

山高环能 (000803.SZ)

优于大市

经营拐点显现，25Q1 归母净利同比增长 222%

核心观点

油脂销售结构改善,2024年收入有所下滑。2024年公司实现营业收入 14.49 亿元，同比下降 31%。其中工业级混合油业务收入 8.21 亿，同比下降 42.5%；环保无害化处理业务收入 3.13 亿，同比增长 7.1%；供暖业务收入 3.06 亿，同比增长 4%；节能环保装备业务收入 0.58 亿，同比下滑 -93.2%。收入下滑主要系公司控制风险主动压缩外购油脂贸易销售业务，提升自产油脂占比所致。2025 年一季度公司实现营业收入 4.34 亿元，同比去年稳健增长 4.21%。

非经营事项对 2024 年归母净利影响较大，2025Q1 业绩大幅增长。2024 年公司实现归母净利 1304 万元，同比增长 47.3%，经营状况有所改善。报告期内有多项非经营事项扰动业绩：1) 消化历史遗留联优诉讼事项，计提营业外支出 3924 万元；2) 消化其他历史遗留低效资产计提减值 3506.28 万元；3) 天津碧海项目《股权收购补充协议》中业绩对赌解除收益 4625 万元。2025 年一季度，公司实现归母净利润 2827 万元，同比增长 222%，超过去年全年。

毛利率提升，财务费用明显下降。2024 年公司综合毛利率 19.21%，同比提升 4.5pct。其中工业级混合油业务毛利率提升 7.98pct 至 20.11%，主要系毛利率较高的自产油脂业务占比上升所致；环保无害化处理业务毛利率提升 2.89pct 至 15.92%；供暖业务毛利率提升 0.25pct 至 20.98%。2024 年公司资产负债率下降 1.02pct 至 72.27%，财务费用较 2023 年下降 0.28 亿元至 1.24 亿元。

产能有序扩张。公司运营餐厨项目产能已达 5490 吨/日（包含新收购项目及托管项目，郑州、株洲项目尚未完成股权交割），较 2023 年提升 860 吨/日，未来公司将通过招投标、收购等方式持续提升产能规模。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额 3.74 亿元，为产能扩张提供有力支撑。

风险提示：产能扩张不及预期风险；UCO 出口价格波动风险；欧盟 SAF 政策调整风险；汇率波动风险。

投资建议：小幅上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司 25Q1 业绩略超预期，我们小幅上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 0.88/1.25/1.45 亿元（2025-2026 原值为 0.83、1.23 亿元），同比增速 576.3%/41.3%/16.1%，当前股价对应 PE=29/21/18x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,101	1,449	1,631	1,724	1,818
(+/-%)	17.3%	-31.0%	12.5%	5.7%	5.5%
归母净利润(百万元)	9	13	88	125	145
(+/-%)	-89.6%	47.3%	576.3%	41.3%	16.1%
每股收益(元)	0.02	0.03	0.19	0.26	0.31
EBIT Margin	7.8%	8.8%	13.4%	15.1%	16.0%
净资产收益率 (ROE)	0.6%	0.9%	5.9%	8.0%	8.7%
市盈率 (PE)	301.6	202.2	29.9	21.2	18.2
EV/EBITDA	21.1	19.6	16.4	14.5	13.4
市净率 (PB)	1.89	1.85	1.77	1.68	1.59

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

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰
021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师：郑汉林
0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

证券分析师：刘汉轩
010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

联系人：崔佳诚
021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.60 元
总市值/流通市值	2638/2575 百万元
52 周最高价/最低价	6.69/3.05 元
近 3 个月日均成交额	68.00 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

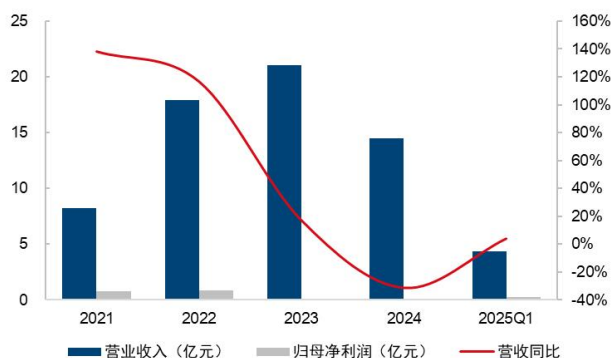
相关研究报告

《山高环能 (000803.SZ) - SAF 大规模应用渐行渐近，核心原材料供应商率先受益》——2024-12-12

油脂销售结构改善, 2024 年收入有所下滑。2024 年公司实现营业收入 14.49 亿元, 同比下降 31%。其中工业级混合油业务收入 8.21 亿, 同比下降 42.5%; 环保无害化处理业务收入 3.13 亿, 同比增长 7.1%; 供暖业务收入 3.06 亿, 同比增长 4%; 节能环保装备业务收入 0.58 亿, 同比下滑-93.2%。收入下滑主要系公司控制风险主动压缩外购油脂贸易销售业务, 提升自产油脂占比所致。2025 年一季度公司实现营业收入 4.34 亿元, 同比去年稳健增长 4.21%。

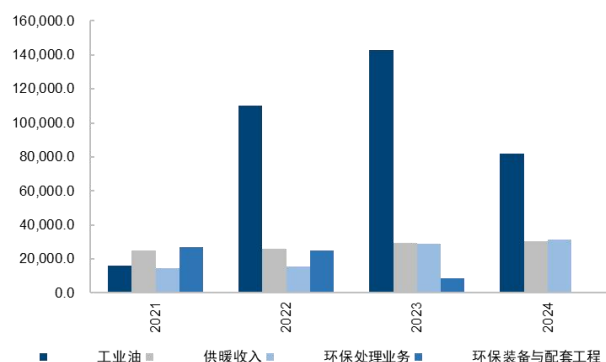
非经营事项对 2024 年归母净利影响较大, 2025Q1 业绩大幅增长。2024 年公司实现归母净利 1304 万元, 同比增长 47.3%, 经营状况有所改善。报告期内有多项非经营事项扰动业绩: 1) 消化历史遗留联优诉讼事项, 计提营业外支出 3924 万元; 2) 消化其他历史遗留低效资产计提减值 3506.28 万元; 3) 天津碧海项目《股权收购补充协议》中业绩对赌解除收益 4625 万元。2025 年一季度, 公司实现归母净利润 2827 万元, 同比增长 222%, 超过去年全年。

图1: 山高环能收入及增速和归母净利情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

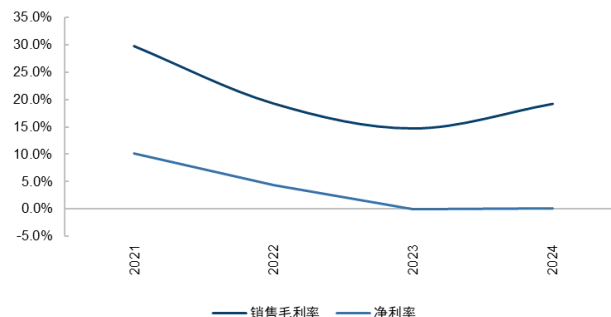
图2: 山高环能各个板块收入拆分情况 (单位: 万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

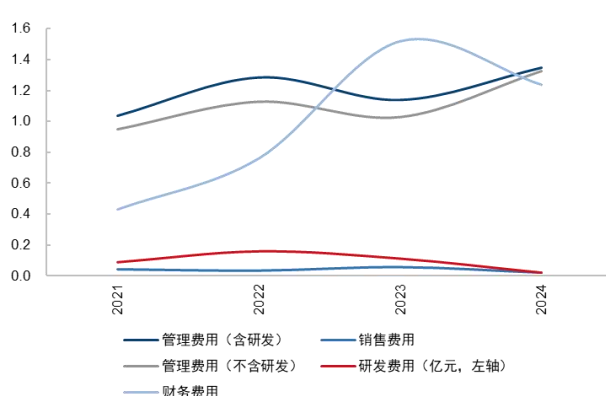
毛利率提升, 财务费用明显下降。2024 年公司综合毛利率 19.21%, 同比提升 4.5pct。其中工业级混合油业务毛利率提升 7.98pct 至 20.11%, 主要系毛利率较高的自产油脂业务占比上升所致; 环保无害化处理业务毛利率提升 2.89pct 至 15.92%; 供暖业务毛利率提升 0.25pct 至 20.98%。2024 年公司资产负债率下降 1.02pct 至 72.27%, 财务费用较 2023 年下降 0.28 亿元至 1.24 亿元。

图3: 山高环能毛利率&净利率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 山高环能各项费绝对值情况 (单位: 亿元)

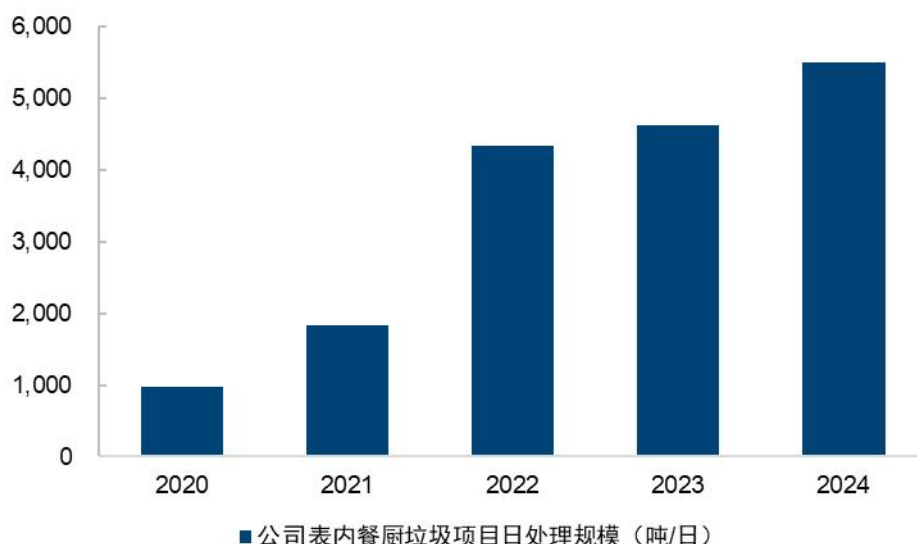


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流改善

产能有序扩张。公司运营餐厨项目产能已达 5490 吨/日（包含新收购项目及托管项目，郑州、株洲项目尚未完成股权交割），较 2023 年提升 860 吨/日，未来公司将通过招投标、收购等方式持续提升产能规模。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额 3.74 亿元，为产能扩张提供有力支撑。

图5：2020-2024 公司餐厨垃圾处理产能变化情况



资料来源：公司年报，Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：小幅上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司 25Q1 业绩略超预期，我们小幅上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 0.88/1.25/1.45 亿元（2025-2026 原值为 0.83、1.23 亿元），同比增速 576.3%/41.3%/16.1%，当前股价对应 PE=29/21/18x，维持“优于大市”评级。

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	252	178	350	419	612	营业收入	2101	1449	1631	1724	1818
应收款项	379	354	399	422	445	营业成本	1792	1171	1277	1324	1385
存货净额	49	51	55	56	58	营业税金及附加	14	12	11	13	14
其他流动资产	192	161	181	191	202	销售费用	6	2	4	4	4
流动资产合计	872	744	985	1088	1316	管理费用	114	135	118	120	122
固定资产	1204	1157	1450	1723	1906	研发费用	11	2	2	3	3
无形资产及其他	2275	2181	2094	2008	1922	财务费用	152	124	118	115	121
投资性房地产	1017	1054	1054	1054	1054	投资收益	1	(0)	0	0	0
长期股权投资	29	67	67	67	67	资产减值及公允价值变动	6	(28)	0	0	0
资产总计	5397	5203	5650	5941	6266	其他收入	(0)	24	(2)	(3)	(3)
短期借款及交易性金融负债	974	1248	1373	1510	1661	营业利润	30	1	100	145	170
应付款项	302	270	292	298	307	营业外净收支	(4)	6	10	10	10
其他流动负债	580	481	521	532	548	利润总额	25	7	110	155	180
流动负债合计	1857	1999	2186	2340	2516	所得税费用	28	5	16	23	27
长期借款及应付债券	945	979	1179	1229	1279	少数股东损益	(11)	(10)	5	7	8
其他长期负债	1154	782	782	782	782	归属于母公司净利润	9	13	88	125	145
长期负债合计	2099	1761	1961	2011	2061	现金流量表（百万元）					
负债合计	3955	3760	4147	4351	4577	净利润	9	13	88	125	145
少数股东权益	26	14	17	22	27	资产减值准备	32	(12)	6	11	7
股东权益	1416	1429	1486	1567	1661	折旧摊销	149	200	197	221	248
负债和股东权益总计	5397	5203	5650	5941	6266	公允价值变动损失	(6)	28	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	152	124	118	115	121
每股收益	0.02	0.03	0.19	0.26	0.31	营运资本变动	(400)	(499)	(1)	(6)	(4)
每股红利	0.28	0.26	0.07	0.09	0.11	其它	122	101	(3)	(6)	(1)
每股净资产	2.97	3.03	3.16	3.33	3.53	经营活动现金流	(93)	(169)	288	344	394
ROIC	-0.24%	1.14%	4%	5%	5%	资本开支	0	(6)	(409)	(420)	(352)
ROE	0.63%	0.91%	6%	8%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	15%	19%	22%	23%	24%	投资活动现金流	62	(44)	(409)	(420)	(352)
EBIT Margin	8%	9%	13%	15%	16%	权益性融资	4	2	0	0	0
EBITDA Margin	15%	23%	25%	28%	30%	负债净变化	279	34	200	50	50
收入增长	17%	-31%	13%	6%	5%	支付股利、利息	(133)	(125)	(31)	(44)	(51)
净利润增长率	-90%	47%	576%	41%	16%	其它融资现金流	(211)	319	125	137	151
资产负债率	74%	73%	74%	74%	73%	融资活动现金流	87	139	294	144	150
股息率	5.0%	4.7%	1.2%	1.7%	1.9%	现金净变动	56	(74)	172	69	193
P/E	301.6	202.2	29.9	21.2	18.2	货币资金的期初余额	196	252	178	350	419
P/B	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	252	178	350	419	612
EV/EBITDA	21.1	19.6	16.4	14.5	13.4	企业自由现金流	0	(260)	(28)	17	140
						权益自由现金流	0	93	196	106	238

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