

赞宇科技（002637.SZ）

优于大市

表活新产能稳步释放，棕榈油涨价释放业绩弹性

核心观点

公司是国内表面活性剂、油脂化工领先企业，OEM/ODM项目稳步推进。目前公司表面活性剂产能达120万吨/年（在建产能22万吨/年），油脂化学品产能达108万吨/年（在建产能21万吨/年），洗护用品OEM/ODM加工服务能力达到110万吨。目前公司在江苏镇江建有年产能10万吨液体洗涤剂OEM/ODM生产线，河南鹤壁年产能50万吨洗护用品OEM/ODM项目、四川眉山年产能50万吨洗护用品OEM/ODM项目已陆续投产。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。

主要原材料价格上涨带动公司利润同比增长。2025年4月21日晚，公司发布2024年年报及2025年一季报。根据公司公告，2024年度，公司实现营业收入107.92亿元，同比增长12.27%；实现归母净利润1.35亿元，同比增长53.99%。截止至2024年底，公司资产总额79.28亿元，较年初增长0.90%；负债总额41.22亿元，较年初增长0.61%；归属于上市公司股东的所有者权益37.65亿元，较年初增长1.77%；资产负债率为51.99%，较年初降低0.15pct。2025年一季度，公司实现收入34.29亿元，同比增长40.50%，实现归母净利润0.83亿元，同比增长61.69%。

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。OP0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OP0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。

公司回购方案稳步推进，彰显公司长期发展信心。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。本次回购股份的资金总额在1亿至2亿人民币之间。截至2025年4月8日，公司累计回购股份数量为204.95万股，占公司股份总数的0.44%，成交总金额为人民币1858.54万元（不含交易费用）。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。

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

投资建议：上调2025-2026年盈利预测，新增2027年盈利预测，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

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：张歆钰

021-60375408

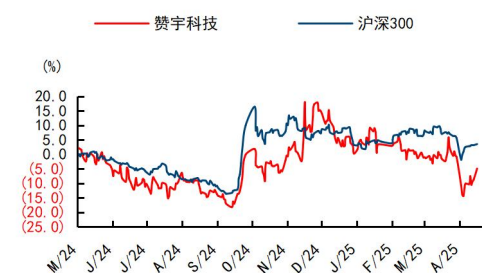
zhangxinyu4@guosen.com.cn

S0980524080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	9.01元
总市值/流通市值	4238/3989百万元
52周最高价/最低价	11.38/7.62元
近3个月日均成交额	60.43百万元

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）-持续推出回购方案，看好盈利能力上行》——2024-12-08

《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

过 100 万吨/年、表面活性剂超 120 万吨/年产能、OEM/ODM 达 110 万吨/年。考虑到棕榈油价格中枢同比提升，公司产品价格同步上行，产品盈利能力受益于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 2025-2027 年收入 152/173/189 亿元（前值为 141/171 亿元），同比增速 41%/14%/9%，归母净利润为 3.9/5.0/5.9 亿元（前值为 3.8/4.8 亿元），同比增速 187%/29%/18%；摊薄 EPS 为 0.83/1.07/1.26 元，当前股价对应 PE 为 10.9/8.5/7.2x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,612	10,792	15,217	17,328	18,874
(+/-%)	-14.5%	12.3%	41.01%	13.87%	8.93%
净利润(百万元)	88	135	389	501	591
(+/-%)	-225.8%	54.0%	187.2%	29.0%	17.9%
每股收益(元)	0.19	0.29	0.83	1.07	1.26
EBIT Margin	3.0%	4.0%	4.6%	4.8%	5.0%
净资产收益率 (ROE)	2.4%	3.6%	9.7%	11.7%	12.7%
市盈率 (PE)	48.2	31.3	10.9	8.5	7.2
EV/EBITDA	15.1	12.0	9.2	8.2	7.5
市净率 (PB)	1.15	1.13	1.06	0.99	0.91

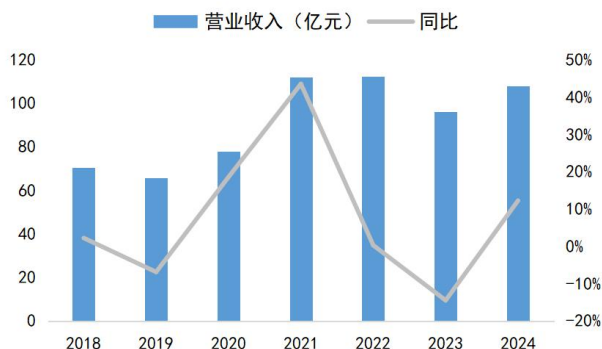
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司是国内表面活性剂、油脂化工领先企业，OEM/ODM 项目稳步推进。目前公司表面活性剂产能达 120 万吨/年（在建产能 22 万吨/年），油脂化学品产能达 108 万吨/年（在建产能 21 万吨/年），洗护用品 OEM/ODM 加工服务能力达到 110 万吨。目前公司在江苏镇江建有年产能 10 万吨液体洗涤剂 OEM/ODM 生产线，河南鹤壁年产能 50 万吨洗护用品 OEM/ODM 项目、四川眉山年产能 50 万吨洗护用品 OEM/ODM 项目已陆续投产。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。

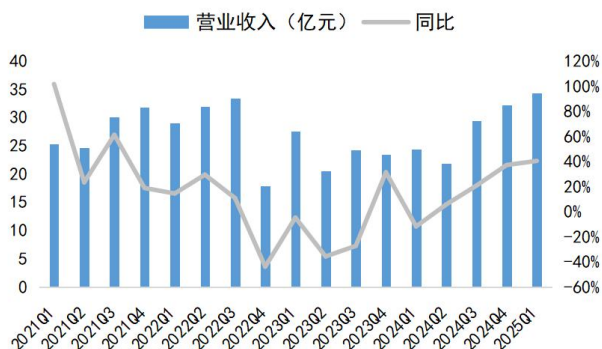
主要原材料价格上涨带动公司利润同比增长。2025 年 4 月 21 日晚，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。根据公司公告，2024 年度，公司实现营业收入 107.92 亿元，同比增长 12.27%；实现归母净利润 1.35 亿元，同比增长 53.99%。截止至 2024 年底，公司资产总额 79.28 亿元，较年初增长 0.90%；负债总额 41.22 亿元，较年初增长 0.61%；归属于上市公司股东的所有者权益 37.65 亿元，较年初增长 1.77%；资产负债率为 51.99%，较年初降低 0.15pct。2025 年一季度，公司实现收入 34.29 亿元，同比增长 40.50%，实现归母净利润 0.83 亿元，同比增长 61.69%。

图1：赞宇科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



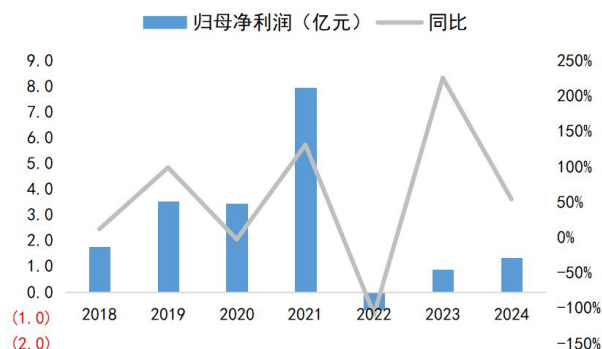
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：赞宇科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



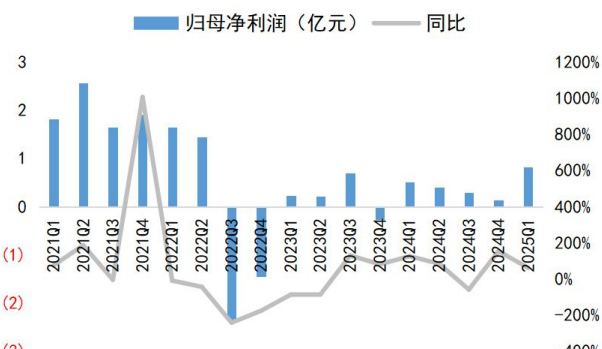
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：赞宇科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：赞宇科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

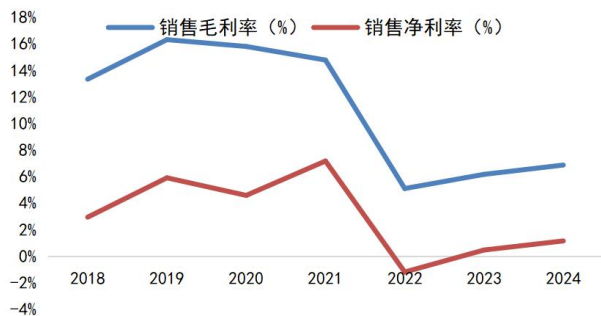


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分板块来看，2024 年，公司表面活性剂（含洗护用品）实现营收 45.01 亿元，同比增长 32.43%。实现销售毛利率 6.57%，同比增长 1.52pct。2024 年公司表面活性剂（含洗护用品加工）销量 80.9 万吨，同比增长 40.15%。公司表面活性剂营

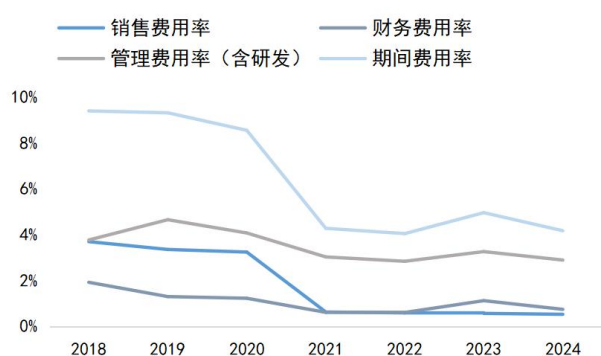
收、利润提升主要为公司洗护用品产能逐渐释放，产能利用率逐步提升摊薄单位成本所致。2024 年，公司油脂化学品实现营收 61.21 亿元，同比增长 3.1%。实现销售毛利率 6.69%，同比增长 0.21 pct。2024 年公司实现油脂化学品销量 80.59 万吨，较上年同期降低 5.28%。公司油脂化工品营收、利润提升主要为原材料棕榈油价格上涨带动产品价格上涨所致。

图5：赞宇科技毛利率、净利率变化情况



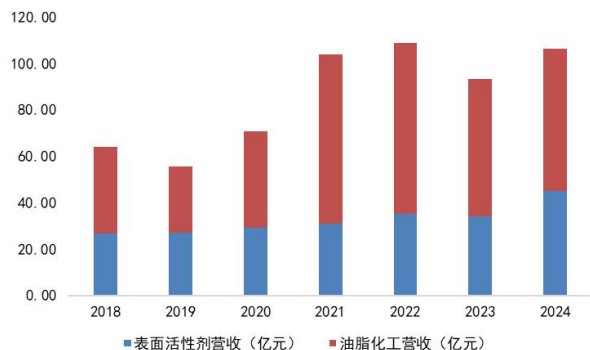
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：赞宇科技各项费用率变化情况



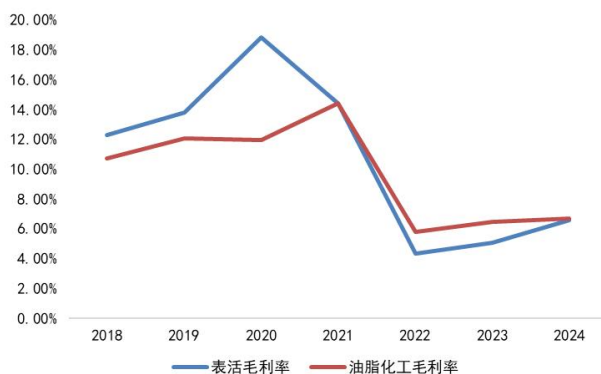
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：赞宇科技分板块营收结构（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

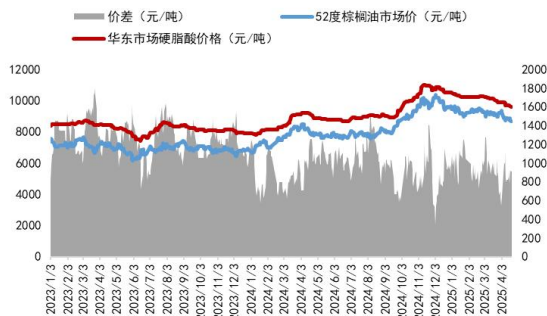
图8：赞宇科技分板块毛利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

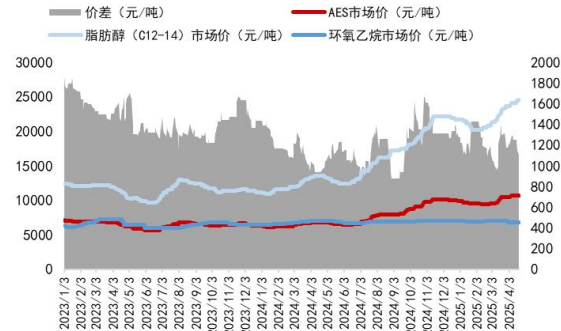
2024 年公司产品生产所需主要原材料棕榈油、脂肪醇等价格上涨，带动公司产品价格上涨，公司主营业务利润同比增加。根据卓创咨询，2023 年华东脂肪醇（C12-14）市场均价为 11543 元/吨，2024 年均价为 15480 元/吨，同比提升 34%；张家港 52° 棕榈油 2023 年均价为 6972 元/吨，2024 年均价为 8243 元/吨，同比提升 18%；2023 年阴离子表活 AES 均价为 6467 元/吨，2024 年均价为 7631 元/吨，同比提升 18%；2023 年硬脂酸均价为 8241 元/吨，2024 年均价为 9200 元/吨，同比提升 12%。

图9: 硬脂酸价格、价差（右轴）走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图10: AES 价格、价差（右轴）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 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。OP0 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 OP0 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。

公司回购方案稳步推进，彰显公司长期发展信心。2024 年 12 月 6 日，公司发布《股份回购报告书》，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。本次回购股份的资金总额在 1 亿至 2 亿人民币之间。截至 2025 年 4 月 8 日，公司累计回购股份数量为 204.95 万股，占公司股份总数的 0.44%，成交总金额为人民币 1858.54 万元（不含交易费用）。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。

投资建议：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。考虑到棕榈油价格中枢同比提升，公司产品价格同步上行，产品盈利能力受益于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 2025-2027 年收入 152/173/189 亿元（前值为 141/171 亿元），同比增速 41%/14%/9%，归母净利润为 3.9/5.0/5.9 亿元（前值为 3.8/4.8 亿元），同比增速 187%/29%/18%；摊薄 EPS 为 0.83/1.07/1.26 元，当前股价对应 PE 为 10.9/8.5/7.2x，维持“优于大市”评级。

表1: 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
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024E
002637.SZ	赞宇科技	优于大市	9.01	0.29	0.83	1.07	34.2	10.9	8.5	1.1
603181.SH	皇马科技	无评级	11.92	0.68	0.84	0.97	17.1	14.3	12.2	2.2

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测，数据截至 2025 年 4 月 21 日，可比公司数据来自 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	703	335	500	500	500	营业收入	9612	10792	15217	17328	18874
应收款项	938	896	1392	1571	1668	营业成本	9018	10049	14057	15974	17361
存货净额	1380	1569	1812	2060	2238	营业税金及附加	35	38	53	61	66
其他流动资产	561	838	1181	1345	1465	销售费用	55	57	84	95	104
流动资产合计	3582	3639	4886	5477	5872	管理费用	219	216	325	367	398
固定资产	3232	3241	3484	3695	3872	财务费用	108	81	104	116	120
无形资产及其他	503	505	485	465	445	投资收益	(10)	(37)	(38)	(16)	(10)
投资性房地产	285	328	328	328	328	资产减值及公允价值变动	(10)	(13)	(20)	(15)	(10)
长期股权投资	255	214	224	234	244	其他收入	(42)	(94)	0	0	0
资产总计	7857	7928	9408	10199	10761	营业利润	114	206	537	684	806
短期借款及交易性金融负债	1820	1718	2643	2838	2829	营业外净收支	2	(2)	(2)	(2)	(2)
应付款项	572	778	1089	1238	1345	利润总额	116	205	534	682	803
其他流动负债	643	738	1036	1177	1279	所得税费用	71	80	126	170	201
流动负债合计	3035	3234	4769	5253	5454	少数股东损益	(42)	(10)	20	10	12
长期借款及应付债券	894	693	393	393	393	归属于母公司净利润	88	135	389	501	591
其他长期负债	167	194	194	194	194						
长期负债合计	1061	888	588	588	588	现金流量表（百万元）					
负债合计	4097	4122	5356	5841	6041	净利润	88	135	389	501	591
少数股东权益	61	42	54	60	67	资产减值准备	(147)	49	7	3	3
股东权益	3700	3765	3998	4299	4653	折旧摊销	266	264	348	392	430
负债和股东权益总计	7857	7928	9408	10199	10761	公允价值变动损失	10	13	20	15	10
						财务费用	108	81	104	116	120
关键财务与估值指标						营运资本变动	210	(91)	(464)	(298)	(183)
每股收益	0.19	0.29	0.83	1.07	1.26	其它	185	(47)	5	3	4
每股红利	0.35	0.34	0.33	0.43	0.50	经营活动现金流	611	324	305	616	854
每股净资产	7.86	8.00	8.51	9.15	9.90	资本开支	0	(297)	(600)	(600)	(600)
ROIC	2%	4%	9%	9%	10%	其它投资现金流	(0)	(0)	(0)	(0)	0
ROE	2%	4%	10%	12%	13%	投资活动现金流	28	(256)	(610)	(610)	(610)
毛利率	6%	7%	8%	8%	8%	权益性融资	17	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	4%	5%	5%	5%	负债净变化	(190)	(201)	(300)	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(166)	(158)	(155)	(200)	(236)
收入增长	-14%	12%	41%	14%	9%	其它融资现金流	165	282	925	194	(9)
净利润增长率	-226%	54%	187%	29%	18%	融资活动现金流	(530)	(436)	469	(6)	(245)
资产负债率	53%	53%	58%	58%	57%	现金净变动	109	(368)	165	0	0
息率	3.9%	3.7%	3.7%	4.7%	5.6%	货币资金的期初余额	594	703	335	500	500
P/E	48.2	31.3	10.9	8.5	7.2	货币资金的期末余额	703	335	500	500	500
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9	企业自由现金流	0	140	(181)	117	356
EV/EBITDA	15.1	12.0	9.2	8.2	7.5	权益自由现金流	0	222	364	224	257

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