

赞宇科技 (002637.SZ)

优于大市

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

核心观点

公司是国内表面活性剂、油脂化工龙头，OEM/ODM 项目稳步推进。目前公司表面活性剂产能超过 120 万吨/年，油脂化学品产能超过 100 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，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 106%。公司公告，2024 年上半年，公司实现营业收入 46.24 亿元，同比下降 4.20%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比增长 105.81%。得益于棕榈油、脂肪醇等主要原材料价格上涨带动公司产品价格上涨，公司利润实现增长，根据卓创咨询，硬 2024 年上半年脂酸均价为 8622.6 元/吨，同比提升 4.0%；24° 棕榈油均价为 7788.5 元/吨，同比提升 1.5%。同时公司新增产能逐步释放，并持续推动精细化管理，实现降本增效。此外，公司 2024 年上半年实现汇兑收益，公司财务费用同比降低 74.77%，影响公司利润约 4139 万元。

公司回购股份方案稳步推进，彰显公司长期发展信心。截止至 2024 年 7 月 31 日，公司以集中竞价交易方式累计回购股份数量为 735 万股，占公司股份总数的比例为 1.56%，成交总金额为人民币 6599.24 万元，成交股价区间为 6.93-10.84 元/股。公司的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：在建项目进度不达预期；市场竞争加剧；主要产品价格下跌等。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到 OEM/ODM 项目推进低于预期，我们谨慎下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入 105/121/125 亿元，同比增速 8.7%/15.5%/3.9%，归母净利润 1.90/2.36/2.83 亿元，同比增速 116.4%/24.1%/20.1%；摊薄 EPS 为 0.40/0.50/0.60 元，当前股价对应 PE 为 21/17/14x。公司为油脂化工与表面活性剂行业领先企业，随着公司 OEM/ODM 项目产能利用率的不断提升，将为公司带来新的业绩增长，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,235	9,612	10,451	12,070	12,541
(+/-%)	0.3%	-14.5%	8.7%	15.5%	3.9%
归母净利润(百万元)	-70	88	190	236	283
(+/-%)	-108.8%	-225.8%	116.4%	24.1%	20.1%
每股收益(元)	-0.15	0.19	0.40	0.50	0.60
EBIT Margin	1.4%	2.0%	3.1%	3.0%	3.3%
净资产收益率 (ROE)	-2.0%	2.4%	5.0%	6.0%	6.9%
市盈率 (PE)	-58.0	46.1	21.3	17.2	14.3
EV/EBITDA	20.4	17.9	14.3	13.1	12.0
市净率 (PB)	1.13	1.09	1.06	1.02	0.98

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

联系人：张歆钰

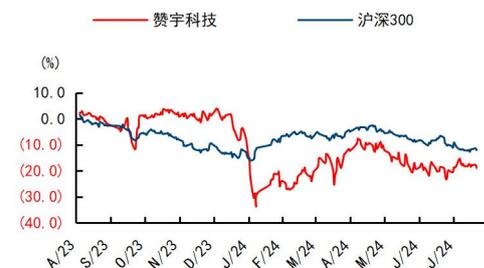
021-60375408

zhangxinyu4@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.50 元
总市值/流通市值	3998/3763 百万元
52 周最高价/最低价	11.11/6.74 元
近 3 个月日均成交额	25.39 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) - Q3 业绩环比显著改善，回购股份彰显公司信心》——2023-10-29

《赞宇科技 (002637.SZ) - 马来西亚扩建 55 万吨油脂化学品，向生物柴油产业延伸》——2023-01-18

《赞宇科技 (002637.SZ) - 剥离环保业务进一步聚焦主业，员工持股落地助力公司长期发展》——2022-12-21

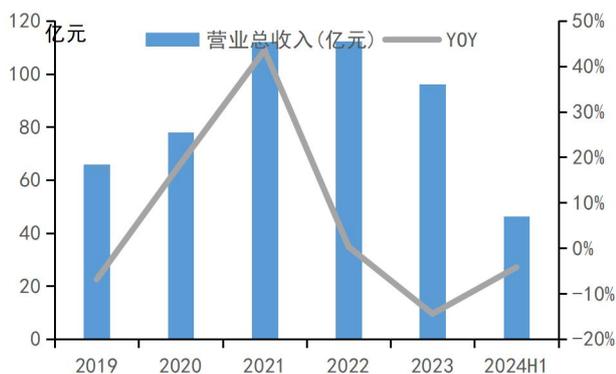
公司是国内表面活性剂、油脂化工领先企业，OEM/ODM项目稳步推进。目前公司表面活性剂产能超过120万吨/年，油脂化学品产能超过100万吨/年，洗护用品OEM/ODM加工服务能力达到110万吨。目前公司在江苏镇江建有年产能10万吨液体洗涤剂OEM/ODM生产线，河南鹤壁年产能50万吨洗护用品OEM/ODM项目、四川眉山年产能50万吨洗护用品OEM/ODM项目已陆续投产。公司依托表活技术优势、规模布局优势、物流包装配套优势，开展OEM/ODM加工业务，在生产工艺、技术、设备上能为下游客户提供更有针对性的服务，进一步提升公司表面活性剂的市场份额。

主要原材料价格上涨带动公司利润同比增长。根据公司公告，2024年上半年，公司实现营业收入46.24亿元，较上年同期下降4.20%；实现归母净利润0.91亿元，较上年同期增长105.81%。截止2024年6月30日，公司资产总额77.49亿元，较年初下降1.38%；负债总额40.89亿元，较年初下降0.18%；归属于上市公司股东的所有者权益36.16亿元，较年初下降2.26%；资产负债率为52.77%，较年初上升0.63pct。

其中公司在表面活性剂（含洗护用品）实现营收19.13亿元，同比增长26.23%；实现毛利率4.85%，同比降低1.51pct。油脂化工方面，公司实现营收26.25亿元，同比降低13.69%；实现毛利率7.85%，同比提升1.6pct。

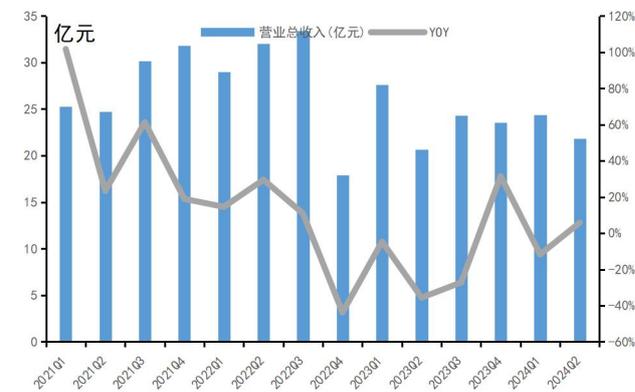
得益于棕榈油、脂肪醇等主要原材料价格上涨带动公司产品价格上涨，公司利润同比增加，根据卓创咨询，2023年上半年，华东市场硬脂酸价格为8292.5元/吨，2024年上半年均价为8622.6元/吨，同比提升4.0%；张家港24°棕榈油2023年上半年均价为7672.2元/吨，2024年上半年均价为7788.5元/吨，同比提升1.5%。同时公司新增产能逐步释放，并持续推动精细化管理，实现降本增效。此外，由于公司2024年上半年汇兑收益影响，公司财务费用同比降低74.77%，影响公司利润约4139万元。

图1：赞宇科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



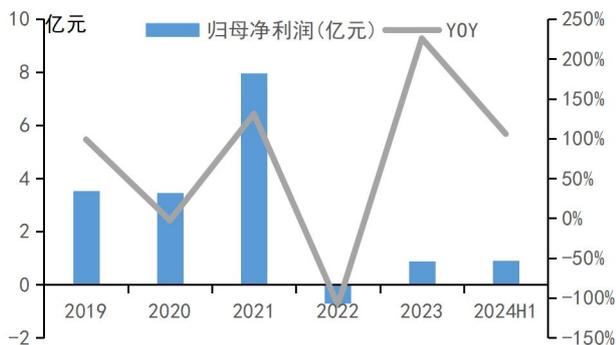
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：赞宇科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



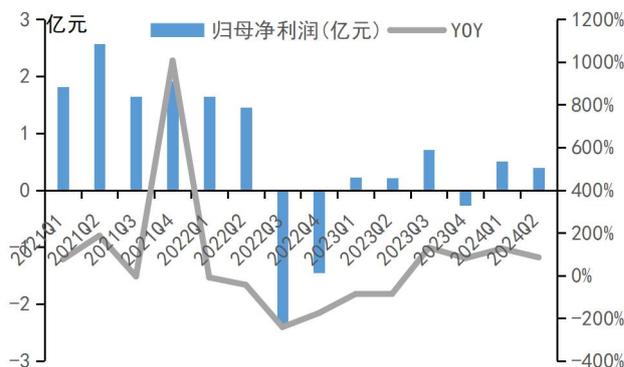
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 赞宇科技归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



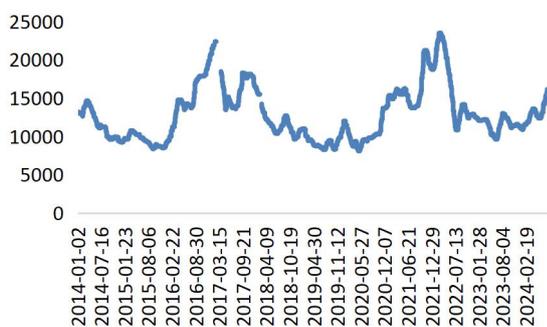
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 赞宇科技单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



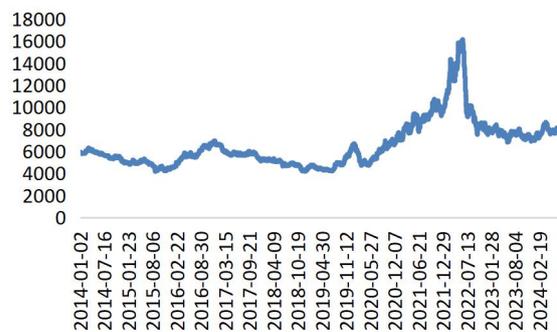
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 脂肪醇价格走势 (元/吨)



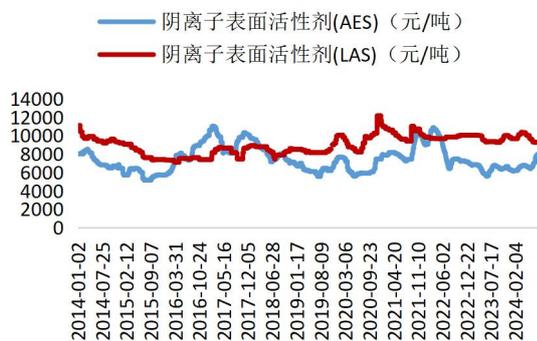
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图6: 棕榈油价格走势 (元/吨)



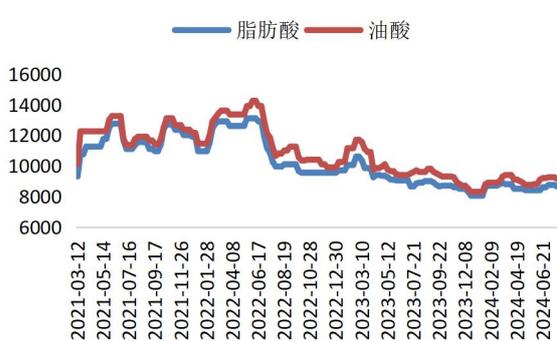
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图7: 阴离子表面活性剂价格走势 (元/吨)



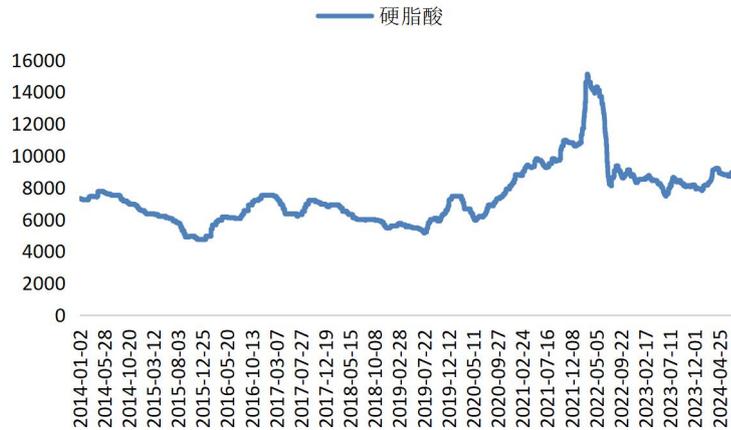
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图8: 油酸、脂肪酸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图9：硬脂酸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

公司回购股份方案稳步推进，彰显公司长期发展信心。2023年10月25日第六届董事会第十二次会议，审议通过了《关于回购股份的方案》，公司拟使用0.5-1亿元自有资金回购公司股份，回购价不超过15.40元/股，回购的股份将用于后期实施股权激励或员工持股计划。截止至2024年7月31日，公司以集中竞价交易方式累计回购股份数量为735万股，占公司股份总数的比例为1.56%，成交总金额为人民币6599.24万元，成交股价区间为6.93-10.84元/股。公司的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。考虑到OEM/ODM项目推进低于预期，我们谨慎下调盈利预测，预计公司2024-2026年收入105/121/125亿元，同比增速8.7%/15.5%/3.9%，归母净利润1.90/2.36/2.83亿元，同比增速116.4%/24.1%/20.1%；摊薄EPS为0.40/0.50/0.60元，当前股价对应PE为21/17/14x。公司为油脂化工与表面活性剂领先企业，随着公司OEM/ODM项目产能利用率的不断提升，将为公司带来新的业绩增长，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
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
002637.SZ	赞宇科技	优于大市	8.50	0.19	0.40	0.50	57.4	21.3	17.2	1.1
001218.SZ	丽臣实业	无评级	13.86	1.03	-	-	21.0	-	-	0.9
603181.SH	皇马科技	无评级	8.09	0.55	0.67	0.82	19.8	12.0	9.8	1.7

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2024年8月20日，可比公司数据均来自Wind一致预期。

表2: 赞宇科技盈利拆分 (亿元)

单位: 亿元		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
表面活性剂	营收	30.99	35.14	33.99	38.94	43.87	45.61
	成本	26.52	33.62	32.27	37.00	41.76	43.36
	毛利率	14.41%	4.33%	5.05%	4.98%	4.81%	4.94%
油脂化工	营收	72.85	73.61	59.36	61.06	71.92	73.90
	成本	62.36	69.35	55.52	56.46	66.80	68.58
	毛利率	14.40%	5.79%	6.48%	7.54%	7.13%	7.20%
加工服务	成本	1.22	0.49	1.00	1.50	1.50	1.50
	毛利率	0.90	0.49	0.80	1.20	1.20	1.21
	净利润	26.14%	1.12%	20.18%	20.00%	20.00%	19.50%
其他业务	营收	4.23	2.15	1.77	2.50	2.60	3.00
	成本	3.77	2.32	1.60	2.25	2.34	2.70
	毛利率	11.01%	10.00%	9.78%	10.00%	10.00%	10.00%
OEM/ODM	营收				0.50	0.80	1.40
	成本				0.40	0.64	1.05
	毛利率				20.00%	20.00%	25.00%
合计	总营收	112.01	112.35	96.12	104.51	120.70	125.42
	总成本	95.44	106.61	90.18	97.31	112.74	116.90
	毛利率	14.80%	5.11%	6.18%	6.88%	6.59%	6.79%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	594	703	853	550	600	营业收入	11235	9612	10451	12070	12541
应收款项	1054	938	1432	1653	1718	营业成本	10661	9018	9731	11274	11690
存货净额	1428	1380	1556	1802	1864	营业税金及附加	32	35	37	43	44
其他流动资产	748	561	610	705	732	销售费用	67	55	55	56	59
流动资产合计	3824	3582	4551	4810	5014	管理费用	191	219	202	217	218
固定资产	2707	3232	3507	3737	3933	研发费用	128	95	98	115	117
无形资产及其他	396	503	484	465	446	财务费用	69	108	98	116	123
投资性房地产	457	285	285	285	285	投资收益	(29)	(10)	(21)	0	0
长期股权投资	283	255	265	275	285	资产减值及公允价值变动	(101)	(10)	(20)	(16)	(10)
资产总计	7667	7857	9092	9572	9963	其他收入	(131)	(42)	(98)	(115)	(117)
短期借款及交易性金融负债	1357	1820	3162	3276	3448	营业利润	(46)	114	189	234	281
应付款项	1026	572	615	713	737	营业外净收支	(1)	2	0	0	0
其他流动负债	357	643	631	785	847	利润总额	(47)	116	189	234	281
流动负债合计	2740	3035	4408	4774	5031	所得税费用	86	71	43	54	65
长期借款及应付债券	1084	894	664	664	664	少数股东损益	(63)	(42)	(45)	(56)	(67)
其他长期负债	164	167	173	179	182	归属于母公司净利润	(70)	88	190	236	283
长期负债合计	1248	1061	837	843	847	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	3989	4097	5244	5616	5878	净利润	(70)	88	190	236	283
少数股东权益	108	61	34	0	(40)	资产减值准备	54	(147)	2	0	0
股东权益	3571	3700	3814	3955	4125	折旧摊销	239	266	321	374	413
负债和股东权益总计	7667	7857	9092	9572	9963	公允价值变动损失	101	10	20	16	10
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	69	108	98	116	123
每股收益	(0.15)	0.19	0.40	0.50	0.60	营运资本变动	(202)	210	(679)	(304)	(64)
						其它	(324)	185	(29)	(34)	(41)

每股红利	0.49	0.35	0.16	0.20	0.24	经营活动现金流	(202)	611	(175)	288	603
每股净资产	7.59	7.86	8.11	8.41	8.77	资本开支	0	(620)	(601)	(601)	(601)
ROIC	5.39%	0.60%	3%	3%	3%	其它投资现金流	110	(0)	(100)	0	0
ROE	-1.96%	2.38%	5%	6%	7%	投资活动现金流	(58)	(592)	(711)	(611)	(611)
毛利率	5%	6%	7%	7%	7%	权益性融资	11	0	0	0	0
EBIT Margin	1%	2%	3%	3%	3%	负债净变化	(72)	(190)	(230)	0	0
EBITDA Margin	4%	5%	6%	6%	7%	支付股利、利息	(230)	(166)	(76)	(94)	(113)
收入增长	0%	-14%	9%	15%	4%	其它融资现金流	814	802	1342	114	172
净利润增长率	-109%	-226%	116%	24%	20%	融资活动现金流	220	91	1036	20	58
资产负债率	53%	53%	58%	59%	59%	现金净变动	(39)	109	150	(303)	50
股息率	5.7%	4.1%	1.9%	2.3%	2.8%	货币资金的期初余额	633	594	703	853	550
P/E	(58.0)	46.1	21.3	17.2	14.3	货币资金的期末余额	594	703	853	550	600
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	企业自由现金流	0	(70)	(707)	(250)	67
EV/EBITDA	20.4	17.9	14.3	13.1	12.0	权益自由现金流	0	541	330	(224)	144

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