

山高环能（000803）

证券研究报告
2025 年 07 月 16 日

25H1 预告高增长，下游 SAF 需求增长带动 UCO 价格上涨

事件：公司发布 2025 年半年度业绩预告，25H1，公司实现归母净利润 0.4-0.45 亿元，比上年同期上升 214.28%-228.56%；扣非后净利润 0.36-0.41 亿元，比上年同期上升 2116.34%-2424.16%；基本 EPS 为 0.09-0.1 元/股，较上年同期扭亏。

1、2025 年来，公司业绩持续向好，UCO 产量提升、价格上涨

25Q1，公司实现归母净利润 0.28 亿元，同比增 222.23%；根据 25H1 业绩预告计算单 Q2，公司实现归母净利润预计在 0.12-0.17 亿元，较上年同期的-0.44 亿元实现扭亏。公司 25H1 业绩实现增长的主要原因为：1）公司持续推进降本增效专项工作，餐厨垃圾收运处置量及油脂产量提升，付现成本下降；2）受欧盟 SAF 强制添加政策等因素影响，本期工业级混合油市场价格较上期有所上涨；3）上年同期发生的北京联优诉讼案件计提大额预计负债，本期无大额预计负债计提。

2、可持续航空燃料 SAF 国内外需求增长，为 UCO 价格带来较强支撑

国际来看，2025 年 1 月起，欧盟及英国 SAF 强制性添加需求落地，根据 2%的添加比例测算，全年或可带来约 180 万吨 UCO 增量需求；**国内来看**，目前我国 SAF 行业处于有序试点阶段，2024 年 9 月开始 4 个机场共计 12 个航班常态化加注 SAF，2025 年 3 月以来试点范围扩大至 4 个机场所有航班。4 月交通运输部等十部门发布关于推动交通运输与能源融合发展的指导意见，提出持续提升交通运输绿色燃料供应能力，推动建设一批绿色燃料生产基地，反映国家对生物燃料发展的积极支持态度。此外，中国是国际民航组织成员国，根据国际航空业碳抵消和减排机制，2027 年起所有成员国将参与抵消机制，因此预计十五五期间国内 SAF 需求将迈上新台阶。

国内外 SAF 需求的增长为公司主营产品 SAF 原料 UCO 价格带来较强支撑，25Q1，公司 UCO 含税销售均价已同比上涨 376.3 元/吨。根据公司 5 月 22 日发布的投资者关系活动记录表：**展望后市，公司谨慎乐观地认为 UCO 价格具有较强支撑**。订单方面，作为行业龙头，有较多国内外知名生物燃料企业在和公司接洽询单，当前订单充裕。

3、盈利预测&投资建议：根据 2023-2024 年公司公告，考虑到公司未来仍以发展自身的餐厨垃圾处理业务作为 UCO 的主要来源，我们将不再对油脂贸易板块进行预测，因此调整盈利预测：**预计 2025-27 年，公司实现营收 14.11/ 16.51/ 18.88 亿元（25 年前值：39.04 亿元），同比增长-2.62%/ 17%/ 14.36%；归母净利润 1.00/ 1.58/ 2.21 亿元（25 年前值：1.46 亿元），同比增长 668.27%/ 57.94%/ 39.45%，对应 PE 分别为 34/21/15x，上调评级为“买入”。**

风险提示：SAF 相关政策不及预期；餐厨项目进展不及预期；UCO 产能扩张不及预期；业绩预告为初步核算数据，请以中报为准。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,101.41	1,449.07	1,411.08	1,650.96	1,888.04
增长率(%)	17.34	(31.04)	(2.62)	17.00	14.36
EBITDA(百万元)	398.06	352.80	464.68	599.10	680.65
归属母公司净利润(百万元)	8.85	13.04	100.16	158.20	220.61
增长率(%)	(89.58)	47.30	668.27	57.94	39.45
EPS(元/股)	0.02	0.03	0.21	0.34	0.47
市盈率(P/E)	385.79	257.57	33.53	21.23	15.22
市净率(P/B)	2.41	2.35	2.20	1.99	1.76
市销率(P/S)	1.62	2.32	2.38	2.03	1.78
EV/EBITDA	10.19	11.34	9.86	7.39	5.69

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	7.13 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	470.99
流通 A 股股本(百万股)	459.79
A 股总市值(百万元)	3,358.15
流通 A 股市值(百万元)	3,278.29
每股净资产(元)	3.09
资产负债率(%)	72.06
一年内最高/最低(元)	7.36/3.05

作者

吴立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
戴飞	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060004	
daifei@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《山高环能-公司点评:废弃物能源化加速推进，餐厨垃圾处理龙头一马当先》 2024-04-10
- 《山高环能-公司点评:加速布局生物柴油全产业链，有望率先受益全球航空/航海需求崛起》 2022-10-10
- 《北清环能-公司点评:22H1 业绩继续高增长，受益“双碳”时代可再生能源需求增加》 2022-07-13

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	252.17	178.26	695.57	805.99	1,342.00
应收票据及应收账款	325.65	311.25	281.82	347.87	298.81
预付账款	27.94	13.55	21.16	14.93	21.49
存货	49.31	50.62	34.19	55.48	36.83
其他	216.96	190.31	155.18	161.64	149.66
流动资产合计	872.02	743.99	1,187.91	1,385.90	1,848.80
长期股权投资	29.09	66.96	66.96	66.96	66.96
固定资产	593.25	967.86	874.98	934.06	750.24
在建工程	610.90	189.20	149.40	127.05	117.79
无形资产	2,280.38	2,185.18	2,080.55	1,975.91	1,871.28
其他	1,011.61	1,049.85	1,020.06	1,003.59	987.13
非流动资产合计	4,525.22	4,459.05	4,191.94	4,107.57	3,793.39
资产总计	5,397.25	5,203.03	5,379.85	5,493.47	5,642.19
短期借款	512.94	881.79	1,000.00	950.00	925.00
应付票据及应付账款	302.46	270.37	261.43	356.33	345.98
其他	1,041.22	846.82	916.91	932.43	1,000.89
流动负债合计	1,856.61	1,998.98	2,178.34	2,238.76	2,271.87
长期借款	945.06	978.76	975.00	970.00	965.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,153.81	782.28	682.28	582.28	482.28
非流动负债合计	2,098.87	1,761.04	1,657.28	1,552.28	1,447.28
负债合计	3,955.49	3,760.02	3,835.62	3,791.04	3,719.15
少数股东权益	25.99	14.20	14.37	14.37	14.37
股本	476.70	470.85	470.99	470.99	470.99
资本公积	1,018.90	991.71	991.69	991.69	991.69
留存收益	(21.02)	(7.98)	92.19	250.39	471.00
其他	(58.81)	(25.77)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
股东权益合计	1,441.76	1,443.01	1,544.23	1,702.43	1,923.04
负债和股东权益总计	5,397.25	5,203.03	5,379.85	5,493.47	5,642.19

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(2.20)	2.61	100.16	158.20	220.61
折旧摊销	163.35	216.24	227.31	287.90	287.72
财务费用	147.06	123.92	119.80	121.45	124.93
投资损失	(0.57)	0.37	(0.60)	(0.70)	(0.80)
营运资金变动	459.48	(390.09)	53.00	(56.52)	47.11
其它	3.22	420.84	(0.00)	0.00	0.00
经营活动现金流	770.35	373.89	499.68	510.33	679.56
资本支出	188.09	447.98	90.00	320.00	90.00
长期投资	(62.46)	37.87	0.00	0.00	0.00
其他	(907.66)	(845.96)	(78.40)	(538.30)	(78.20)
投资活动现金流	(782.04)	(360.11)	11.60	(218.30)	11.80
债权融资	535.04	183.81	4.98	(181.62)	(155.35)
股权融资	5.81	(0.00)	1.05	0.00	0.00
其他	(481.67)	(310.99)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	59.18	(127.18)	6.03	(181.62)	(155.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	47.49	(113.40)	517.31	110.42	536.02

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,101.41	1,449.07	1,411.08	1,650.96	1,888.04
营业成本	1,792.36	1,170.69	1,062.71	1,207.67	1,343.77
营业税金及附加	13.76	12.45	9.17	10.57	11.89
销售费用	5.94	2.38	2.17	2.38	2.53
管理费用	113.70	134.53	107.15	121.55	135.99
研发费用	11.11	2.19	2.12	3.30	4.72
财务费用	151.98	123.90	119.80	121.45	124.93
资产/信用减值损失	(47.04)	(35.06)	(18.00)	(12.28)	(8.00)
公允价值变动收益	39.29	(1.64)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.57	(0.37)	0.60	0.70	0.80
其他	24.45	35.15	33.80	34.48	35.14
营业利润	29.82	1.03	124.36	206.94	292.15
营业外收入	19.48	54.19	10.19	5.00	3.00
营业外支出	23.82	47.96	1.00	1.00	1.00
利润总额	25.49	7.26	133.55	210.94	294.15
所得税	27.69	4.65	33.39	52.73	73.54
净利润	(2.20)	2.61	100.16	158.20	220.61
少数股东损益	(11.05)	(10.42)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	8.85	13.04	100.16	158.20	220.61
每股收益（元）	0.02	0.03	0.21	0.34	0.47

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	17.34%	-31.04%	-2.62%	17.00%	14.36%
营业利润	-71.82%	-96.56%	12011.46%	66.40%	41.18%
归属于母公司净利润	-89.58%	47.30%	668.27%	57.94%	39.45%
获利能力					
毛利率	14.71%	19.21%	24.69%	26.85%	28.83%
净利率	0.42%	0.90%	7.10%	9.58%	11.68%
ROE	0.63%	0.91%	6.55%	9.37%	11.56%
ROIC	-0.73%	1.67%	6.08%	8.95%	11.35%
偿债能力					
资产负债率	73.29%	72.27%	71.30%	69.01%	65.92%
净负债率	115.62%	141.96%	107.24%	87.25%	47.79%
流动比率	0.47	0.37	0.55	0.62	0.81
速动比率	0.44	0.35	0.53	0.59	0.80
营运能力					
应收账款周转率	4.99	4.55	4.76	5.24	5.84
存货周转率	19.74	29.00	33.28	36.82	40.91
总资产周转率	0.38	0.27	0.27	0.30	0.34
每股指标（元）					
每股收益	0.02	0.03	0.21	0.34	0.47
每股经营现金流	1.61	0.79	1.06	1.08	1.44
每股净资产	2.96	3.03	3.25	3.58	4.05
估值比率					
市盈率	385.79	257.57	33.53	21.23	15.22
市净率	2.41	2.35	2.20	1.99	1.76
EV/EBITDA	10.19	11.34	9.86	7.39	5.69
EV/EBIT	16.28	26.16	19.30	14.22	9.86

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com