

赞宇科技（002637.SZ）

优于大市

levy 税率上调至 12.5%，杜库达改扩建项目持续爬坡

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002
 证券分析师： 张歆钰 021-60375408 zhangxinyu4@guosen.com.cn 执证编码：S0980524080004

事项：

事件：2026 年 1 月 15 日据生意社报导，印尼国家种植园基金机构负责人埃迪·阿卜杜拉赫曼表示，从 2026 年 3 月 1 日起，印尼将把毛棕榈油出口 levy 税率从 10% 提高到 12.5%。精炼产品的税率也将提高 2.5 个百分点。

国信化工观点：1) 印尼毛棕榈油出口税率提升，将增厚公司印尼杜库达单吨盈利水平；2) 印尼杜库达新增产能有序释放，叠加税金增加有望实现量价齐升；3) 表面活性剂、代加工业务产能利用率持续提升，推动盈利上行；4) 静待 OPO 结构脂产能爬坡。

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。维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入 149/173/188 亿元，同比增速 39%/16%/8%，归母净利润为 3.0/4.1/5.1 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 19.6/14.2/11.4X，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 印尼毛棕榈油出口税率提升，将增厚公司印尼杜库达单吨盈利水平

2026 年 1 月 15 日据生意社报导，印尼国家种植园基金机构负责人埃迪·阿卜杜拉赫曼表示，从 2026 年 3 月 1 日起，印尼将把毛棕榈油出口 levy 税率从 10% 提高到 12.5%。精炼产品的税率也将提高 2.5 个百分点。直接进口印尼棕榈油需要缴纳 duty 与 levy 税金，棕榈油价格越高则缴纳税金金额越高；进口以棕榈油为原料制备的如硬脂酸等油化产品则关税为零。公司在印尼雅加达拥有杜库达印尼有限公司，主要生产销售硬脂酸、氢化油等油脂化工产品，产品与原料棕榈油相比可与产业链上下游共享丰厚的税金优惠。本次 levy 税率的提升在同等棕榈油价的前提下将提升税金绝对值，进而提升杜库达公司的盈利水平。

表1：印尼棕榈油出口税金

价格区间（美金）	CPO Duty（美金）	Levy 税率	2026 年 3 月 1 日起 Levy 税率
≤680	0	10.00%	12.50%
680-730	3	10.00%	12.50%
730-780	18	10.00%	12.50%
780-830	33	10.00%	12.50%
830-880	52	10.00%	12.50%
880-930	74	10.00%	12.50%
930-980	124	10.00%	12.50%
980-1030	148	10.00%	12.50%
1030-1080	178	10.00%	12.50%
1080-1130	201	10.00%	12.50%
1130-1180	220	10.00%	12.50%
1180-1230	240	10.00%	12.50%
1230-1280	250	10.00%	12.50%
1280-1330	260	10.00%	12.50%
1330-1380	270	10.00%	12.50%

1380-1430	280	10.00%	12.50%
>1430	288	10.00%	12.50%

资料来源：印尼财政部、光大期货、国信证券经济研究所整理

◆ 印尼杜库达新增产能有序释放，叠加税金增加有望实现量价齐升

2025 年上半年杜库达实现净利润 1.02 亿元，约占公司营业利润的 71%。2025 年上半年杜库达盈利同比增加 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。此外杜库达改扩建项目正顺利推进，2025 年下半年起逐步释放，叠加本次税率提升，未来有望实现量价齐升，推动公司盈利能力和规模再上新台阶。

图1：棕榈油价格走势（元/吨）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

◆ 表面活性剂、代加工业务产能利用率持续提升，盈利能力逐步修复

公司当前拥有表面活性剂超 120 万吨、OEM/ODM 代加工 110 万吨产能，随着代加工业务开工率达到 40-50%，则行业平均毛利率水平将达 20%。公司当前已签约白猫、联合利华等国内外大客户，产能开工率实现逐步提升。若今年公司开工率提升至 40%以上，则代加工将由亏转盈，带动公司在表活、代加工业务板块盈利修复。

◆ 静待 OP0 结构脂产能爬坡

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 Euromonitor 数据，2024 年全球 OP0 市场规模约 9.8 亿美元，主要生产企业包括帝斯曼、嘉吉、Arla 集团等，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，年内有望实现千吨级销售。

◆ 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。维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入 149/173/188 亿元，同比增速 39%/16%/8%，归母净利润为 3.0/4.1/5.1 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 19.6/14.2/11.4X，维持“优于大市”评级。

◆ 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。

相关研究报告：

《赞宇科技（002637.SZ）-上半年收入同比增长，静待杜库达扩建项目逐步达产》——2025-09-02

《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

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
少数股东权益	61	42	54	60	67	净利润	88	135	297	407	506
股东权益	3700	3765	3943	4187	4491	资产减值准备	(147)	49	7	3	3
负债和股东权益总计	7857	7928	9309	10174	10707	折旧摊销	266	264	348	392	430
						公允价值变动损失	10	13	50	35	15
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	108	81	103	117	123
每股收益	0.19	0.29	0.63	0.87	1.08	营运资本变动	210	(91)	(423)	(344)	(172)
每股红利	0.35	0.34	0.25	0.35	0.43	其它	185	(47)	5	3	5
每股净资产	7.86	8.00	8.39	8.91	9.55	经营活动现金流	611	324	284	496	786
ROIC	2%	4%	7%	8%	9%	资本开支	0	(297)	(600)	(600)	(600)
ROE	2%	4%	8%	10%	11%	其它投资现金流	(0)	(0)	(0)	(0)	0
毛利率	6%	7%	7%	7%	8%	投资活动现金流	28	(256)	(610)	(610)	(610)
EBIT Margin	3%	4%	4%	4%	5%	权益性融资	17	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	6%	7%	7%	负债净变化	(190)	(201)	(300)	0	0
收入增长	-14%	12%	39%	16%	8%	支付股利、利息	(166)	(158)	(119)	(163)	(202)
净利润增长率	-226%	54%	119%	37%	24%	其它融资现金流	165	282	910	277	26
资产负债率	53%	53%	58%	59%	58%	融资活动现金流	(530)	(436)	491	114	(177)
息率	2.9%	2.8%	2.1%	2.9%	3.6%	现金净变动	109	(368)	165	0	0
P/E	64.3	41.8	19.1	13.9	11.2	货币资金的期初余额	594	703	335	500	500
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3	货币资金的期末余额	703	335	500	500	500
EV/EBITDA	17.7	14.1	11.3	10.1	9.1	企业自由现金流	0	140	(228)	(12)	285
						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