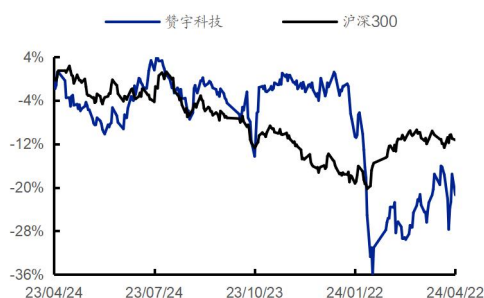


研究所：  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：仲逸涵 S0350123070022  
 zhongyh@ghzq.com.cn

## 2023 年实现扭亏为盈，2024Q1 量价齐升景气 延续

### ——赞宇科技（002637）2023 年年报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
赞宇科技	2.4%	-11.8%	-22.2%
沪深 300	-0.4%	9.7%	-12.4%

#### 市场数据

当前价格(元)	8.60
52 周价格区间(元)	6.74-11.43
总市值(百万)	4,045.45
流通市值(百万)	3,805.42
总股本(万股)	47,040.10
流通股本(万股)	44,249.02
日均成交额(百万)	54.28
近一月换手(%)	1.05

#### 相关报告

《赞宇科技（002637）2023 年三季报点评报告：三季度业绩同环比高增，回购彰显长期发展信心（买入）\*化学制品\*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-10-28

#### 事件：

2024 年 4 月 19 日，赞宇科技发布 2023 年年度报告及一季度业绩预告：2023 年实现营业收入 96.12 亿元，同比降低 14.5%；实现归母净利润 0.88 亿元，扭亏为盈，上年为-0.7 亿元；实现扣非归母净利润 0.37 亿元，同比上升 145.0%；销售毛利率 6.2%，同比上升 1.1 个 pct，销售净利率 0.5%，同比上升 1.7 个 pct；经营活动现金流净额为 5.43 亿元。

2023Q4 单季度，公司实现营业收入 23.52 亿元，同比+31.4%，环比-3.3%；实现归母净利润为-0.27 亿元，同比-81.3%，环比-138.5%；扣非后归母净利润-0.68 亿元；经营活动现金流净额为 3.09 亿元。销售毛利率为 4.7%，同比+1.5pct，环比-3.2pct；销售净利率为-1.2%，同比上升 9.4pct，环比降低 3.5pct。

根据公司一季度业绩预告，2024Q1 公司实现归母净利润 0.48-0.58 亿元，同比+112.20% - 156.40%。

#### 投资要点：

##### ■ 棕榈油价格趋于稳定，2023 年业绩大幅改善

2022 年因俄乌冲突、印尼出口税收政策调整以及下游需求持续疲软等因素影响，棕榈油、脂肪醇等大宗商品价格大幅波动。2023 年，宏观经济因素影响减小，棕榈油、脂肪醇等大宗商品供需基本面恢复正常，价格趋于稳定。2023 年公司实现营业收入 96.12 亿元，同比降低 14.5%；实现归母净利润 0.88 亿元，扭亏为盈，上年为-0.7 亿元，同比+1.78 亿元。其中，2023 年公司实现毛利润 5.94 亿元，同比+0.20 亿元，期间费用 4.77 亿元，同比+0.22 亿元，资产减值损失-0.10 亿元，损失减少 0.91 亿元，信用减值损失 0.4 亿元，损失同比减少 0.56 亿元。2023 年公司经营活动产生的现金流量为 5.43 亿元，同比+98.2%。期间费用方面，2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.57%/2.28%/0.98%/1.13%，同比-0.02pct/+0.58pct/-0.16pct/+0.51pct。

分板块来看，2023 年公司油化品销售/表面活性剂产品销售/贸易及其他业务/加工劳务分别实现营收 59.36/33.98/1.77/1.00 亿元，同比分别变动 -19.35%/-3.29%/-17.83%/103.62%；2023 年公司油化品销售/表面活性剂产品销售/加工劳务毛利润分别为 3.85/1.72/0.20 亿元，同比分别变动 -9.17%/12.75%/3607.69%。

2023 年 Q4 公司实现净利润-0.27 亿元，环比减少 0.85 亿元，实现毛利润 1.10 亿元，环比减少 0.81 亿元，期间费用 1.26 亿元，环比+0.28 亿元，投资收益 0.16 亿元，环比+0.34 亿元，所得税费用 0.38 亿元，环比+0.30 亿元。

### ■ 受益于产品价格上涨和产能逐步释放，公司一季度业绩同比高增

根据公司一季度业绩预告，2024Q1 公司实现归母净利润 0.48-0.58 亿元，同比+112.20% - 156.40%。一季度业绩同比高增主要得益于棕榈油、脂肪醇等主要原材料价格显著上涨带动公司产品价格上涨，相关产品利润同比增加，同时公司新增产能逐步释放，产销规模扩大。

根据 katadataku，2024 年 4 月印尼毛棕榈关税 duty 和专项税 levy 分别为 52 美元/吨和 90 美元/吨，共计 142 美元/吨，较 2024 年 3 月提升 24 美元/吨。公司印尼杜库达公司贴近原材料场地，棕榈油在当地采购有一定的成本优势。未来公司将重点加大在印度尼西亚、马来西亚等棕榈油、棕榈仁油原料产地的投入，提升原料供应的自主性和掌控力。

### ■ OEM/ODM 三大基地初具规模，表活业务有效延伸

我国早已成为全球最大的洗涤用品消费市场之一。根据行业协会估计，中国合成洗涤剂产销规模约在 1400 万吨。根据国家统计局统计显示，2023 年 1-12 月国内合成洗涤剂累计产量 1106.36 万吨，同比增长 8.45%。洗护用品 OEM/ODM 加工行业一直以来没有具备完整产业链的大型专业化 OEM 工厂，下游企业客户迫切需要稳定、大规模、专业规范化的 OEM 工厂，以替代原有的小而散洗护用品加工厂。

目前公司已分别在江苏镇江、河南鹤壁、四川眉山等地建立了表面活性剂生产线和日化洗护产品生产线一体化布局的大型综合日化园区，OEM/ODM 加工总产能达到 110 万吨。其中，江苏镇江建有年产能 10 万吨液体洗涤剂 OEM/ODM 生产线。2023 年，河南鹤壁 50 万吨洗护用品 OEM/ODM 项目已陆续投产，四川眉山 50 万吨洗护用品 OEM/ODM 项目已基本建成并进行试生产。公司通过向下游延伸至日化消费品 OEM/ODM 领域，进一步提高表面活性剂客户的粘性。

### ■ 立足技术优势提升产品附加值水平，强化高毛利产品销售

公司是由科研院所转制而来的国家高新技术企业，承继了原科研院所较强的专业研发力量，设有中国轻工业磺化表面活性剂工程技术研究中心、浙江省表面活性剂重点企业研究院和重点实验室等。在 2023 年度开展了“低温水解 CAB 中氯乙酸工艺改进”、“高品质 CMEA 工艺改进”等各类生产技术和“广东赞宇 APG、CAB 项目试生产”、“杭油科技 OPO、月桂酸单甘酯试生产”等产业化项目 11 项。

未来公司将进一步加大研发创新投入，加强科技研发工作，持续开展新

型天然植物基磺化表面活性剂、功能性油脂化学品、功能性结构脂等新产品的研发，横向拓展高附加值产品品类，推动公司产品结构调整和产品品质提升，以科技创新引领公司及行业发展。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司产品价格及价差情况，我们对公司业绩预测进行适当调整，预计公司 2024-2026 年营收分别为 123.14、131.86、142.06 亿元，归母净利润分别为 3.31、4.27、5.01 亿元，当前股价对应 PE 分别 12、10、8 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9612	12314	13186	14206
增长率(%)	-14	28	7	8
归母净利润（百万元）	88	331	427	501
增长率(%)	226	277	29	17
摊薄每股收益（元）	0.19	0.70	0.91	1.06
ROE(%)	2	8	10	10
P/E	56.47	12.41	9.63	8.21
P/B	1.36	1.03	0.93	0.84
P/S	0.53	0.33	0.31	0.29
EV/EBITDA	13.90	9.14	7.52	6.39

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

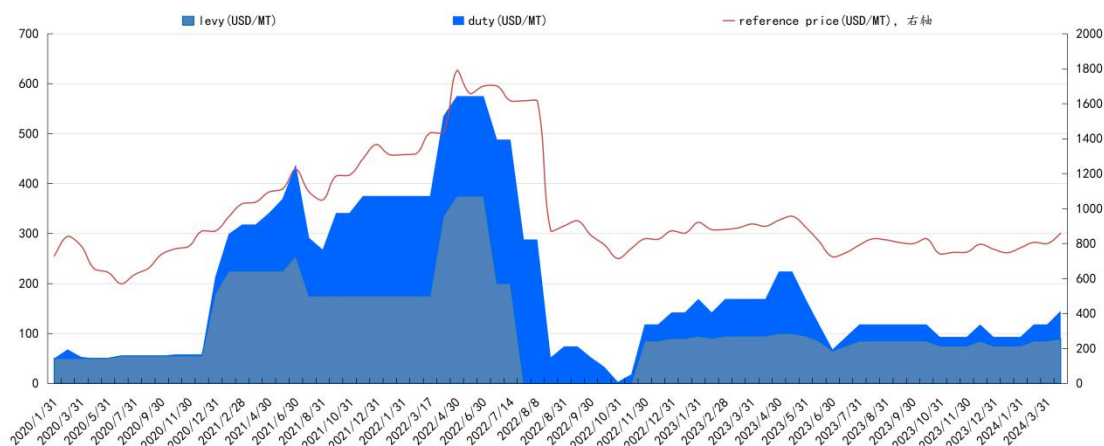
## 1、分产品经营数据及棕榈油价格情况

表 1: 赞宇科技主要产品半年度经营数据

指标		2023H2	2023H1	2022H2	2022H1	2021H2	2021H1
油脂化学品	营收 (亿元)	28.86	30.41	31.92	41.69	42.60	30.25
	毛利 (亿元)	1.95	1.90	-0.78	5.05	4.65	5.83
	毛利率 (%)	6.72%	6.25%	-0.02%	12.10%	10.93%	19.28%
表面活性剂	营收 (亿元)	18.83	15.16	19.46	15.68	16.70	14.28
	毛利 (亿元)	0.75	0.96	0.31	1.22	1.50	2.97
	毛利率 (%)	4.00%	6.36%	1.57%	7.76%	8.96%	20.79%
营业收入 (亿元)		47.85	48.26	51.33	61.03	61.97	50.04
毛利润 (亿元)		3.00	2.94	-0.84	6.58	6.88	9.69
毛利率 (%)		6.27%	6.09%	-1.63%	10.78%	11.11%	19.37%
净利润 (亿元)		0.31	0.14	-4.37	3.05	3.46	4.58
净利率 (%)		0.64%	0.30%	-8.52%	4.99%	5.58%	9.16%

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 1: 印尼毛棕榈关税 duty 和专项税 levy



资料来源: katadataku, 国海证券研究所

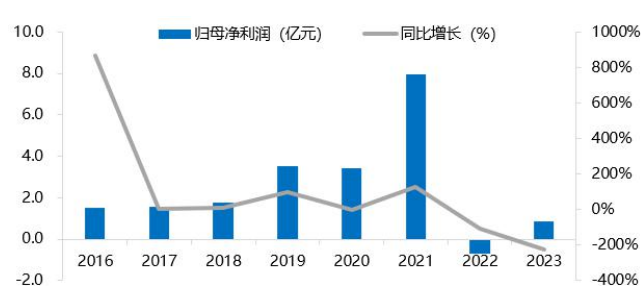
## 2、公司财务数据

图 2：2023 年营收同比下滑 14.45%



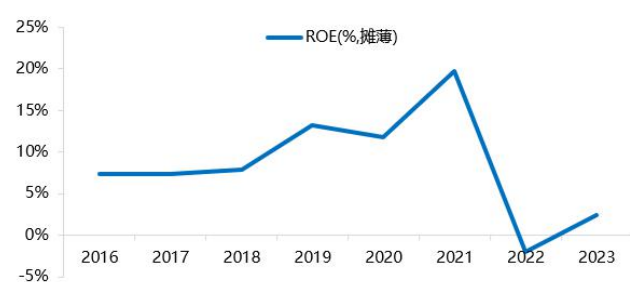
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：2023 年归母净利润实现扭亏为盈



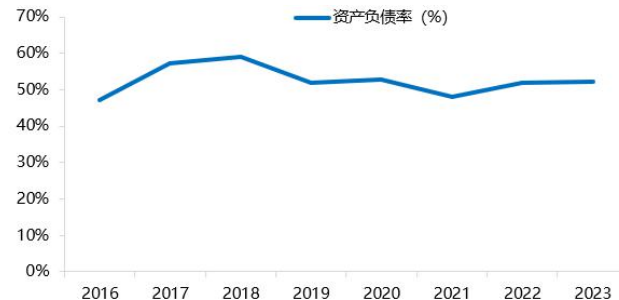
资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：2023 年净资产收益率回升



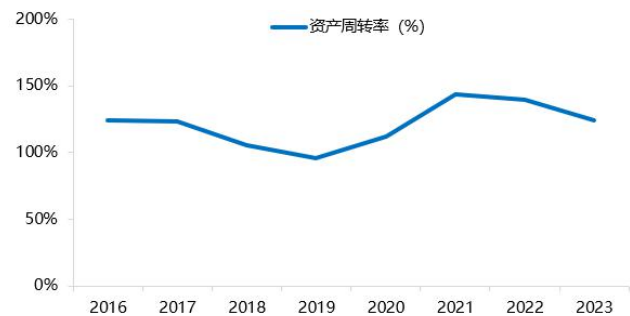
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2023 年资产负债率走低



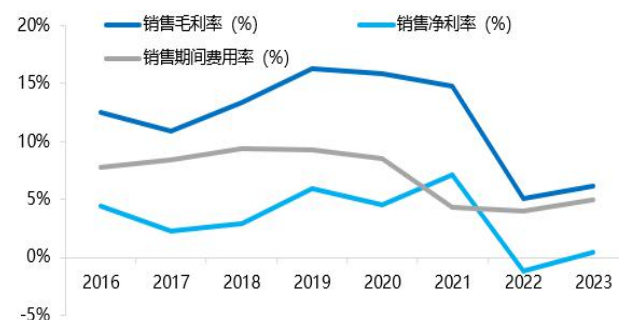
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年资产周转率为 123.83%



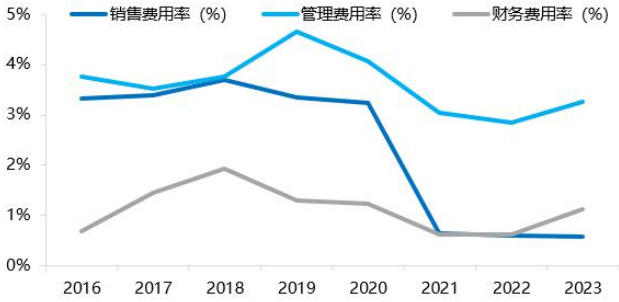
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年毛利率为 6.18%



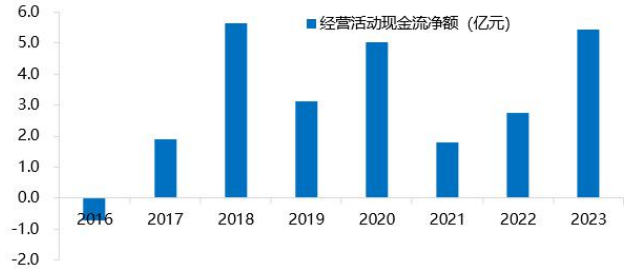
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年期间费用率基本维持



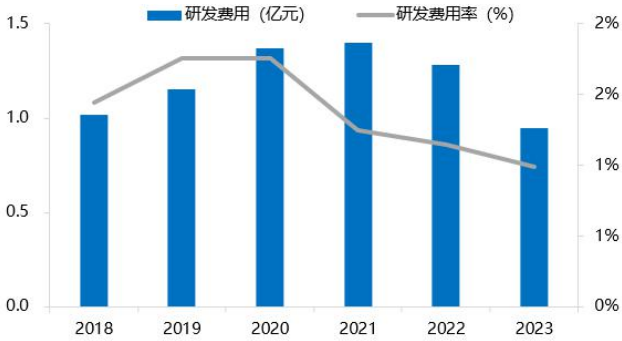
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年经营活动现金流净额 5.43 亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023 年研发费用达 0.95 亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：2023 年 Q4 营收环比下降 3.33%



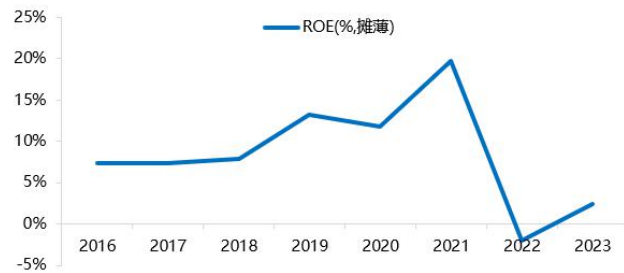
资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：2023 年 Q4 归母净利润环比下降 138.45%



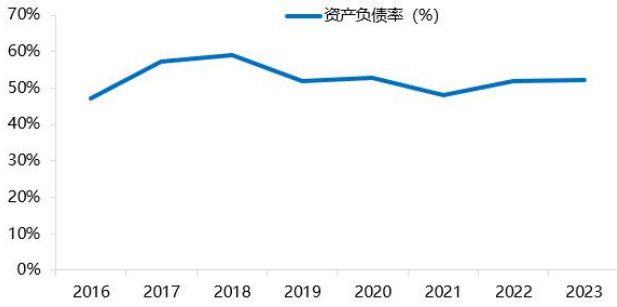
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13：季度净资产收益率



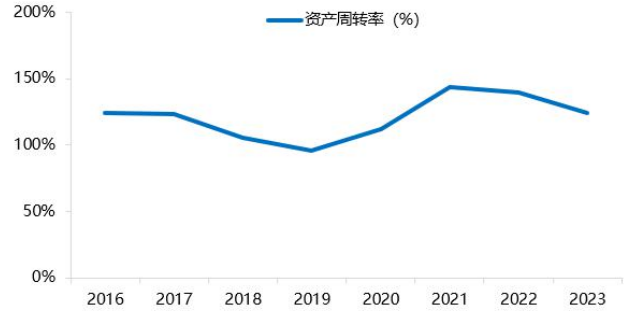
资料来源：wind，国海证券研究所

图 14: 季度资产负债率



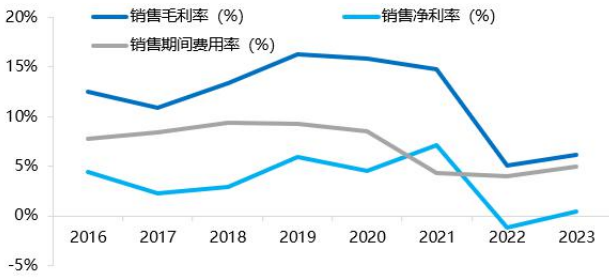
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 季度资产周转率



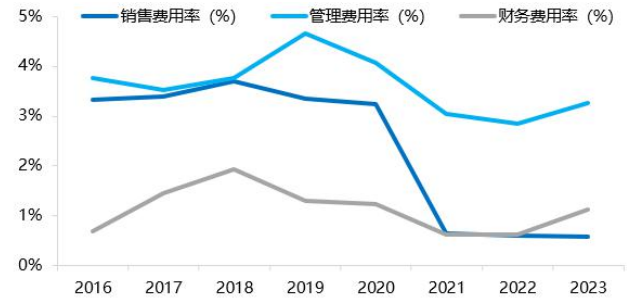
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度毛利率及净利率



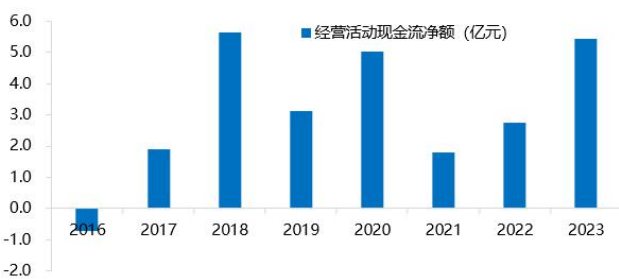
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度期间费用率



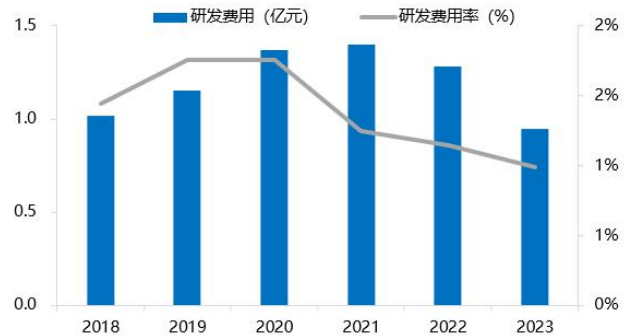
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 2023 年 Q4 经营活动现金流净额 3.09 亿元



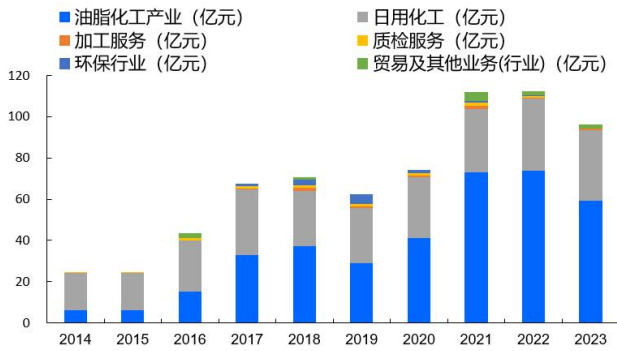
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度研发费用情况



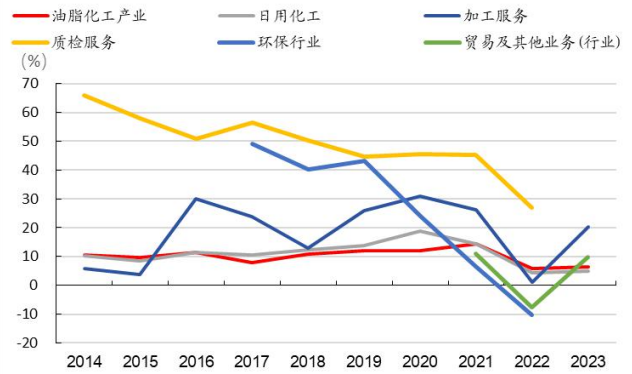
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 公司主要产品收入情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 公司主要产品毛利率



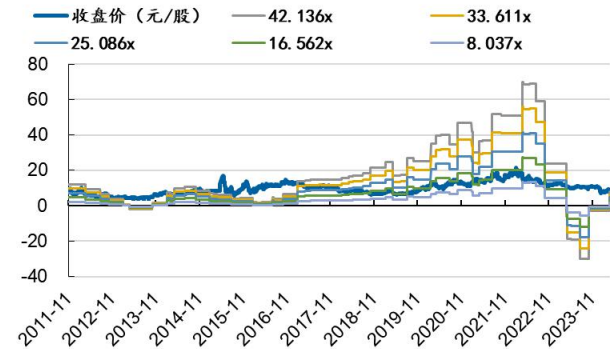
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 收盘价及 PE (TTM)



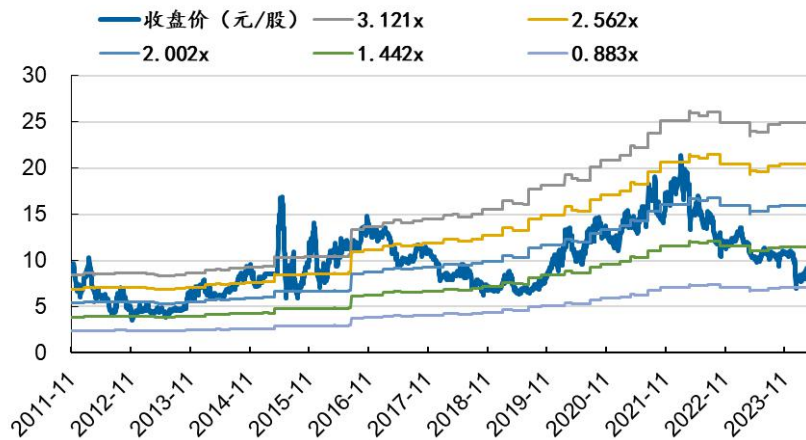
资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/19)

图 23: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/19)

图 24: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/19)



### 3、盈利预测与评级

综合考虑公司产品价格及价差情况，我们对公司业绩预测进行适当调整，预计公司 2024-2026 年营收分别为 123.14、131.86、142.06 亿元，归母净利润分别为 3.31、4.27、5.01 亿元，当前股价对应 PE 分别 12、10、8 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

新产能建设进度不达预期；新产能贡献业绩不达预期；原材料价格波动；环保政策变动；经济大幅下行。

附表：赞宇科技盈利预测表

证券代码:	002637				股价:	8.60		投资评级:	买入		日期:	2024/04/22	
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	2%	8%	10%	10%	EPS	0.19	0.70	0.91	1.06				
毛利率	6%	8%	8%	9%	BVPS	7.86	8.47	9.38	10.44				
期间费率	4%	3%	3%	3%	<b>估值</b>								
销售净利率	1%	3%	3%	4%	P/E	56.47	12.41	9.63	8.21				
<b>成长能力</b>					P/B	1.36	1.03	0.93	0.84				
收入增长率	-14%	28%	7%	8%	P/S	0.53	0.33	0.31	0.29				
利润增长率	226%	277%	29%	17%									
<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	1.24	1.52	1.56	1.62	营业收入	9612	12314	13186	14206				
应收账款周转率	21.57	30.33	32.42	34.77	营业成本	9018	11367	12093	12992				
存货周转率	6.42	8.40	9.06	9.57	营业税金及附加	35	49	53	56				
<b>偿债能力</b>					销售费用	55	99	105	114				
资产负债率	52%	52%	49%	46%	管理费用	219	281	301	324				
流动比	1.18	1.31	1.38	1.47	财务费用	108	35	35	36				
速动比	0.57	0.66	0.66	0.70	其他费用/(-收入)	95	123	132	142				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	114	373	485	569				
现金及现金等价物	703	862	797	842	营业外净收支	2	0	0	0				
应收款项	402	410	403	414	利润总额	116	373	485	569				
存货净额	1380	1326	1344	1371	所得税费用	71	75	97	114				
其他流动资产	1097	1300	1532	1741	净利润	46	298	388	455				
<b>流动资产合计</b>	<b>3582</b>	<b>3899</b>	<b>4075</b>	<b>4369</b>	少数股东损益	-42	-33	-39	-46				
固定资产	2674	2809	2887	2955	归属于母公司净利润	88	331	427	501				
在建工程	558	606	645	676	<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	788	770	746	722	经营活动现金流	543	512	711	833				
长期股权投资	255	255	255	255	净利润	88	331	427	501				
<b>资产总计</b>	<b>7857</b>	<b>8339</b>	<b>8609</b>	<b>8977</b>	少数股东损益	-42	-33	-39	-46				
短期借款	1356	1256	1156	1056	折旧摊销	280	272	289	308				
应付款项	572	584	605	632	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	1	1	2	2	营运资金变动	121	-122	-30	5				
其他流动负债	1107	1130	1194	1284	投资活动现金流	-437	-451	-522	-533				
<b>流动负债合计</b>	<b>3035</b>	<b>2971</b>	<b>2956</b>	<b>2973</b>	资本支出	-547	-450	-400	-400				
长期借款及应付债券	894	1194	1094	994	长期投资	46	20	20	20				
其他长期负债	167	163	159	155	其他	64	-20	-142	-153				
<b>长期负债合计</b>	<b>1061</b>	<b>1357</b>	<b>1253</b>	<b>1149</b>	筹资活动现金流	140	81	-255	-255				
<b>负债合计</b>	<b>4097</b>	<b>4328</b>	<b>4209</b>	<b>4122</b>	债务融资	269	196	-204	-204				
股本	470	470	470	470	权益融资	0	-65	0	0				
股东权益	3760	4011	4399	4855	其它	-130	-51	-51	-51				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7857</b>	<b>8339</b>	<b>8609</b>	<b>8977</b>	现金净增加额	263	159	-66	46				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，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，8年化工行业研究经验。

董伯骏，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，4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，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

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。

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。