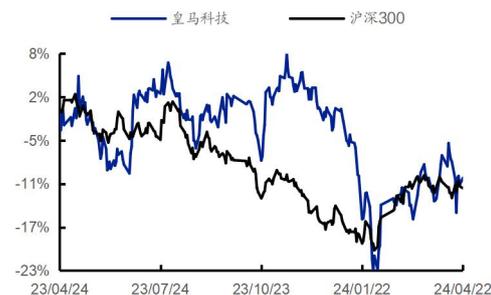


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 仲逸涵 S0350123070022
 zhongyh@ghzq.com.cn

持续优化产能结构, 第三工厂积极推进

—— 皇马科技 (603181) 2023 年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
皇马科技	0.0%	6.9%	-10.2%
沪深 300	-0.4%	9.7%	-12.4%

市场数据

市场数据	2024/04/22
当前价格 (元)	9.85
52 周价格区间 (元)	8.00-12.16
总市值 (百万)	5,798.69
流通市值 (百万)	5,798.69
总股本 (万股)	58,870.00
流通股本 (万股)	58,870.00
日均成交额 (百万)	17.57
近一月换手 (%)	0.29

相关报告

《皇马科技 (603181) 2023 年三季报点评: 三季度业绩同环比双增, 小品种销量持续增长 (买入) *化学制品*李永磊, 董伯骏, 汤永俊》——2023-11-01

《皇马科技 (603181) 2023 年中报点评: 2023H1 业绩承压, 看好小品种未来持续成长 (买入) *化学制品*李永磊, 董伯骏》——2023-08-26

事件:

2024 年 4 月 17 日, 皇马科技发布 2023 年年度报告: 2023 年实现营业收入 18.94 亿元, 同比降低 13.2%; 实现归母净利润 3.25 亿元, 同比降低 31.9%; 实现扣非归母净利润 2.95 亿元, 同比降低 7.9%; 销售毛利率 24.6%, 同比上升 1.2 个 pct, 销售净利率 17.1%, 同比降低 4.7 个 pct; 经营活动现金流净额为 3.21 亿元。

2023Q4 单季度, 公司实现营业收入 4.88 亿元, 同比+5.8%, 环比-4.1%; 实现归母净利润为 0.9 亿元, 同比-8.6%, 环比+6.5%; 扣非后归母净利润 0.88 亿元; 经营活动现金流净额为 0.93 亿元。销售毛利率为 26.1%, 同比+3.4pct, 环比+0.3pct; 销售净利率为 18.4%, 同比降低 2.9pct, 环比上升 1.8pct。

投资要点:

■ 公司适时优化产品结构, 2023 年盈利能力稳步提升

2023 年上半年, 公司主动退出了大品种板块中减水剂产品的生产。2023 年全年公司实现营业收入 18.94 亿元, 同比降低 13.2%; 实现归母净利润 3.25 亿元, 同比降低 31.9%, 同比减少 1.52 亿元。2023 年公司实现毛利润 4.66 亿元, 同比-0.45 亿元, 期间费用 1.37 亿元, 同比-0.14 亿元, 其他收益 0.40 亿元, 同比-1.26 亿元, 主要系相关政府补助减少。分板块来看, 2023 年公司大品种产品/小品种产品分别实现营收 0.58/18.34 亿元, 同比分别变动-82.51%/-0.87%; 大品种产品/小品种产品毛利率分别为 4.61%/25.18%, 同比-4.53 个 pct/-0.78 个 pct。公司适时调整经营策略, 全力聚焦高盈利小品种产品。2023 年公司综合毛利率 24.61%, 同比+1.2 个 pct。2023 年, 公司经营活动产生的净现金流量为 3.21 亿元, 同比-33.32%, 主要系 2023 年销售减少所致。期间费用率方面, 2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.46%/6.81%/3.88%/-0.03%, 同比+0.05/0.06/-0.73/+0.95 个 pct。

2023 年 Q4 公司实现净利润 0.90 亿元, 环比增加 0.06 亿元, 实现毛利润 1.27 亿元, 环比减少 0.04 亿元, 其他收益环比+0.10 亿元, 销

售毛利率为 26.1%，同比+3.4pct，环比+0.3pct。

■ 全力聚焦高盈利小品种，2023 年小品种销量 13 万吨

当前我国表面活性剂工业已有相当大的生产规模，设备和技术已越来越接近国际水平，产品数量、种类和质量都有大幅度增长和提高，随着国产替代的需求正在进一步加速，国内龙头企业正迎来表面活性剂创新发展的黄金期。随着世界经济的发展以及科学技术领域的开拓，表面活性剂的发展更加迅猛，其应用领域也将从现有的传统领域向各高新技术产业与战略新兴领域拓展。

2023 年公司大品种产品销量 0.82 万吨，同比-79.73%，大品种产品单价 0.70 万元/吨，同比-0.11 万元/吨；小品种产品销量 13.31 万吨，同比+10.02%，小品种产品单价 1.38 万元/吨，同比-0.15 万元/吨。公司主动退出大品种减水剂板块产品的生产后，积极开拓以湿电子化学品用表面活性剂、新能源胶树脂、UV 光固化新材料树脂等为代表的成长性产品，本着“小品种创盈利”的原则持续深耕小品种领域，预计随着公司产品结构的持续优化，公司盈利能力有望实现逐步增长。

■ 第三工厂开眉客积极推进，持续深耕特种表面活性剂

经过多年发展，公司已成为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企业。公司目前有绿科安及皇马尚宜两大生产基地，具备年产近 30 万吨特种表面活性剂的生产能力。此外，0.9 万吨聚醚胺技改项目催化剂和冷凝系统等安装尚在进行中。

“第三工厂”皇马开眉客年产 33 万吨高端功能新材料项目亦在积极推进中，预计形成年产 33 万吨高端功能新材料（12 万吨高端环氧树脂固化剂-聚醚胺系列产品、5 万吨端硅氧烷基聚醚新材料树脂产品、3 万吨烯丙醇及衍生产品、1.5 万吨炔二醇及衍生产品、2 万吨树脂稀释剂产品、3 万吨乙撑胺产品、1 万吨甲基环氧氯丙烷产品、1.5 万吨生物基高端表面活性剂产品、1 万吨航天航空高端树脂新材料产品、3 万吨特种高分子聚醚新材料产品），一期项目年产 16.85 万吨高端功能新材料，将于 2025 年底前实现试生产。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司产品结构及价格、盈利情况，我们对公司业绩预测进行适当调整，预计公司 2024-2026 年营收分别为 23.48、27.62、33.12 亿元，归母净利润分别为 4.02、4.73、5.71 亿元，对应 PE 分别 14、12、10 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

风险提示 新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1894	2348	2762	3312
增长率(%)	-13	24	18	20
归母净利润(百万元)	325	402	473	571
增长率(%)	-32	24	18	21
摊薄每股收益(元)	0.55	0.68	0.80	0.97
ROE(%)	12	13	13	14
P/E	19.18	14.43	12.25	10.16
P/B	2.33	1.85	1.61	1.39
P/S	3.40	2.47	2.10	1.75
EV/EBITDA	12.88	9.05	7.46	5.85

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

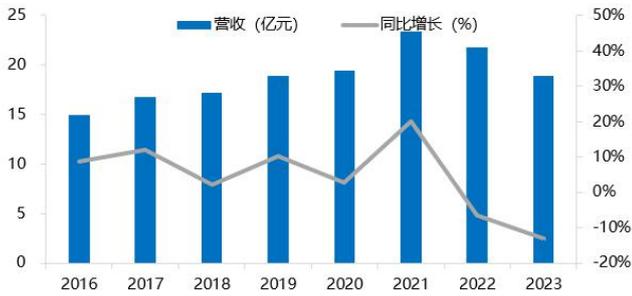
表 1：皇马科技主要产品季度经营数据

指标		2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3
大品种	营收 (亿元)	0.02	0.09	0.21	0.25	0.44	0.92
	销量 (万吨)	0.02	0.13	0.32	0.35	0.59	1.20
	单价 (元/吨)	7416.75	7075.13	6684.13	7225.39	7472.75	7657.06
小品种	营收 (亿元)	4.85	5.00	4.43	4.06	4.16	3.97
	销量 (万吨)	3.54	3.74	3.17	2.87	2.92	2.77
	单价 (元/吨)	13728.04	13372.29	13956.64	14167.89	14248.47	14335.75
营业收入 (亿元)		4.88	5.09	4.65	4.32	4.61	4.90
营业成本 (亿元)		3.61	3.78	3.62	3.28	3.57	3.93
毛利润 (亿元)		1.27	1.31	1.03	1.04	1.05	0.97
毛利率 (%)		26.02%	25.80%	22.16%	24.18%	22.72%	19.82%
净利润 (亿元)		0.90	0.85	0.71	0.79	0.99	0.82
净利率 (%)		18.44%	16.61%	15.34%	18.25%	21.36%	16.72%

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

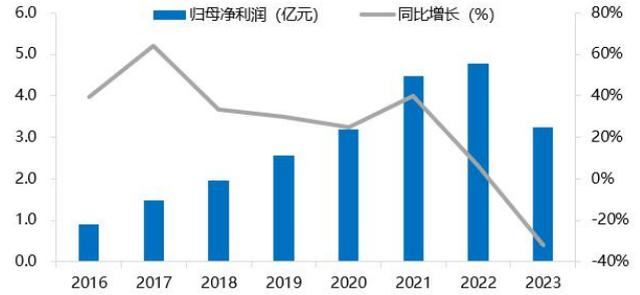
2、公司财务数据

图 7：2023 年营收同比下滑 13.21%



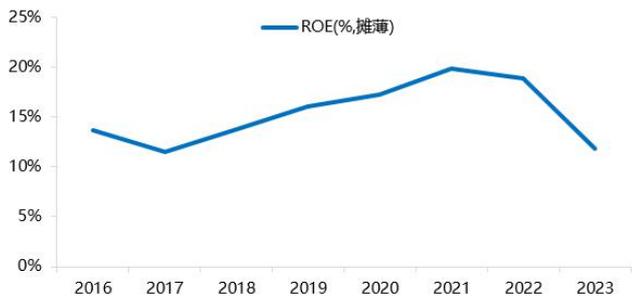
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年归母净利润同比下降 31.94%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年净资产收益率下滑



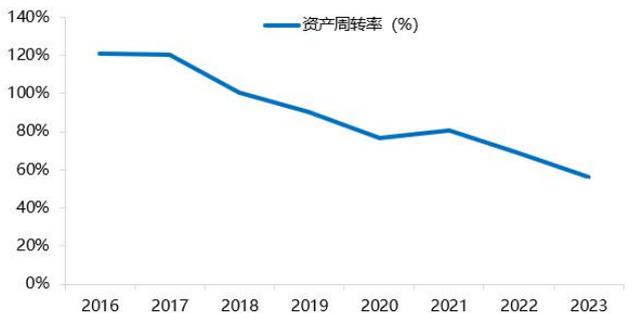
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023 年资产负债率走低



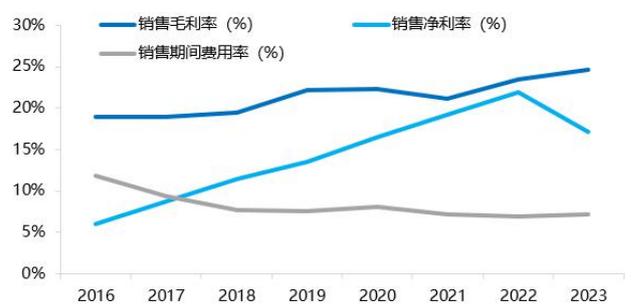
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：2023 年资产周转率为 56.34%



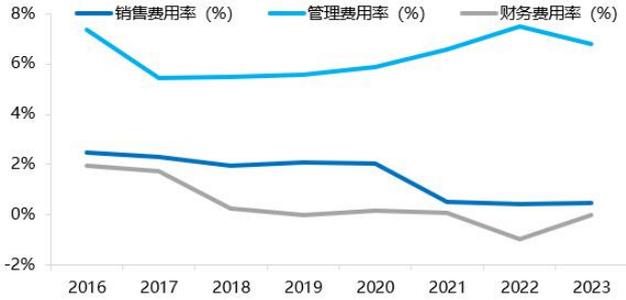
资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：2023 年毛利率为 24.62%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 13: 2023 年期间费用率基本维持



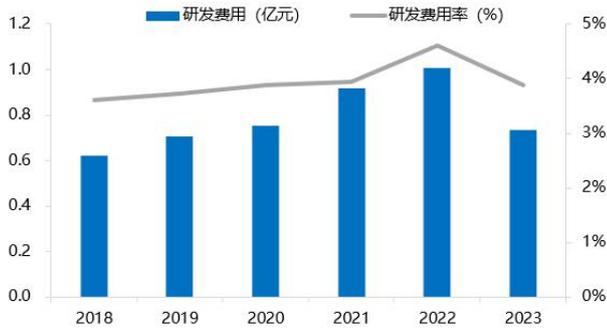
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2023 年经营活动现金流净额 3.21 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2023 年研发费用达 0.73 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 2023 年 Q4 营收环比下降 4.05%



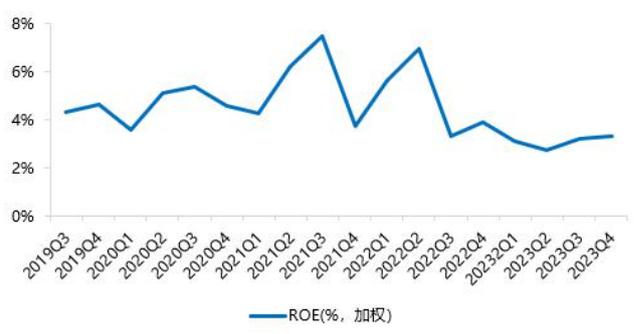
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 2023 年 Q4 归母净利润环比上升 6.54%



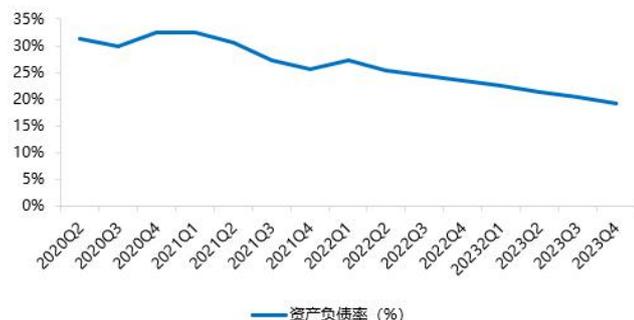
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度净资产收益率



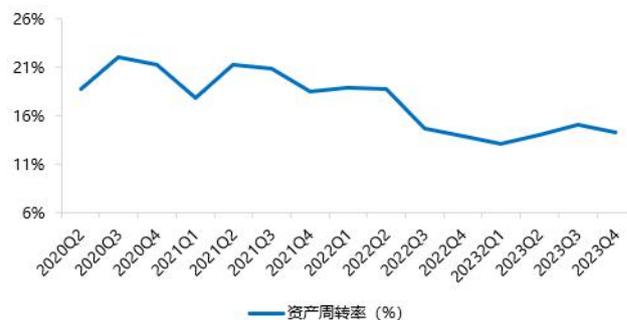
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度资产负债率



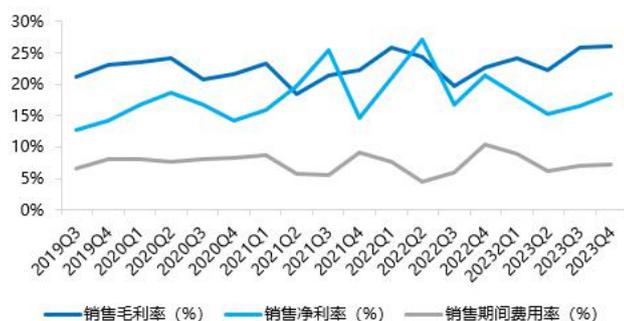
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度资产周转率



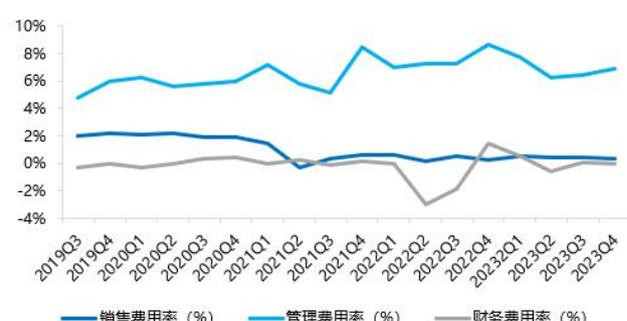
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 季度毛利率及净利率



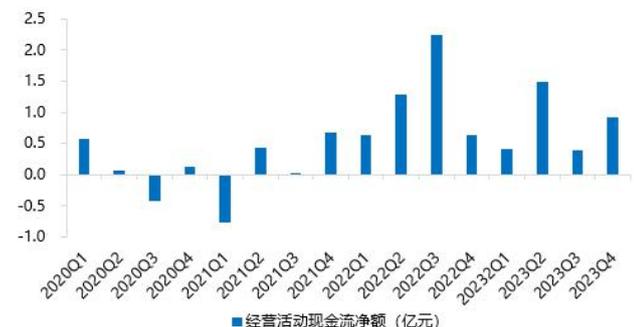
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 季度期间费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 2023 年 Q4 经营活动现金流净额 0.93 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 季度研发费用情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 公司主要产品收入情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 公司主要产品毛利情况



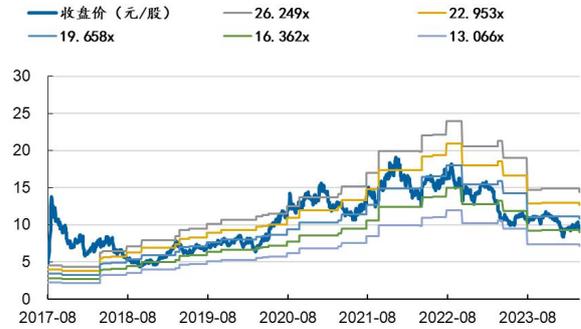
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: 收盘价及 PE (TTM)



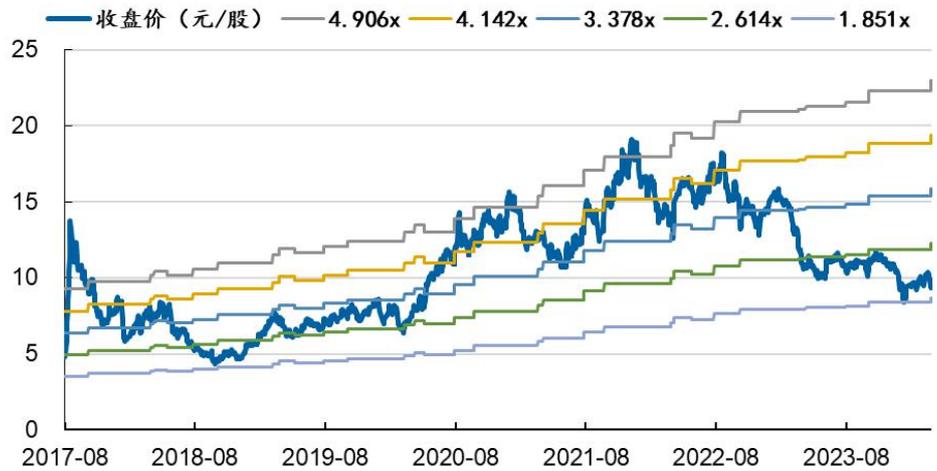
资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/19)

图 28: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/19)

图 29: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/19)

3、盈利预测与评级

综合考虑公司产品结构及价格、盈利情况，我们对公司业绩预测进行适当调整，预计公司 2024-2026 年营收分别为 23.48、27.62、33.12 亿元，归母净利润分别为 4.02、4.73、5.71 亿元，对应 PE 分别 14、12、10 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

4、风险提示

新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

附表：皇马科技盈利预测表

证券代码:	603181				股价:	9.85				投资评级:	买入				日期:	2024/04/22			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	12%	13%	13%	14%	EPS	0.57	0.68	0.80	0.97										
毛利率	25%	24%	24%	24%	BVPS	4.68	5.31	6.12	7.09										
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值														
销售净利率	17%	17%	17%	17%	P/E	19.18	14.43	12.25	10.16										
成长能力					P/B	2.33	1.85	1.61	1.39										
收入增长率	-13%	24%	18%	20%	P/S	3.40	2.47	2.10	1.75										
利润增长率	-32%	24%	18%	21%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.55	0.61	0.64	0.67	营业收入	1894	2348	2762	3312										
应收账款周转率	7.58	8.63	10.42	11.55	营业成本	1428	1785	2099	2517										
存货周转率	9.04	9.92	12.02	15.22	营业税金及附加	11	13	15	19										
偿债能力					销售费用	9	11	13	15										
资产负债率	19%	18%	17%	15%	管理费用	56	59	69	83										
流动比	3.27	3.30	3.69	4.34	财务费用	-1	-4	-5	-11										
速动比	2.62	2.62	3.05	3.74	其他费用/(-收入)	73	75	88	106										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	367	458	539	651										
现金及现金等价物	690	747	1012	1365	营业外净收支	3	0	0	0										
应收款项	250	272	265	287	利润总额	371	458	539	651										
存货净额	210	237	230	218	所得税费用	46	56	66	80										
其他流动资产	122	146	154	193	净利润	325	402	473	571										
流动资产合计	1271	1402	1661	2063	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	1582	1766	1933	2059	归属于母公司净利润	325	402	473	571										
在建工程	246	253	259	241	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	312	396	458	543	经营活动现金流	321	515	666	732										
长期股权投资	6	8	11	13	净利润	325	402	473	571										
资产总计	3418	3824	4323	4919	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	111	142	154	176										
应付款项	180	206	213	220	公允价值变动	-6	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-117	-37	31	-23										
其他流动负债	208	219	237	256	投资活动现金流	-113	-417	-392	-369										
流动负债合计	389	425	450	476	资本支出	-199	-416	-390	-369										
长期借款及应付债券	193	193	193	193	长期投资	82	-2	-3	-2										
其他长期负债	78	78	78	78	其他	4	1	1	1										
长期负债合计	272	272	272	272	筹资活动现金流	-159	-41	-9	-9										
负债合计	660	697	722	747	债务融资	-43	0	0	0										
股本	589	589	589	589	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	2758	3128	3601	4171	其它	-116	-41	-9	-9										
负债和股东权益总计	3418	3824	4323	4919	现金净增加额	49	57	265	353										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。