

三段成长动力的分析与展望

核心观点

- **特种聚醚业务实现长期增长。**特种聚醚是一个产品非常细分，需求差异化程度较大的行业。公司长期专注于特种聚醚业务，过去5年实现销量复合增速15%。目前公司已经建立了显著的品类规模优势，这对于新客户认可度有很大帮助，并使新品类开发的边际成本降低，客户粘性持续提升。另外，品类规模还能降低自身单位成本，提升销售竞争力。品类规模优势为特种聚醚业务提供了良好正反馈，推动该业务实现长期增长。
- **技术突破推动产业链衍生。**公司通过自身技术积累和突破，开发了聚醚胺和MS树脂等特种聚醚下游产品。今年在实现销售放量的同时，盈利能力还有大幅提升，净利率从21年的19.2%提升到22H1的24.1%。我们将MS胶行业的发展现状与无醛板的发展历程对比，认为公司的MS树脂业务未来有望提供更大的增量贡献。另外，聚醚胺和MS树脂等的成功开发证明公司在精细化工领域的能力也在不断提升，未来有望持续出现高盈利产品的落地。
- **新工厂是产业升级开端。**公司上虞园区新工厂即将进入建设阶段，规划产能33万吨是现有产能一倍以上。新增产能既包括已有的优势产品，还将开始布局化妆品、食品、医药和航空航天等更加高端的领域。与海外高水平企业对比，公司在这些高端领域还有非常大的发展空间。此次新项目布局有望成为公司产品结构和客户结构升级的开端，为公司长周期的成长打下基础。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司2022-2024年EPS预测为0.92、1.01和1.26元。可比公司2022年估值为18倍市盈率，考虑到皇马投资回报率与成长性确定性均明显好于可比公司，维持30%溢价，给予23倍市盈率，给予目标价21.16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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,946	2,336	2,659	3,155	3,707
同比增长(%)	2.7%	20.1%	13.8%	18.6%	17.5%
营业利润(百万元)	367	512	618	681	847
同比增长(%)	24.7%	39.8%	20.6%	10.3%	24.2%
归属母公司净利润(百万元)	320	448	540	596	740
同比增长(%)	25.0%	40.0%	20.4%	10.3%	24.3%
每股收益(元)	0.54	0.76	0.92	1.01	1.26
毛利率(%)	22.3%	21.2%	25.0%	26.3%	27.5%
净利率(%)	16.5%	19.2%	20.3%	18.9%	20.0%
净资产收益率(%)	18.6%	21.8%	21.4%	19.8%	21.1%
市盈率	29.6	21.1	17.6	15.9	12.8
市净率	5.1	4.2	3.4	2.9	2.5

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 买入 (维持)

股价(2022年09月23日)	16.1元
目标价格	21.16元
52周最高价/最低价	19.78/12.04元
总股本/流通A股(万股)	58,870/58,870
A股市值(百万元)	9,478
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2022年09月26日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.58	-4.05	7.61	16.13
相对表现	-1.16	4	23.31	42.97
沪深300	-4.42	-8.05	-15.7	-26.84



证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517120003
袁帅	yuanshuai@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860522070002

相关报告

产品结构持续优化，驱动业绩高速增长	2022-08-18
21年维持高增长，22年有望加速	2022-04-21
业绩维持增长，成长空间打开	2021-08-17

目录

1、引言	4
2、特种聚醚竞争力分析.....	4
2.1 小步快跑建立品类规模优势.....	4
2.2 品类规模优势分析	6
2.2.1 提升客户粘性	6
2.2.2 边际费用降低	7
3、能力圈拓展推动产业链延伸	8
4、未来有望持续高增长.....	9
4.1 MS 树脂在放量前夕.....	9
4.2 第三工厂布局未来	12
5、盈利预测与投资建议.....	13
6、风险提示	14

图表目录

图 1: 禾大工业级产品收入 (百万英镑, 左轴)、营业利润率和皇马小品种营业利润率.....	5
图 2: 公司销量 (万吨, 左轴) 与增速 (右轴)	5
图 3: 公司产能 (万吨, 左轴) 与开工率 (右轴)	5
图 4: 2021 年各公司销售费用占比及销售人工资在其中占比.....	6
图 5: 2021 年各公司销售人员平均工资 (万元)	6
图 6: 2021 年各公司销售人均创收与创利 (万元)	6
图 7: 2016-2021 年皇马销售人均销量与创利 (万元)	6
图 8: 单位小品种销售费用与管理费用 (右轴, 扣除一次性费用后, 元/吨)	7
图 9: 公司投入资本回报率和单位毛利 (右轴, 元/吨)	8
图 10: 公司小品种单位研发费用 (元/吨)	8
图 11: 皇马单季度扣非归母净利 (万元) 与年化扣非 ROE	8
图 12: 皇马小品种与平均单位毛利 (元/吨)	8
图 13: 2021 年各地区密封胶渗透率对比	10
图 14: MS 胶应用领域示意图	10
图 15: 万华生态板业近几年发展历程.....	11
图 16: 金属硅与环氧丙烷价格走势 (元/吨)	12
图 17: Croda 各业务板块收入 (万英镑)	13
图 18: Croda 各业务板块营业利润率.....	13
表 1: 聚醚胶利润测算 (元/吨)	8
表 2: 皇马科技聚醚胶相关专利.....	9
表 3: 各种密封胶性能比较.....	10
表 4: 网店渠道各品牌 MS 密封胶与硅酮密封胶对比.....	12
表 5: 皇马开眉客高分子新材料项目产品方案	12

1、引言

皇马科技于 2017 年 8 月上市，至今已有五年时间。在这五年时间里，公司实现了非常突出的内生成长，核心产品的销量复合增速达到 15%，且 ROE 自上市以后持续提升，使得几乎每个季度的扣非净利都实现了环比提升。站在这一时点上，我们认为公司未来仍能维持高速增长，动力主要来自三个方面：

- 1) 公司长期专注于特种聚醚业务，目前已经建立了显著的品类规模优势，不仅能提升开发效率和客户粘性，还能降低自身单位成本，提升销售竞争力，为特种聚醚的竞争力提供良好正反馈，推动特种聚醚业务持续增长。
- 2) 公司通过自身技术积累和突破，开发了聚醚胺和 MS 树脂等特种聚醚下游产品。今年在实现销售放量的同时，盈利能力还有大幅提升。我们预计这两项产品未来还将继续放量贡献业绩增量，且公司在精细化工领域的能力也在不断提升，未来有望持续出现高盈利产品的落地。
- 3) 公司上虞园区新工厂即将进入建设阶段，规划产能是现有产能一倍以上。新增产能既包括已有的优势产品，还将开始布局化妆品、食品、医药和航空航天等更加高端的领域，为公司长周期的销量与盈利能力提升打下基础。

2、特种聚醚竞争力分析

皇马科技产品在披露中分为大品种和小品种，其中大品种主要指减水剂单体，小品种指特种聚醚为主的精细化产品。大品种和小品种的原料都会用到环氧乙烷，但是两类产品的附加值与毛利率差别很大。小品种是公司核心发展的业务，也是过去几年驱动公司盈利增长最主要的动力。2014 年公司总销量 10.6 万吨，小品种占 4.2 万吨。到 2017 年上市时总销量达到 14.4 万吨，其中小品种占 5.69 万吨，大小品种都有一定程度增长。而上市之后，两者销量增速开始明显分化，按照 22 年上半年数据来年化比较，小品种销量已接近 13 万吨，大品种则只有 5 万吨不到。我们认为公司过去多年的成长模式与 A 股化工行业比较常见的产能驱动或行业爆发都不相同，主要是通过长期专注、聚沙成塔的方式实现增长，而且这一由专注建立的优势对于公司竞争力还能产生正向反馈，使公司未来发展获得持续动力。

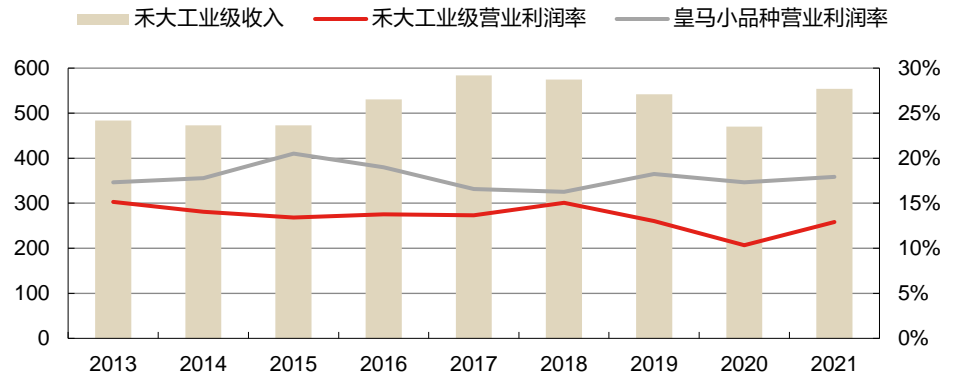
2.1 小步快跑建立品类规模优势

聚醚是一类由环氧乙烷、环氧丙烷及其他化合物连接聚合而成的产品的统称，通过控制反应条件、原料构成等变量可以获得非常多种类的聚醚产品。聚醚按照使用情景区分，包括一些体量较大的产品，如用于保温材料的硬泡聚醚、用于海绵的软泡聚醚、用于减水剂的聚醚大单体等等。而特种聚醚顾名思义就是单品体量较小的聚醚产品，这些特种聚醚产品的下游应用领域非常分散，几乎涵盖了衣食住行所有方面。虽然具体的行业规模难以统计，但收入体量较大的企业不少。除了巴斯夫、陶氏这些业务覆盖面较广的企业之外，如英国的禾大 Croda 和瑞士的科莱恩 Clariant 等都是特种聚醚领域的高水平企业，这些企业的特种聚醚相关业务收入都达到百亿人民币以上。皇马科技 21 年总收入才超过 20 亿元，实际还有非常大的差距。

皇马与海外企业相比，竞争上主要依靠的还是成本优势。将皇马的小品种板块与禾大的工业级产品板块比较，可以发现皇马的营业利润率长期高于海外企业，这也是国内制造业的普遍特点。虽然差距并不是特别大，但是 10-15% 的营业利润率对于海外企业来说基本没有再投资的价值，因

此多年以来禾大该板块一直没有明显的收入提升。直到今年，禾大干脆将该板块业务以约 6.67 亿英镑的对价出售给了嘉吉 Cargill。工业级产品对于海外企业属于中低端业务，但是对于国内企业来说仍具有持续扩张的价值。在海外竞争对手发展停滞的状态下，皇马的国内企业就可以不断获取市场份额。

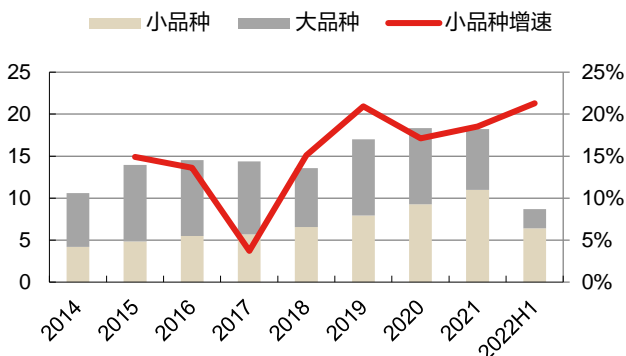
图 1：禾大工业级产品收入（百万英镑，左轴）、营业利润率和皇马小品种营业利润率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

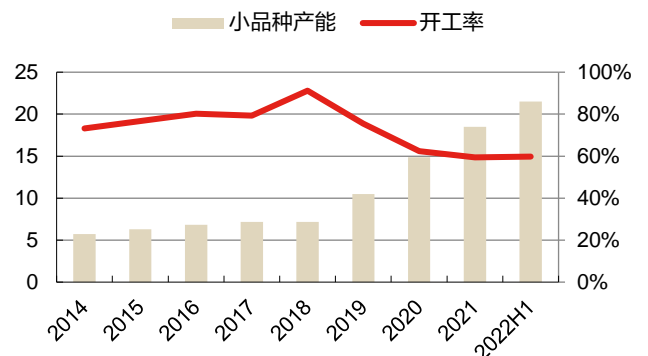
公司 17 年上市之后资本实力提升，产能规模开始快速增长。首先扩建了上虞工业园内的第一工厂绿科安工厂，又新建了第二工厂皇马新材料，使 22 年小品种产能达到了约 17 年 3 倍的水平。但特种聚酯并不是产能驱动型的行业，产能驱动型行业要求的是单品行业空间够大或者增速够高，企业通过一次性扩张大量产能获得成本竞争力，进而抢夺市场份额。特种聚酯产品在下游通常不是作为主要原料，成本占比很小；更多是以辅料形式出现，发挥特定的功能。客户选择特种聚酯供应商的逻辑不是找到规模化生产者来降低原料成本，而是外包给专业化分工者来降低开发成本。所以特种聚酯行业不适合用产能规模竞争的思路来发展，如果产能无法驱动销量，那盲目扩张产能只会导致成本提升和竞争力下降。因此皇马作为国内领先企业，扩产也一直是小步快跑的增长过程，销量的增长主要来自于持续开发特种聚酯产品，扩大老客户的份额，并寻找新客户和新应用领域。目前皇马涉及的特种聚酯产品已经达到 1700 种，客户数量超过 2500 家，公司还设立了 16 个事业部来对接下游来自各个领域的客户。我们认为皇马相比国内同行已经建立了显著的品类规模优势，这是特种聚酯行业更为重要的竞争力。

图 2：公司销量（万吨，左轴）与增速（右轴）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：公司产能（万吨，左轴）与开工率（右轴）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

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。

2.2 品类规模优势分析

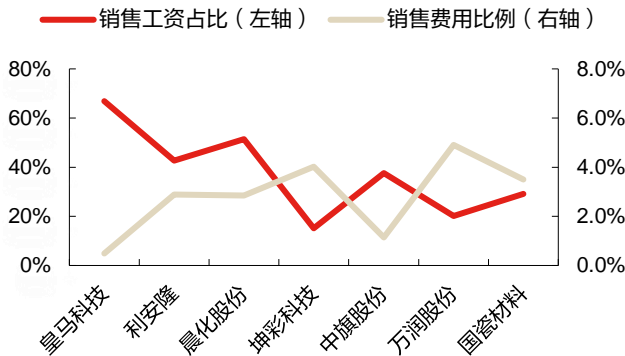
我们认为公司特种聚醚业务的品类规模优势主要体现在两个方面：一、开发效率更高，提升客户粘性；二、单位经营成本更低，对单个 SKU 的回报率要求降低，竞争力更强。

2.2.1 提升客户粘性

首先，特种聚醚行业的客户选择供应商主要希望解决问题、降低自身开发成本，因此会产生各种定制化和差异化需求。供应商具备较大的存量品类规模本身就证明公司具有领先于同行的竞争优势，更容易获得新客户的认可。另外，品类规模越大说明公司在特种聚醚开发领域的积累越深厚，对于新品类开发的边际成本更低，效率也会高于竞争对手。因此，品类规模对于提升客户粘性有很强的正反馈作用，这从皇马的销售费用构成中能够得到佐证。

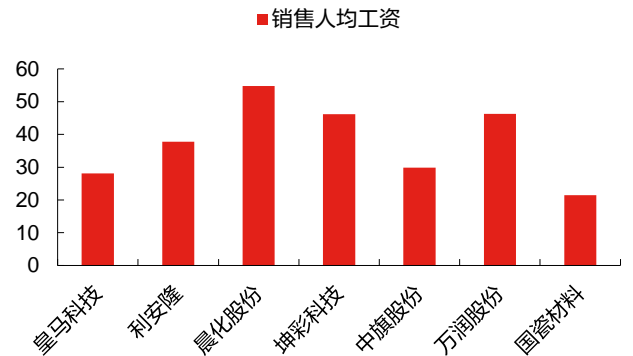
我们在 2019 年的首次覆盖报告中将皇马 2018 年的销售费用结构与其他几家成长型化工企业对比，来分析公司的成本管控能力。从当时的对比就可以看出，皇马的销售费率很低，且其中主要都是销售人员工资，包括招待、广告等在内的其他费用占比很低。我们再以 2021 年的数据进行分析，可以看出皇马科技的销售费率仍仅有 0.5%，销售人员工资占比近 70%，而且销售人均工资也处于较低水平。同时，皇马的销售人均创收和人均创利远高于可比公司，且近几年公司的销售人均小品种销量和人均创利持续提升。这说明皇马虽然产品品类非常多，但业务增长并不需要对销售力量有太大投入，而是主要来自于公司的产品力和客户粘性。

图 4：2021 年各公司销售费用占比及销售人员在其中占比



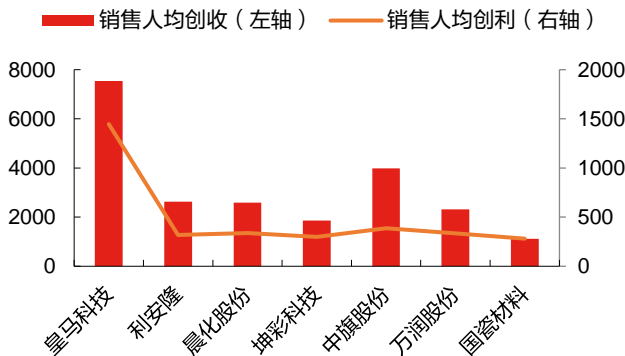
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：2021 年各公司销售人员平均工资（万元）



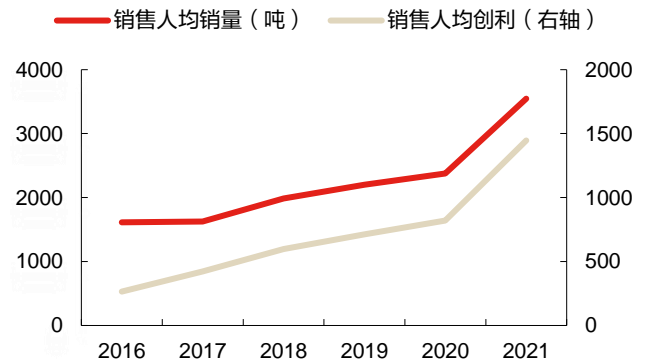
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：2021 年各公司销售人均创收与创利（万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：2016-2021 年皇马销售人均销量与创利（万元）



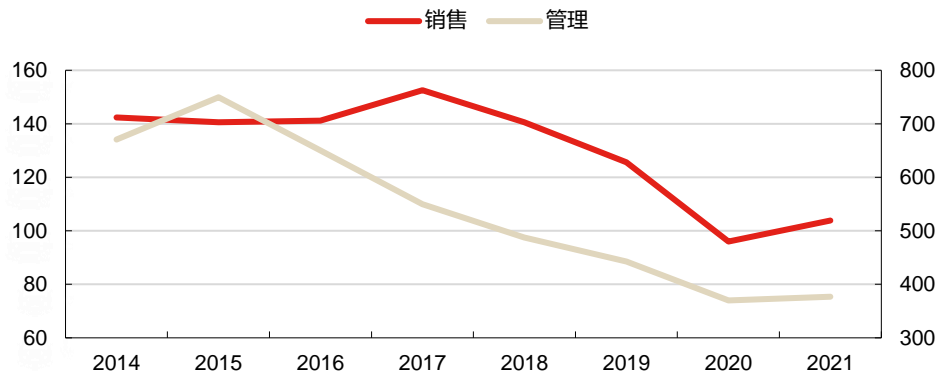
数据来源：公司公告，东方证券研究所

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2.2.2 边际费用降低

皇马小品种特种聚醚业务的毛利率长期维持在 25%左右，明显高于大宗品属性的大品种毛利率，不过我们认为并不能说特种聚醚的技术壁垒很高。依靠技术壁垒获得超额盈利的产品，应该类似 MDI，单品的市场规模超过千亿，全行业的回报率仍可以长期维持在较高水平。特种聚醚毛利率较高的一个主要原因是单品的收入与利润空间较小，需要较高的毛利率才可以维持一定的投入资本回报率水平，使之成为一项能够赚钱的业务。而平台型公司的大部分费用与 SKU 的规模并不成正比，因此不断扩品类就可以持续摊薄费用支出，单位产品的成本是随 SKU 增长而下降的。我们用销售费用和管理费用中扣除股权激励、搬迁费用等一次性项目的成本来测算，可以看到公司的单位产品费用相比 2014 年出现了明显下降。

图 8：单位小品种销售费用与管理费用（右轴，扣除一次性费用后，元/吨）

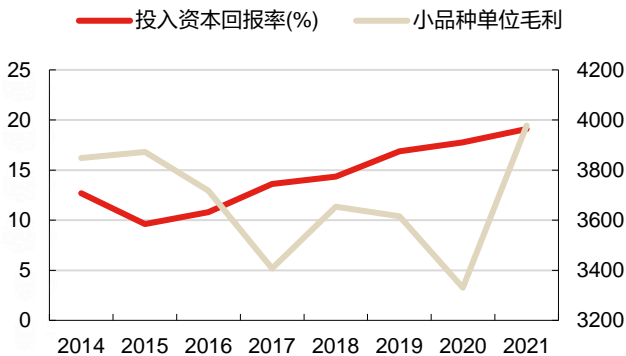


数据来源：公司公告，东方证券研究所（公司销售费用和管理费用扣除一次性项目后除以小品种销量）

上述这种典型的规模化效应最直接的结果就是提升了回报率，从公司的财务数据可以看出，在小品种单位毛利没有明显变化的情况下，公司的投入资本回报率一直在稳步提升。而规模化效应对于皇马这样的平台型公司有一个更重要的好处，就是每一个单品在要求相同回报率的情况下，都可以承受比竞争对手更低的价格。皇马可以通过克制自身回报率的方式来延缓或阻止同行的竞争，而自身的发展速度并不会受到影响，甚至还能加速。从公司的单位产品研发费用可以看出，虽然随着规模提升也有所下降，但下降的幅度明显小于销售和管理费用，可见公司在产品开发上一直没有放松，这样在特种聚醚领域就会持续扩大领先优势。

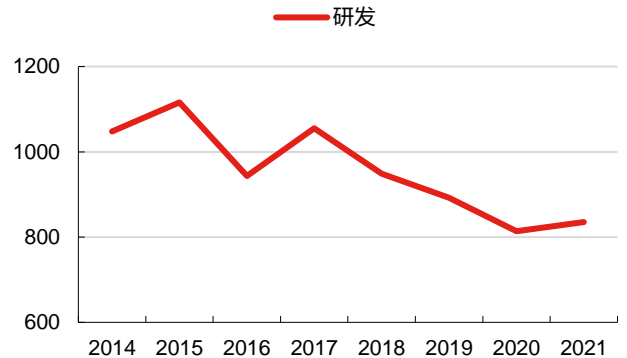
如联泓新科 2020 年上市时规划用 3.3 亿募集资金投资建设 6.5 万吨特种精细化学品（即特种聚醚）项目，然而 2021 年公司考虑到该项目“规划产线较多，产品下游应用领域广泛，市场开发时间较长，需分批分期建设，整体项目建设及投用周期较长，相对而言资金和土地使用效率较低”，因此将该项目终止，变更为“10 万吨/年锂电材料-碳酸酯联合装置项目”。我们认为企业将资源投入到预期回报率更高的项目中是非常合理的选择，但这也说明对于联泓这样国内精细化工领域水平较高的企业，特种聚醚已经不属于有较强吸引力的投资项目。皇马正是在这样此消彼长的过程中，实现了销量和品类的快速增长。

图 9：公司投入资本回报率和小品种单位毛利（右轴，元/吨）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：公司小品种单位研发费用（元/吨）

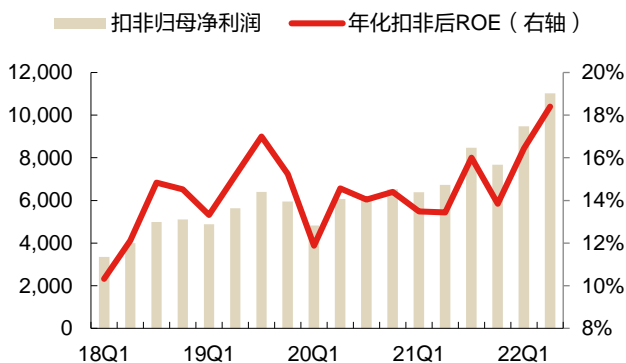


数据来源：公司公告，东方证券研究所

3、能力圈拓展推动产业链延伸

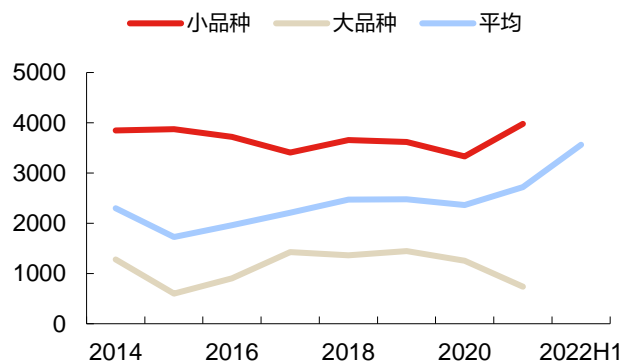
进入 2022 年，公司盈利能力出现明显提升，上半年扣非归母净利增速达到 56%，ROE 水平也突破前几年 15%左右的水平，攀升到近 20%（公司上市以来资产负债率保持在 25-30%左右）。从公司的单位毛利看，过去几年小品种单位毛利基本在 3500-4000 元/吨区间，大品种在 1000 元/吨左右，平均毛利则随着产品结构优化稳步提升。但 22 年上半年，公司平均单位毛利陡然提升到 3500 元/吨以上。我们认为主要动力在于前期公司布局的高盈利新品种，如聚醚胺和 MS 树脂等，在今年实现放量。以聚醚胺为例，目前风电牌号 D230 市场价在 25000 元/吨（含税），而其生产成本约在 13000 元/吨不到，单位毛利约在 10000 元/吨，明显超过公司以往的平均毛利水平。我们在 2019 年的首次覆盖报告中就提出，特种聚醚是一个产业链延伸性特别强的产品，下游有许多回报率较高的领域。公司前期开始布局聚醚胺和 MS 树脂等产品的开发，在今年迎来了收获。

图 11：皇马单季度扣非归母净利（万元）与年化扣非 ROE



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：皇马小品种与平均单位毛利（元/吨）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：聚醚胺利润测算（元/吨）

聚醚胺	
环氧丙烷	9159
单耗	0.62
丙二醇	9221

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。

单耗	0.31
主要原料	8559
其他原料	1000
其他成本	4000
生产成本	13559
市场价	20354
单位毛利	6795

数据来源：公司公告，Wind，百川咨询，东方证券研究所（产品价格取自 2022 年 9 月 17 日）

新产品投放对于盈利有显著贡献，但我们认为更值得关注的是这背后体现出公司能力圈的拓展，这才是成长型企业最重要的竞争力。皇马从本身比较擅长的聚醚出发向下游拓展，在产业链逻辑上顺理成章，不过这些产品在生产工艺上其实和聚醚有较大差别。如聚醚胺是将对应的聚醚通过端胺基化反应获得，MS 树脂是聚醚扩链后再用硅烷偶联剂进行端硅烷基化获得。以聚醚胺为例，根据专利检索，皇马从 2017 年起就开始布局聚醚胺产品，从催化剂到生产工艺都是自主开发。特别是皇马原有的特种聚醚产品都是以间歇釜式反应生产，聚醚胺的生产工艺则瞄准了难度更高的连续化工艺，经过 5 年时间在今年迎来收获。聚醚胺和 MS 树脂等开发成功，证明皇马在精细化工生产的能力上获得了突破，这些底层能力的提升，才是公司不断横向拓展，实现长期成长的核心动力。

表 2：皇马科技聚醚胺相关专利

专利号	专利名	申请日	专利状态
CN202210310171.9	一种聚醚胺催化剂的制备方法及聚醚胺	2022/3/28	审查中
CN202210175007.1	一种聚醚胺固体催化剂中金属元素含量的检测方法	2022/2/24	审查中
CN202111474195.X	一种用于合成聚醚胺的负载型催化剂、制备方法及应用	2021/12/3	审查中
CN202111459532.8	一种催化胺化聚醚二元醇制备聚醚胺的系统及方法	2021/12/1	审查中
CN202110309077.7	一种聚醚胺催化剂及制备方法	2021/3/23	已授权
CN202010354673.2	一种用于汽油清净剂的聚醚胺合成工艺	2020/4/29	审查中
CN201911256504.9	一种聚醚胺催化剂的制备方法及应用方法	2019/12/10	已授权
CN201910788231.6	一种负载催化剂及其制备方法和应用	2019/8/26	已授权
CN201710200089.X	一种常压催化制备聚醚胺的方法	2017/3/30	已授权
CN201710145636.9	一种聚醚胺的连续化生产方法	2017/3/13	已授权

数据来源：国家知识产权局，东方证券研究所

4、未来有望持续高增长

通过上文分析，我们认为皇马已经展现出两个维度的成长能力：一是依靠持续深耕和品类规模优势推动特种聚醚销量增长；二是通过技术突破将特种聚醚向下游高盈利环节延伸，提升单位产品盈利能力。我们认为在这两个驱动力下公司还有望继续实现高增长，甚至表现出第三种驱动力。

4.1 MS 树脂在放量前夕

上文主要介绍了聚醚胺产品的情况，市场对于聚醚胺也比较感兴趣，不过我们认为 MS 树脂未来可能为皇马提供更大的增量贡献。MS 树脂指的是两端由硅烷改性的聚醚，是 MS 胶的核心原料。

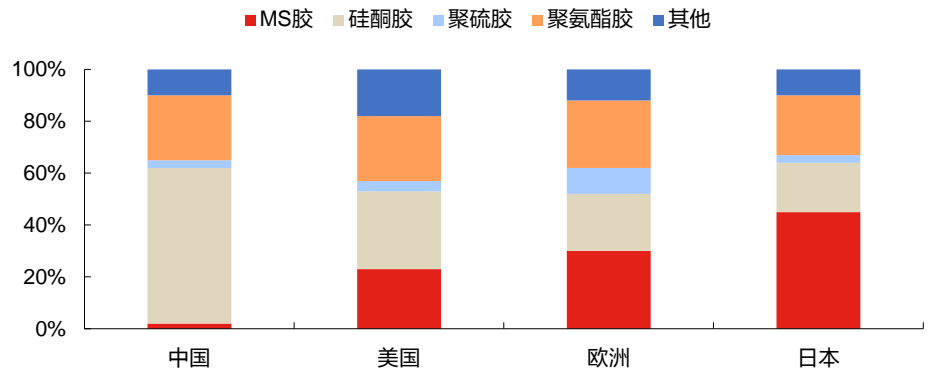
MS 胶是一种性能优异的密封胶，在粘结性、耐候性、环保性等方面都有比较突出的优势，非常适合用于装配式建筑的结构密封胶和免钉胶。同时 MS 胶没有生物相容性，所以几乎不会发霉，在厨卫装潢中相比目前常用的硅酮胶也有明显优势。然而前期国内 MS 胶行业一直没能实现快速发展，主要原因就是国内 MS 树脂的技术一直没有突破。海外供应商产能有限、价格较高，对于国内下游胶企来说，没有合适的供应商就没有开发和推广 MS 胶产品的动力，但是皇马在 MS 树脂上的突破有望改变行业的发展趋势。

表 3：各种密封胶性能比较

	疲劳性	耐候性	耐热性	表面污垢	涂抹性
MS 胶	好	好	好	好	好
硅酮胶	很好	很好	很好	差	差
聚硫胶	差	好	好	很好	差
聚氨酯胶	好	差	差	差	好

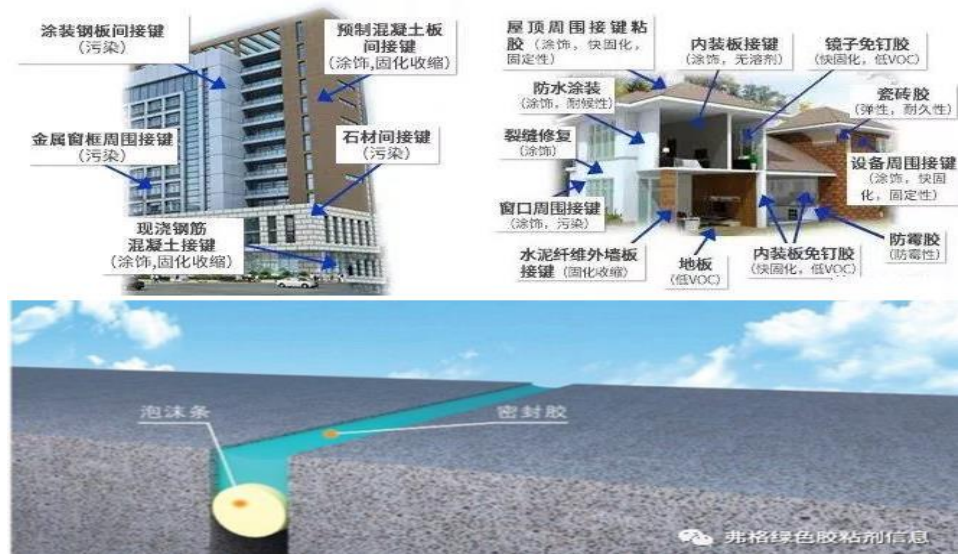
数据来源：值得买，东方证券研究所

图 13：2021 年各地区密封胶渗透率对比



数据来源：值得买，东方证券研究所

图 14：MS 胶应用领域示意图



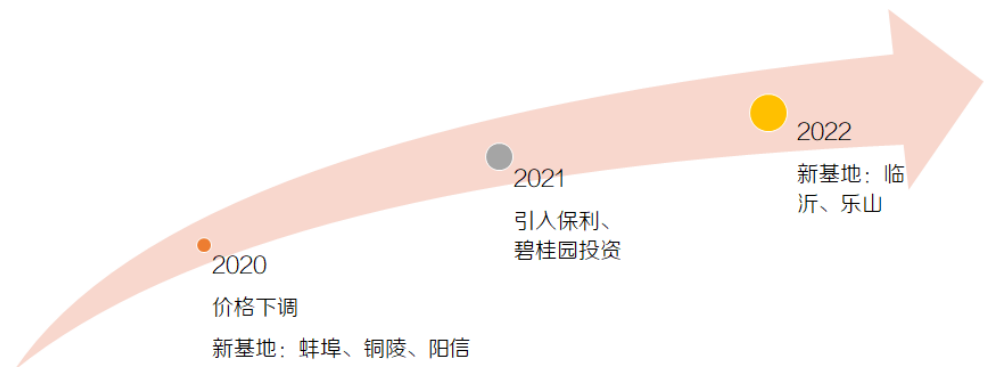
数据来源：值得买，东方证券研究所

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。

我们认为公司 MS 树脂业务有望迎来放量，主要是类比无醛板在家居橱柜领域拓展的情况。我们在 2020 年 9 月的深度报告《万华化学系列之五：从近期 MDI 行业变化看未来景气度》中分析过无醛板的情况，无醛板以聚氨酯为胶粘剂，相比常规的尿醛胶具有零甲醛排放的天然优势。然而 2020 年之前国内无醛板的渗透率一直非常低，但 20 年开始，许多定制家具品牌开始在终端大力推广无醛板产品，将无醛板相比普通板的加价大幅降低。如欧派家居在发布会上宣布将逐步停止在终端销售使用非无醛板材的产品，并且将无醛板相对普通板 300-400 元/平的加价降低到 88 元/平，尚品宅配甚至提出了 0 元升级无醛板的方案。

下游定制家居企业之所以在 20 年突然改变销售策略，主要原因就是上游无醛板供应环节发生了重大变化。万华生态板业 2019 年之后主动调低了产品价格，2021 年成功引入保利和碧桂园联合投，期间推动铜陵、阳信、临沂、乐山等基地陆续落地。万华生态板业一系列产业与资本运作，给下游客户传递了信心，使这些定制家居企业敢于用无醛板作为主打产品，来提升销售份额。

图 15：万华生态板业近几年发展历程



数据来源：万华生态板业，东方证券研究所整理

当前 MS 胶的行业情况与 2020 年的无醛板十分类似，皇马实现了 MS 树脂的技术突破并投建产能之后，有能力为下游胶企提供价格更低、稳定可靠的原料，因此下游也开始推广 MS 胶产品。我们通过京东比较了多种 MS 胶产品的情况，可以查到许多国内较知名的密封胶品牌已经都推出了家居装潢用的 MS 胶产品，定价略高于硅酮胶，大约是日本品牌的一半。

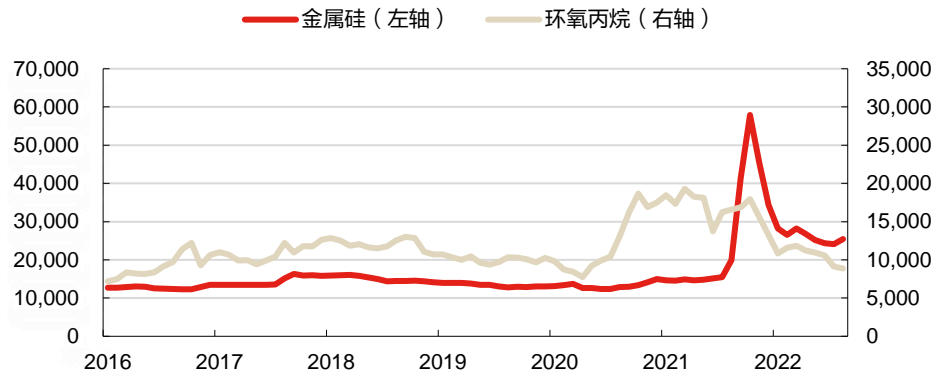
对于直接面向 C 端的产品，我们认为价格略高并不是问题，关键是产品相比低端竞品是否具有能解决消费者痛点的竞争力（MS 胶环保不发霉变黑，无醛板零甲醛排放），以及下游企业是否有教育消费者、培育市场的意愿。对于建筑用结构胶与免钉胶等面向 B 端的产品，MS 胶除了性能更佳之外，成本端也开始具备竞争力。硅酮胶最基础的原料是工业硅和氯，MS 胶的主要原料是环氧丙烷。工业硅和氯都是典型的高能耗品种，在双碳时代下价格已经出现难以逆转的提升。而环氧丙烷是石油化工产品，国内近几年技术突破后进入了快速扩张期，预计景气度长期都将处于底部，尽管油价已处于高位，环氧丙烷的价格相比历史仍处于较低水平。因此我们认为今年很可能是国内 MS 胶行业快速发展的元年，皇马的 MS 树脂产品有望持续放量。而且 MS 树脂竞争格局较好，对于皇马来说有望保持较长时间的高回报。

表 4：网店渠道各品牌 MS 密封胶与硅酮密封胶对比

品牌	国内/国外	MS 密封胶			硅酮密封胶		
		型号	价格 (元)	规格 (毫升)	型号	价格 (元)	规格 (毫升)
硅宝	国内	603	46.8	300	602	26.8	300
潜水艇	国内	ZR980	38	310	580	29	310
彩弘	国内	M8	109	600	F891	59	600
森戈	日本		95	320			

数据来源：京东，东方证券研究所整理

图 16：金属硅与环氧丙烷价格走势 (元/吨)



数据来源：Wind，东方证券研究所

4.2 第三工厂布局未来

今年 4 月皇马在杭州湾上虞经济开发区投资设立了开眉客高分子新材料有限公司，计划进一步扩张产能并延伸产业链，该项目近期还入选了浙江省 2022 年引领性重大产业项目。从已经备案的项目情况来看，公司计划扩产的特种聚醚及衍生产品的总产能达到 33 万吨，相比目前的小品种系列产能将有一倍以上的增长。在产品选择上，公司一方面将进一步扩张已经具备一定优势的朝阳产品，如聚醚胺等；另外还希望将产品应用领域扩展到化妆品、食品、医药和航空航天等更加高端的领域，进一步提升产品盈利能力。

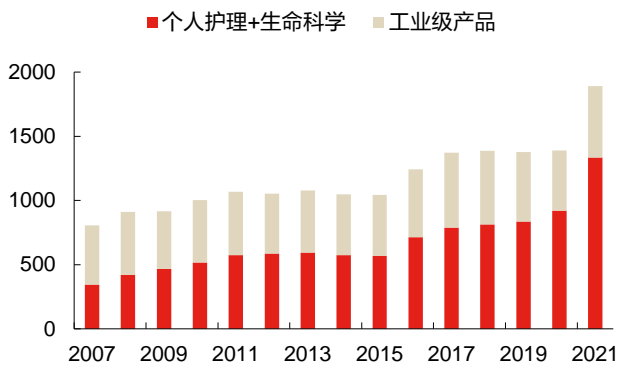
表 5：皇马开眉客高分子新材料项目产品方案

产品	产能 (万吨)
聚醚胺	7
烯丙醇及衍生物	6.5
树脂新材料	7
碳四衍生品	1.5
生物基化妆品、食品、医药高端表活系列	1.8
航天航空高端树脂新材料	0.5
特种辅料及催化剂	1
特种高分子聚醚新材料	7.7
合计	33

数据来源：公司公告，东方证券研究所

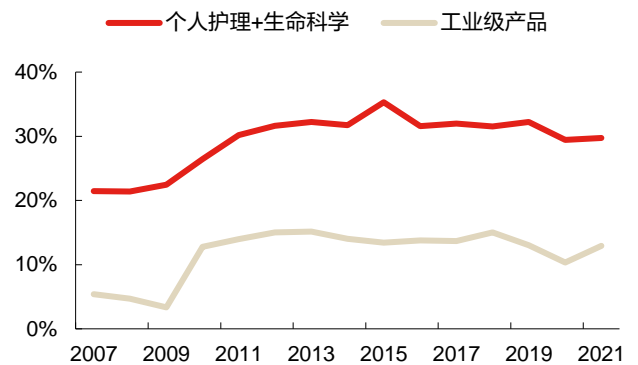
虽然这次化妆品、食品、医药和航空航天等更加高端规划的产能在总产能中占比还较小，但是我们认为这是公司打开第三成长动力的信号。将皇马与海外表活行业的高水平企业对比，可以发现海外企业主要是在产品结构与客户结构上比国内企业有明显升级。如英国的禾大 Croda (Crda.L)，早年以化妆品、食品、医药等领域为目标的板块收入占比较小，产品档次和盈利能力也较低。经过多年努力，通过内生和外延等方式将收入占比提升到了 70%左右，市场也给予其非常良好的反馈，股价从 2007 年到 2021 年上涨近 24 倍，市值最高点近 150 亿英镑。皇马目前产品主要还都面向工业级客户，但随着近几年公司能力提升，也开始计划向更高端的领域发展。我们认为皇马开眉客项目的布局可能就是一个良好的开端，公司未来产品结构和客户结构的逐渐升级，有望成为公司业绩增长新的动力。

图 17: Croda 各业务板块收入 (万英镑)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 18: Croda 各业务板块营业利润率



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

5、盈利预测与投资建议

我们预测公司 2022-2024 年 EPS 预测为 0.92、1.01 和 1.26 元。可比公司 2022 年估值为 18 倍市盈率，考虑到皇马投资回报率与成长性确定性均明显好于可比公司，维持 30%溢价，给予 23 倍市盈率，给予目标价 21.16 元，维持买入评级。

盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
大品种					
销售收入 (百万元)	708.9	580.5	590.9	590.9	590.9
增长率	-9.8%	-18.1%	1.8%	0.0%	0.0%
毛利率	16.1%	9.1%	12.8%	12.8%	12.8%
小品种					
销售收入 (百万元)	1,224.7	1,750.3	2,062.5	2,558.1	3,110.3
增长率	10.8%	42.9%	17.8%	24.0%	21.6%
毛利率	25.2%	25.0%	28.3%	29.3%	30.2%
其他业务					
销售收入 (百万元)	12.5	5.7	5.7	5.7	5.7
增长率	241.9%	-54.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	84.5%	86.4%	86.4%	86.4%	86.4%
合计	1,946.1	2,336.5	2,659.1	3,154.7	3,706.9

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

增长率	2.7%	20.1%	13.8%	18.6%	17.5%
综合毛利率	22.3%	21.2%	25.0%	26.3%	27.5%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

6、风险提示

- 1) 新项目投产进度低于预期：我们预测的业绩增长主要来自募投项目投产驱动的销量增长，如果投产进度低于预期，会导致业绩低于预期。
- 2) 原料价格大幅波动：公司产品价格变化与原料价格不完全同步，如果短期原料价格出现超预期的大幅波动，会导致业绩预测偏差。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有皇马科技(603181.SH)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	97	537	611	1,315	2,258	营业收入	1,946	2,336	2,659	3,155	3,707
应收票据、账款及款项融资	337	353	393	466	547	营业成本	1,513	1,841	1,995	2,325	2,686
预付账款	37	45	51	61	71	营业税金及附加	9	10	12	14	16
存货	163	248	269	314	362	营业费用	39	11	13	16	19
其他	588	247	554	555	556	管理费用及研发费用	114	153	154	178	209
流动资产合计	1,221	1,430	1,878	2,710	3,794	财务费用	3	2	22	18	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	3	1	0	0	0
固定资产	834	1,174	1,346	1,067	494	公允价值变动收益	30	21	25	23	24
在建工程	540	247	185	118	225	投资净收益	3	5	4	4	4
无形资产	117	148	145	142	139	其他	69	168	125	50	50
其他	36	37	36	35	34	营业利润	367	512	618	681	847
非流动资产合计	1,528	1,605	1,711	1,361	891	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	2,749	3,035	3,589	4,071	4,685	营业外支出	2	1	1	1	1
短期借款	40	40	40	40	40	利润总额	365	513	618	682	847
应付票据及应付账款	255	247	267	312	360	所得税	45	65	78	86	107
其他	54	126	129	133	137	净利润	320	448	540	596	740
流动负债合计	349	413	436	484	537	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	100	335	335	335	335	归属于母公司净利润	320	448	540	596	740
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.54	0.76	0.92	1.01	1.26
其他	445	29	29	29	29						
非流动负债合计	545	365	365	365	365	主要财务比率					
负债合计	895	778	801	849	902		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	406	589	589	589	589	营业收入	2.7%	20.1%	13.8%	18.6%	17.5%
资本公积	392	164	217	217	217	营业利润	24.7%	39.8%	20.6%	10.3%	24.2%
留存收益	1,053	1,502	1,983	2,416	2,978	归属于母公司净利润	25.0%	40.0%	20.4%	10.3%	24.3%
其他	3	3	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,855	2,257	2,788	3,222	3,783	毛利率	22.3%	21.2%	25.0%	26.3%	27.5%
负债和股东权益总计	2,749	3,035	3,589	4,071	4,685	净利率	16.5%	19.2%	20.3%	18.9%	20.0%
						ROE	18.6%	21.8%	21.4%	19.8%	21.1%
						ROIC	18.0%	19.2%	18.9%	17.8%	19.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	32.5%	25.6%	22.3%	20.9%	19.2%
净利润	320	448	540	596	740	净负债率	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	79	(193)	508	688	791	流动比率	3.50	3.46	4.31	5.60	7.07
财务费用	3	2	22	18	10	速动比率	3.03	2.86	3.69	4.95	6.39
投资损失	(3)	(5)	(4)	(4)	(4)	营运能力					
营运资金变动	(31)	(115)	(44)	(80)	(89)	应收账款周转率	8.2	9.9	10.9	11.1	11.1
其它	(334)	(103)	(28)	(23)	(24)	存货周转率	10.0	8.9	7.7	7.9	7.9
经营活动现金流	34	35	993	1,194	1,423	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
资本支出	(371)	118	(614)	(338)	(321)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.54	0.76	0.92	1.01	1.26
其他	184	68	(277)	27	29	每股经营现金流	0.08	0.06	1.69	2.03	2.42
投资活动现金流	(187)	186	(891)	(311)	(293)	每股净资产	3.15	3.83	4.74	5.47	6.43
债权融资	105	284	0	0	0	估值比率					
股权融资	25	(45)	53	0	0	市盈率	29.6	21.1	17.6	15.9	12.8
其他	(52)	(21)	(81)	(180)	(188)	市净率	5.1	4.2	3.4	2.9	2.5
筹资活动现金流	78	218	(27)	(180)	(188)	EV/EBITDA	20.5	28.6	8.0	6.6	5.6
汇率变动影响	(4)	(2)	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.8	17.8	14.4	13.1	10.7
现金净增加额	(79)	436	74	704	943						

资料来源：东方证券研究所

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。

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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