

603181.SH

买入

原评级：买入

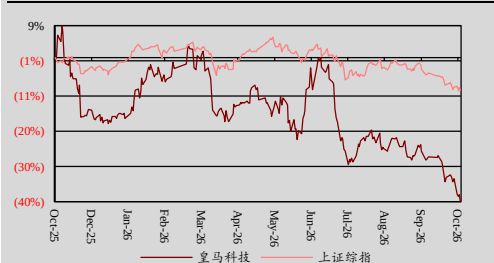
市场价格：人民币 10.19

板块评级：强于大市

本报告要点

- 26Q3 公司销量环比增长，原材料价格单边上涨、传导滞后影响利润，看好公司第三工厂投产后带来的增量，维持买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(29.9)	(16.4)	(20.8)	(40.7)
相对上证综指	(20.6)	(11.7)	(16.2)	(31.6)

发行股数(百万)	588.70
流通股(百万)	588.70
总市值(人民币 百万)	5,998.85
3 个月日均交易额(人民币 百万)	59.30
主要股东(%)	
王伟松	19.50

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 10 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《皇马科技》20250904
《皇马科技》20250530
《皇马科技》20240825

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：范琦岩

qiyan.fan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300525040001

皇马科技

原材料价格单边上涨、传导滞后影响利润，第三工厂建设有序推进

公司发布 2026 年三季报，26 年前三季度实现营收 20.03 亿元，同比增长 10.06%；实现归母净利润 3.16 亿元，同比下降 6.26%。其中 26Q3 实现营收 6.85 亿元，同比增长 9.50%，环比增长 3.68%；实现归母净利润 0.84 亿元，同比下降 29.07%，环比下降 29.60%。看好公司第三工厂投产后带来的增量，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 26Q3 公司销量环比增长，原材料价格单边上涨、传导滞后影响利润。根据公司主要经营数据公告，26Q3 公司主要产品销量 5.17 万吨（同比-0.28%，环比+17.17%），收入 6.84 亿元（同比+9.51%，环比+3.68%），单价 1.32 万元/吨（同比+9.82%，环比-11.52%）。其中，战略性新兴板块销量 1.70 万吨（同比+0.25%，环比+27.06%），收入 2.08 亿元（同比+9.41%，环比+3.91%），单价 1.22 万元/吨（同比+9.13%，环比-18.23%），该板块均价环比下降主要系产品结构变化所致，例如板块内光伏、风电相关系列产品价格受供需关系影响，价格竞争相对充分。从主要原材料价格来看，26 年前三季度公司环氧乙烷平均采购价为 6,317.78 元/吨（同比+10.85%），环氧丙烷平均采购价为 8,653.86 元/吨（同比+27.18%）。根据三季报，26Q3 公司营收、销量环比增长较好，而利润端环比下滑，主要因原材料价格（主要系环氧乙烷、环氧丙烷）从 2026 年 7 月初至 9 月末出现单边较大涨幅，且即时订单客户下单与公司实际生产存在时间差，而环氧乙烷、环氧丙烷系危化品不可长期备库储存，公司难以即时锁定主要原材料价格，导致单季度利润同环比下滑。公司预计此次由中东冲突等引发的原材料极端波动行情后续有望逐渐缓和，主要原材料单边上涨行情预计不会持续，且 10 月以来主要原材料价格已处于窄幅震荡行情。从利润率来看，26 年前三季度公司毛利率为 26.97%（同比+0.62pct），净利率为 15.79%（同比-2.75pct），期间费用率为 8.43%（同比+1.80pct）；26Q3 公司毛利率为 23.27%（同比-1.66pct，环比-6.12pct），净利率为 12.29%（同比-6.69pct，环比-5.81pct）。

- 公司第三工厂建设有序推进。根据公司 2026 年中报，公司具有年产近 30 万吨特种表面活性剂生产能力，是目前国内生产规模较大、品种较全、科技含量较高的特种表面活性剂龙头。根据公司 2025 年年报，2025 年绿科安厂区设计产能 9.55 万吨/年，产能利用率 82.03%；皇马尚宜新材料厂区设计产能 13 万吨/年，产能利用率 89.82%。公司互动问答显示，公司 2026 年产量增长指标均来源于现有两个生产基地（皇马尚宜和绿科安公司）的产销量增量目标，26 年前三季度两大工厂净利润同比均取得较好增速，通过项目技改、增收节支等方式，预计 2027 年仍有增利空间；公司互动问答显示，第三工厂皇马开眉客年产 33 万吨高端功能新材料项目（包含一期、二期）产能爬坡预计从 2027 年开始，其中部分车间预计四季度实现联调联试。公司第三工厂投产后有望贡献较大增量。

估值

- 考虑到原材料价格波动以及传导滞后对公司利润的影响，调整盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 4.64/5.65/6.41 亿元，每股收益分别为 0.79/0.96/1.09 元，对应 PE 分别为 12.9/10.6/9.4 倍。公司为特种表面活性剂龙头企业，看好第三工厂投产后带来的增量，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 市场竞争风险，原材料价格波动风险，下游需求低迷风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	2,333	2,404	2,640	3,191	3,640
增长率(%)	23.2	3.1	9.8	20.9	14.1
EBITDA(人民币 百万)	532	560	636	781	899
归母净利润(人民币 百万)	398	437	464	565	641
增长率(%)	22.5	9.8	6.2	21.9	13.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.68	0.74	0.79	0.96	1.09
原归母净利润(人民币 百万)			577	672	
增长率(%)			(19.6)	(15.9)	
市盈率(倍)	15.1	13.7	12.9	10.6	9.4
市净率(倍)	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(倍)	12.5	14.9	9.2	7.2	5.9
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
股息率(%)	1.8	1.6	2.3	2.9	3.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 公司 2026 年前三季度财务报告摘要

(百万元)	2026 年前三季度	2025 年前三季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	2,002.85	1,819.72	10.06
二、营业总成本	1,648.64	1,475.31	11.75
其中：营业成本	1,462.60	1,340.16	9.14
营业税金及附加	17.24	14.61	18.06
销售费用	6.66	8.45	(21.19)
管理费用	73.12	47.82	52.89
研发费用	85.65	69.09	23.97
财务费用	3.37	(4.81)	-
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	(2.60)	(0.39)	-
投资收益	0.28	0.34	(16.19)
资产处置收益	0.00	0.05	(98.45)
资产减值损失	0.00	(1.06)	-
信用减值损失	(3.41)	(1.28)	-
其他收益	14.31	43.85	(67.36)
四、营业利润	362.79	385.93	(5.99)
加：营业外收入	0.51	1.18	(56.97)
减：营业外支出	1.12	1.22	(8.40)
五、利润总额	362.18	385.89	(6.14)
减：所得税	45.91	48.48	(5.32)
六、净利润	316.28	337.40	(6.26)
减：少数股东损益	0.00	0.00	-
七、归属母公司净利润	316.28	337.40	(6.26)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2. 公司 2026 年第三季度财务报告摘要

(百万元)	2026 年第三季度	2025 年第三季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	685.09	625.66	9.50
二、营业总成本	588.87	515.32	14.27
其中：营业成本	525.69	469.69	11.92
营业税金及附加	5.45	4.95	10.11
销售费用	2.49	2.78	(10.47)
管理费用	25.00	15.12	65.38
研发费用	29.47	23.72	24.26
财务费用	0.77	(0.95)	-
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	(0.69)	0.15	(547.79)
投资收益	(0.25)	0.18	(241.91)
资产处置收益	0.00	0.00	-
资产减值损失	0.00	(1.03)	-
信用减值损失	(1.98)	(0.20)	-
其他收益	2.04	25.88	(92.10)
四、营业利润	95.34	135.33	(29.55)
加：营业外收入	(0.02)	0.02	(206.01)
减：营业外支出	0.06	0.50	(88.97)
五、利润总额	95.26	134.86	(29.36)
减：所得税	11.04	16.11	(31.48)
六、净利润	84.22	118.74	(29.07)
减：少数股东损益	0.00	0.00	-
七、归属母公司净利润	84.22	118.74	(29.07)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,333	2,404	2,640	3,191	3,640
营业收入	2,333	2,404	2,640	3,191	3,640
营业成本	1,750	1,774	1,938	2,337	2,663
营业税金及附加	18	21	24	29	33
销售费用	10	10	11	13	15
管理费用	55	74	82	99	113
研发费用	88	97	108	130	149
财务费用	(11)	(6)	(2)	(5)	(11)
其他收益	49	69	59	64	61
资产减值损失	(1)	(1)	0	0	0
信用减值损失	(5)	0	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	(10)	0	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	456	500	532	647	734
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	530	645	732
所得税	58	61	66	80	91
净利润	398	437	464	565	641
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	398	437	464	565	641
EBITDA	532	560	636	781	899
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.68	0.74	0.79	0.96	1.09

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,280	1,379	1,566	1,961	2,124
货币资金	533	525	636	859	950
应收账款	341	326	378	455	475
应收票据	1	0	1	0	2
存货	240	217	267	316	347
预付账款	28	37	33	50	43
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	137	273	251	280	308
非流动资产	2,595	2,937	3,085	3,192	3,265
长期投资	31	30	30	30	30
固定资产	1,726	1,836	1,960	2,144	2,269
无形资产	247	240	243	245	247
其他长期资产	591	831	851	773	720
资产合计	3,875	4,316	4,651	5,154	5,390
流动负债	394	352	394	497	490
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	195	223	211	311	282
其他流动负债	200	129	183	186	208
非流动负债	369	518	488	494	291
长期借款	292	418	400	400	200
其他长期负债	77	99	88	94	91
负债合计	764	870	882	991	781
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	3,112	3,446	3,769	4,163	4,609
负债和股东权益合计	3,875	4,316	4,651	5,154	5,390

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	398	437	464	565	641
折旧摊销	125	135	163	202	237
营运资金变动	(126)	28	(68)	(52)	(88)
其他	(303)	(148)	(13)	2	(13)
经营活动现金流	94	451	546	717	777
资本支出	(252)	(285)	(310)	(310)	(310)
投资变动	6	(110)	0	0	0
其他	0	(173)	(1)	(1)	(1)
投资活动现金流	(247)	(568)	(311)	(311)	(311)
银行借款	99	126	(18)	0	(200)
股权融资	(77)	(140)	(141)	(172)	(194)
其他	(23)	(60)	35	(11)	19
筹资活动现金流	(1)	(74)	(124)	(183)	(375)
净现金流	(154)	(191)	111	223	91

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	23.2	3.1	9.8	20.9	14.1
营业利润增长率(%)	24.0	9.7	6.5	21.7	13.4
归属于母公司净利润增长率(%)	22.5	9.8	6.2	21.9	13.4
息税前利润增长率(%)	26.9	4.8	10.8	22.6	14.4
息税折旧前利润增长率(%)	23.2	5.4	13.4	22.9	15.1
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	22.5	9.8	6.2	21.9	13.4
获利能力					
息税前利润率(%)	17.4	17.7	17.9	18.1	18.2
营业利润率(%)	19.5	20.8	20.1	20.3	20.2
毛利率(%)	25.0	26.2	26.6	26.8	26.8
归母净利润率(%)	17.1	18.2	17.6	17.7	17.6
ROE(%)	12.8	12.7	12.3	13.6	13.9
ROIC(%)	10.1	9.6	9.7	11.0	11.9
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
净负债权益比	0.0	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)
流动比率	3.2	3.9	4.0	3.9	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	7.9	7.2	7.5	7.7	7.8
应付账款周转率	13.0	11.5	12.2	12.2	12.3
费用率					
销售费用率(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
管理费用率(%)	2.4	3.1	3.1	3.1	3.1
研发费用率(%)	3.8	4.0	4.1	4.1	4.1
财务费用率(%)	(0.5)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.3)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.2	0.8	0.9	1.2	1.3
每股净资产(最新摊薄)	5.3	5.9	6.4	7.1	7.8
每股股息	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	15.1	13.7	12.9	10.6	9.4
P/B(最新摊薄)	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.5	14.9	9.2	7.2	5.9
价格/现金流(倍)	63.7	13.3	11.0	8.4	7.7

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)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

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)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

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)39886333
传真:(852)21479513

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

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)2122590888
传真:(1)2122590889

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)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371