

赞宇科技 (002637.SZ)

优于大市

棕榈油价与出口税率上涨，带动印尼子公司利润增长

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。当前公司表面活性剂和油脂化学品年产能突破120万吨，洗护用品OEM/ODM加工服务能力达到110万吨，在浙江杭州、浙江嘉兴、江苏镇江、四川眉山、河南鹤壁、广东江门、广东韶关、印度尼西亚雅加达等地建有工业化生产基地。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。此外公司印尼杜库达工厂盈利能力显著受益于棕榈油价上涨与印尼棕榈油出口税率提升。

主要产品产销量及价格增长，带动公司营收利润同比提升。2026年4月，公司发布2025年年度报告及2026年一季报。根据公司公告，2025年公司实现营业收入131.34亿元，同比增长21.70%；实现归母净利润1.82亿元，同比增长34.76%；实现扣非后归母净利润1.82亿元，同比增长60.98%。收入的快速增长主要为销量增长及原料价格上涨带动产品单价提升。分业务看，日用化工（含表面活性剂、洗护用品）实现收入67.26亿元，同比增长49.44%，毛利率为5.29%，同比下降1.28pct；油脂化学品实现收入61.91亿元，同比增长1.15%，毛利率为8.55%，同比提升1.86pct。2026年一季度，公司实现营收31.72亿元，同比下滑7.52%，环比减少8.29%；实现归母净利润1.01亿元，同比提升22.33%，环比增长219.85%；实现销售毛利率8.55%，同比提升1.55pct，环比提升0.11pct；实现销售净利率3.40%，同比提升1.31pct，环比提升2.44pct。公司归母净利润大幅增长或与棕榈油价格以及印尼出口关税提升有关。

印尼杜库达盈利贡献突出，国内部分业务亏损形成拖累。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，杜库达实现净利润2.25亿元，是公司业绩的最主要来源。但国内部分业务的亏损抵消了部分杜库达盈利，如国内江苏金马油脂化工品、河南赞宇洗护代加工，以及对合营企业新天达美的投资亏损。杜库达改扩建项目正顺利推进，新增产能从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。

印尼棕榈油出口政策叠加棕榈油价上行利好公司海外业务。直接进口印尼棕榈油需要缴纳出口关税（Duty）与出口专项税（Levy），棕榈油价格越高则缴纳税金金额越高；而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。公司在印尼雅加达保税区拥有杜库达印尼有限公司，主要生产硬脂酸、氢化油等油脂化工品，产品与棕榈油税金差为公司带来丰厚的税金优惠。印尼政府已于2026年3月1日起将毛棕榈油出口Levy税率从10%提高到12.5%，此举在同等棕榈油价的前提下将提升税金绝对值，叠加棕榈油价在美以伊冲突背景下上涨，进而快速提升杜库达公司的盈利水平。

杜库达破产裁定尚需最高法院判决。公司子公司杜库达于2026年3月13日收到印度尼西亚雅加达中区商事法院发送的《破产裁定书》。该通知书宣告杜库达破产，并承担相应法律后果。杜库达已委托律师就本次破产裁定

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

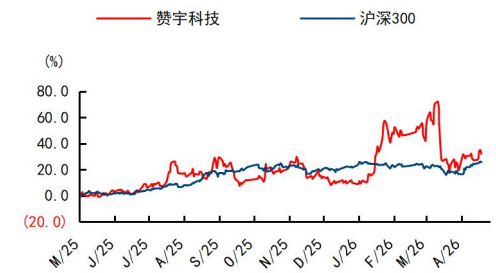
zhangxinyu4@guosen.com.cn

S0980524080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.32元
总市值/流通市值	5795/5734百万元
52周最高价/最低价	17.16/9.11元
近3个月日均成交额	253.73百万元

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)-levy税率上调至12.5%，杜库达改扩建项目持续爬坡》——2026-01-22
- 《赞宇科技(002637.SZ)-上半年收入同比增长，静待杜库达改扩建项目逐步达产》——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

向印度尼西亚最高法院提起上诉，请求撤销本次杜库达破产判决及全部法律后果。鉴于相关破产裁定上诉申请、PKPU 程序撤销申请尚未开庭审理，本次破产裁定仅为印尼地方法院审理结果，不代表印尼最高法院审理结果，最终的判决结果尚不确定，最终实际影响需以印尼最高法院生效判决结果为准。

风险提示：政策风险，印尼最高法院判决杜库达破产的风险，棕榈油价格大幅波动的风险，汇率大幅波动的风险，新产能爬坡低于预期的风险等。

投资建议：上调盈利预测，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、表面活性剂超 120 万吨/年产能、OEM/ODM 达 110 万吨/年。考虑到印尼提升棕榈油出口税率以及公司印尼新产能投放，谨慎上调公司盈利预测，预计公司 2026-2028 年收入 175/189/210 亿元（前值为 173/188 亿元），同比增长 33%/8%/11%，归母净利润为 4.3/6.5/8.4 亿元（前值为 4.1/5.1 亿元），同比增长 134%/53%/28%；摊薄 EPS 为 0.91/1.39/1.78 元，当前股价对应 PE 为 13.6/8.9/6.9X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,792	13,134	17,481	18,922	21,000
(+/-%)	12.3%	21.7%	33.10%	8.24%	10.98%
净利润(百万元)	135	182	427	653	835
(+/-%)	54.0%	34.8%	134.2%	52.8%	27.8%
每股收益(元)	0.29	0.39	0.91	1.39	1.78
EBIT Margin	4.0%	4.8%	5.2%	5.5%	5.9%
净资产收益率 (ROE)	3.6%	4.9%	10.8%	15.0%	17.2%
市盈率 (PE)	42.8	31.8	13.6	8.9	6.9
EV/EBITDA	14.3	11.5	9.1	7.9	6.7
市净率 (PB)	1.54	1.56	1.46	1.33	1.19

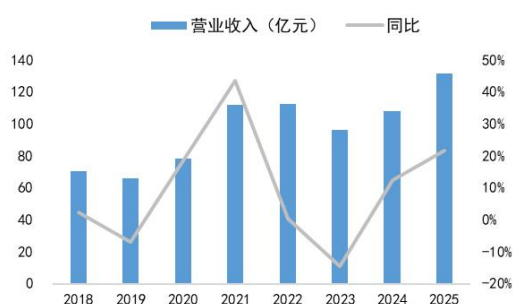
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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。当前公司表面活性剂和油脂化学品年产能突破120万吨，洗护用品OEM/ODM加工服务能力达到110万吨，在浙江杭州、浙江嘉兴、江苏镇江、四川眉山、河南鹤壁、广东江门、广东韶关、印度尼西亚雅加达等地建有工业化生产基地。公司依托表面活性剂技术优势、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。此外公司印尼杜库达工厂盈利能力显著受益于棕榈油价上涨与印尼棕榈油出口税率提升。

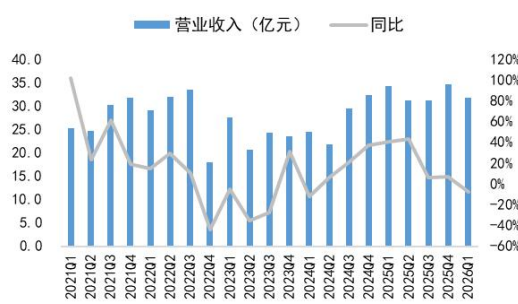
主要产品产销量及价格增长，带动公司营收利润同比提升。2026年4月，公司发布2025年年度报告及2026年一季报。根据公司公告，2025年公司实现营业收入131.34亿元，同比增长21.70%；实现归母净利润1.82亿元，同比增长34.76%；实现扣非后归母净利润1.82亿元，同比增长60.98%。收入的快速增长主要为销量增长及原料价格上涨带动产品单价提升。分业务看，日用化工（含表面活性剂、洗护用品）实现收入67.26亿元，同比增长49.44%，毛利率为5.29%，同比下降1.28pct；油脂化学品实现收入61.91亿元，同比增长1.15%，毛利率为8.55%，同比提升1.86pct。2026年一季度，公司实现营收31.72亿元，同比下滑7.52%，环比减少8.29%；实现归母净利润1.01亿元，同比提升22.33%，环比增长219.85%；实现销售毛利率8.55%，同比提升1.55pct，环比提升0.11pct；实现销售净利率3.40%，同比提升1.31pct，环比提升2.44pct。公司归母净利润大幅增长或与棕榈油价格以及印尼出口关税提升有关。

图1：赞宇科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



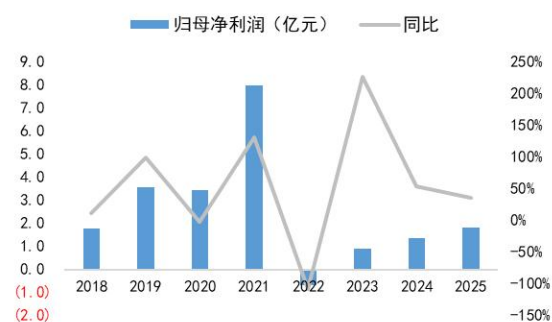
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：赞宇科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



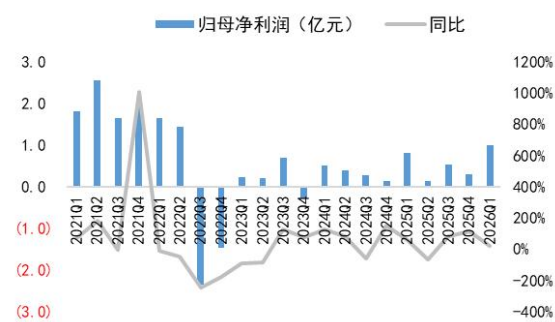
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：赞宇科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



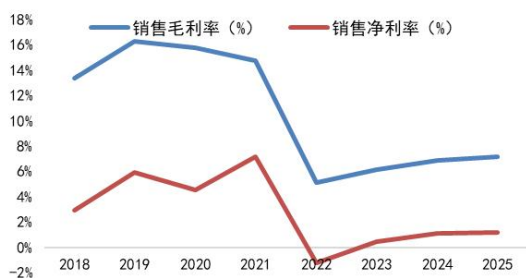
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：赞宇科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



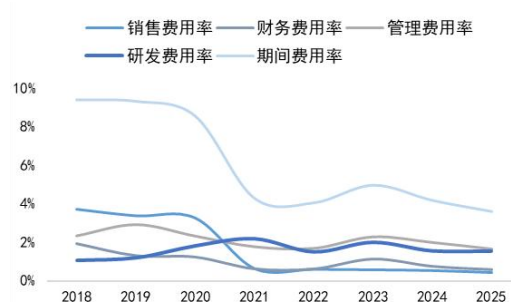
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

印尼杜库达盈利贡献突出, 国内部分业务亏损形成拖累。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, 杜库达实现净利润2.25亿元, 是公司业绩的最主要来源。但国内部分业务的亏损抵消了部分杜库达盈利, 如国内江苏金马油脂化工品、河南赞宇洗护代加工, 以及对合营企业新天达美的投资亏损。杜库达改扩建项目正顺利推进, 新增产能从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。

印尼棕榈油出口政策叠加棕榈油价上行利好公司海外业务。直接进口印尼棕榈油需要缴纳出口关税(Duty)与出口专项税(Levy), 棕榈油价格越高则缴纳税金金额越高; 而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。公司在印尼雅加达保税区拥有杜库达印尼有限公司, 主要生产硬脂酸、氢化油等油脂化工品, 产品与棕榈油税金差为公司带来丰厚的税金优惠。印尼政府已于2026年3月1日起将毛棕榈油出口Levy税率从10%提高到12.5%, 此举在同等棕榈油价的前提下将提升税金绝对值, 叠加棕榈油价在美以伊冲突与印尼将于今年实施B50背景下上涨, 进而快速提升杜库达公司的盈利水平。

棕榈油价格方面,2026年4月印尼贸易部公布的2026年4月毛棕榈油出口参考价格为989.63美元/吨, 较3月提升50美元/吨。根据印尼棕榈油出口税金计算, 2026年4月出口税金约为272美元/吨, 较3月增加30美元/吨, 税金的增长将带动公司盈利水平的提升。

图7: 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

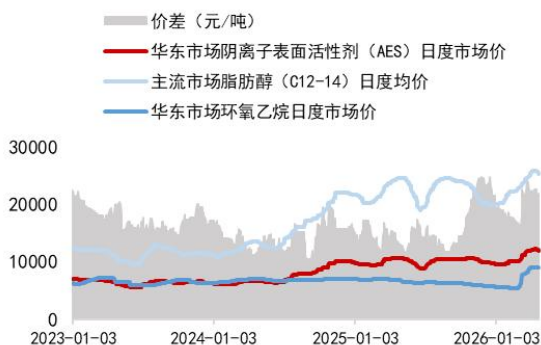
图8: 印尼棕榈油出口税金

价格区间(美元/吨)	GPO Duty(美元/吨)	Levy税率(2026.3.1后)	Duty+Levy合计(美元/吨)
<=680	0	12.50%	<=85
680-730	3	12.50%	88-94.25
730-780	18	12.50%	109.25-115.5
780-830	33	12.50%	130.5-136.75
830-880	52	12.50%	155.75-162
880-930	74	12.50%	184-190.25
930-980	124	12.50%	240.25-246.5
980-1030	148	12.50%	270.5-276.75
1030-1080	178	12.50%	306.75-313
1080-1130	201	12.50%	336-342.25
1130-1180	220	12.50%	361.25-367.5
1180-1230	240	12.50%	387.5-393.75
1230-1280	250	12.50%	403.74-410
1280-1330	260	12.50%	420-426.25
1330-1380	270	12.50%	436.25-442.5
1380-1430	280	12.50%	452.5-458.75
>1430	288	12.50%	>458.75

资料来源: 印尼财政部、国信证券经济研究所整理

表活及油化产品方面，根据卓创咨询，2026 年 Q1 阴离子表活 AES 均价为 10330 元/吨，2025 年 Q1 均价为 9739 元/吨，同比提升 6%；产品价差均值由 1209 元/吨提升至 1586 元/吨。2026 年 Q1 硬脂酸均价为 9565 元/吨，2025 年 Q1 均价为 10233 元/吨，同比下降 7%；产品价差均值由 960 元/吨下滑至 877 元/吨。

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：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

杜库达破产裁定尚需最高法院判决。 公司子公司杜库达于 2026 年 3 月 13 日收到印度尼西亚雅加达中区商事法院发送的《破产裁定通知书》。该通知书宣告杜库达破产，并承担相应法律后果。杜库达已委托律师就本次破产裁定向印度尼西亚最高法院提起上诉，请求撤销本次杜库达破产判决及全部法律后果。鉴于相关破产裁定上诉申请、PKPU 程序撤销申请尚未开庭审理，本次破产裁定仅为印尼地方法院审理结果，不代表印尼最高法院审理结果，最终的判决结果尚不确定，最终实际影响需以印尼最高法院生效判决结果为准。

风险提示：政策风险，印尼最高法院判决杜库达破产的风险，棕榈油价格大幅波动的风险，汇率大幅波动的风险，新产能爬坡低于预期的风险等。

投资建议：上调盈利预测，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、表面活性剂超 120 万吨/年产能、OEM/ODM 达 110 万吨/年。考虑到印尼提升棕榈油出口税率以及公司印尼新产能投放，谨慎上调公司盈利预测，预计公司 2026-2028 年收入 175/189/210 亿元（前值为 173/188 亿元），同比增长 33%/8%/11%，归母净利润为 4.3/6.5/8.4 亿元（前值为 4.1/5.1 亿元），同比增长 134%/53%/28%；摊薄 EPS 为 0.91/1.39/1.78 元，当前股价对应 PE 为 13.6/8.9/6.9X，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
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2026E
002637.SZ	赞宇科技	优于大市	12.32	0.39	0.91	1.39	26.4	13.6	8.9	1.6
603181.SH	皇马科技	无评级	15.58	0.74	0.96	1.14	19.3	16.3	13.6	2.5

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测，数据截至 2026 年 4 月 23 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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	335	488	500	500	500	营业收入	10792	13134	17481	18922	21000
应收款项	896	902	1452	1481	1610	营业成本	10049	12192	16100	17371	19201
存货净额	1569	1711	2425	2594	2823	营业税金及附加	38	39	61	66	73
其他流动资产	838	702	934	1011	1122	销售费用	57	56	96	104	115
流动资产合计	3639	3802	5312	5587	6055	管理费用	216	219	311	334	368
固定资产	3241	3404	3273	3117	2936	财务费用	81	76	104	100	79
无形资产及其他	505	791	759	728	696	投资收益	(37)	(45)	(25)	(25)	(15)
投资性房地产	328	289	289	289	289	资产减值及公允价值变动	(13)	(46)	(60)	(35)	(15)
长期股权投资	214	170	150	150	150	其他收入	(94)	(156)	0	0	0
资产总计	7928	8456	9783	9870	10125	营业利润	206	303	724	886	1133
短期借款及交易性金融负债	1718	2204	2929	2404	1858	营业外净收支	(2)	(13)	(2)	(2)	(2)
应付款项	778	1146	1516	1636	1810	利润总额	205	290	721	884	1130
其他流动负债	738	713	946	1021	1130	所得税费用	80	128	274	221	283
流动负债合计	3234	4063	5392	5061	4798	少数股东损益	(10)	(20)	20	10	13
长期借款及应付债券	693	419	119	119	119	归属于母公司净利润	135	182	427	653	835
其他长期负债	194	244	274	294	304	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
长期负债合计	888	663	393	413	423	净利润	135	182	427	653	835
负债合计	4122	4726	5784	5474	5221	资产减值准备	49	33	7	(3)	(5)
少数股东权益	42	19	31	37	45	折旧摊销	264	289	356	386	402
股东权益	3765	3711	3967	4359	4860	公允价值变动损失	13	46	60	35	15
负债和股东权益总计	7928	8456	9783	9870	10125	财务费用	81	76	104	100	79
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(91)	456	(856)	(64)	(180)
每股收益	0.29	0.39	0.91	1.39	1.78	其它	(47)	(36)	5	9	13
每股红利	0.34	0.34	0.36	0.56	0.71	经营活动现金流	324	971	(1)	1016	1080
每股净资产	8.00	7.89	8.44	9.27	10.34	资本开支	0	(414)	(260)	(230)	(200)
ROIC	4%	6%	9%	12%	14%	其它投资现金流	(0)	0	(0)	(0)	0
ROE	4%	5%	11%	15%	17%	投资活动现金流	41	(369)	(240)	(230)	(200)
毛利率	7%	7%	8%	8%	9%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	5%	5%	6%	6%	负债净变化	(201)	(275)	(300)	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	7%	8%	8%	支付股利、利息	(158)	(158)	(171)	(261)	(334)
收入增长	12%	22%	33%	8%	11%	其它融资现金流	(13)	415	725	(524)	(547)
净利润增长率	54%	35%	134%	53%	28%	融资活动现金流	(733)	(450)	254	(785)	(880)
资产负债率	53%	56%	59%	56%	52%	现金净变动	(368)	153	12	0	0
息率	2.7%	2.7%	2.9%	4.5%	5.8%	货币资金的期初余额	703	335	488	500	500
P/E	42.8	31.8	13.6	8.9	6.9	货币资金的期末余额	335	488	500	500	500
P/B	1.5	1.6	1.5	1.3	1.2	企业自由现金流	0	683	(194)	876	954
EV/EBITDA	14.3	11.5	9.1	7.9	6.7	权益自由现金流	0	823	166	277	348

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 ±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 ±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提及的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