

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	10.50
总股本/流通股本(亿股)	5.89 / 5.89
总市值/流通市值(亿元)	61.85 / 61.85
52周内最高/最低价	12.80 / 8.56
资产负债率(%)	18.4%
市盈率	14.19
第一大股东	浙江皇马控股集团有限公司

研究所

分析师: 刘海荣
SAC 登记编号: S1340525120006
Email: liuhairong@cnpsec.com
分析师: 刘隆基
SAC 登记编号: S1340525120002
Email: liulongji@cnpsec.com

皇马科技(603181)

2025 年业绩符合预期，新兴产业打开成长空间

● 事件

2026 年 4 月 21 日，皇马科技发布 2025 年年度报告。2025 年公司实现营业收入 24.04 亿元，同比增长 3.06%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.37 亿元，同比增长 9.76%；实现扣除非经常性损益归母净利润 4.02 亿元，同比增长 6.75%。其中 2025Q4 单季度，公司实现营收 5.85 亿元，环比下降 6.55%；实现归母净利润 0.99 亿元，环比下降 16.43%；实现扣除非经常性损益归母净利润 0.90 亿元，环比下降 8.51%。

● 聚焦特种表面活性剂，盈利能力稳步提升

分产品板块来看，特种表面活性剂板块依然是公司的核心基石，2025 年实现营收 24.03 亿元，同比增长 3.07%，毛利率达到 26.17%，同比提升 1.22 个百分点。分地区来看，国内销售实现营收 21.03 亿元，同比增长 5.43%，毛利率为 24.97%，同比增加 1.24 个百分点；国外销售实现营收 3.00 亿元，同比下降 10.94%，但毛利率高达 34.62%，同比大幅提升 2.42 个百分点。公司本着“小品种创盈利”的原则持续深耕小品种领域，随着产品结构的不断优化，整体盈利水平实现稳步增长。

● 原材料价格受原油波动影响，多元化定价机制传导波动

近期受美伊冲突等中东局势升温影响，国际原油价格大幅拉升，给下游化工产业链带来普遍的成本上行压力。公司生产所需的最主要原材料为环氧乙烷和环氧丙烷，其价格走势与石油价格密切相关。面对原材料价格的大幅波动风险，公司凭借在特种领域较强的市场议价能力和灵活的定价模式积极应对：对于长期稳定大客户所需小品种，公司依据市场原材料价格变动，采用既定报价公式模式，进行月度、季度价格调整以锁定盈利。当主要原材料价格大幅波动超出合理范围时，公司则采用即时报价模式，在当前原材料价格加成基础上结合生产难易程度等核算因素报价，从而有效向下游传导成本压力，充分保障自身的盈利空间。

● “第三工厂”建设有序推进，新兴产业打开成长空间

公司当前在建项目攻坚提速，产能扩张与高端化转型路径清晰。“第三工厂”皇马开眉容年产 33 万吨高端功能新材料项目正在紧锣密鼓地兴建中。公司积极开拓以新材料、高端功能性电子化学品、新能源、风电光储等领域为代表的战略性新兴产业成长性产品。随着新产能的加速投放以及新材料树脂、高端功能性电子化学品等应用板块的持续培育，未来有望进一步扩大公司在特种表面活性剂领域的规模优势，打开长期成长的天花板。

● 风险提示：

宏观经济波动风险；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	2404	2957	3430	3944
增长率 (%)	3.06	22.99	15.99	14.99
EBITDA (百万元)	629.11	807.72	972.80	1150.75
归属母公司净利润 (百万元)	436.61	538.35	644.33	753.55
增长率 (%)	9.76	23.30	19.69	16.95
EPS (元/股)	0.74	0.91	1.09	1.28
市盈率 (P/E)	21.22	17.21	14.38	12.30
市净率 (P/B)	2.69	2.42	2.17	1.93
EV/EBITDA	13.26	11.29	9.21	7.67

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	2404	2957	3430	3944	营业收入	3.1%	23.0%	16.0%	15.0%
营业成本	1774	2174	2500	2862	营业利润	9.7%	23.0%	19.6%	16.9%
税金及附加	21	26	31	35	归属于母公司净利润	9.8%	23.3%	19.7%	17.0%
销售费用	10	12	14	17	获利能力				
管理费用	74	91	106	122	毛利率	26.2%	26.5%	27.1%	27.4%
研发费用	97	119	138	159	净利率	18.2%	18.2%	18.8%	19.1%
财务费用	-6	3	3	1	ROE	12.7%	14.1%	15.1%	15.7%
资产减值损失	-1	0	0	0	ROIC	11.1%	12.4%	13.1%	13.7%
营业利润	500	615	735	860	偿债能力				
营业外收入	1	2	1	1	资产负债率	20.2%	22.0%	22.4%	21.9%
营业外支出	3	2	2	2	流动比率	3.92	4.07	4.37	4.46
利润总额	498	614	735	860	营运能力				
所得税	61	76	91	106	应收账款周转率	7.21	8.13	7.92	7.89
净利润	437	538	644	754	存货周转率	7.76	8.98	8.73	8.71
归母净利润	437	538	644	754	总资产周转率	0.59	0.64	0.66	0.68
每股收益(元)	0.74	0.91	1.09	1.28	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.74	0.91	1.09	1.28
货币资金	525	708	961	1146	每股净资产	5.85	6.49	7.26	8.16
交易性金融资产	111	111	111	111	估值比率				
应收票据及应收账款	326	401	465	535	PE	21.22	17.21	14.38	12.30
预付款项	37	45	52	60	PB	2.69	2.42	2.17	1.93
存货	217	266	306	351	现金流量表				
流动资产合计	1379	1718	2102	2430	净利润	437	538	644	754
固定资产	1836	2120	2358	2650	折旧和摊销	135	191	235	290
在建工程	698	629	621	645	营运资本变动	-108	-86	-73	-80
无形资产	240	235	231	228	其他	-12	2	13	14
非流动资产合计	2937	3180	3405	3719	经营活动现金流净额	451	645	819	978
资产总计	4316	4898	5507	6149	资本开支	-285	-401	-460	-603
短期借款	0	0	0	0	其他	-283	-25	-1	-1
应付票据及应付账款	225	275	317	363	投资活动现金流净额	-568	-427	-461	-604
其他流动负债	127	147	164	182	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	352	423	481	545	债务融资	60	100	100	50
其他	518	653	753	803	其他	-134	-134	-205	-239
非流动负债合计	518	653	753	803	筹资活动现金流净额	-74	-34	-105	-189
负债合计	870	1076	1234	1348	现金及现金等价物净增加额	-190	183	253	185
股本	589	589	589	589					
资本公积金	147	147	147	147					
未分配利润	2757	3052	3406	3821					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	-47	35	132	245					
所有者权益合计	3446	3823	4274	4801					
负债和所有者权益总计	4316	4898	5507	6149					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048