

山高环能（000803.SZ）

优于大市

业绩大幅扭亏、现金流改善，定增申请获深交所受理

核心观点

业绩大幅扭亏，现金流改善明显。2025H1 公司实现收入 7.17 亿元，同比-9.3%，主要系油脂销售结构改善所致；实现归母净利 4057 万元，大幅扭亏，主要原因有以下三点：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。2025H1 公司经营性现金流为 6065.93 万元，同比去年增加 7246 万元，大幅改善。

毛利率提升明显，费用率保持稳定。2025H1 公司综合毛利率 24.04%，同比提升 5.04pct。其中工业级混合油业务毛利率提升 6.15pct 至 25.41%，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 5.68pct 至 18.73%；供暖业务毛利率提升 2.69pct 至 25.83%。2025H1 公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.05%/8.12%/0.12%/8.80%，同比去年变化-0.25%/+0.23%/+0.94%/-0.06pct。

工业级混合油（UCO）价格持续高位运行。受益于国内 SAF 工厂陆续投产开工及航运旺季到来欧盟需求增加，工业级混合油（UCO）价格呈现上涨态势。2025 年 7 月中国出口工业级混合油（UCO）的均价为 1054.22 美元/吨，达到近两年以来的价格高点，同比 2024 年 7 月增长 16.75%，环比 2025 年 6 月增长 1 美元/吨，价格分位数达到历史 42%。

定增申请获深交所受理。2025 年 7 月 16 日，山高环能披露《2025 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，本次发行对象为公司实际控制人山东省国资委实际控制的企业山东高速产业投资有限公司，发行价格为 5.13 元/股，募集资金总额不超过 71,762.98 万元。8 月 28 日，该申请已正式获得深圳证券交易所受理。

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：维持“优于大市”评级。近期 UCO 供需偏紧且价格高位运行，但考虑订单执行有一定延后性，我们维持 2025 年盈利预测不变，上调 26-27 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 0.88/1.54/2.00 亿元（26-27 年原值为 1.25/1.45 亿元），同比增速 576.1%/75.2%/29.3%，当前股价对应 PE=37/21/17x，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	1,811	1,972
(+/-%)	17.3%	-31.0%	12.5%	11.1%	8.9%
归母净利润(百万元)	9	13	88	154	200
(+/-%)	-89.6%	47.3%	576.1%	75.2%	29.3%
每股收益(元)	0.02	0.03	0.19	0.33	0.42
EBIT Margin	7.8%	8.8%	13.3%	16.3%	18.1%
净资产收益率 (ROE)	0.6%	0.9%	5.9%	9.7%	11.6%
市盈率 (PE)	376.5	252.4	37.3	21.3	16.5
EV/EBITDA	23.2	21.6	18.0	14.8	13.1
市净率 (PB)	2.35	2.30	2.22	2.08	1.92

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

证券分析师：崔佳诚

021-60375416

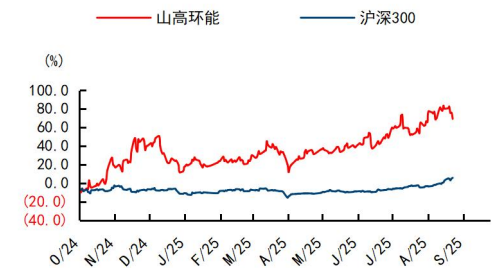
cuijiacheng@guosen.com.cn

S0980525070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	6.99 元
总市值/流通市值	3292/3214 百万元
52 周最高价/最低价	7.94/3.05 元
近 3 个月日均成交额	133.25 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）-中报业绩高增，大股东定增预案发布》——2025-07-17

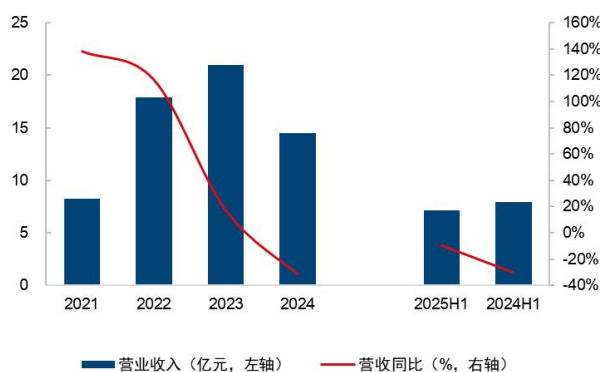
《山高环能（000803.SZ）-经营拐点显现，25Q1 归母净利润同比增长 222%》——2025-04-24

《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

业绩大幅扭亏，现金流改善明显。2025H1 公司实现收入 7.17 亿元，同比-9.3%，主要系油脂销售结构改善所致；实现归母净利 4057 万元，大幅扭亏，主要原因有以下三点：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。2025H1 公司经营性现金流为 6065.93 万元，同比去年增加 7246 万元，大幅改善。

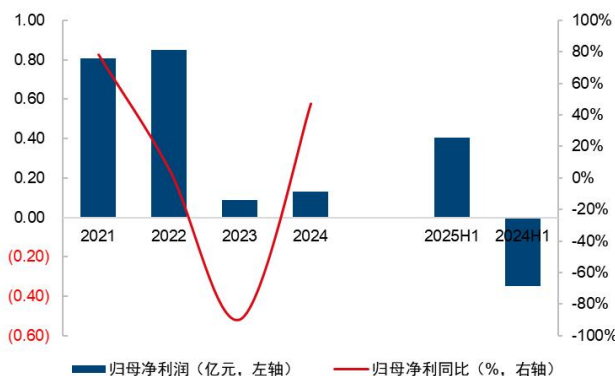
毛利率提升明显，费用率保持稳定。2025H1 公司综合毛利率 24.04%，同比提升 5.04pct。其中工业级混合油业务毛利率提升 6.15pct 至 25.41%，主要系毛利率较高的自产油脂业务占比上升所致；环保无害化处理业务毛利率提升 5.68pct 至 18.73%；供暖业务毛利率提升 2.69pct 至 25.83%。2025H1 公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.05/8.12/0.12/8.80%，同比去年变化-0.25/+0.23/+0.94/-0.06pct。

图1：山高环能收入及增速情况（单位：亿元、%）



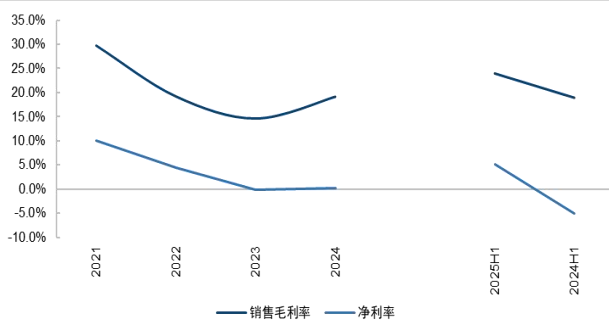
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：山高环能归母净利及增速情况（单位：万元、%）



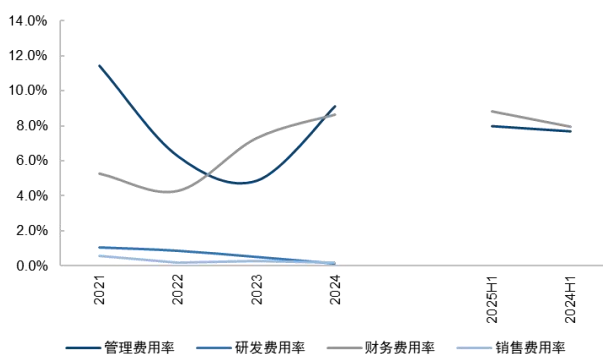
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：%）



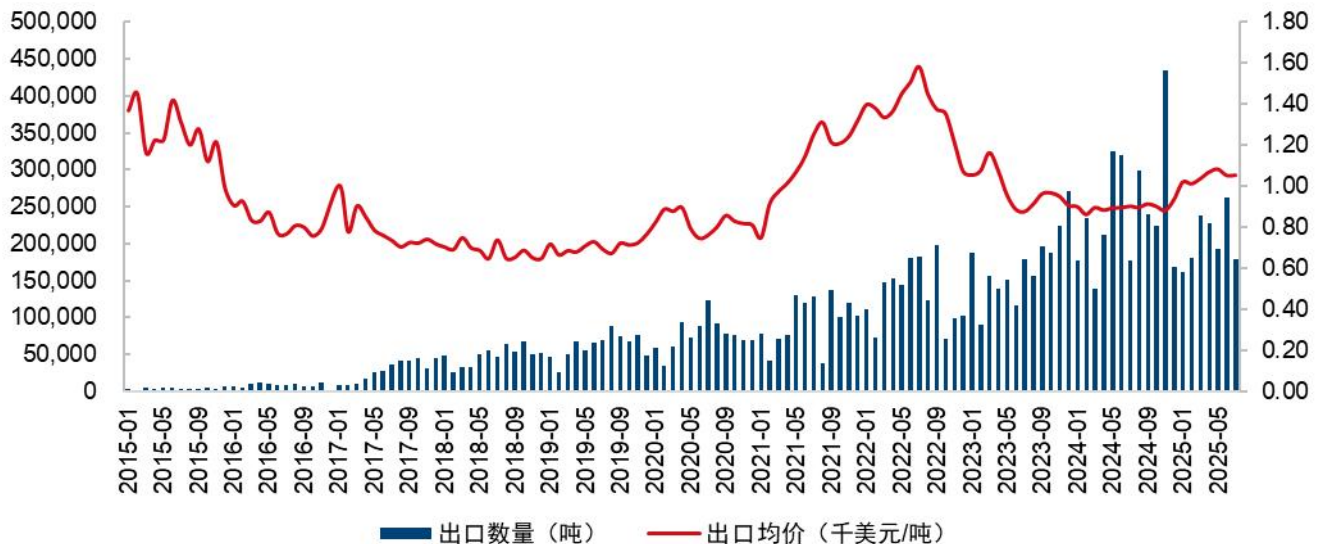
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

工业级混合油（UCO）价格持续高位运行。受益于国内 SAF 工厂陆续投产开工及航运旺季到来欧盟需求增加，工业级混合油（UCO）价格呈现上涨态势。2025 年 7 月中国出口工业级混合油（UCO）的均价为 1054.22 美元/吨，达到近两年以来的价格高点，同比 2024 年 7 月增长 16.75%，环比 2025 年 6 月增长 1 美元/吨，价格分位数达到历史 42%。

国内需求释放渐行渐近，产业逻辑持续兑现。与欧盟相比，我国尚未推行 SAF 强制掺混比例政策，但试点工作已有进展。2024 年 9 月 18 日，发改委、民航局在

京举行 SAF 应用试点启动仪式，根据试点工作安排，9 月 19 日起，国航、东航、南航从北京大兴、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 SAF，第一阶段为 2024 年 9 至 12 月。2025 年 3 月 19 日起，根据试点第二阶段相关部署，北京大兴、成都双流、郑州新郑、宁波栎社机场起飞的所有国内航班将常态化加注掺混 1% 的 SAF。随着国内 SAF 需求的不断增加，工业级混合油(UCO)的稀缺性或将更加凸显。

图5：2019 至今中国工业级混合油（UCO）出口量&价情况



资料来源：海关总署，Wind，国信证券经济研究所整理

表1：截至 2025 年 7 月海关中国工业级混合油（UCO）出口价格信息

混合制非食用油脂等 (15180000)-UCO (千元/吨)	
2025/7/31	7.7
2024/7/31	6.6
年同比	16.75%
2025/6/30	7.6
月环比	0.10%
2024/12/31	6.8
年内涨幅	12.77%
最高价	11.5
最低价	4.9
当前分位数	41.87%

资料来源：海关总署，Wind，国信证券经济研究所整理

定增申请获深交所受理。2025 年 7 月 16 日，山高环能披露《2025 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，本次发行对象为公司实际控制人山东省国资委实际控制的企业山东高速产业投资有限公司，发行价格为 5.13 元/股，募集资金总额不超过 71,762.98 万元。8 月 28 日，该申请已正式获得深圳证券交易所受理。

投资建议：维持“优于大市”评级。尽管近期 UCO 供需偏紧且价格高位运行，但考虑到价格具有一定波动性，我们维持原有盈利预测不变，预计 2025-2027 年归母净利润 0.88/1.25/1.45 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。

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。

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	351	440	671	营业收入	2101	1449	1631	1811	1972
应收款项	379	354	399	443	482	营业成本	1792	1171	1278	1373	1469
存货净额	49	51	55	58	61	营业税金及附加	14	12	11	13	15
其他流动资产	192	161	181	201	219	销售费用	6	2	4	4	4
流动资产合计	872	744	986	1143	1433	管理费用	114	135	118	122	125
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	120
投资性房地产	1017	1054	1054	1054	1054	投资收益	1	(0)	1	1	2
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	5651	5995	6383	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	182	238
应付款项	302	270	293	311	328	营业外净收支	(4)	6	10	10	10
其他流动负债	580	481	521	554	586	利润总额	25	7	110	192	248
流动负债合计	1857	1999	2187	2375	2575	所得税费用	28	5	16	29	37
长期借款及应付债券	945	979	1179	1229	1279	少数股东损益	(11)	(10)	5	9	11
其他长期负债	1154	782	782	782	782	归属于母公司净利润	9	13	88	154	200
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	4148	4386	4636	净利润	9	13	88	154	200
少数股东权益	26	14	17	23	31	资产减值准备	32	(12)	6	11	7
股东权益	1416	1429	1486	1586	1716	折旧摊销	149	200	197	221	248
负债和股东权益总计	5397	5203	5651	5995	6383	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	120
每股收益	0.02	0.03	0.19	0.33	0.42	营运资本变动	(400)	(499)	(0)	(6)	(5)
每股红利	0.28	0.26	0.07	0.11	0.15	其它	122	101	(3)	(5)	1
每股净资产	2.97	3.03	3.16	3.37	3.64	经营活动现金流	(93)	(169)	288	376	450
ROIC	-0.24%	1.14%	4%	6%	7%	资本开支	0	(6)	(409)	(420)	(352)
ROE	0.63%	0.91%	6%	10%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	15%	19%	22%	24%	26%	投资活动现金流	62	(44)	(409)	(420)	(352)
EBIT Margin	8%	9%	13%	16%	18%	权益性融资	4	2	0	0	0
EBITDA Margin	15%	23%	25%	29%	31%	负债净变化	279	34	200	50	50
收入增长	17%	-31%	13%	11%	9%	支付股利、利息	(133)	(125)	(31)	(54)	(70)
净利润增长率	-90%	47%	576%	75%	29%	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	133	131
股息率	4.0%	3.8%	0.9%	1.6%	2.1%	现金净变动	56	(74)	173	89	230
P/E	376.5	252.4	37.3	21.3	16.5	货币资金的期初余额	196	252	178	351	440
P/B	2.4	2.3	2.2	2.1	1.9	货币资金的期末余额	252	178	351	440	671
EV/EBITDA	23.2	21.6	18.0	14.8	13.1	企业自由现金流	0	(260)	(28)	48	195
						权益自由现金流	0	93	196	137	294

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

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