	30.00/15.54 元
近 3 个月日均成交额	1827.40 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）-检修影响第三季度利润，看好公司长期成长》——2025-10-26
- 《卫星化学（002648.SZ）-2025 年上半年归母净利润同比增长 33%，高端新材料成长可期》——2025-08-13
- 《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

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	45,648	46,068	49,314	56,065	62,818
(+/-%)	10.0%	0.9%	7.0%	13.7%	12.0%
净利润(百万元)	6072	5311	7512	7904	8582
(+/-%)	26.8%	-12.5%	41.4%	5.2%	8.6%
每股收益(元)	1.80	1.58	2.23	2.35	2.55
EBIT Margin	17.2%	16.9%	18.3%	16.9%	16.2%
净资产收益率(ROE)	20.0%	15.8%	19.4%	17.8%	17.0%
市盈率(PE)	14.4	16.5	11.7	11.1	10.2
EV/EBITDA	11.9	9.9	10.3	9.4	8.7
市净率(PB)	2.89	2.61	2.26	1.98	1.74

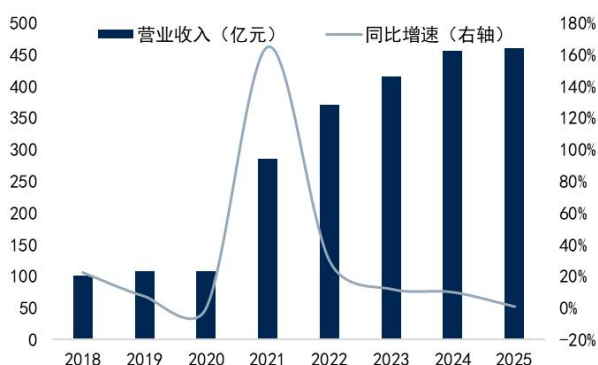
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2025 年扣非归母净利润同比增长 4.0%，业绩符合预期。公司 2025 年实现营收 460.7 亿元（同比+0.9%），归母净利润 53.1 亿元（同比-12.5%），扣非归母净利润 62.9 亿元（同比+4.0%），毛利率为 22.3%（同比-1.3pcts），扣非净利率为 13.7%（同比+0.4pcts）。公司 2025 年单四季度实现营收 113.0 亿元（同比-15.5%，环比-0.1%），归母净利润 15.6 亿元（同比-34.6%，环比+53.8%），扣非归母净利润 20.5 亿元（同比+4.8%，环比+53.1%）。2025 年公司研发费用达 16.6 亿元，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。

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



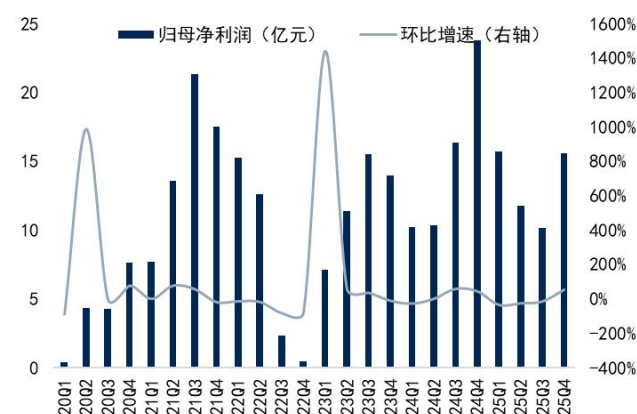
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

公司乙烷成本优势凸显，2025 年烯烃价格、价差承压。公司是国内领先的轻烃产业链一体化生产龙头企业。分板块来看，功能化学品板块营收 258.7 亿元（同比+19.2%），毛利率为 24.8%（同比+4.5pcts）；高分子新材料板块营收 87.6 亿元（同比-26.9%），毛利率为 28.6%（同比-6.5pcts）；新能源材料板块营收 6.9 亿元（同比-17.8%），毛利率为 24.3%（同比+2.1pcts）。C2 产业链方面，2025

年美国乙烷均价为 25.6 美分/加仑（同比+34.7%），东北亚乙烯 CFR 均价 815 美元/吨（同比-7.4%）；C3 产业链方面，2025 年国内丙烷 CFR 均价为 593 美元/吨（同比-6.9%），丙烯均价为 6470 元/吨（同比-6.1%）。

海外产能退出，油-气价差扩大，公司有望充分受益。据公司年报，2024 年 4 月以来欧洲已有多家裂解装置关闭，乙烯总产能削减约 430 万吨/年，约占欧洲乙烯产能 20%；韩国和日本部分油头化工装置也在加快退出或整合。全球烯烃供需格局有望得到改善，景气度有望进入上行周期。近期，受中东地缘局势影响，年初至今乙烯价格上涨 95.0%，美国乙烷价格基本稳定，公司充分受益油-气价差扩大。未来随着公司 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目逐步落地，高端聚烯烃、 α -烯烃、聚乙烯弹性体等产品有望逐渐放量，同时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：考虑到油价上行，油-气价差扩大对公司产品利润的影响，上调 2026-2027 年归母净利润预测至 75.1/79.0 亿元（原值为 65.5/76.6 亿元），新增 2028 年归母净利润预测 85.8 亿元，对应摊薄 EPS 为 2.23/2.35/2.55 元，当前股价对应 PE 为 11.7/11.1/10.2x，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EPS (元)	PE			PB		
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
600989.SH	宝丰能源	优于大市	31.36	1.55	2.01	2.18	12.7	15.6	14.4
002648.SZ	卫星化学	优于大市	26.02	1.58	2.23	2.35	11.2	11.7	11.1

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：数据截至 2026 年 3 月 24 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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	8507	7460	5581	7788	10810	营业收入	45648	46068	49314	56065	62818
应收款项	855	696	1081	1229	1377	营业成本	34891	35788	37144	43058	48747
存货净额	4398	5199	4722	5462	6198	营业税金及附加	283	208	247	280	314
其他流动资产	1579	1059	2466	2803	3141	销售费用	128	128	148	168	188
流动资产合计	15499	14686	14120	17552	21796	管理费用	757	523	833	934	1036
固定资产	29790	29381	35410	36936	38119	研发费用	1751	1656	1923	2130	2387
无形资产及其他	2331	2337	2344	2350	2357	财务费用	1025	874	393	418	292
投资性房地产	18280	20742	20742	20742	20742	投资收益	(108)	(278)	0	0	0
长期股权投资	2405	2420	2420	2420	2420	资产减值及公允价值变动	554	(657)	0	0	0
资产总计	68305	69565	75035	80000	85433	其他收入	(1976)	(1528)	(1923)	(2130)	(2387)
短期借款及交易性金融负债	5436	3945	5000	5000	5000	营业利润	7034	6085	8625	9076	9854
应付款项	5621	7090	5667	6554	7438	营业外净收支	(16)	(19)	0	0	0
其他流动负债	4315	4948	3536	4088	4638	利润总额	7018	6066	8625	9076	9854
流动负债合计	15372	15983	14202	15642	17076	所得税费用	956	761	1121	1180	1281
长期借款及应付债券	7246	3700	5700	3700	1700	少数股东损益	(10)	(5)	(8)	(8)	(9)
其他长期负债	15382	16308	16308	16308	16308	归属于母公司净利润	6072	5311	7512	7904	8582
长期负债合计	22628	20008	22008	20008	18008	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	38000	35991	36210	35650	35084	净利润	6072	5311	7512	7904	8582
少数股东权益	19	20	13	6	(2)	资产减值准备	291	(220)	27	6	4
股东权益	30286	33554	38812	44345	50352	折旧摊销	2761	4772	3013	3562	3906
负债和股东权益总计	68305	69565	75035	80000	85433	公允价值变动损失	(554)	657	0	0	0
						财务费用	1025	874	393	418	292
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	1406	213	(4099)	220	216
每股收益	1.80	1.58	2.23	2.35	2.55	其它	(298)	217	(34)	(13)	(12)
每股红利	0.52	0.57	0.67	0.70	0.76	经营活动现金流	9678	10949	6419	11679	12696
每股净资产	8.99	9.96	11.52	13.16	14.95	资本开支	0	(3426)	(9100)	(5100)	(5100)
ROIC	21%	21%	23%	22%	23%	其它投资现金流	(87)	(110)	0	0	0
ROE	20%	16%	19%	18%	17%	投资活动现金流	(21)	(3551)	(9100)	(5100)	(5100)
毛利率	24%	22%	25%	23%	22%	权益性融资	(37)	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	17%	18%	17%	16%	负债净变化	(3593)	(3546)	2000	(2000)	(2000)
EBITDA Margin	23%	27%	24%	23%	22%	支付股利、利息	(1763)	(1922)	(2253)	(2371)	(2574)
收入增长	10%	1%	7%	14%	12%	其它融资现金流	3201	2491	1055	0	0
净利润增长率	27%	-13%	41%	5%	9%	融资活动现金流	(7549)	(8445)	801	(4371)	(4574)
资产负债率	56%	52%	48%	45%	41%	现金净变动	2108	(1047)	(1880)	2207	3021
息率	2.0%	2.2%	2.6%	2.7%	2.9%	货币资金的期初余额	6399	8507	7460	5581	7788
P/E	14.4	16.5	11.7	11.1	10.2	货币资金的期末余额	8507	7460	5581	7788	10810
P/B	2.9	2.6	2.3	2.0	1.7	企业自由现金流	0	8351	(2339)	6942	7849
EV/EBITDA	11.9	9.9	10.3	9.4	8.7	权益自由现金流	0	7296	373	4578	5595

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