

2024年08月22日

公司研究

评级: 买入(维持)

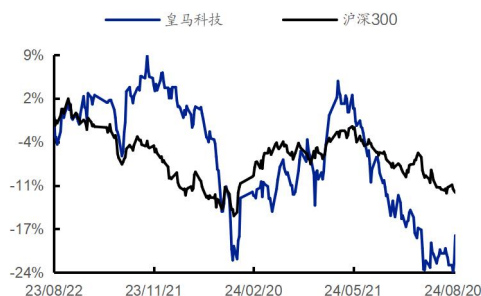
研究所:  
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人: 仲逸涵 S0350123070022  
 zhongyh@ghzq.com.cn

## 2024Q2 特种表活环比量价齐升，员工持股彰显

### 信心

## ——皇马科技（603181）2024年中报点评

最近一年走势



	2024/08/22		
表现	1M	3M	12M
皇马科技	-1.0%	-19.1%	-18.4%
沪深300	-5.7%	-10.1%	-11.8%

	2024/08/22
当前价格(元)	8.69
52周价格区间(元)	8.00-12.16
总市值(百万)	5,115.80
流通市值(百万)	5,115.80
总股本(万股)	58,870.00
流通股本(万股)	58,870.00
日均成交额(百万)	103.51
近一月换手(%)	0.34

相关报告

《皇马科技（603181）2023年年报点评报告：持续优化产能结构，第三工厂积极推进（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏》——2024-04-23  
 《皇马科技（603181）2023年三季报点评：三季度业绩同环比双增，小品种销量持续增长（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-11-01  
 《皇马科技（603181）2023年中报点评：2023H1业绩承压，看好小品种未来持续成长（买入）\*化

### 事件：

2024年8月22日，皇马科技发布2024年半年度报告：2024年上半年公司实现营业收入11.09亿元，同比增长23.65%；实现归属于上市公司股东的净利润1.91亿元，同比增长26.98%；加权平均净资产收益率为6.73%，同比下降0.89个百分点。销售毛利率25.23%，同比增长2.10个百分点；销售净利率17.20%，同比下降0.45个百分点。

其中，公司2024Q2实现营收5.77亿元，同比+24.18%，环比+8.55%；实现归母净利润1.03亿元，同比+44.11%，环比+16.93%；ROE为3.64%，同比增加0.87个百分点，环比增加0.48个百分点。销售毛利率26.16%，同比增加4.00个百分点，环比增加1.94个百分点；销售净利率17.81%，同比增加2.46个百分点，环比增加1.28个百分点。

### 投资要点：

#### ■ 聚焦特种功能性及高分子材料表活，2024年上半年业绩稳步增长

2024年上半年公司实现归母净利润1.91亿元，同比增长26.98%。2024年上半年，公司特种功能性及高分子材料表面活性剂产量8.46万吨，销量8.42万吨，平均售价13167.85元/吨，同比-1.37%，其中战略性新兴板块实现销量2.21万吨，平均售价12930.27元/吨。原材料方面，2024年上半年环氧乙烷平均采购价格5837.58元/吨，同比+1.91%，环氧丙烷平均采购价格8241.05元/吨，同比-6.06%。期间费用方面，2024年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.42%/2.54%/3.78%/-0.64%，同比-0.11%/-0.52%/-0.13%/-0.60pct，财务费用主要系本期银行存款增加，导致利息收入增长。2024年上半年，公司经营活动产生的现金流量净额为0.41亿元，同比下降78.59%。

#### ■ 2024Q2 特种表活环比量价齐升，看好全年业绩释放

2024Q2，公司实现归母净利润1.03亿元，同比+0.31亿元，环比+0.15亿元；其中实现毛利润1.51亿元，同比+0.48亿元，环比+0.22亿元。2024Q2，公司特种功能性及高分子材料表面活性剂销量4.37万吨，环比+8.17%，平均售价13188.25元/吨，环比+0.32%，其中

学制品\*李永磊, 董伯骏》——2023-08-26

战略性新兴板块实现销量 1.15 万吨, 环比+9.25%, 平均售价 12619.68 元/吨, 环比-4.90%。期间费用方面, 2024Q2 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 0.02/0.14/0.23/-0.07 亿元, 同比 +0.00/+0.02/+0.06/-0.04 亿元, 环比+0.00/+0.00/+0.03/-0.06 亿元。

### ■ 第三工厂开眉客积极推进, 员工持股计划彰显发展信心

经过多年发展, 公司已成为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企业。公司目前有绿科安及皇马尚宜两大生产基地, 具备年产近 30 万吨特种表面活性剂的生产能力。“第三工厂”皇马开眉客年产 33 万吨高端功能新材料项目亦在积极推进中, 预计形成年产 33 万吨高端功能新材料(12 万吨高端环氧树脂固化剂-聚醚胺系列产品、5 万吨端硅氧烷基聚醚新材料树脂产品、3 万吨烯丙醇及衍生产品、1.5 万吨炔二醇及衍生产品、2 万吨树脂稀释剂产品、3 万吨乙撑胺产品、1 万吨甲基环氧氯丙烷产品、1.5 万吨生物基高端表面活性剂产品、1 万吨航天航空高端树脂新材料产品、3 万吨特种高分子聚醚新材料产品), 一期项目年产 16.85 万吨高端功能新材料, 将于 2025 年底前实现试生产。

2024 年 7 月 18 日, 公司发布第二期员工持股计划(草案), 本次员工持股计划公司层面的业绩考核目标具体为: 1) 以 2023 年的销售量为基数, 2024 年的销售量增长率不低于 10.00%; 2) 以 2024 年的销售量为基数, 2025 年的销售量增长率不低于 10.00%, 彰显公司长期发展信心。

### ■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 23.48、27.62、33.12 亿元, 实现归母净利润分别为 4.02、4.72、5.69 亿元, 对应 PE 分别 13、11、9 倍, 公司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企业, 第三工厂开眉客积极推进, 看好公司成长性, 维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

宏观经济波动风险; 产能投放不及预期; 产品价格波动风险; 原材料价格波动的风险; 未来需求下滑; 新项目进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1894	2348	2762	3312
增长率(%)	-13	24	18	20
归母净利润(百万元)	325	402	472	569
增长率(%)	-32	24	17	21
摊薄每股收益(元)	0.55	0.68	0.80	0.97
ROE(%)	12	13	13	14
P/E	19.18	12.73	10.84	8.99
P/B	2.33	1.68	1.46	1.25
P/S	3.40	2.18	1.85	1.54
EV/EBITDA	12.88	8.04	6.59	5.12

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 1、公司经营数据

图 1：公司 2024 年上半年主要经营数据

特种功能性及高分子材料表面活性剂	2024Q1	2024Q2	环比	2024H1 总计
营业收入 (万元)	53163.24	57691.81	8.52%	110855.05
产量 (吨)	40940.54	43676.61	6.68%	84617.15
销售 (吨)	40441.30	43744.87	8.17%	84186.17
平均售价 (元/吨)	13145.78	13188.25	0.32%	13167.85
<b>其中：战略性新兴板块</b>				
营业收入 (万元)	13999.48	14545.91	3.90%	28545.39
销量 (吨)	10550.03	11526.37	9.25%	22076.40
平均售价 (元/吨)	13269.61	12619.68	-4.90%	12930.27

资料来源：公司公告，国海证券研究所

注：因停产大品种减水剂板块产品，2024 年度起公不再以大小品种板块产品为区分。重点披露主营产品（特种功能性及高分子材料表面活性剂）中的战略性新兴板块大类经营数据，其中该大类目前包括高端功能性电子化学品板块和功能性新材料树脂板块。公司将功能性电子化学品、UV 光固化、湿电子化学品用表面活性剂等相关产品归类为高端功能性电子化学品板块，将新能源胶树脂、MS 树脂、聚酰亚胺树脂、聚醚胺等相关产品归类为功能性新材料树脂板块。

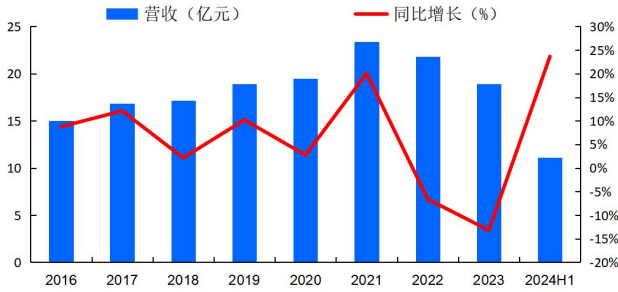
图 2：公司 2022-2023 年主要经营数据

指标		2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3
大品种	营收 (亿元)	0.02	0.09	0.21	0.25	0.44	0.92
	销量 (万吨)	0.02	0.13	0.32	0.35	0.59	1.20
	单价 (元/吨)	7416.75	7075.13	6684.13	7225.39	7472.75	7657.06
小品种	营收 (亿元)	4.85	5.00	4.43	4.06	4.16	3.97
	销量 (万吨)	3.54	3.74	3.17	2.87	2.92	2.77
	单价 (元/吨)	13728.04	13372.29	13956.64	14167.89	14248.47	14335.75
营业收入 (亿元)		4.88	5.09	4.65	4.32	4.61	4.90
营业成本 (亿元)		3.61	3.78	3.62	3.28	3.57	3.93
毛利润 (亿元)		1.27	1.31	1.03	1.04	1.05	0.97
毛利率 (%)		26.02%	25.80%	22.16%	24.18%	22.72%	19.82%
净利润 (亿元)		0.90	0.85	0.71	0.79	0.99	0.82
净利率 (%)		18.44%	16.61%	15.34%	18.25%	21.36%	16.72%

资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

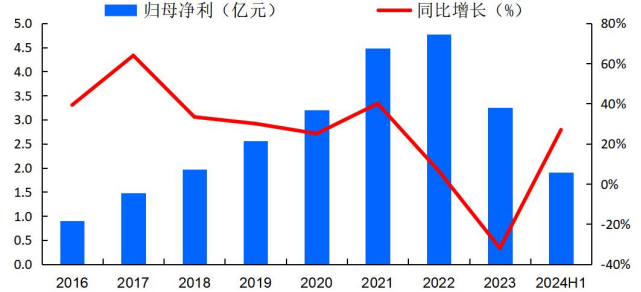
## 2、公司财务数据

图 3：2024H1 营收同比上升 23.65%



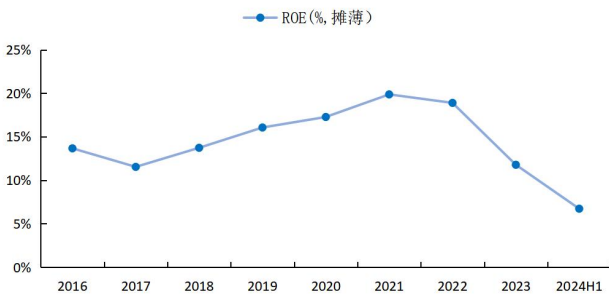
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：2024H1 归母净利润同比上升 26.98%



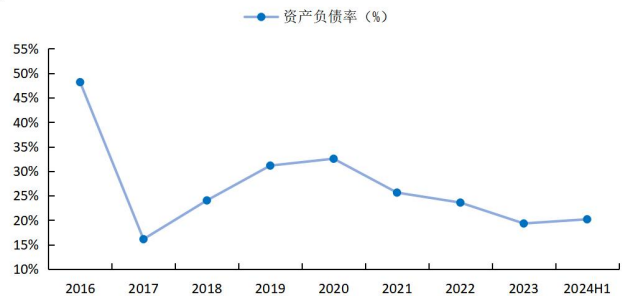
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：净资产收益率



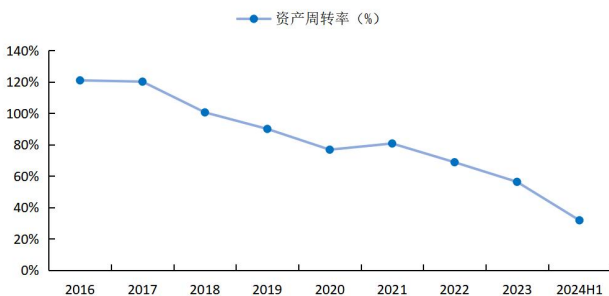
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：资产负债率



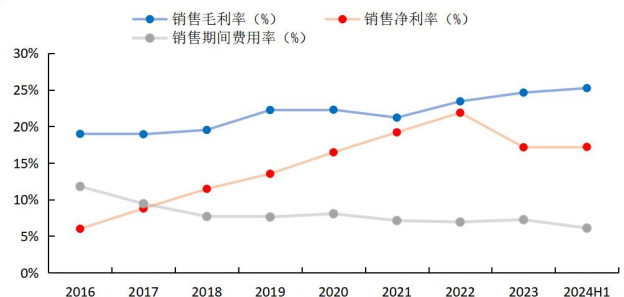
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：资产周转率



资料来源：Wind，国海证券研究所

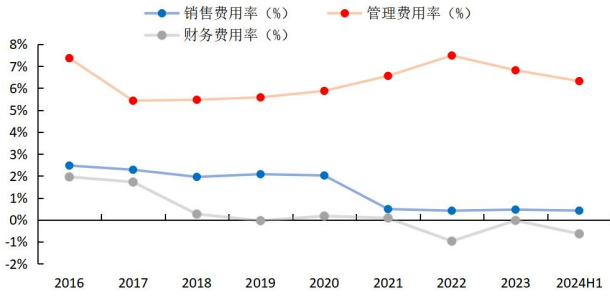
图 8：毛利率、净利率及期间费用率



资料来源：Wind，国海证券研究所

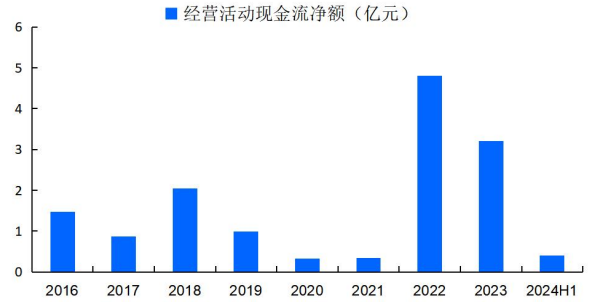


图 9：期间费用率



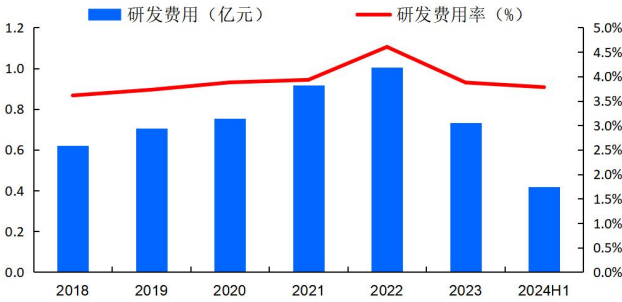
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10：2024H1 经营活动现金流净额 0.41 亿元



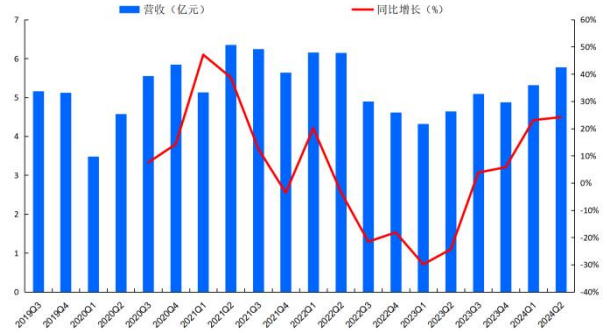
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 11：2024H1 研发费用为 0.42 亿元



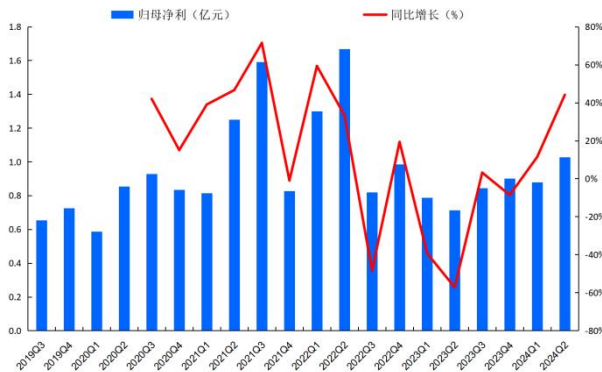
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 12：2024Q2 营收同比上升 24.18%



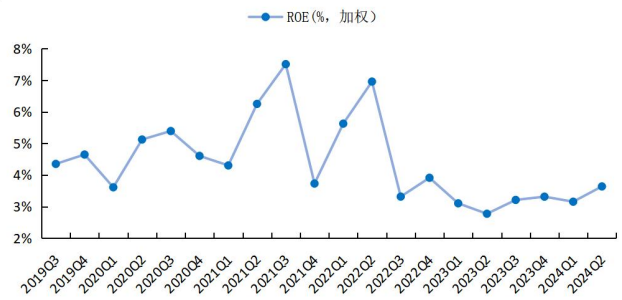
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 13：2024Q2 归母净利润同比上升 44.11%



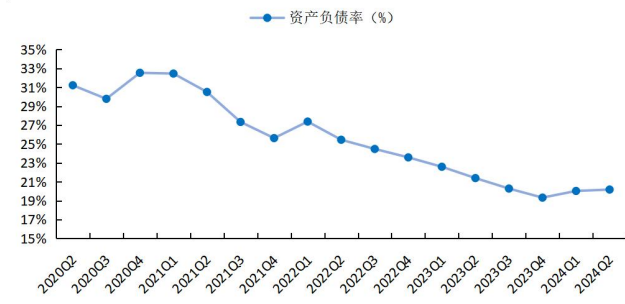
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 14：季度净资产收益率



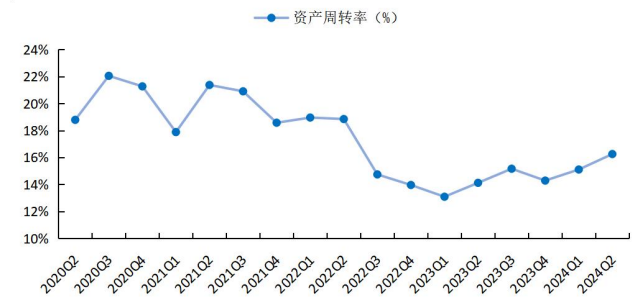
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 15: 季度资产负债率



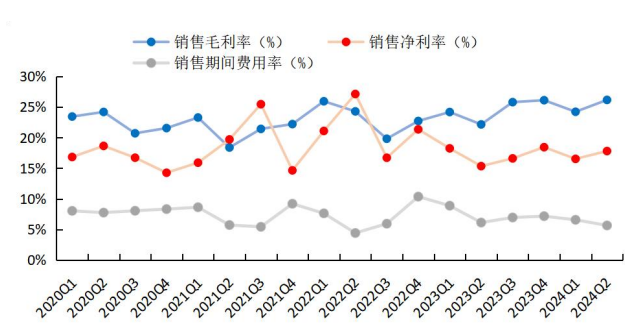
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 16: 季度资产周转率



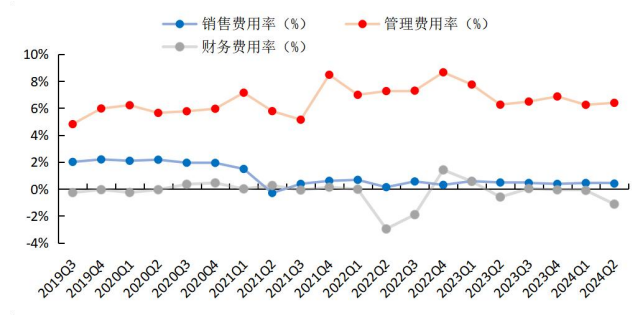
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 17: 季度毛利率、净利率及期间费用率



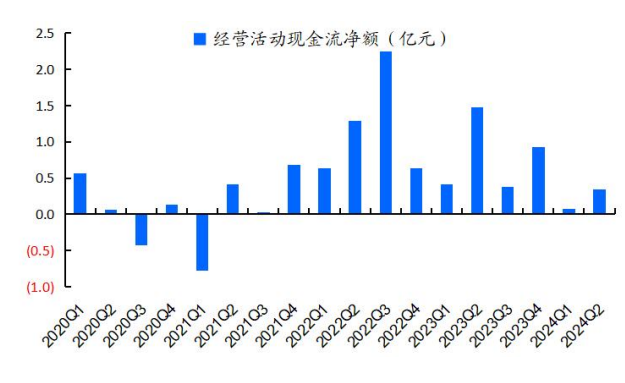
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 18: 季度期间费用率



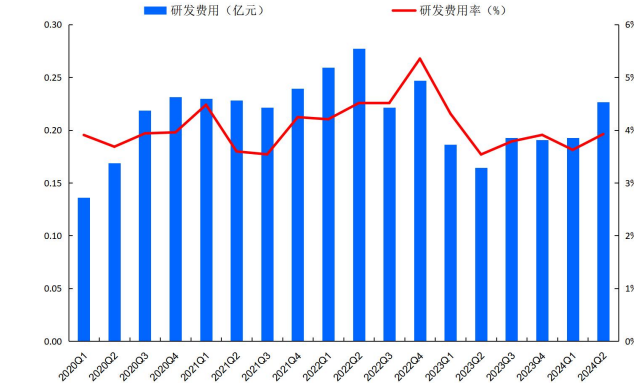
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 19: 2024Q2 经营活动现金流净额 0.34 亿元



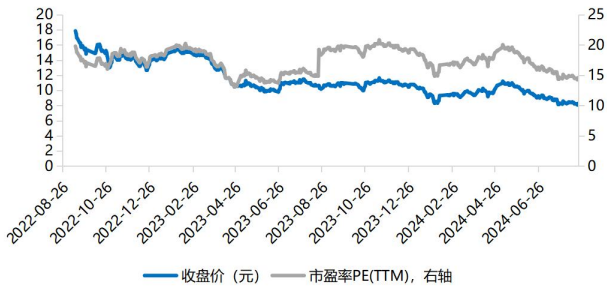
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 20: 季度研发费用情况



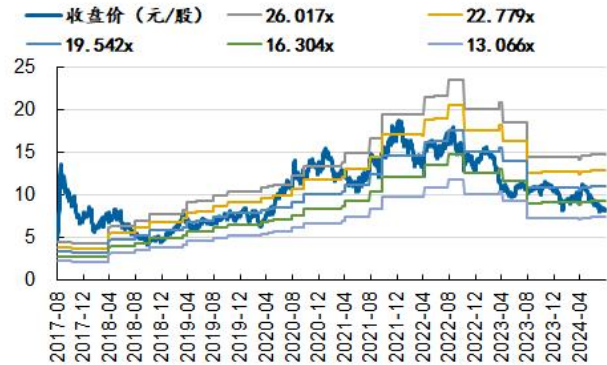
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 21: 收盘价及 PE (TTM)



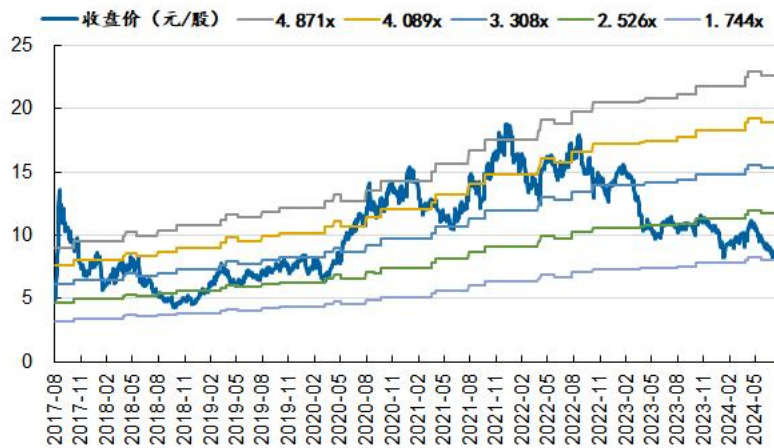
资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/21)

图 22: PE-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/21)

图 23: PB-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/21)

### 3、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 23.48、27.62、33.12 亿元, 实现归母净利润分别为 4.02、4.72、5.69 亿元, 对应 PE 分别 13、11、9 倍, 公司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企业, 第三工厂开眉客积极推进, 看好公司成长性, 维持“买入”评级。

### 4、风险提示

宏观经济波动风险; 产能投放不及预期; 产品价格波动风险; 原材料价格波动的风险; 未来需求下滑; 新项目进度不及预期。



附表：皇马科技盈利预测表

证券代码:	603181				股价:	8.69				投资评级:	买入				日期:	2024/08/22			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	12%	13%	13%	14%	EPS	0.57	0.68	0.80	0.97										
毛利率	25%	24%	24%	24%	BVPS	4.68	5.17	5.97	6.94										
期间费率	3%	3%	3%	3%	<b>估值</b>														
销售净利率	17%	17%	17%	17%	P/E	19.18	12.73	10.84	8.99										
<b>成长能力</b>					P/B	2.33	1.68	1.46	1.25										
收入增长率	-13%	24%	18%	20%	P/S	3.40	2.18	1.85	1.54										
利润增长率	-32%	24%	17%	21%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.56	0.66	0.69	0.73	<b>营业收入</b>	<b>1894</b>	<b>2348</b>	<b>2762</b>	<b>3312</b>										
应收账款周转率	8.06	9.00	10.29	12.00	营业成本	1428	1785	2099	2517										
存货周转率	6.29	8.00	9.00	11.25	营业税金及附加	11	13	15	19										
<b>偿债能力</b>					销售费用	9	11	13	15										
资产负债率	19%	19%	17%	15%	管理费用	56	59	69	83										
流动比	3.27	3.10	3.50	4.15	财务费用	-1	-4	-4	-9										
速动比	2.62	2.42	2.86	3.56	其他费用/(-收入)	73	75	88	106										
					<b>营业利润</b>	<b>367</b>	<b>458</b>	<b>537</b>	<b>649</b>										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	3	0	0	0										
现金及现金等价物	690	663	926	1278	<b>利润总额</b>	<b>371</b>	<b>458</b>	<b>537</b>	<b>649</b>										
应收款项	250	272	265	287	所得税费用	46	56	66	80										
存货净额	210	237	230	218	<b>净利润</b>	<b>325</b>	<b>402</b>	<b>472</b>	<b>569</b>										
其他流动资产	122	146	154	193	少数股东损益	0	0	0	0										
<b>流动资产合计</b>	<b>1271</b>	<b>1318</b>	<b>1575</b>	<b>1975</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>325</b>	<b>402</b>	<b>472</b>	<b>569</b>										
固定资产	1582	1766	1933	2059															
在建工程	246	253	259	241	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	312	396	458	543	<b>经营活动现金流</b>	<b>321</b>	<b>515</b>	<b>665</b>	<b>730</b>										
长期股权投资	6	8	11	13	净利润	325	402	472	569										
<b>资产总计</b>	<b>3418</b>	<b>3740</b>	<b>4237</b>	<b>4831</b>	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	111	142	154	176										
应付款项	180	206	213	220	公允价值变动	-6	0	0	0										
合同负债	10	16	18	20	营运资金变动	-117	-37	31	-23										
其他流动负债	199	203	219	235	<b>投资活动现金流</b>	<b>-113</b>	<b>-417</b>	<b>-392</b>	<b>-369</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>389</b>	<b>425</b>	<b>450</b>	<b>476</b>	资本支出	-199	-416	-390	-369										
长期借款及应付债券	193	193	193	193	长期投资	82	-2	-3	-2										
其他长期负债	78	78	78	78	其他	4	1	1	1										
<b>长期负债合计</b>	<b>272</b>	<b>272</b>	<b>272</b>	<b>272</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-159</b>	<b>-126</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>										
<b>负债合计</b>	<b>660</b>	<b>697</b>	<b>722</b>	<b>747</b>	债务融资	-43	0	0	0										
股本	589	589	589	589	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	2758	3043	3515	4084	其它	-116	-126	-9	-9										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3418</b>	<b>3740</b>	<b>4237</b>	<b>4831</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>49</b>	<b>-27</b>	<b>263</b>	<b>352</b>										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些

公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。