

卓越新能(688196.SH)

国内酯基生柴龙头，脂肪醇放量驱动新增长

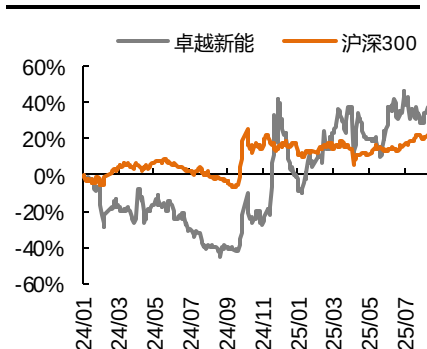
推荐（首次）

8 月 12 日：45.60 元

主要数据

行业	石油石化
公司网址	www.zyyny.com
大股东/持股	龙岩卓越投资有限公司/48.75%
实际控制人	叶活动,叶劲婧,罗春妹
总股本(百万股)	120
流通 A 股(百万股)	120
流通 B/H 股(百万股)	--
总市值(亿元)	55
流通 A 股市值(亿元)	55
每股净资产(元)	23.79
资产负债率(%)	21.51

行情走势图



证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号
S1060523110001
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号
S1060524070002
mashulei362@pingan.com.cn



平安观点：

■ **公司概况：**国内酯基生柴龙头，增产上量节奏向好。卓越新能成立于 2001 年，2019 年上交所科创板上市，是我国第一家从事废油脂制备生物柴油的技术研发并率先实现工业化生产的企业，也是目前国内产销规模最大的生物柴油企业；2009 年公司开始关注海外市场，产品向韩国和中国台湾出口；2016 年产品获 ISCC 认证，直销欧盟，连续多年位列全国生物柴油生产企业出口量第一。现有产能方面，截至 2024 年，公司生物柴油产能规模达 50 万吨、以一代酯基生物柴油为主，生物基材料产能规模达 14 万吨（生物酯增塑剂、工业甘油、环保型醇酸树脂、天然脂肪醇）；在建项目方面，公司年产 5 万吨天然脂肪醇项目于 2025 年 4 月正式投产，有望在 2025 年带来一定收入增量；年产 10 万吨烃基生物柴油项目（可根据需求灵活产出 HVO/SAF）于 2023Q3 启动建设，计划 2025 年 12 月投产，公司计划最终形成 20 万吨/年烃基生物柴油产能；此外，新加坡全资子公司年产 20 万吨生物柴油项目首期年产 10 万吨工程按计划逐步推进。

■ **核心优势：**逐步打通海外销售渠道，新产品投产有望驱动业绩增长。**销售渠道优势：**公司通过海外设立的子公司“荷兰卓越”“新加坡卓越”等积极开拓自主销售网络，推进产品在海外国家当地的生产经营，同时正在沙特、泰国等地初步布局，出口模式有望由客户在港口自提 FOB 结算的方式部分调整为在当地自主与客户进行交易，从而建立深度合作。**业务协同优势：**公司积极向下游衍生布局，具有副产品工业甘油和醇酸树脂以及下游衍生品生物酯增塑剂和天然脂肪醇产能能力，其中，工业甘油和脂肪醇受到原料棕榈油和棕榈仁油价格上涨推动市场行情较好，而公司利用废弃油脂酯化得到脂肪酸甲酯过程中的副产品混合物纯化精馏后制得工业甘油，脂肪酸甲酯加氢还原成的脂肪醇均具有低成本优势，2025 年新增 5 万吨/年脂肪醇项目放量有望成为公司主要的业绩增长点。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2812.3		4461	5469	6855
YOY(%)	-35.3	26.7	25.2	22.6	25.3
归母净利润(百万元)	79	149	357	469	581
YOY(%)	-82.6	89.6	139.5	31.3	24.1
毛利率(%)	7.7	7.1	11.6	12.5	12.9
净利率(%)	2.8	4.2	8.0	8.6	8.5
ROE(%)	2.9	5.3	11.9	14.3	16.0
EPS(摊薄/元)	0.66	1.24	2.97	3.90	4.85
P/E(倍)	69.6	36.7	15.3	11.7	9.4
P/B(倍)	2.0	2.0	1.8	1.7	1.5

- **行业层面：政策刺激需求释放，中国出口利空间渐出尽。欧盟：**2023 年新出台的 RED III 进一步要求可再生能源在欧盟总能源消耗中的占比提升至 42.5%，在交通运输部门的能源消费中占比提升至 29%，同时到 2030 年先进生物燃料 Part A 和非生物基可再生燃料 RFNBO 在运输能源消费中占比提升至 5.5%，同时随着二代生柴 HVO、SAF 在船燃和航空燃料中逐步渗透，欧盟生物柴油供需差有望再次走扩，其对我国 HVO 和 SAF 的需求量有望呈现增加态势。**中国：**国内需求方面，我国生物柴油消费量尚处较低水平，目前仅上海施行 B5 政策，仍以出口为主，据 ifind 数据，2024 年我国生物柴油产量和消费量分别为 303.5 万吨和 86.7 万吨，生柴消费量仅占交通运输用柴油总消费量的 0.7% 左右（据金联创），假设全国范围按照 B5 推广，将对应 600 万吨以上的较大市场空间；出口方面，自欧盟实施贸易保护措施后，2024 年我国生物柴油出口结构发生明显调整，向东南亚国家特别是作为全球贸易枢纽的港口所在地和中国香港等地的出口量和出口占比显著提增，此外，ISCC 原料审查、欧盟反规避审查+征收反倾销税等各项裁定均已落地，国内生物柴油市场价震荡回暖，出口价格也逐渐回升，且违规产能出清后，产业供应格局有望好转，集中度呈提升趋势。
- **盈利预测及投资建议：**卓越新能作为国内酯基生物柴油头部生产商，连续多年位列国内生柴企业产销量和出口量第一，2025 年 10 万吨/年烷基生物柴油项目和新加坡全资子公司首期年产 10 万吨酯基生物柴油有望新增投产，从而巩固公司龙头地位；同时，公司正积极在荷兰、新加坡等重要贸易港口所在地开拓自主销售网络，加快推进产品在海外国家当地的生产布局，致力于减小欧盟等地贸易保护措施带来的影响；此外，公司利用业务协同优势，衍生出生物酯增塑剂、工业甘油、醇酸树脂、脂肪醇等生物基材料，棕榈仁油价格上涨带动脂肪醇行情，公司 5 万吨/年脂肪醇有望在 2025 年新投产从而带来较好的业绩增量。综上，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 44.61、54.69、68.55 亿元，归母净利润分别为 3.57、4.69、5.81 亿元，对应 2025 年 8 月 12 日收盘价 PE 分别 15.3、11.7、9.4 倍。公司盈利情况相对稳健，一代酯基生物柴油生产规模领先、销售渠道多元，且开拓新产品，有效发挥业务协同优势，业绩有望逐步回暖，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、政策实施力度不及预期。若各国推进生物柴油使用的政策实施效果不佳，未如期完成目标掺配比例，需求端或难以实现预期中的增长，则公司业绩回升难度较大。2、欧美等国对我国生柴出口制裁再度加码的风险。若欧盟对我国生物柴油出口企业加征更高的反倾销税，或实施更为严格的原料审查等制裁措施，则可能再次冲击公司生物柴油产品出口。3、原材料价格大幅波动的风险。我国生物柴油原料依赖于餐废垃圾提炼的油脂 UCO，若后续随着 HVO/SAF 产能释放，对原料 UCO 的需求大幅增加，可能导致 UCO 短期供不应求从而大幅推高其价格，从而增大公司原料成本压力。4、产能大幅扩张后供应过剩的风险。我国生物柴油特别是二代的 HVO/SAF 在建产能规模较大，若后续产能集中释放，市场可能面临供应过剩的风险。

正文目录

一、 公司介绍：国内酯基生柴龙头，打通海外销售渠道.....6

1.1 公司概况：国内生物柴油龙头，出口多年保持第一6

1.2 产品结构：以生物柴油为主，增产上量节奏向好.....7

1.3 经营情况：打通海外销售渠道，量价逆市而增8

二、 行业层面：出口困境尾声，需求空间广阔.....13

2.1 欧盟：RED III 政策实施中，生柴供需差有望再次走扩..... 13

2.2 中国：出口利空消息渐出尽，供应格局逐步优化..... 15

三、 核心优势：布局新销售渠道，开拓新业务增量.....19

3.1 规模优势：连续多年位列国内生物柴油企业产销量和出口量第一 19

3.2 销售渠道优势：海外设立全资子公司，从港口贸易向当地自营布局 19

3.3 业务协同优势：积极向下游衍生布局，新产品投产有望带来业绩增量..... 21

四、 盈利预测及投资建议.....24

五、 风险提示26

图表目录

图表 1 公司发展历程 6

图表 2 公司股权结构（截至 2025 年一季报） 7

图表 3 公司产品制备流程 7

图表 4 公司生物柴油产能逐步提增 8

图表 5 公司营收及同比增速 9

图表 6 公司分产品营收（亿元） 9

图表 7 公司分产品毛利率 9

图表 8 2024 年公司分产品毛利构成 9

图表 9 公司国内外收入和同比增速 10

图表 10 公司国内外毛利润和毛利率 10

图表 11 公司生物柴油产销量及同比增速 10

图表 12 我国生物柴油出口量及 yoy 10

图表 13 公司生柴售价和我国生柴出口价（元/吨） 11

图表 14 2024 年公司生物柴油生产成本构成 11

图表 15 公司生物柴油单吨成本拆分和单吨毛利（元/吨） 11

图表 16 公司上游原料供应商结构 12

图表 17 我国餐余垃圾处理量和餐废油脂生产量 12

图表 18 公司期间费用率和销售净利率 12

图表 19 公司归母净利润及同比增速 12

图表 20 公司现金分红情况 13

图表 21 公司现金流情况（亿元） 13

图表 22 欧盟生物柴油产需和进出口量（百万升） 13

图表 23 2023 年欧盟液体生物燃料进口金额占比 13

图表 24 欧盟可再生能源指令 II 和 III 详细内容 14

图表 25 欧盟生物柴油的各类原料使用量（千公吨） 15

图表 26 不同原料生产的生物柴油较化石燃料减排情况 15

图表 27 中国生物柴油产量和消费量（千吨） 15

图表 28 中国生物柴油和废弃油脂 UCO 出口（万吨） 15

图表 29 中国出口到荷兰的生物柴油降幅显著 16

图表 30 2024 年中国生物柴油出口结构 16

图表 31 ISCC 和欧盟对我国生物柴油企业开展调查和征收反倾销税时间表 16

图表 32 欧盟对中国生物柴油征收反倾销税 16

图表 33 我国生物柴油向主要地区出口量（万吨） 17

图表 34 我国生物柴油出口到主要地区的占比 17

图表 35 我国生物柴油出口价格走势（美元/吨） 18

图表 36 我国 UCO 和生物柴油出口价及价差（美元/吨） 18

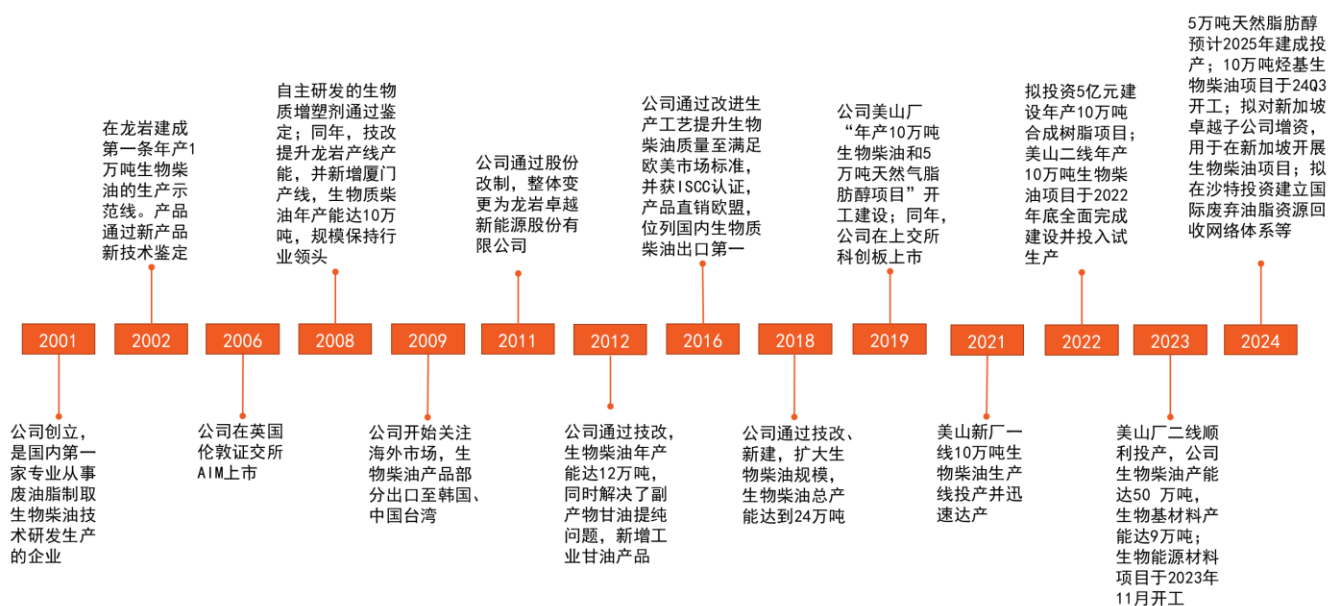
图表 37	我国生物柴油和废弃油脂、棕榈油等市场价格走势（元/吨）	18
图表 38	2022-2023 年我国生物柴油企业产能(万吨/年)	19
图表 39	2022 年和 2023 年我国生物柴油企业市占率	19
图表 40	公司生物柴油产量在全国的占比	19
图表 41	卓越新能/嘉澳环保/丰倍生物生柴产量（万吨）	19
图表 42	荷兰鹿特丹港生物船燃销量	20
图表 43	中国出口到荷兰的生物柴油情况	20
图表 44	新加坡船燃销量快速增加	21
图表 45	24Q3 新加坡港船燃销量超过荷兰鹿特丹港	21
图表 46	我国出口到新加坡的生物柴油量显著增加	21
图表 47	我国生物柴油出口单价走势	21
图表 48	公司各类生物基材料营收（亿元）	22
图表 49	公司各类生物基材料销量（吨）	22
图表 50	工业甘油生产流程	22
图表 51	工业甘油价格和毛利润走势	23
图表 52	工业甘油库存量和开工率	23
图表 53	天然脂肪酸生产流程	23
图表 54	棕榈仁油和脂肪醇价格走势	24
图表 55	国内脂肪醇库存和厂家开工率情况	24
图表 56	公司分业务营收和成本预测	25
图表 57	可比公司估值	26

一、 公司介绍：国内酯基生柴龙头，打通海外销售渠道

1.1 公司概况：国内生物柴油龙头，出口多年保持第一

卓越新能成立于 2001 年，2019 年上交所科创板上市，是国内第一家从事废油脂制备生物柴油技术研发并率先实现工业化生产的企业，也是目前国内产销规模最大的生物柴油企业；2009 年公司开始关注海外市场，产品向韩国和中国台湾出口，2016 年产品获 ISCC 认证，直销欧盟，连续多年位列全国生物柴油生产企业出口量第一。公司通过持续优化酯基生物柴油生产工艺，使废油脂转酯化率达到 99%，达到世界先进标准的高品质生物柴油得率超过 90%。

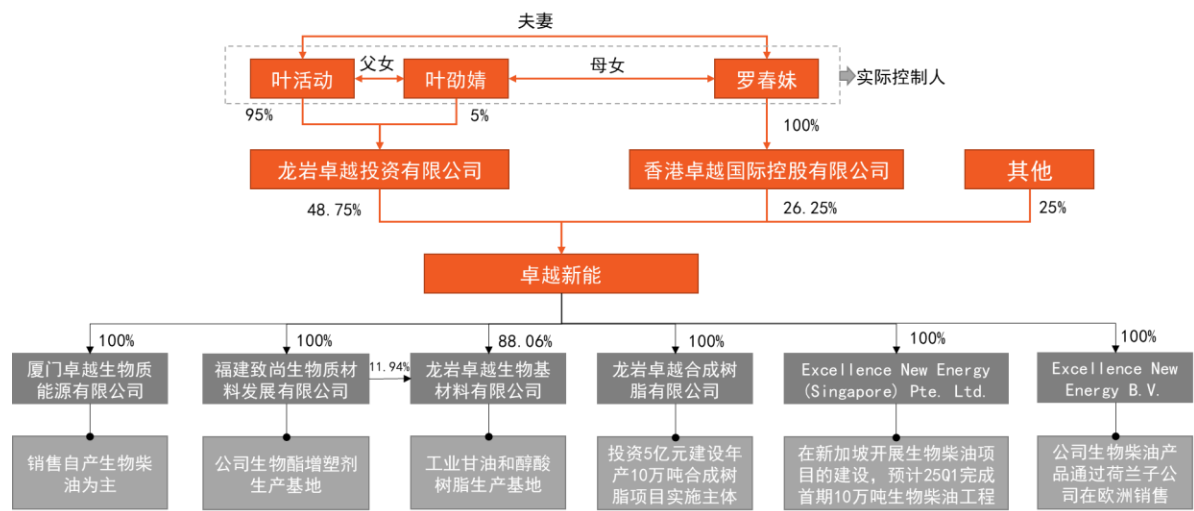
图表1 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，公司招股说明书，平安证券研究所

公司股权结构清晰且集中稳定，实际控制人为叶活动（公司董事长）和罗春妹夫妇及其女儿叶劲婧，三人通过龙岩卓越投资有限公司及香港卓越国际控股有限公司间接持有上市公司共计 75% 股权。同时向下根据不同产品和地区设立多个全资子公司，子公司厦门卓越、福建致尚、卓越生物基均被认定为国家级高新技术企业、福建省科技小巨人企业、福建省专精特新中小企业，其中厦门卓越以销售自产生物柴油为主，福建致尚是公司生物酯增强剂生产基地，龙岩卓越生物基公司以生产工业甘油和醇酸树脂为主，龙岩卓越合成树脂公司是在建的 10 万吨/年合成树脂项目的实施主体，另外，公司分别在新加坡和荷兰设立子公司用于在当地开展生物柴油项目建设和通过子公司在欧洲销售生物柴油。

图表2 公司股权结构（截至 2025 年一季报）

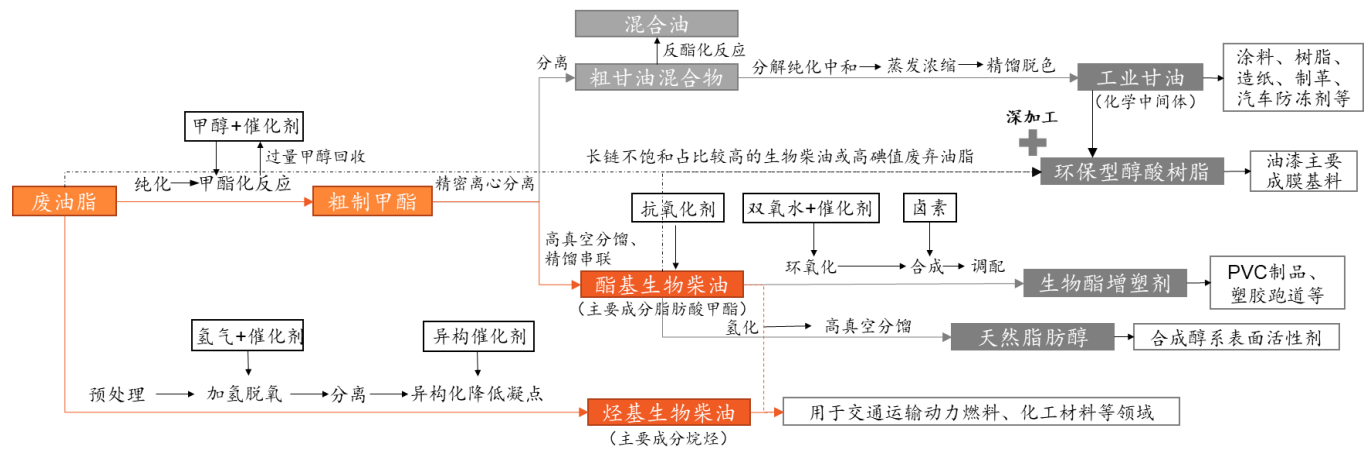


资料来源：wind，公司 2024 年年报，卓越新能关于对新加坡全资子公司增资暨投资建设生物柴油项目的公告，平安证券研究所

1.2 产品结构：以生物柴油为主，增产上量节奏向好

公司形成了以生物柴油（脂肪酸甲酯）为主，生物酯增塑剂、工业甘油、醇酸树脂、天然脂肪醇等深加工产品为辅的生产销售结构。生物柴油以动植物油脂或餐废食用油脂作为原料，通过酯化反应得到一代酯基生物柴油 FAME，加氢脱氧异构化得到二代烃基生物柴油 HVO，主要作为交通运输动力燃料替代部分石化柴油，起到减少碳排放的作用，公司以生产一代酯基生物柴油为主，新建的二代烃基生物柴油项目投产在即；生物酯增塑剂以生物柴油为原料，外购双氧水、卤素等制备而成，主要用于生产 PVC 制品，从而广泛应用于食品包装、医疗用品材料、玩具、人造皮革、薄膜、塑胶跑道和供水管道等领域；醇酸树脂和工业甘油是生物柴油的副产品工业混合油加工提炼后的产物，醇酸树脂可作为油漆行业成膜基料，工业甘油主要作为化学中间体用于涂料、树脂、造纸等领域；天然脂肪醇作为原料合成醇系表面活性剂，进而用于洗涤剂、化妆品和工业乳化剂等制备。

图表3 公司产品制备流程

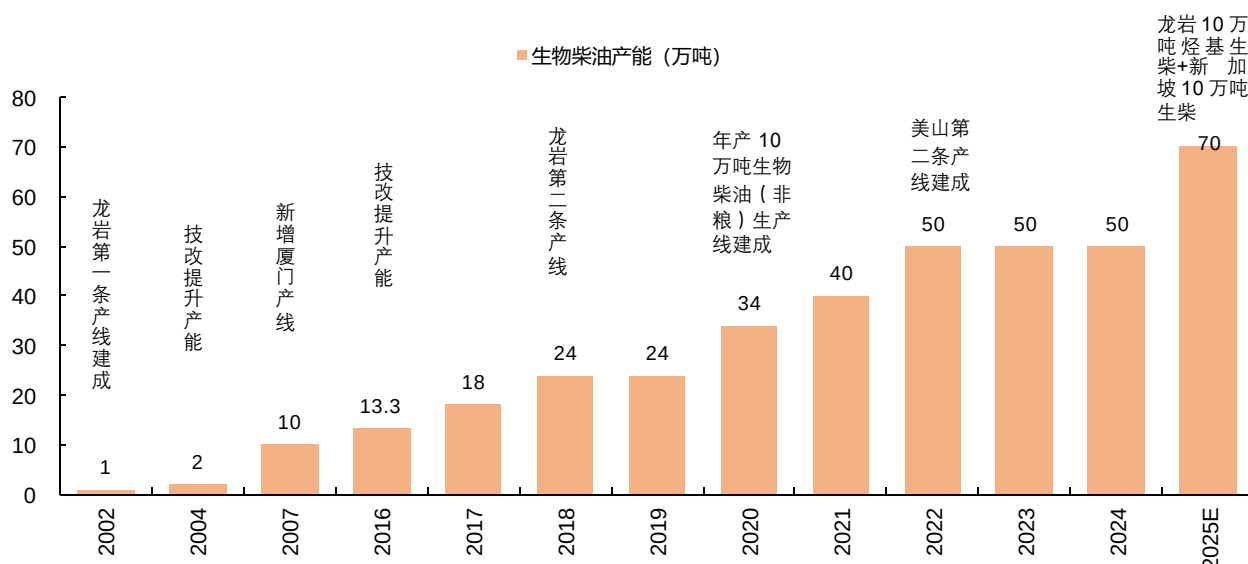


资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年年报，油典企，平安证券研究所

回顾公司生物柴油产品线建设历史：公司于 2002 年建成生物柴油第一条生产线，产品主要用于国内工业及船舶，2007 年生物柴油用于工业及船舶燃料的市场遭遇增长瓶颈，公司开始探索生物柴油在燃料领域外的应用，并选定增塑剂领域作为重点开发领域；2008-2015 年，生物柴油在增塑剂领域的应用对公司销售贡献占比 80% 以上。2012-2013 年公司解决了副产物工业混合油的提纯问题，新增工业甘油产品。2016 年公司通过改进生产工艺，提升产品质量，使其满足欧盟客户标准，并获得 ISCC 认证，产品直销欧盟市场。截至 2024 年，公司生物柴油产能规模达 50 万吨、以一代酯基生物柴油为主，生物基材料产能规模达 14 万吨（包括生物酯增塑剂、工业甘油、醇酸树脂、天然脂肪醇）。

在建项目方面，公司年产 5 万吨天然脂肪醇项目于 2024 年年底竣工，并在 2025 年 4 月投产；年产 10 万吨烃基生物柴油项目（可根据需求灵活调整产出 HVO/SAF）于 2023Q3 启动建设，预计 2025 年 12 月投产，计划最终形成 20 万吨/年烃基生物柴油产能，其性能结构和石化柴油基本相同，十六烷值较高、发火性能好，可按任意比例掺混，同时可通过进一步异构化得到可持续航空燃料 SAF，未来有望掺配在大型船舶燃料、重卡柴油机燃料、航空燃料等领域，远期或因其降碳比例更高、稳定性和低温流动性好等优势逐步取代一代酯基生物柴油。此外，新加坡全资子公司年产 20 万吨生物柴油项目首期年产 10 万吨工程按计划逐步推进，现已完成物业交割，目前正在进行施工改造工作。

图表4 公司生物柴油产能逐步提增

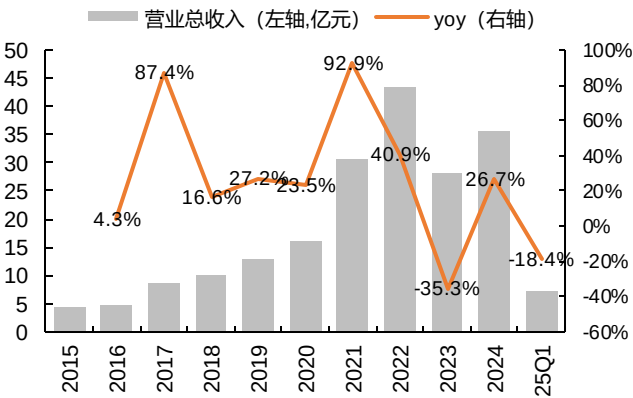


资料来源：公司招股说明书，公司年报，公司公告-卓越新能关于部分募集资金投资项目延期的公告，公司公告-卓越新能关于对新加坡全资子公司增资暨投资建设生物柴油项目的公告，注：2019 年生物柴油产量为 24.6 万吨，且 2019 年年报中未提及新增建成项目，推测 2019 年生物柴油产能仍为 24 万吨

1.3 经营情况：打通海外销售渠道，量价逆市而增

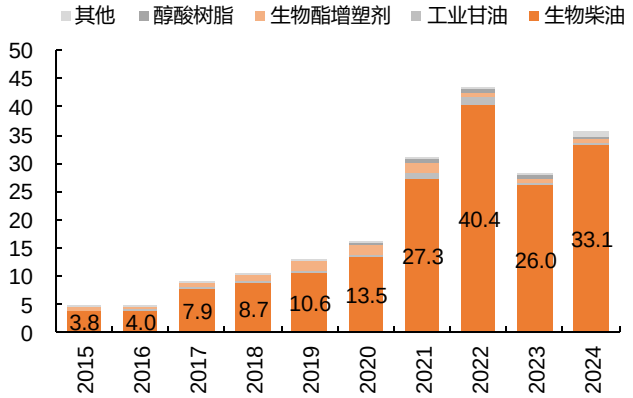
2024 年公司实现营业收入 35.63 亿元，yoy+26.7%；2025 年一季度营收为 7.09 亿元，同比下降 18.4%。分产品来看，2024 年公司生物柴油产品营收为 33.1 亿元，同比增加 27.3%，占总营收的 93%，毛利率约 6%，生物柴油毛利占公司总毛利润的 78%。2024 年其他产品工业甘油、生物酯增塑剂、醇酸树脂营收分别为 0.56 亿元、0.44 亿元、0.43 亿元，同比 -3.8%、-43.4%、-23.5%，各产品毛利率分别为 41.0%、13.9%、13.9%，其中工业甘油毛利率同比提升了 7.9pct，主要系 2024 年印尼和马来西亚棕榈油受厄尔尼诺气候影响呈反季节减产，棕榈油供应紧张、价格上行带动甘油价格阶梯式上涨。

图表5 公司营收及同比增速



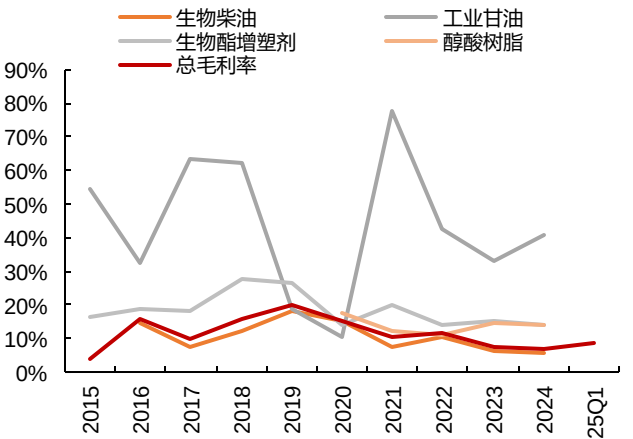
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 公司分产品营收 (亿元)



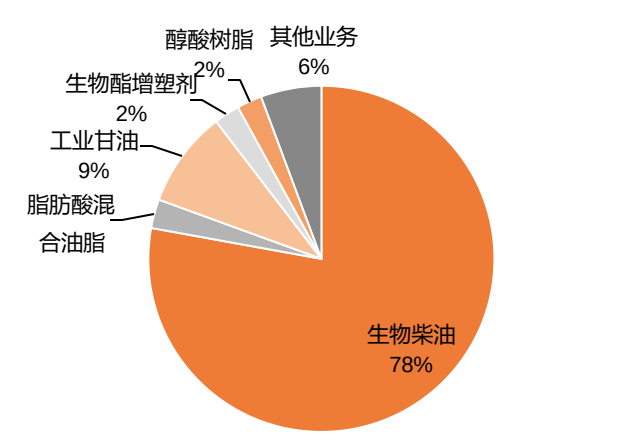
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 公司分产品毛利率



资料来源: wind, 平安证券研究所

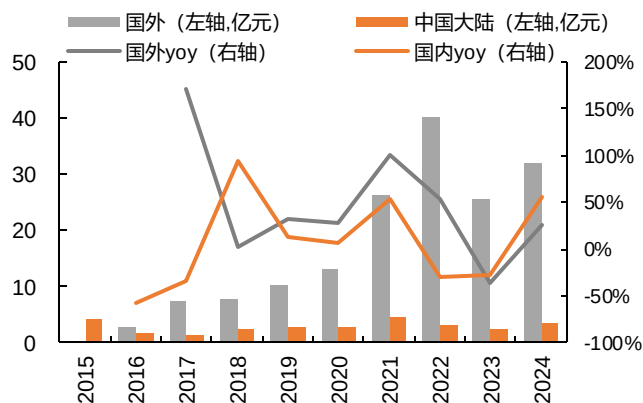
图表8 2024 年公司分产品毛利构成



资料来源: wind, 平安证券研究所

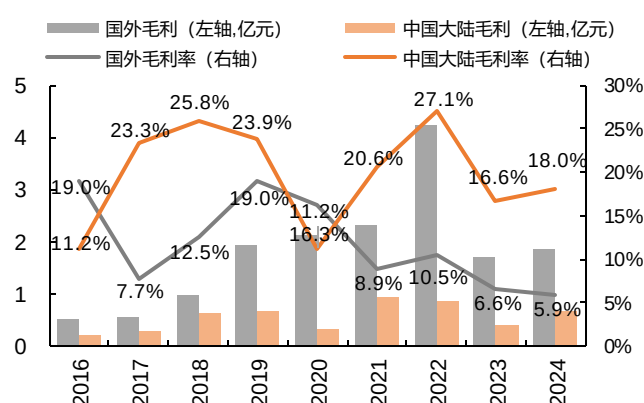
分地区来看,我国生物柴油以出口为主,公司生物柴油产品主要通过控股子公司荷兰卓越在欧洲自2024年海外收入达 32.0 亿元、同比增加 24.9%, 占总营收的比例近 90%, 海外业务毛利率为 5.9%、同比下降 0.8pct; 中国大陆收入达 3.7 亿元、同比高增 56.3%, 毛利率为 18.0%、同比提升 1.4pct。2022 年以来, 欧盟持续针对亚洲地区生物柴油来源进行贸易调查; 2022 年底, 欧盟委员会将棕色油脂列入 Part B 品类; 2023 年 ISCC 对我国企业进行原料调查溯源, 欧盟委员会对中国和英国从印尼进口的生物柴油开展反规避调查, 并对原产于中国的生物柴油发起反倾销调查; 2024 年欧盟开始对我国企业征收临时反倾销税, 导致生物柴油行业出口受到一定压制, 但公司通过海外设子公司自主经营的方式降低了市场环境变化对业绩的影响, 2024 年营收和毛利仍呈同比正增长, 且国内市场生物柴油销售规模有所扩大, 生物柴油价格在植物油价格上涨驱动和餐废油脂库存偏紧情况下也有所回暖, 从而使公司国内收入同比增幅显著。

图表9 公司国内外收入和同比增速



资料来源：wind，平安证券研究所

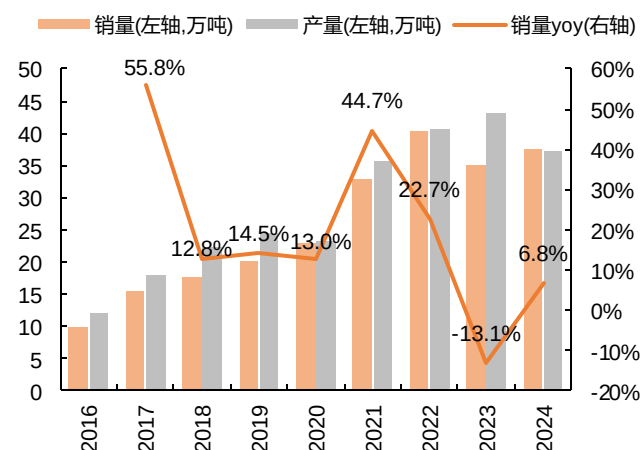
图表10 公司国内外毛利润和毛利率



资料来源：wind，平安证券研究所

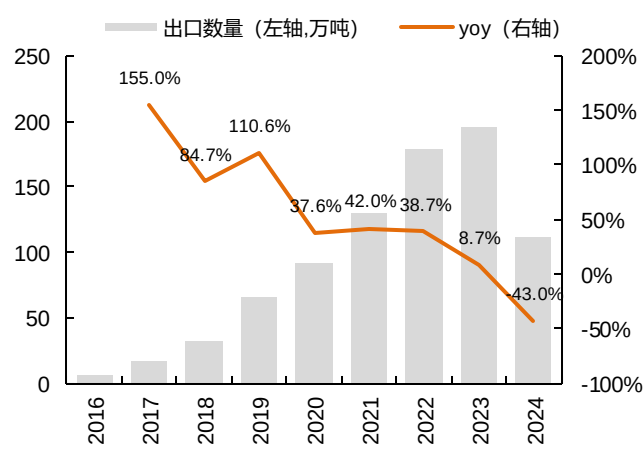
产销情况和售价方面，公司龙岩、厦门生物柴油基地和荷兰、新加坡公司均取得国际可持续发展与碳认证（ISCC），主要通过荷兰卓越与海外优质客户建立深度联系，得以按当地价格取得对价；同时，公司积极布局荷兰、新加坡及非欧盟地区的船燃市场，并在沙特成立区域总部负责中东合作项目的落地。2024年，我国生物柴油出口受到欧盟反倾销制裁影响降幅较大，2024年总出口量约111.2万吨、同比下降43%（据wind数据），而公司生物柴油产销量分别为37.2万吨和37.6万吨，销量同比增加6.8%，公司通过境外设立子公司与海外燃料购买方形成了稳定的销售关系，在出口受阻的外部环境下仍能保持销量的正增长；售价方面，根据公司2024年营收/销量测算得到的销售单价约8815元/吨，同比提升19.2%，相较于2024年我国生物柴油出口均价7506元/吨、yoy-13.1%（据wind数据）呈现出一定价格优势。

图表11 公司生物柴油产销量及同比增速



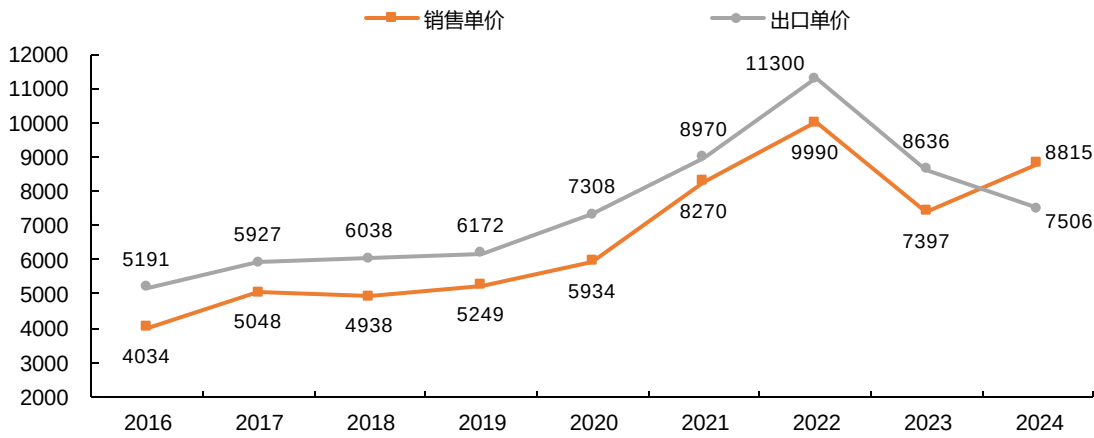
资料来源：wind，平安证券研究所

图表12 我国生物柴油出口量及yoy



资料来源：wind，平安证券研究所

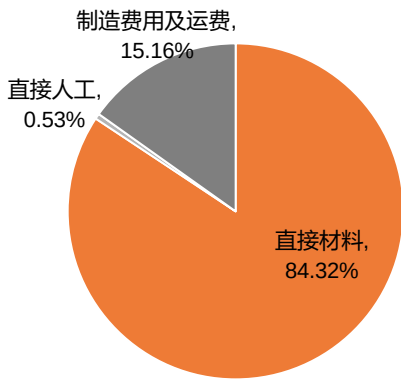
图表13 公司生柴售价和我国生柴出口价（元/吨）



资料来源：公司公告，wind，平安证券研究所

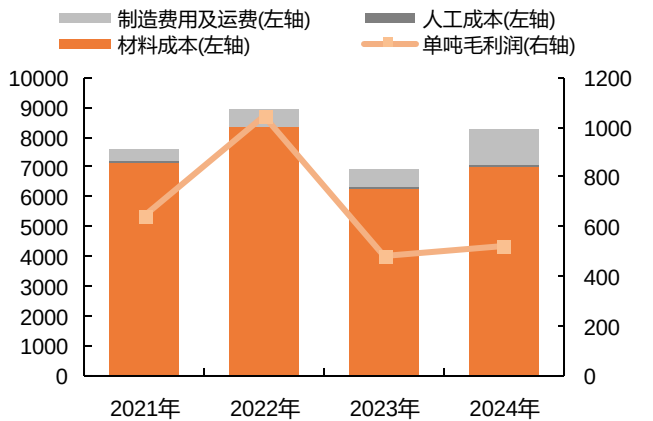
销售成本方面，生物柴油主要生产成本来自于上游原料餐废油脂 UCO 的采购，2024 年公司生物柴油生产成本中直接材料占比约 84.3%，棕榈油、葵油等植物油供应偏紧、价格抬升，美国、荷兰等国大幅加大对我国 UCO 进口，驱动了 UCO 价格的上涨，2024 年公司生柴单吨材料成本同比增加 11.5%至 6990 元/吨（据生物质能观察，生产 1 吨生物柴油大约需要消耗 0.97 吨 UCO）；此外，2024 年红海航运遇袭导致运费上涨，2024 年公司生柴单吨制造费用及运费同比增加了 111.4%至 1257 元/吨，结合前文对公司生柴单吨售价的测算为 8815 元/吨，则单吨毛利润为 524 元，同比增加 8.8%。2024 年，公司向社会采购废弃油脂超过 40 万吨，生产绿色能源生物柴油超过 37 万吨，生物基材料超过 3.79 万吨。

图表14 2024 年公司生物柴油生产成本构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

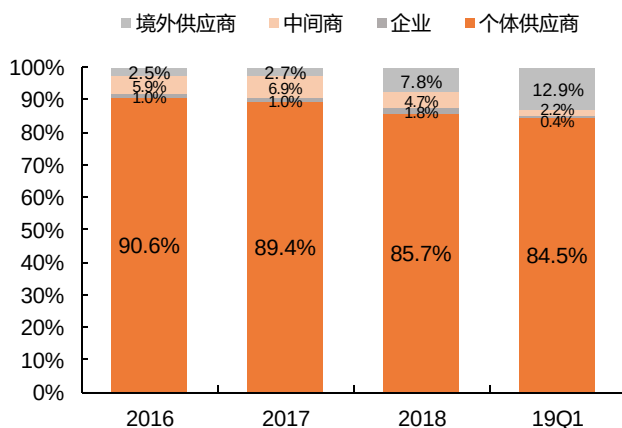
图表15 公司生物柴油单吨成本拆分和单吨毛利(元/吨)



资料来源：公司公告，平安证券研究所，注：单位均为（元/吨）

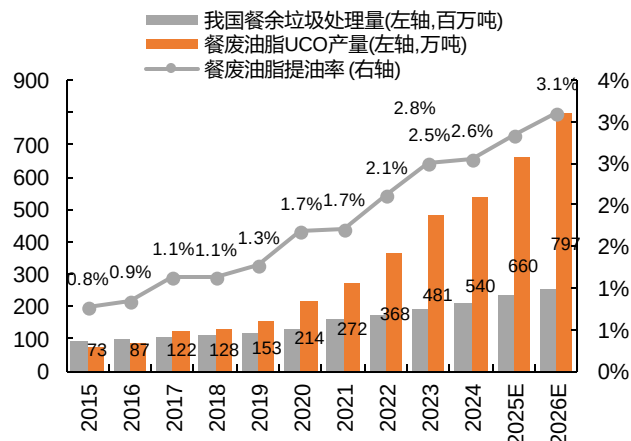
我国餐厨垃圾处理商较为分散，公司上游原料 UCO 供应商以个体户为主，但随着行业的日渐规范化，原料处理商集中度有提升趋势，据卓越新能招股书，个体供应商为公司提供的原料占比从 2016 年的 90.6%降至 2019Q1 的 84.5%；同时，餐废油脂提取率也在逐年提高，参考危废处置平台的预测，随着餐余垃圾提油率的逐渐提升，2021-2026 年我国餐废油脂 UCO 产量年复合增速有望达到 24%左右，据国家税务总局北京市税务局，自 2024 年 12 月起我国取消 UCO 出口退税，未来更多 UCO 将用于保障国内生物柴油和生物航煤 SAF 的生产。

图表16 公司上游原料供应商结构



资料来源：卓越新能招股书，平安证券研究所

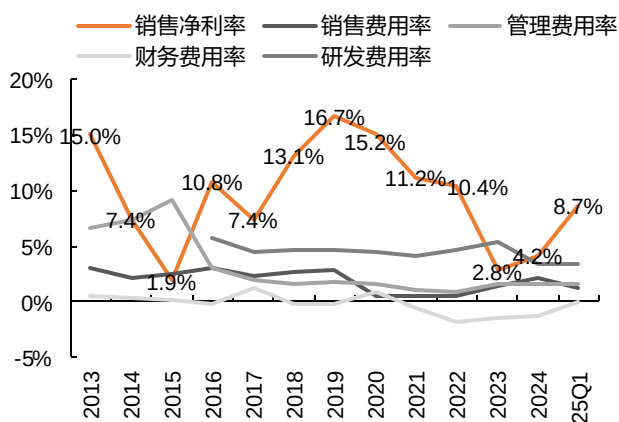
图表17 我国餐厨垃圾处理量和餐厨油脂生产量



资料来源：危废处置平台，观研网，wind，USDA，平安证券研究所

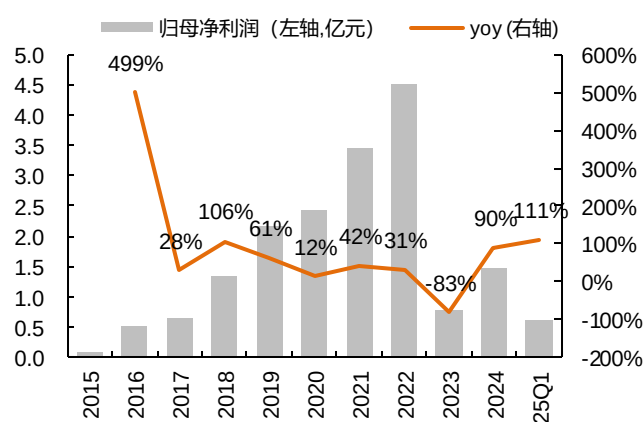
公司整体期间费用率稳中有降，归母净利润同比改善明显。2024 年公司整体期间费用率为 5.94%，同比下降 1pct；2025Q1 公司期间费用率维持在6%左右，销售净利率约为8.7%、同比提升5.31pct。2024年公司归母净利润为1.49亿元、同比增加90%，25Q1 归母净利润为0.61 亿元、同比增加 111%，生物柴油行业底部回暖和公司整体销售情况的边际改善，使得公司业绩有所修复。

图表18 公司期间费用率和销售净利率



资料来源：wind，平安证券研究所

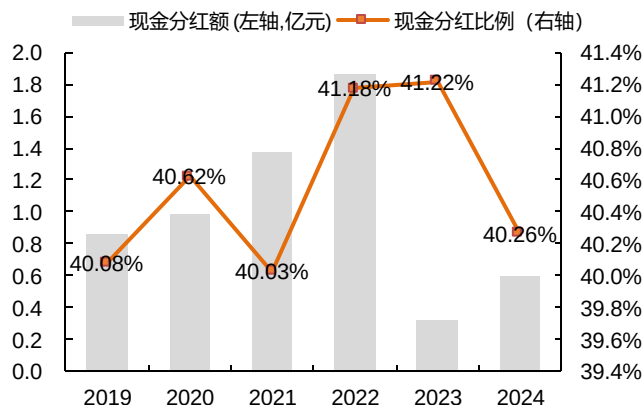
图表19 公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind，平安证券研究所

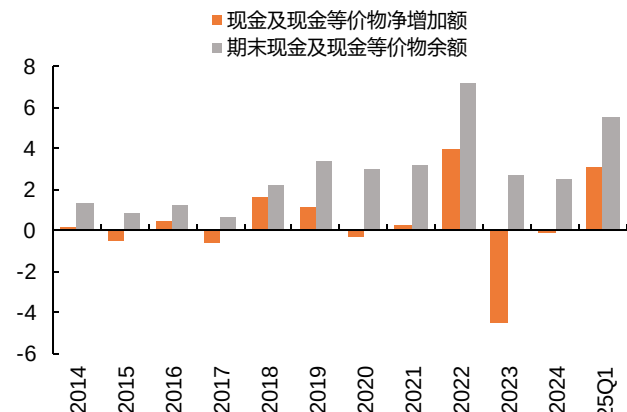
自 2019 年以来，公司现金分红比例维持在 40%左右，虽然 2023 年受到欧盟对我国生物柴油原料审查等事件冲击，公司归母净利润下滑幅度较大导致现金分红额收窄，但公司仍维持 40%左右的现金分红比例不变，后续随着公司经营情况改善、净利润同比回升，现金分红额有望重新增厚。此外，25Q1 公司归母净利润同比改善后，现金流情况有较为明显的好转，25Q1 公司现金及现金等价物净增加 3.08 亿元，期末现金及现金等价物余额达 5.57 亿元。

图表20 公司现金分红情况



资料来源：wind，平安证券研究所

图表21 公司现金流情况（亿元）



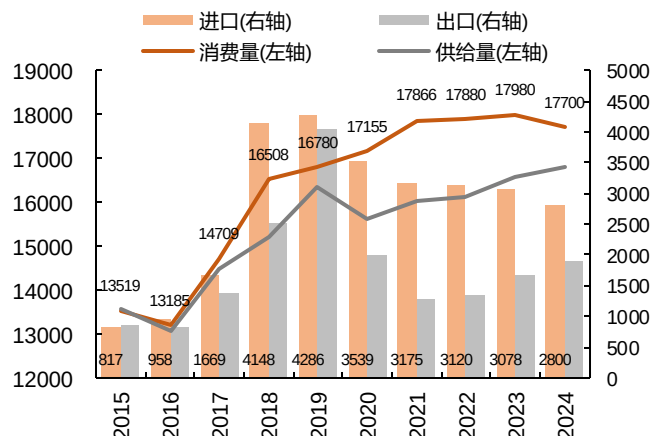
资料来源：wind，平安证券研究所

二、行业层面：出口困境尾声，需求空间广阔

2.1 欧盟：RED III 政策实施中，生柴供需差有望再次走扩

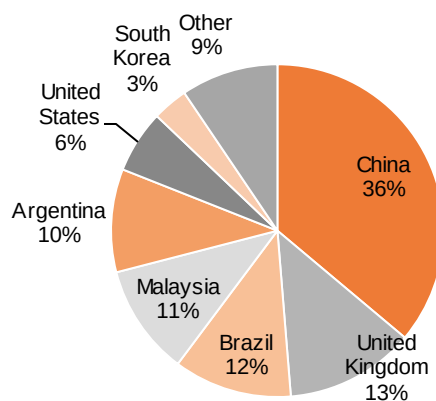
欧盟在可再生能源指令 RED I、RED II、RED III 等利好政策刺激下，生物柴油消费量呈现快速增长，据 wind 数据，2005-2024 年欧盟生柴消费量年复合增长率达 10.04%，近两年主要受到政策支持力度减弱、渗透率提升速度趋缓等因素影响消费量有所下降，同时各成员国对生物柴油原料审核加严，开始逐步淘汰棕榈油基生物柴油。从欧盟生物柴油进口来源来看，仍主要来自中国、英国、马来西亚、阿根廷等地，据 Eurostat，2023 年欧盟向我国进口的生物燃料占其总进口量的 36%，从我国进口量同比高增 76%，主要受益于中国政府对生物柴油企业给予 70% 的增值税退税优惠，同时来自中国的主要是废弃食用油基生物柴油，欧盟认证为 UCOME 双重计算规则，而来自印尼和阿根廷的进口受到反补贴税的影响有所下滑。

图表22 欧盟生物柴油产需和进出口量（百万升）



资料来源：USDA，平安证券研究所

图表23 2023 年欧盟液体生物燃料进口金额占比



资料来源：Eurostat，平安证券研究所

欧盟 2023 年新出台的 RED III 进一步要求可再生能源在欧盟总能源消耗中的占比提升至 42.5%，在交通运输部门的能源消费中占比提升至 29%，考虑将大豆列入 high-ILUC，加快棕榈油等 high-ILUC 为原料的生物燃料退出速度，同时到 2030 年先进生物燃料 Part A 和非生物基可再生燃料 RFNBO 在运输能源消费中占比提升至 5.5%。

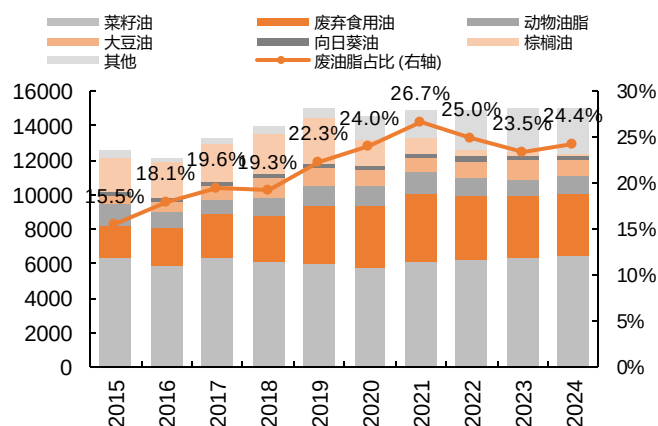
图表24 欧盟可再生能源指令 II 和 III 详细内容

	RED II	RED III
指令生效时间	2018 年	2023 年
2030 年可再生能源在欧盟总能源消耗中的份额	32% (2021 年 RED II 修订版提升至 40%)	42.5% (首要目标)、45% (最终目标)
2030 年可再生能源占欧盟交通运输部最终能源消耗的比例	可再生能源在公路和铁路运输的最终能源消费中占 14%	可再生能源在交通运输的最终能源消费中至少占 29%，或者到 2030 年温室气体排放量至少比使用石化燃料减少 14.5%
传统生物燃料：农作物原料	份额上限取 7% 和较 2020 年高 1% 的更低者，棕榈油生物燃料用量冻结在 2019 年水平，2030 年前彻底停用以棕榈油作原料的生物燃料	同指令 II。此外，为逐步淘汰具有高间接土地利用变化 (ILUC) 风险的生物燃料制定轨迹，并审查 ILUC 授权法案，增加关于审查过程的额外指导
先进生物燃料：Part A	2030 年其在欧盟交通运输燃料总消费中的比例达到 3.5%	2030 年先进生物燃料和非生物基可再生燃料 (RFNBO) 在所有运输能源的最终消费中所占的份额达 5.5%，RFNBO 的最低份额为 1%
生物燃料：Part B (废弃油脂提取)	在运输燃料中的使用上限 1.7%，不同成员国可据实际情况提高该上限	在运输燃料中的使用上限 1.7%，不同成员国可以根据自己情况提高该上限
是否享受双倍计算	先进生物燃料 Part A 和 Part B 享受，空运和船运中 RFNBOs×1.2	先进生物燃料 Part A、RFNBOs 和 Part B 享受，空运和船运中 Part A×1.2，RFNBOs×1.5

资料来源：NOW-GMBH.DE，European Commision，Linklaters，平安证券研究所，注：双倍计算指在计算运输部门生物燃料消费比例时，如果生物燃料的原料来源为废弃物、非食物纤维或木质纤维等，其使用量或减排量可以享受双倍计入，即以更少的生物柴油添加量就能满足 RED II 要求

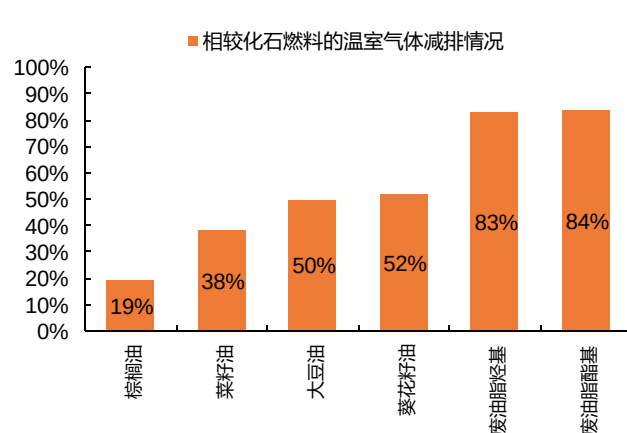
欧洲逐步退出棕榈油等高 ILUC 风险植物油使用，而废弃食用油制生物柴油具有最低的单位碳排放值，据贝哲斯咨询，废弃油脂酯基生物柴油较化石燃料的温室气体减排量可达 84%，基于碳减排政策的指引，据 USDA-Bob Flach, Sabine Lieberz, and Sophie Bolla《Biofuels Annual》，欧盟生物柴油原料结构中废弃油脂的占比从2015年的 15.5% 上升至 2021 年的 26.7%，2022-2023 年受 ISCC 严格进行生物柴油原料溯源审查和欧盟对产自中国的生物柴油反倾销调查等事件影响，导致废弃油脂使用量有所下滑，2024 年重新回升至 24.4%。

图表25 欧盟生物柴油的各类原料使用量（千公吨）



资料来源：USDA《Biofuel Mandates in the EU by Member State - 2024》，平安证券研究所

图表26 不同原料生产的生物柴油较化石燃料减排情况

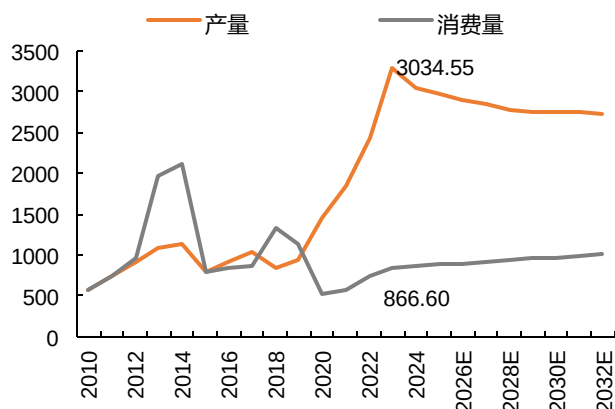


资料来源：贝哲斯咨询，平安证券研究所

2.2 中国：出口利空消息渐出尽，供应格局逐步优化

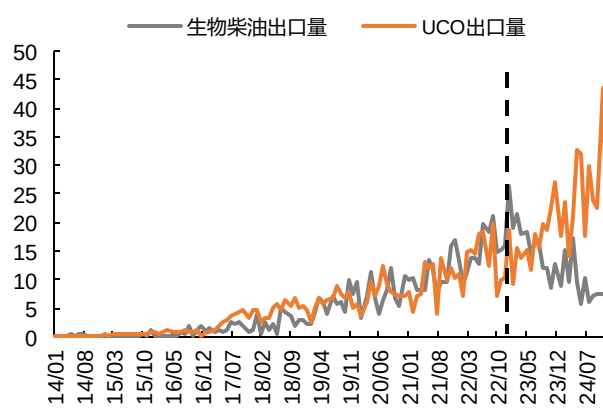
我国生物柴油消费量尚处于较低水平，目前仅上海商业化应用 B5（5%的生物柴油与 95%的石油柴油掺混），因此仍以出口为主；供应结构中，以餐厨废弃油脂为原料生产的生物柴油为主。据 ifind 数据，2024 年我国生物柴油产量和消费量分别为 303.5 万吨和 86.7 万吨，产量同比下降 8.04%、消费量同比小幅增加 1.95%，生物柴油消费量仅占交通运输用柴油总消费量的 0.7%左右（据金联创数据，2024 年我国柴油消费量为 19747 万吨，参考隆众资讯的数据，假设交通运输领域占柴油总消费的 62%），假设全国范围按照 B5 推广，将对应 600 万吨以上的较大市场空间；2024 年，我国生柴产量下降主要是受到对荷兰等欧洲国家出口量锐减的影响，据 wind-海关总署数据，2024 年我国生物柴油出口量 111.17 万吨、同比下降 43.0%，而上游原料废弃油脂 UCO 出口量达 295.07 万吨、同比高增 43.4%，UCO 出口量大幅增加主要系美国和日本大量进口我国餐废油脂用于生产生物柴油和更高价值量的可持续航空燃料 SAF，取代植物油基生柴，可更快满足碳排放标准的同时获取政府补贴。

图表27 中国生物柴油产量和消费量（千吨）



资料来源：ifind，平安证券研究所，注：预测值来自 ifind-经济合作与发展组织

图表28 中国生物柴油和废弃油脂 UCO 出口（万吨）

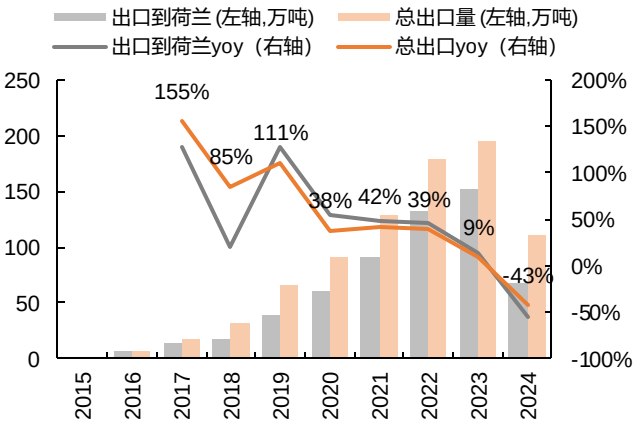


资料来源：wind，平安证券研究所

2024 年我国生物柴油出口量降幅较大，主要是第一大进口国荷兰对我国生柴进口量大幅下降 54.9%至 68.3 万吨（据 wind 数据），自 2023 年以来 ISCC 和欧盟对我国生物柴油原料是否符合机构认证标准、是否添加棕榈油和是否来自印尼进行详

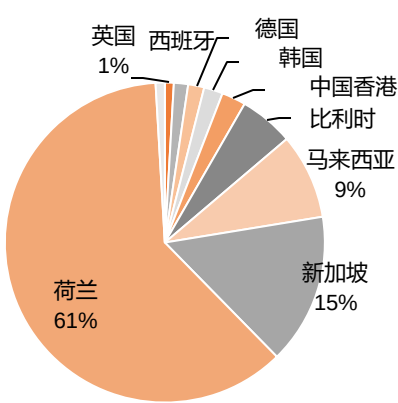
细调查而限制了出口，2024 年 8 月欧盟对我国生柴出口企业征收临时反倾销税保护本土企业，2025 年 2 月最终决定对中国的加氢植物油（HVO）和脂肪酸甲酯（FAME）征收反倾销税，其中对配合欧盟调查的 40 家公司征收较低的 21.7%的关税，对 EcoCeres 集团公司的税率降低至 10%，对卓越集团公司的税率降低至 23.4%，对其他企业例如嘉澳集团旗下的浙江东江能源科技公司等征收 35.6%的反倾销税，此外，终裁措施针对纯生物柴油或混合生物柴油，但不包括可持续航空燃料。

图表29 中国出口到荷兰的生物柴油降幅显著



资料来源：wind，平安证券研究所

图表30 2024 年中国生物柴油出口结构



资料来源：海关总署，平安证券研究所

图表31 ISCC 和欧盟对我国生物柴油企业开展调查和征收反倾销税时间表

	调查机构	调查内容
2023 年 4 月	“国际可持续发展和碳认证”机构 ISCC	对中国生物柴油企业是否符合该机构认证标准进行调查，加强棕榈油基原料 POME 溯源工作，对中国部分生物柴油及原料从业商家进行突击诚信审计，未在规定期限内回复 ISCC 问询将导致认证证书被吊销
2023 年 8 月	欧盟委员会	对来自印度尼西亚的生物柴油是否通过中国销往欧盟以规避欧盟关税的反规避调查
2023 年 12 月	欧盟委员会	对中国出口生物柴油启动反倾销调查
2024 年 8 月	欧盟委员会	作出对中国出口生物柴油反倾销初步裁定
2025 年 2 月	欧盟委员会	作出对中国出口生物柴油反倾销最终裁定

资料来源：国际石油经济，中国能源报，平安证券研究所

图表32 欧盟对中国生物柴油征收反倾销税

	2024 年 8 月 16 日欧盟委员会对原产于中国的生物柴油开始征收临时反倾销税	2025 年 2 月 11 日欧盟委员会对中国生物柴油作出反倾销肯定性终裁
怡斯莱集团：怡斯莱有限公司	12.8%	10.0%
嘉澳集团:浙江东江能源科技有限公司	36.4%	35.6%
卓越集团：龙岩卓越新能源股份有限公司；厦门卓越生物质能源有限公司	25.4%	23.4%
其他合作公司	23.7%	21.7%
其他公司	36.4%	35.6%

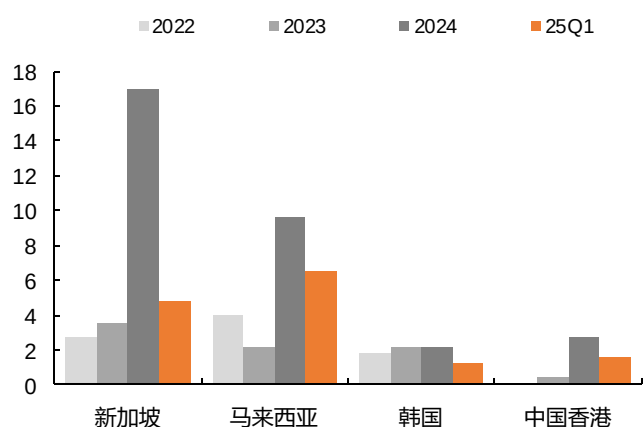
资料来源：中国能源报，中华人民共和国商务部，平安证券研究所

我国生物柴油出口结构发生明显调整，向东南亚国家特别是作为全球贸易枢纽的港口所在地和中国香港等地的出口量和出口占比显著提增。2024 年受到欧盟贸易保护措施影响，我国生柴出口结构发生较大改变，向荷兰鹿特丹港出口量缩减，向新加坡、马来西亚等东南亚海运贸易中转中心出口量大幅增加，同时出口到全球贸易重要城市-中国香港的量也显著提升，2024 年我国生物柴油出口到新加坡、马来西亚、中国香港的量分别同比增加 374.95%、342.35%、564.30%，25Q1 向上述地区的出口量继续保持高增速，出口到新加坡、马来西亚、中国香港的量分别同比增加 211.19%、492.25%、790.32%，分别占到我国生物柴油总出口量的 25.5%、34.4%、8.3%，占比显著提升。

新加坡自由贸易港位于马六甲海峡的东南侧，扼太平洋和印度洋间的航运要道，一方面在该地进行生物柴油贸易可规避部分因欧洲实施贸易保护导致的出口制约，另一方面新加坡港生物船燃市场正加速兴起，2025 年 3 月 7 日起传统燃油加注船运输生物燃料混合物的允许限值从目前的 B25V（生物质燃料容积含量 25%）提高至 B30V，有望促进生物燃料需求增加。

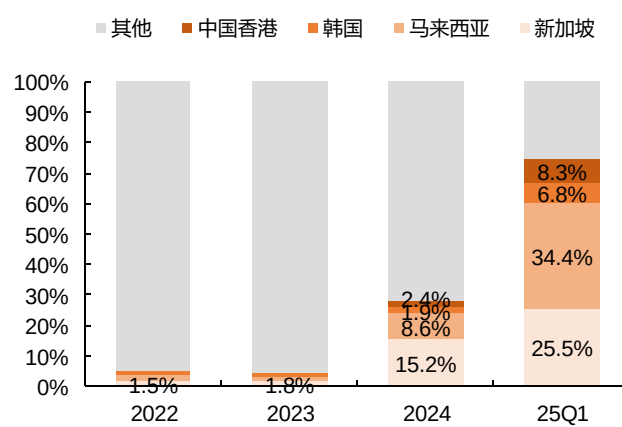
马来西亚濒临马六甲海峡，是全球最繁忙的海运贸易路线之一，也是生物燃料原料的独特集散中心，在该处进行交易可以利用高交通走廊来加快原料进口、生物燃料生产和出口流程；同时，马来西亚盛产生物柴油原料之一的棕榈油，为提升碳减排的同时增加棕榈油消费，马来西亚本土也实施生物柴油强制掺混政策，目前马来西亚全国执行 B10 政策，纳闽、兰卡威及沙捞越（民都鲁除外）地区实施 B20 标准，但因马来消费市场有限、棕榈油产量提升出现瓶颈、政府也更侧重增加出口，马来国内推行生柴强制掺混政策的进度相对缓慢。

图表33 我国生物柴油向主要地区出口量（万吨）



资料来源：海关总署，平安证券研究所

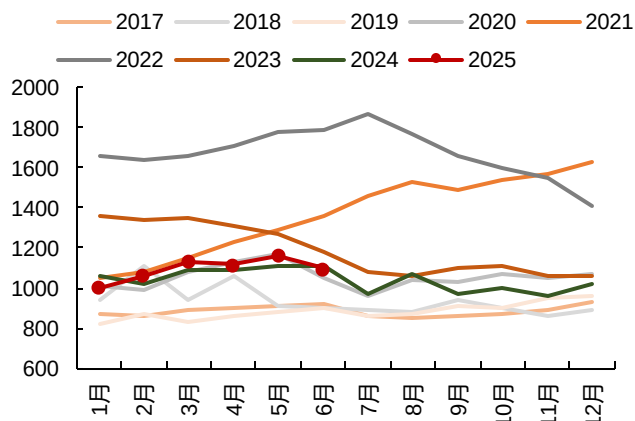
图表34 我国生物柴油出口到主要地区的占比



资料来源：海关总署，平安证券研究所

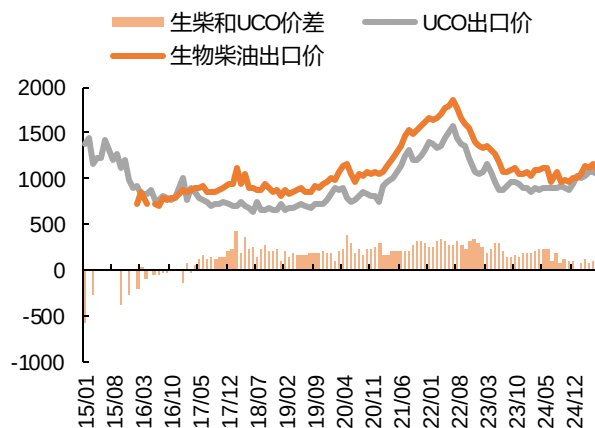
国内生物柴油市场价震荡走高，出口价格也逐渐回暖。我国自 2024 年 12 月 1 日起取消对废弃油脂、工业级混合油（UCO）的出口退税优惠（13%），有助于将原料价格拉回合理水平，也有助于促使行业从出口原料重新变成出口产品为主，进一步提升产品附加值。2024 年 11 月至今，我国生物柴油和泔水油、地沟油等废弃油脂原料市场价格震荡回升，低价位成交货源已较难寻，叠加棕榈油、菜籽油等植物油 2024 年下半年以来供应偏紧，印尼计划 2025 年执行 B40（推行含有 40%棕榈油的混合燃料）和马来西亚棕榈油受降水较少影响而在 2024 年 9 月反季节性减产，推动了棕榈油价格上涨，部分以植物油作为生物柴油生产原料的国家转向成本相对低的餐废油脂原料作为替代，从而增加了对我国 UCO 的进口量。上游原料涨价带动生物柴油市场价格也重新震荡走高，25Q1 我国生物柴油出口价格也出现回暖。

图表35 我国生物柴油出口价格走势（美元/吨）



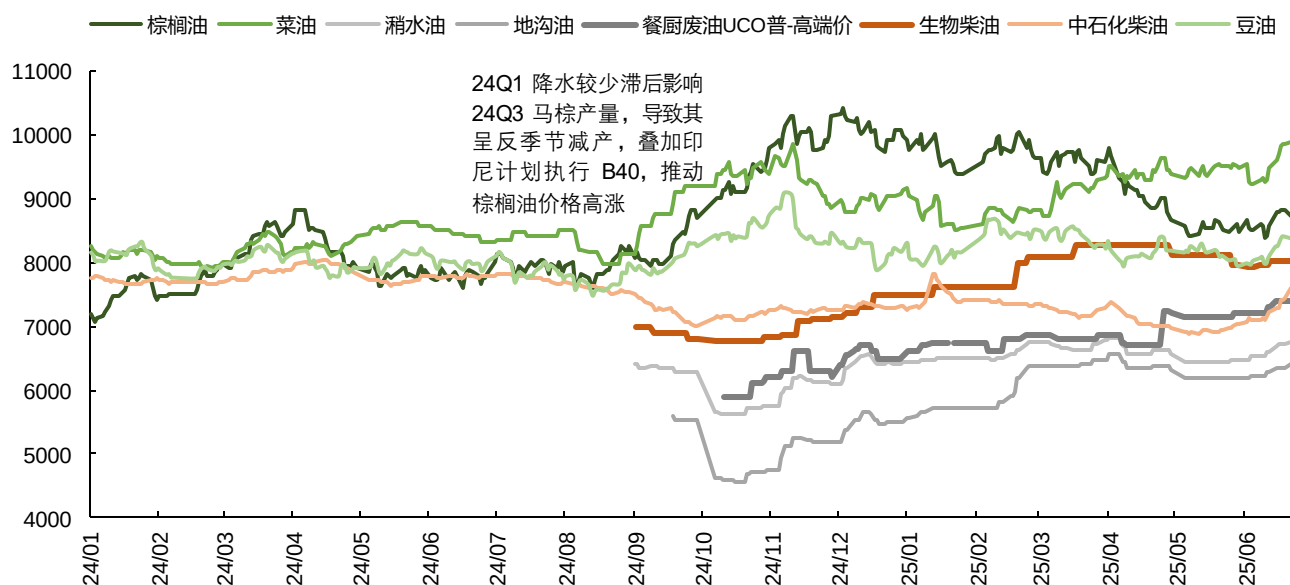
资料来源：wind，平安证券研究所

图表36 我国 UCO 和生物柴油出口价及价差（美元/吨）



资料来源：wind，平安证券研究所

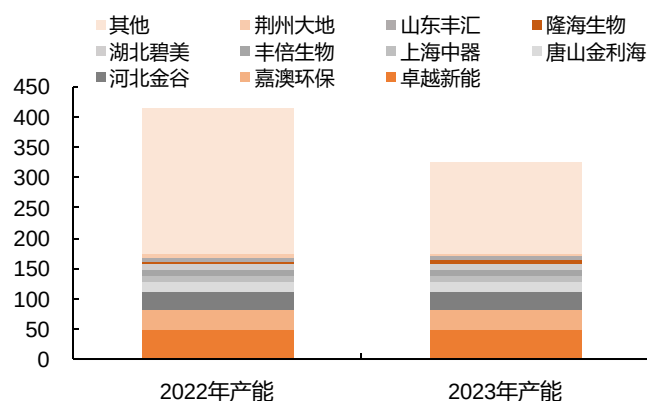
图表37 我国生物柴油和废弃油脂、棕榈油等市场价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，平安证券研究所

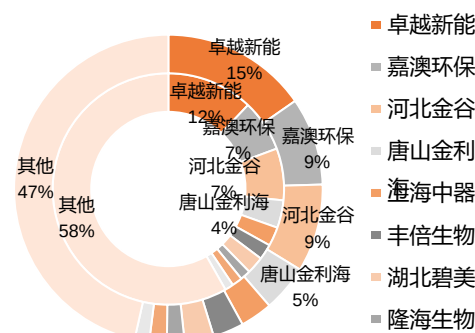
生物柴油利空消息出尽，市场集中度提升。随着 ISCC 原料审查、欧盟反规避审查的结束以及欧盟对我国生物柴油反倾销税最终裁定的落地，生物柴油价格趋稳，违规产能出清后，产业格局好转、集中度提升，据丰倍生物招股书，2023 年我国生物柴油名义产能约 326 万吨，其中头部企业卓越新能、嘉澳环保市占率分别为 15.3%和 9.2%。

图表38 2022-2023 年我国生物柴油企业产能(万吨/年)



资料来源：丰倍生物招股书，平安证券研究所

图表39 2022 年和 2023 年我国生物柴油企业市占率



注：内圈为 2022 年，外圈为 2023 年

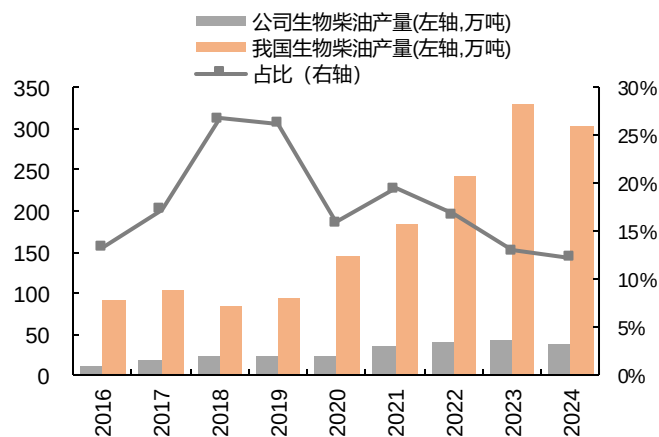
资料来源：丰倍生物招股书，平安证券研究所

三、核心优势：布局新销售渠道，开拓新业务增量

3.1 规模优势：连续多年位列国内生物柴油企业产销量和出口量第一

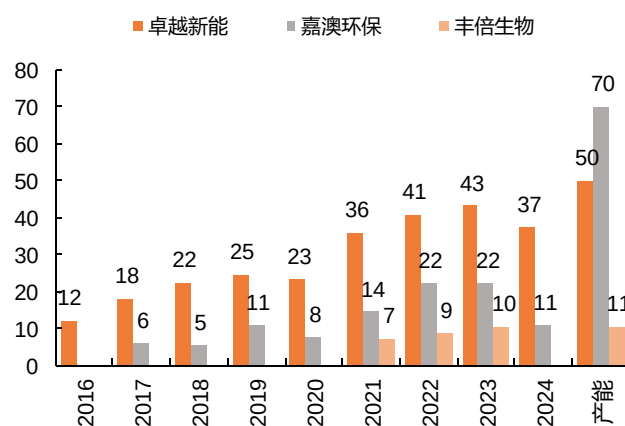
公司是国内第一家从事废弃油脂制备生物柴油的技术研发并率先实现工业化生产的企业，连续多年位列国内生物柴油生产企业产销量和出口量第一。公司作为国内生物柴油领先生产商，2024 年向社会采购废弃油脂超过 40 万吨，生产绿色能源生物柴油超过 37 万吨，生物基材料超过 3.79 万吨，2024 年公司生物柴油产量在全国总产量中占比约为 12.3%，在一代生物柴油 FAME 生产商中（丰倍生物尚处沪市主板上市申报阶段），公司产能规模、实际生产规模和出口量均处于领先水平。

图表40 公司生物柴油产量在全国的占比



资料来源：ifind，平安证券研究所

图表41 卓越新能/嘉澳环保/丰倍生物生物柴产量（万吨）



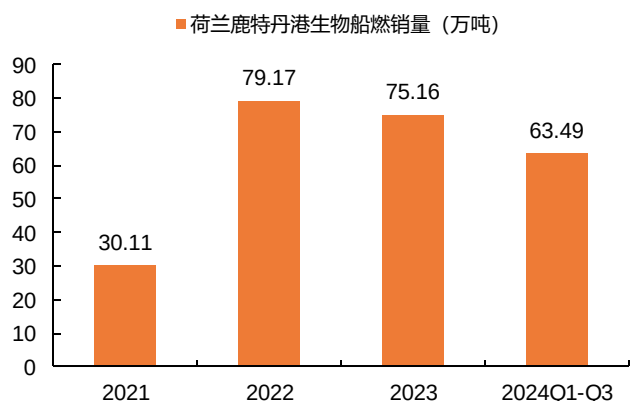
资料来源：各公司公告，平安证券研究所，注：产能主要为在产一代生柴

3.2 销售渠道优势：海外设立全资子公司，从港口贸易向当地自营布局

公司通过海外设立的子公司“荷兰卓越”“新加坡卓越”等积极开拓自主销售网络，促进产品以多种渠道实现销售，同时加快推进产品在海外国家当地的生产布局，初步计划在新加坡、沙特等海外市场开展项目建设等相关业务。

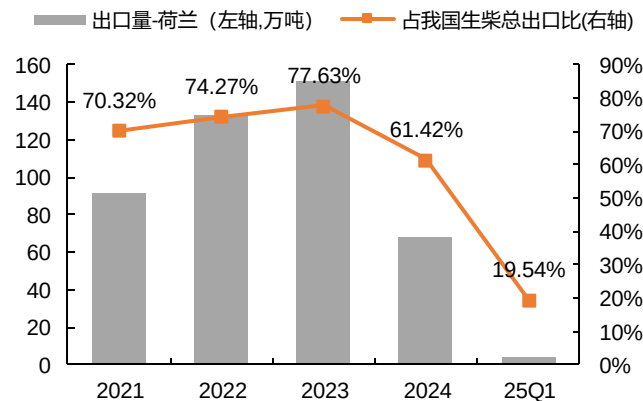
2023 年 3 月 16 日，公司在荷兰鹿特丹港设立全资子公司荷兰卓越，开始采用自营模式在欧洲当地开拓销售网络，荷兰子公司逐步与当地新老终端用户建立合作关系，深度参与当地市场交易，成为公司生物燃料全球贸易的重要平台。一方面荷兰鹿特丹港是欧洲第一大贸易港，码头规模大、交通便利，港区设“保税仓库”，专供待售和转口货物整船寄存，仅收仓储费用，免征关税，公司在此地设立子公司，为出口生物柴油产品提供了较大便利；另一方面欧盟是全球主要的生物柴油消费地区，荷兰也是我国生物柴油主要进口国，公司通过荷兰卓越子公司与当地客户建立深度合作关系，出口模式由客户直接在港口自提 FOB 结算的方式有望逐步调整为在欧洲自主销售，规避部分欧盟对进口自我国的生物柴油进行反倾销调查带来的影响。

图表42 荷兰鹿特丹港生物船燃销量



资料来源: Argus, Port of Rotterdam, Sustainable Fuels, 平安证券研究所

图表43 中国出口到荷兰的生物柴油情况

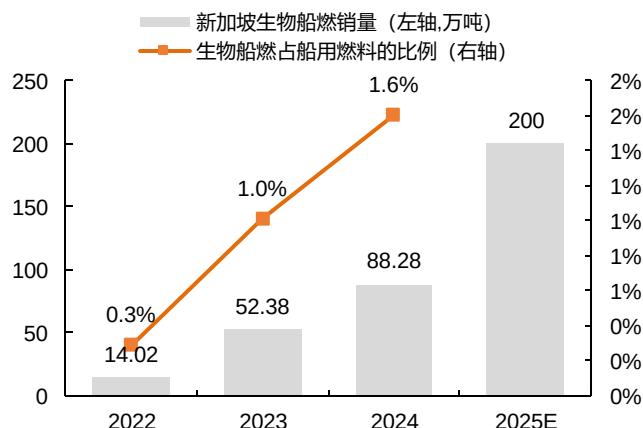


资料来源: 海关总署, 平安证券研究所

2023 年 1 月 27 日，公司在新加坡设立全资子公司新加坡卓越；2024 年 7 月 27 日公告，公司计划对新加坡全资子公司新加坡卓越增资 2000 万美元，计划总投资 5000 万新币（折合约 3722 万美元），用于在新加坡开展生物柴油项目的建设。新加坡卓越目前已通过招投标方式，中标购得一家从事生物燃料生产企业物业的使用权，公司将在现有装置基础上，通过工艺装备优化提升等改扩建，形成年产 20 万吨生物柴油规模，预计在 2025 年一季度先行完成首期年产 10 万吨生物柴油工程并投入生产运营。新加坡作为生物柴油出口中转站，避免了国内出口至欧盟的反倾销关税，公司在新加坡设立子公司布局生物柴油项目，有望更快摆脱欧盟贸易保护对我国生柴出口的影响。

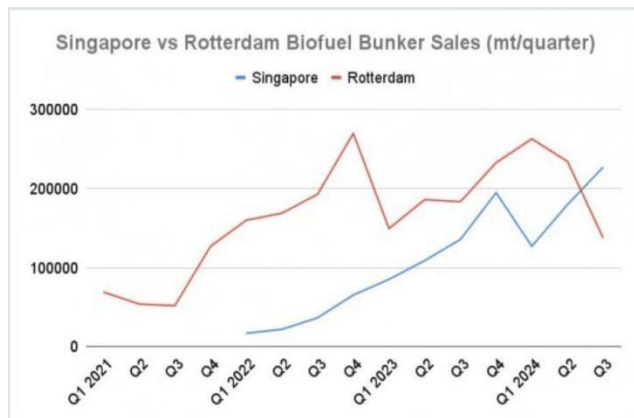
新加坡是全球最大的船燃加注港口，同时生物船燃加速兴起，2024Q3 超越荷兰鹿特丹港成为全球最大的生物船燃加注港。据新加坡海事及港口管理局（MPA）披露信息，2022-2024 年新加坡船用生物燃料销量分别为 14.02、52.38、88.28 万吨，预计 2025 年新加坡生物船燃销量有望达到 200 万吨，2030 年起新加坡港口船舶必须全电动或使用净零排放燃料。据 MPA 发布的通告，2025 年 3 月 7 日起传统燃油加注船运输生物燃料混合物的允许限值从目前的 B25V（生物质燃料容积含量 25%）提高至 B30V。据海关总署，2024 年，我国对新加坡生物柴油出口量显著增加、达 16.93 万吨，同比高增 374.95%，2025Q1 出口到新加坡的生物柴油量继续保持较高水平，占我国生物柴油总出口量的 25.52%。

图表44 新加坡船燃销量快速增加



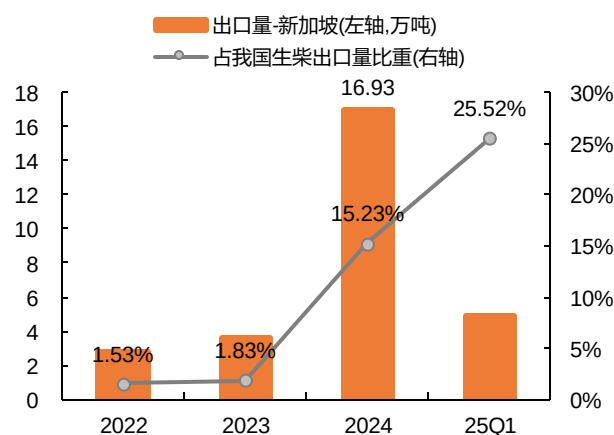
资料来源：新加坡海事及港口管理局，平安证券研究所

图表45 24Q3 新加坡港船燃销量超过荷兰鹿特丹港



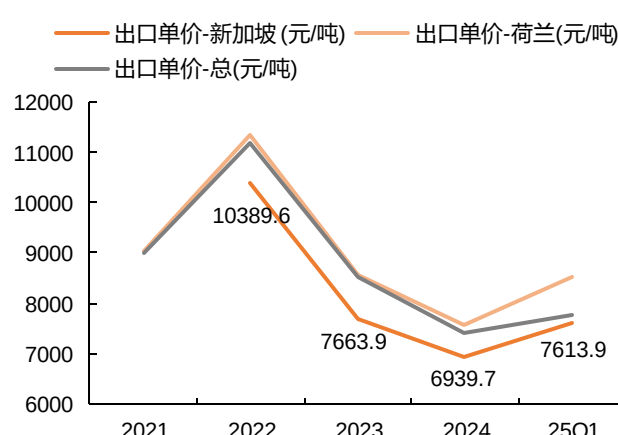
资料来源：Ship and bunker，平安证券研究所

图表46 我国出口到新加坡的生物柴油量显著增加



资料来源：海关总署，平安证券研究所

图表47 我国生物柴油出口单价走势



资料来源：海关总署，平安证券研究所

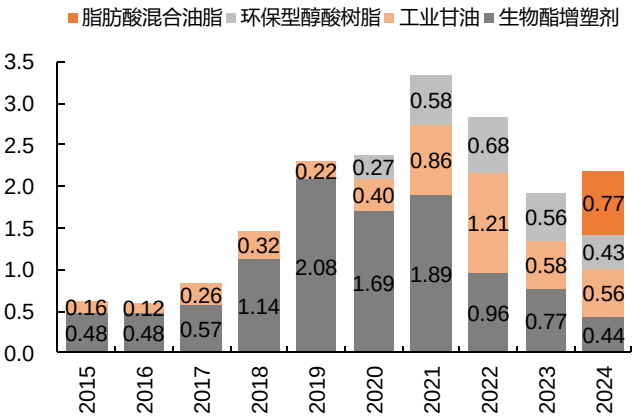
此外，2024 年 7 月公司董事会审议通过《关于拟在沙特投资的议案》，将采取“软实力+轻资产”有偿服务模式，与投资人合作，在沙特成立合资公司，由公司负责提供生产生物柴油、HVO、SAF 工程技术装备和建设的有偿服务，由合作伙伴提供全球废弃油脂资源收集技术经验和物联网技术解决方案、投融资便利等，合资公司计划注册资金 500 万美元，公司以自有货币资金出资持有 30% 股权。公司在沙特初试轻资产布局有助于打开阿拉伯国家客户群体，同时沙特境内港口连接多个国家和地区，石油资源丰富，拥有广泛的能源客户群体，是进一步开发潜在市场的重要枢纽地。

2024 年 9 月 3 日，新加坡卓越及荷兰卓越在泰国新设子公司卓越新能源（泰国）有限责任公司，注册资本为 500 万泰铢，目前已获得 BOI 批准，正在开展项目前期工作，未来有望在东南亚地区进一步开发更多潜在客户。

3.3 业务协同优势：积极向下游衍生布局，新产品投产有望带来业绩增量

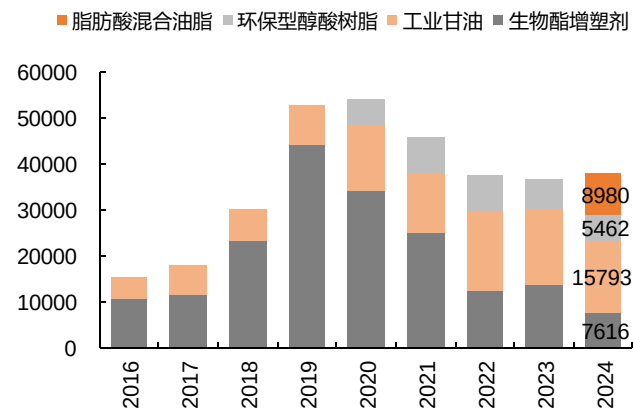
公司除主营的生物柴油产品外，逐步向生柴副产品和中下游产品拓展，具备生物酯增塑剂、工业甘油、醇酸树脂、天然脂肪醇等深加工产品生产销售能力。目前公司拥有生物基材料（生物酯增塑剂、工业甘油、环保型醇酸树脂、天然脂肪醇）产能 14 万吨/年，产品可应用于清洁燃料、塑料制品、塑胶跑道、表面活性剂等多种领域；在新建项目方面，公司年产 5 万吨天然脂肪醇项目于 2024 年年底竣工，并在 2025 年 4 月开始调试生产。2024 年部分生物柴油生产过程中的副产物脂肪酸混合油脂对外销售形成一定的销售收入，弥补了欧盟贸易保护制约出口和国内需求偏弱对生物基材料销量和收入的影响。

图表48 公司各类生物基材料营收（亿元）



资料来源：ifind，平安证券研究所

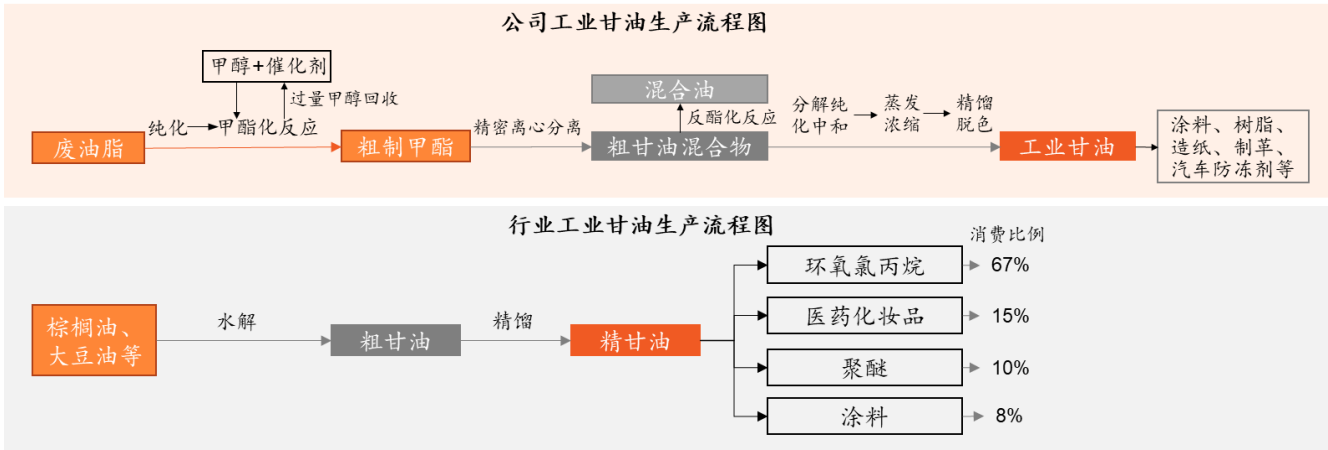
图表49 公司各类生物基材料销量（吨）



资料来源：ifind，平安证券研究所

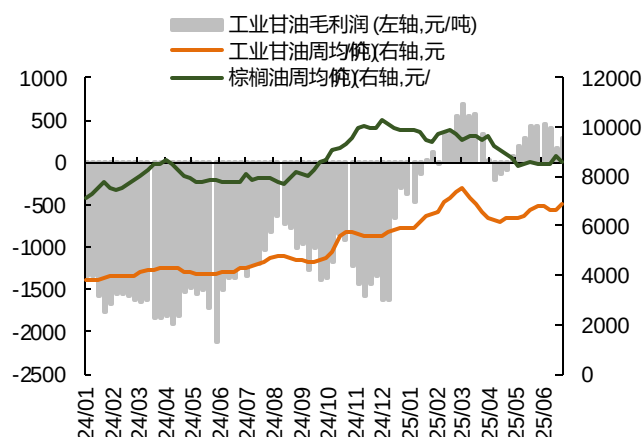
其中，工业甘油产品上游主要是棕榈油、大豆油等天然油脂，通过水解精馏得到最终产物，而公司利用协同优势以废油脂原料制备生物柴油过程中的副产物粗甘油混合物进一步分解精馏得到工业甘油，下游主要用于生产环氧氯丙烷（是合成环氧树脂的原料，环氧树脂广泛应用于涂料、胶粘剂、增强材料、浇铸材料和电子层压制品等行业）、医药化妆品、聚醚、涂料、造纸、制革等领域。2025 年上半年，工业甘油持续去库推动价格上行，行业毛利润有所修复，虽然 2025 年 4 月马来西亚和印尼棕榈油进入增产季，印度棕榈油进口量表现不佳，叠加阿根廷新季大豆上市可能对棕榈油需求有一定挤占，导致棕榈油价格回落，甘油跟跌。但是一方面，中国、印度棕榈油库存处于低位，存在补库需求，且棕榈油价格回落，其对豆油和柴油的性价比逐步改善，价格具备一定韧性，从而在原料成本端支撑甘油价格；另一方面，我国工业甘油库存处于低位，供应有限支撑价格中枢，甘油市场价格有望呈高位运行状态，公司相关产品利润有望得到持续修复。

图表50 工业甘油生产流程



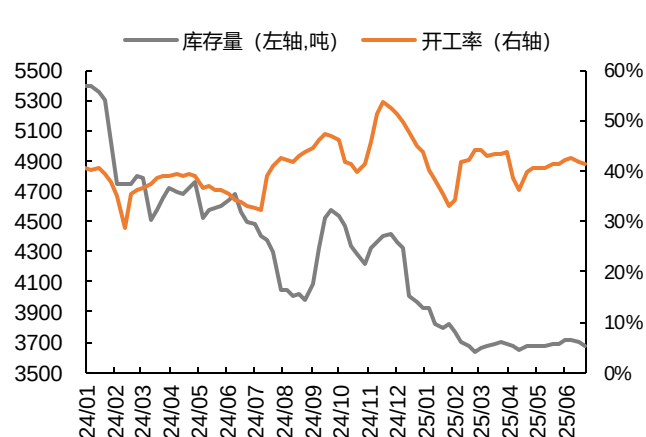
资料来源：公司招股说明书，百川盈孚，平安证券研究所

图表51 工业甘油价格和毛利润走势



资料来源：百川盈孚，平安证券研究所

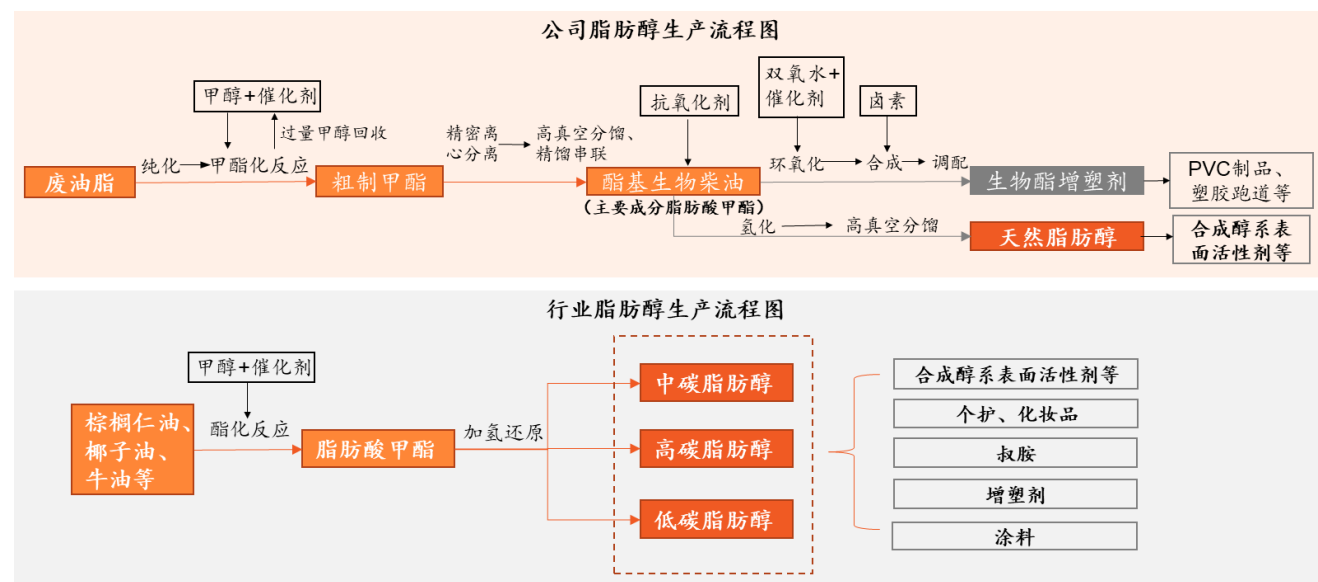
图表52 工业甘油库存量和开工率



资料来源：百川盈孚，平安证券研究所

另外，公司即将投产放量的 5 万吨脂肪醇产品有望在 2025 年下半年贡献收入。天然气脂肪醇以椰子油、棕榈仁油和牛油等生物油脂为原料，将甲醇与油脂在铜基催化剂的作用下发生酯交换反应生成脂肪酸甲酯，再加氢还原得到脂肪醇；或是将天然油脂水解得到脂肪酸，直接对脂肪酸加氢还原得到脂肪醇。而公司本身具备以废弃油脂生产酯基生物柴油的成熟技术，利用对纯化提炼后的废弃油脂酯化反应、离心分离、真空分馏得到脂肪酸甲酯，再进一步氢化还原和真空分馏制得天然脂肪醇，同样可用于合成醇系表面活性剂等。具体下游应用方面，脂肪醇是具有 C8-C22 的脂肪族的醇类，根据碳原子数多少分为低碳脂肪醇、中碳脂肪醇和高碳脂肪醇，其中用量最大的中碳脂肪醇是 C12-C14 的脂肪族醇类，主要用于制备洗涤剂表面活性剂；高级脂肪醇是 C16-C22 的饱和一元醇，主要用于生产表面活性剂、塑料增塑剂等；小于 12 个碳原子的称为低碳脂肪醇，主要用于制润滑剂、增塑剂和染料助剂等。

图表53 天然脂肪酸生产流程

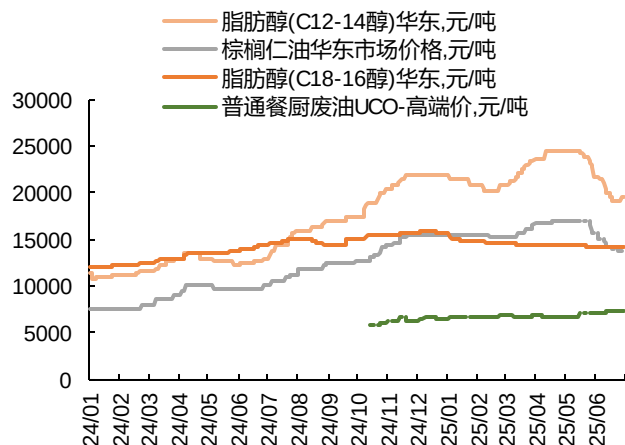


资料来源：公司招股说明书，表面活性剂发展中心，平安证券研究所

脂肪醇价格主要由成本侧和供应端支撑，一方面是原料棕榈仁油和棕榈油存在大概 1-3 个月的生产时间差，因此在棕榈油产量回升、价格回落的情况下，棕榈仁油产量和库存仍偏低，现货资源不足使其报价较为坚挺，原料端价格高位支撑中碳

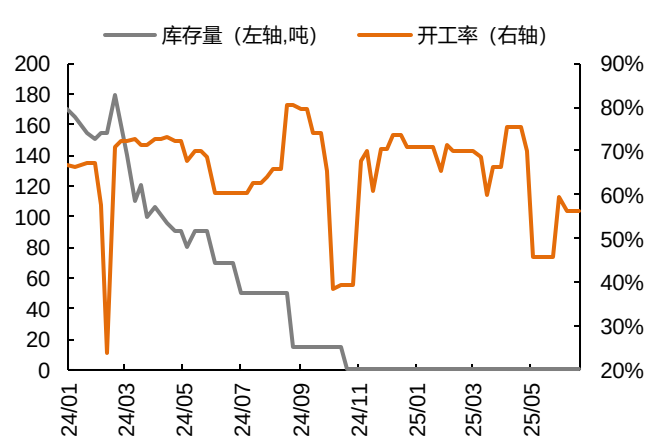
脂肪醇市价高位震荡；另一方面，国内棕榈仁油进口依赖度较高，脂肪醇企业面对高价进口原料存抵触心里，因此国内脂肪醇企业开工率偏低、厂内基本没有库存，供应延续紧张状态推涨脂肪醇价格。公司利用废弃油脂作为原料生产脂肪酸甲酯进一步加氢还原成天然脂肪醇，相较于行业内其他厂家需采购高价棕榈仁油的方式具备成本优势，在脂肪醇涨价行情下，即将放量的5万吨脂肪醇产品有望实现较好的业绩增量。

图表54 棕榈仁油和脂肪醇价格走势



资料来源：百川盈孚，平安证券研究所

图表55 国内脂肪醇库存和厂家开工率情况



资料来源：百川盈孚，平安证券研究所

四、盈利预测及投资建议

生物柴油：产能和产销方面，年产10万吨烃基生物柴油项目于2023Q3启动建设，计划2025年12月投产；新加坡全资子公司年产20万吨生物柴油项目首期年产10万吨工程按计划逐步推进；2024年公司生物柴油产能为50万吨，预期2025-2027年产能分别为70万吨、70万吨、80万吨。随着产能逐步释放，公司生物柴油产销量有望增加，2024年公司生物柴油产量和销量分别为37.2万吨和37.6万吨，考虑到产能逐步爬坡需要时间，我们预期2025-2027年产能利用率分别为62%、74%和80%，同时假设产销率为100%，预期2025-2027年销量将达43.05万吨、51.45万吨、64.00万吨。**售价方面**，公司生物柴油通过荷兰卓越在欧洲当地进行销售，得以按当地价格取得对价，根据wind数据，2023年-2024年我国生物柴油出口均价大约在7958元/吨，公司生物柴油销售均价大约为8815元/吨、大于出口均价11%左右，假设该增幅不变，结合2024年-2025年上半年的出口均价，我们预期2025年公司售价大约在8514元/吨，2026-2027年随着生物柴油渗透率和需求量的提升，加上欧盟反倾销事件落地后不确定风险释放，叠加马来西亚棕榈油原料增产潜力不足，国际生物柴油价格有望逐渐回升。**毛利率方面**，假设2025年餐废油脂原料采购价格为过去三年均值，假设2026-2027年原料采购价在生物柴油价格回升带动下同比小幅增加、但增速略低于生柴，同时单吨制造费用及运费回落至往年合理水平，随着产能利用率的提高，预期2025-2027年公司生物柴油毛利率有望逐年回升，预期为8.01%、8.57%和9.13%。

工业甘油：产销量方面，公司2024年工业甘油产销量分别达1.51万吨和1.58万吨，根据中国油脂网，随着公司生物柴油产能的增加，工业甘油供应和销售能力也有望提升。**价格方面**，马来西亚棕榈油产能受棕榈树老龄化和种植面积难以扩张限制，原料棕榈油价格有支撑，预期工业甘油价格有望维持中高位，公司通过业务协同性副产工业甘油具有成本优势，该业务毛利率有望维持在40%以上。

脂肪醇：在建产能方面，公司年产5万吨天然脂肪醇项目于2025年4月正式投产，该业务有望在2025年给公司带来一定的收入增量，假设2025年产能爬坡至2.5万吨（产能利用率50%），到2026-2027年分别达到3.5万吨和4.3万吨（产能利用率分别为70%和86%）；**售价方面**，受到上游棕榈仁油供应偏紧、价格上涨的影响，2024年下半年以来脂肪醇价格高涨，据百川盈孚数据，2025年1-5月中碳脂肪醇均价约为22000元/吨以上，在原料价格高位支撑和国内脂肪醇供应紧张情况下，预期2025-2027年脂肪醇价格有望维持在2万元/吨左右，公司以废弃油脂为原料生产的天然脂肪醇具备成本优势，结合废弃油脂

价格，我们预期2025-2027年脂肪醇毛利率在31%-34%左右。

其他：生物酯增塑剂和醇酸树脂受到下游PVC制品和油漆行业市场需求偏弱影响，2024年销量和毛利率有所下降，2025-2027年内需回暖有望带来销量小幅回升，两类产品毛利率预期在13%-15%左右持稳。另外，脂肪酸混合油脂主要系废弃油脂生产生物柴油（主要成分-脂肪酸甲酯）过程中的副产物、可重新提炼作为原料使用，2024年生物柴油产销下滑，部分混合油脂直接外销形成一定规模的收入，由于2024年生物柴油和脂肪酸混合油脂库存较高，供应相对充足，预期2025-2027年脂肪酸混合油脂仍将外销部分，形成销售收入0.81亿元、0.88亿元、0.94亿元。

图表56 公司分业务营收和成本预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	35.63	44.61	54.69	68.55
营业成本（亿元）	33.10	39.42	47.88	59.72
销售毛利率	7.11%	11.64%	12.45%	12.88%
生物柴油：				
营业收入（亿元）	33.14	36.65	44.68	56.69
销量（吨）	375965	430500	514500	640000
销售单价（元/吨）	8815	8514	8684	8858
营业成本（亿元）	31.17	33.72	40.85	51.51
毛利率	5.95%	8.01%	8.57%	9.13%
工业甘油：				
营业收入（亿元）	0.56	0.85	0.89	0.94
销量（吨）	15793	17000	17600	18400
销售单价（元/吨）	3534	5010	5060	5111
营业成本（亿元）	0.33	0.49	0.51	0.53
毛利率	40.97%	42.15%	42.74%	43.33%
脂肪醇：				
营业收入（亿元）		5.02	6.89	8.55
销量（吨）		25000	35000	43000
销售单价（元/吨）		20092	19690	19887
营业成本（亿元）		3.46	4.65	5.68
毛利率		31.12%	32.49%	33.55%
生物酯增塑剂：				
营业收入（亿元）	0.44	0.49	0.52	0.54
营业成本（亿元）	0.38	0.42	0.44	0.47
毛利率	13.90%	13.60%	14.19%	13.90%
醇酸树脂：				
营业收入（亿元）	0.43	0.48	0.53	0.58
营业成本（亿元）	0.37	0.42	0.46	0.50
毛利率	13.86%	13.15%	13.89%	14.00%
脂肪酸混合油脂：				
营业收入（亿元）	0.77	0.81	0.88	0.94
营业成本（亿元）	0.70	0.75	0.81	0.86
毛利率	8.90%	8.00%	8.00%	8.00%
其他：				
营业收入（亿元）	0.30	0.30	0.30	0.30

营业成本（亿元）	0.16	0.16	0.16	0.16
毛利率	47.69%	46.83%	46.83%	46.83%

资料来源：wind，公司公告，百川盈孚，平安证券研究所预测

盈利预测：卓越新能作为国内酯基生物柴油头部生产商，连续多年位列国内生柴企业产销量和出口量第一，2025年，10万吨/年烃基生物柴油项目和新加坡全资子公司首期年产10万吨酯基生物柴油有望新增投产，从而巩固公司龙头地位；同时，公司正积极在荷兰、新加坡等重要贸易港口所在地开拓自主销售网络，加快推进产品在海外国家当地的生产布局，致力于减小欧盟等地贸易保护措施带来的影响；此外，公司利用业务协同优势，衍生出生物酯增塑剂、工业甘油、醇酸树脂、脂肪醇等生物基材料，棕榈仁油价格上涨带动脂肪醇行情，吨脂肪醇有望在2025年新投产从而带来较好的业绩增量。综上，我们预测2025-2027年公司营收分别为44.61、54.69、68.55亿元，归母净利润分别为3.57、4.69、5.81亿元，对应2025年8月12日收盘价PE分别15.3、11.7、9.4倍。

投资建议：国内生产经营生物柴油的上市企业主要有嘉澳环保、海新能科，其中，嘉澳环保2024年生物质能源项目设计产能达70万吨，连云港嘉澳生物航煤SAF项目一期50万吨产能于2024年底建成并试生产出合格产品；海新能科是国内烃基生物柴油产能最大的上市公司，截至2024年共有二代烃基生物柴油产品设计产能44.7万吨/年。上述两家公司尚未实现正的净利润，公司盈利情况相对稳健，一代酯基生物柴油生产规模领先、销售渠道多元，且开拓新产品，有效发挥业务协同优势，业绩有望逐步回暖，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表57 可比公司估值

股票代码	公司名称	股价（元） (2025.8.12)	EPS（摊薄，元）				PE（倍）			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
603822.SH	嘉澳环保	60.10	-4.78	2.45	5.86	9.82	-12.6	24.5	10.3	6.1
300072.SZ	海新能科	3.52	-0.41	-0.27	-0.11	0.01	-8.6	-13.0	-32.0	352.0
688196.SH	卓越新能	45.60	1.24	2.97	3.90	4.85	36.7	15.3	11.7	9.4

资料来源：ifind，平安证券研究所预测，注：除卓越新能EPS来自我们的预测外，其余公司EPS来自ifind一致预期

五、 风险提示

- 1、政策实施力度不及预期。若各国推进生物柴油使用的政策实施效果不佳，未如期完成目标掺配比例，需求端或难以实现预期中的增长，则公司业绩回升难度较大。
- 2、欧美等国对我国生柴出口制裁再度加码的风险。若欧盟对我国生物柴油出口企业加征更高的反倾销税，或实施更为严格的原料审查等制裁措施，则可能再次冲击公司生物柴油产品出口。
- 3、原材料价格大幅波动的风险。我国生物柴油原料依赖于餐废垃圾提炼的油脂UCO，若后续随着HVO/SAF产能释放，对原料UCO的需求大幅增加，可能导致UCO短期供不应求从而大幅推高其价格，从而增大公司原料成本压力。
- 4、产能大幅扩张后供应过剩的风险。我国生物柴油特别是二代的HVO/SAF在建产能规模较大，若后续产能集中释放，市场可能面临供应过剩的风险。

资产负债表					单位：百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E					
流动资产	1878	2047	2367	2788					
现金	264	566	375	519					
应收票据及应收账款	53	31	38	47					
其他应收款	71	55	67	84					
预付账款	8	12	14	18					
存货	953	1012	1229	1533					
其他流动资产	529	372	644	587					
非流动资产	1689	1641	1590	1538					
长期投资	2	2	2	2					
固定资产	629	645	660	672					
无形资产	97	81	65	49					
其他非流动资产	961	912	863	815					
资产总计	3566	3688	3958	4326					
流动负债	395	373	431	519					
短期借款	197	147	157	177					
应付票据及应付账款	48	57	69	86					
其他流动负债	150	169	205	255					
非流动负债	378	308	238	170					
长期借款	363	292	223	154					
其他非流动负债	15	15	15	15					
负债合计	774	681	670	689					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	120	120	120	120					
资本公积	1259	1259	1259	1259					
留存收益	1414	1628	1909	2258					
归属母公司股东权益	2793	3007	3288	3637					
负债和股东权益	3566	3688	3958	4326					

利润表					单位：百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E					
营业收入	3563	4461	5469	6855					
营业成本	3310	3942	4788	5972					
营业税金及附加	35	45	55	69					
营业费用	77	71	88	110					
管理费用	56	67	80	99					
研发费用	121	149	174	207					
财务费用	-42	-37	-50	-49					
资产减值损失	-23	-28	-35	-44					
信用减值损失	0	0	0	0					
其他收益	168	170	180	190					
公允价值变动收益	1	1	1	1					
投资净收益	1	0	0	0					
资产处置收益	0	0	0	0					
营业利润	154	366	480	595					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	2	2	2	2					
利润总额	152	364	478	593					
所得税	3	7	10	12					
净利润	149	357	469	581					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	149	357	469	581					
EBITDA	180	376	479	596					
EPS(元)	1.24	2.97	3.90	4.85					
主要财务比率									
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E					
成长能力									
营业收入(%)	26.7	25.2	22.6	25.3					
营业利润(%)	96.0	137.6	31.1	24.0					
归属于母公司净利润(%)	89.6	139.5	31.3	24.1					
获利能力									
毛利率(%)	7.1	11.6	12.5	12.9					
净利率(%)	4.2	8.0	8.6	8.5					
ROE(%)	5.3	11.9	14.3	16.0					
ROIC(%)	3.7	10.5	12.3	15.4					
偿债能力									
资产负债率(%)	21.7	18.5	16.9	15.9					
净负债比率(%)	10.6	-4.2	0.1	-5.2					
流动比率	4.8	5.5	5.5	5.4					
速动比率	1.7	1.8	1.6	1.3					
营运能力									
总资产周转率	1.0	1.2	1.4	1.6					
应收账款周转率	69.3	172.4	172.4	172.4					
应付账款周转率	69.2	69.2	69.2	69.2					
每股指标(元)									
每股收益(最新摊薄)	1.24	2.97	3.90	4.85					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	2.22	1.66	1.74					
每股净资产(最新摊薄)	23.27	25.06	27.40	30.31					
估值比率									
P/E	36.7	15.3	11.7	9.4					
P/B	2.0	1.8	1.7	1.5					
EV/EBITDA	24.0	15.7	11.8	9.7					

现金流量表					单位：百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	99	267	199	209					
净利润	149	357	469	581					
折旧摊销	70	48	50	53					
财务费用	-42	-37	-50	-49					
投资损失	-1	0	0	0					
营运资金变动	-107	-104	-273	-379					
其他经营现金流	30	3	3	3					
投资活动现金流	-439	263	-193	167					
资本支出	232	0	0	0					
长期投资	-203	0	0	0					
其他投资现金流	-467	263	-193	167					
筹资活动现金流	286	-227	-197	-231					
短期借款	197	-50	10	20					
长期借款	79	-71	-70	-68					
其他筹资现金流	10	-106	-138	-183					
现金净增加额	-38	303	-191	144					

现金流量表					单位：百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	99	267	199	209					
净利润	149	357	469	581					
折旧摊销	70	48	50	53					
财务费用	-42	-37	-50	-49					
投资损失	-1	0	0	0					
营运资金变动	-107	-104	-273	-379					
其他经营现金流	30	3	3	3					
投资活动现金流	-439	263	-193	167					
资本支出	232	0	0	0					
长期投资	-203	0	0	0					
其他投资现金流	-467	263	-193	167					
筹资活动现金流	286	-227	-197	-231					
短期借款	197	-50	10	20					
长期借款	79	-71	-70	-68					
其他筹资现金流	10	-106	-138	-183					
现金净增加额	-38	303	-191	144					

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现持平）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层