

603181.SH

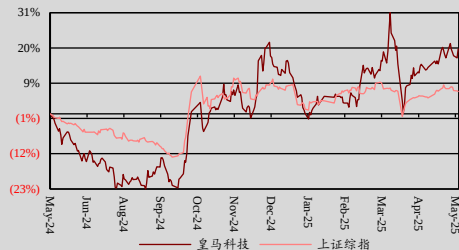
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 12.67

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	12.1	4.5	15.0	18.4
相对上证综指	9.7	3.2	16.4	11.5

发行股数(百万)	588.70
流通股(百万)	588.70
总市值(人民币 百万)	7,458.83
3个月日均交易额(人民币 百万)	108.31
主要股东	
王伟松	19.5%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 5 月 27 日收市价为标准

相关研究报告

《皇马科技》20240825

《皇马科技》20240422

《皇马科技》20231127

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工：化学制品

证券分析师：余嫒嫒

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

证券分析师：徐中良

8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524050001

皇马科技

产品销量持续提升，经营业绩稳步增长

公司发布 2024 年年报，2024 年度实现营业收入 23.33 亿元，同比增加 23.17%；实现归母净利润 3.98 亿元，同比增加 22.50%；实现扣非归母净利润 3.77 亿元，同比增加 27.81%。其中 24Q4 实现营业收入 6.11 亿元，同比增长 25.09%；实现归母净利润 1.12 亿元，同比增长 24.61%；实现扣非归母净利润 0.95 亿元，同比增长 8.20%。

公司发布 2025 年一季度报告，2025 年一季度实现营业收入 6.03 亿元，同比增加 13.47%；实现归母净利润 1.02 亿元，同比增加 15.77%；实现扣非归母净利润 0.99 亿元，同比增加 21.91%。

公司特种表面活性剂产能顺利释放，经营业绩持续增长，维持买入评级。

支撑评级的要点

■ **产品销量快速增长，经营业绩显著改善。**公司特种表面活性剂 2024 年产量分别为 18.31 万吨/17.93 万吨，同比分别增长 30.66%/26.85%，其中战略新兴板块实现销量 4.85 万吨。2025 年一季度产销量分别为 4.55 万吨/4.73 万吨，同比分别+11.08%/+16.99%，其中战略新兴板块实现销量 1.38 万吨，同比增长 30.60%。2024 年公司销售毛利率为 24.98%，同比增长 0.36 pct，期间费用率（研发+销售+管理+财务）为 6.12%，同比-1.13 pct。公司本着“小品种创盈利”的原则持续深耕小品种领域，积极开拓以湿电子化学品、UV 光固化用表面活性剂、新能源胶树脂等新材料树脂为代表的成长性产品，随着公司产品结构的不断优化，板块产品的持续创新叠加，公司盈利能力有望稳步增长。

■ **产能利用率稳步提升，在建项目有序推进。**2024 年皇马尚宜工厂产能利用率为 82.36%，同比提升 17.08 pct。实现净利润 2.64 亿元，同比增长 22.65%，绿科安工厂产能利用率为 79.58%，同比提升 15.72 pct，净利润为 1.44 亿元，同比增长 35.76%。绿科安公司年产 0.9 万吨聚醚胺技改项目于 2024 年第三季度投产运行，同时“第三工厂”皇马开眉客年产 33 万吨高端功能新材料项目建设有序推进。随着公司现有产能利用率提升，低成本优势有望巩固，同时第三工厂建设顺利推进，未来发展动能充沛。

■ **技术创新优势巩固，产品品类持续增多。**公司 2024 年研发费用 8839.90 万元，同比增加 16.02%，新增国家授权发明专利 18 件，新增国际授权发明专利 3 件，新增实用新型专利 9 件。2024 年累计拥有国家级重点新产品 10 只。新增省级新产品试制计划 15 只，累计 288 只。公司坚持专精特新、绿色低碳发展道路，积极开发具有自主知识产权的特种表面活性剂产品，随着新产品的种类丰富以及质量优化，核心竞争力持续提升。

估值

■ 结合 2025 年一季度销量增长情况以及 2026 年产品销量及价格展望，调整盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.84 元、0.98 元、1.14 元，对应 PE 分别为 15.0 倍、12.9 倍、11.1 倍。看好公司产品放量持续增长，维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 在建项目进度不及预期，产品价格大幅波动，下游需求持续低迷。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	1,894	2,333	2,720	3,174	3,827
增长率(%)	(13.2)	23.2	16.6	16.7	20.6
EBITDA(人民币 百万)	431	532	663	782	917
归母净利润(人民币 百万)	325	398	497	577	672
增长率(%)	(31.9)	22.5	24.9	16.1	16.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.55	0.68	0.84	0.98	1.14
原股本摊薄每股收益(人民币)	/	/	0.81	1.03	/
调整幅度(%)	/	/	3.70	(4.85)	/
市盈率(倍)	22.9	18.7	15.0	12.9	11.1
市净率(倍)	2.7	2.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA(倍)	14.1	12.5	10.7	8.7	7.1
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
股息率(%)	1.4	1.8	2.1	2.4	2.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 公司 2024 年年度财务报告摘要

(百万元)	2024 年度	2023 年度	同比增长 (%)
一、营业总收入	2,332.98	1,894.11	23.17
二、营业总成本	1,910.58	1,576.20	21.21
其中：营业成本	1,750.21	1,427.85	22.58
营业税金及附加	17.66	11.02	60.23
销售费用	9.69	8.80	10.10
管理费用	55.15	55.64	(0.88)
研发费用	88.40	73.42	20.40
财务费用	(10.52)	(0.53)	(1,879.60)
资产减值损失	(0.52)	(0.29)	(80.69)
三、其他经营收益	49.24	40.18	22.55
公允价值变动收益	(9.63)	5.69	(269.04)
投资收益	(0.93)	0.79	(217.35)
四、营业利润	455.51	367.45	23.97
加：营业外收入	1.16	4.33	(73.17)
减：营业外支出	1.32	0.94	40.97
五、利润总额	455.35	370.84	22.79
减：所得税	57.57	46.11	24.86
六、净利润	397.78	324.73	22.50
减：少数股东损益	0.00	0.00	-
七、归属母公司净利润	397.78	324.73	22.50

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 2. 公司 2024 年第四季度财务报告摘要

(百万元)	2024 年第四季度	2023 年第四季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	610.79	488.29	25.09
二、营业总成本	504.51	400.66	25.92
其中：营业成本	459.71	360.79	27.42
营业税金及附加	5.75	4.84	18.79
销售费用	2.72	1.83	48.59
管理费用	12.71	14.42	(11.87)
研发费用	26.37	19.09	38.15
财务费用	(2.75)	(0.31)	(775.49)
资产减值损失	(0.52)	0.07	(890.63)
三、其他经营收益	-	-	-
公允价值变动收益	(0.62)	2.07	(129.79)
投资收益	0.05	0.17	(71.57)
四、营业利润	128.80	102.97	25.09
加：营业外收入	(0.01)	1.01	(101.03)
减：营业外支出	0.49	0.32	51.99
五、利润总额	128.31	103.66	23.77
减：所得税	16.11	13.62	18.23
六、净利润	112.20	90.04	24.61
减：少数股东损益	0.00	0.00	-
七、归属母公司净利润	112.20	90.04	24.61

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 3. 公司 2025 年第一季度财务报告摘要

(百万元)	2025 年第一季度	2024 年第一季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	603.41	531.77	13.47
二、营业总成本	488.04	440.73	10.73
其中：营业成本	442.39	402.95	9.79
营业税金及附加	5.77	2.81	105.53
销售费用	2.91	2.35	23.82
管理费用	16.81	13.93	20.69
研发费用	22.44	19.28	16.37
财务费用	(2.27)	(0.58)	(289.57)
资产减值损失	0.00	0.00	-
其他收益	1.79	15.45	(88.42)
公允价值变动收益	2.08	(4.77)	143.55
投资收益	(0.25)	(0.18)	(36.63)
四、营业利润	118.29	100.42	17.79
加：营业外收入	1.08	0.72	50.52
减：营业外支出	0.60	0.68	(11.09)
五、利润总额	118.76	100.46	18.21
减：所得税	16.99	12.55	35.34
六、净利润	101.77	87.91	15.77
减：少数股东损益	0.00	0.00	-
七、归属母公司净利润	101.77	87.91	15.77

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 4. 皇马科技 2024 年度经营数据汇总

主要产品	产量 (万吨)		销量 (万吨)		营业收入 (亿元)		均价 (万元/吨)	
	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年
特种功能性及高分子材料表面活性剂	18.31	13.33	17.93	13.31	23.32	18.34	1.30	1.34
其中：战略性新兴产业	-	-	4.85	-	6.09	-	-	-
(%)	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比
特种功能性及高分子材料表面活性剂	30.66	-	26.85	-	23.23	-	(2.85)	-
其中：战略性新兴产业	-	-	-	-	-	-	-	-

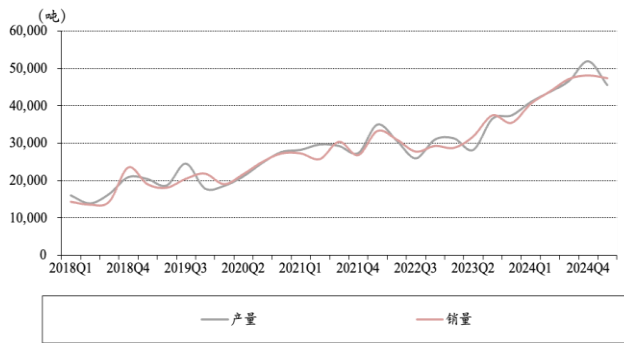
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 皇马科技 2025 年第一季度经营数据汇总

主要产品	产量 (万吨)		销量 (万吨)		营业收入 (亿元)		均价 (万元/吨)	
	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1	2025Q1	2024Q1
特种功能性及高分子材料表面活性剂	4.55	4.09	4.73	4.04	6.03	5.32	1.27	1.31
其中：战略性新兴产业	-	-	1.38	1.06	1.66	1.40	-	-
(%)	同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比
特种功能性及高分子材料表面活性剂	11.08	-	16.99	-	13.46	-	(3.01)	-
其中：战略性新兴产业	-	-	30.6	-	18.37	-	-	-

资料来源：公司公告，中银证券

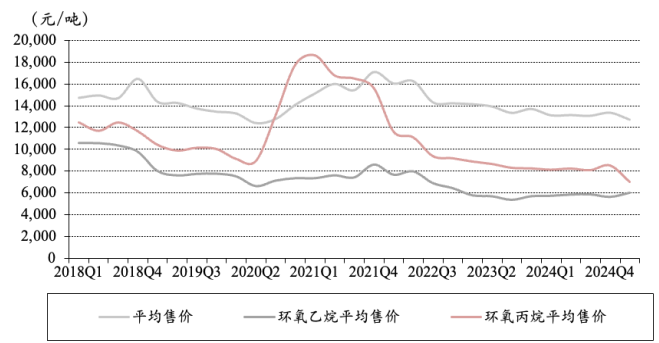
图表 6. 皇马科技产品产销量



资料来源：公司公告，中银证券

注：因大品种板块产品停产，2023 年及以前产销量为原“小品种”产品数据

图表 7. 皇马科技产品及原料价格



资料来源：公司公告，中银证券

注：因大品种板块产品停产，2023 年及以前产销量为原“小品种”产品数据

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,894	2,333	2,720	3,174	3,827
营业收入	1,894	2,333	2,720	3,174	3,827
营业成本	1,428	1,750	2,011	2,347	2,851
营业税金及附加	11	18	19	22	27
销售费用	9	10	11	13	16
管理费用	56	55	63	73	88
研发费用	73	88	98	114	138
财务费用	(1)	(11)	(9)	(15)	(20)
其他收益	40	49	45	45	45
资产减值损失	0	(1)	0	0	0
信用减值损失	3	(5)	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	6	(10)	0	0	0
投资收益	1	(1)	1	1	1
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	367	456	568	660	768
营业外收入	4	1	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	371	455	569	660	769
所得税	46	58	72	83	97
净利润	325	398	497	577	672
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	325	398	497	577	672
EBITDA	431	532	663	782	917
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.55	0.68	0.84	0.98	1.14

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,271	1,280	1,397	1,623	2,016
货币资金	690	533	672	888	1,160
应收账款	250	341	339	331	413
应收票据	0	1	1	1	1
存货	210	240	229	227	248
预付账款	29	28	33	36	47
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	93	137	122	142	146
非流动资产	2,146	2,595	2,730	2,871	2,960
长期投资	47	31	31	31	31
固定资产	1,582	1,726	1,815	1,959	2,066
无形资产	251	247	250	253	254
其他长期资产	266	591	634	628	609
资产合计	3,418	3,875	4,128	4,494	4,976
流动负债	389	394	396	415	434
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	163	195	196	195	201
其他流动负债	226	200	200	220	232
非流动负债	272	369	277	227	227
长期借款	193	292	200	150	150
其他长期负债	78	77	77	77	77
负债合计	660	764	674	642	661
股本	589	589	589	589	589
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,758	3,112	3,454	3,852	4,315
负债和股东权益合计	3,418	3,875	4,128	4,494	4,976

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	325	398	497	577	672
折旧摊销	111	125	149	182	214
营运资金变动	(55)	(126)	28	6	(101)
其他	(60)	(303)	16	(28)	(14)
经营活动现金流	321	94	690	737	771
资本支出	(199)	(252)	(310)	(310)	(310)
投资变动	86	6	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(113)	(247)	(310)	(310)	(310)
银行借款	(128)	99	(92)	(50)	0
股权融资	(117)	(77)	(154)	(179)	(209)
其他	86	(23)	4	17	19
筹资活动现金流	(159)	(1)	(243)	(212)	(190)
净现金流	49	(154)	138	216	272

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(13.2)	23.2	16.6	16.7	20.6
营业利润增长率(%)	(31.9)	24.0	24.8	16.1	16.5
归属于母公司净利润增长率(%)	(31.9)	22.5	24.9	16.1	16.4
息税前利润增长率(%)	(1.4)	26.9	26.4	16.8	17.2
息税折旧前利润增长率(%)	3.2	23.2	24.7	17.9	17.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(31.9)	22.5	24.9	16.1	16.4
获利能力					
息税前利润率(%)	16.9	17.4	18.9	18.9	18.4
营业利润率(%)	19.4	19.5	20.9	20.8	20.1
毛利率(%)	24.6	25.0	26.1	26.1	25.5
归母净利润率(%)	17.1	17.1	18.3	18.2	17.6
ROE(%)	11.8	12.8	14.4	15.0	15.6
ROIC(%)	9.1	10.1	12.0	12.8	13.4
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
净负债权益比	(0.1)	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.2)
流动比率	3.3	3.2	3.5	3.9	4.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	8.1	7.9	8.0	9.5	10.3
应付账款周转率	10.3	13.0	13.9	16.2	19.3
费用率					
销售费用率(%)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
管理费用率(%)	2.9	2.4	2.3	2.3	2.3
研发费用率(%)	3.9	3.8	3.6	3.6	3.6
财务费用率(%)	0.0	(0.5)	(0.3)	(0.5)	(0.5)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	0.2	1.2	1.3	1.3
每股净资产(最新摊薄)	4.7	5.3	5.9	6.5	7.3
每股股息	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	22.9	18.7	15.0	12.9	11.1
P/B(最新摊薄)	2.7	2.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	14.1	12.5	10.7	8.7	7.1
价格/现金流(倍)	23.2	78.9	10.8	10.1	9.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371