

逆境下稳步增长，海外衰退与风电增长有望驱动增速提升

核心观点

- 逆境下稳步增长，凸显公司竞争力：**公司发布 2025 年报，报告期内实现营业收入 24.04 亿元，同比增长 3.1%；实现归母净利润 4.37 亿元，同比增长 9.8%。特种聚醚总销量 19.5 万吨，同比增长 8.9%。同时销售价格小幅下滑 5.4%，使得收入增速略低于销量增速。由于 25 年 4 月份美国关税扰动，导致绝大多数化工品价格明显下跌，内需与出口均受到较大影响，而公司在逆境之下销量仍实现一定增长。同时，公司主要原料环氧丙烷与环氧乙烷的价格同比下跌，使得公司毛利率还有所提升，表现出较强的竞争力。
- 海外衰退与风电增长有望驱动增速提升：**26 年 3 月以来的中东冲突导致全球化工行业出现较大波动。我们在深度报告《海外大宗化工衰退有望加速我国精细化工成长》和《中东变局对化工：短中长期三维影响》中分析认为，本轮中东冲突对于化工产业中长期趋势的影响与 2022 年俄乌冲突类似，将导致欧洲、日本等传统化工发达国家的竞争力加速衰退。这也将为我国精细化工企业，如皇马科技，打开出口替代的机遇期。另外，我们预计未来全球风电、光伏等绿色能源的增速也有望提升，这将拉动对应化工原料景气度提升。而皇马科技布局聚醚胺业务（主要用于风电叶片生产），已构建了较强竞争力，也有望在新能源产业趋势中受益。

盈利预测与投资建议

- 根据近期市场变化，我们调整了公司产品销量与价格假设，预测 2026-2027 年每股收益 EPS 为 0.85 和 0.95 元（原预测 0.92 和 1.10 元），并添加 2028 年 EPS 预测 1.09 元。按照可比公司 2026 年 23 倍市盈率，给予目标价 19.55 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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,333	2,404	2,966	3,326	3,837
同比增长(%)	23.2%	3.1%	23.4%	12.1%	15.4%
营业利润(百万元)	456	500	569	640	735
同比增长(%)	24.0%	9.7%	13.9%	12.4%	14.8%
归属母公司净利润(百万元)	398	437	499	560	643
同比增长(%)	22.5%	9.8%	14.2%	12.4%	14.8%
每股收益(元)	0.68	0.74	0.85	0.95	1.09
毛利率(%)	25.0%	26.2%	26.5%	26.4%	26.4%
净利率(%)	17.1%	18.2%	16.8%	16.8%	16.8%
净资产收益率(%)	13.6%	13.3%	13.5%	13.5%	14.0%
市盈率	22.2	20.2	17.7	15.8	13.7
市净率	2.8	2.6	2.2	2.0	1.8

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

投资评级	买入（维持）
股价（2026年04月22日）	15.03元
目标价格	19.55元
52周最高价/最低价	20.88/11.54元
总股本/流通A股（万股）	58,870/58,870
A股市值（百万元）	8,848
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026年04月23日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.27	2.31	-9.46	28.54
相对表现%	-2.17	-2.78	-11.07	1.7
沪深300%	2.44	5.09	1.61	26.84



证券分析师

倪吉 执业证书编号：S0860517120003
niji@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

二季度逆势增长，下半年有望增速回升	2025-08-25
业绩稳健增长，一季度毛利率提升	2025-04-20
业绩大幅增长，竞争优势凸显	2024-08-22

表 1：可比公司估值（截止 2026 年 4 月 22 日）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
苏博特	0.22	0.28	0.43	0.53	49.84	39.50	25.80	21.14
利安隆	1.86	2.31	2.67	3.23	21.65	17.38	15.08	12.43
国光股份	0.79	0.67	0.92	1.04	15.73	18.49	13.48	11.93
联泓新科	0.18	0.23	0.48	0.59	128.32	98.38	46.71	38.09
科斯股份	1.18	0.23	0.36	0.51	11.00	57.29	36.10	25.52
新和成	1.91	2.20	2.75	2.91	17.91	15.54	12.44	11.75
调整后平均						33.00	23.00	18.00

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	533	525	802	1,067	1,394	营业收入	2,333	2,404	2,966	3,326	3,837
应收票据、账款及款项融资	421	443	546	612	706	营业成本	1,750	1,774	2,179	2,446	2,826
预付账款	28	37	46	51	59	销售费用	10	10	12	14	16
存货	240	217	267	300	346	管理费用	55	74	92	103	119
其他	57	156	159	160	163	研发费用	88	97	120	134	155
流动资产合计	1,280	1,379	1,819	2,191	2,668	财务费用	(11)	(6)	13	6	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	6	1	0	0	0
固定资产	1,726	1,836	2,155	2,481	2,609	公允价值变动收益	(10)	(0)	(5)	(3)	(4)
在建工程	437	662	457	212	139	投资净收益	(1)	(1)	(0)	(1)	(1)
无形资产	247	240	234	229	223	其他	32	47	24	20	16
其他	185	200	198	196	195	营业利润	456	500	569	640	735
非流动资产合计	2,595	2,937	3,043	3,118	3,166	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	3,875	4,316	4,863	5,309	5,835	营业外支出	1	3	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	455	498	569	639	734
应付票据及应付账款	203	225	276	310	358	所得税	58	61	70	79	91
其他	191	127	130	132	134	净利润	398	437	499	560	643
流动负债合计	394	352	406	442	492	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	292	418	418	418	418	归属于母公司净利润	398	437	499	560	643
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.68	0.74	0.85	0.95	1.09
其他	77	99	99	99	99	主要财务比率					
非流动负债合计	369	518	517	517	517		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
负债合计	764	870	923	959	1,009	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	23.2%	3.1%	23.4%	12.1%	15.4%
实收资本 (或股本)	589	589	589	589	589	营业利润	24.0%	9.7%	13.9%	12.4%	14.8%
资本公积	(38)	(22)	(22)	(22)	(22)	归属于母公司净利润	22.5%	9.8%	14.2%	12.4%	14.8%
留存收益	2,559	2,875	3,373	3,784	4,259	获利能力					
其他	1	5	0	0	0	毛利率	25.0%	26.2%	26.5%	26.4%	26.4%
股东权益合计	3,112	3,446	3,940	4,350	4,825	净利率	17.1%	18.2%	16.8%	16.8%	16.8%
负债和股东权益总计	3,875	4,316	4,863	5,309	5,835	ROE	13.6%	13.3%	13.5%	13.5%	14.0%
现金流量表						ROIC	11.8%	11.7%	12.3%	12.3%	12.7%
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	偿债能力					
净利润	398	437	499	560	643	资产负债率	19.7%	20.2%	19.0%	18.1%	17.3%
折旧摊销	124	134	145	177	203	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(11)	(6)	13	6	(1)	流动比率	3.25	3.92	4.48	4.96	5.42
投资损失	1	1	0	1	1	速动比率	2.64	3.30	3.82	4.28	4.72
营运资金变动	(125)	28	(110)	(71)	(100)	营运能力					
其它	(293)	(142)	(0)	3	4	应收账款周转率	7.9	7.2	8.1	7.8	7.9
经营活动现金流	94	451	546	676	749	存货周转率	7.8	7.8	9.0	8.6	8.7
资本支出	(466)	(472)	(251)	(251)	(251)	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
长期投资	6	0	0	0	0	每股指标 (元)					
其他	213	(96)	(5)	(3)	(4)	每股收益	0.68	0.74	0.85	0.95	1.09
投资活动现金流	(247)	(568)	(257)	(255)	(256)	每股经营现金流	0.16	0.77	0.93	1.15	1.27
债权融资	65	60	0	0	0	每股净资产	5.29	5.85	6.69	7.39	8.20
股权融资	40	15	0	0	0	估值比率					
其他	(106)	(149)	(13)	(156)	(167)	市盈率	22.2	20.2	17.7	15.8	13.7
筹资活动现金流	(1)	(74)	(13)	(156)	(167)	市净率	2.8	2.6	2.2	2.0	1.8
汇率变动影响	4	1	-0	-0	-0	EV/EBITDA	15.2	13.8	11.9	10.5	9.2
现金净增加额	(150)	(190)	277	265	326	EV/EBIT	19.4	17.5	14.9	13.4	11.8

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。