

皇马科技（603181.SH）

产销双增推动业绩环比向好，看好公司“小品种”战略进一步深化

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,182	1,894	2,283	2,762	3,296
增长率 yoy（%）	-6.6	-13.2	20.5	21.0	19.3
归母净利润（百万元）	477	325	402	483	582
增长率 yoy（%）	6.4	-31.9	23.9	20.1	20.5
ROE（%）	18.9	11.8	13.1	13.7	14.4
EPS 最新摊薄（元）	0.81	0.55	0.68	0.82	0.99
P/E（倍）	14.2	20.9	16.9	14.0	11.7
P/B（倍）	2.7	2.5	2.2	1.9	1.7

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2024 年 10 月 26 日，皇马科技发布 2024 年三季报。公司 2024 年前三季度收入为 17.22 亿元，同比上升 22.50%；归母净利润为 2.86 亿元，同比上升 21.68%；扣非净利润为 2.81 亿元，同比上升 36.18%。对应公司 3Q24 营业收入为 6.13 亿元，同比上升 20.49%，环比上升 6.23%；归母净利润为 0.95 亿元，同比上升 12.27%，环比下降 7.69%。

点评：公司持续聚焦小品种，产销量双增推动业绩同比稳定增长。根据公司 2023 年及 2024 年前三季度主要经营数据披露，2024 年前三季度公司主要产品特种功能性及高分子材料表面活性剂产量为 131195.42 吨，同比增长 28.30%，销量为 131285.06 吨，同比增长 24.11%。单季度来看，根据公司 2024 年一季度、半年度及前三季度主要经营数据披露，3Q24 公司特种功能性及高分子材料表面活性剂产量为 4.66 万吨，环比增长 6.64%，销量为 4.71 万吨，环比增长 7.67%，其中战略性新兴板块产品销量为 1.25 万吨，环比增长 8.64%。我们认为公司的重心已逐步转移到“小品种”表面活性剂，其产销量的快速增长弥补了因停产大品种减水剂板块产品带来的产销量下降，随着公司“小品种”战略的持续深化，公司盈利水平有望进一步增长。

产品及原材料价格方面，2024 年前三季度公司特种功能性及高分子材料表面活性剂平均售价为 13102.26 元/吨，同比下降 1.35%。环氧乙烷平均采购价为 5860.08 元/吨，同比上升 4.55%，环氧丙烷平均采购价为 8091.29 元/吨，同比下降 6.12%。

2024 年前三季度公司销售费用同比下降 0.03%，销售费用率为 0.40%，同比下降 0.10pcts；财务费用同比下降 3474.34%，财务费用率为 -0.45%，同比下降 0.43pcts；管理费用同比上升 2.96%，管理费用率为 2.46%，同比下降 0.47pcts；研发费用同比上升 14.17%，研发费用率为 3.60%，同比下降 0.26pcts。

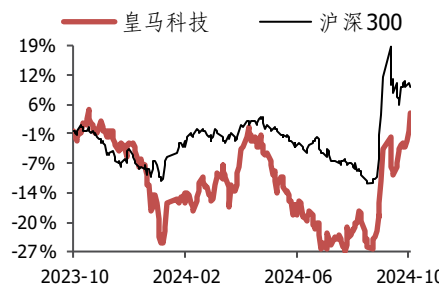
2024 年前三季度公司各项现金流净额变化较大。经营性活动产生的现金流净额为 0.55 亿元，同比下降 75.96%；投资活动产生的现金流净额为 -1.03 亿元，同比上升 45.72%；筹资活动产生的现金流净额为 0.03 亿元，同比上升 102.67%；期末现金及等价物余额为 6.39 亿元，同比上升 13.58%。应收

买入（维持评级）

股票信息

行业	基础化工
2024 年 10 月 29 日收盘价（元）	11.52
总市值（百万元）	6,781.82
流通市值（百万元）	6,781.82
总股本（百万股）	588.70
流通股本（百万股）	588.70
近 3 月日均成交额（百万元）	32.94

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 林森

执业证书编号：S1070123060039

邮箱：linsen@cgws.com

相关研究

- 《重点产品销量提升推动业绩环比增长，看好开眉客工厂建设》2024-08-28
- 《公司短期内业绩承压，看好公司产品结构升级与开眉客工厂建设》2024-04-26
- 《特种表面活性剂龙头企业，产品结构升级推动盈利能力提升》2023-11-24

账款同比上升 16.06%，应收账款周转率有所上升，从 2023 年同期的 5.78 次上升到 6.16 次；存货同比上升 7.55%，存货周转率有所上升，从 2023 年同期的 4.84 次上升到 6.13 次。

公司出售参股公司股权，战略重心进一步向主业回归。根据公司 2024 年 10 月 25 日出售参股公司股权公告披露，公司决定拟以 480 万元人民币的价格出售持有的中科亚安 24.62% 的股权，关联人王伟松决定以 840 万元人民币的价格出售持有的中科亚安 22.31% 的股权，股权的受让方均为中天胜，交易完成后公司与关联人王伟松先生各自持有的中科亚安股权比例将变更为 0。中科亚安主要从事高性能纤维及复合材料、工程塑料及合成树脂等材料的制造。此外交易有利于公司提高运营效率，集中资源发展具有竞争优势的特种表面活性剂领域，符合公司的发展战略和长远利益。我们认为此次参股公司股权的出售将使公司的战略重心进一步聚焦于特种表面活性剂领域，有利于公司“小品种”战略的持续深化。

投资建议：我们预计皇马科技 2024-2026 年收入分别为 22.83/27.62/32.96 亿元，同比增长 20.5%/21.0%/19.3%，归母净利润分别为 4.02/4.83/5.82 亿元，同比增长 23.9%/20.1%/20.5%，对应 EPS 分别为 0.68/0.82/0.99 元。结合公司 10 月 29 日收盘价，对应 PE 分别为 17/14/12 倍。我们基于以下两个方面：1) 我们认为公司的重心已逐步转移到“小品种”表面活性剂，其产销量的快速增长弥补了因停产大品种减水剂板块产品带来的产销量下降，随着公司“小品种”战略的持续深化，公司盈利水平有望进一步增长；2) 我们认为此次参股公司股权的出售将使公司的战略重心进一步聚焦于特种表面活性剂领域，有利于公司“小品种”战略的持续深化，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险、环境保护风险、安全生产风险、原材料价格波动风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1382	1271	1679	1845	2324
现金	659	690	832	1007	1201
应收票据及应收账款	220	250	317	369	449
其他应收款	33	1	40	9	49
预付账款	29	29	41	43	57
存货	244	210	357	324	475
其他流动资产	197	92	92	92	92
非流动资产	1923	2146	2342	2602	2887
长期股权投资	6	6	7	8	8
固定资产	1445	1582	1753	1971	2216
无形资产	144	251	270	294	324
其他非流动资产	328	307	312	329	340
资产总计	3306	3418	4021	4446	5211
流动负债	420	389	700	696	944
短期借款	40	0	229	284	342
应付票据及应付账款	248	180	355	289	466
其他流动负债	132	208	116	124	136
非流动负债	359	272	249	232	214
长期借款	281	193	171	154	136
其他非流动负债	78	78	78	78	78
负债合计	780	660	949	928	1157
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	589	589	589	589	589
资本公积	228	233	233	233	233
留存收益	1921	2245	2607	3030	3539
归属母公司股东权益	2526	2758	3072	3518	4054
负债和股东权益	3306	3418	4021	4446	5211

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	481	321	376	506	604
净利润	477	325	402	483	582
折旧摊销	93	111	126	149	176
财务费用	-21	-1	-10	-8	-13
投资损失	-1	-1	-2	-2	-2
营运资金变动	-52	-123	-87	-57	-103
其他经营现金流	-16	9	-53	-59	-36
投资活动现金流	-93	-113	-265	-347	-424
资本支出	216	199	320	408	461
长期投资	66	82	-1	-1	-1
其他投资现金流	56	4	56	62	38
筹资活动现金流	-289	-159	-198	-40	-43
短期借款	-0.001	-40.048	229	55	58
长期借款	-54	-88	-23	-17	-18
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	11	5	0	0	0
其他筹资现金流	-246	-36	-404	-78	-83
现金净增加额	106	49	-87	119	137

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2182	1894	2283	2762	3296
营业成本	1671	1428	1784	2146	2516
营业税金及附加	9	11	11	13	16
销售费用	9	9	19	15	19
管理费用	63	56	60	76	92
研发费用	100	73	94	112	134
财务费用	-21	-1	-10	-8	-13
资产和信用减值损失	-4	3	-1	-0.46	-0.03
其他收益	166	40	78	81	91
公允价值变动收益	5	6	15	12	10
投资净收益	1	1	2	2	2
资产处置收益	22	-0.02	38	48	27
营业利润	540	367	458	549	661
营业外收入	2	4	2	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	541	371	459	551	663
所得税	64	46	57	68	81
净利润	477	325	402	483	582
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	477	325	402	483	582
EBITDA	630	483	577	696	832
EPS (元/股)	0.81	0.55	0.68	0.82	0.99

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-6.6	-13.2	20.5	21.0	19.3
营业利润 (%)	5.3	-31.9	24.6	20.0	20.4
归属母公司净利润 (%)	6.4	-31.9	23.9	20.1	20.5
获利能力					
毛利率 (%)	23.4	24.6	21.8	22.3	23.7
净利率 (%)	21.9	17.1	17.6	17.5	17.7
ROE (%)	18.9	11.8	13.1	13.7	14.4
ROIC (%)	15.9	10.3	11.0	11.8	12.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.6	19.3	23.6	20.9	22.2
净负债比率 (%)	-8.4	-10.2	-10.2	-12.6	-14.6
流动比率	3.3	3.3	2.4	2.6	2.5
速动比率	2.6	2.6	1.8	2.1	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	9.7	8.1	8.1	8.1	8.1
应付账款周转率	7.7	7.8	7.8	7.8	7.8
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.81	0.55	0.68	0.82	0.99
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.82	0.54	0.64	0.86	1.03
每股净资产 (最新摊薄)	4.29	4.68	5.22	5.98	6.89
估值比率					
P/E	14.2	20.9	16.9	14.0	11.7
P/B	2.7	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	10.2	13.4	11.2	9.1	7.4

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686