

分析师: 顾敏豪
登记编码: S0730512100001
gumh00@ccnew.com 021-50586308

产品涨价推动上半年业绩增长, OEM 业务前景可观

——赞宇科技(002637)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

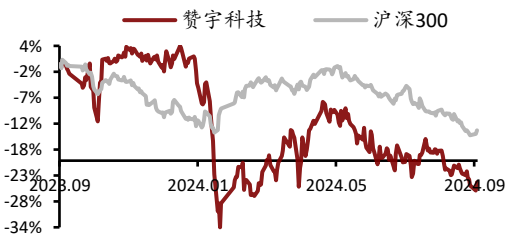
市场数据(2024-09-19)

收盘价(元)	7.93
一年内最高/最低(元)	11.02/7.03
沪深 300 指数	3,196.04
市净率(倍)	1.03
流通市值(亿元)	35.11

基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	7.69
每股经营现金流(元)	0.17
毛利率(%)	6.92
净资产收益率_摊薄(%)	2.53
资产负债率(%)	52.77
总股本/流通股(万股)	47,040.10/44,272.32
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

联系人: 马崧琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 09 月 20 日

投资要点: 公司公布 2024 年半年度报告, 上半年公司实现营业收入 **46.24 亿元**, 同比下滑 **4.20%**; 实现归属于上市公司股东的净利润为 **0.91 亿元**, 同比增长 **105.81%**, 实现扣非后的净利润 **0.66 亿元**, 同比增长 **172.33%**。基本每股收益 **0.21 元**。

- **产品涨价以及汇兑收益推动上半年业绩大幅增长。** 公司主要产品包括各类阴离子、非离子和两性离子表面活性剂, 以及硬脂酸、脂肪酸等油脂化学品和洗护用品 OEM/ODM 加工等。公司的表面活性剂主要用于日用洗涤剂、化妆品、个人护理用品等领域, 油脂化学品则在日化、食品、养殖、塑料、涂料、建材、医药、纺织等领域均有广泛的应用。2024 年以来, 受益于棕榈油、脂肪醇等主要原材料价格的大幅上涨, 带动了公司产品价格的上涨与利润的增长。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, 推动了上半年业绩的增长。

从具体业务来看, 上半年表面活性剂(含洗护用品)营业收入 19.13 亿元, 同比增长 26.23%, 毛利率 4.85%, 同比降低 1.51 个百分点; 油脂化学品营业收入 26.25 亿元, 同比降低 13.69%, 销售毛利率 7.85%, 同比提升 1.6 个百分点。在产品价格扩大的带动下, 上半年公司综合毛利率 6.92%, 同比提升 0.89 个百分点; 净利率 1.98%, 同比提升 1.06 个百分点, 主要受益于毛利率的提升以及汇兑损益提升带来财务费用降低。在净利率提升的带动下, 上半年公司业绩实现大幅增长。

- **表面活性剂行业保持稳定增长, 公司龙头地位稳固。** 表面活性剂主要应用于洗涤剂、化妆品、食品加工、纺织印染等行业, 下游需求具有刚需属性, 需求相对稳定。随着我国经济的发展以及国民卫生意识、习惯的增强, 加上旅游酒店业消费需求的提升, 我国洗护行业以及上游表面活性剂需求有望保持稳定增长, 为公司业绩增长提供助力。近年来, 随着我国安全环保监管力度的提升, 表面活性剂行业行业集中度不断提高。目前我国阴离子表面活性剂 CR5 在 70% 以上, 公司的主要表面活性剂产品 (AES、LAS、AOS) 产销量国内排名行业龙头地位稳固。下半年以来, 在原材料脂肪醇涨价推动下, 阴离子表面活性剂 AES、非离子表面活性剂 AEO 等价格上涨幅度较大, 有望对公司下半年业绩带来支撑。

- **布局洗护用品 OEM 业务，有望成为利润增长点。**公司依托表面活性剂的原料优势，布局高水准、高起点、智能化工厂，为客户提供绿色日化洗护产品全方位 OEM 和 ODM 加工服务，提供洗衣液、洗洁精、洗衣粉、洗衣凝珠等洗护用品的代加工，为国内外洗护品牌提供“配方定制、包装设计和生产加工”的一站式供应链服务。洗护用品 OEM/ODM 加工行业一直以来以小而散的洗护用品加工厂为主，缺乏具备完整产业链的大型专业化 OEM 工厂，为公司的 OEM 业务带来广阔的空间。公司的一体化供应链模式一方面有利于公司与客户打造供应链利益共同体，提升客户黏性，拓展合作广度与深度；另一方面有助于锁定表面活性剂产品销售，进一步巩固市场份额，增强公司市场竞争力及抗风险能力。

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 项目和四川眉山年产能 50 万吨洗护用品 OEM/ODM 项目于上半年建成并陆续投产。由于河南和四川项目均处于产能爬坡期，整体产能利用率较低，OEM 业务暂未实现盈利，其中河南项目上半年亏损 2296 万元。未来随着产能爬坡的完成，OEW 业务有望逐步贡献业绩，成为公司未来的利润增长点。

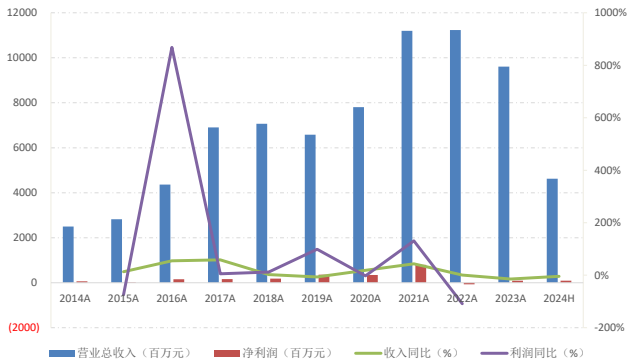
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2024、2025 年 EPS 分别为 0.44 和 0.52 元，以 9 月 19 日收盘价 7.93 元计算，PE 分别为 18.10 倍和 15.35 倍。公司估值合理，结合公司新业务的发展前景，给予公司“增持”的投资评级。

风险提示：新项目进度不及预期、原材料价格上涨、行业竞争加剧

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,235	9,612	9,889	11,108	12,518
增长比率(%)	0.30	-14.45	2.88	12.33	12.70
净利润(百万元)	-70	88	206	243	293
增长比率(%)	-108.79	225.62	134.52	17.90	20.58
每股收益(元)	-0.15	0.19	0.44	0.52	0.62
市盈率(倍)	—	42.45	18.10	15.35	12.73

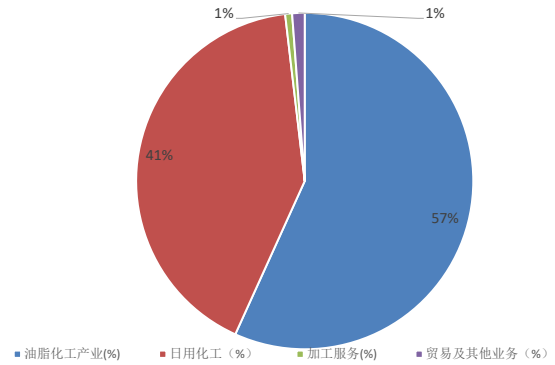
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司历年业绩



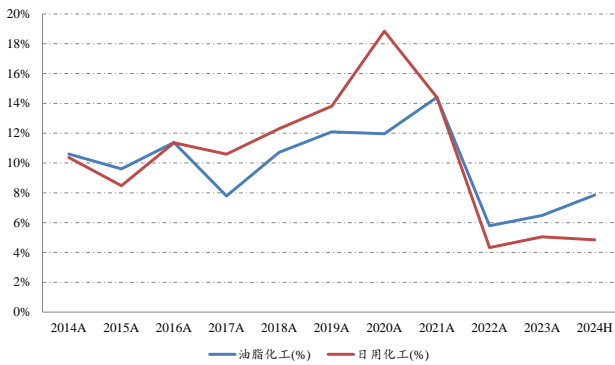
资料来源：中原证券研究所，wind

图 2：公司收入结构



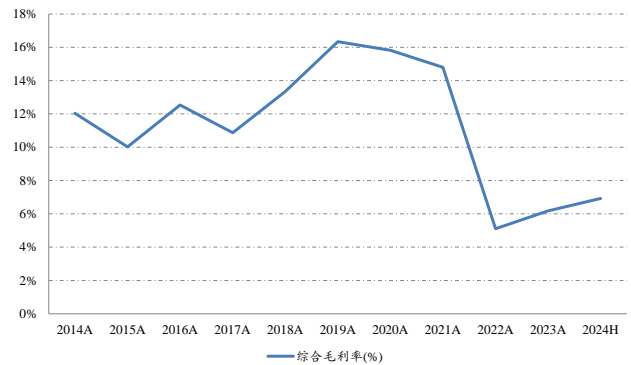
资料来源：中原证券研究所，wind

图 3：公司分业务毛利率



资料来源：中原证券研究所，wind

图 4：公司综合毛利率



资料来源：中原证券研究所，wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,824	3,582	3,936	4,467	5,137
现金	594	703	899	1,204	1,484
应收票据及应收账款	489	402	604	617	695
其他应收款	564	536	522	555	626
预付账款	282	180	258	258	290
存货	1,428	1,380	1,279	1,433	1,612
其他流动资产	466	381	373	401	429
非流动资产	3,844	4,275	4,174	4,079	3,977
长期投资	283	255	242	252	262
固定资产	2,486	2,674	2,835	2,761	2,667
无形资产	396	503	493	503	513
其他非流动资产	678	843	604	564	534
资产总计	7,668	7,857	8,109	8,547	9,113
流动负债	2,740	3,035	3,273	3,493	3,791
短期借款	1,115	1,356	1,456	1,556	1,656
应付票据及应付账款	1,026	572	704	731	822
其他流动负债	600	1,108	1,114	1,207	1,314
非流动负债	1,248	1,061	974	1,029	1,084
长期借款	1,084	894	814	864	914
其他非流动负债	164	167	160	165	170
负债合计	3,989	4,097	4,247	4,522	4,875
少数股东权益	108	61	61	61	61
股本	470	470	470	470	470
资本公积	1,582	1,465	1,475	1,475	1,475
留存收益	1,887	1,927	2,096	2,259	2,472
归属母公司股东权益	3,571	3,700	3,801	3,964	4,177
负债和股东权益	7,668	7,857	8,109	8,547	9,113

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	274	543	632	509	489
净利润	-133	46	206	243	293
折旧摊销	253	280	284	279	288
财务费用	65	106	82	82	85
投资损失	22	0	10	11	13
营运资金变动	-67	121	44	-108	-191
其他经营现金流	134	-9	6	1	1
投资活动现金流	-346	-437	-199	-197	-199
资本支出	-589	-547	-201	-171	-171
长期投资	243	46	13	-10	-10
其他投资现金流	0	64	-11	-16	-18
筹资活动现金流	-65	140	-245	23	20
短期借款	181	241	100	100	100
长期借款	-72	-190	-80	50	50
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-116	10	0	0
其他筹资现金流	-174	206	-275	-127	-130
现金净增加额	-127	263	196	305	280

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,235	9,612	9,889	11,108	12,518
营业成本	10,661	9,018	9,210	10,315	11,606
营业税金及附加	32	35	37	41	46
营业费用	67	55	56	63	71
管理费用	191	219	227	255	288
研发费用	128	95	98	110	124
财务费用	69	108	35	53	53
资产减值损失	-101	-10	0	0	0
其他收益	36	48	59	67	75
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-29	-10	-10	-11	-13
资产处置收益	14	1	0	0	0
营业利润	-46	114	276	325	392
营业外收入	1	4	1	1	1
营业外支出	2	1	2	2	2
利润总额	-47	116	275	324	391
所得税	86	71	69	81	98
净利润	-133	46	206	243	293
少数股东损益	-63	-42	0	0	0
归属母公司净利润	-70	88	206	243	293
EBITDA	343	512	593	656	732
EPS (元)	-0.15	0.19	0.44	0.52	0.62

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	0.30	-14.45	2.88	12.33	12.70
营业利润 (%)	-104.38	347.51	141.94	17.83	20.51
归属母公司净利润 (%)	-108.79	225.62	134.52	17.90	20.58
获利能力					
毛利率 (%)	5.11	6.18	6.87	7.13	7.28
净利率 (%)	-0.62	0.91	2.08	2.19	2.34
ROE (%)	-1.96	2.38	5.42	6.13	7.01
ROIC (%)	4.12	1.39	3.53	4.10	4.58
偿债能力					
资产负债率 (%)	52.02	52.14	52.38	52.91	53.50
净负债比率 (%)	108.41	108.94	109.98	112.35	115.04
流动比率	1.40	1.18	1.20	1.28	1.35
速动比率	0.69	0.57	0.64	0.70	0.76
营运能力					
总资产周转率	1.40	1.24	1.24	1.33	1.42
应收账款周转率	17.95	21.57	19.66	18.19	19.07
应付账款周转率	17.63	25.23	24.71	23.86	25.41
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.15	0.19	0.44	0.52	0.62
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.58	1.15	1.34	1.08	1.04
每股净资产 (最新摊薄)	7.59	7.86	8.08	8.43	8.88
估值比率					
P/E	—	42.45	18.10	15.35	12.73
P/B	1.04	1.01	0.98	0.94	0.89
EV/EBITDA	22.34	13.90	9.35	8.23	7.21

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。