

卫星化学（002648.SZ）

公司首次评级

2026年10月26日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	24.9
总市值	838.79亿
PE-TTM	7.90
PB-MRQ	2.06

估值结果

	价值	954.12亿
DDM估值	上行空间	14%
	状态	合理估值
	价值	903.73亿
动态估值	上行空间	7.7%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是国内气化工行业龙头，原材料高度依赖美国乙烷，存在一定政治风险。

公司成长空间一般，主要系公司具备扩张能力，但是原材料对外依赖度极高，存在一定政治风险，扩张存在不确定性；公司盈利趋势稳定，主要系在国内反内卷以及大化工产能周期触底的情况下，行业盈利能力有望触底回升；公司产业格局一般，主要系在波特五力模型框架下，本行业竞争较为激烈，且公司对上游依赖度高；公司护城河较深，主要系公司具有乙烷资源优势以及气化工技术优势，成本优势显著，但是在中美贸易摩擦频发的情况下，护城河的持续性表现一般。

基于公司基本不扩张且资源优势衰退的假设，我们认为公司动态估值的估值状态为合理估值，DDM估值的估值状态为合理估值。

我们区别于市场的观点

市场观点：公司原材料高度依赖美国乙烷，存在较高政治风险。

我们的观点：美国乙烷的确给公司带来巨大的成本优势，但是公司的护城河并非只有原材料一项。公司是基础化工行业研发费用前三的企业，公司持续通过研发提高终端产品的附加值。即便未来公司上游原料供应受阻，公司仍有能力通过持续研发，以提高产品附加值的方式破局。因此我们认为公司具备长期投资价值。

风险提示

原材料的政治及地缘风险。公司主要工艺“乙烷裂解”高度依赖美国进口乙烷，地缘政治、贸易政策或航运中断均可能冲击原料供应。虽签有长约，但国际局势波动与港口接收设施瓶颈仍构成供应链脆弱性，极端情况下公司成本稳定性与生产连续性将受到巨大冲击。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 营销强度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

公司是国内轻烃一体化龙头，以乙烷裂解与丙烷脱氢（PDH）双路线为核心，构建“轻烃—烯烃—新材料”垂直产业链。公司率先打通美国乙烷进口通道，依托自建连云港接收站实现原料稳定供应，乙烷裂解制乙烯成本显著低于国内煤头与石脑油路线。产品覆盖聚乙烯、环氧乙烷、丙烯酸及下游高分子材料，广泛应用于包装、纺织、新能源等领域。战略上持续推进乙烯/丙烯产业链延伸，向电池化学品、可降解材料等高附加值领域拓展。虽原料对外依存构成供应链风险，但轻烃路线具备能耗低、碳排少的绿色优势，在化工行业低碳转型中占据先发位置。

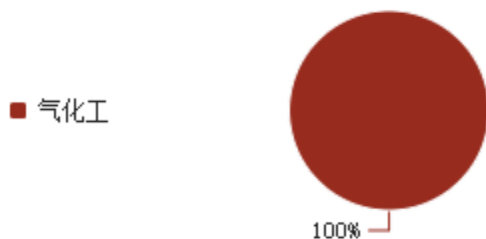
2. 业务介绍

对于卫星化学公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

气化工：

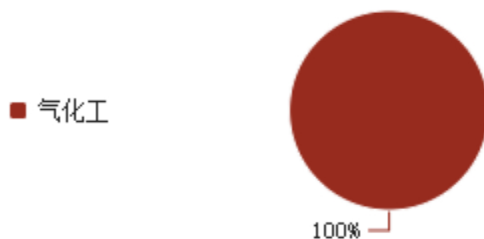
公司的气化工业务是以进口乙烷、丙烷为原料，通过裂解/脱氢制烯烃（乙烯/丙烯），乙烯/丙烯产业链在下文中分列为C2/C3业务。C2业务以美国进口乙烷为原料，经裂解制乙烯，再延伸至聚乙烯、环氧乙烷等；C3业务以丙烷脱氢（PDH）制丙烯，向下生产丙烯酸及酯。公司上游高度依赖海外轻烃资源，自建连云港乙烷接收站保障供应；下游覆盖包装、纺织、新能源材料等领域。生意核心是“海外低价原料+国内一体化加工”：乙烷裂解成本较煤头路线低更低，碳排放更少，具备绿色与成本双重优势。但原料对外依存构成供应链脆弱性，盈利受国际能源价差与下游周期双重影响。乙烷资源稀缺性高，国内仅少数企业掌握该资源；丙烷资源并不稀缺，PDH目前仍处于过剩状态。公司产品主要在国内销售，因此我们将公司的竞争市场界定于国内市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司呈现“重资产、高研发、低营销、原料外依”的商业模式，高资产与研发构筑技术与规模壁垒，低营销反映大宗品属性，但供应商集中度高带来供应链脆弱性。核心竞争力在于以海外低价轻烃获取成本优势，并向高附加值材料延伸，周期波动中依赖原料价差与下游景气共振兑现盈利。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

乙烷裂解与PDH装置投资巨大，公司配套接收站、储罐及下游延伸产线，属典型重资产模式。2025年公司固定资产254亿元，占总资产比例37%。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

公司聚焦轻烃高效转化与新材料开发，在 α -烯烃、POE、电池化学品等高端领域持续投入，技术路线向差异化、高附加值延伸。公司研发非仅工艺优化，更瞄准进口替代与绿色材料，支撑从产品大宗品向精细化工跃迁。2025年公司人均研发费用为34万元。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

乙烯、丙烯衍生物为标准化大宗品，下游采购基于价格与供应稳定性，品牌溢价有限。公司以直销、经销并行，营销费用率常年低位，竞争核心在成本与交付能力，非品牌塑造或渠道投入。2025年公司销售费用1.3亿元，销售费用率0.3%。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司乙烷高度依赖美国供应商，虽签有长约，但地缘政治、贸易政策或物流中断可能冲击原料连续性。丙烷来源相对多元，但轻烃整体对外依存度高，供应链韧性弱于资源自给型化工企业。2025年公司前五大供应商集中度为39%。

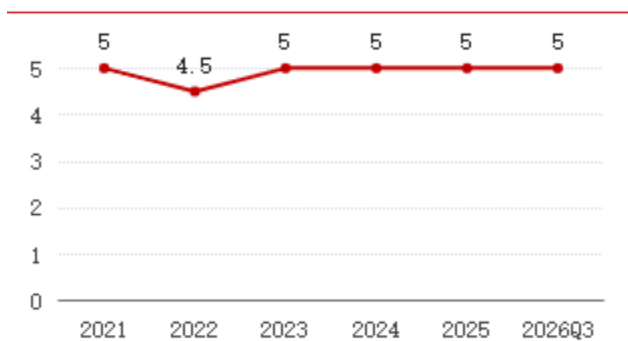
4. 历史经营绩效

近年公司呈现“盈利具韧性、成长显速度、现金流稳健、分红可持续”的特征：轻烃低成本优势支撑周期波动中的盈利底线，连云港基地投产驱动规模快速扩张，一体化运营保障业务控制力，稳定分红政策平衡扩张与股东回报。核心挑战在于原料对外依存带来的供应链脆弱性与周期价差波动，但公司凭借先发布局与产业链延伸，在国内轻烃化工赛道占据有利生态位。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



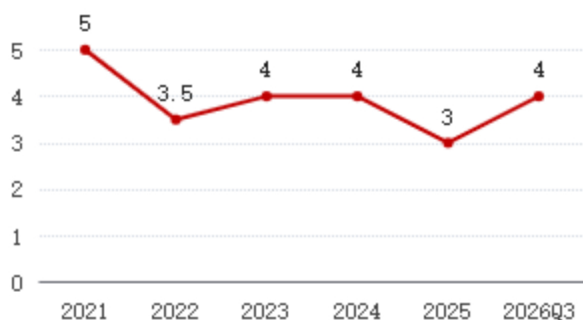
数据来源：公司财报，壹评级

公司依托乙烷裂解低成本优势，在轻烃价差有利时期实现显著盈利。虽2022年后乙烷价格随国际能源波动上行，价差收窄压制利润绝对值，但公司成本曲线仍居行业前列，在同行普遍承压时保持相对盈利韧性。轻烃路线能耗与碳排优势亦契合绿色政策导向，增强公司长期生存能力。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



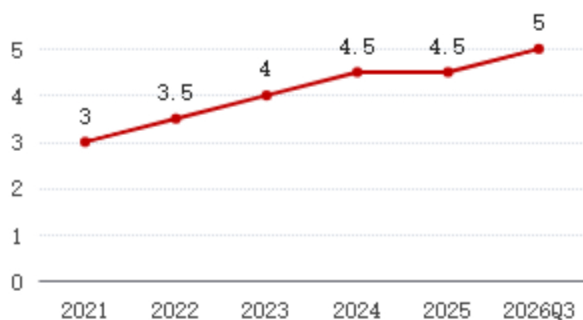
数据来源：公司财报，壹评级

公司连云港基地一二期项目陆续投产，C2/C3产能实现跨越式增长，聚乙烯、丙烯酸等产品规模跻身国内前列。公司同步向 α -烯烃、POE等高端材料延伸，产业链纵深拓展。虽扩张伴随资本开支高企，但实体产能与收入规模持续提升，成长质量在化工行业中表现突出。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



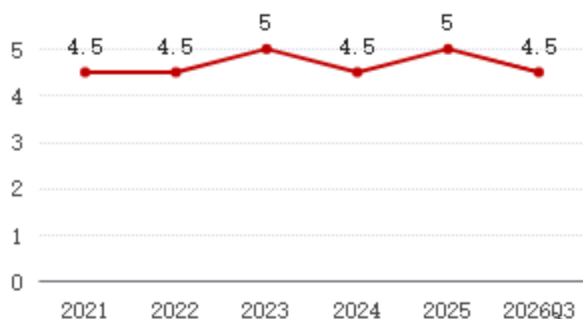
数据来源：公司财报，壹评级

公司轻烃裂解产品以大宗品为主，下游客户分散，销售回款及时；自建乙烷管道、码头、接收站以及租赁VLEC配套设施提升原料调度能力，降低断供风险。整体现金流与利润匹配度较好，对上下游可保持占款，近年公司经营性现金流/净利润大于160%，上下游净占款/营业总收入大于10%。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司维持稳定分红政策，2020 - 2024年累计现金分红超40亿元，股息支付率保持30%左右。虽扩张期资本开支加大制约分红绝对额增长，但公司持续现金回馈体现对股东重视。资本利得方面，近年公司股价震荡上行，对股东回报带来正面影响。

5. 四维评级

公司成长空间一般，主要系公司具备扩张能力，但是原材料对外依赖度极高，存在一定政治风险，扩张存在不确定性；公司盈利趋势稳定，主要系在国内反内卷以及大化工产能周期触底的情况下，行业盈利能力有望触底回升；公司产业格局一般，主要系在波特五力模型框架下，本行业竞争较为激烈，且公司对上游依赖度高；公司护城河较深，主要系公司具有乙烷资源优势以及气化工技术优势，成本优势显著，但是在中美贸易摩擦频发的情况下，护城河的持续性表现一般。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司采取“海外原料+国内加工”轻烃一体化战略，依托连云港基地持续扩产并向POE、电池化学品等高端材料延伸。但乙烷高度依赖美国进口，地缘政治、贸易政策或航运中断均可能制约原料连续性。公司虽推进绿氢、生物基等替代路线探索，但短期难以改变对外依存格局，扩张节奏受制于国际供应链稳定性，成长路径存在不确定性。

气化工(3星):

全球乙烷资源集中于北美，出口设施与航运通道构成天然壁垒，新进入者难以短期复制卫星的进口体系。但轻烃化工属资本与资源双密集型，原料供应安全已成为行业核心约束。在大国博弈与能源安全导向下，过度依赖单一海外来源的模式面临政策风险，公司虽具先发优势，但成长天花板受制于原料保障能力。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司依托乙烷裂解低成本优势，在行业周期底部仍具相对盈利韧性。战略上向POE、 α -烯烃等高端材料延伸，降低对大宗品价差的单一依赖。虽原料对外依存构成波动源，但轻烃路线能耗与碳排优势契合“反内卷”政策导向，高耗能、高排放产能受抑制，低成本绿色工艺获相对空间。公司凭借先发布局与一体化纵深，有望受益于供需再平衡。

气化工(3星):

国内大化工经历多年扩产后，政策明确抑制低效重复建设，部分高成本煤头、油头装置实质性退出，产能增速放缓。轻烃路线虽受乙烷进口价格波动影响，但相较国内煤化工显著成本与环保优势。在“双碳”约束与产能周期触底背景下，行业盈利中枢有望从底部缓慢修复。卫星作为成本曲线左端企业，将在价差修复过程中优先兑现盈利弹性，但修复斜率受制于国际能源价差与下游需求复苏节奏。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司以“海外乙烷+国内裂解”构建差异化路径，但高度依赖美国供应商，对上游议价能力受限。面对本行业的激烈竞争，公司通过自建接收站、签长约锁定原料，并向POE等高端材料延伸以提升附加值。公司在战略上试图以一体化与绿色工艺构筑壁垒，但原料对外依存度高使公司在供应商议价力维度处于弱势，易受到大国博弈的冲击。

气化工(2.5星):

气化工现有竞争激烈，煤头、油头与轻烃路线价差博弈频繁；潜在进入资源及环保政策壁垒制约，威胁低。下游客户分散削弱买方议价力，替代品威胁小。但上游乙烷资源集中于北美供应商，公司虽签长约仍难摆脱地缘政治与价格波动风险，供应商议价力强。格局呈现“高度竞争、高供应依赖”特征。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河源于率先打通美国乙烷进口通道并自建接收站，形成“海外资源+国内加工”一体化体系，乙烷裂解较油头、煤头路线成本优势可达1000元/吨。公司技术上掌握轻烃高效转化与产业链延伸能力，向POE等高端材料拓展。但护城河高度依赖跨境供应链稳定性，中美贸易摩擦、航运中断或政策突变均可能削弱原料保障，使成本优势面临结构性脆弱，持续性受外部环境制约。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
气化工	(4.5星) 公司是国内气化工行业龙头，因产品分散，预计公司国内市占率约5%。公司稳态期经壹评级调整后的ROIC为10%，具备一定超额收益。公司业务控制力强。	(3星) 公司该业务的护城河主要在于资源优势、技术优势，该优势持续性较强。全球乙烷资源集中于北美，出口设施与长约体系构成天然壁垒，新进入者难以短期复制。轻烃路线具能耗低、碳排少的绿色优势，在“双碳”政策下获相对空间。但原料对外依存度高使企业暴露于地缘政治风险，2025年中美摩擦期间已显现供应链扰动。行业护城河本质是“可被政策打断的效率优势”，非资源或技术独占。技术护城河则易受技术扩散影响，长期而言也存在衰退预期。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司所处行业周期性较强，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司动态估值的估值状态为合理估值，DDM估值的估值状态为合理估值。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为气化工，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：公司短期尚未推进大型项目扩张，仅维持小幅产能扩张，在高油价背景下，我们预计公司2027年收入可突破600亿元。远期而言，我们假设公司维持现有产能，同时在油价回落至中性水平下，我们预计公司收入维持在500亿元左右。

盈利能力假设：短期内受油价上涨，油气价差扩大影响，我们预计公司2027年毛利率可达27%。远期而言，我们假设行业没有过度扩张，公司超额盈利能力仅出现小幅下滑，因此我们预计公司远期毛利率可以维持在23%左右。

表2：公司整体业绩预测

卫星化学	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	414.9	456.5	460.7	592.0	619.1	575.1	539.3	531.8
归母净利润(亿)	47.9	60.7	53.1	106.9	110.5	98.3	84.4	85.1
归母净利润增速(%)	56.4	26.7	-12.5	101.2	3.4	-11.1	-14.1	0.8
经营性净利润(亿)	45.5	59.5	59.8	106.7	110.4	98.1	84.3	85.0
经营性净利润增速(%)	56.6	30.9	0.4	78.6	3.4	-11.1	-14.1	0.8
经营性归母净利润(亿)	45.5	59.6	59.8	106.8	110.5	98.2	84.4	85.1
经营性归母净利润增速(%)	57.5	31.0	0.4	78.6	3.4	-11.1	-14.1	0.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

气化工	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	414.9	456.5	460.7	592.0	619.1	575.1	539.3	531.8
收入增速(%)	12.0	10.0	0.9	28.5	4.6	-7.1	-6.2	-1.4
经营性净利润(亿)	45.5	59.5	59.8	106.7	110.4	98.1	84.3	85.0
经营性净利率(%)	11.0	13.0	13.0	18.0	17.8	17.1	15.6	16.0
经营性净利润增速(%)	56.6	30.9	0.4	78.6	3.4	-11.1	-14.1	0.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
气化工	-0.3%	中低-	一般	较强	8.5%	9.69	84.7
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
气化工(亿)	307.0	592.1	899.1	4.7	-	-	903.7
公司整体测算(亿)	307.0	592.1	899.1	4.7	-	-	903.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
气化工(亿)	658.4	291.1	949.5	4.7	-	-	954.1
公司整体测算(亿)	658.4	291.1	949.5	4.7	-	-	954.1

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：公司所处行业信息透明度一般，关键数据获取难度一般，跟踪难度一般；公司业务信息披露详细程度一般，公司与市场交流频率较高，交流充分度较高。业绩预测层面：公司业务周期性强，且持续受到中美摩擦的政治影响，因此预测准确度低。总体而言，公司估值确定性低。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。