

## 赞宇科技（002637.SZ）

优于大市

持续推出回购方案，看好盈利能力上行

## ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 杨林 010-88005379  
证券分析师： 薛聪 010-88005107  
证券分析师： 张歆钰 021-60375408

## ◆ 基础化工 · 化学制品

yanglin6@guosen.com.cn  
xuecong@guosen.com.cn  
zhangxinyu4@guosen.com.cn

## ◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980520120002  
执证编码：S0980520120001  
执证编码：S0980524080004

## 事项：

公司公告：2024年12月6日，公司发布《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书》公告，公告显示，公司将使用自有资金或银行专项贷款资金以集中竞价交易方式回购部分公司已在境内发行的人民币普通股（A股）股票，用于后期实施股权激励或员工持股计划。本次回购股份的价格为不超过人民币13.99元/股（含），不高于董事会审议通过本次回购股份方案决议前30个交易日公司股票交易均价的150%。本次回购股份的资金总额在1亿至2亿人民币之间，具体回购资金总额以回购结束时实际回购使用的资金总额为准。

**国信化工观点：**1) 公司滚动推出回购方案，彰显了对公司长期发展的信心；2) 主要原材料棕榈油进入价格上行周期，库存收益叠加印尼工厂关税优势，预计公司油脂化工及表面活性剂产品价格及利润率将持续改善；3) 预计公司OP0等油脂化学品、OEM/ODM洗护产能将于2025年逐步爬坡、印尼杜库达新增产能有序释放，共同带动公司盈利向上。公司为国内油脂化工、表面活性剂、洗护加工领先企业，油脂化学品产能超过100万吨/年、表面活性剂产能超120万吨/年、OEM/ODM洗护产能达110万吨/年。考虑到棕榈油价格进入上涨周期，公司产品价格同步上行，产品盈利能力受益于原料库存收益以及印尼工厂关税优势而提振，此外叠加公司新增产能将于2025年有序投放，我们谨慎上调盈利预测，预计公司2024-2026年收入117/141/171亿元（前值为105/121/125亿元），同比增速22.1%/20.7%/21.4%，归母净利润为2.1/3.8/4.8亿元（前值为1.9/2.4/4.8亿元），同比增速1139.5%/81.8%/24.1%；摊薄EPS为0.45/0.81/1.01元，当前股价对应PE为24.0/13.3/10.7x，维持“优于大市”评级。（盈利拆分表详见正文）。

## 评论：

## ◆ 公司滚动推出回购方案，彰显了对公司长期发展的信心

2024年12月6日，公司发布《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书》公告，公告显示，公司将使用自有资金或银行专项贷款资金以集中竞价交易方式回购部分公司已在境内发行的人民币普通股（A股）股票，用于后期实施股权激励或员工持股计划。本次回购股份的价格为不超过人民币13.99元/股（含），不高于董事会审议通过本次回购股份方案决议前30个交易日公司股票交易均价的150%。本次回购股份的资金总额在1亿至2亿人民币之间，具体回购资金总额以回购结束时实际回购使用的资金总额为准。本次回购为公司继2021年、2023年发布回购方案以来第三次回购，前两次回购金额分别为2.98亿元、7081.59万元（均不含交易费），我们认为，公司持续推出回购方案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。

## ◆ 原材料棕榈油进入涨价周期，公司盈利有望受益于原料库存收益以及印尼工厂关税优势

(1) 棕榈油价格及公司产品价格走势复盘。2024年9月10日起，棕榈油价格开始逐步提升，根据卓创资讯，棕榈油价格由9月10日的7965元/吨上涨至12月2日的10260元/吨，上涨2295元/吨，涨幅达28.81%。

主营产品方面，硬脂酸价格由9月10日的8950元/吨上涨至12月2日的10750元/吨，上涨1800元/吨，涨幅20.11%；阴离子表面活性剂AES价格由9月10日的7950元/吨上涨至10100元/吨，上涨2150元/吨，涨幅27.04%。

图1: 硬脂酸与棕榈油价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

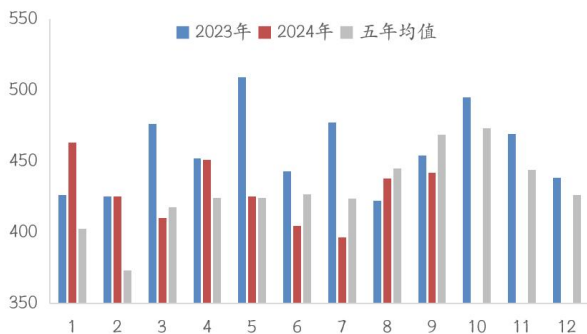
图2: 阴离子表面活性剂价走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

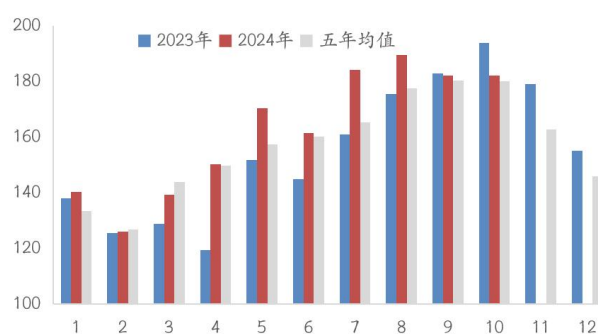
(2) 棕榈油供需结构分析。供给端：棕榈油的主产国为印度尼西亚与马来西亚，近年来的天气变化对棕榈油产量出现较大影响：其中2023年的厄尔尼诺现象影响了2024年棕榈油产量，而当前拉尼娜发展缓慢，棕榈油产地降水仍偏多，不利于25年上半年棕榈油产量恢复。树龄和种植面积方面，印尼棕榈油面积扩张放缓，除私人大型种植园外，其他老龄化加剧；马来西亚2018年宣布不再扩张面积，当前老化树占比高达27%，重植推动进度更慢，目前年重植率仅为1%-2%。需求端：印尼将于2025年起实施生物柴油B40，提升生物柴油占比，B40分配目标1608万千升，较2024年的1340万千升增加20%，对应棕榈油消耗增量约225万吨。在此背景下，对棕榈油价格形成了有力支撑。

图3: 印度棕榈油产量（万吨）



资料来源：光大期货、国信证券经济研究所整理

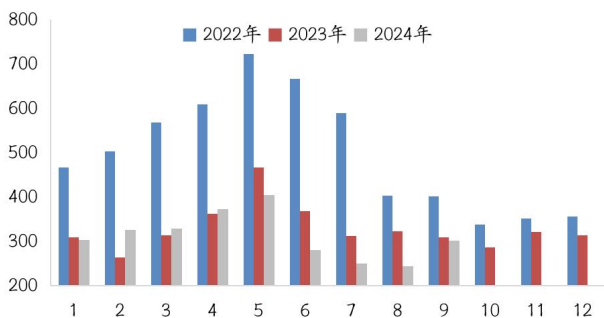
图4: 马来西亚棕榈油产量（万吨）



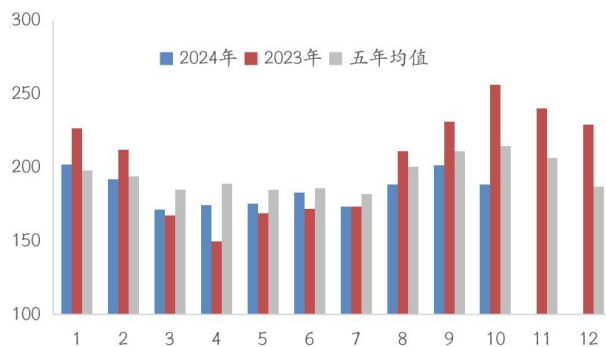
资料来源：光大期货、国信证券经济研究所整理

图5: 印尼棕榈油库存（万吨）

图6: 马来西亚棕榈油库存（万吨）

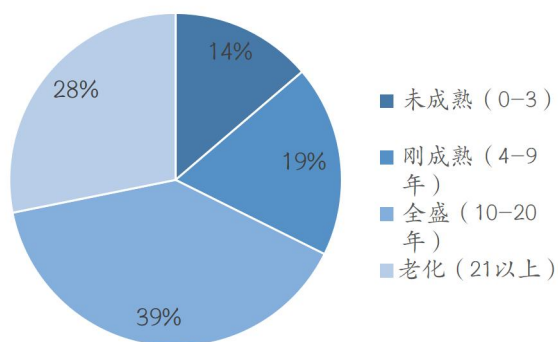


资料来源：光大期货、国信证券经济研究所整理



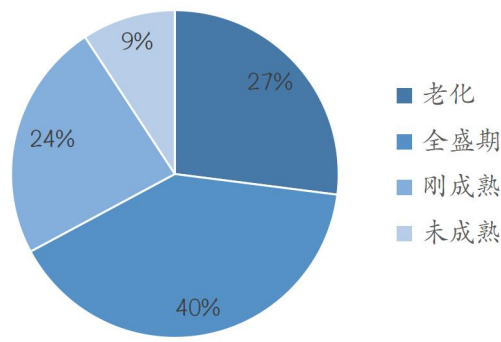
资料来源：光大期货、国信证券经济研究所整理

图7: 印尼棕榈油面积结构



资料来源：光大期货、国信证券经济研究所整理

图8: 马来西亚棕榈油面积结构



资料来源：光大期货、国信证券经济研究所整理

(3) 印尼关税影响：印尼为实现能源安全而推行生物柴油，从印尼棕榈油出口税中收集资金对生物柴油生产企业进行补贴。当前印尼棕榈油出口分为 duty 税与 levy 税，税金将随着棕榈油价格上行而上升。而印尼对于棕榈油加工品出口则不收取额外赋税。赞宇科技在印尼雅加达拥有年产能 60 万吨的油脂化工厂杜库达，杜库达工厂具备离原材料近、无棕榈油出口税等优势。杜库达将棕榈油加工品出口到海外，部分中间产物进口至我国，能够充分享受棕榈油价格上涨、出口关税上行带来的收益。

表1: 不同价格下毛棕榈油、精炼棕榈油关税测算情况

毛棕榈油价格 (美元/吨)	DUTY (美元/吨)	LEVY (美元/吨)	合计 (美元/吨)	精炼棕榈油价格 (美元/吨)	DUTY (美元/吨)	LEVY (美元/吨)	合计 (美元/吨)
680	0	51	51	680	0	31	31
730	3	55	58	730	0	33	33
780	18	59	77	780	0	35	35
830	33	62	95	830	2	37	39
880	52	66	118	880	12	40	52
930	74	70	144	930	26	42	68
980	124	74	198	980	71	44	115
1030	148	77	225	1030	88	46	134
1080	178	81	259	1080	104	49	153
1130	201	85	286	1130	118	51	169
1180	220	89	309	1180	137	53	190
1230	240	92	332	1230	140	55	195
1280	250	96	346	1280	150	58	208
1330	260	100	360	1330	160	60	220

1380	270	104	374	1380	173	62	235
1430	280	107	387	1430	180	64	244
1431	288	107	395	1431	192	64	256

资料来源：光大期货、国信证券经济研究所整理

◆ 公司 OPO 等油脂化学品、OEM/ODM 洗护产能将于 2025 年逐步爬坡、印尼杜库达新增产能有序释放，共同带动公司盈利向上

OPO 结构脂是油酸和棕榈油的重要下游产品，其分子结构与母乳脂肪结构较为相似，能够更好地模拟母乳脂肪在婴儿体内的消化吸收过程。根据测算全球需求量在 10 万吨，对应 50 亿元市场空间，国内以进口为主。公司计划在现有 2 万吨 OPO 产能基础上逐步实现爬坡，预计 2025 年将实现部分收入。

当前公司 OEM/ODM 产能合计 110 万吨，其中河南鹤壁、四川眉山合计 100 万吨产能均在 2024 年下半年开始逐步爬坡，预计 2025 年起将为公司带来盈利。

◆ 投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司为国内油脂化工、表面活性剂、洗护加工领先企业，油脂化学品产能超过 100 万吨/年、表面活性剂超 120 万吨/年产能、OEM/ODM 达 110 万吨/年。考虑到棕榈油价格进入上涨周期，公司产品价格同步上行，产品盈利能力受益于原料库存收益以及印尼工厂关税优势而提振，此外叠加公司新增产能将于 2025 年有序投放，我们谨慎上调盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入 117/141/171 亿元（前值为 105/121/125 亿元），同比增速 22.1%/20.7%/21.4%，归母净利润为 2.1/3.8/4.8 亿元（前值为 1.9/2.4/4.8 亿元），同比增速 1139.5%/81.8%/24.1%；摊薄 EPS 为 0.45/0.81/1.01 元，当前股价对应 PE 为 24.0/13.3/10.7x，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

政策风险，棕榈油价格大幅下行风险，汇率大幅波动风险，新产能爬坡低于预期风险等。

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
002637.SZ	赞宇科技	优于大市	10.8	0.19	0.45	0.81	57.4	24.0	13.3	1.4
001218.SZ	丽臣实业	无评级	17.45	1.03	-	-	21.0	-	-	1.1
603181.SH	皇马科技	无评级	12.71	0.55	0.68	0.83	19.8	18.7	15.2	2.5

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2024 年 12 月 6 日，可比公司数据均来自 Wind 一致预期。

表3: 赞宇科技盈利拆分（亿元）

单位：亿元		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
表面活性剂	营收	30.99	35.14	33.99	37.44	38.62	44.87
	成本	26.52	33.62	32.27	35.12	36.15	42.05
	毛利率	14.41%	4.33%	5.05%	6.20%	6.40%	6.30%
油脂化工	营收	72.85	73.61	59.36	74.39	91.83	112.48
	成本	62.36	69.35	55.52	68.22	84.03	103.03
	毛利率	14.40%	5.79%	6.48%	8.30%	8.50%	8.40%
加工服务	营收	1.22	0.49	1.00	1.50	1.50	1.50
	成本	0.90	0.49	0.80	1.16	1.18	1.20
	毛利率	26.14%	1.12%	20.18%	22.89%	21.57%	20.32%
其他业务	营收	4.23	2.15	1.77	2.50	2.60	3.00
	成本	3.77	2.32	1.60	2.25	2.34	2.70
	毛利率	11.01%	10.00%	9.78%	10.00%	10.00%	10.00%

	营收				1.50	7.00	10.00
OEM/ODM	成本				1.80	6.40	9.00
	毛利率				-20.00%	8.57%	10.00%
	总营收	112.01	112.35	96.12	117.33	141.56	171.85
合计	总成本	95.44	106.61	90.18	108.54	130.10	157.97
	毛利率	14.80%	5.11%	6.18%	7.49%	8.10%	8.08%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

## 相关研究报告：

- 《赞宇科技（002637.SZ）-2024 上半年归母净利润同比提升 106%，看好 OEM 产能放量贡献利润》 —— 2024-08-21
- 《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》 —— 2023-10-29
- 《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

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	594	703	500	500	500	营业收入	11235	9612	11733	14156	17185
应收款项	1054	938	1607	1939	2354	营业成本	10661	9018	10854	13010	15797
存货净额	1428	1380	1741	2089	2542	营业税金及附加	32	35	41	50	60
其他流动资产	748	561	685	827	1003	销售费用	67	55	82	99	120
<b>流动资产合计</b>	<b>3824</b>	<b>3582</b>	<b>4634</b>	<b>5454</b>	<b>6500</b>	管理费用	191	219	255	303	364
固定资产	2707	3232	3507	3743	3939	财务费用	69	108	120	147	167
无形资产及其他	396	503	483	463	443	投资收益	(29)	(10)	(20)	0	0
投资性房地产	457	285	285	285	285	资产减值及公允价值变动	101	10	(20)	(10)	(10)
长期股权投资	283	255	265	275	285	其他收入	(333)	(62)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7667</b>	<b>7857</b>	<b>9174</b>	<b>10220</b>	<b>11451</b>	营业利润	(46)	114	341	537	666
短期借款及交易性金融负债	1357	1820	3032	3545	4095	营业外净收支	(1)	2	0	0	0
应付款项	1026	572	689	826	1005	利润总额	(47)	116	341	537	666
其他流动负债	357	643	775	929	1131	<b>所得税费用</b>	<b>86</b>	<b>71</b>	<b>80</b>	<b>134</b>	<b>167</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2740</b>	<b>3035</b>	<b>4496</b>	<b>5300</b>	<b>6232</b>	少数股东损益	(63)	(42)	50	20	25
长期借款及应付债券	1084	894	594	594	594	归属于母公司净利润	(70)	88	211	383	475
其他长期负债	164	167	167	167	167						
<b>长期负债合计</b>	<b>1248</b>	<b>1061</b>	<b>761</b>	<b>761</b>	<b>761</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>3989</b>	<b>4097</b>	<b>5257</b>	<b>6061</b>	<b>6993</b>	净利润	(70)	88	211	383	475
少数股东权益	108	61	91	103	118	资产减值准备	54	(147)	2	0	0
股东权益	3571	3700	3826	4056	4341	折旧摊销	239	266	321	374	413
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7667</b>	<b>7857</b>	<b>9174</b>	<b>10220</b>	<b>11451</b>	公允价值变动损失	(101)	(10)	20	10	10
						财务费用	69	108	120	147	167
关键财务与估值指标						营运资本变动	(202)	210	(903)	(528)	(664)
每股收益	(0.15)	0.19	0.45	0.81	1.01	其它	(324)	185	28	12	14
每股红利	0.49	0.35	0.18	0.33	0.40	<b>经营活动现金流</b>	<b>(403)</b>	<b>591</b>	<b>(321)</b>	<b>251</b>	<b>249</b>
每股净资产	7.59	7.86	8.14	8.63	9.24	资本开支	0	(640)	(600)	(600)	(600)
ROIC	14%	2%	6%	7%	8%	其它投资现金流	110	(0)	(100)	0	0
ROE	-2%	2%	6%	9%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(58)</b>	<b>(612)</b>	<b>(710)</b>	<b>(610)</b>	<b>(610)</b>
毛利率	5%	6%	7%	8%	8%	权益性融资	11	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	4%	5%	5%	负债净变化	(72)	(190)	(300)	0	0
EBITDA Margin	5%	6%	7%	8%	7%	支付股利、利息	(230)	(166)	(84)	(153)	(190)
收入增长	0%	-14%	22%	21%	21%	其它融资现金流	1015	842	1212	512	551
净利润增长率	-109%	-226%	140%	82%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>422</b>	<b>131</b>	<b>828</b>	<b>359</b>	<b>361</b>
资产负债率	53%	53%	58%	60%	62%	<b>现金净变动</b>	<b>(39)</b>	<b>109</b>	<b>(203)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	5.7%	4.1%	2.1%	3.8%	4.7%	货币资金的期初余额	633	594	703	500	500
P/E	(58.0)	46.1	19.2	10.6	8.5	货币资金的期末余额	594	703	500	500	500
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9	企业自由现金流	0	(54)	(799)	(233)	(218)
EV/EBITDA	15.4	14.8	11.3	9.5	8.8	权益自由现金流	0	598	22	169	207

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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