

23 年前低后高，复苏趋势确立

核心观点

- 收入下滑源于结构调整：**公司 23 年实现营业收入 18.84 亿元，同比下滑 13.2%，实现归母净利 3.25 亿元，同比下滑 31.9%。公司收入下滑的主要原因是退出了大品种（减水剂单体）业务，板块收入从 22 年的 3.3 亿元，减少到 23 年的 5760 万。同时，小品种产品的销量同比增长了 10%，但由于价格有所下降，使得小品种板块收入同比基本持平。
- 环比增长趋势显现：**公司 2023 年单季度扣非净利从 Q1 的 0.59 亿元，逐季提升到 Q4 的 0.88 亿元。而且收入、利润的逐季提升动力主要来自小品种类销量增长。如果考虑杭州亚运会期间，对于周边化工企业生产与物流带来的影响，公司 23Q4 业绩表现可能更好。在宏观环境未大幅改善的情形下，公司以实际业绩证明其在行业中较强的竞争优势。
- 有望进入成长新阶段：**我们认为在海外能源成本降低带来工业逐步复苏，同时国内倡导发展新质生产力的大背景下。公司这样以创新驱动、以满足客户实际需求为导向的精细化工类企业有望获得超额增长。后续随着第三工厂（开眉客项目）进入建设投产期，公司有望进入新的成长阶段。

盈利预测与投资建议

- 结合近期市场与公司实际情况，我们调整了产品销量、利润水平及期间费率等，预测公司 2024-2025 年 EPS 预测为 0.70 和 0.89 元（原预测 0.81 和 1.02 元），并添加 2026 年预测 1.07 元。可比公司 2024 年估值为 14 倍市盈率，考虑到皇马历史投资回报率与成长性确定性均明显好于可比公司，给予 20%溢价，对应 17 倍市盈率，给予目标价 11.76 元，维持买入评级。

风险提示

- 新项目投产进度低于预期；原料价格大幅波动。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,182	1,894	2,261	2,752	3,302
同比增长(%)	-6.6%	-13.2%	19.4%	21.7%	20.0%
营业利润(百万元)	540	367	470	598	716
同比增长(%)	5.3%	-31.9%	27.8%	27.3%	19.8%
归属母公司净利润(百万元)	477	325	414	527	630
同比增长(%)	6.4%	-31.9%	27.6%	27.1%	19.7%
每股收益(元)	0.81	0.55	0.70	0.89	1.07
毛利率(%)	23.4%	24.6%	25.9%	27.0%	27.0%
净利率(%)	21.9%	17.1%	18.3%	19.1%	19.1%
净资产收益率(%)	19.9%	12.3%	14.0%	15.6%	16.5%
市盈率	12.0	17.7	13.8	10.9	9.1
市净率	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024 年 04 月 19 日）	9.74 元
目标价格	11.76 元
52 周最高价/最低价	12.16/8 元
总股本/流通 A 股（万股）	58,870/58,870
A 股市值（百万元）	5,734
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2024 年 04 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.56	-1.81	-1.42	-15.88
相对表现%	-5.45	-0.8	-9.74	-1.75
沪深 300%	1.89	-1.01	8.32	-14.13



证券分析师

倪吉 021-63325888*7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517120003

联系人

李跃 liyue@orientsec.com.cn

相关报告

适应新环境，进入成长新阶段	2023-09-03
三段成长动力的分析与展望	2022-09-26
产品结构持续优化，驱动业绩高速增长	2022-08-18

表 1：可比公司估值（截止 2024 年 4 月 19 日）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
苏博特	0.67	0.48	0.72	0.90	11.91	16.47	10.98	8.82
利安隆	2.29	1.58	2.14	2.60	12.46	18.07	13.32	10.96
国光股份	0.26	0.69	0.83	1.01	60.45	22.61	18.73	15.27
中旗股份	0.90	0.41	0.81	1.05	6.74	14.77	7.48	5.81
坤彩科技	0.19	0.18	1.59	2.76	228.62	239.58	27.11	15.60
调整后平均						19.00	14.00	12.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	659	690	838	952	1,142	营业收入	2,182	1,894	2,261	2,752	3,302
应收票据、账款及款项融资	276	326	377	459	551	营业成本	1,671	1,428	1,675	2,010	2,412
预付账款	29	29	34	42	50	销售费用	9	9	11	13	15
存货	244	210	246	295	354	管理费用	63	56	61	67	74
其他	175	17	17	18	18	研发费用	100	73	88	107	128
流动资产合计	1,382	1,271	1,513	1,765	2,115	财务费用	(21)	(1)	2	(2)	(5)
长期股权投资	6	6	0	0	0	资产、信用减值损失	4	(3)	0	0	0
固定资产	1,445	1,582	1,766	1,951	2,126	公允价值变动收益	5	6	5	6	6
在建工程	286	236	272	289	297	投资净收益	1	1	2	1	1
无形资产	144	251	245	239	233	其他	178	29	37	34	31
其他	42	70	69	68	66	营业利润	540	367	470	598	716
非流动资产合计	1,923	2,146	2,352	2,546	2,723	营业外收入	2	4	4	4	4
资产总计	3,306	3,418	3,865	4,312	4,838	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	40	0	0	0	0	利润总额	541	371	473	601	720
应付票据及应付账款	248	180	211	254	305	所得税	64	46	59	75	89
其他	132	208	210	213	216	净利润	477	325	414	527	630
流动负债合计	420	389	422	467	520	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	281	193	193	193	193	归属于母公司净利润	477	325	414	527	630
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.81	0.55	0.70	0.89	1.07
其他	78	78	78	78	78	主要财务比率					
非流动负债合计	359	272	272	272	272		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	780	660	693	738	792	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	-6.6%	-13.2%	19.4%	21.7%	20.0%
实收资本（或股本）	589	589	589	589	589	营业利润	5.3%	-31.9%	27.8%	27.3%	19.8%
资本公积	17	(77)	(77)	(77)	(77)	归属于母公司净利润	6.4%	-31.9%	27.6%	27.1%	19.7%
留存收益	1,921	2,245	2,660	3,062	3,535	获利能力					
其他	0	1	0	0	0	毛利率	23.4%	24.6%	25.9%	27.0%	27.0%
股东权益合计	2,526	2,758	3,171	3,574	4,046	净利率	21.9%	17.1%	18.3%	19.1%	19.1%
负债和股东权益总计	3,306	3,418	3,865	4,312	4,838	ROE	19.9%	12.3%	14.0%	15.6%	16.5%
现金流量表						ROIC	16.4%	10.7%	12.5%	14.1%	15.0%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	477	325	414	527	630	资产负债率	23.6%	19.3%	17.9%	17.1%	16.4%
折旧摊销	81	110	109	126	144	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(21)	(1)	2	(2)	(5)	流动比率	3.29	3.27	3.59	3.78	4.07
投资损失	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	速动比率	2.70	2.73	3.00	3.15	3.39
营运资金变动	104	(54)	(61)	(94)	(106)	营运能力					
其它	(159)	(60)	(6)	(6)	(6)	应收账款周转率	9.7	8.1	8.2	8.3	8.3
经营活动现金流	481	321	456	551	657	存货周转率	6.7	6.3	7.4	7.4	7.4
资本支出	(382)	(292)	(321)	(321)	(321)	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
长期投资	(6)	(1)	6	0	0	每股指标（元）					
其他	294	179	8	7	7	每股收益	0.81	0.55	0.70	0.89	1.07
投资活动现金流	(93)	(113)	(307)	(314)	(314)	每股经营现金流	0.82	0.54	0.77	0.94	1.12
债权融资	(54)	(3)	0	0	0	每股净资产	4.29	4.68	5.39	6.07	6.87
股权融资	(147)	(94)	0	0	0	估值比率					
其他	(88)	(62)	(2)	(123)	(153)	市盈率	12.0	17.7	13.8	10.9	9.1
筹资活动现金流	(289)	(159)	(2)	(123)	(153)	市净率	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
汇率变动影响	8	1	-0	-0	-0	EV/EBITDA	8.9	11.2	9.2	7.4	6.2
现金净增加额	106	49	147	114	190	EV/EBIT	10.3	14.5	11.3	8.9	7.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。