

皇马科技 (603181.SH)

强烈推荐 (维持)

业绩符合预期, 开眉客工厂年内将逐步试产

事件: 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报, 2025 年公司实现收入 24.04 亿元, 同比增长 3.06%, 实现归母净利润 4.37 亿元, 同比增长 9.76%, 扣非归母净利润 4.02 亿元, 同比增长 6.75%; 2026Q1 公司实现收入 6.57 亿元, 同比增长 8.88%, 实现归母净利润 1.12 亿元, 同比增长 10.47%, 环比增长 13.33%, 扣非归母净利润 1.10 亿元, 同比增长 10.98%, 环比增长 21.81%。

□ 业绩符合预期, 26Q1 毛利率明显提升。报告期内, 公司业绩实现稳健增长, 主要系公司持续开拓战略性新型板块, 深耕小品种领域, 产品结构不断优化, 销量持续增长。2025 年公司共实现特种表活产量 19.51 万吨, 销量 19.53 万吨, 收入 24.03 亿元, 平均售价为 1.23 万元/吨, 同比下滑 5.38%, 主要系主要原材料价格下滑所致; 其中 25Q4 实现产量 5.24 万吨, 销量 4.93 万吨。26Q1 公司实现特种表活产量 4.58 万吨, 销量 5.35 万吨, yoy +13%, qoq +9%, 均价 1.23 万元/吨。战略新兴板块方面, 2025 年公司实现销量 5.94 万吨, 收入 6.89 亿元, 均价 1.16 万元/吨; 其中 25Q4 实现销量 1.41 万吨, qoq -17%, 均价 1.10 万元/吨, qoq -1.76%; 26Q1 实现销量 1.36 万吨, qoq -3%, 均价 1.16 万元/吨, qoq +5.75%。26Q1 公司实现毛利率 28.41%, 净利率 17.11%, 环比 25Q4 分别提高 2.67、0.14 pct。

□ 开眉客工厂有望年内开始逐步试生产。公司开眉客工厂年产 33 万吨高端功能新材料项目顺利推进中, 预计开眉客一期 16.85 万吨部分车间将在 2026 年上半年实现调试, 争取 2026 年中前试生产, 部分车间计划在 2026 年下半年试生产; 项目二期 15.3 万吨产能部分车间将在 2026 年下半年实现调试, 争取 2026 年底前试生产, 部分车间在 2027 年实现试生产。开眉客项目的新产能既有围绕现有板块、现有系列产品的衍生开发叠加, 又有特种表面活性剂产业链的横向、纵向延伸, 同时还包括新产品、新板块等高分子新材料的布局, 预计随着第三工程逐步达产, 公司盈利能力有望再上一个台阶。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计公司 2026-2028 年收入分别是 28.93、34.10、40.01 亿元, 归母净利润分别为 5.58、6.53、7.62 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 15.8、13.5、11.6 倍, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 市场竞争加剧、安全生产、原材料价格波动的风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 2333 | 2404 | 2893 | 3410 | 4001 |
| 同比增长 | 23% | 3% | 20% | 18% | 17% |
| 营业利润(百万元) | 456 | 500 | 638 | 747 | 870 |
| 同比增长 | 24% | 10% | 28% | 17% | 17% |
| 归母净利润(百万元) | 398 | 437 | 558 | 653 | 762 |
| 同比增长 | 22% | 10% | 28% | 17% | 17% |
| 每股收益(元) | 0.68 | 0.74 | 0.95 | 1.11 | 1.29 |
| PE | 22.2 | 20.2 | 15.8 | 13.5 | 11.6 |
| PB | 2.8 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | 1.8 |

资料来源: 公司数据、招商证券

周期/化工

目标估值: NA

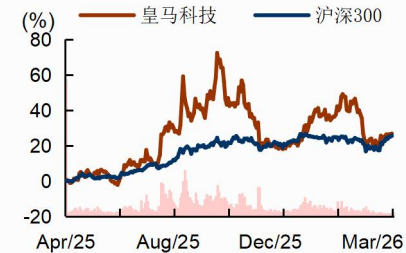
当前股价: 15.01 元

基础数据

| | |
|-------------|-------|
| 总股本(百万股) | 589 |
| 已上市流通股(百万股) | 589 |
| 总市值(十亿元) | 8.8 |
| 流通市值(十亿元) | 8.8 |
| 每股净资产(MRQ) | 6.1 |
| ROE(TTM) | 12.4 |
| 资产负债率 | 20.4% |
| 主要股东 | 王伟松 |
| 主要股东持股比例 | 19.5% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | -1 | -12 | 29 |
| 相对表现 | -5 | -15 | 3 |



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《皇马科技 (603181) — 业绩符合预期, 表活产销量持续提升》2025-10-30
- 《皇马科技 (603181) — 毛利率有所优化, 开眉客项目顺利推进》2025-09-01
- 《皇马科技 (603181) — 表活产销量持续增长, 盈利能力稳步提升》2025-04-20

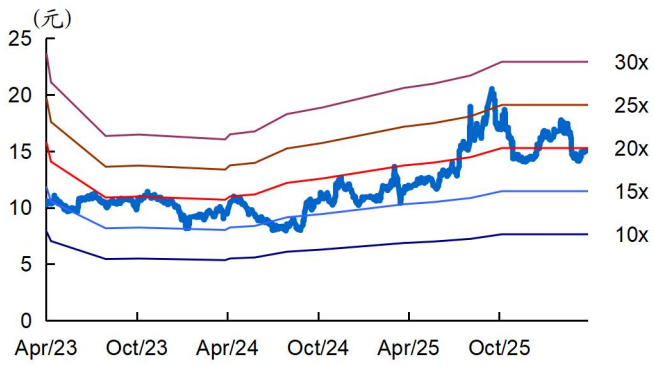
周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

连莹 S1090524070001

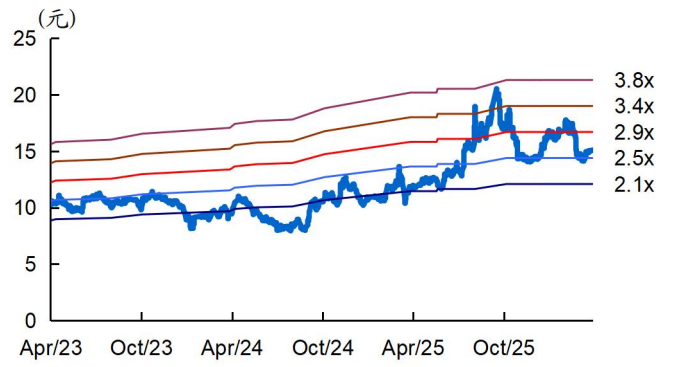
✉ lianying@cmschina.com.cn

图 1: 皇马科技历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 皇马科技历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 1280 | 1379 | 1730 | 2194 | 2750 |
| 现金 | 533 | 525 | 733 | 1039 | 1414 |
| 交易性投资 | 0 | 111 | 111 | 111 | 111 |
| 应收票据 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 341 | 326 | 392 | 462 | 543 |
| 其它应收款 | 1 | 11 | 13 | 15 | 18 |
| 存货 | 240 | 217 | 255 | 301 | 353 |
| 其他 | 164 | 189 | 226 | 266 | 312 |
| 非流动资产 | 2595 | 2937 | 3013 | 3085 | 3152 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1726 | 1836 | 1937 | 2031 | 2118 |
| 无形资产商誉 | 247 | 240 | 216 | 194 | 175 |
| 其他 | 622 | 862 | 861 | 860 | 859 |
| 资产总计 | 3875 | 4316 | 4743 | 5279 | 5902 |
| 流动负债 | 394 | 352 | 354 | 404 | 461 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 203 | 225 | 264 | 311 | 365 |
| 预收账款 | 17 | 11 | 13 | 16 | 19 |
| 其他 | 174 | 116 | 77 | 77 | 77 |
| 长期负债 | 369 | 518 | 518 | 518 | 518 |
| 长期借款 | 292 | 418 | 418 | 418 | 418 |
| 其他 | 77 | 99 | 99 | 99 | 99 |
| 负债合计 | 764 | 870 | 872 | 921 | 978 |
| 股本 | 589 | 589 | 589 | 589 | 589 |
| 资本公积金 | (38) | (22) | (22) | (22) | (22) |
| 留存收益 | 2560 | 2880 | 3305 | 3791 | 4357 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者权益 | 3112 | 3446 | 3872 | 4358 | 4923 |
| 负债及权益合计 | 3875 | 4316 | 4743 | 5279 | 5902 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 94 | 451 | 569 | 660 | 754 |
| 净利润 | 398 | 437 | 558 | 653 | 762 |
| 折旧摊销 | 125 | 135 | 160 | 165 | 169 |
| 财务费用 | 7 | (1) | 21 | 18 | 15 |
| 投资收益 | (0) | (0) | (68) | (68) | (68) |
| 营运资金变动 | (429) | (106) | (102) | (109) | (124) |
| 其它 | (7) | (13) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (247) | (568) | (169) | (169) | (169) |
| 资本支出 | (252) | (285) | (236) | (236) | (236) |
| 其他投资 | 6 | (283) | 68 | 68 | 68 |
| 筹资活动现金流 | (1) | (74) | (192) | (185) | (211) |
| 借款变动 | 36 | 6 | (39) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 40 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (88) | (124) | (132) | (167) | (196) |
| 其他 | 11 | 28 | (21) | (18) | (15) |
| 现金净增加额 | (154) | (191) | 208 | 306 | 374 |

利润表

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 2333 | 2404 | 2893 | 3410 | 4001 |
| 营业成本 | 1750 | 1774 | 2081 | 2453 | 2879 |
| 营业税金及附加 | 18 | 21 | 26 | 30 | 36 |
| 营业费用 | 10 | 10 | 12 | 14 | 17 |
| 管理费用 | 55 | 74 | 75 | 89 | 104 |
| 研发费用 | 88 | 97 | 107 | 126 | 148 |
| 财务费用 | (11) | (6) | 21 | 18 | 15 |
| 资产减值损失 | (6) | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | (10) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 其他收益 | 49 | 69 | 69 | 69 | 69 |
| 投资收益 | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 营业利润 | 456 | 500 | 638 | 747 | 870 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 1 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 455 | 498 | 637 | 745 | 869 |
| 所得税 | 58 | 61 | 79 | 92 | 107 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 398 | 437 | 558 | 653 | 762 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 23% | 3% | 20% | 18% | 17% |
| 营业利润 | 24% | 10% | 28% | 17% | 17% |
| 归母净利润 | 22% | 10% | 28% | 17% | 17% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 25.0% | 26.2% | 28.1% | 28.1% | 28.0% |
| 净利率 | 17.1% | 18.2% | 19.3% | 19.2% | 19.0% |
| ROE | 13.6% | 13.3% | 15.3% | 15.9% | 16.4% |
| ROIC | 11.8% | 11.7% | 14.1% | 14.8% | 15.3% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 19.7% | 20.2% | 18.4% | 17.5% | 16.6% |
| 净负债比率 | 10.3% | 10.6% | 8.8% | 7.9% | 7.1% |
| 流动比率 | 3.2 | 3.9 | 4.9 | 5.4 | 6.0 |
| 速动比率 | 2.6 | 3.3 | 4.2 | 4.7 | 5.2 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 存货周转率 | 7.8 | 7.8 | 8.8 | 8.8 | 8.8 |
| 应收账款周转率 | 7.9 | 7.2 | 8.1 | 8.0 | 8.0 |
| 应付账款周转率 | 9.1 | 8.3 | 8.5 | 8.5 | 8.5 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.68 | 0.74 | 0.95 | 1.11 | 1.29 |
| 每股经营净现金 | 0.16 | 0.77 | 0.97 | 1.12 | 1.28 |
| 每股净资产 | 5.29 | 5.85 | 6.58 | 7.40 | 8.36 |
| 每股股利 | 0.21 | 0.23 | 0.28 | 0.33 | 0.39 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 22.2 | 20.2 | 15.8 | 13.5 | 11.6 |
| PB | 2.8 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 15.9 | 14.5 | 11.0 | 9.7 | 8.5 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。