

赞宇科技（002637.SZ）

优于大市

上半年收入同比增长，静待杜库达扩建项目逐步达产

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年产能突破120万吨，油脂化学品年产能突破100万吨，洗护用品OEM/ODM加工服务能力达到110万吨。公司在江苏镇江、河南鹤壁、四川眉山等地建立了大型综合日化园区，其中河南鹤壁与四川眉山合计100万吨的洗护用品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，为客户提供“配方定制、包装设计和生产加工”的一站式供应链服务，在有效降低成本的同时，进一步提升公司表面活性剂的市场份额。

主要产品产销量及价格增长，带动公司收入同比提升。2025年8月，公司发布2025年半年度报告。根据公司公告，2025年上半年，公司实现营业收入65.53亿元，同比增长41.71%；实现归母净利润0.97亿元，同比增长6.35%；实现扣非后归母净利润0.83亿元，同比增长25.79%。收入的快速增长主要为上半年销量增长、单价受原料价格上涨而增长。分业务看，日用化工（含表面活性剂、洗护用品）实现收入29.87亿元，同比增长56.14%，毛利率为5.31%，同比提升0.46pct；油脂化学品实现收入34.21亿元，同比增长30.36%，毛利率为7.15%，同比下降0.70pct。

印尼杜库达新增产能有序释放，棕榈油价格中枢同比提升，OEM/ODM业务减亏，共同带动公司盈利向上。公司盈利核心在印尼子公司杜库达，其受益于印尼棕榈油出口关税政策，具备显著的成本优势。2025年上半年，杜库达实现净利润1.02亿元，同比增加48%，主要由于棕榈油价格同比上涨带动税金增长，以及杜库达产品销量同比增长。杜库达改扩建项目正顺利推进，2025年下半年起逐步释放，推动公司盈利能力和规模再上新台阶。同时，公司OEM/ODM业务正处在产能爬坡和减亏的关键阶段，随着河南赞宇与眉山赞宇开工率提升，OEM/ODM业务有望从利润拖累项转为增长点。

公司回购方案稳步推进，彰显公司长期发展信心。2024年11月19日，公司召开第六届董事会第十八次会议，审议通过了《关于回购股份的方案》，拟使用自有资金或银行专项贷款以集中竞价交易方式回购公司股份，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8月31日，公司累计回购股份数量为358.25万股，占公司股份总数的0.76%，成交总金额为人民币3475.36万元（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：下调盈利预测，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。考虑到公司上半年所得税费用较高，且公司存在武汉新天达美资产减值预期，我们谨慎下调盈利预测，预计公司2025-2027年收入149/173/188亿元

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	11.86元
总市值/流通市值	5579/5251百万元
52周最高价/最低价	12.48/7.62元
近3个月日均成交额	109.74百万元

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）-表活新产能稳步释放，棕榈油涨价释放业绩弹性》——2025-04-22

《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

（前值为 152/173/189 亿元），同比增速 39%/16%/8%，归母净利润为 3.0/4.1/5.1 亿元（前值为 3.9/5.0/5.9 亿元），同比增速 119%/37%/24%；摊薄 EPS 为 0.63/0.87/1.08 元，当前股价对应 PE 为 19.1/13.9/11.2X，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	14,948	17,372	18,840
(+/-%)	-14.5%	12.3%	38.52%	16.22%	8.45%
净利润(百万元)	88	135	297	407	506
(+/-%)	-225.8%	54.0%	119.1%	37.3%	24.2%
每股收益(元)	0.19	0.29	0.63	0.87	1.08
EBIT Margin	3.0%	4.0%	4.2%	4.3%	4.6%
净资产收益率(ROE)	2.4%	3.6%	7.5%	9.7%	11.3%
市盈率(PE)	64.3	41.8	19.1	13.9	11.2
EV/EBITDA	17.7	14.1	11.3	10.1	9.1
市净率(PB)	1.53	1.50	1.43	1.35	1.26

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年产能突破 120 万吨，油脂化学品年产能突破 100 万吨，洗护用品 OEM/ODM 加工服务能力达到 110 万吨。公司在江苏镇江、河南鹤壁、四川眉山等地建立了大型综合日化园区，其中河南鹤壁与四川眉山合计 100 万吨的洗护用品 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，为客户提供“配方定制、包装设计和生产加工”的一站式供应链服务，在有效降低成本的同时，进一步提升公司表面活性剂的市场份额。

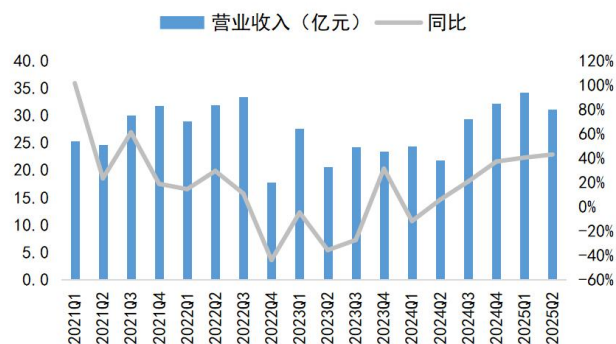
主要产品产销量及价格增长，带动公司收入同比提升。2025 年 8 月，公司发布 2025 年半年度报告。根据公司公告，2025 年上半年，公司实现营业收入 65.53 亿元，同比增长 41.71%；实现归母净利润 0.97 亿元，同比增长 6.35%；实现扣非后归母净利润 0.83 亿元，同比增长 25.79%。其中 2025 年二季度实现收入 31.23 亿元，同比提升 43.07%；实现归母净利润 0.14 亿元，同比下滑 64.01%。上半年收入的快速增长主要为上半年销量增长、单价受原料价格上涨而增长，二季度利润同比下滑主要受资产减值等影响。分业务看，日用化工（含表面活性剂、洗护用品）实现收入 29.87 亿元，同比增长 56.14%，毛利率为 5.31%，同比提升 0.46pct；油脂化学品实现收入 34.21 亿元，同比增长 30.36%，毛利率为 7.15%，同比下降 0.70pct。

图1：赞宇科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



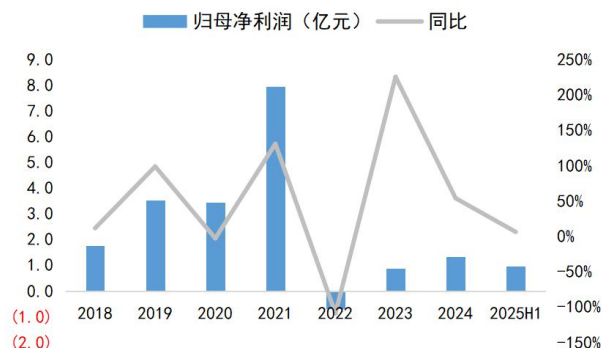
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：赞宇科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



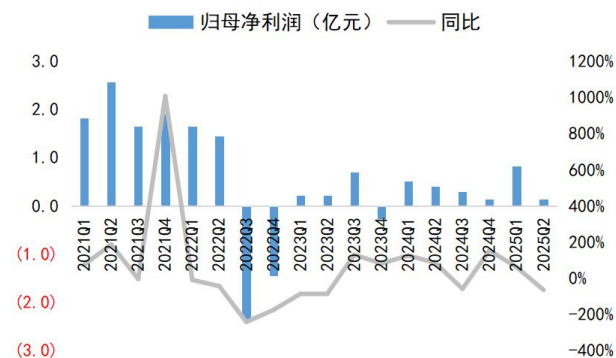
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：赞宇科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



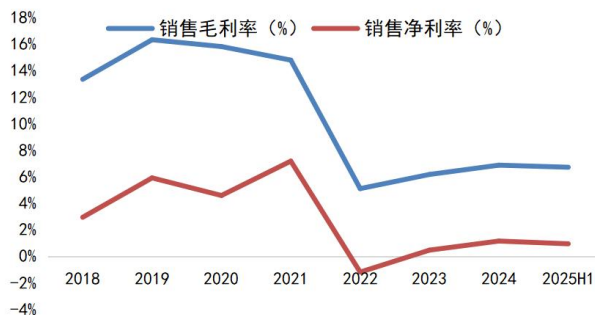
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：赞宇科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



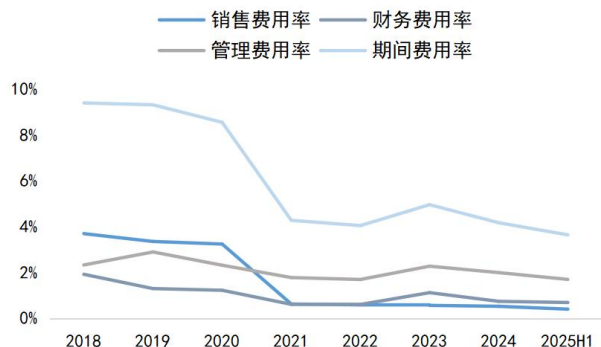
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

印尼杜库达新增产能有序释放, 棕榈油价格中枢同比提升, OEM/ODM 业务减亏, 共同带动公司盈利向上。公司盈利核心在印尼子公司杜库达, 其受益于印尼棕榈油出口关税政策, 具备显著的成本优势。2025 年上半年, 杜库达实现净利润 1.02 亿元, 同比增加 48%, 主要由于棕榈油价格同比上涨带动税金增长, 以及杜库达产品销量同比增长。杜库达改扩建项目正顺利推进, 2025 年下半年起逐步释放, 推动公司盈利能力和规模再上新台阶。同时, 公司 OEM/ODM 业务正处在产能爬坡和减亏的关键阶段, 随着河南赞宇与眉山赞宇开工率提升, OEM/ODM 业务有望从利润拖累项转为增长点。

棕榈油价格方面, 2025 年上半年我国棕榈油均价为 8561 元/吨, 同比 2024 年上半年增长 964 元/吨, 增幅达 12.69%。根据印尼棕榈油出口税金计算, 2025 年上半年出口税金约为 332 美元/吨, 同比增加 50 美元/吨, 税金的增长将带动公司盈利水平的提升。

此外, 表活及油化产品方面, 根据卓创咨询, 2024 年上半年阴离子表活 AES 均价为 6481 元/吨, 2025 年上半年均价为 9924 元/吨, 同比提升 53%; 产品价差由 1134 元/吨提升至 1183 元/吨。2024 年上半年硬脂酸均价为 8623 元/吨, 2025 年上半年均价为 9675 元/吨, 同比提升 12%; 产品价差由 949 元/吨下滑至 832 元/吨。

图7: 棕榈油价格走势 (元/吨)



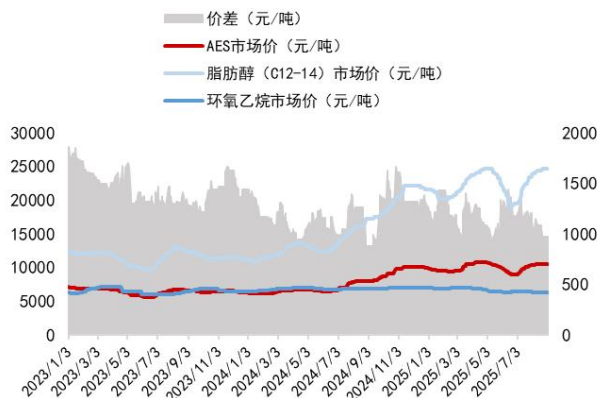
资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图8: 印尼棕榈油出口税金

价格区间 (美金)	CPO Duty (美金)	Levy税率
<=680	0	7.50%
680-730	3	7.50%
730-780	18	7.50%
780-830	33	7.50%
830-880	52	7.50%
880-930	74	7.50%
930-980	124	7.50%
980-1030	148	7.50%
1030-1080	178	7.50%
1080-1130	201	7.50%
1130-1180	220	7.50%
1180-1230	240	7.50%
1230-1280	250	7.50%
1280-1330	260	7.50%
1330-1380	270	7.50%
1380-1430	280	7.50%
>1430	288	7.50%

资料来源: 印尼财政部、国信证券经济研究所整理

图9: AES 价格价差走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图10: 硬脂酸价格价差走势 (元/吨)



资料来源: 印尼财政部、国信证券经济研究所整理

公司回购方案稳步推进, 彰显公司长期发展信心。2024 年 11 月 19 日, 公司召开第六届董事会第十八次会议, 审议通过了《关于回购股份的方案》, 拟使用自有资金或银行专项贷款以集中竞价交易方式回购公司股份, 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 8 月 31 日, 公司累计回购股份数量为 358.25 万股, 占公司股份总数的 0.76%, 成交总金额为人民币 3475.36 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: 下调盈利预测, 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。考虑到公司上半年所得税费用较高, 且公司存在武汉新天达美资产减值预期, 我们谨慎下调盈利预测, 预计公司 2025-2027 年收入 149/173/188 亿元 (前值为 152/173/189 亿元), 同比增速 39%/16%/8%, 归母净利润为 3.0/4.1/5.1 亿元 (前值为 3.9/5.0/5.9 亿元), 同比增速 119%/37%/24%; 摊薄 EPS 为 0.63/0.87/1.08 元, 当前股价对应 PE 为 19.1/13.9/11.2X, 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	11.86	0.29	0.63	0.87	34.2	19.1	13.9	1.5
603181.SH	皇马科技	无评级	16.27	0.68	0.84	0.98	17.1	19.5	16.6	3.0

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测, 数据截至 2025 年 9 月 2 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	14948	17372	18840
应收款项	938	896	1367	1575	1665	营业成本	9018	10049	13874	16098	17403
存货净额	1380	1569	1788	2076	2243	营业税金及附加	35	38	52	61	66
其他流动资产	561	838	1160	1349	1463	销售费用	55	57	82	96	104
流动资产合计	3582	3639	4816	5501	5872	管理费用	219	216	319	368	397
固定资产	3232	3241	3455	3645	3818	财务费用	108	81	103	117	123
无形资产及其他	503	505	485	465	445	投资收益	(10)	(37)	(25)	(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)	(50)	(35)	(15)
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	9309	10174	10707	营业利润	114	206	442	582	723
短期借款及交易性金融负债	1820	1718	2628	2905	2931	营业外净收支	2	(2)	(2)	(2)	(2)
应付款项	572	778	1075	1248	1348	利润总额	116	205	440	580	720
其他流动负债	643	738	1022	1186	1282	所得税费用	71	80	123	162	202
流动负债合计	3035	3234	4725	5340	5561	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	297	407	506
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	5312	5927	6149	净利润	88	135	297	407	506
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	3943	4187	4491	折旧摊销	266	264	348	392	430
负债和股东权益总计	7857	7928	9309	10174	10707	公允价值变动损失	10	13	50	35	15
						财务费用	108	81	103	117	123
关键财务与估值指标						营运资本变动	210	(91)	(423)	(344)	(172)
每股收益	0.19	0.29	0.63	0.87	1.08	其它	185	(47)	5	3	5
每股红利	0.35	0.34	0.25	0.35	0.43	经营活动现金流	611	324	284	496	786
每股净资产	7.86	8.00	8.39	8.91	9.55	资本开支	0	(297)	(600)	(600)	(600)
ROIC	2%	4%	7%	8%	9%	其它投资现金流	(0)	(0)	(0)	(0)	0
ROE	2%	4%	8%	10%	11%	投资活动现金流	28	(256)	(610)	(610)	(610)
毛利率	6%	7%	7%	7%	8%	权益性融资	17	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	4%	4%	4%	5%	负债净变化	(190)	(201)	(300)	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	6%	7%	7%	支付股利、利息	(166)	(158)	(119)	(163)	(202)
收入增长	-14%	12%	39%	16%	8%	其它融资现金流	165	282	910	277	26
净利润增长率	-226%	54%	119%	37%	24%	融资活动现金流	(530)	(436)	491	114	(177)
资产负债率	53%	53%	58%	59%	58%	现金净变动	109	(368)	165	0	0
息率	2.9%	2.8%	2.1%	2.9%	3.6%	货币资金的期初余额	594	703	335	500	500
P/E	64.3	41.8	19.1	13.9	11.2	货币资金的期末余额	703	335	500	500	500
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3	企业自由现金流	0	140	(228)	(12)	285
EV/EBITDA	17.7	14.1	11.3	10.1	9.1	权益自由现金流	0	222	307	180	222

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

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