

赞宇科技（002637.SZ）——2022年一季度报点评

盈利低点已过，杜库达盈利大幅提升，液洗 OEM 带动成长

买入

核心观点

2022年一季度业绩小幅下滑，扣除 DMO 影响业绩略超预期。2022年一季度营收 29.0 亿元（同比+25.9%，环比-8.9%），归母净利润 1.65 亿元（同比-9.1%，环比-14.1%），公司毛利率 13.3%（同比-4.4pp，环比+6.0pp），三费率为 5.0%（同比-0.9pp）净利率为 5.5%（同比-2.0pp，环比+0.1pp）。印尼商务部宣布从 2 月 15 日起，印尼所有毛棕榈油及其衍生产品的出口商都需要遵守国内市场义务（DMO），要求油脂衍生品出口企业要履行按照 30% 出口比例在国内平价售卖食用棕榈油的义务，对子公司印尼杜库达产品的出口造成不利影响，但 DMO 政策已于 3 月 21 日取消，扣除此事件影响，我们认为公司一季度业绩略超预期。

印尼政府取消 DMO 政策，提高棕榈油出口税费，杜库达盈利有望大幅增长。3 月 18 日印尼政府发布政策取消国内市场义务（DMO）政策，同时改为提高毛棕榈油出口税、出口附加费 LEVY 上限，上限从 375 美元/吨提高到 675 美元/吨，政策将于 2022 年 3 月 21 日开始执行。随着该新政策落地，印尼境内棕榈油下游产业链将大幅受益，大部分关税将转化为印尼本土油脂工厂的成本优势，进一步增加印尼本地企业与海外油化企业成本差距，公司杜库达具备 60 万吨/年产能，单吨盈利有望扩大至 1500-2000 元/吨。

公司是全球表面活性剂、油脂化工龙头企业，向下游日化领域 OEM/ODM 延伸。现有镇江基地 10 万吨 OEM 产能已满产满销，在河南鹤壁、四川眉山、河北沧州各布局 50 万吨 OEM 基地，2021/2022/2023 年底产能分别为 10/60/160 万吨，绑定下游联合利华、保洁、蓝月亮、白猫等核心客户，日化消费属性稳健增长。公司是国内油脂化工龙头，未来向下游高端食品级油酸、酯类拓展。杭州油化 10 万吨/年在建项目产品包括 2 万吨/年 OP0 结构酯、5 万吨/年食品级单甘脂等高端结构酯类产品，预计 2022 年上半年投产。

风险提示：棕榈油价格大幅下跌、下游需求不及预期、印尼出口政策风险、新项目投产进度不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。预计 2022-2024 年归母净利润 12.9/15.9/18.1 亿元，同比增速 62/23/14%；摊薄 EPS=2.75/3.37/3.84 元，当前股价对应 PE=5/4/4x。公司是国内表面活性剂与油脂化工龙头企业，印尼杜库达受益于印尼棕榈油出口新政策，成本优势进一步扩大，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,804	11,201	14,847	16,336	18,633
(+/-%)	18.6%	43.5%	32.55%	10.03%	14.06%
净利润(百万元)	345	796	1293	1586	1807
(+/-%)	-2.7%	130.9%	62.4%	22.6%	13.9%
每股收益(元)	0.82	1.69	2.75	3.37	3.84
EBIT Margin	9.9%	12.1%	13.4%	15.0%	14.8%
净资产收益率 (ROE)	11.8%	19.7%	26.9%	27.5%	26.4%
市盈率 (PE)	17.5	8.4	5.2	4.2	3.7
EV/EBITDA	10.4	7.0	5.3	4.2	3.7
市净率 (PB)	2.07	1.67	1.40	1.16	0.98

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

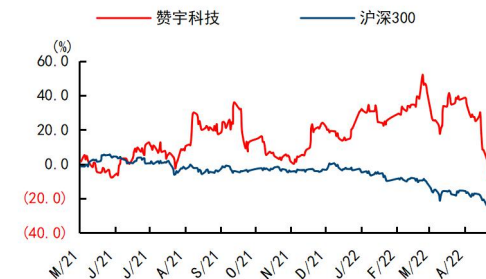
xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.28 元
总市值/流通市值	6712/5655 百万元
52 周最高价/最低价	22.38/13.15 元
近 3 个月日均成交额	130.63 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

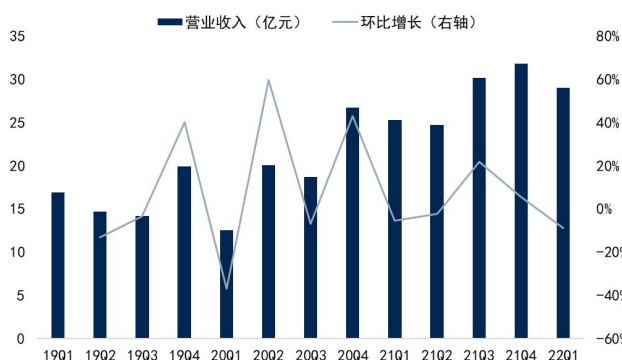
相关研究报告

- 《赞宇科技（002637.SZ）-印尼提高棕榈油出口税费，杜库达盈利有望大幅增长》——2022-03-20
- 《赞宇科技-002637-2021 年度业绩报告点评：全年业绩稳定增长，看好公司长期成长性》——2022-01-26
- 《赞宇科技-002637-重大事件快评：拟回购股份进行员工激励，看好公司长期发展》——2021-11-23
- 《赞宇科技-002637-2021 年中报点评：中报业绩超预期，油化产品盈利大增，打造三大日化 OEM 基地》——2021-08-10
- 《赞宇科技-002637-2021 年一季度报点评：业绩符合预期，眉山基地加码 50 万吨日化 OEM》——2021-04-23

2022 年一季度业绩小幅下滑，扣除 DMO 影响业绩超预期。2022 年一季度营收 29.0 亿元（同比+25.9%，环比-8.9%），归母净利润 1.65 亿元（同比-9.1%，环比-14.1%），公司毛利率 13.3%（同比-4.4pp，环比+6.0pp），三费率为 5.0%（同比-0.9pp）净利率为 5.5%（同比-2.0pp，环比+0.1pp）。

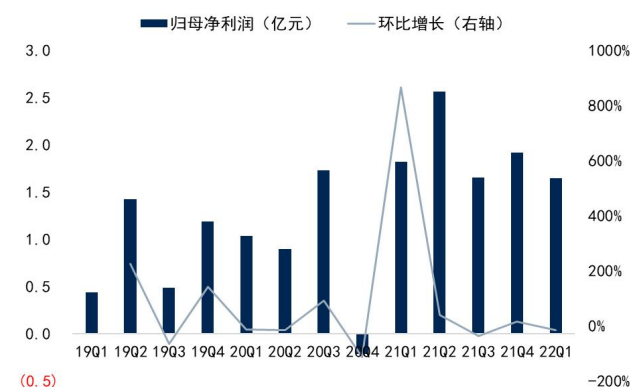
印尼商务部宣布从 2 月 15 日起，印尼所有毛棕榈油及其衍生产品的出口商都需要遵守国内市场义务（DMO），要求油脂衍生品出口企业要履行按照 30% 出口比例在国内平价售卖食用棕榈油的义务，对子公司印尼杜库达产品的出口造成不利影响，但 DMO 政策已于 3 月 21 日取消，扣除此事件影响，我们认为公司一季度业绩超预期。

图1：赞宇科技分季度营业收入及增速



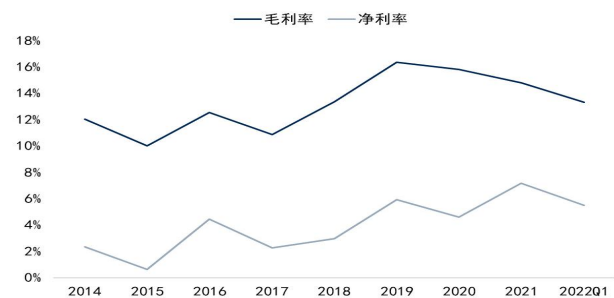
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：赞宇科技分季度归母净利润及增速



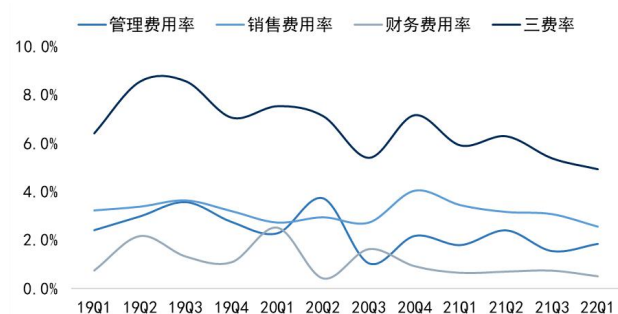
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：赞宇科技毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：赞宇科技三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

印尼政府取消 DMO 政策，提高棕榈油出口税费，杜库达盈利有望大幅增长。3 月 18 日印尼政府发布政策取消国内市场义务（DMO）政策，同时改为提高毛棕榈油出口税、出口附加费 LEVY 上限，上限从 375 美元/吨提高到 675 美元/吨，政策将于 2022 年 3 月 21 日开始执行。随着该新政策落地，印尼境内棕榈油下游产业链将大幅受益，大部分关税将转化为印尼本土油脂工厂的成本优势，进一步增加印尼本地企业与海外油化企业成本差距，公司杜库达具备 60 万吨/年产能，单吨盈利有望扩大至 1500-2000 元/吨。

公司是全球表面活性剂、油脂化工龙头企业，向下游日化领域 OEM/ODM 延伸。现有镇江基地 10 万吨产能已满产满销，在河南鹤壁、四川眉山、河北沧州各布局 50 万吨 OEM 基地，河南鹤壁基地有望于 2022 年中投产；眉山赞宇已经于 2022 年

3月2日取得眉山市自然资源局颁发的《建设用地规划许可证》，用于年产50万吨洗护用品项目的建设；沧州赞宇已经于2021年底通过竞拍取得土地，用于投资建设日化生态产业园，具体包括年产20万吨表面活性剂项目、年产50万吨洗涤用品项目。公司是国内油脂化工龙头，未来向下游高端食品级油酸、酯类拓展。杭州油化10万吨/年在建项目产品包括2万吨/年OP0结构酯、5万吨/年食品级单甘脂等高端结构酯类产品，预计2022年上半年投产。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。预计2022-2024年归母净利润12.9/15.9/18.1亿元，同比增速62/23/14%；摊薄EPS=2.75/3.37/3.84元，当前股价对应PE=5/4/4x。公司是国内表面活性剂与油脂化工龙头企业，印尼杜库达受益于印尼棕榈油出口新政策，成本优势进一步扩大，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	824	633	500	500	500	营业收入	7804	11201	14847	16336	18633
应收款项	756	908	2034	2238	2552	营业成本	6569	9544	11646	12677	14507
存货净额	940	1302	1888	2050	2346	营业税金及附加	24	35	59	65	75
其他流动资产	725	862	1142	1257	1434	销售费用	253	71	490	539	615
流动资产合计	3245	3815	5664	6145	6932	管理费用	181	200	656	602	677
固定资产	2717	2297	2600	2903	3168	财务费用	96	69	104	110	91
无形资产及其他	697	1562	1499	1437	1374	投资收益	44	(38)	11	0	0
投资性房地产	491	630	630	630	630	资产减值及公允价值变动	186	48	(40)	(10)	(10)
长期股权投资	68	116	126	136	146	其他收入	(429)	(243)	0	0	0
资产总计	7218	8420	10518	11250	12250	营业利润	481	1051	1863	2333	2658
短期借款及交易性金融负债	1128	1075	2205	1716	1199	营业外净收支	0	(8)	0	0	0
应付款项	1460	983	1198	1301	1489	利润总额	481	1043	1863	2333	2658
其他流动负债	565	660	859	926	1059	所得税费用	122	238	438	583	665
流动负债合计	3153	2718	4262	3943	3747	少数股东损益	14	9	132	164	187
长期借款及应付债券	570	1157	857	857	857	归属于母公司净利润	345	796	1293	1586	1807
其他长期负债	88	175	175	175	175						
长期负债合计	657	1332	1032	1032	1032	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3810	4050	5293	4975	4779	净利润	345	796	1293	1586	1807
少数股东权益	489	336	415	513	625	资产减值准备	63	(57)	35	15	14
股东权益	2919	4034	4810	5761	6845	折旧摊销	173	189	284	334	373
负债和股东权益总计	7218	8420	10518	11250	12250	公允价值变动损失	(186)	(48)	40	10	10
						财务费用	96	69	104	110	91
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	325	(1141)	(1541)	(296)	(452)
每股收益	0.82	1.69	2.75	3.37	3.84	其它	(56)	63	44	84	98
每股红利	0.38	0.37	1.10	1.35	1.54	经营活动现金流	664	(198)	155	1733	1850
每股净资产	6.91	8.58	10.23	12.26	14.56	资本开支	0	267	(600)	(600)	(600)
ROIC	12%	19%	22%	23%	24%	其它投资现金流	124	(110)	10	0	0
ROE	12%	20%	27%	28%	26%	投资活动现金流	60	109	(600)	(610)	(610)
毛利率	16%	15%	22%	22%	22%	权益性融资	(11)	410	0	0	0
EBIT Margin	10%	12%	13%	15%	15%	负债净变化	322	587	(300)	0	0
EBITDA Margin	12%	14%	15%	17%	17%	支付股利、利息	(161)	(172)	(517)	(634)	(723)
收入增长	19%	44%	33%	10%	14%	其它融资现金流	(599)	(1342)	1129	(488)	(517)
净利润增长率	-3%	131%	62%	23%	14%	融资活动现金流	(290)	(102)	312	(1123)	(1240)
资产负债率	60%	52%	54%	49%	44%	现金净变动	435	(191)	(133)	0	0
息率	2.4%	2.6%	7.7%	9.4%	10.8%	货币资金的期初余额	389	824	633	500	500
P/E	17.5	8.4	5.2	4.2	3.7	货币资金的期末余额	824	633	500	500	500
P/B	2.1	1.7	1.4	1.2	1.0	企业自由现金流	0	358	(330)	1278	1390
EV/EBITDA	10.4	7.0	5.3	4.2	3.7	权益自由现金流	0	(397)	419	707	805

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032