

固本拓新 成长可期

——皇马科技（603181.SH）

基础化工/化学制品

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

特种表面活性剂龙头，具备独特的装备优势。皇马科技是目前国内生产规模较大、品种较全、科技含量较高的特种表面活性剂龙头引领企业之一，具有年产近 30 万吨特种表面活性剂生产能力，下游客户包括国内外知名精细化工企业。拥有国内先进的乙氧基化生产装置和氯化装置，以及多套不同规格的生产装置，满足多板块多品种高难度的生产质量控制和新产品研发需求，每年有百余只新产品投放市场。

精准卡位中间体原料业务，客户结构优异。特种表面活性剂在单个化工产品的加工生产中，虽然使用量较小，但性质有特殊要求，需要根据客户的生产需求及时调整产品，并且快速进行产品的研发和生产，生产企业需要具备多品种，多规格的特种表面活性专业化研发生产能力以维持竞争力。得益于对业务的精准卡位，公司成为国际巨头的原料供应商，和包括迈图、赢创、道康宁、科之杰系、西卡系、苏博系、阿科玛系、亚士兰、欧莱雅等不同领域的精细化工巨头建立了良好的业务关系，获得了自己的市场空间。

坚持“大品种调结构、功能性小品种创盈利”，业绩具备极强韧性以及成长属性。公司业务主要可分为大品种板块和小品种板块，毛利率较高的小品种板块产品持续增量，前三季度“小品种”板块营收 14.35 亿元，同比增长 11%，占比 83.43%，同比提升 10.33 pct，产品结构持续优化。2017-2021 年，公司营收复合增速 8.6%，净利润复合增速 32%。近年来，公司毛利率及净利率稳步增长，期间费用率保持较低水平，净利率增幅显著大于毛利率增幅，ROE 稳步提升。

“小品种”仍有较大的产量释放空间，将继续推动未来一段时间公司业绩增长。2018-2021 年小品种销量分别为 6.5/7.9/9.3/11 万吨，每年基本上保持约 1.5-2 万吨的销量增长。2021 年公司小品种产量达到了约 14 年 3 倍的水平，截至 2022 年三季度小品种产量同比增长 5.23%至 9.16 万吨，目前其规模已经可以保证规模效应以及原材料的稳定采购。未来拟建设年产 33 万吨高端功能新材料项目，奠定成长基础。公司与浙江省上虞经济开发区管理委员会签订《项目落户框架协议》，拟投资 30 亿元，该项目扩产以小品种特种聚醚及衍生产品为主，预计小品种系列产能将较目前有一倍以上增长。

“大品种”聚醚单体需求端预计回暖。大品种聚醚单体是合成聚羧酸系高性能减水剂的主要原材料，景气度与水泥高度相关，终端需求来源于基建和房地产等领域。2023 年基建投资高景气预计将持续，以及政策端预计带来地产链边际改善，实物需求释放有望推动水泥、减水剂等基础建材需求回暖。

投资建议：基于以上分析，我们预计公司 22-24 年营收为 23.68 亿元/28.1 亿元/34.1 亿元，同比增长 1.35%/18.86%/21.32%，归母净利润为 4.5 亿元/5.9 亿元/7.3 亿元，同比增长 0.19%/30.98%/23.67%，EPS 分别为 0.76、1、1.24，对应 PE 分别为 20.51、15.66、12.66。考虑到公司小品种板块业务较高的进入壁垒和良好的供需格局以及未来的成长性，我们认为可给予公司 2023 年 20 倍 PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新项目投产进度低于预期；原料价格大幅波动；

评级

增持（首次）

2023 年 02 月 15 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

周志鹏

研究助理

zhouzhipeng@shgsec.com

交易数据

时间 2023.2.14

总市值/流通市值（亿元）	92.13/92.13
总股本（万股）	58,870.0
资产负债率（%）	24.47
每股净资产（元）	4.27
收盘价（元）	15.65
一年内最低价/最高价（元）	18.48/12.11

公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,946.12	2,336.50	2,367.99	2,814.51	3,414.51
增长率 (%)	2.75%	20.06%	1.35%	18.86%	21.32%
归母净利润 (百万元)	320.26	448.40	449.24	588.40	727.65
增长率 (%)	25.02%	40.01%	0.19%	30.98%	23.67%
净资产收益率 (%)	17.27%	19.86%	16.71%	18.45%	19.11%
每股收益(元)	0.79	0.76	0.76	1.00	1.24
PE	19.81	20.59	20.51	15.66	12.66
PB	3.43	4.08	3.43	2.89	2.42

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 皇马科技：特种表面活性剂龙头	5
1.1 王伟松、马荣芬夫妇为实际控制人	6
1.2 财务分析：业绩具备极强韧性	7
2. 大品种：聚醚单体市场充分竞争 需求端预计回暖	9
2.1 大品种板块产品主要为聚醚单体 市场充分竞争	9
2.2 稳基建政策背景下 需求端预计回暖	11
3. 小品种：业务卡位精准 具备核心竞争优势	13
3.1 小品种板块产品主要为特种聚醚 属于非离子表面活性剂	13
3.2 精准卡位中间体原料 客户结构优异	19
4. 成本：环氧乙烷中长期供应充足 价格承压	20
5. 新增产能奠定公司未来成长	22
6. 盈利预测与投资建议	23
7. 风险提示	25

图表目录

图 1： 公司营业收入及增速（百万元、%）	7
图 2： 公司归母净利润及增速（百万元、%）	7
图 3： 公司小品种产品营收占比提升（%）	7
图 4： 公司各产品毛利率（%）	7
图 5： 公司各产品毛利润（亿元）	8
图 6： 公司各产品毛利占比（%）	8
图 7： 公司期间费用率保持较低水平（%）	8
图 8： 公司整体盈利能力稳步增长（%）	8
图 9： 公司 ROE 稳步提升（%）	8
图 10： 公司资本结构健康（%）	8
图 11： 国内聚羧酸减水剂单体行业产能利用率较低（万吨、%）	9
图 12： 聚羧酸减水剂单体与环氧乙烷价格对比（元/吨）	10
图 13： 国内上市公司减水剂聚醚单体业务毛利率（%）	10
图 14： 聚羧酸减水剂单体行业利润、毛利率（元/吨、%）	10
图 15： 国内聚羧酸减水剂单体产量与水泥产量对比（万吨）	11
图 16： 固定资产投资“三大项”同比增速（%）	11
图 17： 基建投资增速（%）	11
图 18： 房地产开发各环节指标（%）	12
图 19： 2015-2021 年国内表面活性剂产量及增速（%）	13
图 20： 2015-2021 年国内表面活性剂销量及增速（%）	13
图 21： 2021 年国内主要类型表面活性剂产量结构分布（%）	13
图 22： 2021 年国内主要类型表面活性剂销量结构分布（%）	13
图 23： 2021 年国内表面活性剂下游需求结构（%）	14
图 24： 2021 年国内非离子表面活性剂下游需求结构（%）	14
图 25： 国内非离子型表面活性剂进出口量（万吨）	14
图 26： 国内非离子型表面活性剂进出口均价（美元/吨）	14
图 27： 部分表面活性剂产业链情况	15
图 28： 公司有机硅板块主要产品	15

图 29: 国内聚氨酯需求量及增速 (万吨、%)	16
图 30: 国内聚氨酯需求结构 (%)	16
图 31: 装配式建筑渗透率 (%)	16
图 32: 新开工装配式建筑按结构形式分类 (%)	16
图 33: 国内布产量增速 (%)	17
图 34: 国内纱产量增速 (%)	17
图 35: 2015-2021 年中国涂料产量及增速 (万吨、%)	18
图 36: 2015-2021 年中国化学农药原药产量及增速 (万吨、%)	18
图 37: 公司国内及海外业务营收 (百万元)	19
图 38: 公司国内及海外业务营收占比 (%)	19
图 39: 2021 年公司主要原材料耗用量 (吨)	20
图 40: 2021 年公司产品单吨成本占比 (%)	20
图 41: 国内环氧乙烷产能及增速 (万吨、%)	20
图 42: 公司小品种板块产量占比持续提升 (吨、%)	22
图 43: 公司小品种板块产量及增速 (吨、%)	22
表 1: 公司目前产能情况	5
表 2: 公司产品分类及用途	5
表 3: 皇马科技股权结构	6
表 4: 2023-2024 年国内环氧乙烷新增产能 (万吨)	20
表 5: 公司主要产品经营预测 (亿元)	23
表 6: 可比公司估值	24
表 7: 公司盈利预测表	26

1. 皇马科技：特种表面活性剂龙头

浙江皇马科技股份有限公司成立于 2003 年，具有年产近 30 万吨特种表面活性剂生产能力，已形成新材料树脂、有机硅、农化助剂、润滑油及金属加工液、高端电子化学品、环保涂料及聚醚胺等十六大板块产品，并不断开发出新的细分领域的新产品。公司是目前国内生产规模较大、品种较全、科技含量较高的特种表面活性剂龙头引领企业之一，下游客户包括国内外知名精细化工企业。

形成独特的装备优势。公司拥有国内先进的乙氧基化生产装置和氯化装置，在国内率先引进外循环、喷雾式工艺技术，经过多年的生产积累，通过不断的装备升级改造，采用国内外先进过程控制仪表和控制系统，形成 DCS 控制、MES 生产管理、SIS 安全仪表系统与 ERP、SCM 供应链管理系统无缝对接，实现生产计划到生产制造执行的全流程管控。此外，公司拥有多套不同规格的生产装置满足不同应用领域的多种特种表面活性剂生产，并对各项装备进行了优化设计，以满足多板块多品种高难度的生产质量控制和新产品研发需求，每年有百余只新产品投放市场。

表1：公司目前产能情况

主要厂区或项目	产能（万吨/年）
杭州湾上虞经济技术开发区绿科安厂区	18.2
杭州湾上虞经济技术开发区皇马尚宜新材料厂区	10

资料来源：公司公告，申港证券研究所

表2：公司产品分类及用途

板块	主要产品	性能举例	应用领域
减水剂应用板块	异戊烯基聚醚、甲基烯丙基聚醚等	烯基聚醚—>聚羧酸母液—>高性能聚羧酸减水剂	可应用到大型基建、高层建筑等混凝土基础设施领域。
有机硅应用板块	烯丙醇聚醚、烷基封端烯丙醇聚醚、丁醇聚醚等	高分子聚醚—>硅氧烷封端树脂—>密封胶；烯丙醇聚醚/烯丙醇封端聚醚—>聚醚有机硅—>高档涂料/油墨；烯丙醇聚醚/烯丙醇封端聚醚—>匀泡剂—>聚氨酯泡沫；烯丙醇聚醚/烯丙醇封端聚醚—>亲水性硅油—>个人护理/化妆品；烯丙醇聚醚/烯丙醇封端聚醚—>有机硅增效剂—>农药	可应用于家居沙发、汽车内饰；家电、建筑、冷链物流保温发泡聚氨酯材料；高层建筑玻璃幕墙密封胶；太阳能电池板密封胶；日化护理产品等多个领域。
印染助剂应用板块	蓖麻油聚氧乙烯醚、脂肪族聚氧乙烯醚、烯丙基聚氧乙烯醚等	表面活性剂—>染整助剂—>功能性织物	可应用于各类纤维的前处理；纤维、纱线和织物的染色；以及用于染色印花后的后整理剂。
涂料应用板块	烯丙醇聚醚、多元醇聚醚等	多元醇聚醚/多芳基酚聚醚—>UV 固化稀释剂/光敏树脂—>特种油墨/涂层/粘结材料；表面活性剂/多芳基酚聚醚—>工业汽车涂料/建筑涂料	可应用于特种 UV 固化油墨、涂料和粘合剂；可应用于水性建筑、汽车、机床设备等工业涂料，设备防腐等特种涂料、低 VOC（零 VOC）水性木器漆、油墨等各种涂料油漆。
润滑油及金属加工液应用板块	合成酯、烷氧基聚氧乙醚、聚氧丙烯醚、山梨醇聚氧乙醚、脂肪酸聚氧乙醚等	合成酯/PAGs 聚醚—>高级合成润滑油；合成酯/聚醚/低泡表面活性剂—>工业特种清洗剂/半导体脆性材料和合金材料加工液	可应用于航空航天、高端汽车、船舶发动机油；抗燃和生物可降解的液压油等领域；可应用于电子材料、半导体材料、航空航天器、高铁等交通工具、各类金属清洗剂等。

板块	主要产品	性能举例	应用领域
农化助剂应用板块	烯丙醇聚醚、脂肪胺聚醚、脂肪醇聚醚等	表面活性剂—>农药剂型加工助剂—>农药	可应用于杀虫剂，除草剂，杀菌剂，种子处理剂，植物生长调节剂等多种环保型剂
纺丝油剂应用板块	锦纶帘子线油剂、涤纶单丝油剂等	表面活性剂—>功能性纺丝油剂—>特种纤维	可应用于锦纶工业帘子线、异型涤纶单丝、工业粘胶纤维，涤纶长丝，不同规格的丙纶复丝、变形丝等纤维。
复合新材料应用板块	油酸聚乙二醇酯、双酚A 聚醚	多芳基酚聚醚/表面活性剂—>浸润剂—>高性能复合材料	可应用于各类玻纤浸润剂。
水处理应用板块	脂肪酸聚氧乙烯酯、硬脂酸聚氧乙烯酯等	表面活性剂/聚醚—>水处理剂	可应用于各类污水及湖泊的净化处理，也可用于膜法水处理用膜清洗剂等。
个人护理应用板块	油醇聚氧乙烯醚、脂肪醇聚氧乙烯醚	表面活性剂—>个人护理/化妆品/高级香水	可应用于洗发护发、洗浴护肤、面部、口腔、彩妆类个人护理品，美容美发高端化妆品和高级香精香料。

资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

1.1 王伟松、马荣芬夫妇为实际控制人

截至 2022 年三季报，公司控股股东和实际控制人为王伟松、马荣芬夫妇。下设全资子公司包括浙江皇马尚宜新材料有限公司、浙江绿科安化学有限公司、浙江皇马特种表面活性剂研究院有限公司、浙江皇马化工贸易有限公司、上海马蹄金化工贸易有限公司、绍兴市上虞区高福盛贸易有限公司、绍兴市上虞区皇马盛勤企业服务有限公司、绍兴中科亚安新材料有限公司、浙江皇马开眉客高分子新材料有限公司。

适时回购彰显信心。2022 年 4 月，公司发布关于增加回购股份金额公告，回购金额调整至 6500 万元-13000 万元，较前期方案翻倍。2022 年 12 月，公司再次调整方案，将回购金额调整至 13000 万元-26000 万元。根据公司公告，2022 年全年，公司累计回购股票 1080 万股，斥资 1.58 亿元，平均价格约 14.63 元/股，回购股份拟用于后续员工持股计划。

表3：皇马科技股权结构

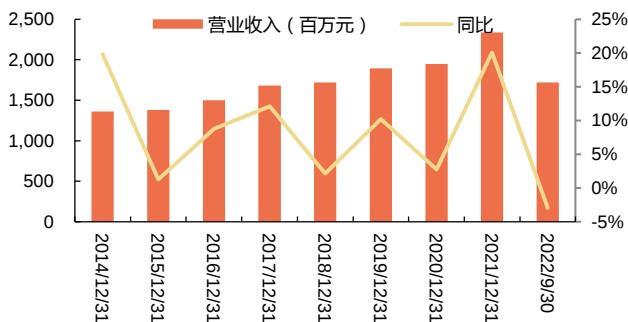
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	王伟松	114,796,500	19.5
2	浙江皇马控股集团有限公司	58,870,000	10
3	绍兴世荣宝盛投资管理合伙企业(有限合伙)	44,152,500	7.5
4	睿远成长价值混合型证券投资基金	29,165,379	4.95
5	绍兴多银多投资管理合伙企业(有限合伙)	25,070,000	4.26
6	马荣芬	20,604,500	3.5
7	诺安先锋混合型证券投资基金	19,042,012	3.23
8	王新荣	16,505,500	2.8
9	马夏坤	16,505,500	2.8
10	富国天惠精选成长混合型证券投资基金(LOF)	16,405,572	2.79
	合 计	361,117,463	61.33

资料来源：wind，申港证券研究所

1.2 财务分析：业绩具备极强韧性

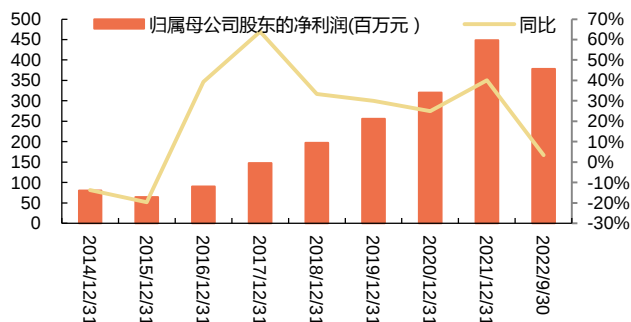
公司业绩具备极强的韧性。2017-2021 年，公司营收复合增速 8.6%，净利润复合增速 32%。2022 年前三季度，公司实现营业收入 17.21 亿元，同比下降 2.92%；归母净利润 3.79 亿元，同比增长 3.5%。

图1：公司营业收入及增速（百万元、%）



资料来源：wind，申港证券研究所

图2：公司归母净利润及增速（百万元、%）

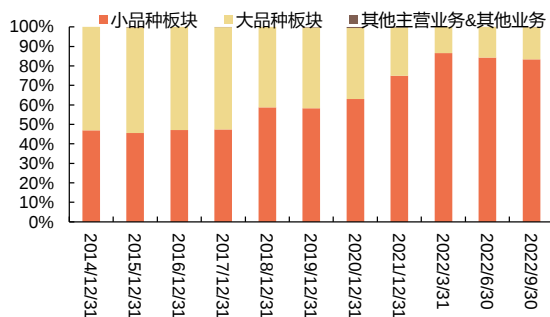


资料来源：wind，申港证券研究所

坚持“大品种调结构、功能性小品种创盈利”的经营策略。

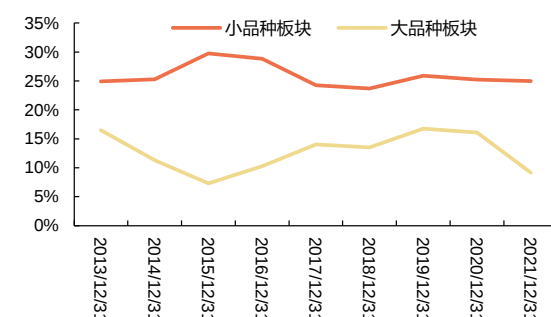
- 公司业务主要可分为大品种板块和小品种板块：小品种特种表面活性剂定制化程度较高，具备高附加值，毛利率保持在较高水平；大品种减水剂应用板块主要产品为聚醚单体，市场竞争充分，且受环氧乙烷等原材料价格波动的影响较大，毛利率水平相对较低。
- 产品结构持续优化：2022 年公司毛利率较高的小品种板块产品持续增量，前三季度“小品种”板块营收 14.35 亿元，同比增长 11%，占比 83.4%，同比提升 10.5pct。

图3：公司小品种产品营收占比提升 (%)



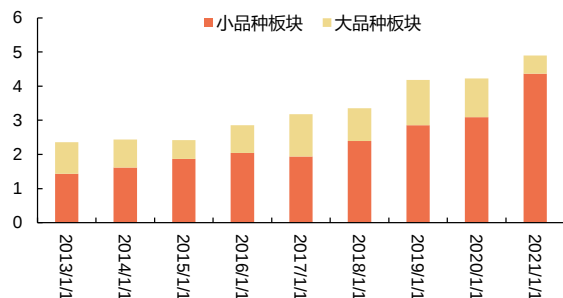
资料来源：wind，申港证券研究所

图4：公司各产品毛利率 (%)



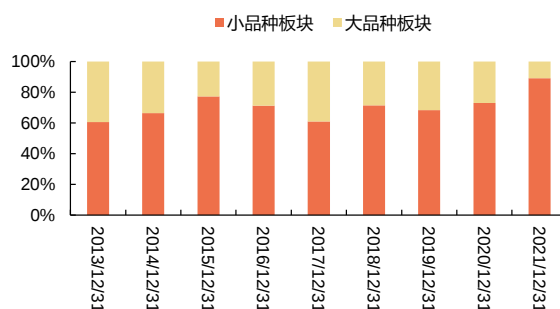
资料来源：wind，申港证券研究所

图5: 公司各产品毛利润 (亿元)



资料来源: wind, 申港证券研究所

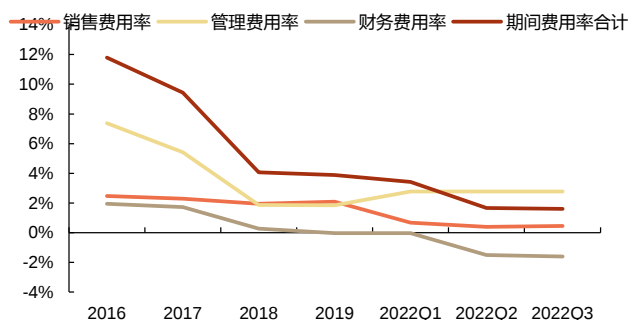
图6: 公司各产品毛利占比 (%)



资料来源: wind, 申港证券研究所

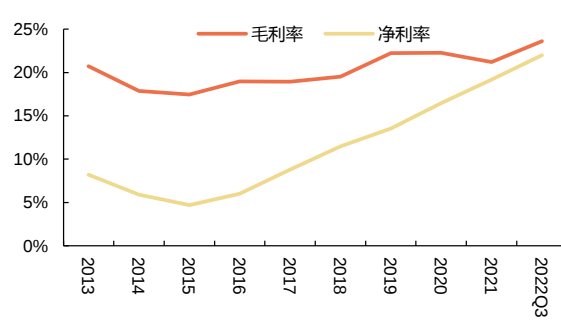
资产负债率较低, ROE 稳步提升。2017 年以来公司资产负债率始终维持在较低水平, 现金流充裕且稳定, 财务费用压力小。公司期间费用率整体保持较低水平, 受益于收入体量的增长, 公司销售费用率也稳步下降。近年来, 随着产品结构持续优化, 公司毛利率及净利率稳步增长, 且净利率增幅显著大于毛利率增幅, 在杠杆比例较低的情况下, ROE 水平稳步提升。

图7: 公司期间费用率保持较低水平 (%)



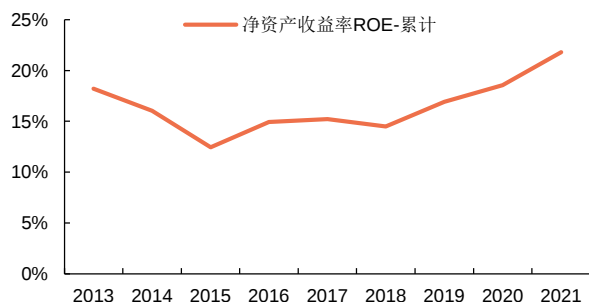
资料来源: wind, 申港证券研究所

图8: 公司整体盈利能力稳步增长 (%)



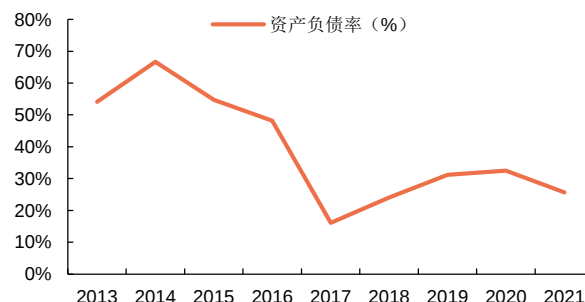
资料来源: wind, 申港证券研究所

图9: 公司 ROE 稳步提升 (%)



资料来源: wind, 申港证券研究所

图10: 公司资本结构健康 (%)



资料来源: wind, 申港证券研究所

2. 大品种：聚醚单体市场充分竞争 需求端预计回暖

2.1 大品种板块产品主要为聚醚单体 市场充分竞争

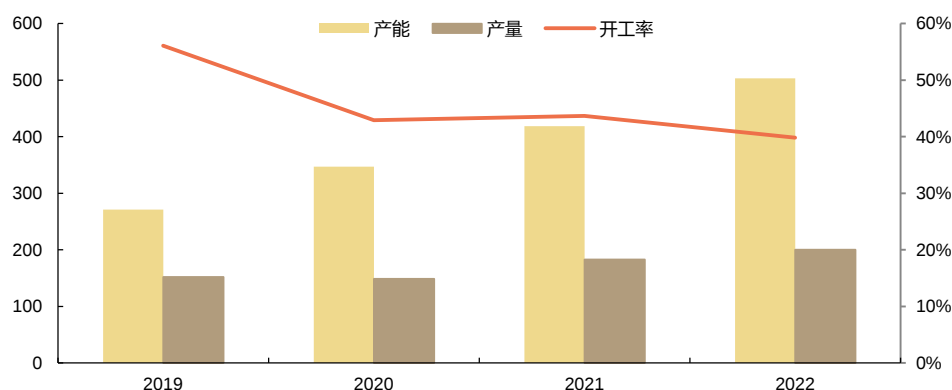
公司生产的聚羧酸聚醚单体是合成聚羧酸系高性能减水剂的主要原材料。根据皇马科技招股说明书，公司减水剂应用板块主要产品聚醚单体的细分产品与奥克股份及科隆精化的主要产品聚醚单体相似，其中奥克股份主要生产烯丙基聚乙二醇和甲基烯基聚氧乙烯，科隆股份主要生产聚醚单体烯基聚醚（TPEG 系列）。

聚羧酸聚醚单体主要包括聚乙二醇单甲醚（MPEG）、烯丙基聚氧乙烯醚（APEG）或甲基烯基聚氧乙烯（TPEG）等，根据《国内聚羧酸聚醚大单体生产与市场现状》，近年来聚醚单体的市场结构发生了明显的变化：

- ◆ 国内聚羧酸减水剂行业发展初期，聚醚单体以 MPEG 为主。MPEG 需要与丙烯酸等不饱和羧酸进行酯化反应得到，然后用于合成聚羧酸减水剂。制备过程需要脱水步骤，工艺复杂，酯化不完全，同时有较多副产物生成，导致产品质量不稳定，严重影响下游客户的应用。
- ◆ TPEG、HPEG 逐渐成为主流。国内开发出以 APEG、TPEG、HPEG 为代表的醚型聚醚单体，具备合成工艺简单、化学性质稳定、产品质量好等优势。与 APEG 相比，TPEG、HPEG 制得的聚羧酸减水剂产品在减水率及保坍性能上体现出更大的优势。同时，随着 TPEG、HPEG 的起始剂原料逐步国产化，价格大幅下降，TPEG 与 HPEG 逐渐成为聚羧酸减水剂市场上的主流品种。

供应端：过剩严重，产能分散。聚醚大单体市场供应过剩严重，根据钢联数据，2022 年国内聚羧酸减水剂单体产能 503 万吨，产量 200 万吨，开工率 39.8%。国内产能最大的是奥克股份，根据公司 2021 年报，单体产能 85 万吨，市占率 40%。除奥克股份和少数中型生产企业外，其他聚羧酸减水剂大单体产能较为分散，以小产能居多。

图11： 国内聚羧酸减水剂单体行业产能利用率较低（万吨、%）

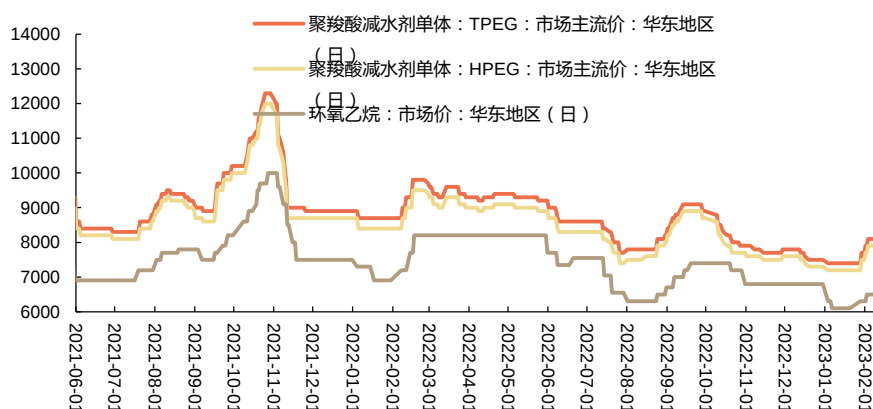


资料来源：钢联数据，申港证券研究所

聚醚单体价格与原料 EO 高度相关，具体产品价格存在差异性。聚醚单体由环氧乙烷通过加成反应制得，根据公司在 2021 年 2 月 1 日投资者互动平台上官方回复，聚醚单体理论上平均每吨消耗约 0.97 吨环氧乙烷。通过对比历史数据，聚醚单体价格与原料 EO 价格呈现高度相关，上下浮动基本不超过 1500 元/吨。由于聚醚单

体在具体的产品性能、产品交货性状上存在一定的差异，导致产品单位售价、毛利率存在差异。

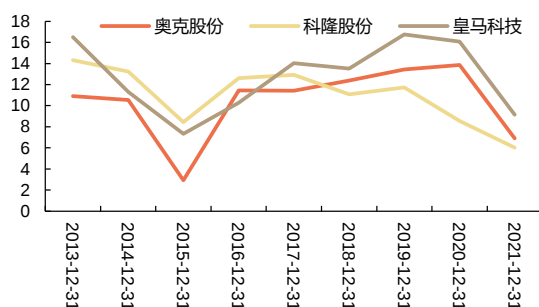
图12：聚羧酸减水剂单体与环氧乙烷价格对比（元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

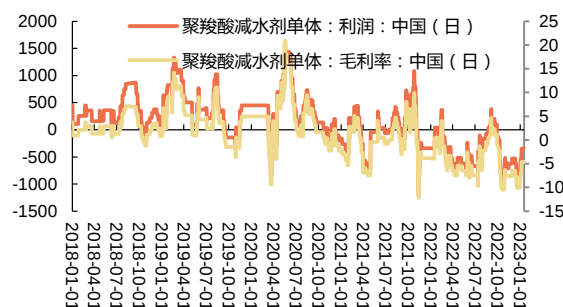
聚醚单体行业整体毛利率较低。2021 年行业龙头奥克股份的聚醚单体业务毛利率仅 6.9%，公司大品种板块毛利率 9.14%，每吨毛利润 735.13 元/吨。原料端 EO 易燃易爆，不宜储存及长途运输，中小企业基本都是现买现用，不稳定的原料供应使得小企业生产处于开开停停的状态带来成本增加。根据钢联数据，2018-2021 聚羧酸减水剂单体行业毛利率平均值为 2.77%，单吨毛利润平均值为 265.46 元/吨，可以估计行业大量中小产能几乎不盈利，侧面印证当前行业的议价能力非常有限。

图13：国内上市公司减水剂聚醚单体业务毛利率（%）



资料来源：wind，申港证券研究所

图14：聚羧酸减水剂单体行业利润、毛利率（元/吨、%）

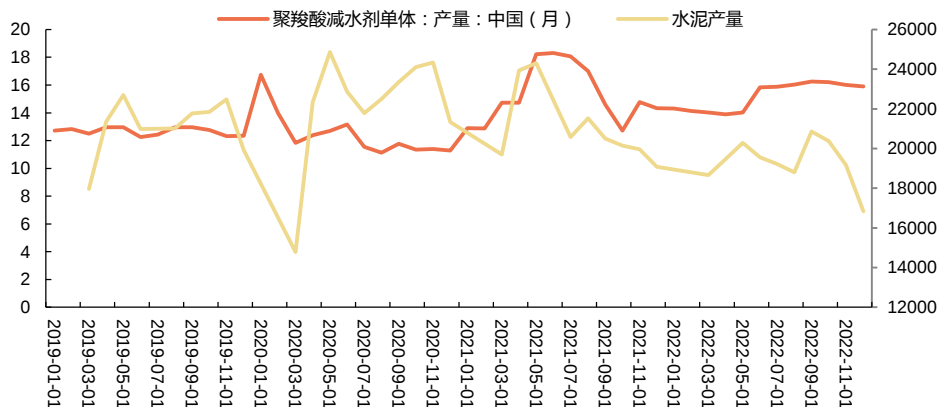


资料来源：钢联数据，申港证券研究所

2.2 稳基建政策背景下 需求端预计回暖

聚醚大单体需求主要和聚羧酸减水剂、水泥需求有关。从历史数据来看，减水剂聚醚单体产量与水泥产量存在高度关联性，终端需求来源于基建和房地产等领域。近几年我国房地产业发展速度放缓，聚羧酸减水剂需求放缓，聚醚大单体行业发展受限。

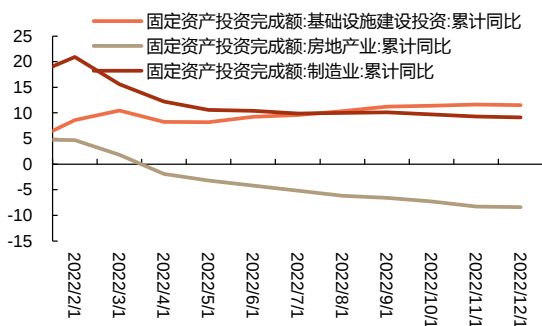
图15：国内聚羧酸减水剂单体产量与水泥产量对比（万吨）



资料来源：钢联数据，Wind，申港证券研究所

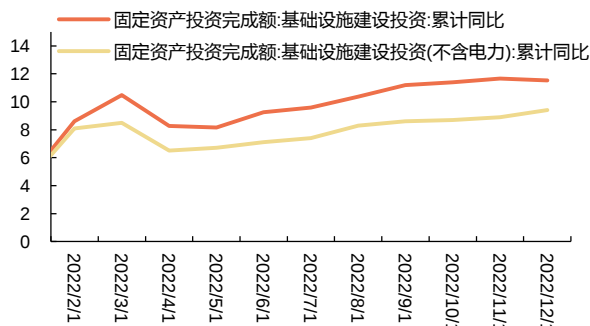
固定资产投资稳步增长。2022年，全国固定资产投资（不含农户）完成额 57.2 万亿元，同比增长 5.1%。固定资产投资“三大项”中，基础设施投资 2022 年同比增长 11.5%，基础设施投资（不含电力）2022 年同比增长 9.4%。

图16：固定资产投资“三大项”同比增速（%）



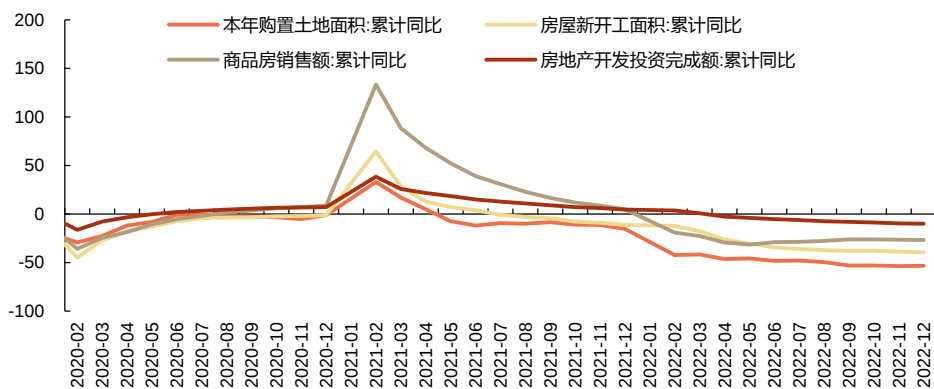
资料来源：wind，申港证券研究所

图17：基建投资增速（%）



资料来源：wind，申港证券研究所

房地产开发各环节指标 2022 年均出现较大程度下滑，对固定资产投资增速产生明显拖累。1-12 月房地产开发投资同比下降 10.0%，降幅环比上月扩大 0.2 个百分点；1-12 月我国购置土地面积同比下降 53.4%，房屋新开工面积同比下降 39.4%，商品房销售额同比下降 26.7%。

图18: 房地产开发各环节指标 (%)


资料来源: Wind, 申港证券研究所

政策端预计带来地产链边际改善。11月8日,交易商协会宣布将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具,支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资,预计可支持约2500亿元民营企业融资;11月28日,证监会在支持房地产企业股权融资方面提出5条举措,包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资,恢复上市房企和涉房上市公司再融资等。

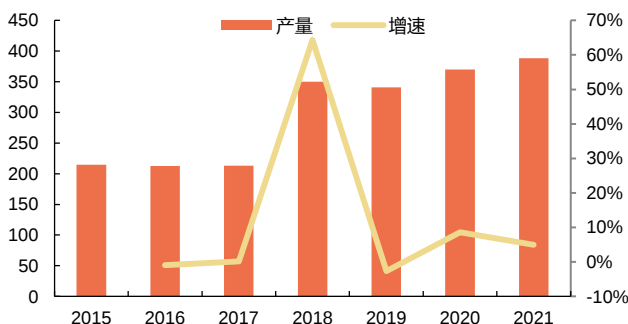
2023年基建投资高景气预将持续。12月15日、16日,中央经济工作会议提出,我国2022年经济恢复的基础尚不牢固,需求收缩,供给冲击预期转弱三重压力仍然较大,2023年经济工作仍要坚持稳字当头、稳中求进。基建仍是经济增长重要抓手,预计2023年基建投资增速有望维持较快增长,实物需求释放有望推动水泥、减水剂等基础建材需求回暖。

3. 小品种：业务卡位精准 具备核心竞争优势

3.1 小品种板块产品主要为特种聚醚 属于非离子表面活性剂

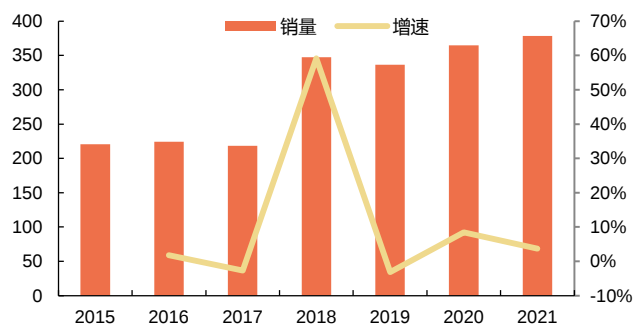
非离子表面活性剂是国内第一大表面活性剂品种。非离子表面活性剂是指在水溶液中不电离，其亲水基主要是由具有一定数量的含氧基团（一般为醚基和羟基）构成。据华经产业研究院，非离子表面活性剂是国内第一大表面活性剂品种，销量占比52.24%。

图19：2015-2021 年国内表面活性剂产量及增速（%）



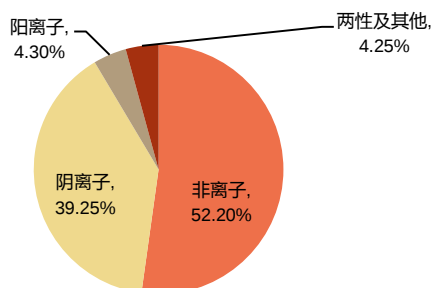
资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

图20：2015-2021 年国内表面活性剂销量及增速（%）



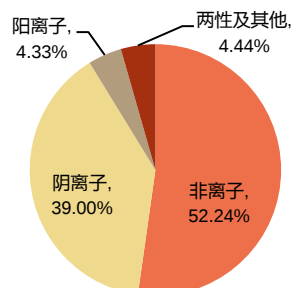
资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

图21：2021 年国内主要类型表面活性剂产量结构分布（%）



资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

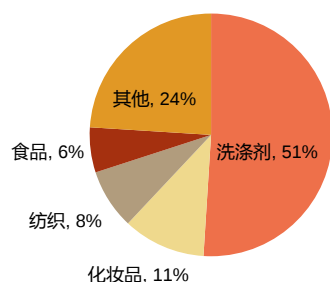
图22：2021 年国内主要类型表面活性剂销量结构分布（%）



资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

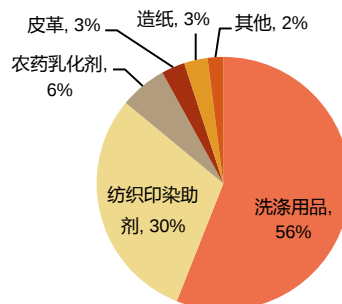
非离子表面活性剂终端应用覆盖广泛。表面活性剂被誉为“工业味精”，品种多达数千种，涉及国民经济的各个领域，如水处理、玻纤、涂料、建筑、油漆、日化、油墨、电子、农药、纺织、印染、化纤、皮革、汽车工业、航天航空等。国内表面活性剂整体需求结构与非离子表面活性剂需求结构呈现出一定差异性，据智研资讯，洗涤用品是国内非离子表面活性剂最大的下游应用领域，其次为纺织印染及农药乳化剂领域。

图23：2021年国内表面活性剂下游需求结构(%)



资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

图24：2021年国内非离子表面活性剂下游需求结构(%)



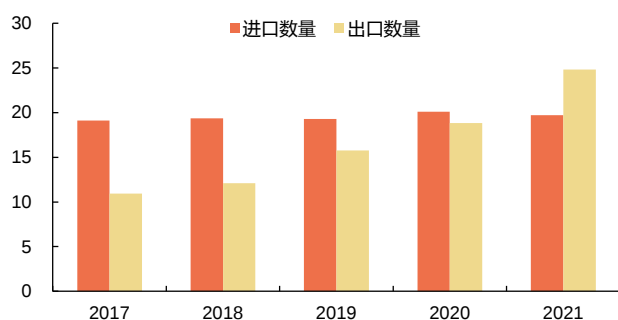
资料来源：智研咨询，申港证券研究所

海外表面活性剂的生产企业主要是化工巨头。国外主流表面活性剂生产商包括斯泰潘、巴斯夫、陶氏、宝洁、亨斯迈等，其中只有斯泰潘专注非离子表面活性剂领域，其他厂商均为全球化工巨头，表面活性剂业务仅占很小一部分。国内主要的表面活性剂生产商除公司外还包括江苏钟山、天津天智、南京威尔化工、惠州科莱恩等。

国内生产企业众多，集中度有待提升。根据公司公告，非离子表面活性剂行业规模以上生产企业 30 家，行业集中度较低。据华经产业研究院，浙江皇马居行业产能首位，占比 13.0%，其次是三江化工、圣德华星、佳化化学等。

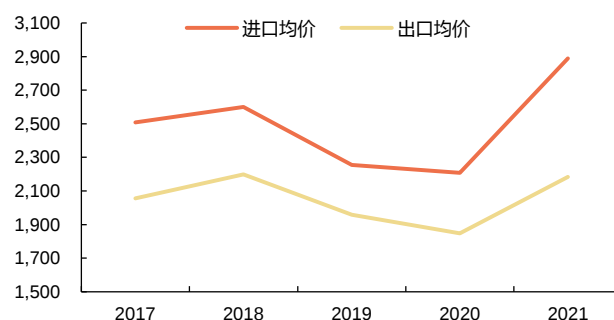
国内非离子表面活性剂高端依赖进口，出口以中低端产品为主。国内非离子表面活性剂出口增速明显，2021 年出口量 24.8 万吨，同比增速+31.8%，2021 年进口量 19.7 万吨，同比增速-1.8%，产品净出口数量 5.1 万吨。

图25：国内非离子型表面活性剂进出口量(万吨)



资料来源：Wind，申港证券研究所

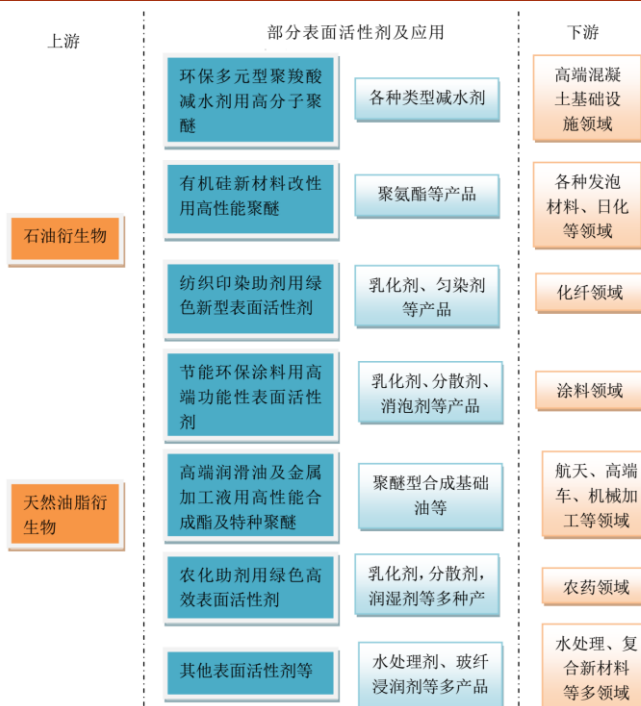
图26：国内非离子型表面活性剂进出口均价(美元/吨)



资料来源：Wind，申港证券研究所

公司小品种板块指特种聚醚为主的精细化产品，新产品及应用持续开拓。公司小品种板块产品包括脂肪醇聚氧乙烯醚、烷基酚聚氧乙烯醚、脂肪胺聚氧乙烯醚、烷基多苷、烷醇酰胺、多元醇酯等。

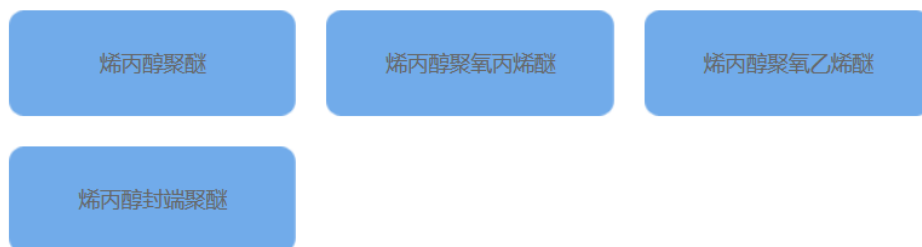
图27：部分表面活性剂产业链情况



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

有机硅板块：公司生产的有机硅用聚醚主要用于聚氨酯泡沫材料以及建筑密封胶等领域，机硅用聚醚主要产品为烯丙醇聚醚。公司有机硅聚醚产品主要用于聚氨酯泡沫材料以及建筑密封胶等领域，此外还可以应用到水性建筑材料、汽车工业涂料、太阳能电池板密封胶以及日化等多个细分领域。

图28：公司有机硅板块主要产品

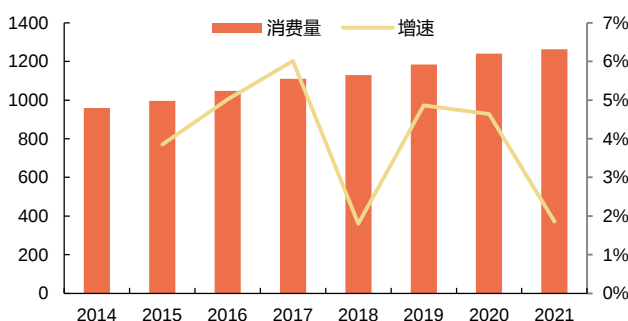


资料来源：公司官网，申港证券研究所

烯丙醇聚醚产品依分子量不同，下游应用有所差别。国内目前合成中低分子量烯丙醇聚醚技术已经较为成熟，但高分子量产品如软泡稳泡剂、用于MS胶的高分子量双烯丙基聚醚的合成存在较高技术壁垒。

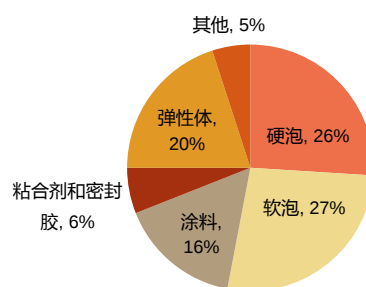
聚氨酯泡沫材料应用中, 公司机硅用聚醚主要用于生产稳泡剂。稳泡剂是生产聚氨酯泡沫材料的关键助剂。根据公司招股说明书, 稳泡剂的使用比例为 1%-2% 之间, 取中值 1.5%, 而生产稳泡剂需要消耗聚醚的比例因不同产品差异较大, 平均约为 50% 左右。根据智研咨询, 2021 年国内聚氨酯需求量 1263 万吨, 软泡及硬泡需求占比合计 53%, 国内硬泡及软泡需求量合计 669.4 万吨。按照前述比例进行保守测算, 应用于聚氨酯泡沫塑料的稳泡剂需求量 10 万吨, 对应聚醚需求量约 5 万吨。

图29: 国内聚氨酯需求量及增速 (万吨、%)



资料来源: 智研咨询, 申港证券研究所

图30: 国内聚氨酯需求结构 (%)

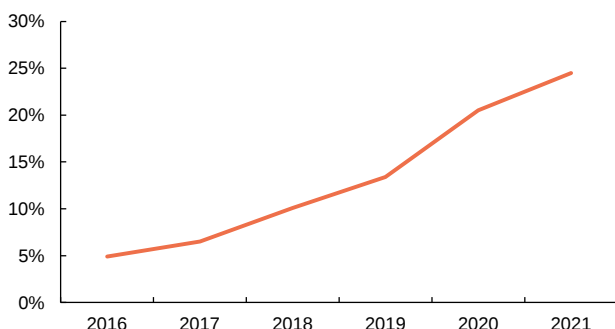


资料来源: 智研咨询, 申港证券研究所

建筑密封胶应用中, MS 树脂作为 MS 胶原料。MS (硅烷改性聚醚) 密封胶以大分子量硅烷封端聚醚树脂为基础聚合物, 加入增塑剂、偶联剂、催化剂、除水剂、触变剂、填料等助剂制备的高性能环保密封胶, 根据公司 4 月 29 日投资者关系活动记录表, MS 树脂项目已在子公司皇马尚宜规模量产。建筑领域使用的密封胶主要包括硅酮胶、聚氨酯胶、聚硫胶、丙烯酸胶以及 MS 胶, 其中 MS 胶在结构上继承了端硅烷基结构和主链聚醚键结构的特点, 性能上综合了聚氨酯密封胶与硅酮密封胶的优点, 具有良好的施工性、粘结性、耐久性及耐候性, 尤其是具有非污染性和可涂饰性。

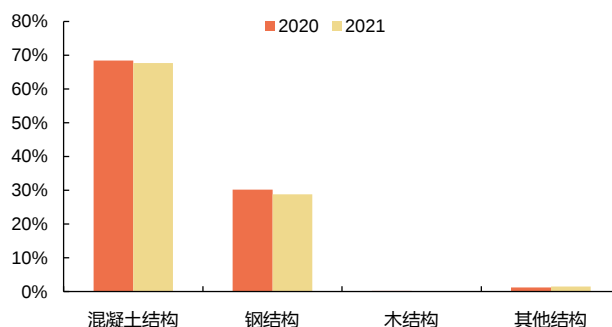
国内装配式建筑市场对硅烷改性聚醚的需求不断增大, 为硅烷改性聚醚密封胶材料的发展提供了良好的契机, 进而带动公司有机硅用聚醚产品的需求快速扩张。按照《“十四五”建筑业发展规划》以及《城乡建设领域碳达峰实施方案》, 2025 年装配式建筑占新建建筑比例将达到 30%, 2030 年占当年城镇新建建筑的比例达到 40%, 装配式建筑行业进入快速发展时期。

图31: 装配式建筑渗透率 (%)



资料来源: 建筑杂志社, 华经产业研究院, 申港证券研究所

图32: 新开工装配式建筑按结构形式分类 (%)

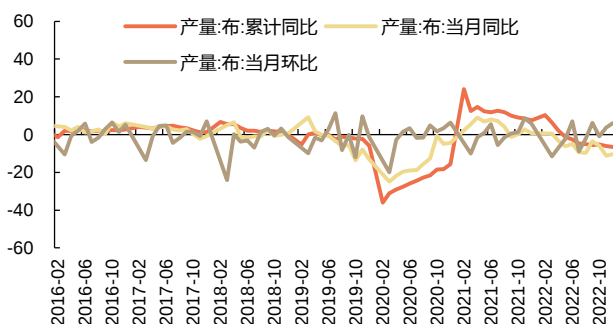


资料来源: 建筑杂志社, 申港证券研究所

印染助剂应用板块：印染助剂是在织物印花和染色的过程中所使用的助剂，能够提高印花和染色的效果，包括印花助剂和染色助剂，其中印花助剂有增稠剂、粘合剂、交链剂、乳化剂、分散剂和其他印花助剂等。公司产品主要为十八伯胺聚氧乙烯醚、蓖麻油聚氧乙烯醚、脂肪酸聚氧乙烯酯等，用于生产印染助剂，该板块产品应用终端是作为前处理剂、染色以及后整理剂被应用于纤维、纱线和织物。

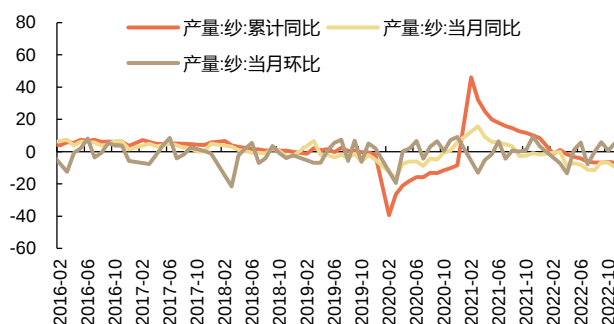
国内印染助剂产量、品种与国际水平相比较为落后。根据公司招股说明书，纺织工业发达国家的纺织印染助剂产量与纤维量之比达到 15:100，全球平均水平为 7:100，目前国内仅为 4:100，且只适应中、低档纺织品的需要，与国际水平相比较为落后，有较大提升空间。结合国内化学纤维产量，国内印染助剂产量在 200 万吨以上。

图33：国内布产量增速（%）



资料来源：wind、申港证券研究所

图34：国内纱产量增速（%）

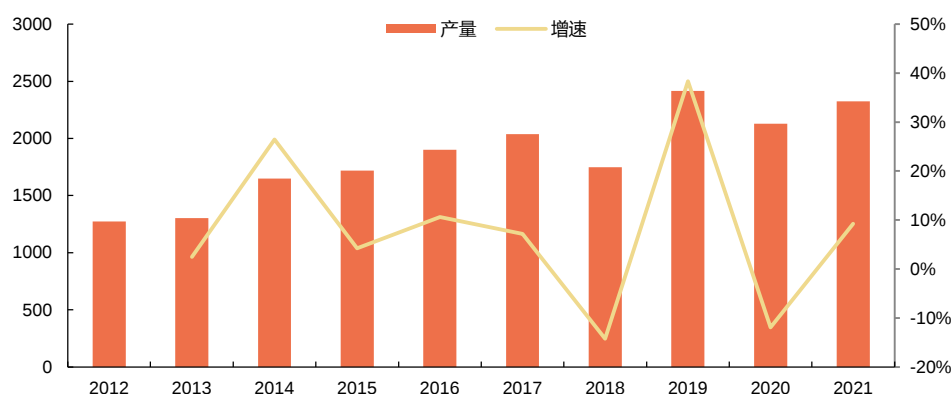


资料来源：wind、申港证券研究所

发展表面活性剂是缩短我国印染助剂与国际差距的主要途径。增加印染助剂品种和实现品种系列化，提高纺织助剂产品质量和应用性能，在很大程度上要依靠原料表面活性剂的发展。国内开发和生产的印染助剂品种少以及专用高档助剂的比例更低的主要原因是可选用的表面活性剂品种较少。

涂料应用板块：公司涂料应用板块产品作为高端涂料产品的上游，产品主要为双酚A聚醚、多元醇聚醚等，用于生产UV固化稀释剂、光敏树脂、汽车涂料等，该板块产品终端可应用于各种特种涂料、高端工业涂料油漆等。

UV 固化涂料属于新型功能工业涂料的一种，渗透率将进一步提高。工业涂料是涂料行业复杂程度最高、用途范围最广、技术难度最大、应用领域最全的门类，广泛应用于航空航天、船舶、汽车、电子、轻工等各个领域。2021年3月24日，《中国涂料行业“十四五”规划》中提出，到2025年环境友好的涂料品种占涂料总产量的70%的目标。2022年1月24日，国务院印发的《“十四五”节能减排综合工作方案》中指示，要推动使用低挥发性有机物含量的涂料，到2025年溶剂型工业涂料使用比例降低20%。UV固化涂料属于新型功能工业涂层材料，随着密集出台的环保政策，渗透率将进一步提升。

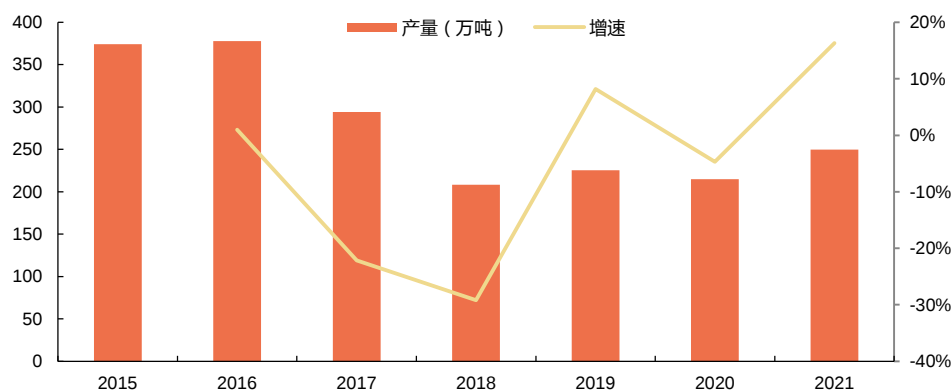
图35：2015-2021 年中国涂料产量及增速（万吨、%）


资料来源：中国涂料工业协会，华经产业研究院，申港证券研究所

农化助剂：农药制剂由农药原药和农药助剂配制而成，其中农药助剂的主体是表面活性剂。农药表面活性剂可将无法直接使用的农药原药制备成可以直接使用的农药制剂，作为乳化剂、分散剂、润湿剂、渗透剂、增效剂和增溶剂等广泛应用于加工乳油、微乳剂、水乳剂、悬浮剂、悬浮种衣剂、微囊悬浮剂、悬乳剂、水剂、可溶液剂、可分散油悬浮剂、可湿性粉剂、水分散粒剂等制剂中。

表面活性剂可为农业生产带来巨大效益。农药是一类具有极强生物活性的特殊化学品，其防治对象、保护对象和环境条件十分复杂。农药中的表面活性剂除需按原药的性质、特点选择配制外，还需考虑表面活性剂本身对靶标生物产生的影响。表面活性剂能够在提高农药使用效果的同时，减小农药的用量，减轻农药对环境的影响。近年来，在水基化制剂、颗粒化制剂、缓释化制剂等新型农药环保制剂所用助剂方面的开发取得了较大进展，一系列高效新型农药表面活性剂得到开发和广泛应用。

国内农药特种表面活性剂市场空间巨大。根据智研咨询，2021 年中国化学农药原药产量为 249.8 万吨，同比增长 16.3%。原药需要加入表面活性剂及其他助剂加工制成各种不同剂型。根据公司招股说明书，农药特种表面活性剂销量与原药产量比例约 0.67-0.1，我们估算国内农药特种表面活性剂市场空间约 17-25 万吨。

图36：2015-2021 年中国化学农药原药产量及增速（万吨、%）


资料来源：国家统计局，智研咨询，申港证券研究所

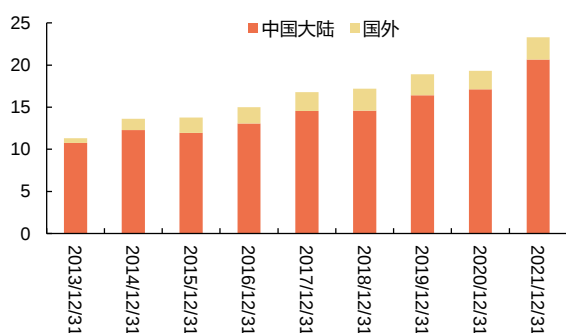
3.2 精准卡位中间体原料 客户结构优异

公司特种表面活性剂产品个性化差异大，定制化需求高。特种表面活性剂在单个化工产品的加工生产中，虽然使用量较小，但是每种特种表面活性剂的性质要和下游行业相结合，有其特殊要求，技术开发难度较高。因此，特种表面活性剂产品的开发需要根据客户的生产需求及时调整产品的技术指标和分子结构，并且快速进行产品的研发和生产，主要为个性化、定制化的开发。生产企业需要拥有多品种，多规格的特表面活性专业化研发生产能力。

公司具备核心竞争优势，盈利能力强。1) 研发能力次于国际化工巨头，但远远强于一般小厂；2) 国内化工行业工程师红利，公司研发人员成本远低于国际巨头。3) 客户服务能力强于国际化工巨头；4) 产品价格与国际巨头相比具备一定优势；

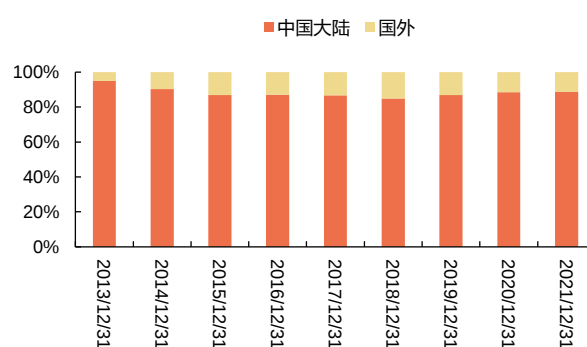
精准卡位中间体原料业务，客户结构优异。特种表面活性剂行业下游主要客户为大型的化工企业，作为原料应用到有机硅、润滑油及金属加工液、环保涂料、复合新材料、特种纤维、农化助剂等多个领域。得益于对业务精准卡位，公司成功获得了自己的市场空间。公司成为了国际巨头的原料供应商，和包括迈图、赢创、道康宁、科之杰系、西卡系、苏博系、阿科玛系、亚士兰、欧莱雅等不同领域的精细化工巨头建立了良好的业务关系，并进行深层次的业务合作，共同研发新产品，开发下游市场，伴随客户共同成长。

图37：公司国内及海外业务营收（百万元）



资料来源：wind，申港证券研究所

图38：公司国内及海外业务营收占比（%）

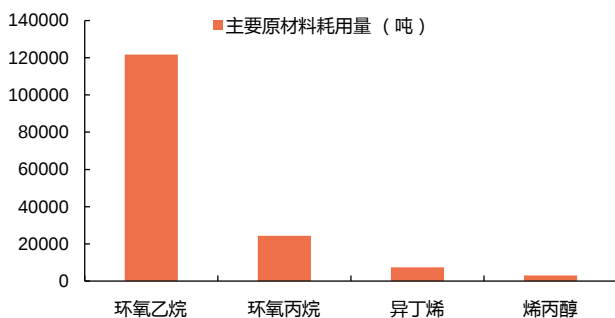


资料来源：wind，申港证券研究所

4. 成本：环氧乙烷中长期供应充足 价格承压

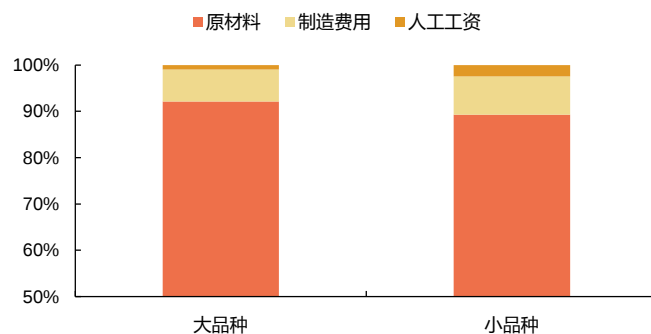
主要原材料是环氧乙烷。公司大品种板块产品主要为聚醚单体，由环氧乙烷合成。根据 2021 年报，公司大品种板块原材料成本占比 92%，因此环氧乙烷价格波动对大品种板块成本影响较大。

图39：2021 年公司主要原材料耗用量（吨）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

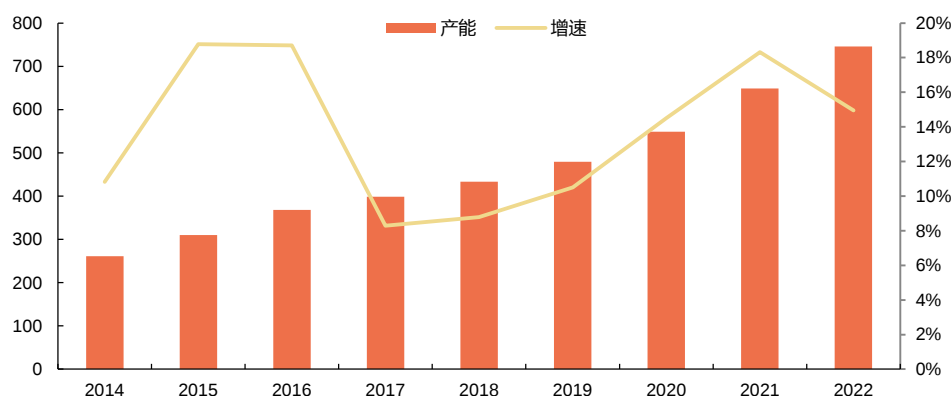
图40：2021 年公司产品单吨成本占比（%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

2023-2024 年预计环氧乙烷供应充足，国内新增产能约 319 万吨。供应端，据卓创资讯，2022 年环氧乙烷总产能 746 万吨，同比增长 14.95%。预计 2023-2024 年，国内环氧乙烷新增产能约 319 万吨，计划新增装置多为大型炼化一体化及乙烷裂解制乙烯项目，形成原料—成品—下游产品一体化的生产模式，具备显著的产业链优势以及成本优势。需求端，下游产品的发展则更偏向高端研发方面。据卓创资讯，聚羧酸单体、非离子表活等下游产品单一化、同质化现象明显，已经面临产能过剩的局面，行业竞争激烈，环氧乙烷需求量增长进入瓶颈期。

图41：国内环氧乙烷产能及增速（万吨、%）



资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

表4：2023-2024 年国内环氧乙烷新增产能（万吨）

厂家名称	产能	预计投产时间
镇海炼化	12	2023
三江化工	70	2023
盛虹炼化	10	2023
扬巴石化	5	2023

厂家名称	产能	预计投产时间
浙江石化	27	2023
恒力石化	60	2023
洛阳石化	20	2023
四川石化	15	2023
揭阳石化	20	2024
辽阳石化	20	2024
吉林石化	30	2024
万华化学	30	2024
合计	319	

资料来源：卓创资讯，申港证券研究所

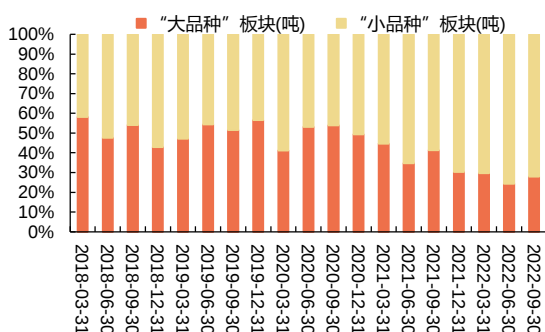
除供需外，环氧乙烷价格受乙烯价格/乙二醇景气度影响。环氧乙烷主要的原材料为乙烯，与原油价格高端相关，因此环氧乙烷价格受原油/乙烯价格影响。商品流通的环氧乙烷主要用于聚醚单体/非离子表面活性剂/其他衍生物中，部分环氧乙烷并不作为商品流通。由于环氧乙烷在常压下沸点较低(10.7℃)，易燃易爆不宜长途运输，且能够和乙二醇可以相互转化。根据卓创资讯，约 88% 环氧乙烷装置配套乙二醇装置联产，这部分环氧乙烷并不作为商品流通，只作为生产乙二醇的中间产物。因此，环氧乙烷价格同时也受乙二醇景气度影响。随着乙二醇市场利润逐步收缩，多数 EO/EG 联产装置开始向生产 EO 转移。

5. 新增产能奠定公司未来成长

自 2017 年上市后，公司产能规模快速提升：

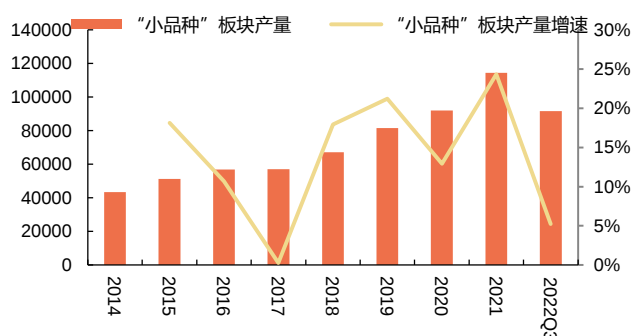
- ◆ 根据公司招股说明书，募投项目包括“年产 8.5 万吨高端功能性表面活性剂项目”，扩建上虞工业园内的第一工厂——绿科安工厂：2018 年 4 月，公司公告募投项目变更，将“年产 8.5 万吨高端功能性表面活性剂项目”变更为“年产 7.7 万吨高端功能性表面活性剂（特种聚醚、高端合成酯）技改项目”和“年产 0.8 万吨高端功能性表面活性剂（聚醚胺）技改项目”。
- ◆ 上虞区章镇的老厂区产能逐步过渡到杭州湾上虞经济技术开发区新厂区：公司于 2018 年 9 月收到绍兴市上虞区人民政府《关于要求搬迁入园的函》，为推动杭州湾上虞经济技术开发区外化工企业向园区集聚，全面提升区化工行业综合竞争力，按照上虞区委、区政府的总体部署，公司被要求启动整体搬迁入园工作。根据公司 2021 年报，章镇工业新区老厂区产能已实现安全关停，位于杭州湾上虞经济技术开发区的皇马尚宜一期 10 万吨/年产能已承接老厂区搬迁产能。2021 年，公司小品种产量达到了约 14 年 3 倍的水平。

图42：公司小品种板块产量占比持续提升（吨、%）



资料来源：wind，申港证券研究所

图43：公司小品种板块产量及增速（吨、%）



资料来源：wind，申港证券研究所

拟建设年产 33 万吨高端功能新材料项目，奠定未来成长。2022 年 4 月皇马在杭州湾上虞经济开发区投资设立了开眉客高分子新材料有限公司。公司与浙江省上虞经济开发区管理委员会签订《项目落户框架协议》，项目拟选址杭州湾上虞经济技术开发区东二区产业拓展扩容区，面积约 309 亩，计划总投资达 30 亿元，与公司全资子公司浙江绿科安化学有限公司、浙江皇马尚宜新材料有限公司同属一个园区，有利于公司借助长三角一体化发展战略，建立产业集群，完善产业布局。该项目扩产以小品种特种聚醚及衍生产品为主，总产能达到 33 万吨，届时公司小品种系列产能将较目前有一倍以上增长。

6. 盈利预测与投资建议

我们对未来公司经营情况假设如下：

- ◆ **“大品种”板块：**由于原料端环氧乙烷、环氧丙烷易燃易爆不宜长途运输，维持大而稳定的采购量对于原料供应的稳定性至关重要。公司过去一直坚持“大品种调结构，小品种创盈利”的经营策略，通过大品种板块产品稳定原材料的供应。近年来公司大品种产销量持续降低，2022 年前三季度，公司大品种销量同比下滑 42%至 3.47 万吨，我们判断公司大品种产销量 2022 年将降低至 4 万吨左右。一方面由于大品种行业供应过剩严重叠加需求端增速放缓；另一方面，随着公司小品种种类及销量持续增加，目前公司小品种规模已经可以保证公司的规模效应及原材料采购，未来小品种也将是公司核心发展的业务，预计 2023-2024 年公司大品种产销量在 3 万吨左右。大品种板块毛利率主要受环氧乙烷价格波动影响。成本端，2023-2024 年国内环氧乙烷预计供应充足，原料端价格有望承压；售价端，随着终端需求回暖，大品种产品销售价格预计将较 2022 年维持韧性，毛利率有望提升。基于以上分析，我们预计公司 22-24 年“大品种”板块产品营业收入为 3.6/2.3/2.3 亿元，增速为 -38.7%/-35.5%/0%，毛利率为 14.57%/18.12%/18.12%。
- ◆ **“小品种”板块：**2018-2021 年小品种销量分别为 6.5/7.9/9.3/11 万吨，每年基本上保持约 1.5-2 万吨的销量增长。截至 2022 年三季度小品种产量同比增长 5.23%至 9.16 万吨，目前其规模已经可以保证规模效应以及原材料的稳定采购。未来，公司小品种板块仍有较大的产量释放空间，新增产能奠定公司未来成长。公司与浙江省上虞经济开发区管理委员会签订《项目落户框架协议》，该项目扩产以小品种特种聚醚及衍生产品为主，总产能达到 33 万吨，预计小品种系列产能将较目前有一倍以上增长。成本端，随着公司小品种板块产品种类及销量增加，规模优势增强，单吨制造费用预计持续下行。售价端，随着公司将特种聚醚向下游高盈利环节延伸，单位产品盈利能力有望得到提升。此外，公司小品种板块属于周期性相对较弱的品种，较原料价格 EO、PO 的波动并不剧烈。在 2023-2024 年原料供应预计充足的背景下，公司小品种板块盈利能力有望得到增强。基于以上分析，我们预计公司 22-24 年“小品种”板块产品营业收入为 20.1/25.8/31.8 亿元，增速为 14.7%/28.5%/23.3%，毛利率为 25.5%/31.1%/31.1%。

表5：公司主要产品经营预测（亿元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入						
小品种板块	11.1	12.3	17.5	20.1	25.8	31.8
大品种板块	7.9	7.1	5.8	3.6	2.3	2.3
其他主营业务&其他业务	0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
合计	19	19.5	23.4	23.7	28.1	34.1
增速	10.3%	2.7%	20%	1.4%	18.9%	21.3%
毛利润						
小品种板块	2.9	3.1	4.4	5.1	8.0	9.9
大品种板块	1.3	1.1	0.5	0.5	0.4	0.4
其他主营业务&其他业务	0	0.1	0	0	0	0
合计	4.2	4.3	4.9	5.7	8.5	10.4

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增速	26%	2.6%	14.1%	15.1%	49.4%	22%
毛利率						
小品种板块	25.9%	25.2%	25%	25.5%	31.1%	31.1%
大品种板块	16.8%	16.1%	9.1%	14.57%	18.12%	18.12%
其他主营业务&其他业务	100%	83.3%	80%	80%	80%	80%
综合毛利率	22.3%	22.3%	21.2%	24%	30.2%	30.3%

资料来源：Wind，申港证券研究所

基于以上分析，我们预计公司 22-24 年营收为 23.68 亿元/28.1 亿元/34.1 亿元，同比增长 1.35%/18.86%/21.32%，归母净利润为 4.5 亿元/5.9 亿元/7.3 亿元，同比增长 0.19%/30.98%/23.67%，EPS 分别为 0.76、1、1.24，对应 PE 分别为 20.51、15.66、12.66。考虑到公司所处行业，行业地位，以及主营业务情况，我们选取晨化股份、阿科力这 2 家上市公司作为可比公司，2023 年平均 PE 为 15.5，考虑公司较高的成长性，以及公司小品种板块业务较高的进入壁垒和良好的供需格局，我们认为应当给予公司适当溢价，可给予公司 2023 年 20 倍 PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：可比公司估值

公司名称	股票代码	当前市值（亿元）	归母净利润（亿元）			P/E		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
阿科力	603722.SH	38.58	1.4	1.7	3.1	27.7	22.6	12.5
晨化股份	300610.SZ	30.7	2.7	3.6	3.7	11.2	8.4	8.3
平均						19.5	15.5	10.4
皇马科技	603181.SH	92.13	4.5	5.9	7.3	20.51	15.66	12.66

资料来源：Wind，申港证券研究所，数据采用 2023 年 2 月 14 日收盘价，除皇马科技外其余数据来自 Wind 一致预期

7. 风险提示

房地产、基建复苏不及预期：基建仍是经济增长重要抓手，我们判断 2023 年基建投资高景气将持续，以及政策端预计带来地产链边际改善，实物需求释放有望推动水泥、减水剂等基础建材需求回暖。若房地产行业的资金链压力延续，或居民购房信心不足，则房地产行业可能较难实现复苏，由此导致公司产品售价、销量承压。

新项目投产进度低于预期：预测的业绩增长主要来自募投项目投产驱动的销量增长，若因为资金、设备定制以及调试等原因导致投产不及预期，则公司营业收入会受到影响，会导致业绩低于预期。

原料价格大幅波动：公司主要原料环氧乙烷，其上游原材料为乙烯，与原油价格高端相关，因此环氧乙烷价格受原油/乙烯价格影响，原油价格受地缘政治影响显著。公司产品价格变化与原料价格不完全同步，如果短期原料价格出现超预期的大幅波动，会导致业绩预测偏差。

盈利预测中假设偏离真实情况：2021 年公司小品种板块业务毛利润占比约 90%，是影响公司业绩预测的核心因素。我们主要通过量、价两个维度预测公司未来的业绩，若公司实际经营情况不及假设条件，则盈利预测结果将与真实情况出现偏差。对于 2023 年业绩：

- ◆ 若小品种板块产品销量较预测值减少 1%，则营业收入下降 0.26 亿元 (-1%)；归母净利润下降 0.06 亿元 (-1%)。
- ◆ 若小品种板块产品售价较预测值减少 1%，则营业收入下降 0.26 亿元 (-1%)；归母净利润下降 0.22 亿元 (-4%)。
- ◆ 若小品种板块产品单位成本较预测值增加 1%，则营业成本上升 0.18 亿元 (+1%)；归母净利润下降 0.16 亿元 (-3%)。

表7: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1946	2336	2368	2815	3415	流动资产合计	1221	1430	1756	1810	1908
营业成本	1513	1841	1800	1965	2378	货币资金	97	537	851	822	785
营业税金及附加	9	10	10	12	15	应收账款	245	228	231	275	333
营业费用	39	11	12	14	17	其他应收款	10	3	3	4	5
管理费用	39	61	62	74	90	预付款项	37	45	60	76	96
研发费用	75	92	95	100	106	存货	163	248	243	265	321
财务费用	3	2	5	3	4	其他流动资产	24	50	50	50	50
资产减值损失	-0.86	-1.15	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	1528	1605	1639	1671	1703
公允价值变动收益	29.66	20.88	25.27	23.07	24.17	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	3.30	5.09	4.01	4.13	4.41	固定资产	834.08	1174.18	1194.03	1215.94	1240.60
营业利润	367	512	514	673	833	无形资产	117	148	133	120	108
营业外收入	0.58	1.39	0.00	0.00	0.00	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	1.78	0.67	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	8	9	9	9	9
利润总额	365	513	514	673	833	资产总计	2749	3035	3395	3482	3612
所得税	45	65	65	85	105	流动负债合计	349	413	379	402	501
净利润	320	448	449	588	728	短期借款	40	40	0	0	41
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	215	230	237	259	313
归属母公司净利润	320	448	449	588	728	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	569	744	593	753	915	一年内到期的非流动负债	5	54	54	54	54
EPS（元）	0.79	0.76	0.76	1.00	1.24	非流动负债合计	545	365	324	-113	-701
主要财务比率						长期借款	100	335	335	335	335
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	895	778	703	289	-200
营业收入增长	2.75%	20.06%	1.35%	18.86%	21.32%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业利润增长	24.73%	39.78%	0.33%	30.98%	23.67%	实收资本（或股本）	406	589	589	589	589
归属于母公司净利润增长	0.19%	30.98%	0.19%	30.98%	23.67%	资本公积	392	217	217	217	217
获利能力						未分配利润	979	1399	1677	2042	2492
毛利率(%)	22.27%	21.20%	24.01%	30.17%	30.35%	归属母公司股东权益合计	1855	2257	2689	3189	3808
净利率(%)	16.46%	19.19%	18.97%	20.91%	21.31%	负债和所有者权益	2749	3035	3395	3482	3612
总资产净利润(%)	11.65%	14.77%	13.23%	16.90%	20.15%	现金流量表					
ROE(%)	17.27%	19.86%	16.71%	18.45%	19.11%	单位:百万元					
偿债能力						经营活动现金流	34	35	483	582	705
资产负债率(%)	33%	26%	21%	8%	-6%	净利润	320	448	449	588	728
流动比率		3.46	4.63	4.50	3.81	折旧摊销	198.67	229.32	0.00	63.61	65.75
速动比率		2.86	3.99	3.84	3.17	财务费用	3	2	5	3	4
营运能力						应付帐款减少	0	0	-3	-44	-59
总资产周转率	0.77	0.81	0.74	0.82	0.96	预收帐款增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	8	10	10	11	11	投资活动现金流	-187	186	-79	-83	-81
应付账款周转率	9.58	10.50	10.13	11.35	11.93	公允价值变动收益	30	21	25	23	24
每股指标（元）						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.76	0.76	1.00	1.24	投资收益	3	5	4	4	4
每股净现金流(最新摊薄)	-0.18	0.74	0.53	-0.05	-0.06	筹资活动现金流	78	218	-90	-528	-660
每股净资产(最新摊薄)	4.57	3.83	4.57	5.42	6.47	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	19.81	20.59	20.51	15.66	12.66	普通股增加	126	183	0	0	0
P/B	3.43	4.08	3.43	2.89	2.42	资本公积增加	-138	-175	0	0	0
EV/EBITDA	11.26	12.24	14.75	11.66	9.68	现金净增加额	-75	438	314	-29	-37

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上