

基础化工

2025 年 04 月 27 日

赞宇科技 (002637)

——棕榈油等原料价格上行支撑产品价格及盈利，业绩符合预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2025 年 04 月 25 日

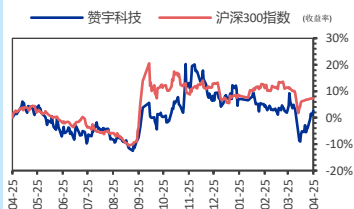
收盘价（元）	9.33
一年内最高/最低（元）	11.38/7.62
市净率	1.2
股息率%（分红/股价）	1.07
流通 A 股市值（百万元）	4,131
上证指数/深证成指	3,295.06/9,917.06

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	8.05
资产负债率%	54.79
总股本/流通 A 股（百万）	470/443
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

赵文琪 A0230523060003
zhaowq@swsresearch.com
马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

联系人

赵文琪
(8621)23297818x
zhaowq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**2024 年实现收入 107.9 亿元 (YoY+12.3%)，实现归母净利润 1.35 亿元 (YoY+54%)，实现扣非归母净利润 1.13 亿元 (YoY+207%)，其中 24Q4 实现收入 32.3 亿元 (YoY+37.2%，QoQ+9.8%)，实现归母净利润 1470 万元 (YoY+154%，QoQ-50%)，实现扣非归母净利润 2195 万元 (YoY+132%，QoQ-14%)。Q4 主要由于合营企业投资损失以及应收账款坏账损失计提等费用影响，盈利环比明显下滑。2025 年一季度实现收入 34.3 亿元 (YoY+40.5%，QoQ+6.25%)，实现归母净利润 8272 万元 (YoY+61.7%，QoQ+463%)，实现扣非归母净利润 7418 万元 (YoY+149%，QoQ+238%)，业绩符合预期。
- **2024 年日化业务销量提升，油化板块受益于棕榈油价格提升，产品价格及盈利有所增长。**日化业务受益于市场拓展及 OEM 业务上量，销量明显提升，2024 年公司实现表面活性剂（含洗护用品）营业收入 45.01 亿元，同比增长 32.43%，销量同比增长 40.15%至 80.9 万吨，毛利率同比增长 1.52pct 至 6.57%，其中 OEM 业务鹤壁基地产能利用率持续提升；2024 年公司油脂化学品营业收入 61.21 亿元，同比增长 3.1%，销量同比下滑 5.3%至 80.6 万吨，其中印尼杜库达工厂收入 38.51 亿元，贡献盈利约 1.12 亿元，油化板块受益于棕榈油价格提升以及印尼税收政策，毛利率同比微增 0.21pct 至 6.69%。依据百川数据，2024 年棕榈油、棕榈仁油价格从年初 7079 元/吨、7425 元/吨提升至年底 10022 元/吨、15700 元/吨，原料价格提升带动产品价格也逐步增长，2024 年整体毛利率同比提升 0.7pct 至 6.88%，带动净利润率同比提升 0.69pct 至 1.16%。
- **24Q1 原料价格高位震荡，公司盈利能力维持，销量持续提升，收入创历史新高。**依据百川数据，棕榈油、棕榈仁油均价 24Q2-25Q1 连续上行，24Q4 两种产品均价分别环比提升 21%、23%，25Q1 分别提升 0.7%、9%，因此 25Q1 公司产品均价维持高位震荡。销量方面，印尼基地持续满产满销，受益于本地税收优势以及关税优势，表活方面 OEM 贡献增量，使得 25Q1 收入创季度新高。此外 OEM 业务逐步减亏，河南基地盈利基本回正，四川基地开工率相对较低，全年估计仍有亏损。25Q1 毛利率环比提升 0.58pct 至 7%，费用端由于 24Q4 投资损失及应收账款坏账计提影响，净利润率环比提升 1.64pct 至 2.09%。
- **OEM 业务增长明显，逐步平滑表面活性剂和油化产品受原料影响的盈利波动。**洗护用品 OEM/ODM 加工业务是公司依托表面活性剂的原料优势，打造高起点、高标准、智能化的日化生态产业园，为客户提供绿色日化洗护产品“配方定制、包装设计和生产加工”的一体化、全方位 OEM 和 ODM 加工服务。目前公司 OEM/ODM 生产线，在江苏镇江建有年产能 10 万吨、河南鹤壁年产能 50 万吨、四川眉山年产能 50 万吨已陆续投产。**杜库达基地仍有扩产规划，布局上游脂肪醇，预计下半年贡献增量。**依据公司在建工程，杜库达改扩建项目 2024 年增加在建工程 1.07 亿元，工程进度约 45%，预计下半年逐步贡献增量。
- **盈利预测与估值：**由于棕榈油及棕榈仁油价格上行，我们预计后续维持中高位震荡，因此相应上调 25-26 年产品均价及营收，但毛利维持不变，因此维持 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计三年归母净利润分别约 3.49、4.23、4.71 亿元，对应 PE 约 13、10、9 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**棕榈油价格大幅波动影响盈利；OEM 业务拓展不及预期；印尼新产能消化不及预期

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	10,792	3,429	12,710	13,625	14,903
同比增长率（%）	12.3	40.5	17.8	7.2	9.4
归母净利润（百万元）	135	83	349	423	471
同比增长率（%）	54.0	61.7	157.9	21.2	11.3
每股收益（元/股）	0.29	0.18	0.74	0.90	1.00
毛利率（%）	6.9	7.0	7.2	7.5	7.5
ROE（%）	.	.	.	.	.
市盈率	32		13	10	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,612	10,792	12,710	13,625	14,903
其中: 营业收入	9,612	10,792	12,710	13,625	14,903
减: 营业成本	9,018	10,049	11,795	12,602	13,781
减: 税金及附加	35	38	45	48	52
主营业务利润	559	705	870	975	1,070
减: 销售费用	55	57	61	63	67
减: 管理费用	219	216	229	232	253
减: 研发费用	95	97	114	123	134
减: 财务费用	108	81	84	71	57
经营性利润	82	254	382	486	559
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	4	-44	-20	-13	-12
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-10	-11	0	0	0
加: 投资收益及其他	38	9	44	44	40
营业利润	114	206	406	517	586
加: 营业外净收入	2	-2	0	0	0
利润总额	116	205	406	517	586
减: 所得税	71	80	95	125	142
净利润	46	125	310	393	444
少数股东损益	-42	-10	-39	-30	-26
归属于母公司所有者的净利润	88	135	349	423	471

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。