

# 卓越新能 (688196.SH)

## 5万吨天然脂肪醇项目投产，生物柴油出海前景广阔

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 杨林  
证券分析师： 薛聪

010-88005379  
010-88005107

### ◆ 基础化工 · 化学制品

yanglin6@guosen.com.cn  
xuecong@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980520120002  
执证编码：S0980520120001

### 事项：

公司公告：2025年4月14日，公司公告“年产5万吨天然脂肪醇项目”投产。

### 国信化工观点：

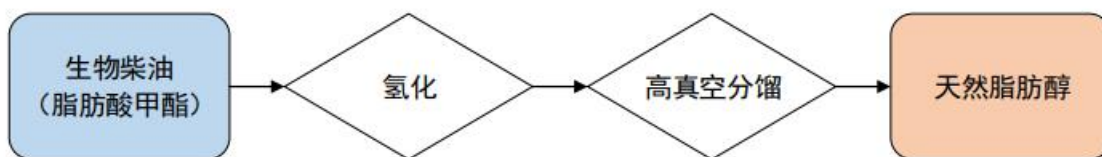
- 1) 公司“年产5万吨天然脂肪醇项目”投产，有望大幅增厚公司业绩。**公司采用脂肪酸甲酯加氢工艺技术制备天然脂肪醇，已完成装置联动调试和投料试产工作，产品的各项技术指标符合国家标准。天然脂肪醇作为生物基表面活性剂主要原料之一，可广泛应用于洗涤剂、化妆品、医药等领域，该项目投产将进一步拓展公司生物柴油在生物基化学品领域的应用，实现了国产替代。脂肪醇传统原料为棕榈仁油，目前价格2100美元/吨，公司原料为废弃油脂，原料价格在1000-1300美元/吨，根据单耗测算，成本优势在5000元/吨以上，二季度有望增厚公司利润，公司计划根据产线运行情况和市场需求择机扩大产能；
- 2) 一代生物柴油供需格局好转，公司2024年利润触底回升。**2023年12月欧盟委员会对原产于中国的生物柴油发起反倾销调查，并于2025年2月作出反倾销肯定性终裁，征收10.0%—35.6%反倾销税。我国90%以上的一代生物柴油出口欧盟，出口量由2023年初超过20万吨/月下降至目前6-7万吨/月。2024年以来，公司的出口模式主要通过荷兰卓越公司在欧洲以当地价格直接销售生物柴油，目前国内主要产能仅有公司维持满负荷开工。根据公司业绩快报，2024全年营收36.1亿元(同比+28.4%)，归母净利润1.6亿元(同比+100.4%)，扣非归母净利润1.4亿元(同比+31.6%)。其中2024年第四季度营收为6.4亿元(同比+132.5%，环比-38.9%)，归母净利润为0.7亿元(同比+187.6%，环比+839.7%)。需求端欧盟车用混掺需求稳定，全球船燃新增需求不断增长，看好一代生物柴油价格回暖。
- 3) 公司规划产能出海，未来两年产能翻倍增长。**公司国内现有一代生物柴油产能50万吨/年，另有10万吨SAF产能有望于2025年下半年投产。公司未来在新加坡、泰国等地规划建设产线，新加坡一期10万吨/年一代生物柴油项目有望于2025年下半年投产，泰国30万吨/年一代生物柴油项目有望于2025-2026年建成，东南亚产能可以有效规避欧盟关税风险，增厚公司利润，公司远期在中东地区也有产能规划，有望达到130万吨生物柴油+10万吨脂肪醇+10万吨甘油的产能规模，长期成长性突出。
- 4) 根据公司业绩快报，以及脂肪醇项目投产情况，我们上调公司2024-2026年归母净利润至1.6/4.4/6.0亿元(前值为1.5/3.2/4.2亿元)，对应EPS为1.31/3.63/4.98元，对应PE为34/12/9x，维持“优于大市”评级。**

## 评论：

### ◆ 公司“年产5万吨天然脂肪醇项目”投产，有望大幅增厚公司业绩

公司采用脂肪酸甲酯加氢工艺技术制备天然脂肪醇，已完成装置联动调试和投料试产工作，产品的各项技术指标符合国家标准。天然脂肪醇作为生物基表面活性剂主要原料之一，可广泛应用于洗涤剂、化妆品、医药等领域，该项目投产将进一步拓展公司生物柴油在生物基化学品领域的应用，实现国产替代。

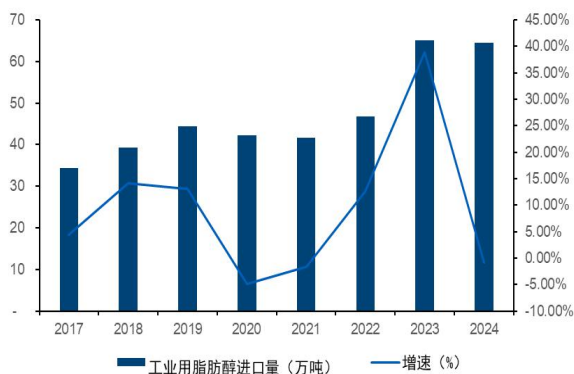
图1：天然脂肪醇生产工艺流程



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

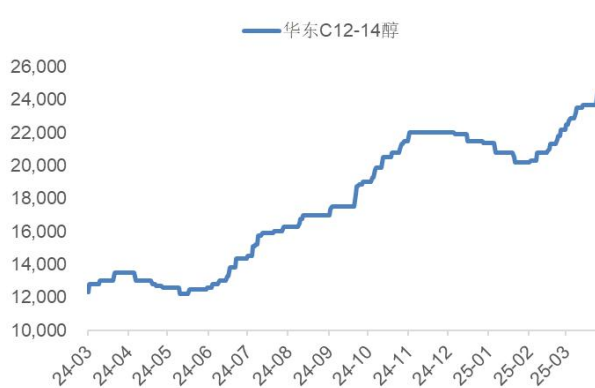
根据卓创资讯数据，2024年我国脂肪醇产能为62万吨，产量为42.9万吨，进口量57.5万吨，表观消费量为100.0万吨。脂肪醇按照碳链长端可分为短碳醇（C10及以下醇）、中碳醇（C12-14醇）和长碳醇（C16及以上醇）。其中中碳醇传统原料为棕榈仁油，由于棕榈仁油产量缩减及库存低位，导致棕榈仁油价格持续高位，目前价格2050-2100美元/吨，较去年同期上涨约800美元/吨；同时脂肪醇由于检修供应缩紧，目前价格24000-24500元/吨，较去年同期上涨约10000元/吨。公司原料为废弃油脂，原料价格在1000-1300美元/吨，其中长碳部分可用于生产生物柴油，中碳部分可用于生产脂肪醇，中碳脂肪醇成本优势突出，项目投产后有望大幅增厚公司业绩。同时，公司计划根据脂肪醇产线运行情况和市场需求择机扩大产能。

图2：中国工业用脂肪醇进口量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图3：华东中碳脂肪醇价格（元/吨）

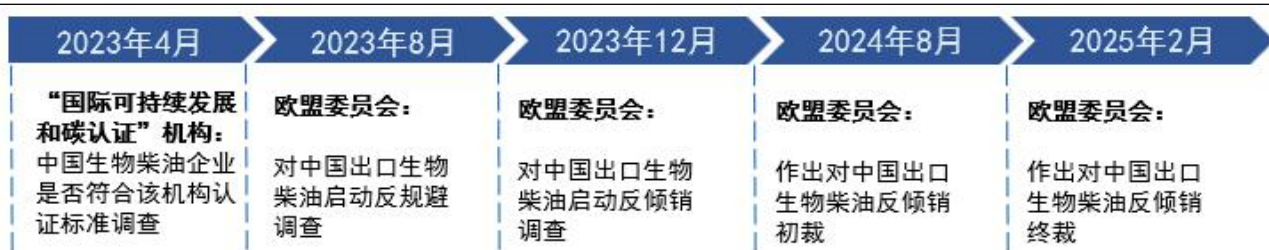


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

### ◆ 一代生物柴油供需格局好转，公司2024年利润触底回升

2023年12月欧盟委员会对原产于中国的生物柴油发起反倾销调查，并于2025年2月作出反倾销肯定性终裁，征收10.0%—35.6%反倾销税。我国90%以上的一代生物柴油出口欧盟，出口量由2023年初超过20万吨/月下降至目前6-7万吨/月。2024年以来，公司的出口模式主要通过荷兰卓越公司在欧洲以当地价格直接销售生物柴油，目前国内主要产能仅有公司维持满负荷开工。

图4: 近年来欧盟对中国生物柴油调查情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 中国一代生物柴油年出口量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图6: 中国一代生物柴油月度出口量



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

根据公司业绩快报，2024 全年营收 36.1 亿元（同比+28.4%），归母净利润 1.6 亿元（同比+100.4%），扣非归母净利润 1.4 亿元（同比+31.6%）。其中 2024 年第四季度营收为 6.4 亿元（同比+132.5%，环比-38.9%），归母净利润为 0.7 亿元（同比+187.6%，环比+839.7%）。我们认为国内一代生物柴油行业已经经历产能出清，需求端欧盟车用混掺需求稳定，全球船燃新增需求不断增长，看好一代生物柴油价格回暖。

图7: 卓越新能营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8: 卓越新能归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 公司规划产能出海，未来两年产能翻倍增长

公司国内现有 UCOME 产能 50 万吨/年，另有 10 万吨 SAF 产能有望于 2025 年下半年投产。公司未来在新加坡、泰国等地规划建设产线，新加坡一期 10 万吨/年项目有望于 2025 年下半年投产，泰国 30 万吨/年项目有望于 2025-2026 年建成，东南亚产能可以有效规避欧盟关税风险，增厚公司利润，公司远期在中东地区也有产能规划，有望达到 130 万吨生物柴油+10 万吨脂肪醇+10 万吨甘油的产能规模，长期成长性突出。

表1: 公司目前产能及未来产能布局 (万吨/年)

主要产品	地区	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026	远期规划
酯基生物柴油 UCOME	国内	50	50	50	50	50	50	50
	新加坡	-	-	-	10	10	30	30
	泰国	-	-	-	-	30	30	30
	中东	-	-	-	-	-	-	20
	<b>合计</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>90</b>	<b>110</b>	<b>130</b>
烃基生物柴油 HVO/SAF	国内	-	-	10	10	10	10	20
天然脂肪醇	国内	-	-	5	5	5	5	10
工业甘油	国内	3	3	3	3	3	3	3
环保型增塑剂	国内	4	4	4	4	4	4	4

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 投资建议

根据公司业绩快报, 以及脂肪醇项目投产情况, 我们上调公司 2024-2026 年归母净利润至 1.6/4.4/6.0 亿元 (前值为 1.5/3.2/4.2 亿元), 对应 EPS 为 1.31/3.63/4.98 元, 对应 PE 为 34/12/9x, 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EPS (元)	PE			PB 2024E			
				2023	2024E	2025E				
688196.SH	卓越新能	优于大市	44.20	0.66	1.31	3.63	51.2	33.8	12.2	1.9

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 数据截至 2025 年 4 月 14 日)

### ◆ 风险提示:

生物柴油价格大幅下跌的风险, 欧盟生物柴油需求不及预期的风险, 欧盟、中国生物柴油政策变化的风险。

### 相关研究报告：

《卓越新能（688196.SH）-四季度业绩恢复增长，看好未来可持续航空燃料（SAF）长期发展》——2025-01-16

《卓越新能（688196.SH）-生物柴油底部已过，看好公司长期成长》——2023-08-16

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	723	274	3000	2000	2000	营业收入	4345	2812	3611	5481	7745
应收款项	28	41	198	300	424	营业成本	3835	2595	3414	4913	6898
存货净额	473	930	556	802	1131	营业税金及附加	48	31	40	58	81
其他流动资产	7	26	25	38	54	销售费用	26	41	43	66	93
<b>流动资产合计</b>	<b>1922</b>	<b>1349</b>	<b>3879</b>	<b>3241</b>	<b>3709</b>	管理费用	36	48	47	70	81
固定资产	688	725	859	1026	1137	研发费用	201	149	126	219	271
无形资产及其他	103	100	97	94	91	财务费用	(76)	(43)	(36)	(63)	(50)
投资性房地产	273	892	892	892	892	投资收益	(51)	(44)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	41	24	16	61	16
<b>资产总计</b>	<b>2985</b>	<b>3066</b>	<b>5728</b>	<b>5254</b>	<b>5830</b>	其他收入	(19)	(42)	54	(39)	(31)
短期借款及交易性金融负债	66	41	2765	1899	1940	营业利润	448	79	162	449	616
应付款项	55	35	28	40	57	营业外净收支	(1)	(2)	0	0	0
其他流动负债	26	19	69	100	141	<b>利润总额</b>	<b>447</b>	<b>77</b>	<b>162</b>	<b>449</b>	<b>616</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>147</b>	<b>96</b>	<b>2862</b>	<b>2040</b>	<b>2138</b>	所得税费用	(4)	(2)	5	13	18
长期借款及应付债券	0	240	10	10	10	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	55	50	50	50	50	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>452</b>	<b>79</b>	<b>157</b>	<b>436</b>	<b>597</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>55</b>	<b>290</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>202</b>	<b>386</b>	<b>2922</b>	<b>2100</b>	<b>2198</b>	净利润	452	79	157	436	597
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	40	(16)	7	6	4
股东权益	2784	2680	2806	3154	3632	折旧摊销	55	69	78	93	105
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2985</b>	<b>3066</b>	<b>5728</b>	<b>5254</b>	<b>5830</b>	公允价值变动损失	(41)	(24)	(16)	(61)	(16)
关键财务与估值指标						财务费用	(76)	(43)	(36)	(63)	(50)
每股收益	3.76	0.66	1.31	3.63	4.98	营运资本变动	780	(1156)	268	(314)	(407)
每股红利	1.16	1.60	0.26	0.73	1.00	其它	(40)	16	(7)	(6)	(4)
每股净资产	23.20	22.34	23.38	26.29	30.27	<b>经营活动现金流</b>	<b>1246</b>	<b>(1032)</b>	<b>487</b>	<b>154</b>	<b>280</b>
ROIC	18%	4%	2%	7%	11%	资本开支	0	(110)	(201)	(201)	(201)
ROE	16%	3%	6%	14%	16%	其它投资现金流	(530)	613	(22)	0	0
毛利率	12%	8%	5%	10%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(530)</b>	<b>503</b>	<b>(223)</b>	<b>(201)</b>	<b>(201)</b>
EBIT Margin	5%	-2%	-2%	3%	4%	权益性融资	(58)	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	1%	1%	5%	5%	负债净变化	0	240	(230)	0	0
收入增长	41%	-35%	28%	52%	41%	支付股利、利息	(139)	(192)	(31)	(87)	(119)
净利润增长率	31%	-83%	100%	178%	37%	其它融资现金流	18	(15)	2723	(866)	41
资产负债率	7%	13%	51%	40%	38%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(318)</b>	<b>81</b>	<b>2462</b>	<b>(953)</b>	<b>(79)</b>
息率	2.6%	3.6%	0.6%	1.6%	2.3%	<b>现金净变动</b>	<b>397</b>	<b>(449)</b>	<b>2726</b>	<b>(1000)</b>	<b>0</b>
P/E	11.7	67.5	33.8	12.2	8.9	货币资金的期初余额	325	723	274	3000	2000
P/B	1.9	2.0	1.9	1.7	1.5	货币资金的期末余额	723	274	3000	2000	2000
EV/EBITDA	21.6	322.2	453.1	29.8	17.6	企业自由现金流	0	(1249)	87	(271)	(192)
						权益自由现金流	0	(1024)	2615	(1076)	(103)

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