



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

生物柴油龙头，双碳背景下的绿色能源先锋

—卓越新能(688196.SH)公司深度报告

2025 年 08 月 13 日

刘红光 石化行业联席首席分析师
执业编号：S1500525060002
邮箱：liuhongguang@cindasc.com

胡晓艺 石化行业分析师
执业编号：S1500524070003
邮箱：huxiaoyi@cindasc.com

证券研究报告

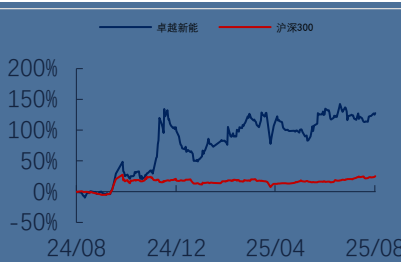
公司研究

公司深度报告

卓越新能 (688196)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元) 46.12
52周内股价波动区间(元) 49.10-18.28

最近一月涨跌幅(%) 2.26

总股本(亿股) 1.20
流通A股比例(%) 100.00
总市值(亿元) 55.34

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

卓越新能：生物柴油龙头，双碳背景下的绿色能源先锋

2025年08月13日

本期内容提要：

◆【**公司层面**】卓越新能是国内第一家专业从事废油脂制取生物柴油技术研发生产的企业，也是国内酯基生物柴油生产龙头企业。我们认为当下时点公司具备投资价值，主要有**3点原因**：**1) 业绩表现长期行业领先，并且在极端关税政策背景下仍保持盈利**：基于公司优秀的成本管控能力、上游供应商管理和下游销售渠道拓展能力，公司盈利能力和抗风险能力均优于同行，在2023-2024年欧盟反倾销调查最为严峻的时刻，公司仍然未出现亏损。且在产能扩张计划下，未来业绩增长潜力较大。**2) 海内外产能持续扩张**：目前公司拥有酯基产能近50万吨，我们预计生物柴油能够扩产到近130万吨（包括酯基国内近50万吨+新加坡20万吨+泰国30万吨，烃基国内20万吨+泰国10万吨），为公司收入和利润增长带来显著贡献。**3) 外部负面影响落地且逐步削弱**：公司受欧盟反倾销税的负面影响好于预期，公司通过荷兰子公司直销保障生物柴油销售量和价格稳定，且通过保税形式能较大程度规避负面影响。长期看，公司受外部负面影响正在削弱，新加坡、泰国以及中东等海外生物柴油基地建设和国内生物航煤产线将为公司提供更大基数的非税销售来源。

◆【**行业层面**】我们认为，生物燃料行业发展前景广阔，且存在重大投资机会，主要原因包括：**1) 国内外政策推动需求增长且当前处于提升渗透率的早期阶段**：欧盟是全球生物柴油最大消费地，也是中国生物柴油最大出口地。当前欧盟对华虽设有政策阻挠，但我国企业短期内可通过出口到非欧盟但高需求地区比如英国、或贸易中转地区如新加坡、马来西亚等进行国际海运或航运线的生物燃料掺混等解决；长期可通过直接在海外非税地区建厂和国内生产出口SAF产品等方式应对欧盟反倾销税政策，而欧盟对包括UCOME在内的先进生物燃料和SAF需求会持续增长。另一方面，国内政策也在不断完善推动需求增加，包括进行SAF试点机场加注以及出台生物柴油推广应用试点名单等。**2) 碳价加成和边际成本改善带来的盈利机会**：虽然生柴的价格和原料成本均高于传统柴油，但从减排角度和欧盟碳交易市场考虑，生物柴油的经济性高于传统柴油，随着未来国际、国内碳市场或碳税政策的持续推进或出台，生物燃料的外部收益有望较快实现内部化，全生命周期经济性将进一步凸显。另外，2024年我国已经取消生物柴油主要原料UCO出口退税，中美关税问题导致2025年对美出口UCO数量下降，原料油回流或可使得成本端有所改善。

◆**盈利预测与投资评级**：我们预计公司2025-2027年的营业收入将分别达到48.07、73.04和85.29亿元，同比增速分别为34.9%、51.9%和16.8%。2025-2027年归母净利润分别为3.60、6.19和7.74亿元，同比增速分别为141.6%、71.8%、25.2%，EPS分别为3.00、5.15和6.45元/股。根据最新收盘价，我们预测，2025-2027年公司PE分别为15.37/8.95/7.15倍，PB分别为1.84/1.59/1.38倍。结合公司海外销售渠道拓展能力强，保障生物柴油

价格和销量稳定，降低欧盟反倾销税影响，以及海内外产能扩展计划带来的业绩成长空间大，我们认为卓越新能具备较大业绩增长潜力和估值提升空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

◆**股价催化剂：**海内外新产能投产；原料油成本下降；国内政策推动需求增长提速。

◆**风险因素：**政策风险；原材料价格波动风险；市场竞争风险；产能扩张风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,812	3,563	4,807	7,304	8,529
增长率 YoY %	-35.3%	26.7%	34.9%	51.9%	16.8%
归属母公司净利润 (百万元)	79	149	360	619	774
增长率 YoY%	-82.6%	89.6%	141.6%	71.8%	25.2%
毛利率%	7.7%	7.1%	12.6%	13.1%	13.6%
净资产收益率 ROE%	2.9%	5.3%	12.0%	17.8%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	0.66	1.24	3.00	5.15	6.45
市盈率 P/E(倍)	70.40	37.14	15.37	8.95	7.15
市净率 P/B(倍)	2.06	1.98	1.84	1.59	1.38

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 08 月 13 日收盘价

一、卓越新能：国内生物柴油制备龙头企业	7
1.1 公司概况	7
1.2 财务分析	8
二、生物燃料：政策推动+碳价加成，需求前景广阔	9
2.1 概述：碳减排催生生物燃料需求	9
2.2 生物柴油	12
2.2.1 需求端：欧盟为全球消费主力，政策利好推动需求释放	12
2.2.2 供给端：存量以欧美为主，增量来自亚太和南美	16
2.2.3 供需展望：未来或将出现供给缺口	18
2.2.4 原料优势叠加减排收益内化趋势，我国企业竞争力凸显	19
2.3 生物航煤	21
2.3.1 需求端：欧盟及国际组织政策推动需求增长	21
2.3.2 供给端：新增产能提速	23
三、核心竞争力：头部扩产+成本优势+渠道壁垒，看好公司业绩潜力	24
3.1 产能优势	24
3.2 技术及成本优势	25
3.3 渠道优势	26
3.3.1 废油脂获取：上游供应商管理是重要壁垒	26
3.3.2 下游销售：海外直销降低反倾销影响	27
四、盈利预测与估值	28
4.1 盈利预测重要假设	28
4.2 估值与投资评级	28
风险因素	31

表 目 录

表 1：生物燃料分类与定义	10
表 2：RED 框架下的交通部门主要政策变化（2030 年目标）	15
表 3：2022 年以来中国生物燃料行业政策梳理	16
表 4：欧盟对华生物柴油反倾销终裁征税表	17
表 5：2025-2030 年全球多国生物柴油强制混合比例目标	19
表 6：2025-2030 年全球生物柴油供需测算	19
表 7：CORSIA 机制实施阶段时间线	22
表 8：欧盟规定的 SAF 强制掺混要求	22
表 9：2022 年以来我国 SAF 主要政策规划	22
表 10：中国 SAF 已投产产能列示	23
表 11：中国 SAF 在建/拟建产能列示	24
表 12：公司已建和在建生物柴油产能梳理	25
表 13：可比上市公司相对估值	29

图 目 录

图 1：公司现有产品结构图	7
图 2：卓越新能股权结构	7
图 3：公司各版块业务收入及增速（亿元，%）	8
图 4：公司国内业务收入结构变化（%）	8
图 5：公司各版块业务毛利率（%）	8
图 6：公司国内外区域毛利率水平（%）	8
图 7：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）	9
图 8：公司与同行 ROE 水平对比（%）	9
图 9：公司现金流净额水平（亿元）	9
图 10：公司期间费用率水平（%）	9
图 11：欧盟可再生能源计划生物燃料温室气体减排计算方式	10
图 12：不同国家生物柴油原料结构（%）	11

图 13: 不同原料生物柴油生产成本对比 (元/吨)	11
图 14: 欧盟 REDII 生物燃料最低 GHG 减排水平	11
图 15: 欧盟可再生能源计划列示的不同来源生物柴油温室气体减排默认值	12
图 16: 一代生物柴油 (酯基) 全球消费变化 (千桶/天)	12
图 17: 2022 年一代生物柴油 (酯基) 全球消费份额	12
图 18: 2022 年一代生物柴油 (酯基) 全球各地区供需缺口/过剩情况 (千桶/天)	12
图 19: 欧盟生物燃料消费量 (万吨)	13
图 20: 欧盟生物燃料消费量占总燃料消费比重 (%)	13
图 21: 欧盟生物燃料 (Biodiesel + HDRD+SAF) 供需情况 (百万升)	14
图 22: 欧盟酯基生物柴油进口量 (万吨)	14
图 23: 欧盟酯基生物柴油进口来源结构 (%)	14
图 24: 欧盟酯基生物柴油出口目的地结构 (%)	14
图 25: 美国生物柴油进口来源国结构 (千桶/天)	14
图 26: 欧盟生物燃料掺混上限或下限目标	15
图 27: 一代生物柴油 (酯基) 全球产量变化 (千桶/天)	16
图 28: 2022 年一代生物柴油 (酯基) 全球产量份额	16
图 29: 全球生物柴油供给增长预测 (万吨)	17
图 30: 中国烃基+酯基生物柴油供需及出口情况 (万吨)	17
图 31: 中国酯基生物柴油出口结构 (万吨)	17
图 32: 2024 年我国酯基生物柴油产能结构	18
图 33: 中国生物柴油酯基和烃基主流港口 FOB 价格走势 (美元/吨)	18
图 34: 全球生物柴油掺混比例增长趋势 (%)	19
图 35: 我国生物柴油出口价 (酯基) 与国际作物原料油价格走势对比 (美元/吨)	20
图 36: 2024 年中国 UCO 出口结构	20
图 37: 2025 年中国 UCO 对美出口量下降 (吨)	21
图 38: 中国 UCO 销售价格 (美元/吨)	21
图 39: 欧盟碳配额交易价格 (欧元/吨二氧化碳)	21
图 40: 传统柴油价格与扣除欧盟碳价的生柴 (酯基) 价格对比 (美元/吨)	21
图 41: 全球 SAF 消费量测算 (万吨)	23
图 42: 欧盟 SAF 消费量测算 (万吨)	23
图 43: 全球 SAF 产能结构分布	23
图 44: 公司在国内酯基生物柴油市场市占率 (万吨, %)	24
图 45: 公司生物柴油产能利用率明显高于国内整体水平 (%)	24
图 46: 公司可再生能源突出贡献证书	25
图 47: 公司高新技术企业证书	25
图 48: 公司单吨生产成本与同行对比 (元/吨)	26
图 49: 2020-2024 年公司生物柴油成本构成	26
图 50: 废油脂回收及供应过程示意图	26
图 51: 我国餐厨废油产生及利用情况 (万吨, %)	27
图 52: 2019Q1 公司原料油供应商结构 (原料供应占比)	27
图 53: 废油脂定价依据	27
图 54: 公司平均售价与福建出口均价对比 (元/吨)	28
图 55: 2024 年公司生柴销量逆势增长 (万吨)	28
图 56: 卓越新能 PE (TTM) Band 走势	29
图 57: 卓越新能 PB (LF) Band 走势	29



投资聚焦

与市场上其他观点相比，我们推荐公司的几个理由：

1) 公司在保税库和海外产能方面的前瞻性布局得以有效应对欧盟反倾销税的负面影响。

短期内，公司通过荷兰子公司在欧洲当地进行直销（在当地保税区内储存和销售，如果转口流向欧盟外地区不需要缴反倾销税），为公司生物柴油销售量和销售价格提供支撑。长期看，公司一方面重点拓展海外生产基地，包括在建的新加坡项目、拟建的泰国项目以及未来的中东合作项目，都为海外市场非税销售提供保障，新加坡和荷兰子公司也进一步拓宽公司销售渠道；另一方面，公司在国内建设烷基生物柴油产线，可转产生物航煤进行海外销售，生物航煤不在欧盟反倾销税征收范围内，且未来市场需求空间增长速度较大。

2) 稳定的上游供应商体系。受行业特性影响，废油脂回收以分散化的小型供应商及个人为主，拥有一个长期稳定的供应商体系是国内生物柴油企业的重要壁垒。生物柴油厂商要以适当价格取得稳定的废油脂供应需要与大量的供应商建立长期的互信关系。因此，生物柴油行业的新进入者面临不能以适当价格稳定采购到所需的符合要求的废油脂原材料的困境。公司自成立以来已经构建了稳定、规范的废弃油脂采购体系和覆盖全国及东南亚地区的采购渠道，并与众多供应商建立了长期稳定的业务互信关系（签订长期采购合同并建立供应商档案），实现了原料的稳定供应及合理成本采购。

3) 公司业绩历史表现优于同行。历史数据看，公司盈利能力和抗风险能力均优于同行，在 2023-2024 年欧盟反倾销调查最为严峻的时刻，公司仍然保证不出现亏损。且在海外基地建设驱动下，未来业绩增长潜力较大。

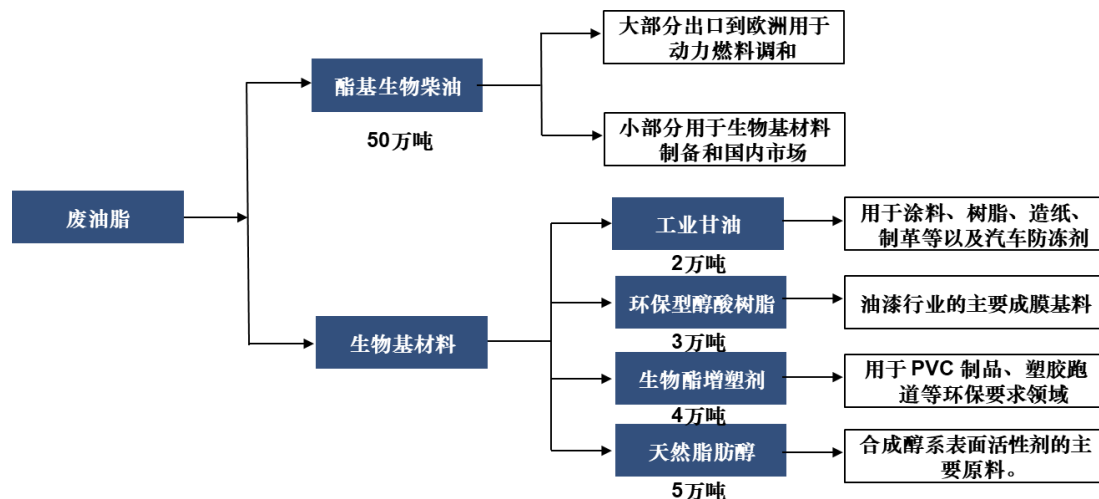
4) 产能扩张计划。公司计划在新加坡、泰国以及中东沙特建立生物柴油（一代和二代）产能，国内建立生物基材料以及烷基（SAF）产线，目前公司拥有酯基产能近 50 万吨，我们预计生物柴油能够扩产到近 130 万吨（包括酯基国内近 50 万吨+新加坡 20 万吨+泰国 30 万吨，烷基国内 20 万吨+泰国 10 万吨），能够为公司收入和利润增长带来较大的贡献。

一、卓越新能：国内生物柴油制备龙头企业

1.1 公司概况

公司于 2001 年创立，是国内第一家专业从事废油脂制取生物柴油技术研发生产的企业，2019 年 11 月，公司在上交所科创板成功上市。目前，公司已形成以生物柴油为主，衍生深加工生物基材料的“生物质能化一体化”的产业布局，是我国生物柴油行业产能规模大、出口量多、创新能力较强的龙头企业，拥有酯基生物柴油产能近 50 万吨，环保型醇酸树脂、工业甘油、生物酯增塑剂、天然脂肪醇等生物基材料产能合计 14 万吨。

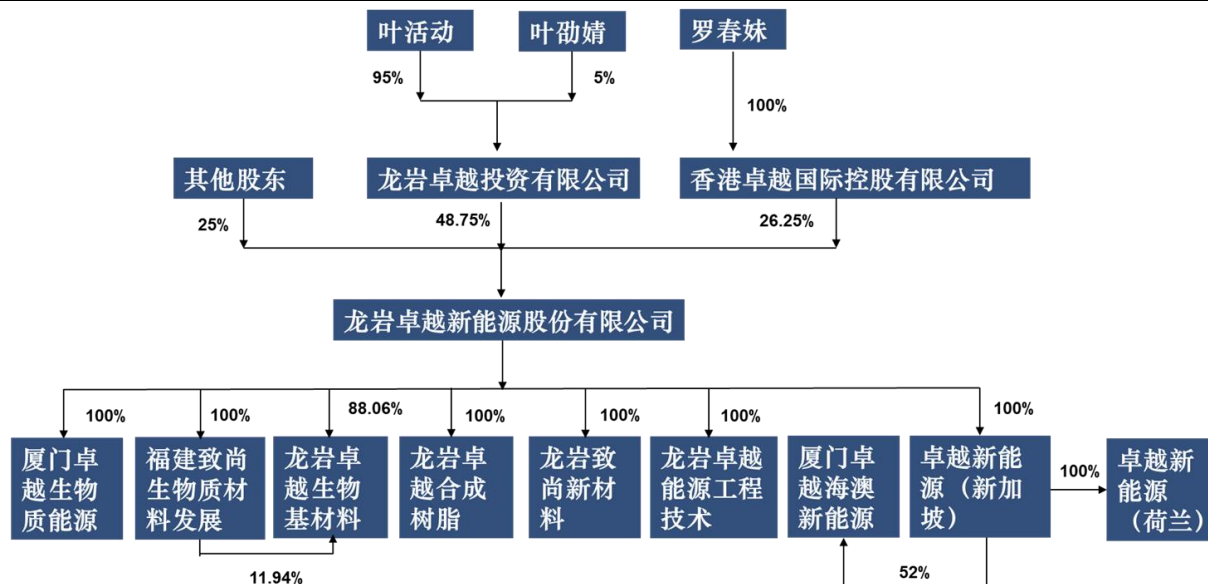
图 1：公司现有产品结构图



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

叶活动和罗春妹夫妇及其女儿叶劭婧为一致行动人，三人同为公司实际控制人，叶活动家族合计对公司控股比例达 75%，股权结构高度集中。

图 2：卓越新能股权结构



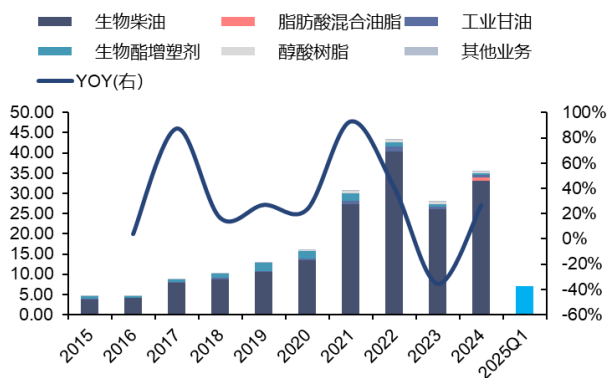
资料来源：公司公告，万得，信达证券研发中心，截至 2025 年一季度

1.2 财务分析

收入方面，生物柴油业务占公司收入比重在 85%以上，2022-2024 年生柴业务占比达到 90%以上。2021 年初公司美山基地生物柴油产线投产，公司生物柴油产能和收入大幅增加，2023 年欧盟反倾销调查影响公司出口导致收入下滑，2024 年公司通过荷兰子公司直销方式提高了生柴外销价格，公司收入有所回升。

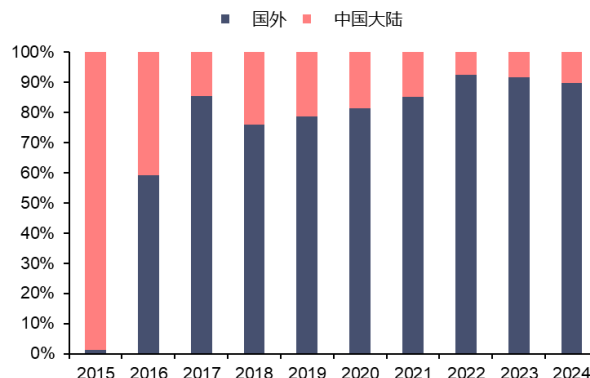
2016 年公司获得 ISCC 认证（满足欧美市场标准），产品直销欧盟，公司国外收入占比大幅提升，截至 2024 年，公司海外收入占比近 90%。

图 3：公司各版块业务收入及增速（亿元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：公司国内业务收入结构变化（%）

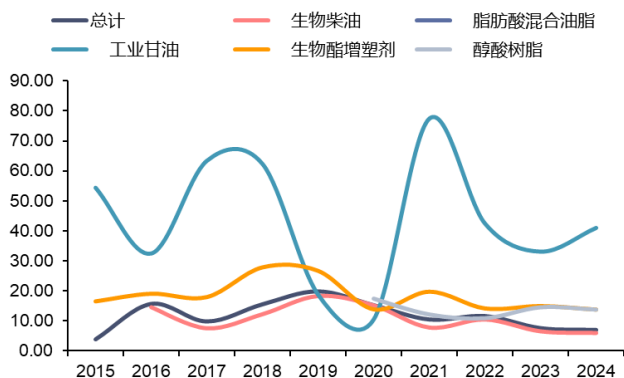


资料来源：万得，信达证券研发中心

分业务看，公司生物柴油毛利率 2023-2024 年下滑至 10%以下，主要受欧盟反倾销调查和反倾销税影响，2023 年主要是由于公司出口价格下降，2024 年主要是由于公司国际跨洋运费和欧洲当地费用增加导致，我们认为随着公司积极调整出口销售渠道以及产品结构，欧盟对公司业绩的负面影响或逐步减弱。另外，生物基材料盈利空间较为可观，随着公司 5 万吨天然脂肪醇在 2025 年 4 月投产调试，我们认为公司盈利能力和产业链附加值或进一步提高。

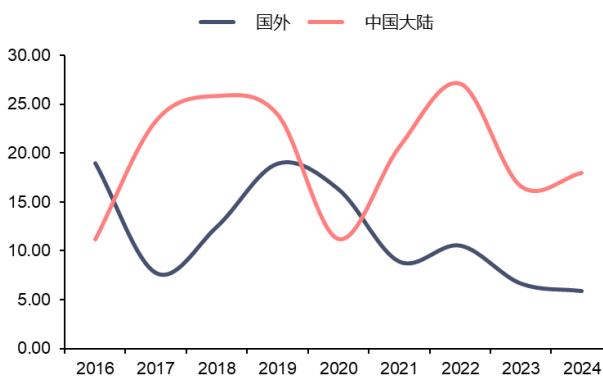
分区域看，国内业务盈利能力明显高于海外，主要是受不同区域销售产品结构不同影响，国内以生物基材料为主，海外以生物柴油为主。

图 5：公司各版块业务毛利率（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

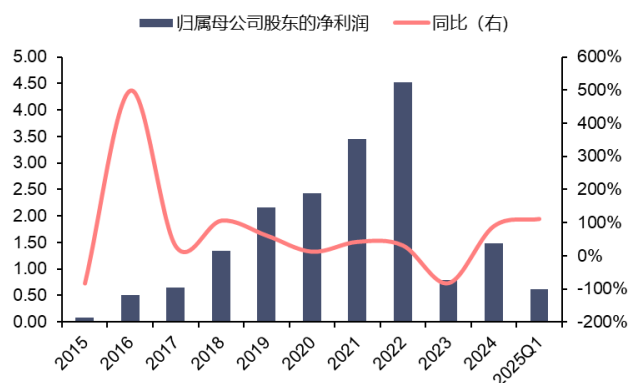
图 6：公司国内外区域毛利率水平（%）



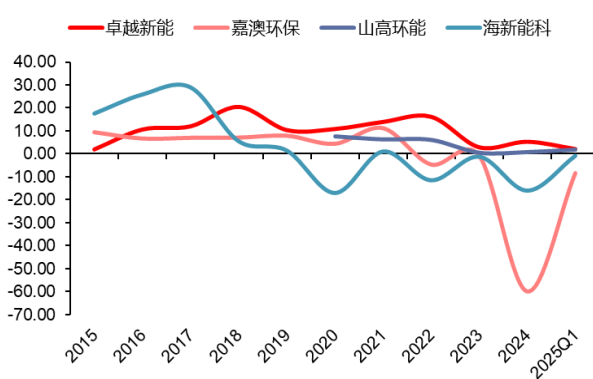
资料来源：万得，信达证券研发中心

从利润表现看，2023-2024 年受欧盟反倾销调查和征税影响，公司净利润出现锐减，但我们认为随着公司积极调整销售和生方式，该负面影响或将逐步减弱，2025Q1 公司归母净利润已经明显改善，同比+111%。

公司业绩表现优于同行。过去 10 年公司 ROE 始终保持为正，没有出现过亏损情况，且业绩波动性较同行更低，而海新能科和嘉澳环保均受欧盟负面冲击导致业绩亏损，山高环能则依靠其他业务板块如 UCO 出口保持业绩为正，但整体盈利水平低于卓越新能。

图 7：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）


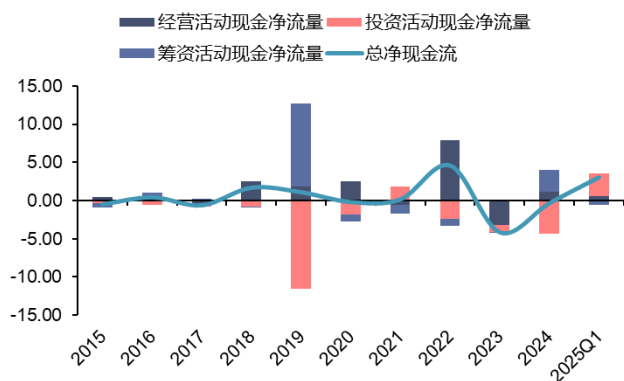
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：公司与同行 ROE 水平对比（%）


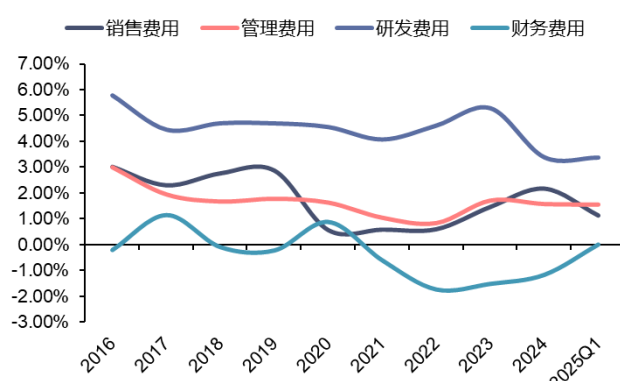
资料来源：万得，信达证券研发中心

现金流方面，除 2017 年、2021 年和 2023 年经营净现金为负，其他均保证正值，其中，2021 年主要受公司美山新厂投产，增加存货储备所致及贷款跨年收讫所致。2023 年主要受在欧洲建设自主销售网络，前期业务启动所致。随着新项目投产，2025Q1 公司整体净现金流保持为正。

期间费用方面，2023 年以来公司管理费用增加主要是新增海外子公司并拓展海外业务，及应对欧盟调查各项费用增加所致。同理，销售费用增加也是开拓欧洲本地市场，销售人员增加，港口租赁储罐费用增加所致。财务费用为负值主要是公司利息收入增加及汇兑收益影响。此外 2024 年研发费用下滑主要受材料费下降影响。整体，公司期间费用率保持在可控水平。

图 9：公司现金流净额水平（亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：公司期间费用率水平（%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

二、生物燃料：政策推动+碳价加成，需求前景广阔

2.1 概述：碳减排催生生物燃料需求

生物燃料泛指由生物质组成或转化的固体、液体或气体燃料，是可再生能源开发利用的重要方向，**核心作用在于减少温室气体排放、废物利用、减少污染物排放**。狭义的生物燃料仅指液体生物燃料，主要包括燃料乙醇、生物柴油和生物航空燃料等。大多数生物燃料消耗需与精炼石油产品（如汽油、柴油和航空煤油）混合，也有一些生物燃料不需要与石油燃料混合，被称为即用型生物燃料。

具体到生物柴油和生物航空燃料领域，可分为三类产品：酯基生物柴油(脂肪酸甲酯，fatty acid methyl ester，简称 FAME)、烃基生物柴油(氢化植物油，hydrogenated vegetable oil，简称 HVO/氢化衍生可再生柴油，hydrogenation derived renewable diesel，HDRD)、可持续航空燃料(Sustainable Aviation Fuel，简称 SAF)。

表 1：生物燃料分类与定义

类别	用途	解释说明
酯基生物柴油 (FAME)	通常与常规石油基柴油混合使用。	第一代生物柴油，是狭义上的生物柴油(Biodiesel)。通过酯交换法生产，动植物油脂、地沟油等原料中的脂肪酸甘油三酯与小分子醇（多为甲醇）发生酯交换反应，生成相应的脂肪酸甲酯后，再经分离甘油、水洗、干燥等适当处理后而获得的生物柴油。第一代柴油技术成熟，是目前国内外主要的生物柴油品种。从理化性质来看，第一代生物柴油存在着低温流动性较差、不宜长期储存等缺点，因此第一代生物柴油需要与柴油进行掺混使用，掺混比例通常在 2%-20%。
烃基生物柴油 (HVO/HDR D)	化学性质类似于石油基柴油，可用作即用燃料或与常规柴油进行混合。	第二代生物柴油，也称可再生柴油(Renewable Diesel)。在一代基础上进行了加氢脱氧处理和异构化处理，被称为氢化衍生可再生柴油 (Hydrogenation Derived Renewable Diesel)，或氢化植物油 (Hydrogenated Vegetable Oil, HVO)。具有与柴油相似的黏度和热值、密度较低、十六烷值较高、含硫量较低、稳定性好等特点，符合清洁燃料的发展方向。相比一代生物柴油，二代柴油可按照任何比例与普通柴油进行掺混，经过加工后甚至可替代传统航空煤油。
可持续航空燃料 (SAF)	生物制造的绿色航空燃料，可与传统燃油按一定比例混合使用。	可持续航空燃料 (Sustainable Aviation Fuel) 目前较为成熟和具备商业可行性的主流技术为 HEFA（酯类和脂肪酸类加氢工艺），即利用废弃油脂转化航空燃料，与生物柴油产业链重合。SAF 无需对飞机发动机或机场加油系统进行改造即可直接使用，或与传统航油以不同比例混合使用。

资料来源：中国大百科全书、航化网、科学网、新思界网，信达证券研发中心

使用生物燃料可以有效降低碳排放。1) 使用生物燃料代替部分化石燃料，直接减少了化石燃料的消耗，避免了这部分化石燃料燃烧时产生的碳排放。2) 虽然生物燃料燃烧后也会产生碳排放，但一方面植物在生长过程中通过光合作用吸收二氧化碳，将其转化为有机物质并储存起来。当这些植物被加工成生物燃料并燃烧时，释放出的二氧化碳与植物生长过程中吸收的二氧化碳量大致相等，从而实现了碳的循环利用；另一方面用于生物燃料生产的农业废弃物、林业废弃物、城市生活垃圾等有机废弃物如不加以处理，多数本身也会在自然环境中分解产生温室气体，而通过转化为生物燃料，既减少了废弃物的排放，也降低了碳排放。

对于生物燃料的减排量，欧盟可再生能源计划设定了不同生物燃料的温室气体减排量标准，计算方式大体如下：

图 11：欧盟可再生能源计划生物燃料温室气体减排计算方式

$$E = e_{ec} + e_l + e_p + e_{td} + e_u - e_{sca} - e_{ccs} - e_{ccr}$$

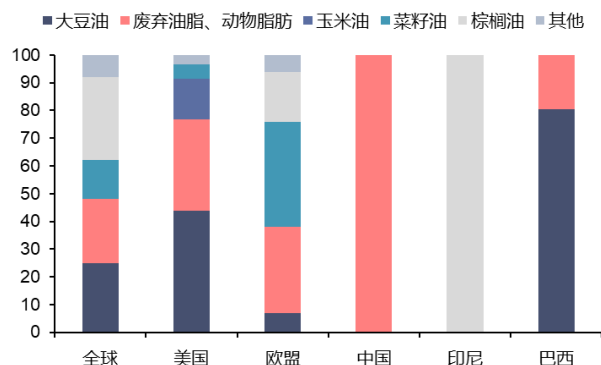
E	=	使用燃料的总排放量；
E _{EC}	=	种植及提取原材料产生的排放量；
E _l	=	土地利用变化引起的碳储量变化的年化排放量；
E _p	=	加工过程产生的排放量；
E _{td}	=	运输和分销产生的排放；
E _u	=	使用中的燃料排放；
e _{sca}	=	通过改善农业管理减少土壤碳积累的排放；
E _{CCS}	=	二氧化碳捕获和封存带来的减排量；
E _{CCR}	=	二氧化碳循环和回收带来的减排量

$$SAVING = (E_{F(t)} - E_B)/E_{F(t)}$$

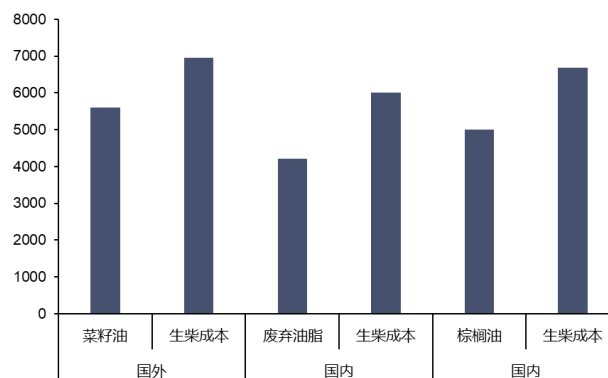
E _B	=	生物燃料的总排放量；
E _F (t)	=	用于运输的可比化石燃料 的总排放量

资料来源：EU，信达证券研发中心

国内外资源差异导致生物柴油生产原料差异较大。生物柴油的生产原料主要有植物油脂（大豆油、玉米油、棕榈油等）、动物油脂（牛油、猪油等）、微生物油脂（微藻及真菌）和废弃无用油脂（包括餐饮和工业废油）四大类。其中，欧盟以菜籽油为主，美洲以大豆油为主，东南亚以棕榈油为主，我国以废弃油脂为主（地沟油杂质多，提纯利用较为复杂），并在价格合适情况下考虑进口棕榈油。原料占生物柴油生产成本的 80%以上，原料不同也导致生物柴油的生产成本差异，其中废弃油脂原料具备明显优势。另外，不同生产工艺路线中，原料油转化率高的装置单位生产成本较低。

图 12：不同国家生物柴油原料结构（%）


资料来源：智研咨询，经合组织，EIA，立鼎产业研究院，新经济导刊，信达证券研发中心

图 13：不同原料生物柴油生产成本对比（元/吨）


资料来源：鹿清华等《国内外生物柴油生产技术及成本分析研究》，信达证券研发中心

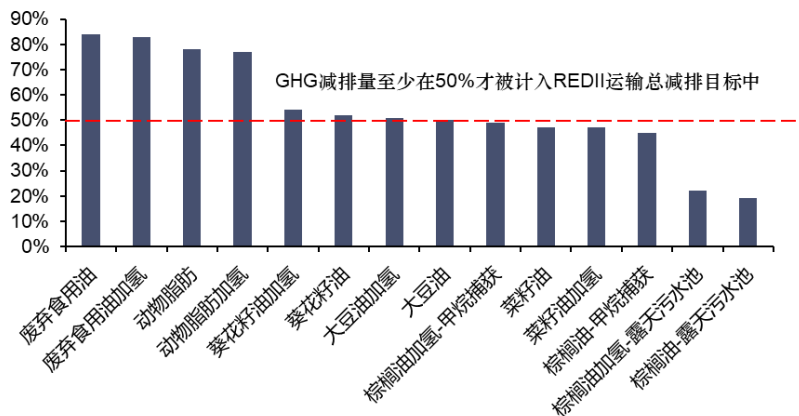
不同原料制备的生物柴油的碳减排量存在差异，以废油脂为原料的生物燃料减排量最高。根据欧盟 REDII（Renewable Energy Directive 2018 年修订版），以废弃食用油（waste cooking oil，简称 UCO）为原料生产的生物燃料的碳减排量相比传统柴油达到 80%以上，以植物油为原料的生物柴油减排量则较低。在欧盟的政策中对于 UCO 基生物燃料的生产消费也给予了更多鼓励，1）若要实现《欧洲气候法》中 2030 年（相比 1990 年）减排 55%目标，以及 REDII 要求交通运输部分温室气体（GHG）减排目标达到 14.5%，根据 REDII，2015 年前投产的生物燃料装置（工厂）生产的燃料要求碳减排量至少在 50%以上，2015 年后投产的在 60%以上，2021 年后投产的在 65%以上，才可计入 14.5%的总目标当中，目前看 UCO 和动物脂肪制备生物柴油能够充分满足这一要求；2）REDIII(2023 年修订)要求以粮食作为原料（crop-based）生产的生物燃料不得超过交通总用油量的 7%。在以上目标减排和掺混限制下，欧盟对 UCO 基生物柴油需求将进一步增长且存在政策倾斜，欧盟 RED 规定利用餐厨废弃物（UCO）为原料生产的生物燃料，纳入减排目标时其消费量带来的碳减排量可按照两倍计算。

图 14：欧盟 REDII 生物燃料最低 GHG 减排水平

Table 4. Greenhouse gas savings thresholds in RED II			
Plants started/start operations	Transport biofuels	Transport renewable fuels of non-biological origin	Electricity, heating, and cooling
Before October 2015	50%	-	-
After October 2015	60%	-	-
After January 2021	65%	70%	70%
After January 2026	65%	70%	80%

资料来源：USDA-FAS，信达证券研发中心

图 15: 欧盟可再生能源计划列示的不同来源生物柴油温室气体减排默认值



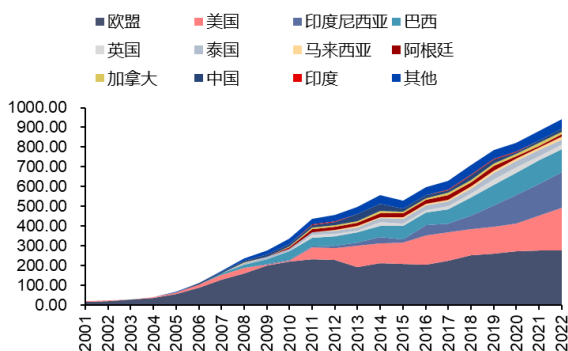
资料来源：EU，信达证券研发中心，注：此为假设没有土地利用变化导致的减碳

2.2 生物柴油

2.2.1 需求端：欧盟为全球消费主力，政策利好推动需求释放

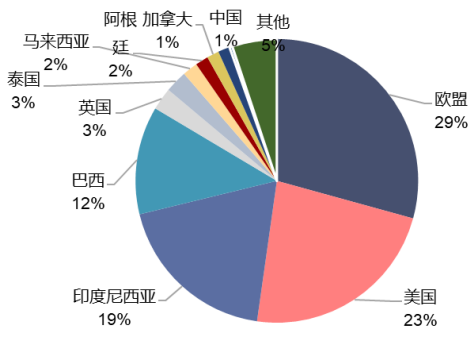
欧盟为生物柴油最大消费地，但美国、巴西和印尼在近年贡献主要增量。截至 2022 年，全球一代生物柴油（biodiesel）消费量为 94 万桶/天（3571 万吨），主要集中在欧盟、美国、印尼和巴西，四个区域产量全球占比合计 83%。其中，欧盟消费量高于产量，需要进口补充缺口。

图 16: 一代生物柴油 (酯基) 全球消费变化 (千桶/天)



资料来源：EIA，信达证券研发中心

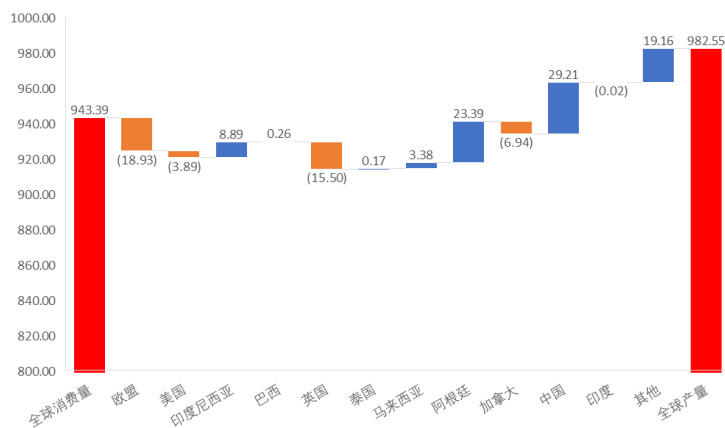
图 17: 2022 年一代生物柴油（酯基）全球消费份额



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

欧盟+英国供需缺口较大，需依赖进口补充生物柴油供给；中国和阿根廷的产量明显大于当地需求，主要依赖出口消化产能。由此形成了生物柴油的全球贸易流向。

图 18: 2022 年一代生物柴油（酯基）全球各地区供需缺口/过剩情况（千桶/天）

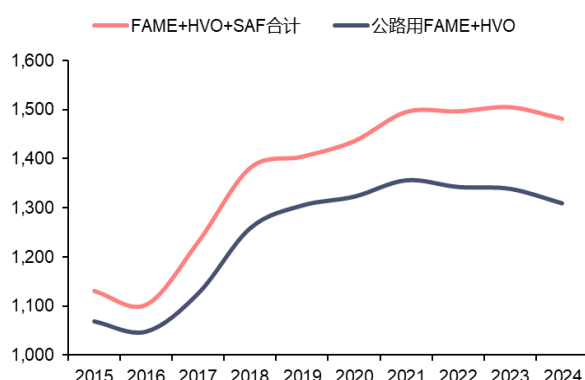


资料来源: EIA, 信达证券研发中心

欧盟：

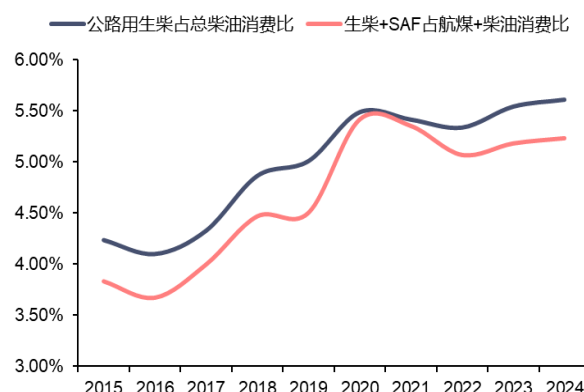
从需求端看，欧盟是全球生物燃料最大消费地区，截至 2024 年欧盟生物柴油（一代+二代）和 SAF 合计消费量 1481 万吨，其中公路用生物柴油合计 1310 万吨。从趋势看，2021 年后欧盟的生物柴油消费量增速放缓甚至有所下滑，主要原因包括：1）为应对俄乌冲突后对俄罗斯能源制裁导致的石油供应紧张局面，欧盟采取了消费控制举措，使得包括生物燃料在内的柴油消费呈现下降态势；2）欧盟生物燃料使用基本受碳减排驱动，符合重复计算条件、单位碳减排量更高的先进生物柴油（advanced biofuels）使用量增加，导致履行任务所需的实际生柴消费数量下降；3）一些欧盟成员国为了应对高通胀，削减了生物燃料目标，例如 2023 年瑞典宣布将在 2024-26 年阶段性地将生物燃料在柴油中的所需份额从 30.5% 降至 6.0%。

图 19：欧盟生物燃料消费量（万吨）



资料来源：USDA-FAS，信达证券研发中心

图 20：欧盟生物燃料消费量占总燃料消费比重（%）



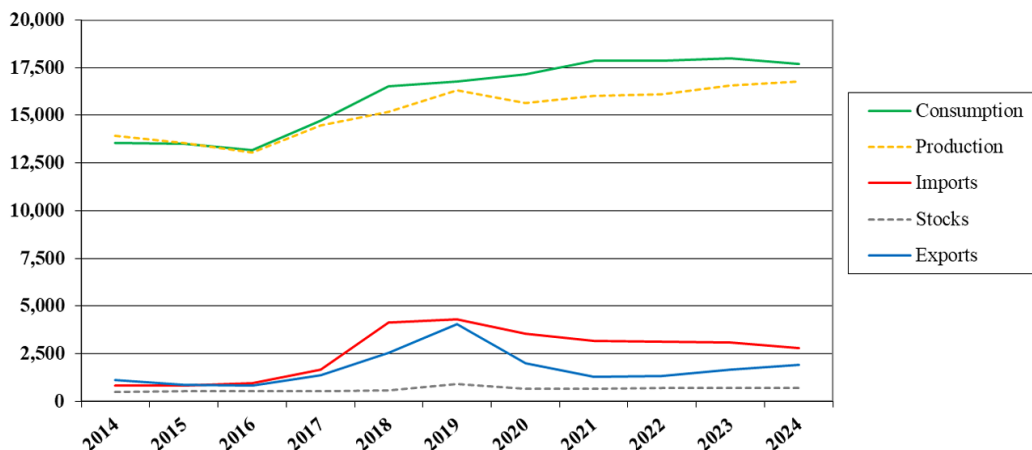
资料来源：USDA-FAS，信达证券研发中心，注：图例中生柴包括 FAME 和 HVO

2018 年，欧盟进口量大幅提升，主要受欧盟暂停对来自阿根廷和印度尼西亚的生物柴油征收反倾销关税的影响，同年自阿根廷和印尼进口占比大幅提升。2020 年后，欧盟进口量下滑原因与欧洲国内消费量趋势类似，同时叠加关税政策及反倾销调查引发的价格波动影响。

从结构看，由于 2019 年 8 月欧盟对印尼临时征收 8%-18% 的反补贴关税和对阿根廷征收 25%-33.4% 的反补贴税，且欧盟对豆油和棕榈油为原料的生物柴油掺混量有限制，对 GHG 减排量更高的生物燃料需求量更高，以废弃油脂为主要原料的中国生物柴油迅速进入欧盟市场抢占份额。2023 年欧盟外部进口的生物柴油中，40% 以上来自中国，但 2024 年受反倾销调查影响，中国占比下降。

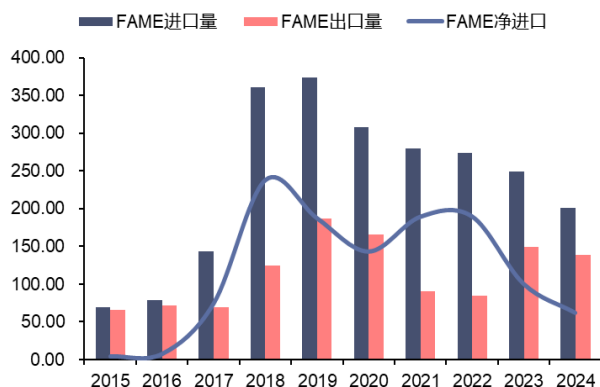
由于反倾销期间进口量下降幅度明显，需求表现相对平稳（略有下滑），欧盟内部生柴装置负荷和产量提升，且欧盟产量提升和 2023 年生柴价格下滑带动了对美国出口量的增长。

图 21: 欧盟生物燃料 (Biodiesel + HDRD+SAF) 供需情况 (百万升)



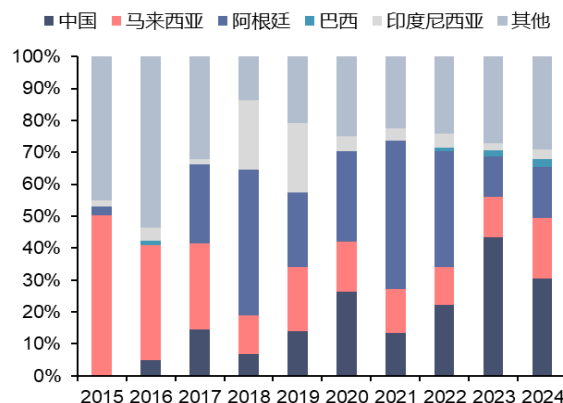
资料来源: USDA-FAS, 信达证券研发中心

图 22: 欧盟酯基生物柴油进口量 (万吨)



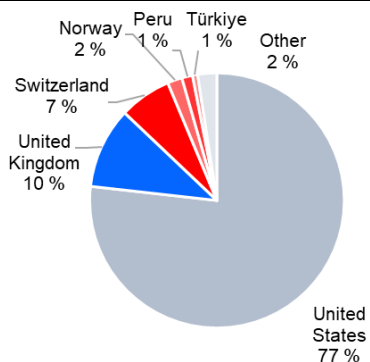
资料来源: 欧盟统计局, 信达证券研发中心

图 23: 欧盟酯基生物柴油进口来源结构 (%)



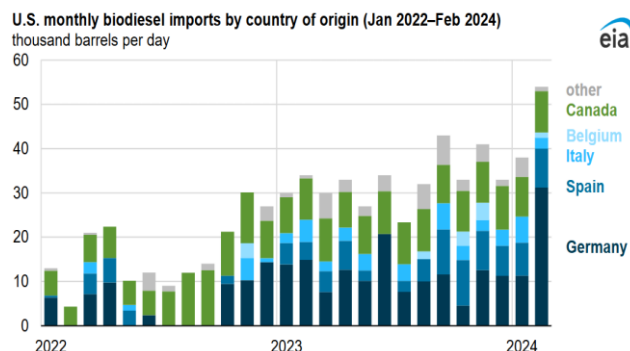
资料来源: 欧盟统计局, 信达证券研发中心

图 24: 欧盟酯基生物柴油出口目的地结构 (%)



资料来源: 欧盟统计局, 信达证券研发中心

图 25: 美国生物柴油进口来源国结构 (千桶/天)



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

政策利好:

欧盟政策要求推动生物燃料需求或将持续增加。《欧盟可再生能源指令》(Renewable Energy Directive, 简称 RED) 最早于 2009 年出台, 此后于 2018 年通过了修订版 RED II。2021 年发布的“Fit for 55”要求进一步更改 RED II, 并于 2023 年 11 月通过了最新修订 RED III。RED III 要求到 2030 年实现交通领域温室气体强度降低

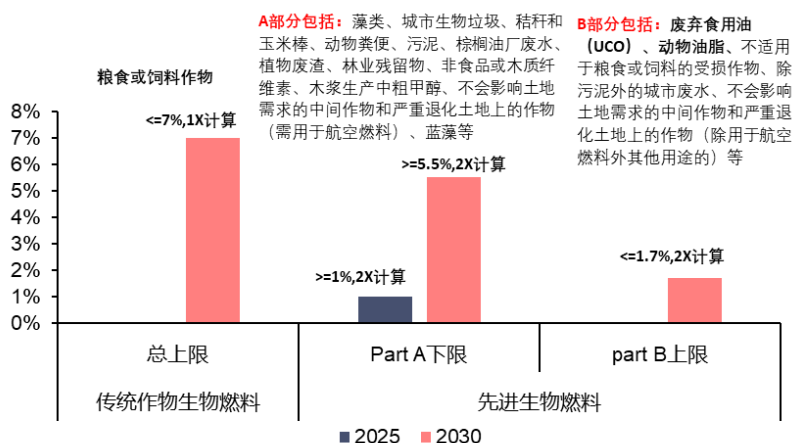
14.5%或可再生能源占比达到 29%（成员国可自主选择）的目标。RED III 还扩大了可再生能源目标的应用范围，从此前的道路和铁路燃料扩大至国际海运和航空领域。

表 2：RED 框架下的交通部门主要政策变化（2030 年目标）

	2018 年出台的 RED II 修订案	2023 年出台的 RED III 修订案
交通领域可再生能源	可再生能源占比 14% (道路交通和铁路燃料)	温室气体强度降低 14.5% 或可再生能源占比 29% (所有交通领域能源)
先进生物燃料 (附录 IX- A 部分)	不低于 3.5% (道路交通和铁路燃料，可应用达标系数)	先进生物燃料和 RFNBO 燃料总计不低于 5.5% (所有交通领域能源)
非生物质可再生燃料 (RFNBO)	无目标	不低于 1% (所有交通领域能源)
废弃油脂 (附录 IX-B 部分)	1.7% 上限 (道路交通和铁路燃料)	1.7% 上限 (所有交通领域能源)
粮食和饲料基生物燃料	上限 7% 或 2020 年各成员国此类燃料消耗量水平+1%，以二者较低者为准 (道路交通和铁路交通燃料)	上限 7% 或 2020 年各成员国此类燃料消耗量水平+1%，以二者较低者为准 (所有交通领域能源)
达标系数	-	在可再生能源整体占比达到 29% 的整体目标和各项能源或减排子目标下：
	先进生物燃料和废弃油脂 2x	先进生物燃料和废弃油脂 2x
	电动汽车使用的可再生能源 4x	电动汽车使用的可再生能源 4x
	铁路使用的可再生能源 1.5x	电动汽车使用的可再生能源 4x
	航空和海运燃料 1.2x，粮食和饲料基生物燃料除外	航空和海运领域使用的先进生物燃料 1.2x，RFNBO 燃料 1.5x

资料来源：国际清洁交通委员会，信达证券研发中心

图 26：欧盟生物燃料掺混上限或下限目标



资料来源：USDA-FAS, EU, 信达证券研发中心

另一方面，中国生物柴油政策陆续出台扩大内需。2024 年中国出台生物柴油推广应用试点名单以及取消生物柴油主要原料 UCO 出口退税保障国内原料供应。但中国现行有效的生物柴油标准仅有 B5 调和燃料(GB25199—2017 强制性国家标准)，且为推广而非强制。烃类生物柴油尚未纳入国家交通燃料管理范围，也无相应的产品标准，理论上还不能进入成品油市场，只能用于出口。生物燃料使用目的在于低碳减排，还需靠国家政策引导实现消费范围扩大。考虑我国终端石油燃料价格由国家调控，而生物柴油成本较传统柴油高，我们预期通过相应的税收减免、政府补贴，或将交通运输行业纳入碳市场来体现生物柴油减碳收益，有望解决国内生物柴油消费的经济性不足问题。航空业作为运输行业较大的单一碳排放来源，在 2016 年已被纳入全国碳排放权市场第一阶段的重点排放行业，我国民航局在“十五五”规划中也重点提到要加大可持续航空燃油（SAF）的研发、应用和构建全国统一的航空碳市场，此外国际民航组织要求我国最晚于 2027 年加入 CORSIA（国际航空业碳抵消与削减机制）。2025 年 3 月，我国碳市场首次实现扩围，覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业。在国内外政策规定压力下，我们预期交通运输业或将在后续扩围中纳入碳市场。

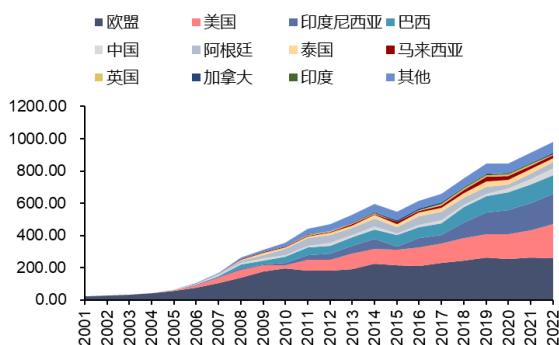
表 3：2022 年以来中国生物燃料行业政策梳理

发布时间	发布部门	政策名称	重点内容解读
2024 年 11 月	国家财政部、税务总局	关于调整出口退税政策的公告	取消化学改性的动、植物或微生物油、脂等产品出口退税（主要包括 UCO）。
2024 年 3 月	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	提出积极有序发展以废弃油脂、非粮生物质为主要原料的生物质液体燃料，大力支持新能源动力船舶发展，完善新能源动力船舶配套基础设施和标准规范，逐步扩大生物柴油油动力等新能源船舶应用范围。
2024 年 3 月	国家能源局	《国家能源局综合司关于公示生物柴油推广应用试点的通知》	国家能源局组织了生物柴油推广应用试点申报及评审工作。试点涉及企业包括卓越新能、海新能科、嘉澳环保、中国船舶燃料有限责任公司、中国石化燃料油销售有限公司等。
2023 年 11 月	国家能源局	《关于组织开展生物柴油推广应用试点示范的通知》	通过组织开展生物柴油推广应用试点示范，拓展国内生物柴油的应用场景探索建立可复制、可推广的政策体系、发展路径，逐步形成示范效应和规模效应，为继续扩大生物柴油等绿色液体燃料推广应用积累经验。
2023 年 10 月	国家发改委、国家能源局等	《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》	鼓励有条件的企业探索废塑料、废润滑油、废弃油泥、废弃生化污泥等度弃有机物与原油耦合加工。鼓励重点开发度型料低能耗热解与净化预处理技术，开发低碳排放的度型料油深加工成套技术，加快度塑料化学循环工程试点示范，鼓励炼油过程“三废”资源化利用。积极有序发展以废弃油脂为主要原料的生物柴油、生物航煤等生物质液体燃料。
2022 年 6 月	国家发改委、国家能源局等	《“十四五”可再生能源发展规划》	大力发展非粮生物质液体燃料。积极发展纤维素等非粮燃料乙醇，鼓励开展醇、电、气、肥等多联产示范。支持生物柴油、生物航空煤油等领域先进技术装备研发和推广使用。
2022 年 6 月	科技部、国家发改委等	《科技支撑碳达峰碳中和实施方案(2022-2030 年)》	可再生能源非电利用。研发太阳能采暖及供热技术、地热能综合利用技术、探索干热岩开发与利用技术等。研发推广生物航空煤油、生物柴油、纤维素乙醇、生物天然气、生物质热解等生物燃料制备技术，研发生物质基材料及高附加值化学品制备技术、低热值生物质燃料的高效燃烧关键技术。
2022 年 5 月	国家发改委	《“十四五”生物经济发展规划》	改造和改良中高温厌氧发酵菌种，提高生物质厌氧处理工艺及厌氧发酵成套装备研制水平，加快生物天然气、纤维素乙醇、藻类生物燃料等关键技术研发和设备制造。积极推进先进生物燃料在市政、交通等重点领域替代推广应用，推动化石能源向绿色低碳可再生能源转型。
2022 年 1 月	国家发展改革委国家能源局	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	持续推动油气管网公平开放并完善接入标准，梳理天然气供气环节并减少供气层级，在满足安全和质量标准等前提下，支持生物燃料乙醇、生物柴油、生物天然气等清洁燃料接入油气管网，探索输气管道掺氢输送、纯氢管道输送、液氢运输等高效输氢方式。
2022 年 1 月	国家发展改革委国家能源局	《“十四五”现代能源体系规划》	按照不与粮争地、不与人争粮的原则，提升燃料乙醇综合效益，大力发展纤维素燃料乙醇、生物柴油、生物航空煤油等非粮生物燃料。

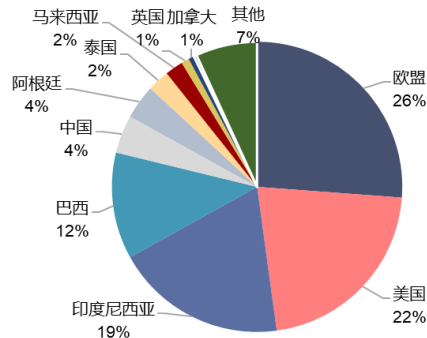
资料来源：前瞻产业研究院，财政部，信达证券研发中心

2.2.2 供给端：存量以欧美为主，增量来自亚太和南美

欧盟当前为生物柴油最大产地，但美国、巴西和印尼近年来增长迅速，贡献了主要增量。目前全球生物燃料仍以一代生物柴油为主，HVO 和 SAF 产能较少，仍处于发展初期阶段。截至 2022 年，全球一代生物柴油产量为 98 万桶/天（3720 万吨），主要集中在欧盟、美国、印尼和巴西，四个区域产量全球占比合计近 80%。其中，欧盟生物柴油产能发展较早，近年增速已经放缓，美国保持稳定增产，2018 年后印尼和巴西产量增长迅速。

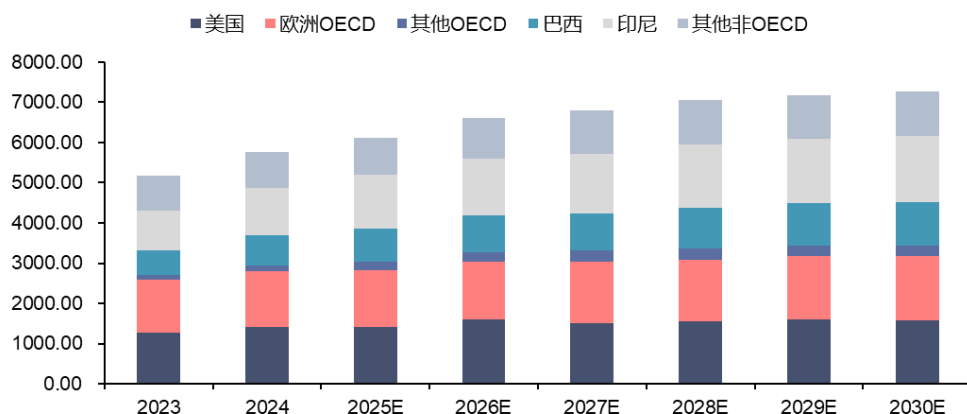
图 27：一代生物柴油（酯基）全球产量变化（千桶/天）


资料来源：EIA，信达证券研发中心

图 28：2022 年一代生物柴油（酯基）全球产量份额


资料来源：EIA，信达证券研发中心

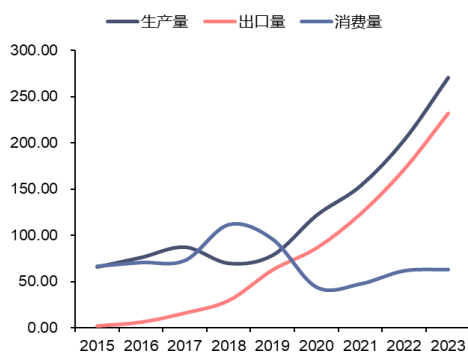
全球生物柴油产量或将持续增长，主要增量来自印尼和巴西。根据 IEA 预测，2030 年，全球生物柴油供给量将达到近 7300 万吨，较 2024 年增长近 1500 万吨，其中印度尼西亚和巴西的增量最大，分别为 320、490 万吨，两国的生物柴油原料以棕榈油和大豆油为主。

图 29：全球生物柴油供给增长预测（万吨）


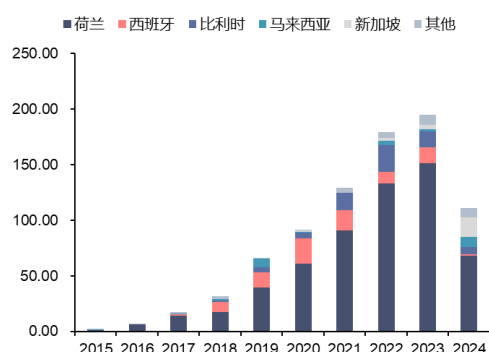
资料来源：IEA，信达证券研发中心

中国：

中国生物柴油主要出口到欧盟。2018 年后，中国生物柴油出口量增速加快，80%以上的产量都用来出口，且出口地以全球范围内减排要求最为严格和需求最大的欧盟地区为主。欧盟进口生物柴油的主要接收国是荷兰、西班牙和比利时，这些国家的港口储存容量很大，进口后再被运送到其他欧盟国家。2023 年 12 月欧盟对中国生物柴油发起反倾销调查，2024 年 8 月做出初裁征收 12.8%-36.4%的临时反倾销税，2025 年 2 月做出终裁征收 10.0%-35.6%的反倾销税（不包括 SAF），此举导致中国 2024 年出口量大幅下降，且部分出口转移至马来西亚和新加坡，主要用于贸易往来船舶燃料掺混。

图 30：中国烃基+酯基生物柴油供需及出口情况（万吨）


资料来源：USDA-FAS，信达证券研发中心

图 31：中国酯基生物柴油出口结构（万吨）


资料来源：同花顺 iFinD，海关总署，信达证券研发中心

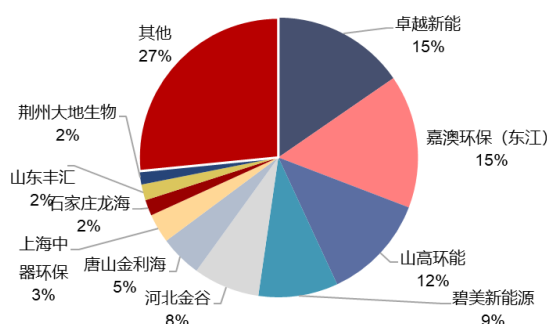
表 4：欧盟对华生物柴油反倾销终裁征税表

中国供应商		反倾销税率
怡和集团	易高生物化工科技（张家港）有限公司	10%
	怡和有限公司	
嘉澳集团	浙江东江能源科技有限公司	35.60%
	浙江嘉澳绿色新能源有限公司	
	嘉澳国际贸易（新加坡）有限公司	
卓越集团	龙岩卓越新能源股份有限公司	23.40%
	厦门卓越生物质能源有限公司	
其他合作公司（附件列示）		21.70%
其他公司		35.60%

资料来源：中国能源网，欧盟委员会，信达证券研发中心

目前我国生物柴油生产以酯基为主，酯基类总产能约为326万吨，按照2024年产量计算产能利用率约为60%。从结构看，酯基类产品头部企业包括卓越新能、嘉澳环保、山高环能等，CR3占比42%。

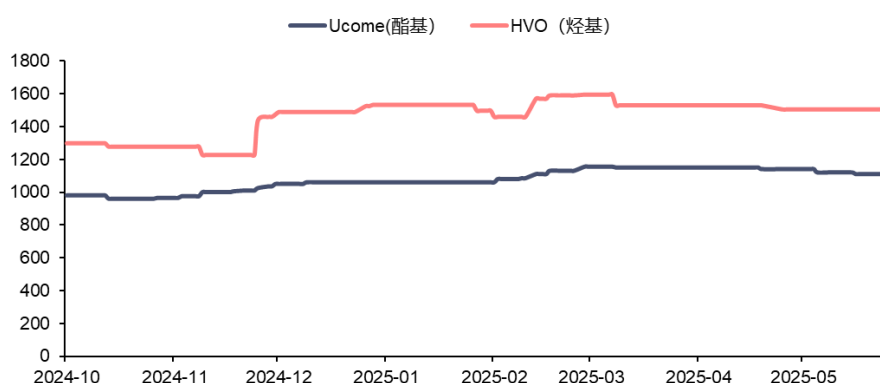
图 32：2024 年我国酯基生物柴油产能结构



资料来源：USDA-FAS，信达证券研发中心

中国未来新建产能以烃基为主。截至2025年6月，我国出口的烃基柴油较酯基柴油价格平均高出近400美元/吨，且烃基柴油燃烧性能优于酯基，还可转产SAF高价出售并规避欧盟反倾销税，因此未来我国新建产能以烃基为主（主要生产SAF，具体产能规划可见生物航煤供给端部分）。

图 33：中国生物柴油酯基和烃基主流港口 FOB 价格走势（美元/吨）



资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

2.2.3 供需展望：未来或将出现供给缺口

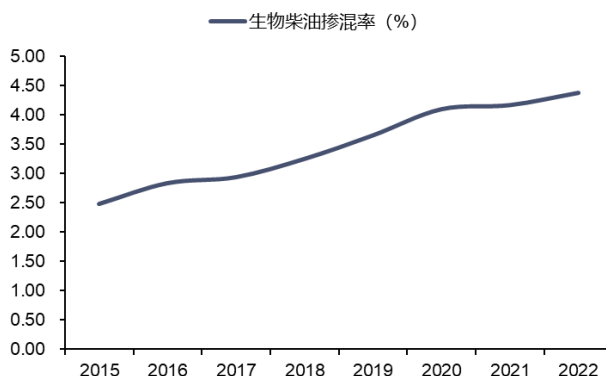
全球生柴主要消费国明确掺混比例目标，促进生物柴油需求持续增长。巴西2023年将生物柴油强制掺混比例从10%增至12%，2024年增至13%，2025年增至14%。印尼也一再重申将从2025年1月1日起强制要求生物柴油中含有40%的棕榈油基燃料，即B40，而目前的掺混比例为35%（B35），2024年10月上任的普拉博沃·苏比安托总统的竞选纲领是将生物柴油掺混率提高到B50或B60。马来西亚将在2025年把用于地面运输车辆的生物柴油掺混率从B10（10%棕榈基生物柴油的混合物）增加到B20。欧盟则要求可再生能源（包括生物燃料、可再生电力、非生物质来源的可再生燃料（RFNBO）——包括使用可再生电力电解水制取的燃料氢和合成电子燃料）在交通领域占比在2030年达到29%。美国农业部于2020年2月宣布，在市场驱动的基础上实现2030年生物燃料占运输行业燃料15%比重的掺混率目标，在2050年实现30%的掺混率目标。

表 5: 2025-2030 年全球多国生物柴油强制混合比例目标

	2025	2030	2050
巴西	14%		
印尼	40%		
美国		15%	30%
马来西亚	20%		
欧盟		29% (包含生物燃料、可再生电力和 RFNBO)	

资料来源: 商务部, 我的钢铁网, 国际清洁交通委员会, 新经济导刊, 信达证券研发中心

根据 2015-2022 年 EIA 数据测算显示, 全球生物柴油掺混比例年均增长近 0.3 个百分点。随着净零排放目标实现节点接近以及欧盟、东南亚、南美等地区不断提升可再生能源目标, 同时考虑生物柴油在国际航运领域扩大应用 (比如在国际海事组织海洋环境保护委员会 (MEPC 83) 会议上, 国际海事组织 (IMO) 批准了新的临时指南, 即传统加油船允许运输的生物燃料混合比例由原先的 25% 提升至 30%), 我们假设未来 6 年 (2025-2030 年) 全球生物柴油掺混比例每年增长 0.5 个百分点。根据 IEA 最新报告 (Oil2025) 预测的柴油消费量, 按照掺混比例增长假设, 结合 IEA 最新预测的全球生物柴油供给量, 我们判断 2027 年后全球生物柴油市场将进入供需紧平衡甚至缺口不断扩大的阶段。考虑以废弃油脂为原料的生物柴油减排效果更好、供应量更少, 中国的生物柴油出口前景会更为广阔。

图 34: 全球生物柴油掺混比例增长趋势 (%)


资料来源: EI, EIA, 信达证券研发中心

表 6: 2025-2030 年全球生物柴油供需测算

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
柴油需求 (亿吨)	14.04	13.90	13.85	13.85	13.90	13.94	13.94	13.90	13.85
交通用柴油需求 (亿吨)	9.83	9.73	9.69	9.69	9.73	9.76	9.76	9.73	9.69
生物柴油渗透率 (%)	4.38	4.88	5.38	5.88	6.38	6.88	7.38	7.88	8.38
生物柴油需求 (万吨)	4304.23	4745.58	5213.50	5698.12	6204.60	6714.50	7202.55	7663.62	8121.26
生物柴油供给 (万吨)	4561.50	5163.27	5765.05	6115.23	6599.58	6798.82	7065.07	7180.37	7262.19
缺口 (供给-需求) (万吨)	257.27	417.69	551.56	417.11	394.98	84.32	-137.48	-483.26	-859.08

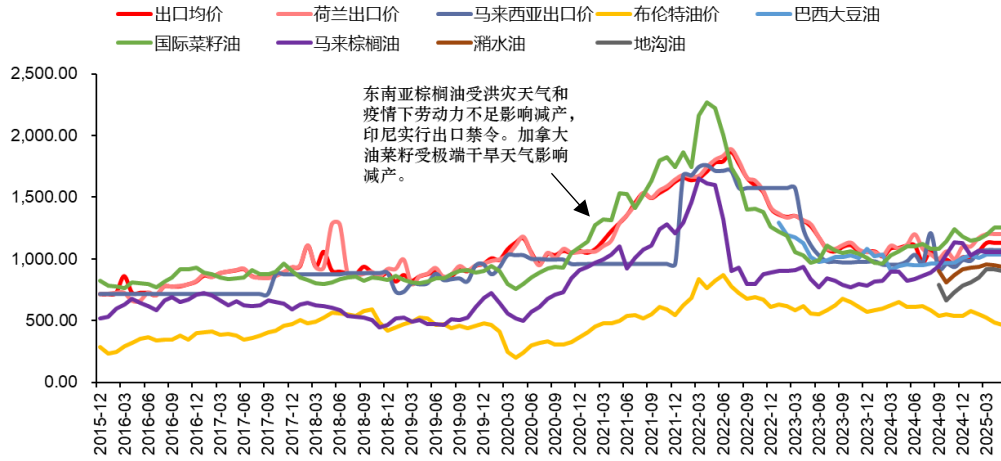
资料来源: EI, EIA, IEA, 信达证券研发中心

2.2.4 原料优势叠加减排收益内化趋势, 我国企业竞争力凸显

生物柴油价格与国际粮食作物油价格走势高度相关。由于国际主要生产国如美国、欧盟、巴西、阿根廷、印尼等仍以作物油或棕榈油为主要原料, 且生物柴油原料成本占比在 80% 以上, 国际生物柴油价格主要跟随植物油原料价格波动, 且我国生物柴油主要出口流向欧盟, 出口价与菜籽油 (欧盟主要原料) 相关性较强。

地沟油和泔水油相比植物油具备成本优势。根据同花顺 iFinD 和百川数据，作为我国主要生物柴油生产原料的泔水油和地沟油价格相对菜籽油、大豆油、棕榈油更低。同时，餐厨废油基本不受天气因素影响，价格波动幅度相对缓和，如 2020 年起东南亚棕榈油受洪灾影响和加拿大菜籽油受干旱天气影响导致原料油价格飙升，我国生物柴油企业的价格和出口盈利优势进一步凸显。

图 35：我国生物柴油出口价（酯基）与国际作物原料油价格走势对比（美元/吨）



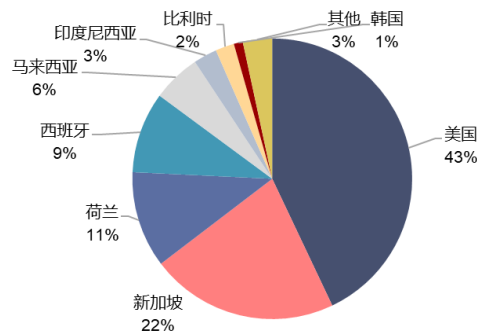
资料来源：同花顺 iFinD，百川盈孚，信达证券研发中心

生物柴油的原料油成本（包括废油脂和植物油）相比传统柴油成本（原油）偏高，对应生物柴油价格也高于传统柴油，但考虑国内原料端边际改善和国内减排收益有望内化（当前欧盟市场已经内化），我们认为未来生物柴油的经济性和盈利空间仍然可观。

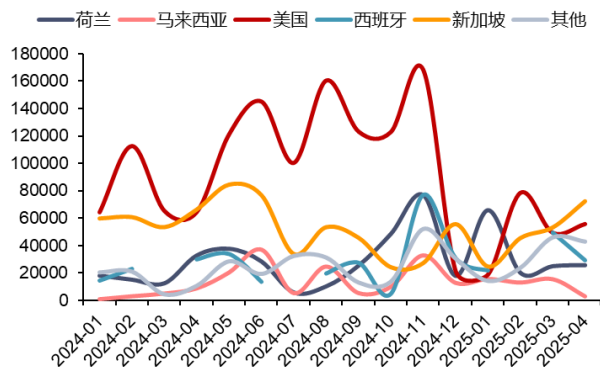
1) 边际成本改善:

一方面，在欧盟反倾销制裁下，中国在 2024 年已经取消生物柴油主要原料 UCO 出口退税来保障国内原料供应。另一方面，从结构看，我国 UCO 出口到美国的数量占比已经达到 40% 以上，2025 年中美关税问题导致美国进口中国 UCO 数量明显下降，或使得出口原料油部分回流到国内进行消耗。综合两方面，原料油价格或也会因国内供应增加有所下降，对于我国生物柴油的生产端企业或有利好。

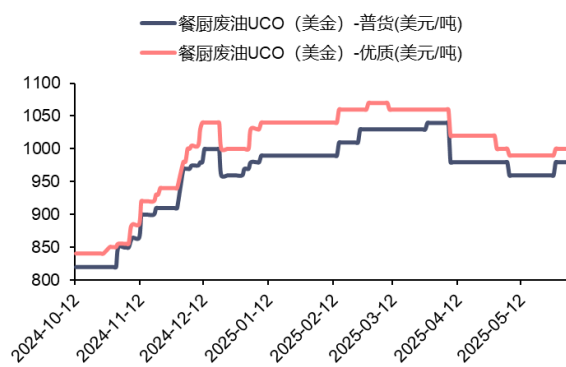
图 36：2024 年中国 UCO 出口结构



资料来源：立鼎产业研究院，海关总署，信达证券研发中心

图 37: 2025 年中国 UCO 对美出口量下降 (吨)


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

图 38: 中国 UCO 销售价格 (美元/吨)


资料来源: 百川盈孚, 信达证券研发中心

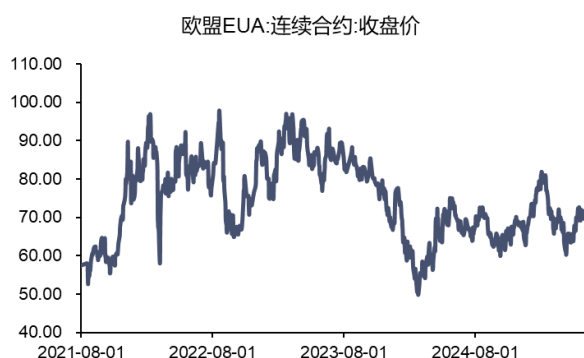
2) 减排收益内部化:

生物柴油内化碳价后的经济性优于传统柴油。

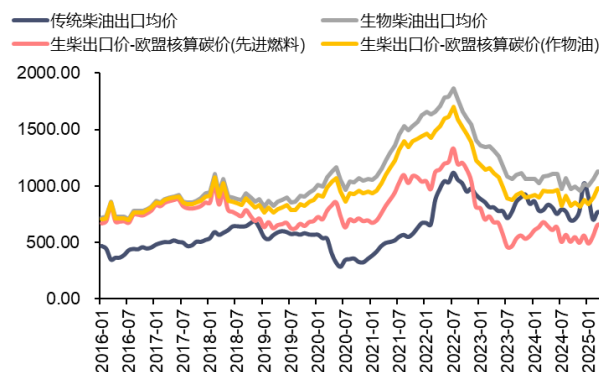
以欧盟为例, 欧盟标准下, 废油脂生产的生柴对应 80% 的碳减排量 (相比传统柴油), 消费 1 吨传统柴油释放 4 吨 CO₂, 按照先进生物燃料双倍计算规则和欧盟碳配额交易价格, 我们能够计算出消费 1 吨生物柴油所节省的碳价总量。

2023 年后, 随着原料油和生柴价格回落, 在 2021 年以来欧盟较为高昂的碳交易价格下, 我们计算发现生物柴油价格虽然高于传统柴油, 但基于其碳减排的特性和欧盟双倍量化计算可扣除的碳价后, 我国废油脂为原料的生柴出口价格明显低于传统柴油, 而按照 50% 的碳减排量单倍计算的作物油基生柴相对于传统柴油仍没有价格优势。

除了当前出口欧盟市场具备经济性外, 展望国内市场, 2025 年 3 月, 生态环境部正式印发《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》(以下简称《方案》), 明确将钢铁、水泥、铝冶炼三大重点行业纳入全国碳市场, 这是全国碳排放权交易市场首次扩大行业覆盖范围, 考虑未来中国碳交易所包含的行业范围不断扩大, 未来我国生物柴油经济性有望在减碳收益中体现, 生物柴油内需也有望提速增长。

图 39: 欧盟碳配额交易价格 (欧元/吨二氧化碳)


资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

图 40: 传统柴油价格与扣除欧盟碳价的生柴 (酯基) 价格对比 (美元/吨)


资料来源: 同花顺 iFinD, EU, 信达证券研发中心

2.3 生物航煤

2.3.1 需求端: 欧盟及国际组织政策推动需求增长

国际方面, 国际民航组织强制要求航空业 2027 年起参与国际民航碳减排。2016 年 10 月召开的国际民航组织
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 21

(ICAO) 第 39 届全体成员国大会决定建立一个“国际航空业碳抵消与削减机制 (CORSIA)”。CORSIA 目标是在 2050 年, 将航空业的二氧化碳净排放下降到 2005 年水平的 50%。**CORSIA 机制的实施分两个阶段: 2026 年之前为第一阶段, 自愿参与; 第二阶段为 2027~2035 年, 强制参与。**

表 7: CORSIA 机制实施阶段时间线

阶段	时间	参与形式
试点阶段	2021-2023	自愿 (成员国自行决定)
第一阶段	2024-2026	自愿 (成员国自行决定)
第二阶段	2027-2035	强制 (2018 年单项国际航空活动的 RTKs 数超过 RTKs 总数 0.5% 的成员或 RTKs 累计数达到 RTKs 总数 90% 的成员国强制参加, 豁免国家如最不发达国家 (LDC)、小岛屿发展中国家 (SIDS)、内陆发展中国家 (LLDC) 和占国际 RTKs 不到 0.5% 的国家除外, 除非其自愿参与)

资料来源: ICAO 官网, IIGF, 信达证券研发中心

欧盟方面, 《欧盟航空燃料管理法规》在 2025-2050 年时间框架下设定了欧盟可再生航空燃料的混合使用比例目标。《欧盟航空燃料管理法规》对管理对象具有直接约束力, 违规行为将由各成员国执行相应处罚。例如, 对未达到 SAF 燃料总体应用目标的航空燃料供应商, 处罚金额至少是每吨 SAF 燃料和传统航空燃料年均单价差的两倍乘以不达标 SAF 燃料的数量。为了防止“提前或异地过量加油”, 要求飞机运营商在欧盟机场的加油率达到年需求量的 90% 以上。

表 8: 欧盟规定的 SAF 强制掺混要求

生效日期	可持续航空燃料 (SAF)
2025 年	2%
2030 年	6%
2035 年	20%
2040 年	34%
2045 年	42%
2050 年	70%

资料来源: 国际清洁交通委员会, 信达证券研发中心

中国生物航空燃料仍处于试点阶段, 未来试点范围的扩大及远期的全面推广将催动生物航煤需求持续增长。2024 年 7 月 31 日, 中共中央与国务院发布了《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》, 明确强调要“加强可持续航空燃料研发应用”, “到 2030 年, 运营交通工具单位换算周转量碳排放强度比 2020 年下降 9.5% 左右”。2024 年 9 月 18 日, 国家发改委、中国民航局在北京启动可持续航空燃料应用试点。9 月 19 日起, 国航、东航、南航分别从北京大兴、成都双流、郑州新郑、宁波栎社机场起飞的 12 个航班将正式加注可持续航空燃料。第一阶段为 2024 年 9 至 12 月, 主要参与单位为国航、东航、南航以及北京大兴机场、成都双流机场、郑州新郑机场、宁波栎社机场。第二阶段为 2025 年全年, 参与单位将逐步增加。

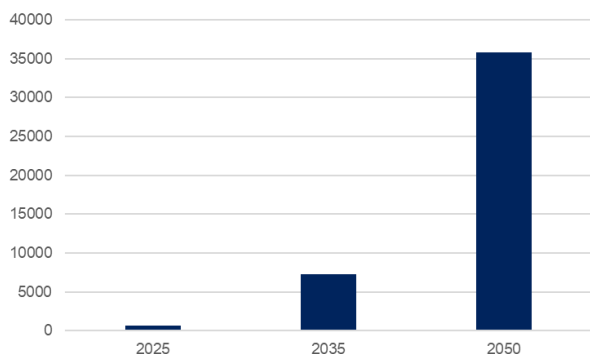
表 9: 2022 年以来我国 SAF 主要政策规划

时间	政策文件	主要内容
2022 年 1 月	《“十四五”民航绿色发展专项规划》	力争“十四五”期间 SAF 消费量达到 5 万吨、2025 年当年达到 2 万吨。
2023 年 10 月	《绿色航空制造业发展纲要 (2023—2035 年)》	到 2025 年, 实现使用 SAF 的国产民用飞机示范应用。
2024 年 9 月		中国发改委和中国民航局正式启动了 SAF 应用试点, 9 月 19 日起, 国航、东航、南航分别从北京大兴、成都双流、郑州新郑、宁波栎社机场起飞的 12 个航班将正式加注可持续航空燃料。

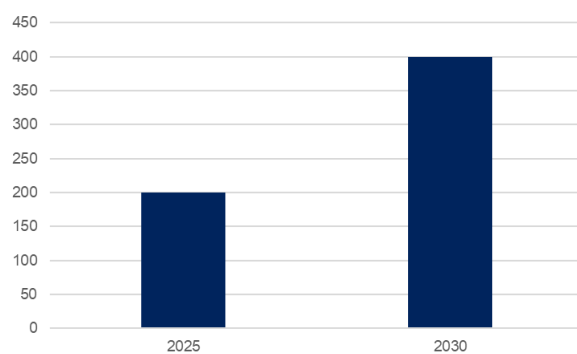
资料来源: 韦伯咨询, 信达证券研发中心

由于当前仅欧洲强制掺混 SAF, 初步形成了以欧洲为主要需求区域, 亚洲、南美供应欧洲的供需格局。美国有少量消费, 其他区域都是试验性的消费, 如中国的消费目前仅限于国航、东航、南航等部分航班的掺混加注。

未来随着欧盟、中国等主要经济体及国际航空运输协会相关政策的强制推动, 预计生物航空燃料的消费将呈现较快增长。根据 CORSIA 机制和航空业减碳目标, 国际航空运输协会 (IATA) 预测, 2025 年全球 SAF 年需求量将达 630 万吨, 2035 年将扩大到 7262 万吨, 2050 年将高达 3.58 亿吨, 远高于当前生物航油实际产能。对于欧盟, 阿格斯根据航油消费量推算出 2025 年欧盟生物航油需求量将超过 200 万吨, 2030 年将超过 400 万吨。

图 41: 全球 SAF 消费量测算 (万吨)


资料来源: 郭汀汀等《CORSIA 机制下生物航油产业发展前景》, 信达证券研发中心

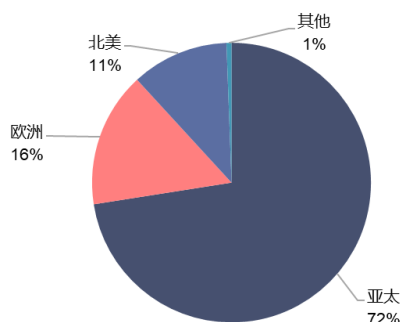
图 42: 欧盟 SAF 消费量测算 (万吨)


资料来源: 郭汀汀等《CORSIA 机制下生物航油产业发展前景》, 信达证券研发中心

2.3.2 供给端: 新增产能提速

2024 年全球生物航煤在运产能接近 230 万吨, 主要由亚太、欧洲和北美三地区贡献, 分别为 166.8 万吨、35.96 万吨和 25.9 万吨, 分别占比 72.5%、15.6%、11.3%, 总占比超 99%。

我国 SAF 产能全球占比最大, 且在需求增长背景下产能快速扩张。截至 2025 年 5 月, 嘉澳环保、海科化工等大规模生产装置已投产 SAF, 国内合计运营产能超 200 万吨, 部分供应到国内试点机场 (如中石化镇海炼化、河南君恒等), 部分出口欧洲或供应国际机场 (如易高环保等)。目前国内在建/拟建产能或达到近 700 万吨, 包括卓越新能在建 10 万吨 HVO/SAF 产能 (拟 25 年内投产), 2025-2026 年或进入快速投产周期。

图 43: 全球 SAF 产能结构分布


资料来源: 观研报告网, 信达证券研发中心

表 10: 中国 SAF 已投产能列示

公司名称	产能 (万吨)	状态
镇海炼化	10	已向试点机场供应
海新能科	5	中航油将集中采购
河南君恒	20	已向试点机场供应
嘉澳环保	100	产出合格 SAF
易高环保 (怡斯莱)	10	已经交付
鹏鹞环保	10	产出合格 SAF
海科化工	50	产出合格 SAF
合计	205	

资料来源: 智研咨询, 百川盈孚, 信达证券研发中心

表 11：中国 SAF 在建/拟建产能列示

省份	拟建项目	产能(万吨)	产品	预计投产时间	
山东	山东三聚生物能源有限公司	20	SAF	2025 年 7 月投产	北京海新的项目；二期
浙江	浙江蓝鲸生物科技有限公司	50	HVO/SAF	2025 年 12 月投产	
浙江	宁波杰森绿色能源科技有限公司	10	HVO/SAF	在建	
浙江	浙江天赋宏云能源科技有限公司	10	HVO/SAF	在建	宁波杰森的项目
四川	四川金英新能源有限公司	30	HVO/SAF	2026 年 1 月投产	项目总规划是 50w
四川	四川天舟生物质能源科技有限公司	20	SAF	2025 年底投产	项目总规划是 50w
上海	上海翔威环境科技集团有限公司	30	SAF	2026 年底投产	
上海	上海中器环保科技有限公司	30	SAF	已立项，未开工	
上海	上海岚泽能源科技有限公司	10	SAF	费托工艺，自主中试中	项目地点：重庆长寿化工园区
江苏	江苏中舜新材料科技有限公司	60	SAF	规划拟建	项目地点：重庆涪陵
江苏	南京齐东化工有限公司	25	HVO/SAF	2025 年底前	
黑龙江	中能(双鸭山)综合能源有限公司	10	SAF	拟建	
河南	河南省君恒实业集团生物科技有限公司	80	HVO/SAF	在建	项目总规划是 100w，20w 已投
河北	河北慧源化工科技有限公司	20	HVO/SAF	2025 年中投产	
河北	河北丝混化工有限公司	20	SAF	拟建	
河北	河北飞石石化集团有限公司	30	HVO/SAF	2025 年 8 月投产	
河北	中能亿达(河北)新能源有限公司	40	HVO/SAF	2027 年一季度投产	
海南	海南思可源绿能科技有限公司	30	HVO/SAF	2026 年 6 月投产	
广西	海峡洁能(来宾)化工有限公司	30	SAF	拟建	
广西	广西自贸区川桂临港新能源有限公司	30	HVO/SAF	拟建	
广西	广西自贸区宏坤生物质燃料有限公司	30	HVO/SAF	2026 年初投产	项目总规划是 60w
福建	卓越新能源股份有限公司	10	SAF	2025 年底投产 10 万吨	项目总规划是 20w
安徽	安徽邑晟新能源有限公司	20	SAF	2025 年底投产	20 万吨 HVO 已投产
安徽	安徽源丰源节能环保科技有限公司	50	SAF	已立项，未开工	
合计		695			

资料来源：百川盈孚，信达证券研发中心

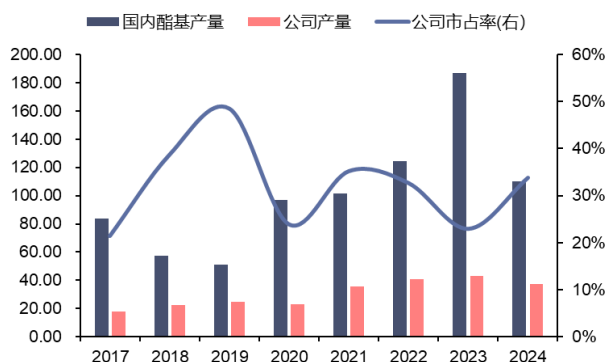
三、核心竞争力：头部扩产+成本优势+渠道壁垒，看好公司业绩潜力

3.1 产能优势

作为国内酯基生物柴油生产龙头，公司市占率维持在 20%以上，特别是在 2024 年受到欧盟反倾销税冲击下，绝大部分工厂陷入亏损，多数中小工厂处于停工状态，公司作为行业龙头优势凸显，市占率提升至 30%以上，产能利用率仍能够维持在 70%以上。

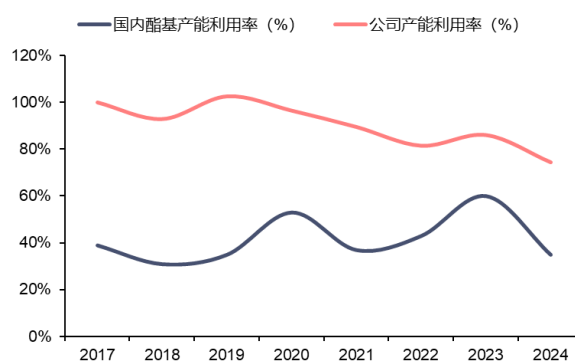
从历史看，公司始终保持高负荷运行，其中，2019 年后公司运行负荷有所下降，2021-2022 主要受美山两期 10+10 万吨生物柴油投产影响，2023-2024 年主要受欧盟反倾销税影响。

图 44：公司在国内酯基生物柴油市场市占率（万吨，%）



资料来源：USDA-FAS，公司公告，信达证券研发中心

图 45：公司生物柴油产能利用率明显高于国内整体水平（%）



资料来源：USDA-FAS，公司公告，信达证券研发中心

抵御欧盟反倾销税冲击，国内 SAF 产能建设和海外生物柴油基地建设将是未来方向。1) 公司计划在国内建设合计 20 万吨烷基产线（可转产生物航煤，欧盟不对 SAF 征税），目前年产 10 万吨烷基一线已进入建筑施工阶段

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 24

段。2) 考虑欧盟未来较长一段时间内仍是全球最大的生物燃料消费地区，为降低欧盟反倾销税影响，未来国内新建产能或将以生物基材料为主，生物柴油方面则重点放在海外基地建设上，目前新加坡年产 10 万吨生物柴油生产线项目已完成物业交割，正在进行施工改造工作。2024 年 9 月，在泰国成立泰国卓越公司，已获得 BOI 批准，2025 年 7 月计划分期投建 30 万吨酯基生物柴油和 10 万吨烃基/生物航煤产线。未来公司或将继续拓展海外基地到中东地区，国内外生物柴油总产能（包括烃基和 SAF）有望达到近 130 万吨。

表 12: 公司已建和在建生物柴油产能梳理

厂区	产能 (万吨/年)	状态	产品
国内			
龙岩平林	8	运营中	酯基
龙岩东宝	10	运营中	酯基
龙岩美山	10+10	运营中	酯基
厦门卓越	10	运营中	酯基
龙岩美山生物精细化工园	10+10	在建	烃基生物柴油/生物航煤
海外			
新加坡	10+10	在建	酯基
泰国	30+10	拟建	30 酯基（一期）+10 烃基（二期）
中东	-	技术入股合作意向	-

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

3.2 技术及成本优势

公司的废油脂高转化率技术处于世界领先水平。相比于欧美以植物油为原料，废油脂来源于餐厅、食品厂、榨油厂等，油脂在前道的使用过程中基本都经过高温烹饪或酸败，部分油脂会出现分解和断链，且原料来源的环境、包装、运输过程中都会导致原料容易被其它有机物污染，因此杂质含量多，提纯技术难度大，生产过程涉及副反应、催化剂寿命、各种废油脂对工艺的适应性等条件，要实现其高转化率和高品质生物柴油得率，需要各项技术的攻关和长期技术积累。公司产品以生物柴油为主，且衍生产品链不断丰富，产品附加值和废弃油脂的综合利用率不断增加，废油脂转酯化率高达 99%，超出世界先进标准的 90% 高品质生物柴油得率，工艺技术和研究成果处于业内领先水平。

图 46: 公司可再生能源突出贡献证书



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

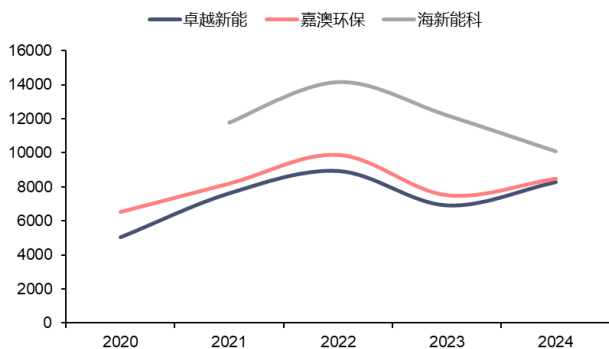
图 47: 公司高新技术企业证书



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

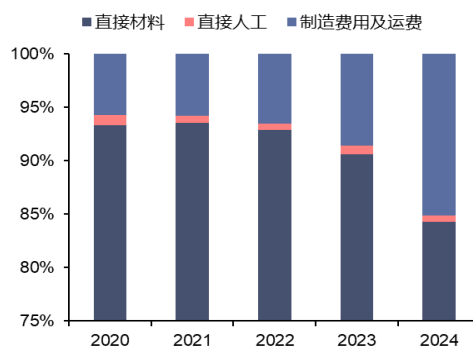
公司生物柴油生产成本管控水平优异。公司生物柴油的主要成本构成为直接材料，占比在 80% 以上，直接材料主要包括废油脂和甲醇，其中废油脂占比在 90% 以上，甲醇作为辅料用量较少。与植物油相比，地沟油、泔水油等废油脂的价格普遍偏低。此外，公司 99% 的超高废油脂转酯化率，对于降低公司的单位生产成本也有较大贡献。从总体生产成本看，公司长期以来保持了对同行的单吨生产成本优势，2024 年成本优势有所缩窄，主要是由于在欧盟反倾销举措之下，同行的出口外销量大幅下降，而公司通过在欧洲当地设立仓储物流中心的形式继续保持出口，使得制造费用及运输费用在成本中的占比明显提升、带动了总生产成本的增加。

图 48: 公司单吨生产成本与同行对比 (元/吨)



资料来源: 卓越新能、嘉澳环保、海新能科公司公告, 信达证券研发中心

图 49: 2020-2024 年公司生物柴油成本构成



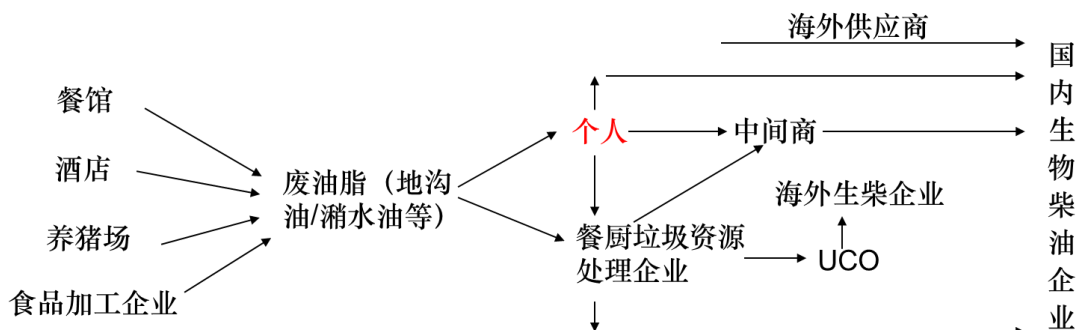
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.3 渠道优势

3.3.1 废油脂获取: 上游供应商管理是重要壁垒

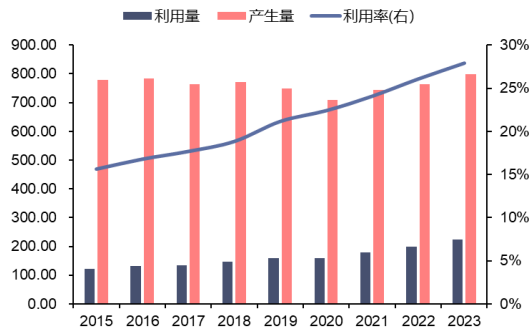
废弃油脂原料获取渠道具有集中度低、不稳定的特点。由于地沟油的收集主要从餐饮或食品加工等企业的下水道或隔油池进行, 工作环境恶劣、劳动强度大、人力成本高等, 且需在餐饮企业等下班后即通常在下半夜才能开始, 工作时间特殊, 收集的废油脂还需运至处理场所进行过滤、加热、沉淀、分离等后才能出售, 因此行业集中度较低, 以个人供应商为主。受行业特性影响, 拥有一个长期稳定的供应商体系是国内生物柴油企业的重要壁垒。生物柴油厂商要以适当价格取得稳定的废油脂供应需要与大量的供应商建立长期的互信关系。因此, 生物柴油行业的新进入者面临不能以适当价格稳定采购到所需的符合要求的废油脂原材料的困境。

图 50: 废油脂回收及供应过程示意图

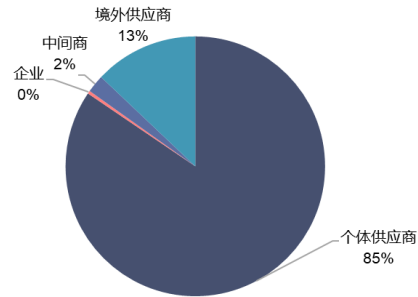


资料来源: 信达证券研发中心整理

公司通过多年积累及长期互信关系, 建立了稳定的多元供应商体系。我国上游废油脂原料充足但来源分散。截至 2023 年, 我国餐厨废油利用率不到 30%, 餐厨废油产生量达到 800 万吨, 远超过生物柴油产能。废油脂供应商包括个人、中间商和企业, 其中以个人供应商为主, 其中个人供应商体系的建设需要长时间来积累。公司自成立以来已经构建了稳定、规范的废弃油脂采购体系和覆盖全国及东南亚地区的采购渠道, 并与众多供应商建立了长期稳定的业务互信关系 (签订长期采购合同并建立供应商档案), 实现了原料的稳定供应及合理成本采购, 其中个人供应商原料供应占比在 80% 以上。对于供应商而言, 公司可以实现稳定大量的采购和货到付款, 对于公司而言, 能够获得稳定的废油脂来源, 实现双方共赢。

图 51：我国餐厨废油产生及利用情况（万吨，%）


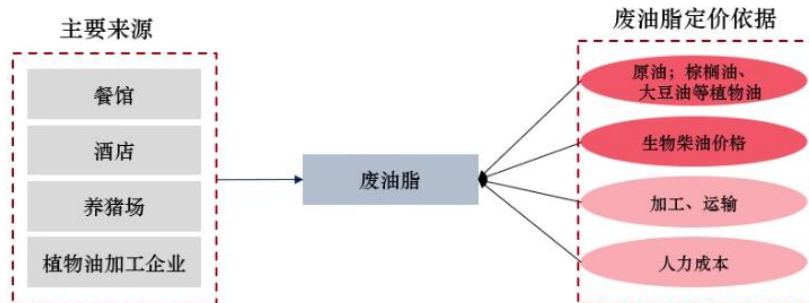
资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

图 52：2019Q1 公司原料油供应商结构（原料供应占比）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

废油脂价格影响因素较多，单一因素影响小。废油脂主要来自餐馆、酒店、养猪场、食品和植物油加工企业等，作为生物柴油的上游原材料，因应用领域的关联性，其价格通常受原油及生物柴油等价格的波动而相应会有一些波动，同时鉴于废油脂供应地域分散、其他应用领域阶段性需求增长，以及收购中的原料收集、加工、运输等多个环节工作环境差、人力成本高等特点，因而影响价格波动的因素也较多，不易受单一因素变化影响而出现大幅波动。

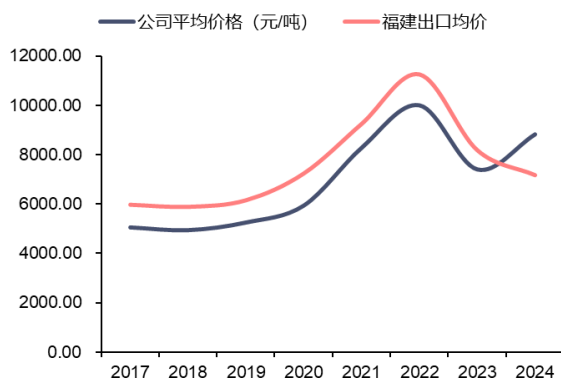
公司实际采购价格为双方磋商后决定。公司对废油脂的定价一方面主要参考国际原油期现货价格、生物柴油市场行情综合分析确定，同时也适当参考国内外大豆油、棕榈油等主要油脂的期现货价格走势；另外在实际采购定价中还根据各供应商合作程度、质量水平、供货的持续能力与稳定性、供货的及时性、物流成本、供应商所处区域采购价格行情等协商定价。

图 53：废油脂定价依据


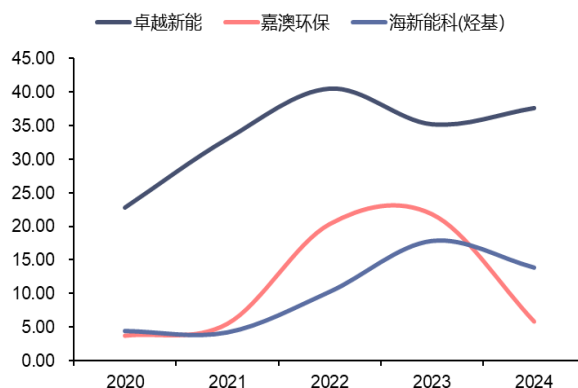
资料来源：信达证券研发中心整理

3.3.2 下游销售：海外直销降低反倾销影响

公司生物柴油产品主要通过荷兰卓越在欧洲自主销售，保证了盈利和销量稳定。欧洲作为全球范围内最主要的生物燃料消费地和出口目的地市场，在当前阶段仍具有无可替代的地位。自欧盟发动反倾销调查以来，我国主要生物柴油生产商都受到较大影响。在同行公司产销量大幅下降的同时，得益于公司的前瞻性布局，公司可通过在荷兰的子公司荷兰卓越进行保税直销，一方面保税销售方式规避了反倾销税的影响，且销售价格同比有所提升；另一方面保证了公司生物柴油产销的稳定，2024 年公司生柴外销量同比+ 2.40 万吨至 37.6 万吨。目前荷兰卓越已成为公司海外供应链的重要直销平台。同时，公司在新加坡和泰国启动生物柴油生产基地的建设，可以有效应对欧盟反倾销税挑战。海外产能和销售渠道将成为公司相比于同行的持续性优势。

图 54：公司平均售价与福建出口均价对比（元/吨）


资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，信达证券研发中心

图 55：2024 年公司生柴销量逆势增长（万吨）


资料来源：卓越新能、嘉澳环保、海新能科公司公告，信达证券研发中心

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测重要假设

（1）生物柴油：

价格：随着海外减排政策推进以及作物基生物柴油掺混比例达到欧盟规定上限，以及欧盟反倾销税影响逐步削弱，假设 2025-2027 年公司生物柴油价格逐步提升。

产量：我们预计 2025 年新加坡 10 万吨酯基生物柴油产能投产，我们预计 2026 年泰国 30 万吨酯基生物柴油产能有望投产。

毛利率：假设随着欧盟反倾销税影响减弱，公司板块毛利率逐步回升到正常水平，2025-2027 年分别为 7.5%、8.4%、9.3%。

（2）生物航煤：

产量：公司计划在美山基地建设 10+10 万吨产能，2025 年内我们预计或先投产 10 万吨。

毛利率：假设随着公司技术逐步成熟，盈利性向好，2025-2027 年公司板块毛利率分别为 0%、1%、3%。

（3）生物基材料：

假设醇酸树脂、工业甘油和生物酯增塑剂板块随着化工行情回暖保持毛利率稳健增长。

2025 年投产的生物脂肪醇项目在 2025-2026 年内产能利用率逐步攀升，毛利率水平假设在 45%左右波动。

4.2 估值与投资评级

我们采用相对估值法对公司进行估值。在可比公司选取方面，我们考虑了国内酯基生物柴油头部公司山高环能（山高环能也存在固废处理和供热业务）和嘉澳环保，以及烷基生物柴油上市公司海新能科。但由于海新能科 2025-2026 年同花顺 iFinD 一致预测业绩出现亏损，因此我们选取同样是酯基生物柴油头部企业的山高环能和嘉澳环保进行可比估值。

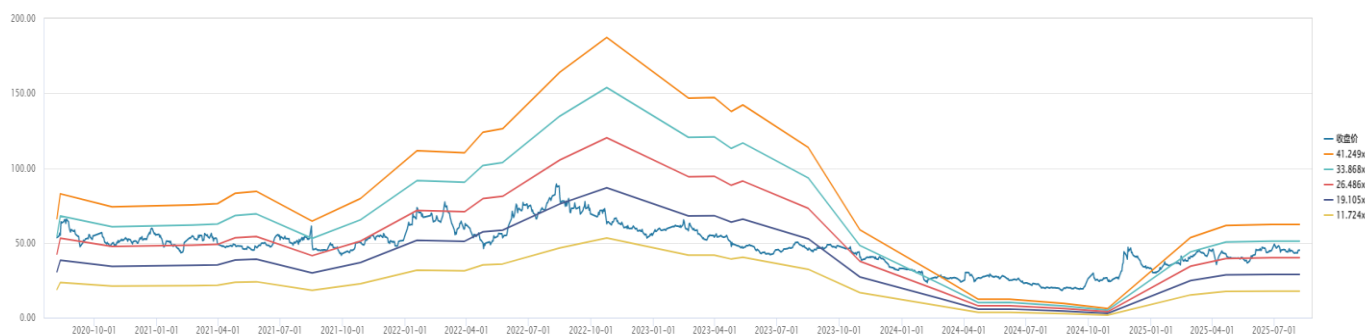
表 13: 可比上市公司相对估值

代码	公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE				PB
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A
可比公司												
000803.SZ	山高环能	7.30	34.38	13.04	105.23	149.44	194.72	185.32	32.67	23.01	17.66	1.69
603822.SH	嘉澳环保	62.72	48.19	-366.94	187.90	450.32	754.62	-10.21	25.64	10.70	6.39	6.10
300072.SZ	海新能科	3.53	82.95	-954.37	-630.00	-257.00	24.00	-8.74	-13.17	-32.27	345.60	1.39
可比均值 (PE 均值剔除海新能科)									29.16	16.85	12.02	3.06
目标公司												
688196.SH	卓越新能*	46.12	55.34	149.02	360.00	618.51	774.47	37.14	15.37	8.95	7.15	1.98

资料来源: 公司公告, 万得, 同花顺 iFinD, 标*为信达证券研发中心预测, 其他引用万得或同花顺 iFinD 一致预期, 可比 PE 均值计算剔除海新能科, 股价为 2025 年 8 月 13 日收盘价。

根据最新收盘价, 我们预测, 2025-2027 年公司 PE 分别为 15.37/8.95/7.15 倍。根据同花顺 iFinD 和万得一致预期, 2025-2027 年可比公司 PE 均值 (剔除海新能科) 分别为 29.16/16.85/12.02 倍。2024 年公司 PB 为 1.98, 可比公司 PB 均值为 3.06。从 PE 和 PB 来看, 卓越新能估值低于可比公司均值。

2024 年受欧盟反倾销税影响, 公司盈利水平下滑, 导致 PE (TTM) 较为异常, 未来随着公司盈利水平逐步恢复正常并向上攀升, 我们认为公司估值或存在潜在上行空间。

图 56: 卓越新能 PE (TTM) Band 走势


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 57: 卓越新能 PB (LF) Band 走势


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

我们预计公司 2025-2027 年的营业收入将分别达到 48.07、73.04 和 85.29 亿元, 同比增速分别为 34.9%、51.9% 和 16.8%。2025-2027 年归母净利润分别为 3.60、6.19 和 7.74 亿元, 同比增速分别为 141.6%、71.8%、25.2%, EPS 分别为 3.00、5.15 和 6.45 元/股。

结合公司原料供应具有稳定性优势、海外销售渠道拓展能力强，以及海内外产能扩展计划带来的业绩成长空间大，我们认为卓越新能具备较大业绩增长潜力和估值提升空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险因素

- 1) **政策风险**: 国内外减碳政策落实进展不达预期, 或新增关税政策, 可能影响公司业务发展。
- 2) **原材料价格波动**: 废弃油脂价格波动对公司生产成本的影响。
- 3) **市场竞争风险**: 国内外市场竞争加剧, 可能对公司市场份额造成冲击。
- 4) **产能扩张风险**: 新项目投产进度不及预期, 可能影响公司业绩增长。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	1,349	1,878	2,453	2,961	3,505	
货币资金	274	264	710	739	1,727	
应收票据	3	2	4	5	3	
应收账款	3	47	33	48	47	
预付账款	11	8	8	10	11	
存货	930	953	1,102	1,544	1,118	
其他	127	605	596	616	599	
非流动资产	1,717	1,689	1,383	1,408	1,439	
长期股权投资	0	2	2	2	2	
固定资产(合计)	635	574	564	562	568	
无形资产	100	97	95	92	90	
其他	982	1,015	722	751	779	
资产总计	3,066	3,566	3,836	4,368	4,945	
流动负债	96	395	398	406	406	
短期借款	0	197	197	197	197	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	35	48	60	64	59	
其他	61	150	141	145	149	
非流动负债	290	378	428	478	528	
长期借款	240	326	376	426	476	
其他	50	52	52	52	52	
负债合计	386	774	827	885	934	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	2,680	2,793	3,009	3,484	4,011	
负债和股东权益	3,066	3,566	3,836	4,368	4,945	

重要财务指标		单位:百万				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	2,812	3,563	4,807	7,304	8,529	
同比(%)	-35.3%	26.7%	34.9%	51.9%	16.8%	
归属母公司净利润	79	149	360	619	774	
同比(%)	-82.6%	89.6%	141.6%	71.8%	25.2%	
毛利率(%)	7.7%	7.1%	12.6%	13.1%	13.6%	
ROE%	2.9%	5.3%	12.0%	17.8%	19.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.66	1.24	3.00	5.15	6.45	
P/E	70.40	37.14	15.37	8.95	7.15	
P/B	2.06	1.98	1.84	1.59	1.38	
EV/EBITDA	24.08	21.92	11.56	7.59	5.19	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	2,812	3,563	4,807	7,304	8,529	
营业成本	2,595	3,310	4,202	6,351	7,372	
营业税金及附加	31	35	48	73	85	
销售费用	41	77	106	161	188	
管理费用	48	56	82	124	145	
研发费用	149	121	192	292	341	
财务费用	-43	-42	50	37	34	
减值损失合计	-24	-23	0	0	0	
投资净收益	-44	1	0	0	0	
其他	155	168	240	365	426	
营业利润	79	154	367	631	790	
营业外收支	-2	-2	0	0	0	
利润总额	77	152	367	631	790	
所得税	-2	3	7	13	16	
净利润	79	149	360	619	774	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	79	149	360	619	774	
EBITDA	169	203	480	734	893	
EPS(当年)(元)	0.66	1.24	3.00	5.15	6.45	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	-323	119	330	247	1,323	
净利润	79	149	360	619	774	
折旧摊销	89	90	63	65	68	
财务费用	-26	-28	32	34	37	
投资损失	44	-1	0	0	0	
营运资金变动	-531	-111	-125	-471	443	
其它	23	21	0	0	0	
投资活动现金流	-84	-439	243	-90	-100	
资本支出	-113	-241	-60	-90	-100	
长期投资	-43	-203	0	0	0	
其他	72	6	303	0	0	
筹资活动现金流	-6	286	-126	-128	-234	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	186	284	50	50	50	
支付利息或股息	-192	-44	-176	-178	-284	
现金流净增加额	-455	-18	447	28	989	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心负责人，中国煤炭经济 30 人论坛成员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016 年 6 月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019 年至今，负责大能源板块研究工作。现任信达证券研发中心负责人。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。