

# 赞宇科技 (002637.SZ)

## Q3 业绩环比显著改善，回购股份彰显公司信心

买入

### 核心观点

**三季度业绩同环比大幅增长，业绩符合预期。**2023 年前三季度公司营收 72.6 亿元，同比+23.1%，归母净利润 1.2 亿元，同比+52.6%；其中单三季度营收 24.3 亿元，同比+27.2%，环比+18.0%，归母净利润 0.7 亿元，同比+130.1%，环比+224.2%。前三季度公司毛利率 6.7%，同比+1.2pcts，其中单三季度毛利率 7.8%，同比+12.0pcts，环比+0.9pcts，净利率 2.4%，同比+9.8pcts，环比 2.5pcts，业绩符合预期。

**公司产品景气度环比回暖，盈利能力显著改善。**据卓创资讯数据，23Q3 阴离子表面活性剂均价 6520 元/吨，同比下跌 8.0%，环比上涨 8.1%；23Q3 硬脂酸均价 8460 元/吨，同比下跌 7.6%，环比上涨 1.7%。原材料方面，23Q3 国内棕榈油均价 7730 元/吨，同比下跌 17.0%，环比上涨 1.9%。目前印尼毛棕榈油出口 levy 税 75 美元/吨，duty 税 18 美元/吨，子公司印尼杜库达依托原材料产地具备成本优势。

**公司是国内表面活性剂、油脂化工龙头，OEM/ODM 项目稳步推进。**目前公司表面活性剂产能超过 110 万吨/年，油脂化学品产能超过 100 万吨/年。河南鹤壁年产 50 万吨洗护 OEM/ODM 生产线（其中 20 万吨洗衣粉、30 万吨液体洗涤剂）已全面投产，四川眉山日化产品项目洗衣粉和洗衣液生产线已经开始试生产，预计在今年年底建成投产，沧州项目也处于规划阶段，公司未来 OEM/ODM 产能将达 160 万吨/年。公司依托表活技术优势、规模布局优势、物流包装配套优势，开展 OEM/ODM 加工业务，在生产工艺、技术、设备上能为下游客户提供更有针对性的服务，进一步提升公司表面活性剂的市场份额。

**公司发布回购股份方案，彰显公司长期发展信心。**公司拟使用 0.5-1 亿元自有资金回购公司股份，回购价不超过 15.40 元/股，回购的股份将用于后期实施股权激励或员工持股计划。一方面反映了管理层对公司内在价值的肯定和对未来可持续发展的坚定信心，另一方面本次回购股份用于股权激励或员工持股计划，有利于进一步完善公司的长效激励机制，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，促进公司高质量可持续发展。

**风险提示：**在建项目进度不达预期；行业需求复苏不达预期；主要产品价格下跌风险等。

**投资建议：**维持“买入”评级。

预计公司 2023-2025 年归母净利润为 2.2/3.8/5.7 亿元，摊薄 EPS=0.48/0.81/1.22 元，当前股价对应 PE=26/15/10x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,804	11,201	10,578	11,592	13,157
(+/-%)	18.6%	43.5%	-5.56%	9.58%	13.50%
净利润(百万元)	345	796	225	379	573
(+/-%)	-2.7%	130.9%	-71.8%	68.7%	51.0%
每股收益(元)	0.82	1.69	0.48	0.81	1.22
EBIT Margin	9.9%	12.1%	4.7%	5.7%	7.1%
净资产收益率 (ROE)	11.8%	19.7%	5.4%	8.6%	12.1%
市盈率 (PE)	15.3	7.4	26.0	15.4	10.2
EV/EBITDA	9.6	6.4	13.5	11.0	8.7
市净率 (PB)	1.80	1.45	1.40	1.33	1.23

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	10.72 元
总市值/流通市值	5043/4231 百万元
52 周最高价/最低价	13.81/9.29 元
近 3 个月日均成交额	23.39 百万元

#### 市场走势



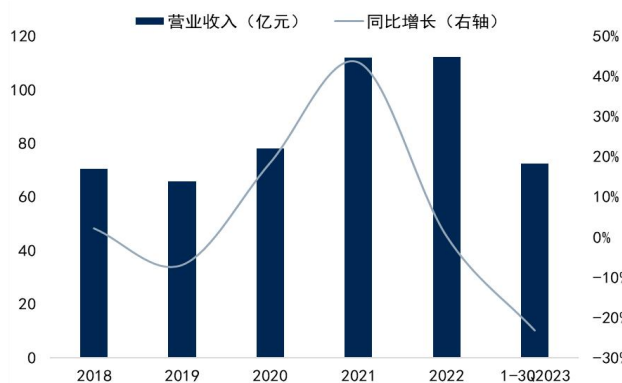
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《赞宇科技 (002637.SZ) - 马来西亚扩建 55 万吨油脂化学品，向生物柴油产业延伸》——2023-01-18  
 《赞宇科技 (002637.SZ) - 剥离环保业务进一步聚焦主业，员工持股落地助力公司长期发展》——2022-12-21  
 《赞宇科技 (002637.SZ) - 2022 年一季报点评-盈利低点已过，杜库达盈利大幅提升，液洗 OEM 带动成长》——2022-04-28  
 《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 年度业绩预告点评：全年业绩稳定增长，看好公司长期成长性》——2022-01-26

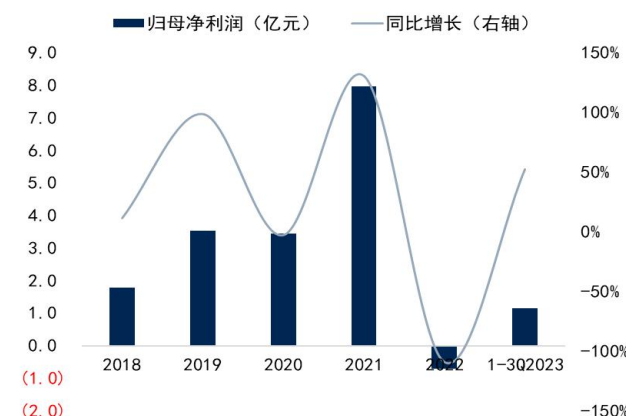
**三季度业绩同比大幅增长，业绩符合预期。**2023 年前三季度公司营收 72.6 亿元，同比-23.1%，归母净利润 1.2 亿元，同比+52.6%；其中单三季度营收 24.3 亿元，同比-27.2%，环比+18.0%，归母净利润 0.7 亿元，同比+130.1%，环比+224.2%。前三季度公司毛利率 6.7%，同比+1.2pcts，其中单三季度毛利率 7.8%，同比+12.0pcts，环比+0.9pcts，净利率 2.4%，同比+9.8pcts，环比 2.5pcts，业绩符合预期。

图1：赞宇科技营业收入及增速



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

**公司产品景气度环比回暖，盈利能力显著改善。**据卓创资讯数据，23Q3 阴离子表面活性剂均价 6520 元/吨，同比下跌 8.0%，环比上涨 8.1%；23Q3 硬脂酸均价 8460 元/吨，同比下跌 7.6%，环比上涨 1.7%。原材料方面，23Q3 国内棕榈油均价 7730 元/吨，同比下跌 17.0%，环比上涨 1.9%。目前印尼毛棕榈油出口 levy 税 75 美元/吨，duty 税 18 美元/吨，子公司印尼杜库达依托原材料产地具备成本优势。

图3：阴离子表面活性剂价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图4：硬脂酸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

**公司是国内表面活性剂、油脂化工龙头，OEM/ODM 项目稳步推进。**目前公司表面活性剂产能超过 110 万吨/年，油脂化学品产能超过 100 万吨/年。河南鹤壁年产 50 万吨洗护 OEM/ODM 生产线（其中 20 万吨洗衣粉、30 万吨液体洗涤剂）已全面投产，四川眉山日化产品项目洗衣粉和洗衣液生产线已经开始试生产，预计在今年年底建成投产，沧州项目也处于规划阶段，公司未来 OEM/ODM 产能将达 160 万

吨/年。公司依托表活技术优势、规模布局优势、物流包装配套优势，开展 OEM/ODM 加工业务，在生产工艺、技术、设备上能为下游客户提供更有针对性的服务，进一步提升公司表面活性剂的市场份额。

**公司发布回购股份方案，彰显公司长期发展信心。**公司拟使用 0.5-1 亿元自有资金回购公司股份，回购价不超过 15.40 元/股，回购的股份将用于后期实施股权激励或员工持股计划。一方面反映了管理层对公司内在价值的肯定和对未来可持续发展的坚定信心，另一方面本次回购股份用于股权激励或员工持股计划，有利于进一步完善公司的长效激励机制，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，促进公司高质量可持续发展。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	824	633	500	500	500	营业收入	7804	11201	10578	11592	13157
应收款项	756	908	1449	1588	1802	营业成本	6569	9544	9687	10510	11748
存货净额	940	1302	1563	1691	1889	营业税金及附加	24	35	42	46	53
其他流动资产	725	862	814	892	1012	销售费用	253	71	74	81	92
<b>流动资产合计</b>	<b>3245</b>	<b>3815</b>	<b>4426</b>	<b>4770</b>	<b>5303</b>	管理费用	181	200	274	294	326
固定资产	2717	2297	2619	2922	3187	财务费用	96	69	102	118	126
无形资产及其他	697	1562	1499	1437	1374	投资收益	44	(38)	(20)	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	(20)	(10)	(10)
长期股权投资	68	116	126	136	146	其他收入	(429)	(243)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7218</b>	<b>8420</b>	<b>9299</b>	<b>9895</b>	<b>10640</b>	营业利润	481	1051	359	532	804
短期借款及交易性金融负债	1128	1075	2071	2291	2464	营业外净收支	0	(8)	0	0	0
应付款项	1460	983	992	1073	1199	利润总额	481	1043	359	532	804
其他流动负债	565	660	669	724	810	<b>所得税费用</b>	<b>122</b>	<b>238</b>	<b>84</b>	<b>133</b>	<b>201</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3153</b>	<b>2718</b>	<b>3733</b>	<b>4089</b>	<b>4473</b>	少数股东损益	14	9	50	20	30
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	225	379	573
其他长期负债	88	175	175	175	175						
<b>长期负债合计</b>	<b>657</b>	<b>1332</b>	<b>1032</b>	<b>1032</b>	<b>1032</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3810</b>	<b>4050</b>	<b>4765</b>	<b>5120</b>	<b>5505</b>	净利润	345	796	225	379	573
少数股东权益	489	336	366	378	396	资产减值准备	63	(57)	36	15	14
股东权益	2919	4034	4169	4397	4740	折旧摊销	173	189	284	334	373
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7218</b>	<b>8420</b>	<b>9299</b>	<b>9895</b>	<b>10640</b>	公允价值变动损失	(186)	(48)	20	10	10
						财务费用	96	69	102	118	126
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	325	(1141)	(698)	(194)	(308)
每股收益	0.82	1.69	0.48	0.81	1.22	其它	(56)	63	(6)	(3)	4
每股红利	0.38	0.37	0.19	0.32	0.49	<b>经营活动现金流</b>	<b>664</b>	<b>(198)</b>	<b>(139)</b>	<b>542</b>	<b>666</b>
每股净资产	6.91	8.58	8.87	9.35	10.09	资本开支	0	267	(600)	(600)	(600)
ROIC	12%	19%	6%	7%	9%	其它投资现金流	124	(110)	10	0	0
ROE	12%	20%	5%	9%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>60</b>	<b>109</b>	<b>(600)</b>	<b>(610)</b>	<b>(610)</b>
毛利率	16%	15%	8%	9%	11%	权益性融资	(11)	410	0	0	0
EBIT Margin	10%	12%	5%	6%	7%	负债净变化	322	587	(300)	0	0
EBITDA Margin	12%	14%	7%	9%	10%	支付股利、利息	(161)	(172)	(90)	(152)	(229)
收入增长	19%	44%	-6%	10%	14%	其它融资现金流	(599)	(1342)	996	220	173
净利润增长率	-3%	131%	-72%	69%	51%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(290)</b>	<b>(102)</b>	<b>606</b>	<b>68</b>	<b>(56)</b>
资产负债率	60%	52%	55%	56%	55%	<b>现金净变动</b>	<b>435</b>	<b>(191)</b>	<b>(133)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	2.8%	2.9%	1.5%	2.6%	3.9%	货币资金的期初余额	389	824	633	500	500
P/E	15.3	7.4	26.0	15.4	10.2	货币资金的期末余额	824	633	500	500	500
P/B	1.8	1.5	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	0	358	(631)	36	170
EV/EBITDA	9.6	6.4	13.5	11.0	8.7	权益自由现金流	0	(397)	(12)	167	249

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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