

国内表面活性剂龙头，棕榈油上升周期有望放大海外布局优势

2025年01月16日

► **国内表面活性剂、油脂化工产销巨头，主要产品产销量稳居全国前列。**公司以创新和科技为核心，专注于表面活性剂、油脂化学品的研发制造及洗护用品代加工。截至2023年底，表面活性剂和油脂化学品的年产能分别突破120万吨和100万吨，洗护用品OEM/ODM加工服务能力达110万吨。公司阴离子表活产品管线涵盖国内前三大品类，2023年主要产品产销量全国第一，看好表活市场集中度继续攀升，公司作为头部企业继续发挥规模优势。**油脂化工品类齐全，海外布局战略优势显著。**公司生产的油脂化工产品包含硬脂酸、脂肪酸、油酸、单甘酯、甘油等，品类齐全。棕榈油为公司油脂化学产品生产的主要起始原材料，而棕榈油消费主要依赖于进口，出口税是影响棕榈油海内外价差的重要原因，为规避原材料出口限制、减少原材料价格风险，公司布局印尼生产基地，在棕榈油采购价格、税收政策、运输费用、生产成本等方面具有明显优势。印尼杜库达生产基地目前已实现产能70万吨/年，依托杜库达基地，公司可以获得价格稳定的原材料，且当地采购具备成本优势。

► **棕榈油长期价格中枢将稳步抬升，生物柴油B40政策或将再刺激印尼专项出口税出台。**本轮棕榈油牛市启动的直接原因就是印尼减产超预期。需求端，2025年1月1日起印尼B40生柴掺混计划启动，叠加3月印度斋月备货，我们预计在2025年5月东南亚进入季节性增产期之前产区库存难以见到有效恢复，价格上行有望维持。展望2025年，印尼棕榈油将有约200万吨量级的产量恢复，但B40将带来近300万吨的消费增量，全球棕榈油库存消费比将继续下降。印尼油棕产业基金目前资金体量不足以支持B40的贯彻执行，迫切需要印尼政府提高棕榈油出口专项税反哺生柴行业。

► **布局OEM/ODM市场，打开成长天花板。**基于下游洗护产品国内市场的稳定增长、国产洗护产品的崛起，公司充分发挥同产业链优势，继续向下游延伸OEM/ODM业务。当前，公司已合计拥有110万吨洗护产品产能，其中，最早布局的江苏赞宇10万吨产能已投入使用，河南鹤壁基地的50万吨产能也已陆续投入生产，子公司眉山赞宇的50万吨已进入试生产环节。此外，公司于2023年6月发布公告称将在江苏镇江基地追加40万吨液体洗涤用品生产线，届时公司将形成150万吨的OEM/ODM产能，为公司业绩增长提供助力。

► **投资建议：**公司早期战略性布局海外油化生产基地，降低原材料供应风险，且在稳定发展表面活性剂主业的情况下，打造OEM/ODM“第二成长”曲线。我们预计2024-2026年归母净利润分别为2.12/3.45/4.48亿元，现价(2025年1月16日)对应PE分别为22/13/10。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动风险，市场竞争及毛利率下降风险，汇率波动损失风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,612	11,613	12,824	14,783
增长率(%)	-14.5	20.8	10.4	15.3
归属母公司股东净利润(百万元)	88	212	345	448
增长率(%)	225.6	141.8	62.5	29.6
每股收益(元)	0.19	0.45	0.73	0.95
PE	52	22	13	10
PB	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2025年1月16日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

9.80元



分析师 刘海荣

执业证书: S0100522050001

邮箱: liuhairong@mszq.com



分析师 徐菁

执业证书: S0100523120004

邮箱: xujing@mszq.com

分析师 曾佳晨

执业证书: S0100524040002

邮箱: zengjiachen@mszq.com

研究助理 杜海路

执业证书: S0100123070067

邮箱: duhailu@mszq.com

目录

1 深耕表面活性剂与油脂化工行业，向洗护用品代加工进发	3
1.1 历史悠久的表活龙头	3
1.2 曾面临多重挑战，公司积极应对调整策略	5
2 国内表活行业龙头，行业集中度提升未来可期	8
2.1 表活下游应用领域广泛，中国消费市场巨大	8
2.2 表活市场集中度持续攀升，公司日用化工板块前景向好	9
3 油脂化工品类齐全，海外布局战略优势显著	13
3.1 公司处于油化产业链，原材料进入价格稳定期	13
3.2 印尼是全球重要棕榈油产地，公司海外布局彰显优势	15
4 棕榈油：长期供应约束，需求仍有亮点	20
4.1 印尼：2024 年受厄尔尼诺影响棕榈油减产超预期，B40 启动在即内需有望继续增长	20
4.2 马来西亚：树龄老化问题严峻，长期增产潜力不足	22
4.3 产业基金资金面临压力，印尼 2020 年出口专项税或将重现	24
5 布局 OEM/ODM 市场，打开成长天花板	26
5.1 国内洗涤用品普及率较高，国产品牌市占率喜人	26
5.2 布局 OEM/ODM 业务，拥抱国内洗护市场	28
6 盈利预测与投资建议	30
6.1 盈利预测假设与业务拆分	30
6.2 估值分析	31
6.3 投资建议	32
7 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	36

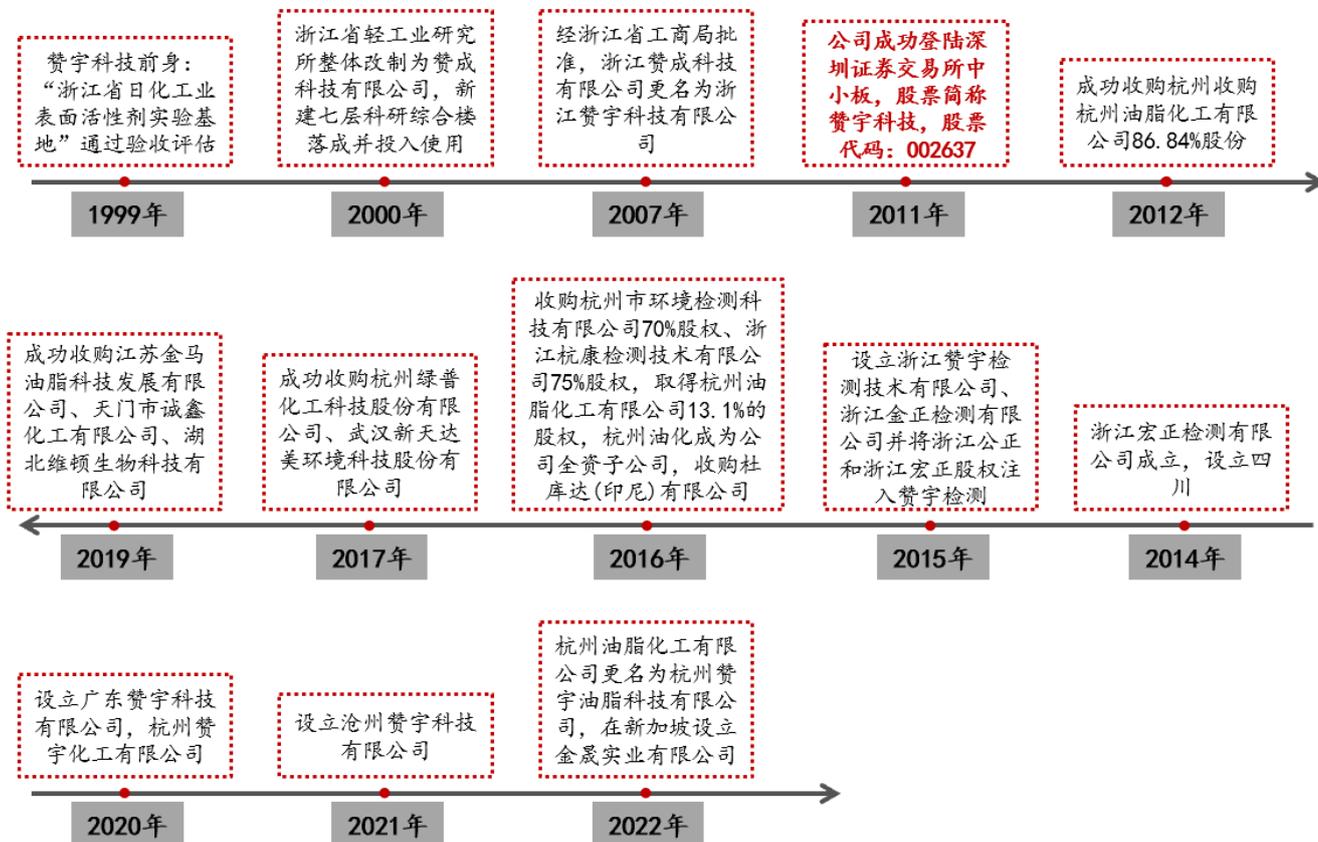
1 深耕表面活性剂与油脂化工行业，向洗护用品代加工进发

1.1 历史悠久的表活龙头

公司以创新和科技为核心，专注于表面活性剂、油脂化学品的研发制造及洗护用品代加工。其前身为创立于1965年的“浙江省轻工业研究所”，于2000年改制成浙江赞成科技有限公司，并在2007年进行了股份制改造，2011年11月成功登陆深圳证券交易所中小板。

依托于先进理念、科学管理以及技术和人才优势，公司长期坚持自主创新，走科技成果产业化发展路线，是专业从事表面活性剂、油脂化学品研发制造和洗护用品代加工的高新技术企业。公司通过了质量、环境、职业健康安全和测量管理四体系认证，表面活性剂、洗涤剂生产获得了欧盟化妆品GMP认证，油脂化学品获得了Hala清真认证，主要产品的产销量在全国稳居前列，并有多种产品进入了国际市场，致力于成为全球知名的表面活性剂、油脂化学品、家清个护用品OEM/ODM供应商。

图1：公司发展历程



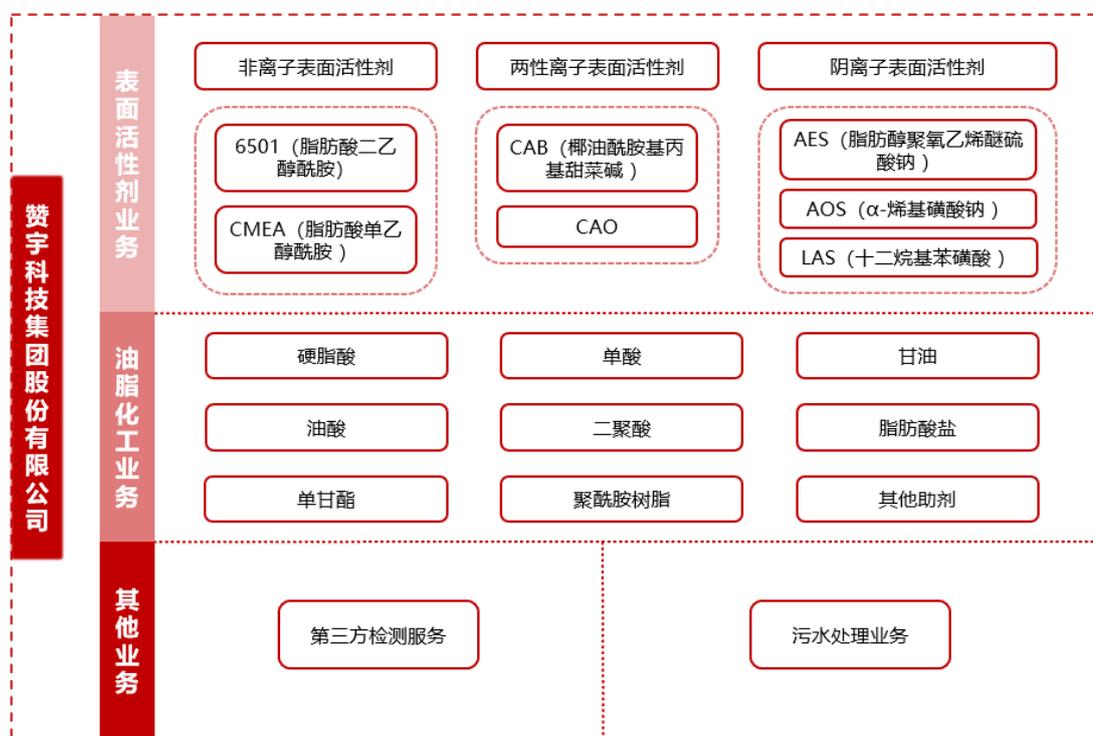
资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司总部设在杭州，并于浙江的杭州和嘉兴、江苏的镇江、四川的眉山、河南

的鹤壁、广东的江门和韶关、以及印尼的雅加达等地设立工业化生产基地，截至2023年底，表面活性剂和油脂化学品的年产能分别突破120万吨和100万吨，洗护用品OEM/ODM加工服务能力达110万吨。

利用公司在表面活性剂领域的原材料优势，公司已经建设了以高标准、高起点和智能化为特征的日化生态产业园，并配备了包装、储存和物流等配套设施。该布局使得公司能够向客户提供一系列绿色、环保的日化洗护产品的全面OEM和ODM服务，涵盖洗衣液、洗洁精、洗衣粉、洗衣凝珠等产品的代加工，同时为国内外洗护品牌提供从配方定制、包装设计到生产加工的一站式供应链解决方案。

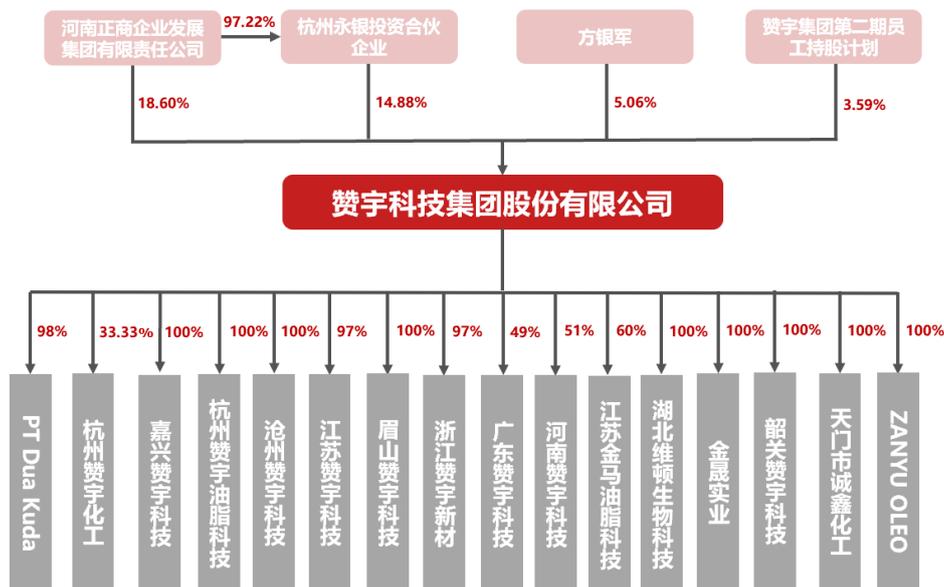
图2：公司主营业务示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司的股权结构清晰，且管理团队持股比例稳定。截至2024年9月份，方银军直接持有公司5.06%的股份。同时，河南正商企业发展集团有限责任公司为公司最大股东，直接持有18.60%的股份，并通过其子公司杭州永银投资合伙企业间接持股14.47%。公司还有部分员工通过集团二期员工持股计划持有公司3.59%的股份。公司股权结构稳定，技术骨干员工参与持股有利于公司稳中求进，为公司创新发展打下坚实基础。

图3：截至 2024 年 9 月 30 日，公司股权结构



资料来源：wind，民生证券研究院
注：列示子公司为公司直接控股子公司

1.2 曾面临多重挑战，公司积极应对调整策略

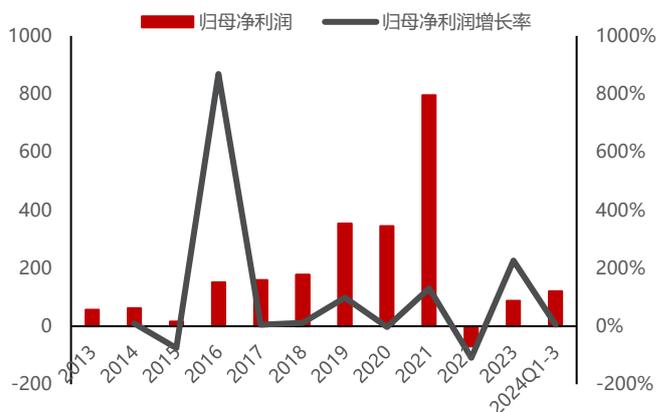
2023 年利润呈恢复性增长，高位库存影响逐渐消逝。2022 年，在俄乌冲突、印尼实施原材料出口限制政策、美元加息等多重因素的影响下，主要大宗油脂原料价格经历了极端的波动，尤其在当年 6-9 月期间，棕榈油价格出现三次大幅下跌，市场情况极为异常。在这种原材料价格剧烈震荡的市场情况下，公司依然保持了生产经营的正常运行，核心业务的收入规模稳定，并且已经严格控制了库存水平，但由于公司的业务规模和库存量较大，对原材料价格的剧烈波动特别敏感，公司的利润水平仍受较大影响，当年公司归母净利润亏损 0.70 亿元。2023 年，公司主要生产产品所需的原材料棕榈油，脂肪醇等价格波动在 2023 年趋于正常，维持低位运行，叠加下游需求回暖，故公司整体经营情况平稳向好，尤其利润端恢复明显。2023 年公司实现营收 96.12 亿元，同比减少 14.45%，归母净利润达 0.88 亿元，同比增长 225.62%。

图4: 2013-2024Q1-3 营业收入 (百万元) 及增速



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图5: 2013-2024Q1-3 归母净利润 (百万元) 及增速

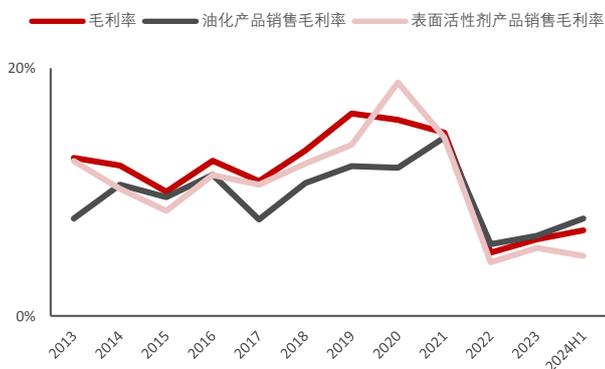


资料来源: iFind, 民生证券研究院

油脂化工产品与表面活性剂是公司最主要的收入来源, 2023 年收入占比之和超 95%。公司靠表面活性剂产品起家, 2008 年改制初期, 表面活性剂占公司整体收入的 96.51%, 2016 年之前, 表面活性剂一直是公司占收入比重最大的板块。后新增油脂化工板块布局, 2013-2023 年十年间, 油脂化工板块增长较快, 复合年均增长率达 30.92%。

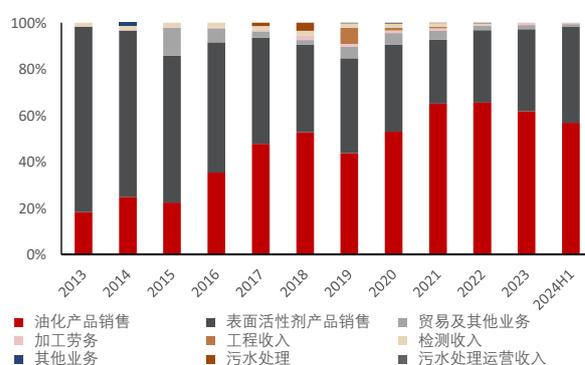
短期内棕榈油剧烈波动影响公司主要产品的毛利率水平, 长期来看产业整合利好头部企业发展。由于棕榈油是公司产品的源头原材料, 且公司库存水位较高, 其价格波动会对盈利能力造成较大影响, 在 2022 年棕榈油价格急涨急跌的情况下, 油化产品与表面活性剂的毛利率分别从 2021 年的 14.40%与 14.41%降至 2022 年的 5.79%与 4.33%。随着高价原材料库存的消耗, 2023 年两者的毛利率已分别恢复至 6.48%与 5.05%, 2024 年上半年油化产品毛利率继续上升至 7.85%, 表活产品毛利率小幅下降, 整体经营情况呈现稳定态势。

图6: 2013-2024H1 各产品毛利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 2013-2024H1 主要产品营业收入占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

从中长期的角度来看, 近年来, 随着全国安全环保整治和监管政策的趋严, 表面活性剂和油脂化工行业持续整合, 小规模产能被逐步淘汰, 头部企业优势日益显现。

中国油脂化工行业经过多年的市场调整以及产业整合，市场格局也已呈现极大改善。随着国内及东南亚原料企业新一轮油化产业扩张建设，带来的大幅新增产能落地后，国内的油化行业或将经历新一轮更大范围、更深层次的调整。从企业角度出发，需要适应新形势下的趋势指引：一方面，实施“走出去”战略，进行海外合作与投资，以降低原料国政策调整带来的压力；另一方面，行业的重点逐渐向生产差异化、功能化、高端化、精细化转变，企业布局开发下游产业链，开启新一轮成长。在行业整合的变局中，赞宇科技不仅在原有业务的产能规模上有优势，且战略性布局海外杜库达基地，向产业下游延伸开展 OEM/ODM 代工业务，看好公司在产业大浪潮中的发展。

2 国内表活行业龙头，行业集中度提升未来可期

2.1 表活下游应用领域广泛，中国消费市场巨大

表面活性剂被誉为“工业味精”，应用领域广泛。表面活性剂（SAA）是指其分子中至少含有一个对显著极性表面具有亲和性的基团（确保其在大多数情况下的水溶性）和一个对水几乎没有亲和性的非极性基团的化合物，其结构使之具备一系列独特性能，包括润湿或抗粘、乳化或破乳、起泡或消泡以及增溶、分散、洗涤、防腐、抗静电等，从而可以简化工艺、加速生产、降低成本，提高产品质量和使用价值，对洗涤用品工业、化妆品、纺织、食品、造纸、皮革等领域，以及能源、机械、化工、材料、医药及农用化学品等支柱产业具有不可忽视的重要意义。根据表面活性剂在水溶液中的电离特性，表面活性剂可以分为阴离子（a-SAA）、阳离子（c-SAA）、两性离子（z-SAA）以及非离子（n-SAA）四大类产品。

表1：表面活性剂的分类

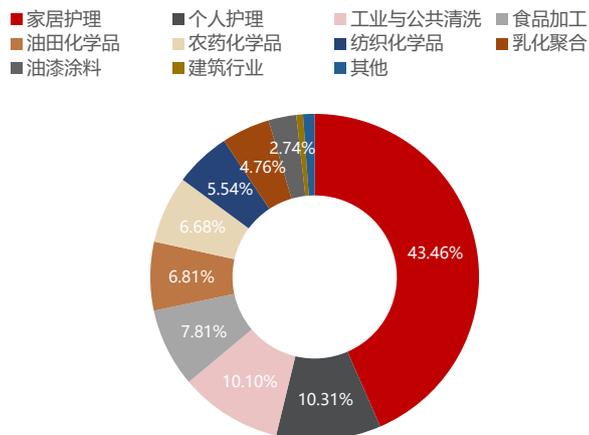
品种	主要品种	特点
阴离子表面活性剂	LAS、AES、AESA、LSA、AOS、K12、SPS、SAS、SS、MES、MAP等	具有原材料易得，成本较低，泡沫丰富及去污性能好等特点，是乳化剂、分散剂、润湿剂、洗涤剂、发泡剂的重要组成部分。
非离子表面活性剂	6501、CMEA、SME、NP、AEO、SPAM、TWEEM等	具有低泡沫、去污和脱脂能力强等特点，但原材料难得和成本较高等缺点。是低泡洗涤剂、匀染剂、胶体保护剂等的组成部分。
阳离子表面活性剂	1227、1631、1831	具有柔软、抗静电、杀菌等特性，是柔软剂、抗静电剂、杀菌剂的重要组成部分。
两性离子表面活性剂	CAB-30、BS-12等	具有去污、乳化、同时具备杀菌、抗静电、耐盐、耐酸碱、低刺激性的特点，但因成本高等缺点，主要应用于化妆品、个人护理用品等领域。

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

全球表面活性剂应用领域广泛多样，主要集中在个人护理、工业与公共清洗、纺织化学品、食品加工、农药化学品、油田化学品等关键领域，其中应用于家居护理领域的占比 2018 年已达 43.46%，接近半数。当前随着科学研究的逐渐深入、新品种的开发以及原有技术工艺的改进，表面活性剂效果正不断改善，从而满足更多特定工业需求，因此其在工业领域的应用场景持续扩展。

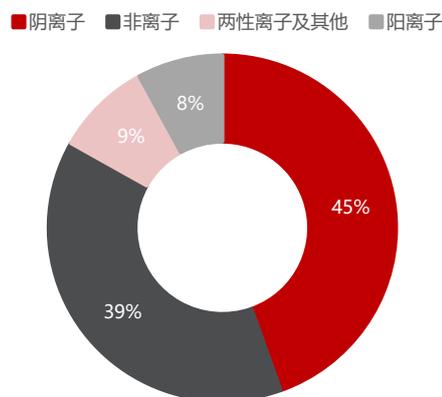
由于具备原材料易得、成本较低、泡沫丰富及去污性能好等特性，**阴离子表面活性剂的应用范围和使用量均领先于其他类别，已成为表面活性剂中的重要品类**。阴离子表面活性剂主要涵盖 AES、LAS、AOS 等，其中作为天然油脂基表面活性剂的 AES 较为温和，作为洗涤剂、化妆品和个人护理用品等日用表面活性剂的主要活性组分，而 LAS 和 AOS 则因其较强的去污能力而在洗衣液、洗涤剂中占据重要地位。

图8：2018 年全球表面活性剂下游应用领域分布



资料来源：丽臣实业招股书，《中国表面活性剂行业年鉴（2018）》，民生证券研究院

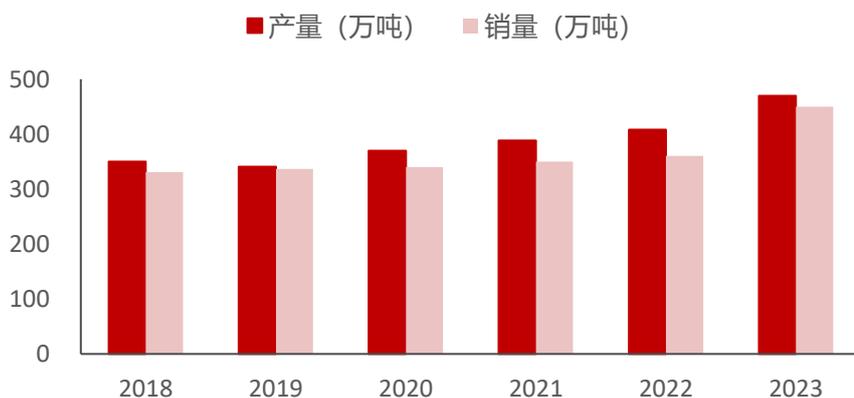
图9：2020 年全球表面活性剂市场规模分类占比



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

作为日用品原材料，近六年国内表面活性剂产销量稳重有增。表面活性剂行业在中国虽起步较晚，但具备强劲的增长势头和发展潜力，得益于洗涤用品等下游应用领域的稳定增长，我国表面活性剂产量从 2018 年的 350.2 万吨增长至 2023 年的 470.0 万吨，年均复合增长率约 6.06%，销量从 2018 年的 330.6 万吨增长至 2023 年的 450.0 万吨，年均复合增长率约 6.36%。值得一提的是，由于表面活性剂的需求与洗护日化等生活必需品相关，所以其产销量较少因为宏观环境变化出现剧烈波动，并伴随着人们生活水平的上升平稳增长。

图10：2018-2023 年中国表面活性剂产销量



资料来源：观研报告网，公司公告，民生证券研究院

2.2 表活市场集中度持续攀升，公司日用化工板块前景向好

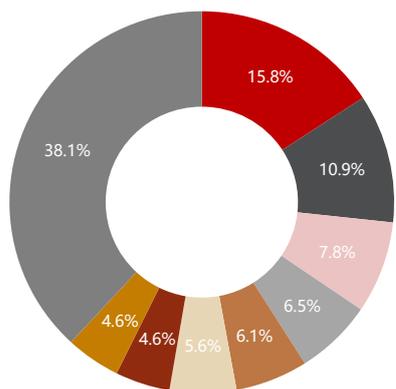
阴离子、非离子表活在我国市场占据主导，阴离子表活市场集中度较高。阴离子表面活性剂和非离子表面活性剂是全球市场规模最大的两类表面活性剂，在我国同样占据主导地位：2022 年我国规模以上的表面活性剂生产企业合计生产表面活性剂 426.2 万吨，其中阴离子表面活性剂与非离子表面活性剂占比分别为 40.31%

和 50.23%。据华经产业研究院统计，2019 年我国阴离子表面活性剂行业的规模以上生产企业共有 19 家，其中前八企业的市场占比合计为 61.9%，市场集中度相对较高。且根据赞宇科技 2023 年年报披露，我国排名前五的阴离子表面活性剂生产企业产量占全国产量的 70%以上，行业集中度已更上一层楼。

2019 年非离子表面活性剂行业的规模以上生产企业共有 30 家，其中浙江皇马以 28.7 万吨产能居首，占比 13%，其次是三江化工、圣德华星、佳化化学等，但 CR4 市场份额总和并未超过一半，市场竞争格局较为分散。但近年来，随着全国安全环保整治和监管政策的趋严，我国表面活性剂行业经过了持续多年的产业整合，生产工艺落后的小型企业被逐步淘汰，表面活性剂行业集中度正持续提高。

图11：2019 年国内阴离子表面活性剂主要厂商市场份额占比

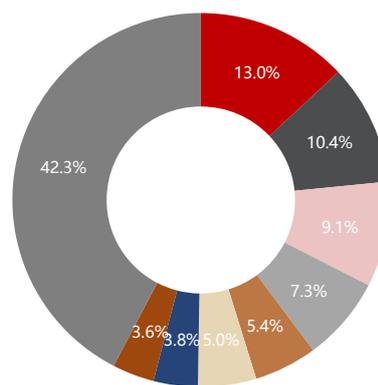
■ 赞宇科技 ■ 湖南丽臣 ■ 中轻物产 ■ 四川金桐 ■ 辽宁华星
■ 沙索化学 ■ 广州立白 ■ 广州立智 ■ 其他



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

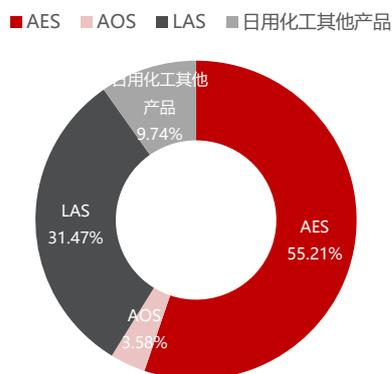
图12：2019 年国内非离子表面活性剂主要厂商市场份额占比

■ 浙江皇马 ■ 三江化工 ■ 圣德华星 ■ 佳化化学 ■ 江苏盛事
■ 海安石化 ■ 上海绵山 ■ 上海东大 ■ 其他

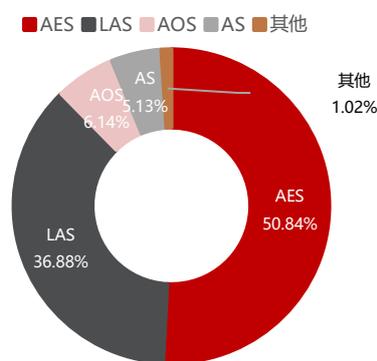


资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

公司阴离子表活产品管线涵盖国内前三大品类，2023 年主要产品产销量全国第一。公司生产的表面活性剂产品种类齐全，涵盖了以 AES、LAS、AOS 为代表的阴离子表面活性剂、以 6501、CMEA 为代表的非离子表面活性剂以及以 CAB、CAO 为代表的两性离子表面活性剂等等，主要以棕榈仁油、脂肪醇、脂肪醇聚氧乙烯醚为原料，清洁、润湿、乳化和分散等性能突出，广泛应用于日用洗涤剂、化妆品、个人护理用品等领域，且公司结合专利技术与客户需求，持续研发高品质的产品及绿色制造工艺。2023 年公司主要表面活性剂产品（AES、LAS、AOS）产销量国内排名行业第一。

图13：2023 年公司日用化工板块主要产品营收占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图14：2021 年中国阴离子表面活性剂产量结构分布


资料来源：华经产业研究院，中国洗协表委会，民生证券研究院

2023 年，公司日用化工板块的第一大产品 AES 及第二大产品 LAS 合计产量与销量均超过日用化工板块产销总量的 75%，虽然受销售市场的激烈竞争影响，产品销售均价于下半年不同程度下降，其中 AES 销售均价由上半年的价 6131.03 元/吨下跌至下半年的 5726.04 元/吨，但对日用化工板块的营业收入贡献仍高达 55.21%，三大主要产品 AES、AOS、LAS 的合计营收贡献率超 90%。

表2：2023 年公司日用化工板块主要产品情况

	产量 (万吨)	销量 (万吨)	营业收入 (亿元)	销售均价 (元/吨)
AES	32.45	31.83	18.76	5895.49
AOS	3.72	3.48	1.22	3495.47
LAS	12.64	12.51	10.69	8546.74
日用化工其他产品	10.28	9.90	3.31	3344.16
日用化工板块	59.10	57.72	33.98	5887.89

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司表面活性剂产能持续释放，未来增长空间可期。当前公司已经在浙江嘉兴、四川眉山、广东江门、河南鹤壁等地建有表面活性剂生产基地，2023 年公司表面活性剂年产能突破 120 万吨，主要来源于河南赞宇和广东赞宇等日用化工新基地产能的释放。未来随各项目的陆续建成投产，公司表活产能有望持续释放，进一步打开成长空间。

表3：截至 2023 年底公司各表面活性剂基地/子公司情况

基地名称	规划产能	产能规划梳理	产品种类
嘉兴赞宇	31.2 万吨/年	—	集团下属的所有表面活性剂产品，包括 AES、LAS、AOS、6501、CMEA、CAB 等
眉山赞宇	12 万吨/年	二期年产 50 万吨洗护项目 2021 年开始建设	磺化类阴离子表面活性剂
广东赞宇	20 万吨/年	年产 5 万吨烷基糖苷和 3 万吨两性表面活性剂装置、年产 25 万吨绿色表面活性剂项目建设中	磺化类阴离子表面活性剂
河南赞宇	70 万吨/年 (年产 20 万吨表面活性剂与年产 50 万吨洗护产品生产装置及配套设施)	中原日化生态产业园建成达产后，可实现产能 120 万吨/年	磺化类阴离子表面活性剂

江苏赞宇	16万吨/年(6万吨/年磺化生产线装置和10万吨/年液体洗涤用品生产线装置)	计划建设年产10万吨绿色表面活性剂、年产40万吨液体洗涤用品生产线及相关配套设施	AES、LAS等表面活性剂
沧州赞宇	—	年产25.6万吨磺化类绿色表面活性剂项目	表面活性剂、日用化工产品、化妆品等

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

3 油脂化工品类齐全，海外布局战略优势显著

3.1 公司处于油化产业链，原材料进入价格稳定期

公司的油脂化工板块位于洗涤用品产业链的上游，属原材料供应环节，另一板块的表面活性剂是连接油脂原材料与下游洗涤剂的中间环节。

图15：洗涤用品产业链示意图



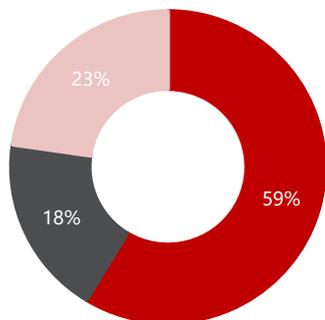
资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

采用自建工厂及委托加工模式，国内外市场拓展协同效应显著。公司从市场区域、销售渠道和物流运输等多方面出发进行综合全面考量，在杭州、嘉兴、镇江、眉山、鹤壁、江门、韶关、印尼等地建立大型现代化生产基地，并配备先进的表面活性剂和油脂化学品生产线，实现生产基地的合理布局。其中，海外油化工厂杜库达位于雅加达保税区，享有棕榈油采购价格、便利性、在途时间、税收政策、运输费用和生产成本等方面的显著优势。

油脂化工产品种类齐全，氢化油与硬脂酸据主导。公司生产的油脂化工产品主要包括硬脂酸、脂肪酸、油酸、单酸、二聚酸、聚酰胺树脂、单甘酯、甘油、脂肪酸盐及其他助剂等。

图16: 2023 年公司油脂化工板块主要产品营收占比

■ 硬脂酸 ■ 氢化油 ■ 油脂化工其他产品

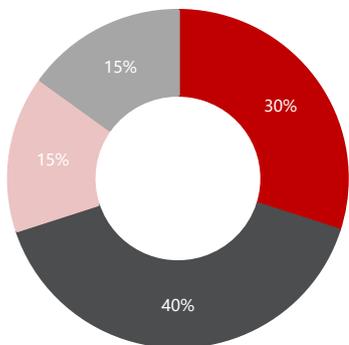


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

应用领域方面, 公司产品以棕榈油、动植物油脂、植物油为主要原料, 在日化、食品、养殖、塑料、橡胶、涂料、建材、医药、纺织、军工、冶金、矿产等领域均有广泛应用。以公司主要两个单品单甘脂与硬脂酸为例, 单甘脂 2023 年的最主要下游应用为乳化剂, 约占 40%。

图17: 2023 年单甘酯主要下游应用

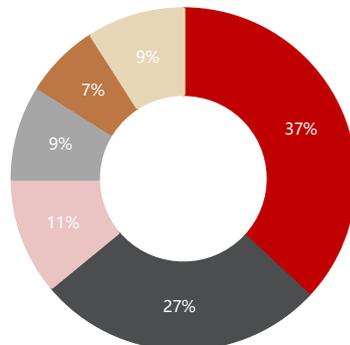
■ 化妆品行业 ■ 乳化剂 ■ 润滑剂 ■ 制药及其他



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

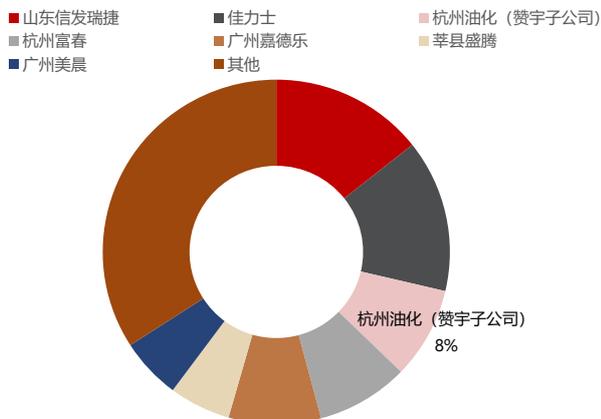
图18: 2023 年硬脂酸主要下游应用

■ 塑料 ■ 橡胶 ■ 纺织 ■ 蜡烛 ■ 造纸 ■ 其他

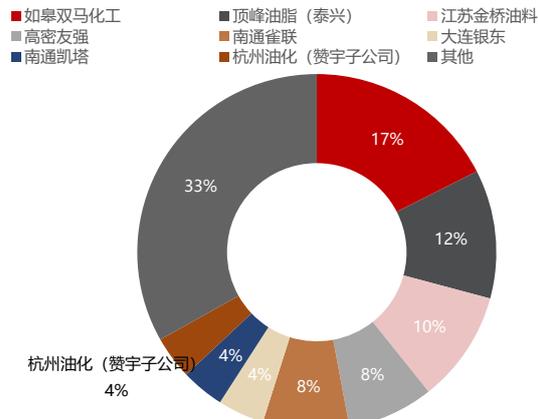


资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

国内单甘脂与硬脂酸产能较为分散, 赞宇子公司杭州油化 2023 年分别占全国产能的 8%与 4%。

图19: 2023 年单甘酯全国产能分布


资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图20: 2023 年硬脂酸全国产能分布


资料来源: wind, 民生证券研究院

大宗油脂主要原料已进入价格平稳期。2023 年, 俄乌冲突、印尼出口税收政策调整、下游需求疲软等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, 大宗油脂主要原材料价格显著回落, 且产品市场竞争加剧, 2023 年氢化油与硬脂酸的销售均价分别由 2022 年的 8221.40 元/吨与 9152.61 元/吨降至 6362.74 元/吨与 7180.00 元/吨, 两者合计对油脂化工板块营业收入的贡献仍高达 77.27%, 在公司油脂化工板块始终占据主导。随着大宗油脂原料价格进入平稳期, 由于原材料价格剧烈波动造成的库存损失对公司业绩造成的影响将显著减弱, 期待作为公司重要业务的油脂化工板块稳中有增。

表4: 2023 公司油脂化工板块主要产品情况

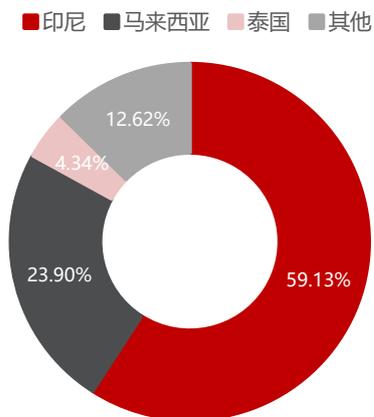
	产量 (万吨)	销量 (万吨)	营业收入 (亿元)	销售均价 (元/吨)
氢化油	17.78	17.36	11.05	6362.74
硬脂酸	48.67	48.50	34.83	7180.00
油脂化工其他产品	18.16	19.22	13.49	7018.69
油脂化工板块	84.61	85.09	59.36	6976.81

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.2 印尼是全球重要棕榈油产地, 公司海外布局彰显优势

印尼与马来西亚为全球棕榈油最主要的生产地。棕榈油为公司油脂化学产品生产的主要起始原材料, 而中国棕榈油产量较少, 棕榈油消费主要依赖于进口。2023 年全球棕榈油产量约为 7948.4 万吨, 其中: 印尼棕榈油产量约为 4700 万吨, 同比增长 1.08%, 占比 59.13%; 马来西亚棕榈油产量约为 1900 万吨, 同比增长 3.33%, 占比 23.90%。两国为棕榈油生产大国, 合计产量占比超过全球产量的 80%, 且近年来产量保持相对稳定, 年际波动较小。

图21：2023 年棕榈油全球产量分布



资料来源：iFind，民生证券研究院

图22：2000-2023 年国内棕榈油消费及进口量

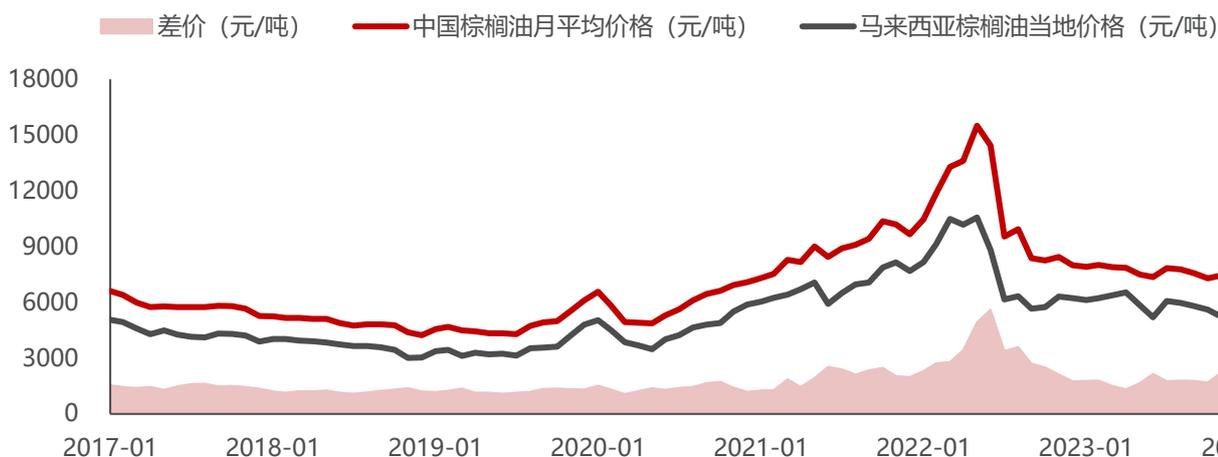


资料来源：iFind，美国农业部，民生证券研究院

出口税是影响棕榈油海内外价差的重要原因，布局海外基地必要性强。由于全球棕榈油生产较为集中，棕榈油也是原产国的重要支柱产业，原产国一般采用增减出口税的模式调节棕榈油价格，以达到平滑库存、保护本国产业的目的。由于印尼未公开当地棕榈油价格相关的高频数据，我们这里以世界第二大棕榈油原产国马来西亚当地价格为例，将其与国内棕榈油价格对比。可以观察到，2017 年以来，在棕榈油价格平缓时期，两者之间保持 1000-2000 元左右的单吨价差，此价差会在棕榈油价格上涨时被拉大，以棕榈油价格大幅上涨的 2022 年二季度为例，2022 年 6 月此价差一度被拉大至 5607.94 元/吨。

因此，作为在印度尼西亚这一棕榈油原产地建厂的国内油脂化工企业，赞宇科技的原材料优势在棕榈油价格上行期间将体现得更明显。

图23：2017.01-2024.05 单月国内棕榈油价格与马来西亚当地棕榈油价格及差价



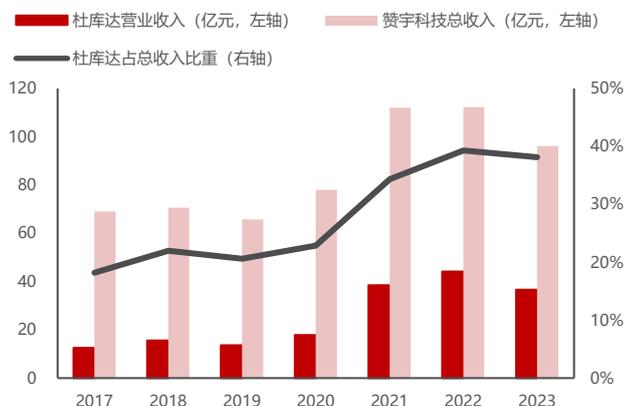
资料来源：wind，iFind，汇易网，马来西亚央行，民生证券研究院

注：马来西亚林吉特与人民币汇率以当月平均汇率为准

公司布局印尼生产基地，成本优势显著。公司海外油化基地杜库达位于印度尼西亚首都雅加达保税区，在棕榈油采购价格、便利性、在途时间、税收政策、运输费用、生产成本等方面具有明显优势。印尼杜库达生产基地目前已实现产能 70 万

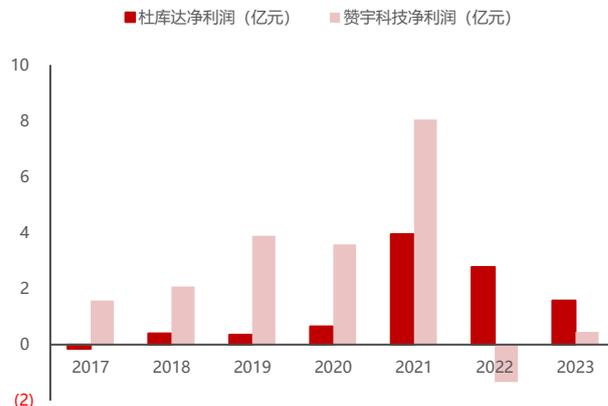
吨/年，依托杜库达基地，公司可以获得价格稳定的原材料，且当地采购具备成本优势，棕榈油在印尼加工成油脂化工品后可规避出口限制带来的影响。在印尼棕榈油出口限制增强、价格维持偏高水平的情况下，公司的印尼建厂优势将更为突出。

图24：2017-2023 年杜库达及赞宇科技收入情况



资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

图25：2017-2023 年杜库达及赞宇科技净利润情况



资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

值得关注的是，印尼棕榈油的相关税收政策主要与毛棕榈油挂钩，对其相关产品并无针对性出口税收要求，其目的是限制原材料出口、将棕榈油加工产业留在国内，提高本国棕榈油出口产品的附加值。

公司海外油化基地布局在印尼港口城市雅加达，印尼的棕榈油相关出口政策围绕棕榈油出口专项税（levy）与出口税（duty）展开：

(1) 2020年12月10日印尼政府开始执行新levy政策，将之前“统一征收55美元/吨”的标准变为“棕榈油价格每上涨25元/吨，levy增加15美元/吨”，这无疑强化了棕榈油价格与税收的正相关关系，即棕榈油价格进入上行周期后出口价格上涨幅度将扩大，2020年四季度中国棕榈油平均价格环比上季度上涨19.05%。

(2) 2021年4月印尼政府将出口关税从25美元/吨提升至35美元/吨，并每月调增，直至10月出口增至200美元/吨，推动了棕榈油出口价格的进一步增长。

(3) 2022年3月21日印尼政府再一次调整levy政策，规定毛棕价格低于750美元/吨征收55美元/吨，之后价格每上涨50美元，levy增加20美元/吨，最高达375美元。2022年一季度中国棕榈油价格环比增长17.46%。随后6月7日继续将毛棕duty的最大值提高至288美元/吨，将levy的最大值降低至200美元/吨，二季度中国棕榈油平均价格破万。

(4) 2022年8月，印尼取消毛棕levy，且将毛棕榈油出口税duty，从288美元/吨下调至33美元/吨，较极端的政策转向致使棕榈油价格迅速下滑，2022年二季度中国棕榈油单季度平均价环比下降40.29%。

(5) 2022年11月下旬，相关政策稍平缓，印尼政府将毛棕出口价格上调至

826.58 美元/吨，超出政策制定的 800 美元/吨的免税条预期价格，毛棕 levy 调整至 85 美元/吨，当季棕榈油平均价格小幅回暖。

表5：2020Q4-2022Q4 印尼主要针对毛棕榈油的出口税收政策梳理

季度	主要变化	季度内印尼税收政策具体变化	单季度棕榈油平均价格 (元/吨)	中国棕榈油价格环比变化	赞宇科技单季度毛利率	毛利率环比变动 (pct)
2020Q4	levy 由统一征收转为随毛棕价格升高而增长	12 月 10 日起执行新 levy 政策，毛棕价格低于 670 美元/吨时征收 55 美元/吨，之后价格每上涨 25 美元，levy 增加 15 美元/吨（之前统一征收 55 美元/吨）	5471.89	19.05%	16.31%	-0.43
2021Q2	调高出口关税	4 月起出口关税从 25 美元/吨提升至 35 美元/吨，并每月调增	6592.76	5.14%	21.12%	3.45
2021Q3	调高出口关税	10 月起出口关税调增至 200 美元/吨	6889.14	4.50%	15.07%	-6.05
2022Q1	levy 单吨增加价格由 15 美元调至 20 美元，封顶 375 美元	3 月 21 日起执行新 levy 政策，毛棕价格低于 750 美元/吨征收 55 美元/吨，之后价格每上涨 50 美元，levy 增加 20 美元/吨，最高达 375 美元	9323.17	17.46%	13.31%	5.97
2022Q2	最大值总税费由 575 美元/吨降低至 488 美元/吨	6 月 7 日，印尼宣布将毛棕 duty 的最大值提高至 288 美元/吨，将 levy 的最大值降低至 200 美元/吨	10002.03	7.28%	8.49%	-4.82
2022Q3	取消 levy，并大幅调低 duty	8 月，印尼取消毛棕 levy，且将毛棕榈油出口税 duty，从 288 美元/吨下调至 33 美元/吨	5972.18	-40.29%	-4.19%	-12.68
2022Q4	上调棕榈油出口价格	11 月下旬，印尼政府将毛棕出口价格上调至 826.58 美元/吨，超出政策制定的 800 美元/吨的免税条预期价格，毛棕 levy 调整至 85 美元/吨	6047.00	1.25%	3.15%	7.34

资料来源：wind，iFind，公司公告，民生证券研究院

原材料成本在公司生产总成本中占比极高，原材料价格波动对公司的盈利水平影响较大。2023 年公司原材料成本在油脂化工与日用化工板块总成本占比均超过 90%，由此可见，原材料价格波动对公司各板块毛利率变化关联性较大。从具体原材料来看，相对公司整体业务毛利率，棕榈油价格与油化业务板块毛利率的相关性更强，而油化业务也是 2023 年收入占比超公司整体 60% 的主营板块，研究其盈利能力和原材料价格波动的关系具有重要意义。

在棕榈油价格急涨急跌的极端场景下，公司较大的库存体量易导致油化业务毛利率剧烈波动：

(1) 2017-2019 年间棕榈油价格较为平稳，公司油化业务的毛利率波动范围较小，半年度毛利率稳定在 10.5%-12.5%。

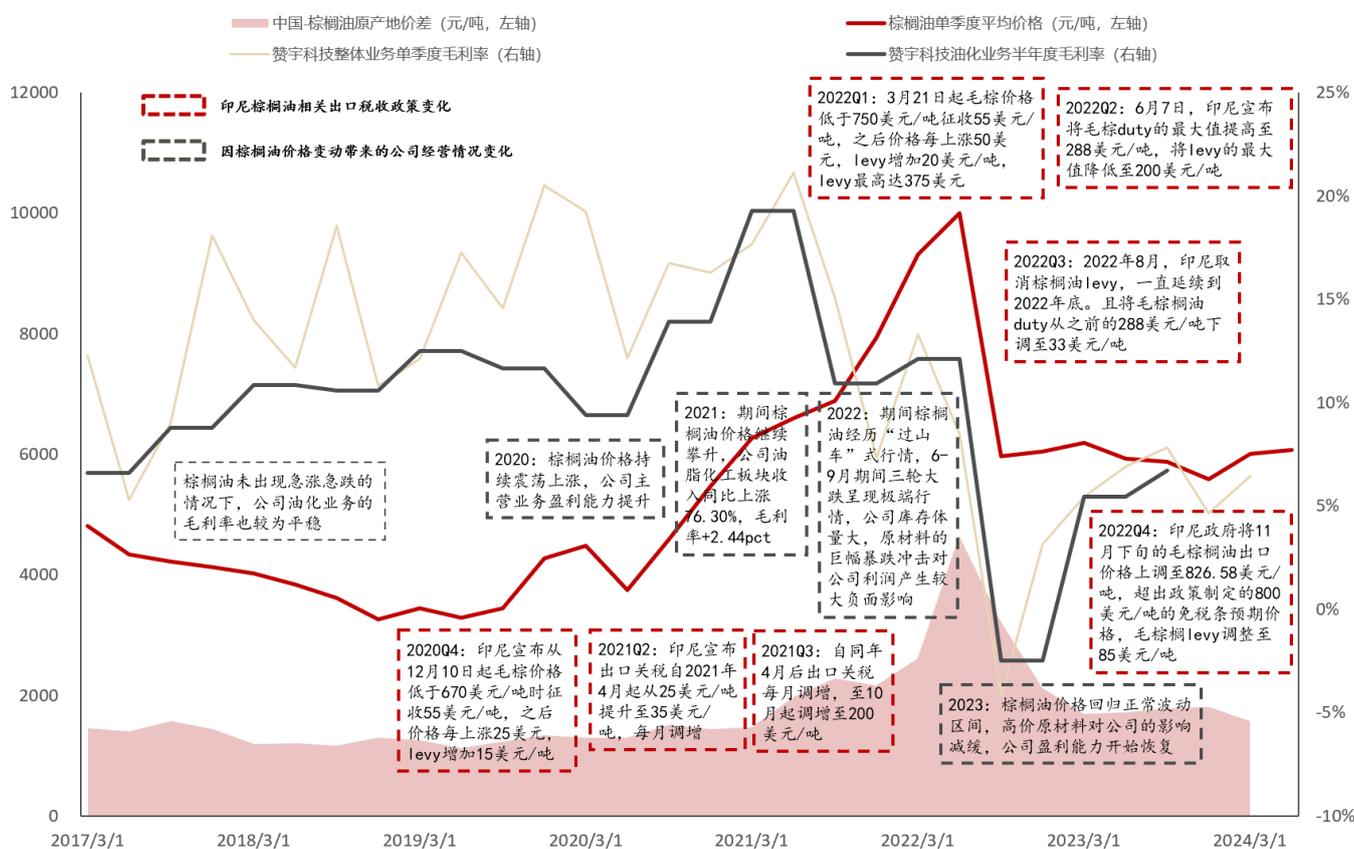
(2) 2020 年底印尼取消棕榈油固定 levy 政策，棕榈油 2020 年第四季度平均价格环比上涨 19.05%，公司油化业务毛利率由上半年的 9.40% 上涨至下半年的 13.93%。

(3) 2021 年内棕榈油价格继续攀升，公司油脂化工板块收入同比上涨 76.30%，且公司上半年油化业务毛利率达 19.28%，创历史新高。

(4) 2022 年间棕榈油经历“过山车”式行情，6-9 月期间三轮大跌呈现极端行情，公司库存体量大，原材料的巨幅暴跌冲击对公司利润产生较大负面影响，公司油化业务的毛利率迅速从 2022 年上半年的 12.10%高位水平下滑至下半年的-2.46%。

(5) 2023 年棕榈油价格回归正常波动区间，高价原材料对公司的影响减缓，公司盈利能力开始恢复。

图26：2017Q1-2024Q1 棕榈油价格及公司经营情况复盘



资料来源：wind, iFind, 公司公告, 汇易网, 马来西亚央行, 民生证券研究院

注：由于单板块毛利率半年披露一次，出于画图需要，图中“油化业务毛利率”单季度数据沿用上一个半年的数据

基于以上棕榈油价格、关税政策变化与公司经营情况的复盘，我们可得出原材料价格端的变化会对公司经营情况产生较大影响的结论，因此，对棕榈油及印尼相关关税政策的分析展望，是十分必要的。

4 棕榈油：长期供应约束，需求仍有亮点

以下我们将从棕榈油的两大重要原产国印度尼西亚、马来西亚的产量入手，进行供应端的分析，并结合棕榈油需求变化对其后市价格进行展望。我们认为，供应端较弱态势将延续，伴随着印尼 B40 生物柴油政策的启动，需求端将有亮眼增长，棕榈油长期价格中枢将稳步抬升。且出于对生物柴油产业基金的补充目的，印尼在后续也将有较强动力提高相关出口关税。结合上文我们对公司经营情况的复盘，此类趋势将有利于公司提高产品单价、增强成本优势。

4.1 印尼：2024 年受厄尔尼诺影响棕榈油减产超预期，B40 启动在即内需有望继续增长

受限种植面积增长停滞，年度级别产量增速趋缓。长期以来，欧洲环保人士对棕榈油深恶痛绝，因为棕榈油的快速种植导致毁林、气候变化和成千上万的动物死亡。2009 年，欧盟颁布可再生能源指令（RED），提出了欧盟到 2020 年可再生能源占比达到 20% 的目标以及国家约束性目标，并于后续多次进行修订补充以限制生物柴油中棕榈油与豆油的用量。2018 年 6 月 14 日欧盟谈判官员表示，从 2030 年起欧盟将会停止在运输燃料中使用棕榈油。2021 年欧盟委员提出零毁林法案（EUDR），旨在减少全球非法森林砍伐并降低相关行为对环境、社会和经济的影响，其中棕榈油就是受限制的产品之一。迫于环保压力，印尼总统佐科·维多多签署停止颁发新油棕种植园许可证的法令，此举直接导致 2018 年后印尼种植面积增速放缓。

受不利天气影响，2024 年棕榈油减产幅度超预期。受 2023 年下半年厄尔尼诺天气的影响，东南亚气候整体偏干旱，从而对 8 到 10 个月后的棕榈油产量造成了不利影响。印尼在 2024 年 5 月开始的增产期，产量不增反降：2024 年 5 月/6 月/7 月棕榈油产量环比分别 -5.7%/-4.9%/-2.1%。据 GAPKI 估计，2024 印尼棕榈油产量较 2023 年下滑 5%，降幅达 280 万吨。

图27: 2010-2023 年印尼棕榈油收购面积及增速



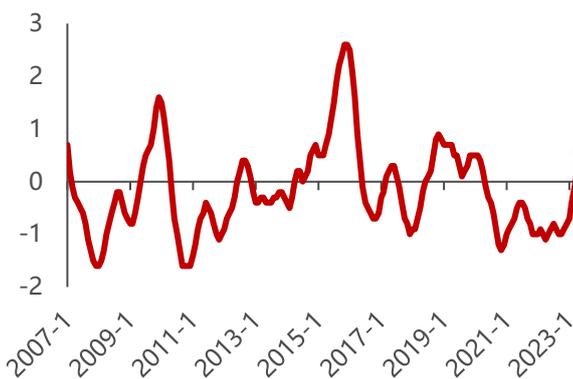
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图28: 2016-2024.1-8 印尼棕榈油产量及增速



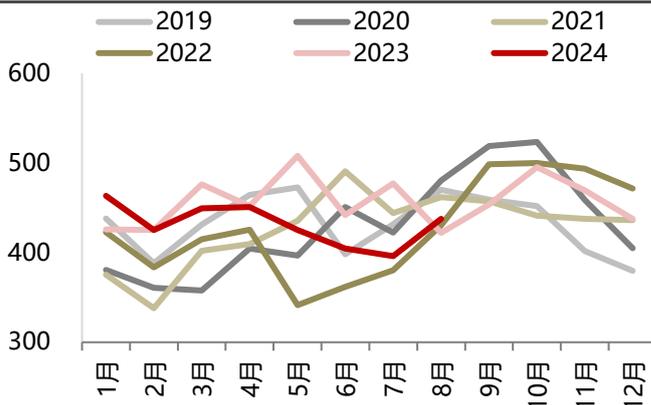
资料来源: 钢联数据, 民生证券研究院

图29: 2007-2024.9 厄尔尼诺指数



资料来源: NOAA, 民生证券研究院

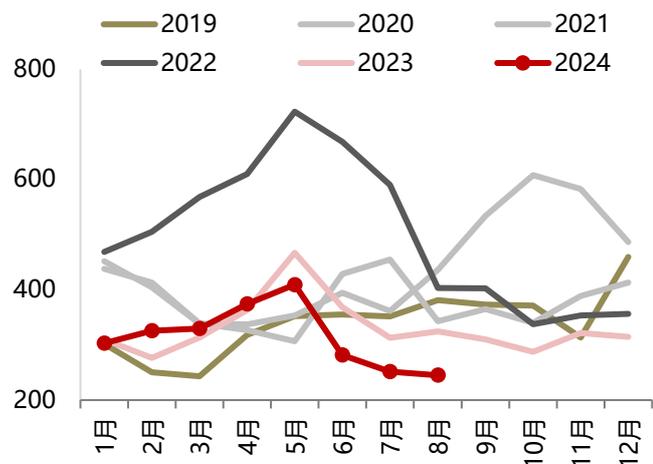
图30: 2019-2024.8 印尼棕榈油产量 (万吨)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

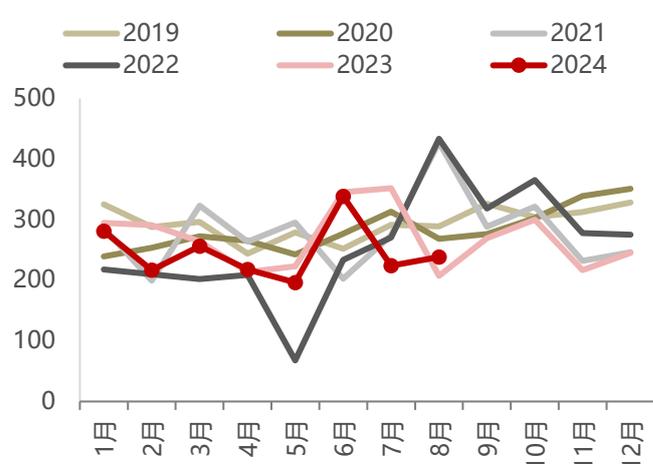
印尼棕榈油库存持续走低, 关注 B40 带来的内需增长。2024 年 1-8 月印尼国内棕榈油总消费量 1557.1 万吨, 同比+4.7%。其中, 食用消费 666.5 万吨, 同比-4.5%, 生柴消费 742.1 万吨, 同比+16.3%。受减产和内需强劲的影响, 印尼当前国内库存处于历史低位。2024 年 8 月, 印尼国内棕榈油库存 245.0 万吨, 同比-24.5%。印尼计划 2025 年 1 月 1 日起将强制推行实施 B40 生物柴油计划, 该计划若落实到位, 印尼国内棕榈油消费量将增加近 300 万吨。即使 2025 年有 200 万吨级别的产量恢复, 库存也难以得到有效累积。此外, 2025 年 3 月前是印度斋月油脂的备货季, 外需强势有望维持至 2025 年一季度。因此我们预计, 在 2025 年 5 月东南亚进入季节性增产期之前, 棕榈油供需或处于持续偏紧的状态。

图31：2019-2024.8 印尼棕榈油库存 (万吨)



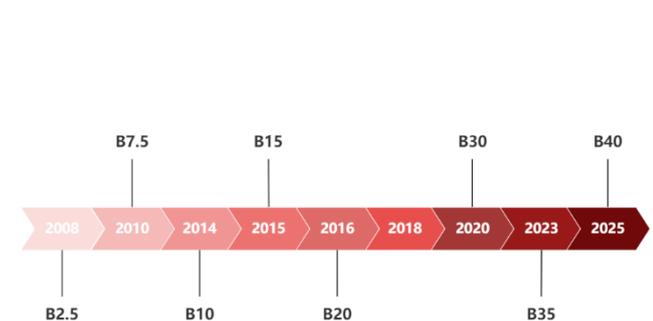
资料来源：ifind，民生证券研究院

图32：2019-2024.8 印尼棕榈油出口量 (万吨)



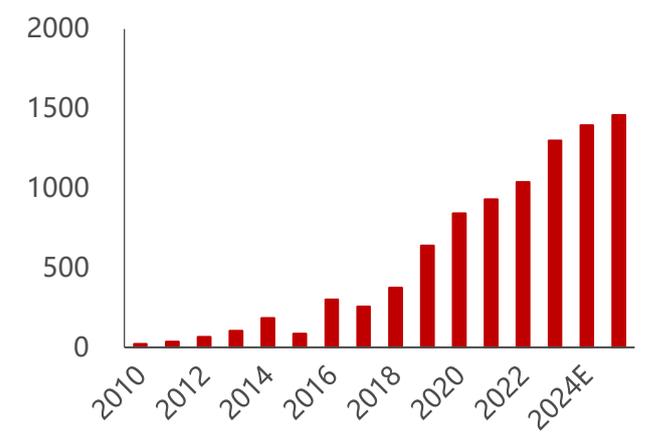
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图33：印尼生物柴油推进行程



资料来源：ISAAA，CIMB，中国石油新闻中心，民生证券研究院

图34：2010-2025E 印尼生物柴油消费量 (万吨)



资料来源：ifind，民生证券研究院

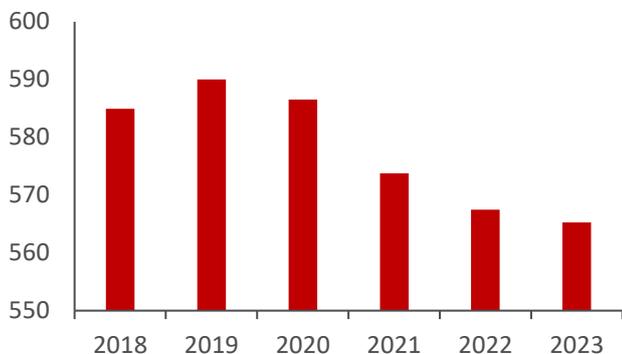
4.2 马来西亚：树龄老化问题严峻，长期增产潜力不足

种植面积持续下滑、树龄结构老化和翻种率低大大影响到马来棕榈油的长期生产潜力。

①**种植面积持续下滑**：2019年后，同样迫于RSPO等环保认证的压力，马来西亚宣布不再允许油棕面积扩张。马来西亚棕榈树种植面积自2019年达峰后，已连续第四年出现下降。②**树龄结构老龄化**：一般来说，油棕树在栽种至种植园后，经过3-4年的生长期开始结果，4-7年产量逐年增加，7-14年后进入旺产期，15-18年后产量逐渐衰退，树龄的高低将直接影响棕榈油单产趋势的发展方向，对产量有着十分关键的影响。当前马来棕榈树树龄老龄化问题严重，截至2023年，马来30岁以上的油棕树有169万公顷，占比30%，25岁以上油棕有238万公顷，占比42%。③**翻种率低**：翻种率也是制约马来产量恢复的因素。尽管马来西亚棕榈油局(MPOB)联合马来西亚种植业和商品部(MPIC)重启了小农油棕重

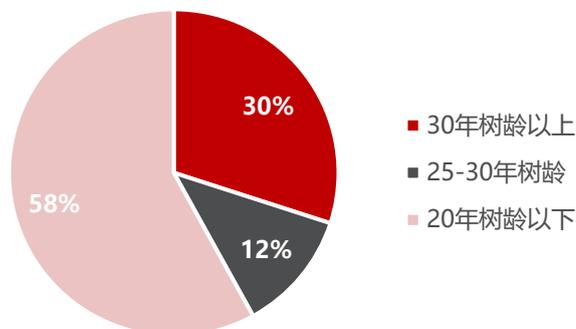
植融资激励计划，拨款 1 亿马币惠及个人小型油棕种植者，但推行进度缓慢。

图35：2018-2023 年马来西亚油棕树种植面积（万公顷）



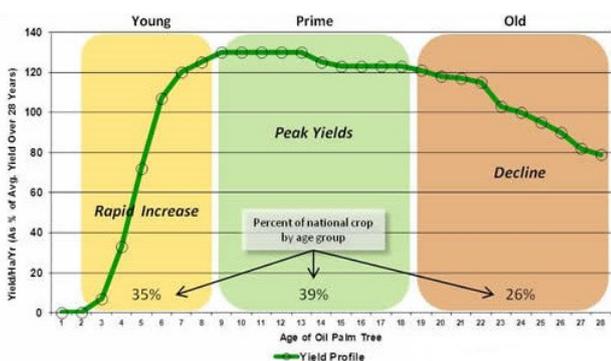
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图36：2023 年马来西亚油棕树树龄结构



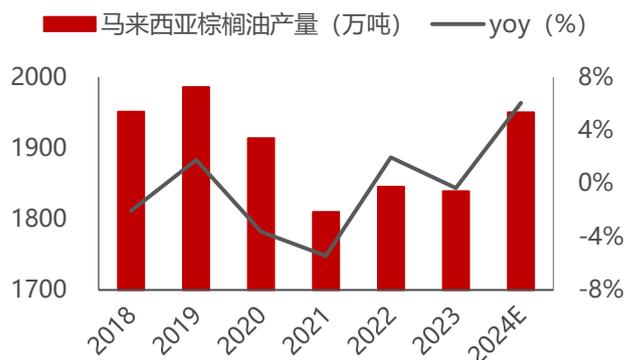
资料来源：卓创资讯，民生证券研究院

图37：棕榈油不同树龄结构生产效率



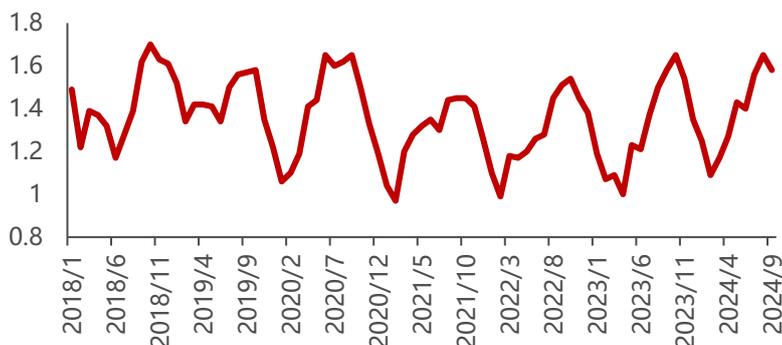
资料来源：<Malaysian oil palm industry: Prospect and problem>, A S A Ferdous Alam, Ah Choy Er, 民生证券研究院

图38：2018-2024E 马来棕榈油产量及增速



资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图39：2018-2024.9 马来西亚棕榈油果串单产（吨/公顷）

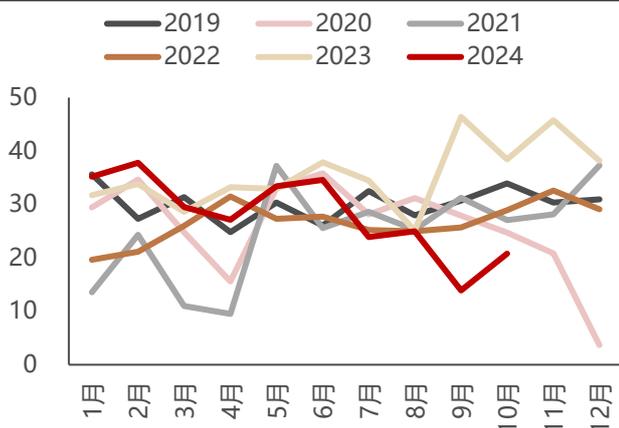


资料来源：繁微，民生证券研究院

马来西亚棕榈油季节性减产期提前，出口增长侧面印证供应偏紧格局。2024 年 1-10 月马来棕榈油产量为 1623.0 万吨，同比增长 7.8%。假设未来两个月马来

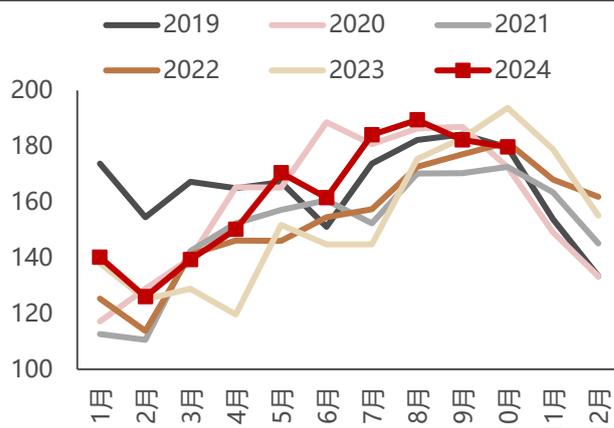
棕榈油月度产量环比下降 2%，全年产量预计达 1971.7 万吨，同比+7.2%。从往年数据来看，马来西亚棕榈油年内产量通常在 10 月达到顶峰，随后逐月下降。但 2024 年受到一季度降水偏少影响，减产期提前 2 个月开启。2024 年 8~10 月，马棕产量延续下滑态势。反观出口却维持强势，2024 年 1-10 月，马来棕榈油出口量 1405.5 万吨，同比+13.7%，我们判断出口大幅增长表明马来西亚挤占了部分印尼棕榈油贸易市场，从侧面印证了印尼减产幅度超预期。

图40：2018-2024.10 马来棕榈油国内消费量 (万吨)



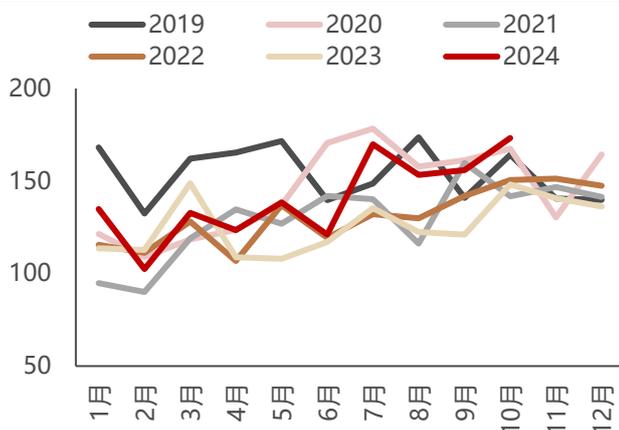
资料来源：MPOB，民生证券研究院

图41：2018-2024.10 马来棕榈油产量 (万吨)



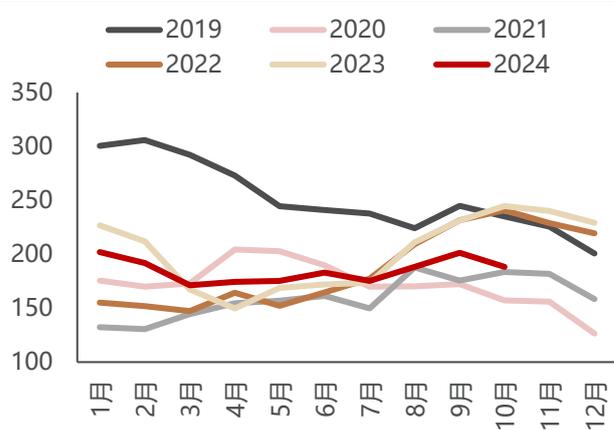
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图42：2018-2024.10 马来西亚棕榈树出口量 (万吨)



资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图43：2018-2024.10 马来西亚棕榈油库存 (万吨)



资料来源：钢联数据，民生证券研究院

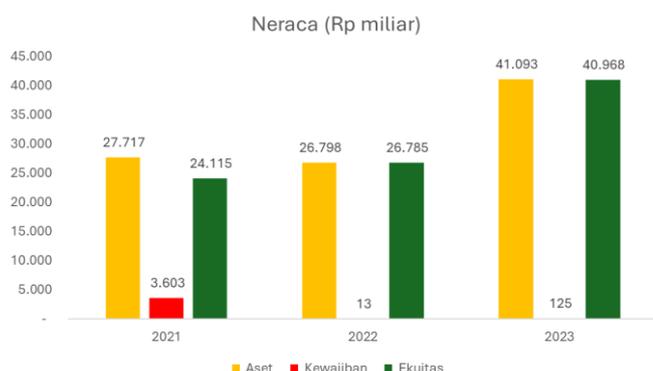
4.3 产业基金资金面临压力, 印尼 2020 年出口专项税或将重现

BPD PKS 基金主要负责管理印尼征收的棕榈油出口费，用来资助油棕补种计划以及生物柴油强制掺混项目。2023 年印尼通过棕榈油产品出口专项税征收等方

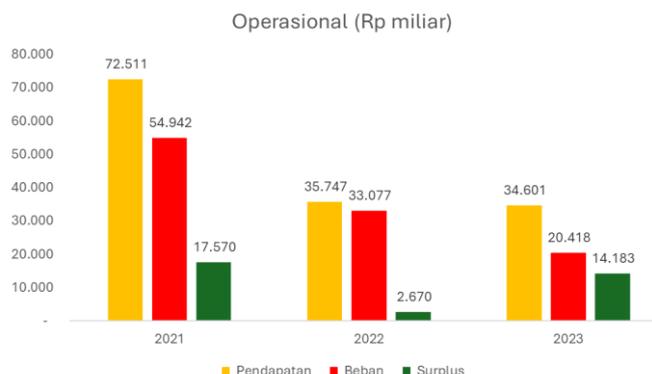
式实现营收 345.7 亿印尼卢比。2023 年下半年生物柴油与柴油价差有利，需要基金发放的补贴较少，BPDPKS 基金管理净值提升至 409.7 亿印尼卢比。2024 年 8 月底随着棕榈油价格触底反弹，其与柴油的价差出现显著走扩，拉低棕榈油生柴性价比，大幅提升了生物柴油掺混所需补贴的单价，这令 BPDPKS 管理基金的资金开始加速流出。

在当前原油价格低迷，并且印尼推行 B40 将进一步收紧棕榈油供应抬升其价格中枢的情况下，2025 年印尼的生物柴油 HIP 与柴油 HIP 价差有望持续保持高位。此外，印尼推行 B40 会导致生柴补贴数量增长，这将进一步加速 BPDPKS 管理基金的资金流出速度。

若印尼在 2025 年初如期实施 B40，面临增长的生柴补贴数量和高额的补贴单价，BPDPKS 管理基金的资金或再次面临枯竭。

图44：2021-2023 年 BPDPKS 资产负债情况


资料来源：BPDPKS 年报，民生证券研究院

图45：2021-2023 年 BPDPKS 资金盈余情况


资料来源：BPDPKS 年报，民生证券研究院

在 2020 年印尼刚刚推行 B30 时，生柴补贴单价与补贴量的双双增长就曾导致年中的 BPDPKS 管理基金陷入亏空，最终不得不通过财政的额外救济才度过难关。为了保障 B30 顺利执行，印尼的棕榈油出口专项税在 2020 年 12 月作了大幅上调，以适应大幅增长的生柴补贴需求。

依托杜库达工厂，当印尼出口税收政策变动时，原产地采购享受成本优势。对于正常油化产业链的企业而言，专项税提升会由成本端传导至使整个产业链的产品价格提升。而公司依托印尼杜库达工厂可免税采购原材料，同时享受产业链产品价格提升带来的利润增厚。

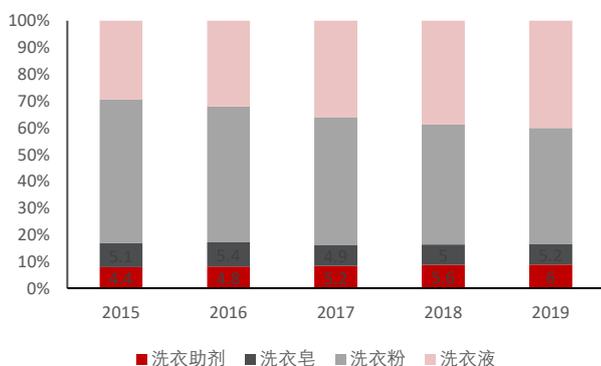
5 布局 OEM/ODM 市场，打开成长天花板

5.1 国内洗涤用品普及率较高，国产品牌市占率喜人

合成洗涤剂已成我国洗涤用品市场的主要产品，洗衣液已成洗涤市场“香饽饽”。2015-2019 年间，我国洗涤用品市场规模不断攀升，年均复合增长率达 4.20%，2020 年仍维持在 715 亿元左右。消费大类方面，合成洗涤剂在消费者中的受欢迎程度越来越高，已成我国洗涤用品市场的主流产品，2021 年我国合成洗涤剂产量为 1037.7 万吨，占比 90%，肥(香)皂产量约为 120 万吨，仅占比 10%。根据国家统计局统计，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%。

从具体消费结构上来看，洗衣液、洗衣助剂等具备高浓缩、高便捷性、高端性的产品消费占比上升明显，其中，洗衣液的消费占比由 2015 年的 29.54% 上升至 2019 年的 40.12%，占比最高，洗衣助剂的消费占比从 2015 年的 7.83% 上升至 2019 年的 8.85%。反观相对传统的洗涤用品洗衣粉、洗衣皂，消费占比分别从 2015 年的 53.56% 和 9.07% 下降至 2019 年的 43.36% 和 7.67%。

图46：2015-2019 年中国衣物清洗护理市场各产品零售额占比



资料来源：弗若斯特沙利文，蓝月亮招股说明书，民生证券研究院

图47：2015-2020 年中国洗涤用品行业规模



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，民生证券研究院

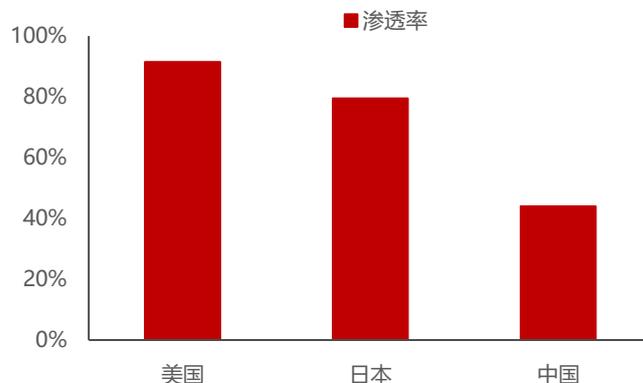
中国洗衣液渗透率呈上升趋势，但离发达国家仍有较大差距，中国洗衣液市场的未来发展潜力较大。2015-2019 年间，中国洗衣液市场渗透率从 32% 上升至 44%，但仍远低于同年日本的 80% 和美国的 91%，以发达国家为参照，我国洗衣液市场仍有较大空间。

图48：2015-2019年中国洗衣液市场渗透率变化情况



资料来源：尼尔森，前瞻产业研究院，民生证券研究院

图49：2019年不同国家洗衣液市场渗透率对比



资料来源：弗若斯特沙利文，蓝月亮招股书，民生证券研究院

浓缩化、功能化、绿色化将会成为我国未来洗护用品行业的主要发展趋势。随着城市化发展和居民生活水平的提高，人们对身体健康、使用感受、环境保护等方面也将更加重视，作为使用频率高、使用场景广的日常消费品，消费者将会对其提出更高要求，追求更好的消费体验。我们认为浓缩化（去污更强、体积更小）、功能化（多效合一、体验更佳）、绿色化（绿色消费、健康环保）将会成为我国未来洗护用品的主要发展趋势，以满足物质水平上升的场景下，人们对日常家用品的消费升级。

表6：中国洗涤用品行业发展趋势

趋势	内容
浓缩化	浓缩洗涤用品有效成分含量可达 25%以上，超浓缩洗涤用品达 45%以上。与普通洗涤用品相比，浓缩洗涤用品去污力更强、体积更小，生产、包装、仓储、运输的成本更低、碳排放量更少，符合绿色消费的方向。
多功能化	竞争源于差异化，在竞争愈发激烈的洗涤剂市场上，各厂商积极研发集护色、抗皱、防紫外线等功能于一身的多效洗涤剂，多效合一将成洗涤剂发展的重要趋势。
绿色化	在国家推行“双碳战略”，践行绿色发展理念、促进绿色消费的背景下，绿色环保成为了洗涤行业发展的重要理念。

资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

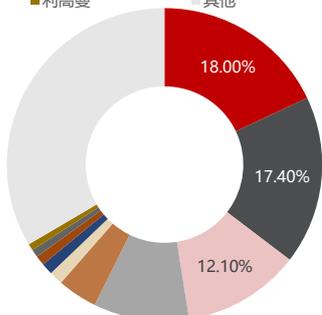
中国洗涤用品市场国产化趋势明显，国产品牌占据半壁江山。从洗涤用品行业企业市占率来看，2020年市占率前两名的广州立白与纳爱斯集团均为本土企业，排名第二的纳爱斯集团超出位列第三的外资联合利华近 5 个点市占率，市场优势明显。此外，我国本土洗涤用品企业广州蓝月亮、威来集团、山西焦化和上海制皂也在 TOP10 企业之列。

从品牌来看，2020年我国洗涤用品市场前三位的品牌均为国产品牌，分别为广州立白旗下的立白、纳爱斯旗下的雕牌和广州蓝月亮旗下的蓝月亮。而且纳爱斯旗下的超能、超能天然皂以及广州立白旗下的好爸爸均入围 2020 年中国洗涤用品

TOP10 品牌。反观国外品牌仅联合利华旗下的奥妙和宝洁旗下的汰渍、碧浪上榜，且市场占有率也与我国名列前茅的立白、雕牌、蓝月亮存在差距。

图50：2020 年中国洗涤用品 TOP10 企业市占率

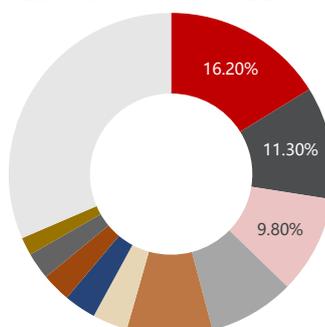
■ 广州立白 ■ 纳爱斯集团 ■ 联合利华 ■ 广州蓝月亮
■ 威来集团 ■ 上海和黄白猫 ■ 安利（中国） ■ 山西焦化
■ 上海制皂 ■ 利高曼 ■ 其他



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，民生证券研究院

图51：2020 年中国洗涤用品行业 TOP10 品牌市占率

■ 立白 ■ 雕牌 ■ 蓝月亮 ■ 奥妙 ■ 汰渍 ■ 金纺
■ 超能 ■ 超能天然皂 ■ 碧浪 ■ 好爸爸 ■ 其他



资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，民生证券研究院

从细分品类来看，在洗衣液、洗手液、餐具洗涤剂这三个与家居相关性较强的产品中，国内品牌 2023 年仍占据第一宝座，沐浴露、洗发水等与个人护理挂钩的品类中，外资厂商的竞争优势较明显。

表7：2023 年中国洗涤用品部分细分市场品牌排名

排名	洗衣液	洗手液	餐具洗涤剂	沐浴露	洗发水
1	蓝月亮	蓝月亮	立白	舒肤佳	海飞丝
2	立白	舒肤佳	雕牌	力士	清扬
3	奥妙	滴露	白猫	多芬	飘柔
4	汰渍	威露士	蓝月亮	六神	潘婷
5	雕牌	白猫	超能	清扬	沙宣
6	超能	力士	奥妙	阿道夫	欧莱雅
7	碧浪	六神	安利	玉兰油	霸王
8	好爸爸	狮王	斧头牌	隆力奇	力士
9	白猫	青蛙王子	榄菊	滴露	蜂花
10	威露士	-	-	屈臣氏	阿道夫

资料来源：Chnbrand，前瞻产业研究院，民生证券研究院

5.2 布局 OEM/ODM 业务，拥抱国内洗护市场

凭借表面活性剂优势，公司继续向下游延伸 OEM/ODM 业务，打开公司业绩天花板。基于下游洗护产品国内市场的稳定增长、国产洗护产品的崛起，加之公司主要表面活性剂产品（AES、LAS、AOS）2023 年产销量国内排名行业第一，公司充分发挥同产业链优势，继续向下游延伸 OEM/ODM 业务。当前，公司已合计拥有 110 万吨洗护产品产能，其中，最早布局的江苏赞宇 10 万吨产能已投入使用，河南鹤壁基地的 50 万吨产能也已陆续投入生产，子公司眉山赞宇的 50 万吨已进入试生产环节。此外，公司于 2023 年 6 月发布公告称将在江苏镇江基地追加 40 万吨液体洗涤用品生产线，届时公司将形成 150 万吨的 OEM/ODM 产能，为公司业绩增长提供助力。

表8: 公司 OEM/ODM 产能梳理

负责子公司	OEM/ODM 产能 (万吨)	建设计划/当前状态
江苏赞宇	10	已投入使用
江苏赞宇	40	预计最迟于 2028 年 12 月, 产能打满
河南赞宇	50	已陆续投产
眉山赞宇	50	进行试生产

资料来源: iFind, 公司公告, 民生证券研究院

合作客户大多为知名品牌, 公司产品质量得到认可。目前公司 OEM/ODM 加工业务的主要合作客户包括上海和黄白猫、联合利华、上海家化等, 皆为在国内洗涤用品行业享有一定知名度和市占率的优秀企业, 在正式签订合同前, 需要经历试制样品的环节, 合作的确认标志着驰名品牌对公司产品质量与生产水平的认可, 也为公司后续开拓 to C 市场打下基础。值得关注的是, 公司当前 OEM/ODM 客户中的联合利华、和黄白猫也是公司的表活客户, 体现了公司产业联动的优势, 相信公司市场优异的表活产品将继续有利于公司开拓下游洗护客户。

图52: 公司 OEM/ODM 业务流程图



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

基本假设：

(1) 油脂化工

2022 年因全球局势变动、印尼出口税收政策调整、下游需求疲软等因素影响，棕榈油、脂肪醇等大宗商品价格大幅波动，原材料价格急涨急跌情况下，公司高位原料库存波及 2023 年经营，营收与毛利率出现双重下滑。随着大宗原料价格回归正常波动、公司产能利用率持续提升，进一步控制库存头寸，公司油脂化工板块经营将实现恢复性增长。预计该板块 2024-2026 年营收分别为 73.22/79.64/85.23 亿元，毛利率分别为 7%、9%、9%。

且公司是为数不多拥有海外棕榈油原料生产基地的中国油脂化工企业，海外油化基地杜库达位于棕榈油主产国印度尼西亚，在棕榈油采购价格、便利性、在途时间、税收政策、运输费用、生产成本等方面具有明显优势，接下来公司在生产经营中将持续发挥该优势。

油脂化工是公司核心业务，2021-2023 年营收占比分别为 65%、66%、62%，油脂化工板块的经营恢复是公司整体业绩稳步增长的重要基石。

(2) 表面活性剂

截至 2023 年年底，公司已有表面活性剂产能 120 万吨/年，且当前仍有 22 万吨/年在建产能，公司 2023 年主要表面活性剂产品 (AES、LAS、AOS) 产销量国内排名行业第一，全年开工率 71.50%，随着在建产能释放、产能利用率提高、规模效应增强，我们看好公司表面活性剂业务继续成长，预计 2024-2026 年营收分别 42.25/47.60/56.80 亿元，营收增长分别为 24%、13%、19%，对应毛利率分别为 5%、6%、7%。

(3) 加工劳务

公司河南鹤壁 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。作为公司近年重点发展的成长型业务，2023 年在基数较低的情况下该板块营收实现同比增长 104%，扩展速度较快。

随着公司产能扩大、产能利用率爬坡推进，我们认为 2025-2026 年加工劳务板块将会迎来收入与盈利水平双增长，预计 2024-2026 年营收分别为 0.66/1.00/1.31 亿元，对应毛利率分别为 21%、22%、25%。当前该板块还在成长开拓阶段，看好 OEM/ODM 作为公司“第二成长”曲线为后续业绩增长注入新活力。

表9：公司业务拆分及预测

产品	项目	2023A	2024E	2025E	2026E
油脂化工	营业收入 (百万元)	5936	7322	7964	8973
	同比	-19.4%	23.3%	8.8%	12.7%
	毛利率	6%	7%	9%	9%
表面活性剂	营业收入 (百万元)	3398	4225	4760	5680
	同比	-3.3%	24.3%	12.7%	19.3%
	毛利率	5%	5%	6%	7%
加工劳务	营业收入 (百万元)	100	66	100	131
	同比	103.6%	-34.0%	51.7%	30.4%
	毛利率	20%	21%	22%	25%
其他业务	营业收入 (百万元)	177	195	214	235
	同比	-43.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	10%	10%	11%	12%
合计	营业收入 (百万元)	9612	11613	12824	14783
	同比	-14.5%	20.8%	10.4%	15.3%
	毛利率	6%	7%	8%	8%

资料来源：iFind，民生证券研究院预测

6.2 估值分析

根据相对估值法的特点，由于市场未有与公司业务结构完全相似的公司，尤其是油化板块，非上市企业居多，因此，我们选取了几家与公司分部业务关联度较大的上市公司作为可比标的。

1) 表面活性剂方面，选取了国内较大的生产商皇马科技、晨化股份与天赐材料：截至 2023 年底，皇马科技具备年产近 30 万吨特种表面活性剂生产能力，是目前国内生产规模较大、品种较全、科技含量较高的特种表面活性剂企业；根据 2023 年年报，晨化股份共有 8.96 吨表面活性剂产能，天赐材料共有 19.64 万吨日化材料及特种化学品产能。三家公司对应公司的表面活性剂业务，具有参考性。

2) OEM/ODM 业务方面，由于公司当前以生产品牌方委托的洗护产品为主，我们选取了以个人护理、美容护肤为主业的上海家化作为可比公司，2023 年两项业务收入之和占比接近 70%。

以上可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 33/20/16 倍，赞宇科技 2024-2026 年预测 PE 分别为 22/13/10 倍。公司 PE 低于可比公司平均值，具备投资价值。

表10: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603181.SH	皇马科技	10.65	0.68	0.83	1.01	16	13	11
300610.SZ	晨化股份	9.66	0.44	0.51	0.56	22	19	17
002709.SZ	天赐材料	18.44	0.29	0.70	1.07	64	26	17
600315.SH	上海家化	16.09	0.56	0.71	0.84	29	23	19
	平均					33	20	16
002637.SZ	赞宇科技	9.86	0.45	0.73	0.95	22	13	10

资料来源: iFind, 民生证券研究院;

注: 可比公司数据采用 iFind 一致预期, 股价时间为 2025 年 1 月 16 日

6.3 投资建议

公司早期战略性布局海外油化生产基地, 降低原材料供应风险, 且在稳定发展表面活性剂主业的情况下, 向下游深化, 打造 OEM/ODM “第二成长” 曲线。我们看好公司的长期发展, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.12/3.45/4.48 亿元, 增长率分别为 141.8%、62.5%、29.6%, 对应 EPS 分别为 0.45/0.73/0.95 元, 现价 (2025 年 1 月 16 日) 对应 PE 分别为 22/13/10。首次覆盖, 给予 “推荐” 评级。

7 风险提示

1) 原材料价格波动风险。公司日用化工、油脂化工产品销售及洗护用品 OEM/ODM 加工服务收入接近公司营业收入总额的 97%，所需原材料主要为棕榈油、棕榈仁油、脂肪醇、烷基苯、烯烃等，从材料采购到产品交付有一定的生产加工周期，因此公司保持较高的存货资金占用水平。原材料价格发生波动时，产品生产成本随之发生变动，也会对公司的经营业绩带来影响。

2) 市场竞争及毛利率下降风险。日用化工及油脂化工行业处于成熟发展阶段，整体产能过剩、开工不足及市场价格恶性竞争，导致表面活性剂及油脂化学品仍存在毛利率下降风险。

3) 汇率波动损失风险。公司大宗原料主要从境外采购，部分产品出口销售，主要以美元作为结算货币；公司子公司杜库达位于印度尼西亚雅加达，主要结算及记账本位币为印尼盾。贸易单边主义抬头及全球关税，为人民币汇率未来走势带来了较大的不确定性，加大了汇率波动幅度，相应增加了公司汇兑损失的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,612	11,613	12,824	14,783
营业成本	9,018	10,847	11,810	13,580
营业税金及附加	35	37	41	48
销售费用	55	70	77	89
管理费用	219	223	231	251
研发费用	95	116	128	148
EBIT	232	339	574	717
财务费用	108	89	100	103
资产减值损失	-10	0	0	0
投资收益	-10	-7	-6	-7
营业利润	114	248	472	612
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	116	248	472	612
所得税	71	54	109	141
净利润	46	193	364	471
归属于母公司净利润	88	212	345	448
EBITDA	512	635	926	1,114

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	703	951	1,477	1,627
应收账款及票据	402	471	536	625
预付款项	180	252	274	315
存货	1,380	1,557	1,695	1,949
其他流动资产	918	1,121	1,204	1,338
流动资产合计	3,582	4,351	5,186	5,854
长期股权投资	255	248	242	234
固定资产	2,674	2,939	3,166	3,126
无形资产	503	502	502	501
非流动资产合计	4,275	4,249	4,191	4,141
资产合计	7,857	8,600	9,377	9,996
短期借款	1,356	1,976	2,376	2,476
应付账款及票据	572	866	943	1,084
其他流动负债	1,108	1,028	1,076	1,165
流动负债合计	3,035	3,869	4,395	4,725
长期借款	894	699	699	699
其他长期负债	167	172	172	171
非流动负债合计	1,061	871	871	870
负债合计	4,097	4,740	5,265	5,595
股本	470	470	470	470
少数股东权益	61	42	60	83
股东权益合计	3,760	3,860	4,111	4,401
负债和股东权益合计	7,857	8,600	9,377	9,996

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-14.45	20.82	10.43	15.28
EBIT 增长率	157.87	46.08	69.33	24.90
净利润增长率	225.62	141.80	62.54	29.63
盈利能力 (%)				
毛利率	6.18	6.60	7.90	8.13
净利润率	0.91	1.83	2.69	3.03
总资产收益率 ROA	1.12	2.47	3.68	4.48
净资产收益率 ROE	2.38	5.57	8.52	10.37
偿债能力				
流动比率	1.18	1.12	1.18	1.24
速动比率	0.57	0.57	0.66	0.69
现金比率	0.23	0.25	0.34	0.34
资产负债率 (%)	52.14	55.12	56.15	55.97
经营效率				
应收账款周转天数	15.25	15.58	15.58	15.58
存货周转天数	55.87	52.38	52.38	52.38
总资产周转率	1.24	1.41	1.43	1.53
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.45	0.73	0.95
每股净资产	7.86	8.12	8.61	9.18
每股经营现金流	1.15	0.66	1.37	1.50
每股股利	0.10	0.24	0.39	0.50
估值分析				
PE	52	22	13	10
PB	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	12.89	10.40	7.13	5.92
股息收益率 (%)	1.02	2.43	3.95	5.12

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	46	193	364	471
折旧和摊销	280	296	352	398
营运资金变动	121	-306	-195	-294
经营活动现金流	543	312	645	704
资本开支	-547	-268	-284	-338
投资	46	0	0	0
投资活动现金流	-437	-266	-284	-338
股权募资	0	-62	0	0
债务募资	269	399	400	100
筹资活动现金流	140	202	165	-215
现金净流量	263	248	526	150

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司主营业务示意图.....	4
图 3: 截至 2024 年 9 月 30 日, 公司股权结构.....	5
图 4: 2013-2024Q1-3 营业收入 (百万元) 及增速.....	6
图 5: 2013-2024Q1-3 归母净利润 (百万元) 及增速.....	6
图 6: 2013-2024H1 各产品毛利率.....	6
图 7: 2013-2024H1 主要产品营业收入占比.....	6
图 8: 2018 年全球表面活性剂下游应用领域分布.....	9
图 9: 2020 年全球表面活性剂市场规模分类占比.....	9
图 10: 2018-2023 年中国表面活性剂产销量.....	9
图 11: 2019 年国内阴离子表面活性剂主要厂商市场份额占比.....	10
图 12: 2019 年国内非离子表面活性剂主要厂商市场份额占比.....	10
图 13: 2023 年公司日用化工板块主要产品营收占比.....	11
图 14: 2021 年中国阴离子表面活性剂产量结构分布.....	11
图 15: 洗涤用品产业链示意图.....	13
图 16: 2023 年公司油脂化工板块主要产品营收占比.....	14
图 17: 2023 年单甘酯主要下游应用.....	14
图 18: 2023 年硬脂酸主要下游应用.....	14
图 19: 2023 年单甘酯全国产能分布.....	15
图 20: 2023 年硬脂酸全国产能分布.....	15
图 21: 2023 年棕榈油全球产量分布.....	16
图 22: 2000-2023 年国内棕榈油消费及进口量.....	16
图 23: 2017.01-2024.05 单月国内棕榈油价格与马来西亚当地棕榈油价格及差价.....	16
图 24: 2017-2023 年杜库达及赞宇科技收入情况.....	17
图 25: 2017-2023 年杜库达及赞宇科技净利润情况.....	17
图 26: 2017Q1-2024Q1 棕榈油价格及公司经营情况复盘.....	19
图 27: 2010-2023 年印尼棕榈油收购面积及增速.....	21
图 28: 2016-2024.1-8 印尼棕榈油产量及增速.....	21
图 29: 2007-2024.9 厄尔尼诺指数.....	21
图 30: 2019-2024.8 印尼棕榈油产量 (万吨).....	21
图 31: 2019-2024.8 印尼棕榈油库存 (万吨).....	22
图 32: 2019-2024.8 印尼棕榈油出口量 (万吨).....	22
图 33: 印尼生物柴油推进行程.....	22
图 34: 2010-2025E 印尼生物柴油消费量 (万吨).....	22
图 35: 2018-2023 年马来西亚油棕树种植面积 (万公顷).....	23
图 36: 2023 年马来西亚油棕树树龄结构.....	23
图 37: 棕榈油不同树龄结构生产效率.....	23
图 38: 2018-2024E 马来棕榈油产量及增速.....	23
图 39: 2018-2024.9 马来西亚棕榈油果串单产 (吨/公顷).....	23
图 40: 2018-2024.10 马来棕榈油国内消费量 (万吨).....	24
图 41: 2018-2024.10 马来棕榈油产量 (万吨).....	24
图 42: 2018-2024.10 马来西亚油棕树出口量 (万吨).....	24
图 43: 2018-2024.10 马来西亚棕榈油库存 (万吨).....	24
图 44: 2021-2023 年 BPD PKS 资产负债情况.....	25
图 45: 2021-2023 年 BPD PKS 资金盈余情况.....	25
图 46: 2015-2019 年中国衣物清洗护理市场各产品零售额占比.....	26
图 47: 2015-2020 年中国洗涤用品行业规模.....	26
图 48: 2015-2019 年中国洗衣液市场渗透率变化情况.....	27
图 49: 2019 年不同国家洗衣液市场渗透率对比.....	27
图 50: 2020 年中国洗涤用品 TOP10 企业市占率.....	28
图 51: 2020 年中国洗涤用品行业 TOP10 品牌市占率.....	28
图 52: 公司 OEM/ODM 业务流程图.....	29

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 表面活性剂的分类	8
表 2: 2023 年公司日用化工板块主要产品情况	11
表 3: 截至 2023 年底公司各表面活性剂基地/子公司情况	11
表 4: 2023 年公司油脂化工板块主要产品情况	15
表 5: 2020Q4-2022Q4 印尼主要针对毛棕榈油的出口税收政策梳理	18
表 6: 中国洗涤用品行业发展趋势	27
表 7: 2023 年中国洗涤用品部分细分市场品牌排名	28
表 8: 公司 OEM/ODM 产能梳理	29
表 9: 公司业务拆分及预测	31
表 10: 可比公司 PE 数据对比	32
公司财务报表数据预测汇总	34

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048