

嘉澳环保 (603822.SH)

第三季度 SAF 量价齐升，公司实现扭亏为盈

优于大市

核心观点

公司前三季度营收达 30.05 亿元，同比增长 189.39%，归母净利润实现了扭亏为盈。2025 年前三季度，公司实现营收 30.05 亿元，毛利率为 9.15%，净利率为-0.83%。其中第三季度营收为 17.07 亿元，同比增长 511.45%，环比增长 105.28%。第三季度归母净利润为 0.53 亿元，实现了扭亏为盈。公司业绩上涨主要原因为 5 月份公司获得 SAF 出口许可，三季度 SAF 产销量明显增加，且由于欧洲对 SAF 需求高增，拉动 SAF 价格出现了较大幅度的增长。

公司业务主要包括生物质能源、环保型增塑剂和环保型稳定剂，2025 年以来生物质能源板块中的 SAF 为公司主要产品，贡献了大部分营收和利润。公司成立于 2003 年 1 月，是一家致力于研发、生产、销售生物基增塑剂和生物质能源的环保型科技公司。2023 年公司采用霍尼韦尔技术建设了国内第一套 50 万吨 SAF 产线，并在 2024 年底实现了项目的一次性投产，2025 年 5 月，公司成功获得生物航油出口许可证，实现了 SAF 的大规模出口。公司目前 SAF 产能为国内第一，原料转化率领先，规模及技术优势明显。公司正在建设第二期 50 万吨产线，预期明年投产，公司产量增长潜力较大。

SAF 行业前景广阔，海外供需缺口主要由国内填补。2025 年为欧洲 SAF 强制添加元年，添加量为 2%，2030 年添加量提高至 6%，较目前有约 3 倍的需求空间，远期添加比例预计增加到 70%。根据标普数据欧洲市场今年 SAF 消费量将达到 190 万吨，而欧洲目前 SAF 产能只有约 100 万吨，缺口主要由亚太地区生产商供应，中国产业链优势明显。上半年航空公司对 SAF 添加的热情普遍偏低，但欧盟委员会并未放松 2025 年对 SAF 添加 2% 标准的要求，欧洲各大航空公司在年中加大了对 SAF 的采购，SAF 价格快速提升。

风险提示：生物柴油价格大幅下跌、原材料价格大幅上涨、欧洲市场政策转向、国内税收政策变化、新增产能投放进度不及预期。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年营收为 44.65/70.05/96.08 亿元，归母净利润为 0.87/4.65/7.03 亿元，EPS 为 1.13/6.05/9.15 元/股，对应当前股价 PE 为 81.06/15.19/10.05X，股票合理估值区间为 97.75-121.00 元，我们看好 SAF 行业前景和公司产能及技术优势，给与“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)	2,666	1,274	4,465	7,005	9,608
(+/-%)	-17.0%	-52.2%	250.6%	56.9%	37.2%
净利润(百万元)	-8	-367	87	465	703
(+/-%)	-83.9%	4766.4%	-123.7%	433.6%	51.2%
每股收益(元)	-0.10	-4.78	1.13	6.05	9.15
EBIT Margin	-0.7%	-21.2%	9.1%	18.9%	20.5%
净资产收益率 (ROE)	-0.7%	-59.8%	12.4%	39.9%	37.6%
市盈率 (PE)	-940.17	-19.24	81.06	15.19	10.05
EV/EBITDA	124.4	-91.7	16.0	7.0	4.9
市净率 (PB)	6.93	11.50	10.07	6.06	3.78

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

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：董丙旭

0755-81982570

dongbingxu@guosen.com.cn

S0980524090002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	97.75 - 121.00 元
收盘价	91.88 元
总市值/流通市值	7059/7059 百万元
52 周最高价/最低价	91.88/31.31 元
近 3 个月日均成交额	174.56 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

公司简介

生物质加工领先企业，SAF 成为公司主业

公司位于浙江嘉兴桐乡，地理位置优越，交通运输便利。公司成立于 2003 年 1 月，2016 年上市，是一家致力于研发、生产、销售生物基增塑剂和生物质能源的环保型科技公司。

公司自成立以来，始终聚焦于具有前瞻性、环境友好、可再生、可生物降解的生物基增塑剂产品。目前拥有环氧大豆油、环氧脂肪酸甲酯、DOA、DOS、TOTM、DOTP 等多个增塑剂品种，同时还能为客户提供定制服务，根据用户需求开发生产各类功能型特种增塑剂。产品广泛应用于航天、汽车内饰、儿童玩具、食品包装、建材、管材、塑料薄膜、家装材料等与人们生活息息相关的塑料制品领域。

近年来，公司不断进行产业升级，致力于各类废弃油脂资源的综合利用，积极布局生物航煤。公司与全球 500 强霍尼韦尔合作，携手在连云港打造大型可持续航空燃料生产基地，建成 50 万吨 SAF 产能，填补国内规模化量产可持续航空燃料的空白，助力航空业碳减排。公司是规模较大、产品品质严格执行欧盟 EN14214 标准、且影响力较大的生物柴油生产企业，公司生物柴油产品已经取得全球最大的生物柴油消费区欧盟的 ISCC 和 DDC 认证，2024 年公司与英国石油公司（BP）达成股权合作协议，目前公司生物航煤产品已取得 ISCC 及适航批准。

图1: 公司发展历程

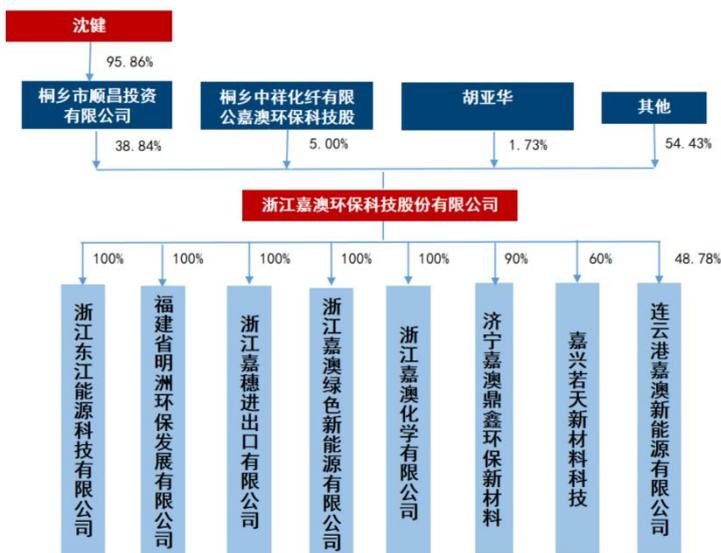


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股权较为集中，结构稳定清晰

公司实控人为董事长沈健先生，截止 2025 年三季度，沈健先生通过桐乡市顺昌投资有限公司持有公司 38.84% 的股权，为公司实控人，桐乡中祥化纤有限公司为第二大股东，持股 5%，其余股东持股比例均小于 2%。

图2：公司股权结构

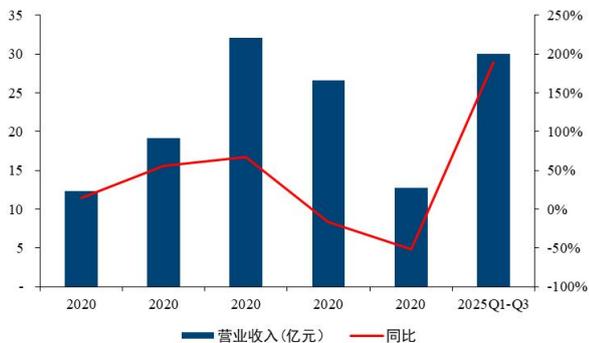


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司主业转向 SAF 生产，量价齐升带动业绩高增

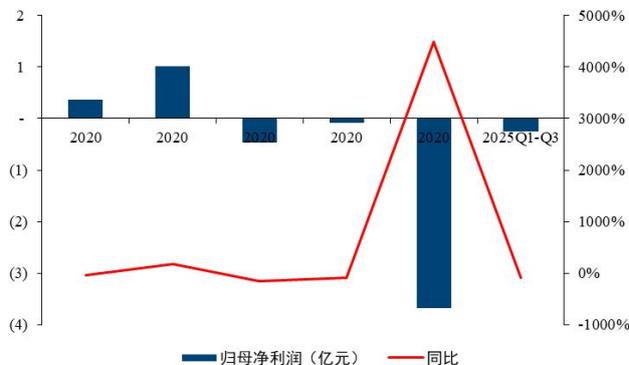
公司 SAF 实现大规模量产，第三季度归母净利润实现扭亏为盈。2024 年公司生物质能源主要产品为第一代生物柴油，受欧盟生物柴油反倾销，市场需求疲软及行业竞争加剧等多重影响，营收及归母净利润出现大幅度下滑。公司积极布局可持续生物燃料（SAF）产品研发及产能建设。2022 年公司开始投资建设国内首台套 50 万吨级采用霍尼韦尔 Ecofining 技术的 SAF 产线。2024 年底实现了项目的一次性投产，2025 年 5 月，公司成功获得生物航油出口许可证，实现了 SAF 的大规模出口。2025 年前三季度，公司实现营收 30.05 亿元，毛利率为 9.15%，净利率为-0.83%。公司 2025 年三季度营收 17.07 亿元，同比增长 511.45%，三季度归母净利润为 0.53 亿元，实现了扭亏为盈。公司业绩上涨主要原因为，5 月份公司获得 SAF 出口许可，产销量明显增加，且由于欧洲对 SAF 需求高增，拉动 SAF 价格出现了较大幅度的增长。

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

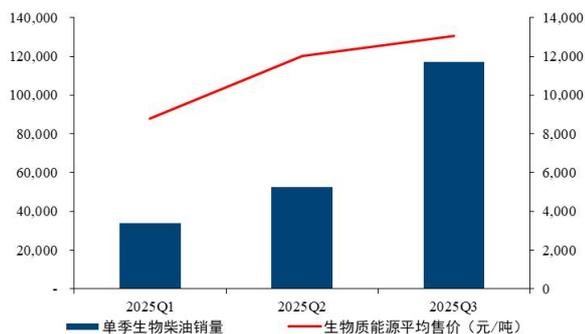
图2：公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

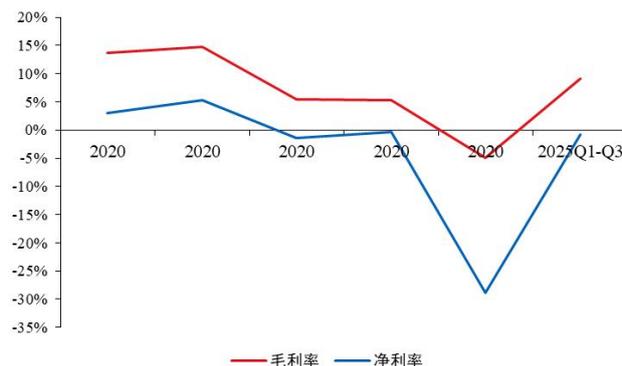
生物柴油销量快速增长，平均售价稳步提升。2025 年公司生物柴油主要产品改变为生物航油（SAF）。公司在今年 5 月获得国内第一批生物航油出口许可证，今年以来公司 SAF 销量逐季度增长，三季度销量达 11.7 万吨。2025 年为欧洲 SAF 强制添加元年，欧洲航司在 2025 年前期添加量不足 2% 的限额，所以在下半年加速添加，SAF 需求量快速增加，拉动 SAF 价格逐步上行，公司 SAF 售价也逐季提高。2024 年公司生物质能源主要产品为第一代生物柴油，受欧盟生物柴油反倾销，销路受阻，出现了大额亏损。2025 年由于 SAF 拉动，公司业绩明显复苏，毛利率及净利率在三季度转正。

图3：公司 2025 年单季度生物柴油销售情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司毛利率与净利率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

SAF 行业前景广阔，短期供需偏紧

全球主要国家明确 SAF 添加路径，SAF 远期市场空间广阔

欧盟制定了国家或地区层面的 SAF 应用目标和航空碳减排目标，政策相对比较完善；近年来很多国家正在加速推进和参与 SAF 产业发展和政策制定。

欧盟：2023 年，欧盟通过《ReFuelEU 航空法规》，强制规定了自 2025 年起欧盟机场所用燃油必须混掺 2% 的 SAF，且对 SAF 所采用的技术路线也做出一定要求。其长期目标为最晚到 2050 年，SAF 掺混比例需达 70%，且 PtL 技术所产 SAF 占比至少为 35%。

英国：英国在继 2022 年 Jet Zero 承诺后，拨款 1.65 亿英镑支持 SAF 项目。并在 2024 年新制定了相关法令草案，规定 2025 年航空燃料中强制掺混 2% 的 SAF，2040 年掺混比例提升至 22%。

美国：提出到 2030 年实现美国 SAF 产量达到 900 万吨，到 2050 年实现 SAF 产量超 1 亿吨，航空燃油 100% 加注 SAF；其二是可持续和低碳燃料标准，规定航空燃料供应商在美国本土销售 SAF 产生的环境权益可在市场交易；其三是美国财政部和税收署发布的通胀削减法案，为 SAF 的生产、应用和研发提供经济支持。

日韩：日本在 2021 年建立“飞机运营二氧化碳减排研究小组”，制初步制定了到 2030 年 SAF 使用量占航空燃料 10% 的目标。2022 年，组建“Act for Sky”联盟，以实际行动推广 SAF 的生产与应用。而韩国则在 2024 年刚刚颁布《可持续航空燃料推广战略》，强制规定 2027 年起所有从韩国起飞的国际航班必须混合 SAF（约

1%) 进行加油。

中国：我国政府将 SAF 作为航空业脱碳战略的重要一环。2021 年发布《2030 年前碳达峰行动方案》，将航空业纳入碳市场重点碳排放行业名单，大力推进 SAF 等替代燃料发展。2022 年《“十四五”民航绿色发展专项规划》发布，提出力争 2025 年 SAF 消费量达到 2 万吨以上，“十四五”期间消费量累计达到 5 万吨。2023 年工业和信息化部、科技部、财政部、民航局联合印发《绿色航空制造业发展纲要（2023—2035 年）》，提出到 2025 年，实现使用 SAF 的国产民用飞机示范应用。

2023 年 7 月民航局适航审定司《航空替代燃料可持续性要求（征求意见稿）》发布，2024 年 7 月民航二所可持续航空燃料发展研究中心正式揭牌成立。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，试点分两个阶段实施：第一阶段（2024 年 9 月至 12 月）：选择国航、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 个航班进行常态化应用试点”。第二阶段（2025 年全年）：结合第一阶段的工作进展，逐步扩大试点范围，增加参与单位。

表1: 各国家 SAF 使用政策梳理

国家/地区	时间	政策详情
欧盟	2022 年	从航空碳排放交易体系 (ETS) 中支取 16 亿欧元用于补贴航司的 SAF 应用
	2023 年	通过《RFUCEU 航空法规》，从 2025 年 1 月 1 日起，所有在欧盟机场供应的航空科中，必须使用至少 2% 的 SAF 与传统煤油混合的燃料，到 2030 年占比需达 54，到 2050 年达到 63%，是第一个提出 SAF 强制掺混比例目标的全球主要经济体
英国	2021 年	英国政府发布《净零计划》，该战略提出，要推动可持续航空燃料 (SAF) 商业化，投资 18 亿英镑支持英国 SAF 工厂发展，到 2030 年实现 10% 的 SAF 交付，英国交通部发布了《航空零排放 (Jet Zero) 战略》，要求从 2025 年开始强制使用 SAF，到 2030 年至少 10% 的航空燃料是可持续航空燃料，到 2050 年 SAF 能够满足 75% 以上的液体燃料使用量，已拨收 165 亿英镑支持 SAF 项目，资金持续至 2025 年。
	2022 年	英国下议院批准了《2024 年可再生运输燃料义务 (可持续航空燃料) 法令》草案，这项法令将使英国航空业每年获得约 120 万吨可持续航空燃料授权，上议院批准后即可立法，投于新的一年生效。
	2024 年	美国联邦航空局 (FAA) 发布了《航空气候行动计划》(Aviation Climate Action Plan)，从推广可持续航空燃料 (SAF)、开发新的飞机和发动机技术和加强政策法规引导等方面出发，首次统性地阐述了美国政府为实现 2050 年航空业净零碳排放目标所设定的行为框架
美国	2022 年	美国通过《通货膨胀削减法案》，为 SAF 生产提供 33 亿美元的税收抵免和补助。每生产一加仑 SAF 可获得 125 美元补贴，若生命周期排放量减少超过 50%，每多减少 1% 可额外获得 1 美分抵免。
	2022 年	美国农业部、能源部和运输部发布了 AF 挑战路线图) SAF GndmchtctRocp) 旨在与工业界合作，到 2030 年实现国内 SAF 年产量 30 亿加仑；到 2050 年实现 SAF 年产量 350 亿加仑，以满足美国航空业 100% 普及及可持续航空微料的发展目标。
	2023 年	白宫发布《国家航空科技优先事项》，明确提出加快可持续航空燃料 (SAF) 的开发、测试和认证并在美国国内广泛生产和采用。
日本	2021 年	建立“飞机运营二氧化碳减排研究小组”，制定了航空运营脱碳路线图，目标是到 2030 年 SAF 使用量占空燃料的 10%。
	2022 年	日本 JGC 控股、Revo 国家公司、全日空航空公司和日本航空公司宣布组建“Act for Sky”联盟，通过推立用日本研发、生产的可持续航空燃料 (SAF) 促进其商业化进程，并逐渐扩大应用范围
韩国	2024 年	韩国国土部、基础设施和工业部联合发布《可持续航空燃料推广战略》强制规定 2027 年起所有从韩国起飞的国际航班必须混合 SAF (约 1%) 进行加油。

资料来源: 各政府官网, 国信证券经济研究所整理。

SAF 远期市场空间广阔。在政策引导和扶持下，已制定阶段性目标的欧盟 2050 年强制规定 SAF 混掺比例需超过 70%，预计远端需求空间超过 4000 万吨，而根据国际民航组织 (ICAO) 主办的第三届航空替代燃料会议 (CAAF/3) 显示，截至 2023 年超过 50 家航空公司已承诺到 2030 年将 SAF 使用比例提升至燃料总用量的 5-30%，其中大多数公司保证这一比例不低于 10%。基于以上需求测算以及 IATA 第 77 届年会批准全球航空运输业于 2050 年实现净零碳排放的决议，预计到 2050 年，航空领域 65% 的减排将通过使用生物航煤来实现，则 SAF 需求量将从 2024 年的约 100 万吨阶段性大幅提升至 2030 年的 1800 万吨，占总燃料需求的 5.2%，在

长远目标中，2050 年达到 3.50 亿吨，占总燃料需求的 65.0%。远期目标虽然面临着原料、技术及成本等方面的限制，但仍表现出了航空届对减排的宏大目标。

欧洲产能建设缓慢，中国有望填补产能缺口

目前，欧洲是 SAF 主要的消费市场，欧盟各国在《欧盟可再生能源指令》的约束下，2025 年各国力争实现 2% 的 SAF 掺混目标，欧盟各国对 SAF 需求量大增。据 S&P 预测，欧洲市场今年 SAF 消费量将达到 190 万吨，同比去年增加 216%。目前 SAF 均为油脂或废弃油脂制备，欧洲原料较为紧缺，产能投放较为缓慢。根据欧洲航空安全局（EASA）发布的欧洲航空环境报告，欧洲目前 SAF 产能只有约 100 万吨，缺口主要则由亚太地区生产商供应。

在 SAF 生产方面，我国中国石化等企业自主开发了生物航煤工艺包，并且很多企业通过引进海外工艺包，建设了较为先进的产能。截至 2024 年底，海信能科、君恒生物、嘉澳环保、四川天舟、中国石化等企业建设有 SAF 产能超 100 万吨。据百川盈孚最近统计，目前已经投产、在建及规划的 HVO/SAF 产能超 1000 万吨/年。出于减碳目的，目前 HEAF 技术路线下，SAF 原料多为废弃油脂，废弃油脂的采集，质量稳定性将极大的影响目前 SAF 供给，未来 SAF 实际有效产能可能远不如列示数据乐观。

表2: 中国 HVO/SAF 产能汇总（截止 2025 年 8 月）

省份	项目名称(含规划)	产能(万吨)	产品	投产时间	备注
山东	山东三聚生物能源有限公司	20	HVO/SAF	2025 年 5 月投产	北京海新的项目；二期 2024 年 11 月取得适航认证
山东	山东三聚生物能源有限公司	50	HVO	已投产	高凝生物柴油 30 万吨/年，低凝生物柴油 20 万吨/年
山东	山东海科化工有限公司	50	HVO/SAF	已投产	
浙江	中石化宁波镇海炼化有限公司	10	SAF	已投产	2022 年 2 月取得适航认证
浙江	蓝鲸生物能源(浙江)有限公司	50	HVO/SAF	已投产	
浙江	浙江嘉澳环保科技股份有限公司	50	HVO/SAF	已投产	2025 年 3 月取得适航认证
江苏	易高生物化工科技(张家港)有限公司	10	SAF	已投产	
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
山东	山东汇东新能源有限公司	15	HVO/SAF	即将投产	设备升级
江苏	南京齐东化工有限公司	25	HVO/SAF	2025 年底前投产	
河北	河北飞天石化集团有限公司	30	HVO/SAF	2025 年 9 月建成	原有 2 万吨产能
福建	卓越新能源股份有限公司	10	SAF	2025 年底投产	
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 50w 吨
河北	河北慧源化工科技有限公司	20	SAF	2025 年投产	总建设规模为 120 万吨
四川	四川金英新能源有限公司	50	HVO/SAF	2026 年投产	四川
重庆	东方盛荣(重庆)新能源有限公司	50	SAF	2026 年 9 月投产	一期 20 万吨；二期 30 万吨
重庆	重庆润宇新能源有限公司	30	HVO/SAF	2026 年投产	
上海	上海翔威环境科技集团有限公司	30	SAF	2026 年底投产	
河南	河南省君恒实业集团生物科技有限公司	80	HVO/SAF	2026 年初投产	20w 已投产，2024 年 1 月取得适航认证
海南	海南思可源绿能科技有限公司	30	HVO/SAF	2026 年 6 月投产	
广东	东华能源股份有限公司	100	SAF	2026 年投产	
广西	广西自贸区川桂临港新能源有限公司	30	HVO/SAF	2026 年底投产	
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 60w
河南	河南中河伟润能源科技有限公司	20	SAF	2026 年底建成投产	
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	
陕西	中国石油长庆石化分公司	10	SAF		26 年 6 月开工，27 年底建成
上海	上海中器环保科技有限公司	30	SAF		已立项未开工

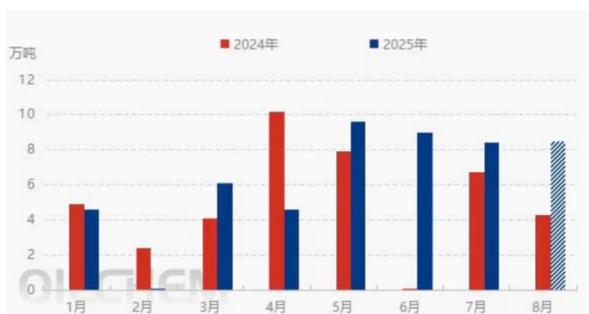
重庆上海岚泽能源科技有限公司	10	SAF	2025年3月中试成功
四川上海岚泽能源科技有限公司	5	SAF	2025年7月8日签约
重庆江苏中舜新材料科技有限公司	60	SAF	规划拟建
广西海峡清能(来宾)化工有限公司	30	SAF	拟建
黑龙江中能(双鸭山)综合能源有限公司	10	SAF	拟建
河北河北丝溉化工有限公司	20	SAF	拟建
海南海南蜀舟生物质能源科技有限公司	20	SAF	签约拟建
浙江浙江天赋宏云能源科技有限公司	10	HVO/SAF	在建, 宁波杰森的项目
浙江浙江将蓝生物质能源科技有限公司	30	SAF	已签约

资料来源:百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

欧洲为完成全年目标加速采购, SAF 价格快速提升

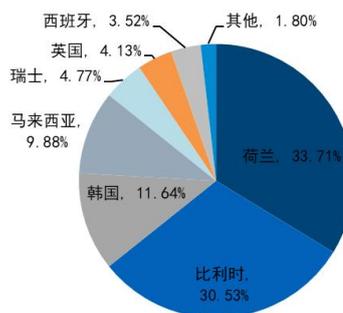
由于 SAF 成本远高于传统航空煤油, 航空公司对 SAF 添加的热情普遍偏低。2025 年 3 月底, 欧洲四大航空公司爱尔兰瑞安航空、英国国际航空集团、德国汉莎航空、法航荷航集团代表 17 家航空公司向欧盟提出放宽 SAF 强制令的要求, 呼吁给予航空业更多准备时间和空间。2025 年年初, 航空公司对 SAF 使用量未能达到 2% 的添加标准。由于欧盟委员会并未放松对添加标准的要求, 欧洲各大航空公司为达到全年 2% 的添加量不得不在年中加大了 SAF 的采购。2025 年 SAF 全球消费量预计呈现明显的前低后高特征。据隆众资讯数据, 1-8 月, 我国 HVO/SAF 出口总量达 50.93 万吨, 同比增长 25.51%。尤其自 6 月起, 国内 HVO/SAF 的出口量明显加大。从出口目的地看, 荷兰、比利时为主要出口目的地, 出口占比超 60%。中国生产的 SAF 成为补充欧洲缺口的重要力量。

图5: 2024-2025 年中国 HVO/SAF 出口量 (万吨)



资料来源: 隆众资讯, 国信证券经济研究所整理

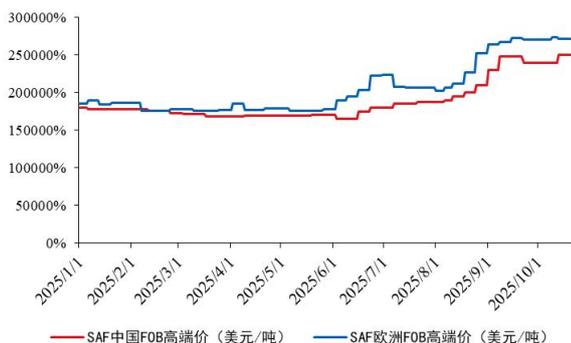
图6: 2025 年我国 HVO/SAF 出口目的地统计



资料来源: 隆众资讯, 国信证券经济研究所整理

目前各主要生产商已有产能和公开的新产能中, 均采用 HEFA 路线。油脂(或地沟油)是目前生产 SAF 的主要原料, 预计也是未来至少十年内生产 SAF 的主要原料。由于下半年欧盟国家为完成 2% 添加量加速采购, SAF 价格从 6 月起开始明显上升。截至 10 月 17 日, 中国高端 SAF FOB 价为 2500 美元/吨, 较年初的 1800 美元/吨, 上涨了 38.89%。SAF 的高景气同样带动其原料地沟油价格的上涨, 国内地沟油市场均价 10 月 17 日为 6692 元/吨, 较年初的 5500 元/吨上涨 21.67%。由于 SAF 强制添加目标未改, SAF 原料(地沟油)较为稀缺, SAF 的高景气有望持续。

图7: SAF 市场价格 (美元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 国信证券经济研究所整理

图8: 地沟油市场价格 (元/吨)



资料来源: 隆众资讯, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们的盈利预测基于以下主要假设条件:

生物质能源: 2025 起欧盟国家强制添加 SAF, 北美、亚洲多国制定 SAF 添加路线图, SAF 市场空间不断提升。持续高增的需求有望拉动 SAF 价格逐步上升。公司由于技术先进, 原料供应较为充足, 一期项目有望保持满产状态, 二期项目有望于 2026 年下半年投产。SAF 装置副产生物石脑油有望于明年贡献业绩, 提高板块毛利率。我们预计 2025-2027 年该板块营收为 37.20/62.40/88.40 亿元, 毛利率分别为 17.74%/25.64%/26.67%。

环保增速剂: 公司环保增速剂产能及技术优势较为明显, 公司有望保持市占率。我们预计 2025-2027 年该板块营收为 6.63/6.80/6.80 亿元, 毛利率分别为 3.47%/4.41%/4.41%。

环保稳定剂: 稳定剂为公司副产品, 非公司发展重点, 产量预期随市场需求保持小幅增长。我们预计 2025-2027 年该板块营收为 4.18/4.40/4.62 亿元, 毛利率保持稳定, 分别为 19.86%/20.45%/19.91%。

表1: 嘉澳环保业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
生物质能源						
收入 (百万元)	2,144.23	1,775.66	414.79	3,720.00	6,240.00	8,840.00
成本 (百万元)	2,005.56	1,634.92	490.76	3,060.00	4,640.00	6,482.67
毛利 (百万元)	138.67	140.74	-75.97	660.00	1,600.00	2,357.33
毛利率 (%)	6.47%	7.93%	-18.32%	17.74%	25.64%	26.67%
环保增速剂						
收入 (百万元)	934.88	788.88	767.29	663.00	680.00	680.00
成本 (百万元)	900.15	788.72	765.67	640.00	650.00	650.00
毛利 (百万元)	34.73	0.16	1.62	23.00	30.00	30.00
毛利率 (%)	3.71%	0.02%	0.21%	3.47%	4.41%	4.41%
环保稳定剂						
收入 (百万元)	62.23	54.01	52.84	41.80	44.00	46.20
成本 (百万元)	51.54	43.05	42.12	33.50	35.00	37.00
毛利 (百万元)	10.69	10.96	10.72	8.30	9.00	9.20

毛利率(%)	17.18%	20.29%	20.29%	19.86%	20.45%	19.91%
合计						
收入(百万元)	3,211.46	2,666.1	1,273.57	4,464.80	7,004.80	9,607.82
成本(百万元)	3,038.49	2,525.4	1,336.45	3,771.50	5,363.76	7,209.20
毛利(百万元)	173.0	140.7	-62.9	693.3	1,641.0	2,398.6
毛利率(%)	5.39%	5.28%	-4.94%	15.53%	23.43%	24.97%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计公司 2025-2027 年营收为 44.65/70.05/96.08 亿元, 同比增长 250.57%/56.89%/37.16%。预计未来 2025-2027 年公司毛利率分别为 15.53%/23.43%/24.97%。

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 97.75-122.13 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表2: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	67.59%	-16.98%	-52.23%	250.57%	56.89%	37.16%
营业成本/销售收入	94.61%	94.72%	104.94%	84.47%	76.57%	75.03%
管理费用/销售收入	3.05%	3.14%	9.11%	3.50%	2.50%	2.50%
研发费用/销售收入	2.86%	1.59%	4.59%	1.80%	1.00%	1.00%
销售费用/销售收入	0.41%	0.47%	1.21%	0.55%	0.55%	0.55%
营业税及附加/营业收入	0.56%	0.56%	0.86%	0.35%	0.35%	0.35%
所得税税率	45.88%	84.99%	5.72%	22.00%	22.00%	22.00%
股利分配比率	-181.55%	-1219.61%	-33.92%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测

表3: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	22.00%
无风险利率	1.80%	Ka	11.70%
股票风险溢价	9.00%	有杠杆 Beta	1.69
公司股价(元)	83.53	Ke	17.05%
发行在外股数(百万)	77	E/(D+E)	59.09%
股票市值(E, 百万元)	6417	D/(D+E)	40.91%
债务总额(D, 百万元)	4444	WACC	11.67%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

表4: 公司 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	408.0	1,324.3	1,967.4	1,565.3	1,643.9
所得税税率	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
EBIT*(1-所得税税率)	318.2	1,033.0	1,534.5	1,220.9	1,282.3
折旧与摊销	352.1	438.7	479.3	501.0	516.7
营运资金的净变动	(463.9)	(335.0)	(364.4)	(94.5)	(78.0)
资本性投资	(801.0)	(801.0)	(201.0)	(201.0)	(201.0)
FCFF	(594.6)	335.6	1,448.4	1,426.4	1,519.9
PV(FCFF)	(532.5)	269.2	1,040.2	917.4	875.3
核心企业价值	12,919.4				
减: 净债务	4,390.9				
股票价值	8,528.5				
每股价值	111.01				

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表5: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

		WACC 变化				
		11.5%	11.5%	11.67%	11.9%	12.1%
永续 增长 率变 化	2.6%	122.13	122.13	117.34	112.77	108.40
	2.4%	119.79	119.79	115.14	110.70	106.44
	2.2%	117.55	117.55	113.03	108.71	104.56
	2.0%	115.41	115.41	111.01	106.80	102.76
	1.8%	113.35	113.35	109.07	104.97	101.03
	1.6%	111.38	111.38	107.21	103.20	99.36
	1.4%	109.49	109.49	105.42	101.51	97.75

资料来源: 国信证券经济研究所分析

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 97.75-122.13 元。从估值方法特征来看, 以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司, 在成长股预测中存在失真现象。

相对估值: 90.75-121.00 元

我们选取卓越新能、赞宇科技为可比公司进行相对估值, 选择理由如下:

卓越新能: 公司是国内最早从事废油脂转化生产清洁可再生能源的企业。公司现有 4 个生物柴油生产基地, 2 个生物基材料生产基地, 2 个海外营销平台, 生物柴油合并产能 50 万吨, 生物基材料(天然脂肪醇、工业甘油、生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂等)合并产能 14 万吨。公司积极扩建海外一代生物柴油产能, 国内年产 10 万吨烷基生物柴油(SAF/HVO)生产线完成大型设备主体安装。

赞宇科技: 公司是专业从事表面活性剂、油脂化学品研发制造和洗护用品代加工的高新技术企业。已成为国内研究和生产表面活性剂、油脂化学品的龙头企业之一。公司生产的油脂化工产品包含硬脂酸、脂肪酸、油酸、单甘酯、甘油等。2024 年底, 公司

表面活性剂年产能突破 120 万吨, 油脂化学品年产能突破 100 万吨, 洗护用品 OEM/ODM 加工服务能力达到 110 万吨。

表6: 同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	股价 (2025. 10. 20)	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
688196. SH	卓越新能	第一代生物柴油、天然脂肪醇	46. 65	2. 83	3. 88	5. 03	16. 48	12. 02	9. 27	1. 96	56
002637. SZ	赞宇科技	表面活性剂、油脂化工	11. 35	0. 63	0. 87	1. 08	18. 01	13. 05	10. 51	1. 43	53
平均值								17. 25	12. 54	9. 89	
603822. SH	嘉澳环保	生物柴油、环保增塑剂	91. 88	1. 13	6. 05	9. 15	81. 06	15. 19	10. 05	9. 3	71

资料来源: 卓越新能数据来自 Wind 一致预期, 国信证券经济研究所预测 (截止 2025. 10. 20)

我们选取卓越新能和赞宇科技为可比公司, 2026 年平均 PE 为 12. 54 倍。考虑到 SAF 行业的高景气度及公司技术和产能的先进性, 我们认为嘉澳环保的合理 PE 为 15-20 倍, 对应股价为 90. 75-121. 00 元。

投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收为 44. 65/70. 05/96. 08 亿元, 归母净利润为 0. 87/4. 65/7. 03 亿元, EPS 为 1. 13/6. 05/9. 15 元/股, 对应当前股价 PE 为 81. 06/15. 19/10. 05X, 股票合理估值区间为 97. 75-121. 00 元, 我们看好 SAF 行业前景和公司产能及技术优势, 给与“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法, 多角度综合得出公司的合理估值在 97. 75-121. 00 元之间, 但该估值是建立在相关假设前提基础上的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本 (WACC) 的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定, 都融入了很多人的判断, 进而导致估值出现偏差的风险, 具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值乐观的风险;

加权平均资本成本 (WACC) 对公司绝对估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1. 80%、风险溢价 9. 00%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低, 从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化, 公司持续成长性实际很低或负增长, 从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面: 我们选取了与公司业务相同或相近的卓越新能和赞宇科技为可比公司, 在行业平均动态 PE 的基础上给予给予公司 2026 年 15-20 倍 PE 估值, 可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

销售端，我们可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

成本端，我们可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

产能方面，我们预计 2026 年公司均有新增产能放量，若实际投产推迟、达产不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

费用方面，我们假设公司费用率维持在相对稳定的水平，如果未来实际费用支出较大，可能存在业绩预期高估的风险。

经营风险

境外经营的风险：公司海外业务占比较大，涉及多个国家和地区，面临各国法律及税收的监管要求。如果未来境外子公司所在国家或地区法律及税收的监管要求发生不利变化，同时公司实际控制人、管理层缺少相应的管理经验和能力，将增加公司管理协调的难度，带来经营管理风险，从而对公司业绩造成不利影响。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：公司所处行业属于资本、技术密集型行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术被赶超或替代的情况，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

核心技术泄密风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

政策风险

公司所处行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现业绩不及预期的风险。

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	161	329	500	500	670	营业收入	2666	1274	4465	7005	9608
应收款项	182	86	306	480	658	营业成本	2525	1336	3771	5364	7209
存货净额	499	665	660	951	1299	营业税金及附加	15	11	16	25	34
其他流动资产	165	396	179	280	384	销售费用	13	15	25	39	53
流动资产合计	1007	1477	1646	2212	3012	管理费用	90	122	165	184	249
固定资产	0	4047	4474	4836	4567	研发费用	42	59	80	70	96
无形资产及其他	220	213	205	198	190	财务费用	69	82	188	210	189
投资性房地产	2286	220	220	220	220	投资收益	0	(5)	20	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(3)	(58)	0	0	0
资产总计	3512	5956	6545	7465	7988	其他收入	13	(40)	(80)	(70)	(96)
短期借款及交易性金融负债	1574	1847	2774	2797	2000	营业利润	(36)	(396)	240	1134	1798
应付款项	216	853	472	679	928	营业外净收支	1	0	0	0	0
其他流动负债	43	150	36	52	71	利润总额	(35)	(396)	240	1134	1798
流动负债合计	1832	2850	3282	3528	2998	所得税费用	(30)	(23)	53	250	396
长期借款及应付债券	179	1618	1618	1618	1618	少数股东损益	2	(6)	160	420	700
其他长期负债	143	215	215	215	215	归属于母公司净利润	(8)	(367)	87	465	703
长期负债合计	322	1833	1833	1833	1833	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2155	4684	5115	5361	4831	净利润	(8)	(367)	87	465	703
少数股东权益	335	659	729	939	1289	资产减值准备	(11)	55	29	8	(2)
股东权益	1023	614	701	1166	1868	折旧摊销	93	142	352	439	479
负债和股东权益总计	3512	5956	6545	7465	7988	公允价值变动损失	3	58	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	69	82	188	210	189
每股收益	(0.10)	(4.78)	1.13	6.05	9.15	营运资本变动	(561)	2637	(464)	(335)	(364)
每股红利	1.19	1.62	0.00	0.00	0.00	其它	42	(64)	41	202	352
每股净资产	13.26	7.99	9.12	15.17	24.32	经营活动现金流	(441)	2462	45	778	1168
ROIC	-0.44%	-8.32%	3%	14%	21%	资本开支	0	(4180)	(801)	(801)	(201)
ROE	-0.74%	-59.78%	12%	40%	38%	其它投资现金流	0	(1)	0	0	0
毛利率	5%	-5%	16%	23%	25%	投资活动现金流	0	(4181)	(801)	(801)	(201)
EBIT Margin	-1%	-21%	9%	19%	20%	权益性融资	(4)	330	0	0	0
EBITDA Margin	3%	-10%	17%	25%	25%	负债净变化	(12)	1438	0	0	0
收入增长	-17%	-52%	251%	57%	37%	支付股利、利息	(92)	(124)	0	0	0
净利润增长率	-84%	4766%	-124%	434%	51%	其它融资现金流	584	(1070)	927	23	(797)
资产负债率	71%	90%	89%	84%	77%	融资活动现金流	372	1887	927	23	(797)
股息率	1.3%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(69)	168	171	0	170
P/E	(940.2)	(19.2)	81.1	15.2	10.0	货币资金的期初余额	229	161	329	500	500
P/B	6.9	11.5	10.1	6.1	3.8	货币资金的期末余额	161	329	500	500	670
EV/EBITDA	124.4	(91.7)	16.0	7.0	4.9	企业自由现金流	0	(1655)	(595)	336	1448
						权益自由现金流	0	(1287)	185	194	504

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 ±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 ±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提及的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