

嘉澳环保(603822.SH)

生物航煤项目启航，打开利润新增长通道

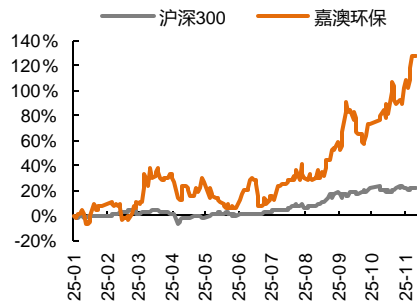
推荐（首次）

11月11日：104.79元

主要数据

| | |
|-------------|---------------------|
| 行业 | 石油石化 |
| 公司网址 | www.jiaohuanbao.com |
| 大股东/持股 | 桐乡市顺昌投资有限公司/38.84% |
| 实际控制人 | 沈健 |
| 总股本(百万股) | 77 |
| 流通A股(百万股) | 77 |
| 流通B/H股(百万股) | -- |
| 总市值(亿元) | 81 |
| 流通A股市值(亿元) | 81 |
| 每股净资产(元) | 5.81 |
| 资产负债率(%) | 81.06 |

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：

- 环保增塑剂领先企业，生物航煤产品新投产。公司成立于2003年，以增塑剂业务起家。2016年收购东江能源，解决增塑剂原料脂肪酸甲酯供应问题，同时进军生物柴油领域。2018年-2022年期间持续加大生物柴油产能建设，产品通过欧盟ISCC和DDC认证，与欧洲壳牌石油公司达成长期供货协议。2023年开始，公司将重心转向连云港嘉澳SAF项目，建设连云港嘉澳50万吨/年废弃油脂转化生物质能源，主要产品为生物航煤SAF和石脑油；2024年产出合格SAF产品，引入投资者BP公司，其投资3.53亿元使连云港嘉澳注册资本从20亿元增至23.53亿元；2025年连云港嘉澳项目一期建成（满负荷可生产生物航油37.24万吨），实现首批SAF产品出口，同时引入投资者中国航油，未来有望深度合作。
- 连云港嘉澳生物航煤项目收入和利润空间广阔。公司生物航煤收率达到66.4-73.2%，假设收率按照70%计，则生产1吨SAF约需1.43吨废弃油脂。25H1公司废弃油脂UCO采购价格约6615元/吨，UCO市场价约1015美元/吨，结合7-9月废弃油脂价格由豆油、棕榈油等植物油价格上涨驱动也呈向上走势，我们预期25H2公司采购废弃油脂价格约7421元/吨。参考2024年公司生物质能源产品单吨直接人工和制造费用，假设保持不变，则公司生产1吨SAF总生产成本约13383元。根据百川盈孚，2025年7-9月SAF欧洲和中国市场价格持续走高，结合SAF原料价格上涨、供需基本面偏紧的局势，我们预计四季度生物航煤价格有望维持稳中有涨趋势，预计25H2SAF售价约15805元/吨，假设生产SAF的期间费用率按照25H1公司总销售期间费用率约10%估算，同时扣除连云港嘉澳25%的企业所得税，得出25H1公司生物航煤产品净利润约1635元/吨，连云港一期项目满负荷可生产生物航油37.24万吨，满负荷下公司生物航煤可实现净利润约6.1亿元。公司二期50万吨/年生物质能源项目在建，叠加石脑油等其他副产品收益，未来收入和利润增长空间广阔。

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|---------|----------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2666 | 1274 | 4223 | 6496 | 9723 |
| YOY(%) | -17.0 | -52.2 | 231.6 | 53.8 | 49.7 |
| 归母净利润 | 3 | 7 | 89 | 391 | 698 |
| YOY(%) | 83.9 | -4,766.4 | 124.2 | 340.4 | 78.6 |
| 毛利率(%) | 5.3 | -4.9 | 13.0 | 18.3 | 20.5 |
| 净利率(%) | -0.3 | -28.8 | 2.1 | 6.0 | 7.2 |
| ROE(%) | -0.7 | -59.8 | 12.6 | 35.7 | 39.0 |
| EPS(摊薄/元) | -0.10 | -4.78 | 1.15 | 5.09 | 9.09 |
| P/E(倍) | -1067.7 | -21.9 | 90.7 | 20.6 | 11.5 |
| P/B(倍) | 7.9 | 13.1 | 11.5 | 7.4 | 4.5 |

资料来源：同花顺iFinD，平安证券研究所

- **行业层面：2025 年或将是 SAF 需求从潜在规划到实质性推进的起点。**全球多个国家出台相关政策设定 SAF 掺混比例目标，2025 年是政策实质性推行的起点。当前欧盟、英国、挪威、印度、印尼、澳大利亚等国已有较明确的 SAF 掺混比例时间线，欧盟、英国、印尼等国的强制掺混政策将于 2025 年开始实施，初始设定比例在 2%或 5%，SAF 需求将从潜在规划到逐步兑现。**中国：**多家航司推进 SAF 试点，2025 年 SAF 消费量目标在 2 万吨以上，假设按照 IATA 设定的掺配目标 5%估算，到 2030 年中国生物航煤国内需求量有望达到 281 万吨；**欧盟：**以碳配额划拨和价格补贴缩小 SAF 和传统航煤价差，我们预期 2025 年欧盟 SAF 消费量约 91 万吨，到 2030 年有望达约 273 万吨；**英国：**2025 年 SAF 新法规正式生效，法规要求 SAF 添加比例由 2025 年的 2%提高到 2030 年的 10%，我们预期 2030 年英国 SAF 需求量将达 120 万吨，但根据英国已宣布的在建项目，到 2030 年 SAF 产能约 60 万吨，仍有 50%的供需缺口依赖进口。
- **盈利预测及投资建议：**公司传统生物航煤和环保增塑剂受经济环境和欧盟反倾销影响承压，因此将生物航煤 SAF 作为业务转型的核心方向，2025 年 SAF 产品取得 ISCC 及适航批准，连云港一期满负荷可生产 37.24 万吨/年 SAF 的项目建成投产，并于 5 月开始出口销售，生物航煤将成为公司未来收入和利润增长的主要来源；此外，子公司连云港嘉澳引入投资者英国石油 BP 公司和中国航油，增厚资金资本、促进深度合作的同时也有助于共同加快推进连云港二期 50 万吨/年生物质能源项目的投产，从而进一步打开公司收入和利润增长通道。综上，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 42.23、64.96、97.23 亿元，归母净利润分别为 0.89、3.91、6.98 亿元，对应 2025 年 11 月 11 日收盘价 PE 分别 90.7、20.6、11.5 倍。公司建成的 SAF 产能规模领先，且引入了战投 bp 和中国航油，有助于后续的销售，未来随着公司建成的大规模 SAF 产能爬坡、销售规模扩大，同时 SAF 价格有望在全球生物航煤需求不断释放的情况下进一步抬升，新的利润增长空间十分广阔，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。若各国推进生物航煤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、欧美等国对我国生物航煤出口也实施反倾销制裁的风险。3、原材料价格大幅波动的风险。4、产能大幅扩张后供应过剩的风险。我国二代生物柴油 HVO 和生物航煤 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、 | 公司概况：连云港 SAF 项目启航，新增长空间开启 | 5 |
| 1.1 | 环保增塑剂领先企业，生物航煤产品新投产 | 5 |
| 1.2 | 生物质能源量价齐升，SAF 成为公司转型关键方向 | 6 |
| 1.3 | 传统产品盈利触底承压，新产品拉动利润回升 | 8 |
| 1.4 | 连云港嘉澳生物航煤项目收入和利润空间广阔 | 9 |
| 二、 | 行业层面：生物航煤政策开始推行，需求空间广阔 | 10 |
| 2.1 | 2025 年是多国 SAF 掺配政策实质性推进的起点 | 10 |
| 2.2 | 中国：航空客运需求增长强劲，多家航司积极推进 SAF 试点 | 12 |
| 2.3 | 欧盟：以补贴和罚款实施 SAF 强制掺混，远期或因原料不足依赖进口 | 13 |
| 2.4 | 英国：SAF 新法规正式生效，未来或有较大供需缺口需以进口满足 | 14 |
| 三、 | 盈利预测及投资建议 | 15 |
| 四、 | 风险提示 | 19 |

图表目录

| | | |
|-------|--|----|
| 图表 1 | 公司发展历程 | 5 |
| 图表 2 | 公司增塑剂和生物质能源两大类产品产量（万吨） | 5 |
| 图表 3 | 公司股权结构（截至 2025 年三季报） | 6 |
| 图表 4 | 公司营业收入和同比增速 | 7 |
| 图表 5 | 公司分产品收入（亿元） | 7 |
| 图表 6 | 公司环保增塑剂和生物质能源产量（万吨） | 7 |
| 图表 7 | 公司环保增塑剂和生物质能源销量（万吨） | 7 |
| 图表 8 | 公司产品售价（元/吨） | 8 |
| 图表 9 | 公司生物质能源售价和利润（元/吨） | 8 |
| 图表 10 | 传统酯基生物柴油和烃基生物柴油、SAF 价格走势（美元/吨） | 8 |
| 图表 11 | 公司各业务毛利润（亿元） | 9 |
| 图表 12 | 公司各业务毛利率 | 9 |
| 图表 13 | 公司盈利能力指标 | 9 |
| 图表 14 | 公司归母净利润情况 | 9 |
| 图表 15 | SAF 单吨税前盈利测算 | 10 |
| 图表 16 | 子公司连云港嘉澳收入利润情况 | 10 |
| 图表 17 | 各国 SAF 计划掺配比例（SAF 预期消耗量/航空燃料总需求） | 11 |
| 图表 18 | IATA 预测的 SAF 理想需求量 | 12 |
| 图表 19 | 2023-2030 全球主要地区 SAF 供给量(百万吨) | 12 |
| 图表 20 | 我国 SAF 相关政策文件或推进事件梳理 | 12 |
| 图表 21 | 中国生物航煤需求量预测 | 13 |
| 图表 22 | 欧盟 SAF 供需平衡测算 | 13 |
| 图表 23 | 欧盟 SAF 产能预期（百万吨/年） | 14 |
| 图表 24 | 主要地区 UCO 需求量和处理量（万吨） | 14 |
| 图表 25 | 英国航空燃料和 SAF 消费量预期（百万吨） | 14 |
| 图表 26 | 到 2030 年英国 SAF 大约有 50%的供需缺口需要以进口满足 | 15 |
| 图表 27 | 公司分业务营收和成本预测 | 17 |
| 图表 28 | 可比公司估值 | 18 |

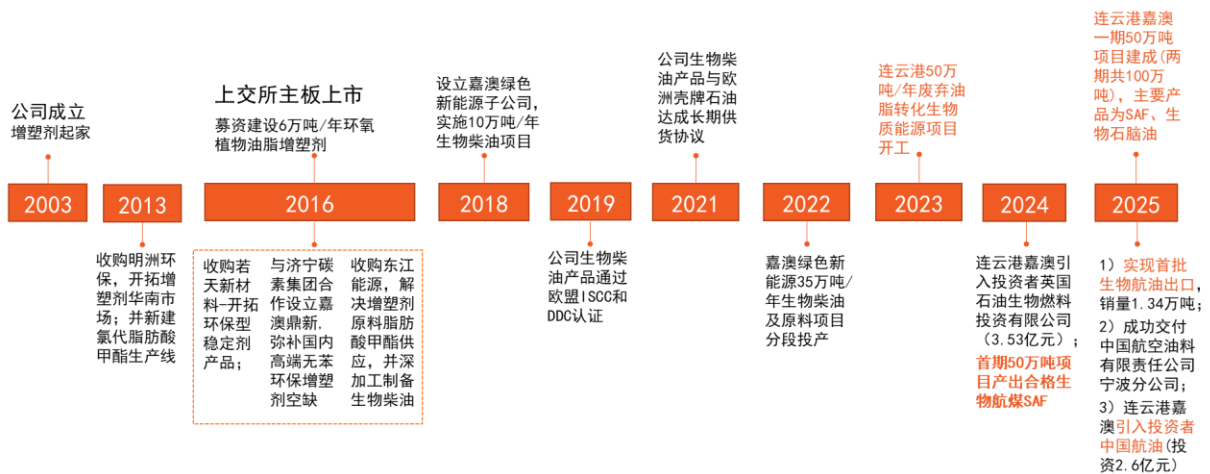
一、公司概况：连云港 SAF 项目启航，新增长空间开启

1.1 环保增塑剂领先企业，生物航煤产品新投产

嘉澳环保是国内最早研发生产环保型增塑剂的领先企业，通过收购上下游公司，贯通产业链上下游，打造出产业链闭环。公司具备增塑剂原料脂肪酸甲酯生产能力，且可将脂肪酸甲酯进一步深加工制成符合国际标准的生物质能源，除生物柴油外，公司的生物航煤 SAF 产品也已取得 ISCC 及适航批准，顺利实现出口。

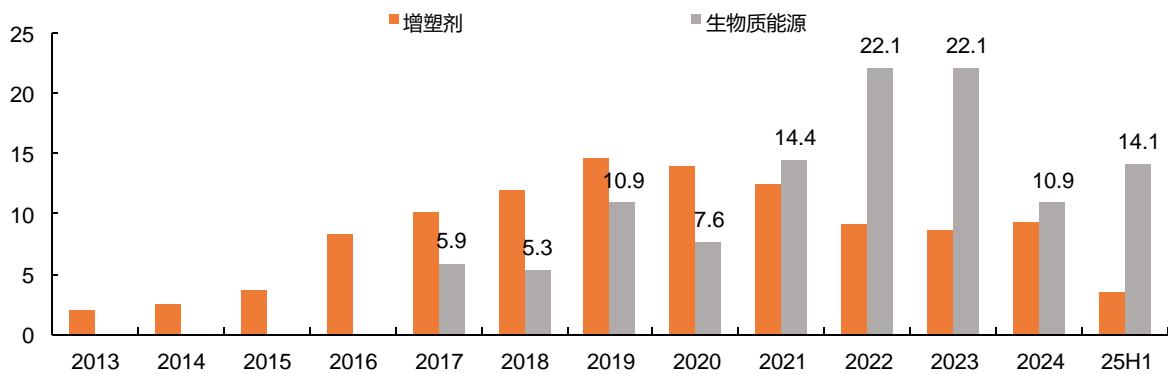
公司成立于 2003 年，以增塑剂业务起家。2016 年收购东江能源，解决增塑剂原料脂肪酸甲酯供应问题，同时进军生物柴油领域。2018 年-2022 年期间持续加大生物柴油产能建设，产品通过欧盟 ISCC 和 DDC 认证，与欧洲壳牌石油公司达成长期供货协议。2023 年开始，公司将重心转向连云港嘉澳 SAF 项目，建设连云港嘉澳 50 万吨/年废弃油脂转化生物质能源，主要产品为生物航煤 SAF 和石脑油；2024 年产出合格 SAF 产品，引入投资者 bp Biofuels Investments Limited，其投资 3.53 亿元使连云港嘉澳注册资本从 20 亿元增至 23.53 亿元；2025 年连云港嘉澳项目一期建成（满负荷可生产生物航油 37.24 万吨），实现首批 SAF 产品出口，同时引入投资者中国航油（投资约 2.61 亿元），未来有望进行深度合作。

图表1 公司发展历程



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司增塑剂和生物质能源两大类产品产量（万吨）

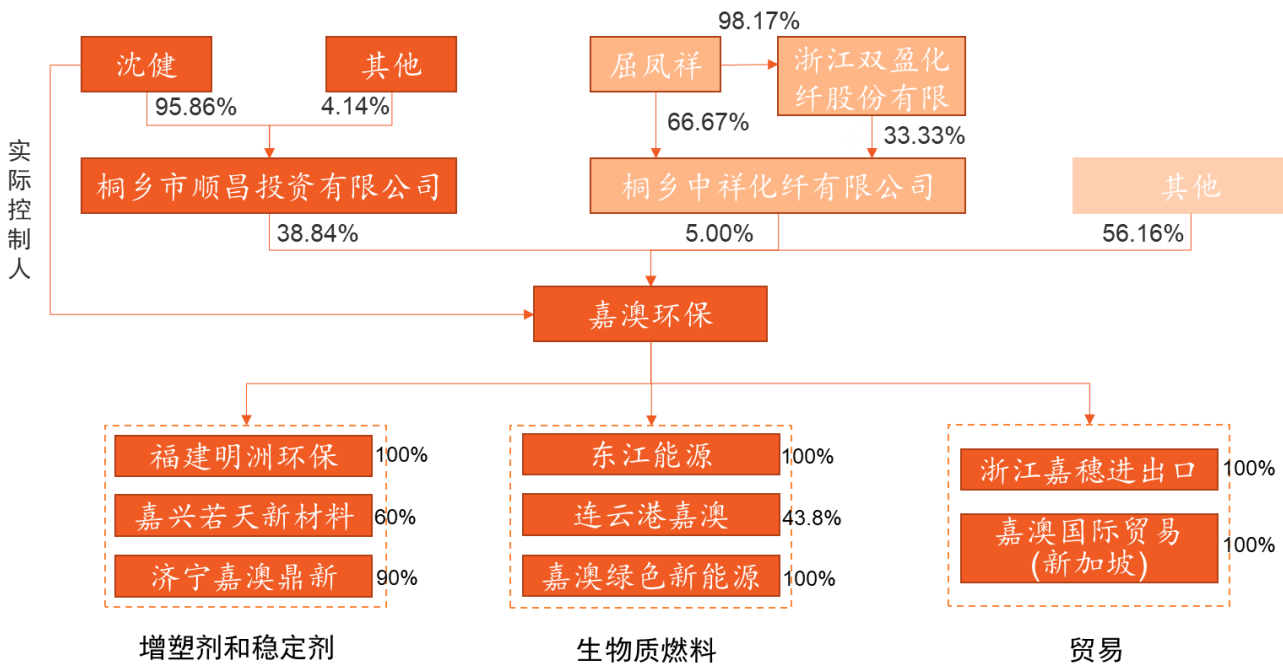


资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司股权结构较为集中，截至 2025 年三季报，公司实际控制人沈健先生（董事长）通过控股桐乡市顺昌投资有限公司，间接持有嘉澳环保 37.23% 的股权。

公司通过横向收购同业企业和纵向收购上下游企业逐步实现产业链一体化发展，同时设立子公司分别经营各大业务，业务条线清晰。2013 年收购的明洲环保主要用于开拓增塑剂的华南销售市场；2016 年收购的若天新材料主营稳定剂，同年与济宁碳素合作设立的嘉澳鼎新用于弥补国内高端无苯环保增塑剂供应空缺，同年收购的东江能源主营脂肪酸甲酯及进一步深加工得到的生物柴油；2018 年设立嘉澳绿色新能源子公司，主要用于扩建生物柴油项目；2022 年对连云港嘉澳增资 8 亿元，2023-2025 年将工作重点放在连云港嘉澳 50 万吨生物航煤项目建设上，同时引入投资者英国石油和中国航油公司，截至 2025 年三季报，公司直接和间接持股连云港嘉澳 43.8%。

图表3 公司股权结构（截至 2025 年三季报）



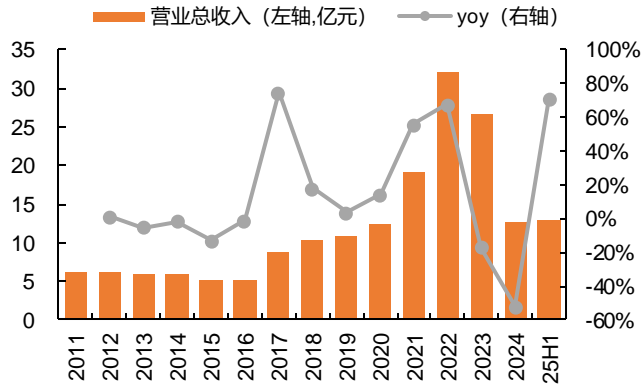
资料来源：公司公告，ifind，平安证券研究所

1.2 生物质能源量价齐升，SAF 成为公司转型关键方向

2024 年公司实现营业收入 12.7 亿元，同比下降 52.2%，其中生物柴油产品收入约 4.2 亿元，同比大幅下降 76.6%。2024 年公司生物柴油收入和利润降幅较大，主要是欧盟对我国出口生物柴油进行反倾销调查，并开始征收反倾销税，导致我国对欧盟生柴出口量和出口均价均有所下降，据 wind 数据，2024 年我国生物柴油总出口量约 111.2 万吨、同比下降 43%；出口均价约 1043 美元/吨，同比下降 14.5%。

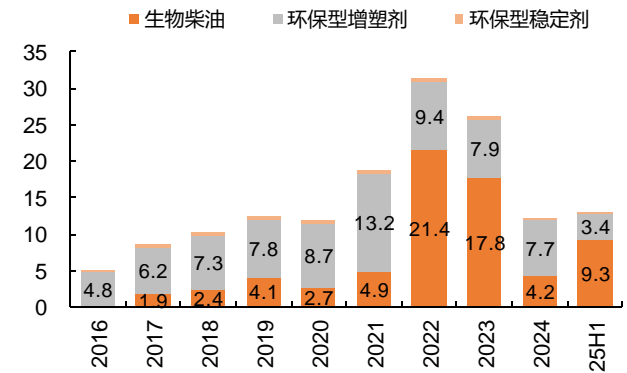
2025 年上半年，公司营收约 13.0 亿元，同比大幅增加 71.0%，其中生物柴油产品实现营收 9.3 亿元，同比大幅增加 167.8%，主要系连云港 50 万吨/年废弃油脂转化生物质能源（满负荷可生产生物航油 37.24 万吨）出口量增加所致，2025 年 5 月公司发布首次实现生物航油出口的公告，首批生物航油市场化销售量约 13400 吨。2024 年欧盟生物柴油反倾销措施落地，欧盟地区生柴出口受阻，但生物航煤未列入其中，随着各国掺配政策的落地实施，生物航煤全球需求有望快速增长，公司 SAF 产能逐步释放，生物航煤已成为公司转型和应对反倾销冲击、走出困境的关键方向。

图表4 公司营业收入和同比增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

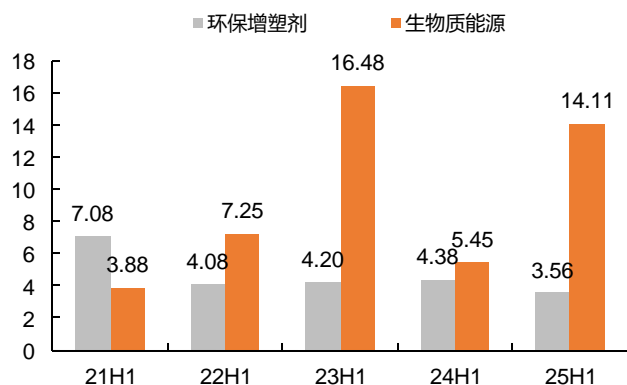
图表5 公司分产品收入 (亿元)



资料来源: wind, 平安证券研究所

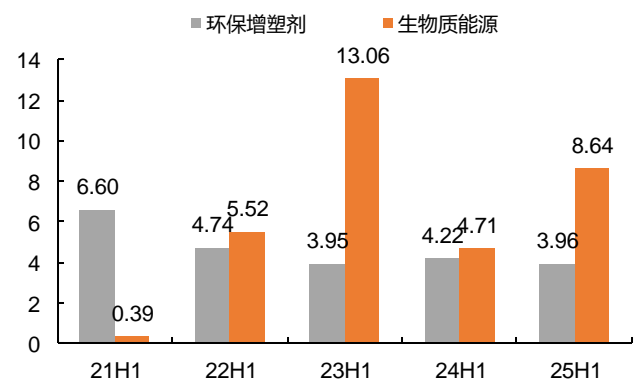
2025 年以来，公司生物质能源量价齐增，利空消息渐出尽，生物航煤 SAF 放量销售将成为公司新的增长驱动力。量增：2025H1，公司生物质能源（包括生物柴油、工业混合油等副产品、生物航煤）产销量分别同比高增 159.1%和 83.5%，新产品生物航煤 SAF 取得 ISCC 及适航批准，并获得出口许可证，自今年 5 月开始批量出口销售，连云港嘉澳 2025 年满负荷可生产生物航煤 37.24 万吨，生物航煤将成为驱动公司业绩增长的核心产品。

图表6 公司环保增塑剂和生物质能源产量 (万吨)



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 公司环保增塑剂和生物质能源销量 (万吨)



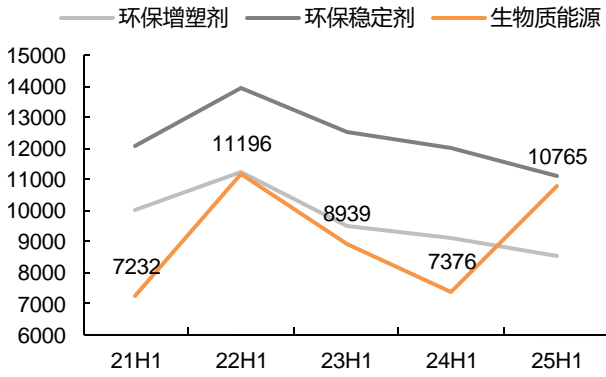
资料来源: wind, 平安证券研究所

价涨：2024 年受欧盟对我国生物柴油进行反倾销调查和征税制裁的影响，产品售价和毛利出现较大幅度的下降；2025 年公司生物航煤开始对外销售后，生物质能源整体售价显著抬升，25H1 公司生物质能源均价约 10765 元/吨，同比增加 46%。根据百川盈孚，2025 年初至 9 月 10 日，SAF 欧洲 FOB 高端价上涨了 44%，价格是酯基生物柴油的 2.26 倍左右。

2025 年 6 月受伊以冲突爆发影响，油价阶段性高涨；三季度棕榈油消费进入传统旺季、7 月马棕库存大幅低于预期，印尼 B50 生物柴油政策再提，推动棕榈油价涨；此外，中国要求加拿大油菜籽进口商缴纳 75.8%保证金等因素驱动下，整体原料油脂价格上行；叠加夏季航空出行旺季需求增加，SAF 价格同步走高。展望后市，供应端，根据波士顿咨询集团调查，截至 2025 年 4 月（据中国能源报所示该信息的时间）仅有不到 30%的 SAF 项目进入最终投资决策，考虑到生产设施通常需要 3 至 5 年才能实现规模化生产，新增供应不及预期，供应缺口风险正日益加剧；需求端，根据各国发布的政策指令，欧盟、英国、印尼等国明确设定了 2025 年航空燃料中强制掺配 SAF 的比例，今年是 SAF 需求实质性释放的开始，据北京大学能源研究院-丁奕如、杨雷等《中国可持续航空燃料发展研究报告-现状与展望》，按照国际航空运输协会 IATA 规划的

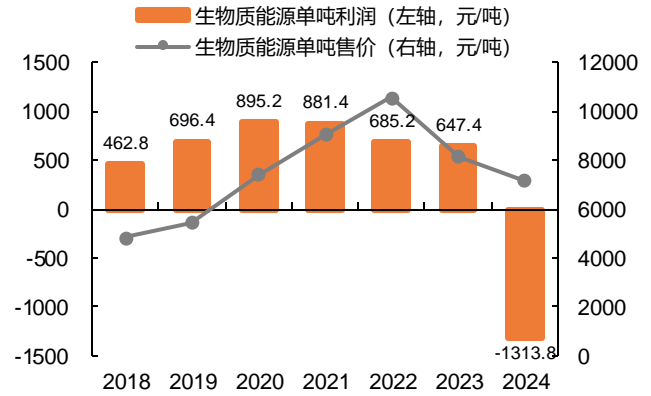
SAF 发展目标，预计 SAF 需求量将从 2020 年的 5 万吨增长到 2025 年的 630 万吨，需求快速增长有望支撑 SAF 价格高位运行。

图表8 公司产品售价（元/吨）



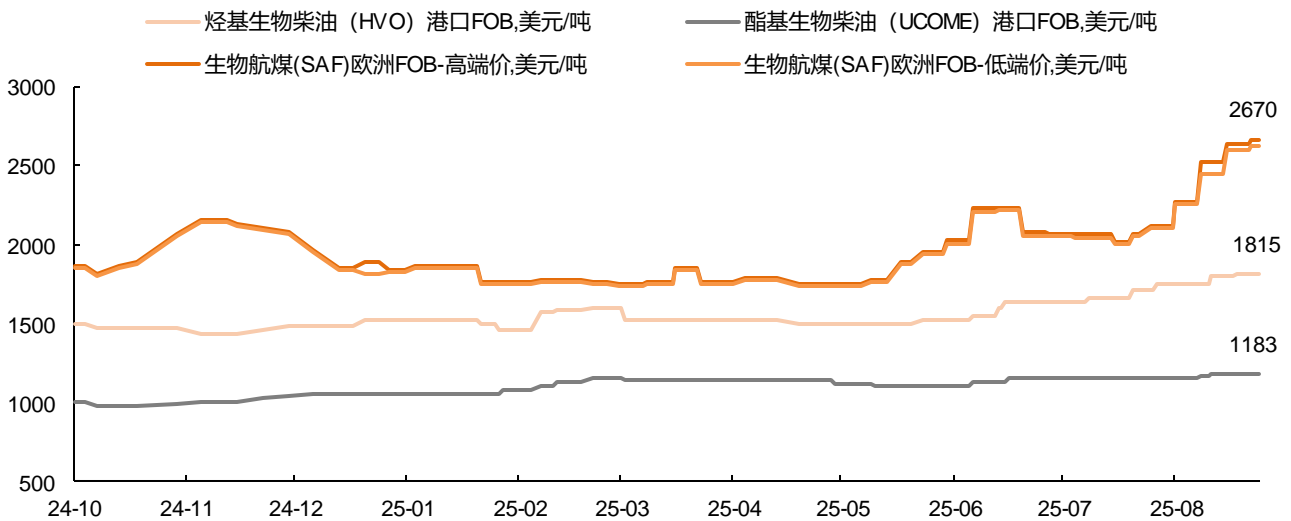
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 公司生物质能源售价和利润（元/吨）



资料来源：公司公告，wind，平安证券研究所

图表10 传统酯基生物柴油和烃基生物柴油、SAF 价格走势（美元/吨）

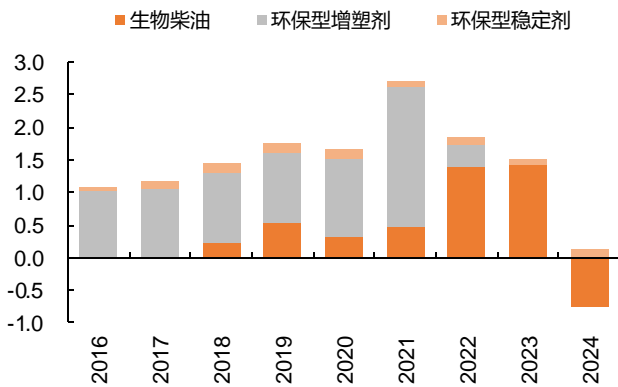


资料来源：百川盈孚，平安证券研究所，注：数据截至 2025 年 9 月 10 日

1.3 传统产品盈利触底承压，新产品拉动利润回升

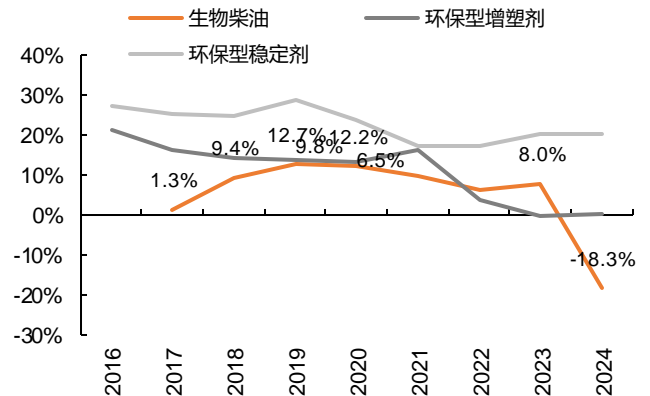
2024 年公司盈利情况受增塑剂和酯基生物柴油售价下跌、毛利率走低影响，整体销售毛利率和归母净利率降至-4.94%和-28.81%，三大业务生物柴油、环保型增塑剂和环保型稳定剂毛利润分别为-0.76 亿元、0.02 亿元、0.11 亿元，生物柴油毛利润由正转亏导致公司整理利润降幅较大。2025H1 随着新产品生物航煤的出口，公司整体销售毛利率和归母净利率回升至 2.57%和-6.03%，后续随着生物航煤逐步放量销售，新的业绩增长通道将开启。

图表11 公司各业务毛利润（亿元）



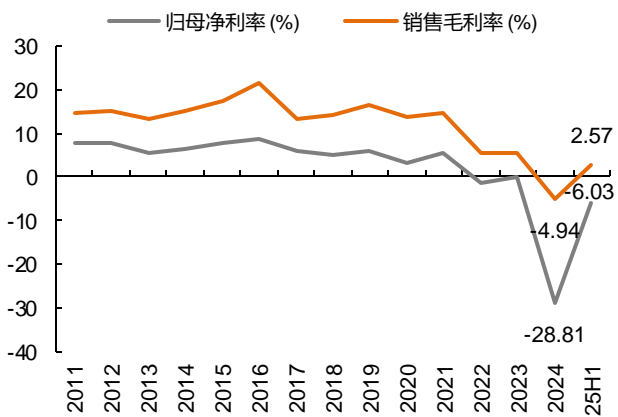
资料来源：wind，平安证券研究所

图表12 公司各业务毛利率



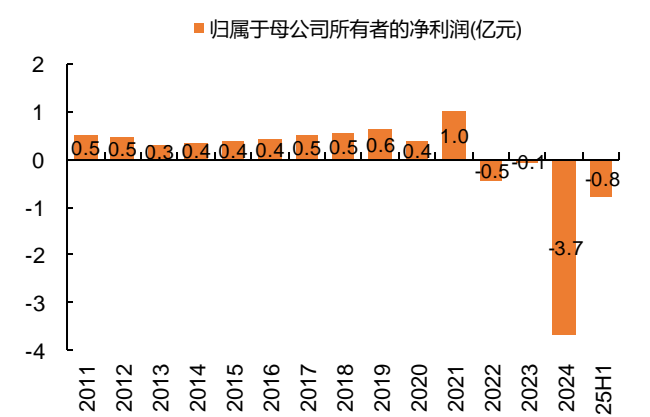
资料来源：wind，平安证券研究所

图表13 公司盈利能力指标



资料来源：wind，平安证券研究所

图表14 公司归母净利润情况



资料来源：wind，平安证券研究所

1.4 连云港嘉澳生物航煤项目收入和利润空间广阔

2022年9月，公司携手霍尼韦尔于江苏省连云港市灌云县临港产业区打造大型可持续航空燃料生产基地，建设年产量50万吨生物航煤。霍尼韦尔 UOP 的 Ecofining™ 工艺可利用各种废弃油脂原料来生产高品质燃料，设计简单、投产时间短、资金效率高，在无需改造发动机的前提下，产品可直接替代石油基柴油和航空燃料使用。2025年，连云港嘉澳项目一期50万吨/年生物质能源项目建成，5月实现首批 SAF 产品出口销售，销售量为13400吨。

根据公司申请的连云港嘉澳新能源有限公司“一种废弃油脂生产烷基化生物质航空燃料的方法”的专利，公司生物航煤收率达到66.4-73.2%，假设收率按照70%计，则生产1吨SAF约需1.43吨废弃油脂。25H1公司废弃油脂UCO采购价格约6615元/吨，UCO市场价约1015美元/吨（据百川盈孚），假设保持采购价和市场价比例不变，结合7-9月废弃油脂价格受豆油、棕榈油等植物油价格上涨驱动也呈向上走势，我们预期25H2公司采购废弃油脂价格约7421元/吨。参考2024年公司生物质能源产品单吨直接人工和制造费用，假设保持不变，则公司生产1吨SAF总生产成本约13383元。

根据百川盈孚，2025年7-9月SAF欧洲和中国市场价格持续走高，结合SAF原料价格上涨、需求在政策支持下逐步释放、供需基本面偏紧的局势，我们预计四季度生物航煤价格有望维持稳中有涨趋势，预计25H2SAF售价约15805元/吨，假设生产SAF的期间费用率按照25H1公司总销售期间费用率约10%估算，同时扣除连云港嘉澳25%的企业所得税，得出净利润约1635元/吨。

图表15 SAF 单吨税前盈利测算

| | 公司生物航煤利润测算 |
|------------------|------------|
| SAF 销售价格 (元/吨) | 15805 |
| 直接材料成本 (元/吨) | 10631 |
| 废弃油脂采购价 | 7421 |
| 原料-SAF 收率 | 70% |
| 每吨 SAF 所需 UCO(吨) | 1.43 |
| 直接人工 (元/吨) | 374 |
| 制造费用 (元/吨) | 2378 |
| 总生产成本 (元/吨) | 13383 |
| 毛利润 (元/吨) | 2422 |
| 销售期间费用率 | 10% |
| 连云港嘉澳所得税 | 25% |
| 净利润 (元/吨) | 1635 |

资料来源：公司公告，金融界，百川盈孚，平安证券研究所测算，注：美元兑人民币汇率按照 7.1 测算

根据公司 2025 年半年报，子公司连云港嘉澳项目投产销售后，实现了较为丰厚的收入和利润，25H1 实现营收 10.16 亿元（上年同期尚未有收入），实现净利润 2629.3 万元（上年同期为-112.61 万元），由于少数股东合计持股 56.2%，实现归属少数股东损益 965.34 万元。连云港一期项目满负荷可产生物航油 37.24 万吨，结合前文估计的 SAF 单吨净利润约 1635 元，满负荷下公司生物航煤可实现净利润约 6.1 亿元；此外，连云港生物质能源项目除了生产 SAF 外，另有 4.3 万吨石脑油拟生产销售，有望带来增量收益。后续随着连云港二期 50 万吨/年生物质能源项目建成投产，公司生物航煤利润有望翻倍。

图表16 子公司连云港嘉澳收入利润情况

| 连云港嘉澳收入利润情况 | 2025H1 | 2024H1 |
|-------------------|-----------|----------|
| 营业收入 (万元) | 101561.00 | 0.00 |
| 净利润 (万元) | 2629.27 | -112.61 |
| 经营活动现金流量 (万元) | -19488.65 | -8505.96 |
| 少数股东持股比例 | 56.20% | 50% |
| 本期归属于少数股东的损益 (万元) | 965.34 | -56.30 |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、行业层面：生物航煤政策开始推行，需求空间广阔

2.1 2025 年是多国 SAF 掺配政策实质性推进的起点

全球多个国家出台相关政策设定 SAF 掺混比例目标，2025 年是政策实质性推行的起点。当前欧盟、英国、挪威、印度、印尼、澳大利亚等地区已有较明确的 SAF 掺混比例时间线，欧盟、英国、印尼等国的强制掺混政策将于 2025 年开始实施，初始设定比例在 2% 或 5%，SAF 需求将从潜在规划到逐步兑现，此外，美国、中国、马来西亚等国以规划产量和补贴抵税等方式推行，2025 年是政策催化的起点，2025-2030 年有望成为 SAF 需求持续增长的景气上行周期。

图表17 各国 SAF 计划掺配比例（SAF 预期消耗量/航空燃料总需求）

| | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2030 | 2035 | 2040 | 2045 | 2050 | 强制or鼓励 |
|------|-------|------|------|------|--------|------|------|------|------|--------|
| 欧盟 | 2% | | | | 6% | 20% | 34% | 42% | 70% | 强制 |
| 芬兰 | | | | | 30% | | | | | 强制 |
| 瑞典 | | | | | 30% | | | | | 强制 |
| 法国 | 2% | | | | 5% | | | | | 强制 |
| 德国 | | 0.5% | | 1% | 2% | | | | | 强制 |
| 英国 | 2% | | | | 10% | | 22% | | 75% | 强制 |
| 挪威 | | | | | 30% | | | | | 强制 |
| 日本 | | | | | 10% | | | | | 计划 |
| 韩国 | | | 1% | | | | | | | 强制 |
| 印度 | | | 1% | 2% | 5% | | | | | 强制 |
| 印尼 | 5% | | | | | | | | 30% | 强制 |
| 巴西 | | | 1% | | | | | | | |
| 西班牙 | 2% | | | | | | | | | |
| 新加坡 | | 1% | | | 3%-5% | | | | | 强制 |
| 澳大利亚 | | | | | 10% | | | | | 强制 |
| 马来西亚 | | 1% | | | | | | | 47% | 计划 |
| 加拿大 | | | | 1% | 3% | | | | | 强制 |
| 美国 | 1.89% | | | | 12.20% | | | | | 鼓励/补贴 |
| 中国 | 0.05% | | | | 5% | | | | 65% | 计划 |

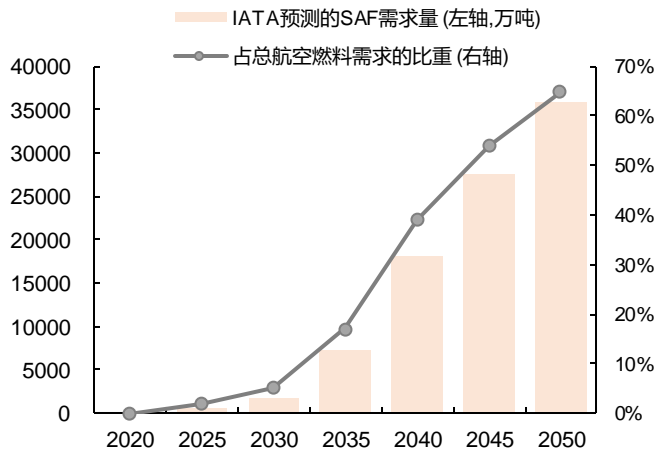
资料来源：WORLD ECONOMIC FORUM 《Scaling Up Sustainable Aviation Fuel Supply: Overcoming Barriers in Europe, the US and the Middle East》，美国能源部《Pathways to Commercial Liftoff: Sustainable Aviation Fuel》，EIA 《Short-Term Energy Outlook》，EASA 《State of the EU SAF market in 2023》，英国政府官网，Deloitte 《中国的可持续航空燃料航空业碳中和之路》，Sustainable Fuels, Trendbank, 平安证券研究所，注：详见【平安证券】生物柴油行业深度系列（二）-生物航煤 SAF：航空碳减排核心路径，明确掺混政策有望落实 20250721

需求端：据北京大学能源研究院-丁奕如、杨雷等《中国可持续航空燃料发展研究报告-现状与展望》，按照国际航空运输协会 IATA 规划的 SAF 发展目标，国际航空运输协会 IATA 规划的 SAF 发展目标，预计 SAF 需求量将从 2020 年的 5 万吨增长到 2025 年的 630 万吨，再到 2030 年的 1835 万吨，占航空燃料总消费量的比例从 2025 年的 2% 提升至 2030 年的 5%，最终以 2050 年提升至约 3.58 亿吨作为长期目标，从而实现 SAF 贡献航空业 65% 碳减排的目标。

供应端：据 IATA 2024 年底发布的新闻稿显示，2024 年 SAF 产量达到 100 万吨（13 亿升），占全球喷气燃料产量的 0.3%，占全球可再生燃料的 11%；到 2025 年，SAF 产量预计将达到 210 万吨（27 亿升），占全球喷气燃料总产量的 0.7% 和全球可再生燃料产能的 13%。从长期产能来看，据 SKYNRG 《SUSTAINABLE AVIATION FUEL MARKET OUTLOOK》报告预测，2025 年全球 SAF 产能将达到近 950 万吨，到 2030 年全球 SAF 产能将达 1730 万吨。

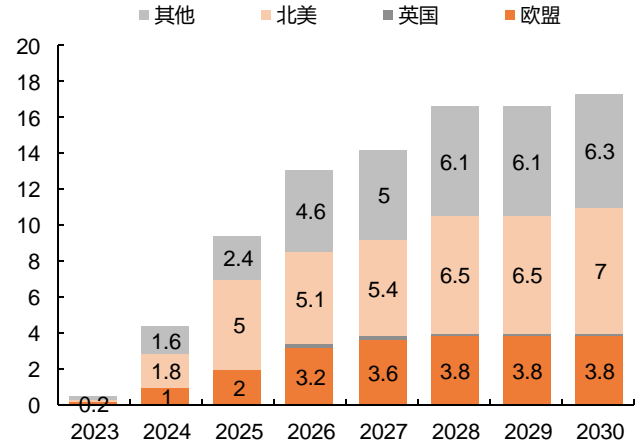
综上，2025 年全球 SAF 规划产能 950 万吨虽超过预期需求量，但实际释放产量或受到原料餐厨油脂 UCO 供应不足、项目不确定性延期、设备未完善、开工率不稳定等因素影响而远不及规划产能，全球 SAF 供应或结合实际需求情况逐步释放；到 2030 年，全球 SAF 产能 1730 万吨低于 IATA 预期的 1835 万吨需求量，全球 SAF 供需或呈偏紧状态。

图表18 IATA 预测的 SAF 理想需求量



资料来源：北京大学能源研究院-丁奕如、杨雷等《中国可持续航空燃料发展研究报告-现状与展望》，平安证券研究所

图表19 2023-2030 全球主要地区 SAF 供给量(百万吨)



资料来源：SKYNRG《SUSTAINABLE AVIATION FUEL MARKET OUTLOOK》，平安证券研究所

2.2 中国：航空客运需求增长强劲，多家航司积极推进 SAF 试点

近年来，我国 SAF 相关政策文件陆续发布，多家航司航班推进 SAF 应用试点工作。2022 年 1 月，中国民用航空局（CAAC）发布《“十四五”民航绿色发展专项规划》，我国力争 2025 年当年 SAF 消费量达到 2 万吨以上，十四五规划期间累计消费量达到 5 万吨；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，此次试点分两阶段实施，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，试点期间所用可持续航空燃料均已获中国民航局适航认证。

图表20 我国 SAF 相关政策文件或推进事件梳理

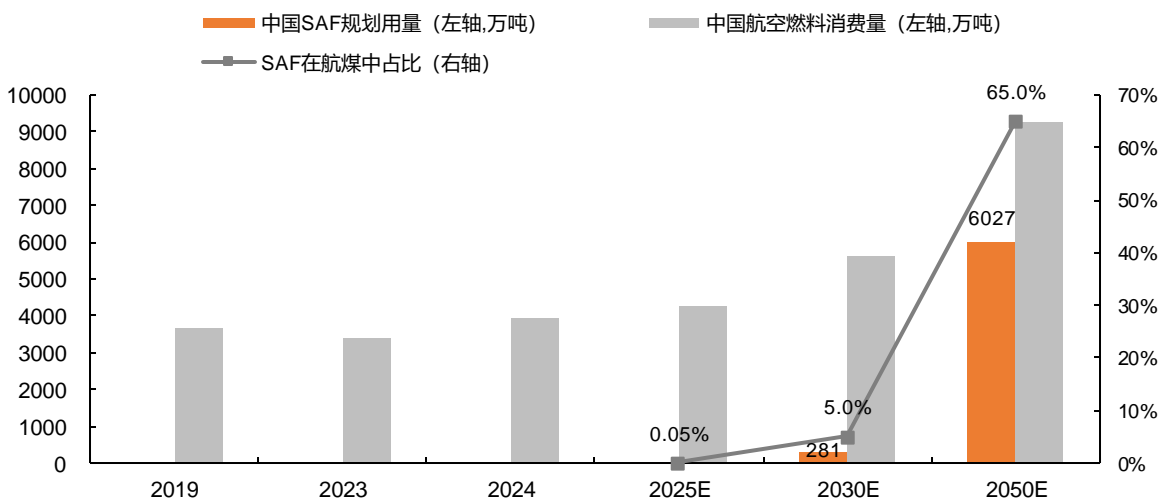
| 时间 | 政策文件 | 相关内容 |
|-------------|---|--|
| 2022 年 1 月 | 中国民用航空局（CAAC）的《“十四五”民航绿色发展专项规划》 | 提倡使用 SAF，力争 2025 年当年 SAF 消费量达到 2 万吨以上，十四五规划期间累计消费量达到 5 万吨 |
| 2022 年 5 月 | 国家发改委《“十四五”生物经济发展规划》 | 鼓励在有条件的地区开展生物柴油推广试点，推进生物航空燃料示范应用 |
| 2022 年 6 月 | 国家发改委和国家能源局《“十四五”可再生能源发展规划》 | 大力发展非粮生物质液体燃料，促进生物柴油和航空生物燃料生产 |
| 2022 年 11 月 | | 多彩贵州航空圆满完成中国大陆首个 SAF 载客商业航班的飞行（宁波飞往贵阳） |
| 2022 年 12 月 | | 国货航圆满完成中国大陆首个 SAF 商业货运航班的飞行（杭州飞往比利时） |
| 2023 年 10 月 | 工信部、科学技术部、财政部、中国民用航空局等四部门联合印发《绿色航空制造业发展纲要（2023—2035 年）》 | 《纲要》提出，到 2025 年，使用可持续航空燃料的国产民用飞机实现示范应用。基于成熟的可持续航空燃料应用情况，在国产民用飞机上开展不同掺混比例的试点验证。 |
| 2024 年 9 月 | 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 | 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：Deloitte《中国的可持续航空燃料航空业碳中和之路》，中国航空运输协会，中国国际石油化工大会，中国政府网，平安证券研究所

根据我们的外发报告《【平安证券】生物柴油行业深度系列（二）-生物航煤 SAF：航空碳减排核心路径，明确掺混政策有望落实 20250721》，我们预期到 2030 年中国生物航煤国内需求量有望达 281 万吨，国内市场需求空间广阔。据中国石油

石化，预计 2025 年国内航空燃料消费量将达到 4250 万吨，同比增长 7.9%，按照《“十四五”民航绿色发展专项规划》指出我国力争 2025 年 SAF 消费量达到 2 万吨以上的目标，预期 SAF 在航空燃料中的掺配率达约 0.05%。随着国内航空业从高速发展走向成熟，同时考虑到新能源的逐步渗透，2025-2030 年航煤消费量年复合增长率较 2024 年 7.9% 的同比增速小幅回落、按照 5.8% 计算，预测到 2030 年中国航空燃料需求量约达 5626 万吨左右，国际航空运输协会 IATA 设定的全球 2030 年 SAF 掺配目标为 5%，我国暂未设定具体目标，假设按照 5% 估算，到 2030 年中国生物航煤 SAF 国内需求量有望达到 281 万吨。

图表21 中国生物航煤需求量预测



资料来源：中国石化公众号，石化行业走出去联盟-王佩、张硕等《中国成品油需求达峰后的市场新特点》，可持续塑料与燃料，IATA 新闻稿，生物质能观察，中国石化公众号，平安证券研究所预测

2.3 欧盟：以补贴和罚款实施 SAF 强制掺混，远期或因原料不足依赖进口

需求端：欧盟是全球生物柴油主要消费地区，从 2025 年开始，欧盟航空燃料供应商必须有 2% 的燃料掺混 SAF，到 2030 年，欧盟 SAF 在航煤中的添加比例要求达到 6%。按照 2025 年欧盟 SAF 最低掺混率要求达到 2% 计算，对应 SAF 消费量约 91 万吨；到 2030 年按照最低 6% 的添加比例要求计算对应 SAF 需求量约 273 万吨；到 2035 年、2040 年、2045 年、2050 年航空燃料中 SAF 的最低掺配率要达到 20%、34%、42%、70%，预计远期到 2050 年对应 SAF 消费量约达 2634 万吨，具有较大的市场需求空间。

供应端：2025 实际产能近 90 万吨，假设 2025 年产能利用率在 60% 左右，则对应 SAF 产量约 87 万吨，供需缺口大约在 4 万吨。到 2030 年，实际情况下的 320 万吨、75% 产能利用率计算得 2030 年欧盟 SAF 产量约 240 万吨，则有约 33 万吨的供需缺口需要依赖进口满足；到 2035 年，约为 605 万吨，相较 893 万吨的需求量，供需缺口或将拉大至 288 万吨。

注：详见【平安证券】生物柴油行业深度系列（二）-生物航煤 SAF：航空碳减排核心路径，明确掺混政策有望落实 20250721

图表22 欧盟 SAF 供需平衡测算

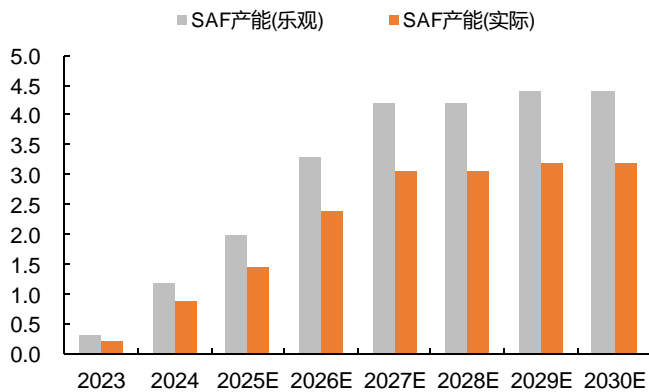
| | 2025 | 2030 | 2035 | 2040 | 2045 | 2050 |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 欧盟航煤消费量 (万吨) | 4556 | 4556 | 4466 | 4311 | 4080 | 3763 |
| 年复合增速 | | 0.0% | -0.4% | -0.7% | -1.1% | -1.6% |
| SAF 掺混比例 | 2% | 6% | 20% | 34% | 42% | 70% |

| | | | | | | |
|------------------|-----|---------|-------|--------|--------|------|
| SAF 掺混量 (万吨) | 91 | 273 | 893 | 1466 | 1713 | 2634 |
| 其中: 合成航空燃料添加比例 | - | 最低 1.2% | 最低 5% | 最低 10% | 最低 15% | 5% |
| 合成航空燃料使用量 (万吨) | | 3 | 45 | 147 | 257 | 922 |
| 欧盟 SAF 产能预期 (万吨) | 145 | 320 | -- | -- | -- | -- |
| 产能利用率 | 60% | 75% | -- | -- | -- | -- |
| 欧盟 SAF 产能预期 (万吨) | 87 | 240 | 605 | -- | -- | -- |
| 欧盟 SAF 供需差 (万吨) | -4 | -33 | -288 | -- | -- | -- |

资料来源: IEA 《oil market report》, EASA 《State of the EU SAF market in 2023》, studiogearup 《Existing and announced commercial scale SAF production plants in Europe》, Decarbonisation Technology, EASA 《State of the EU SAF market in 2023》, SKYNRG 《SUSTAINABLE AVIATION FUEL MARKET OUTLOOK》, WORLD ECONOMIC FORUM 《Guidelines for a Sustainable Aviation Fuel Blending Mandate in Europe》, 平安证券研究所, 注: 合成航空燃料是 SAF 的一种类型, 是指由工业、生物质或大气中的二氧化碳, 通过可再生电力制氢 (绿氢) 和碳捕集等技术合成的航空燃料。

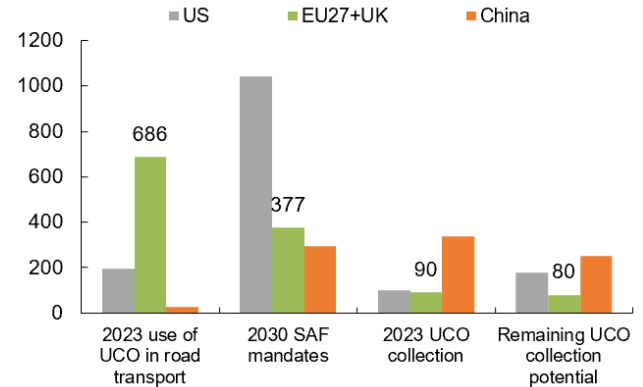
欧盟规划产能中, 拟于 2025-2030 年投产项目以 HEFA 工艺下的 SAF 为主, 该工艺使用餐废油脂 UCO 作为原料有成本和碳减排优势, 而欧盟 UCO 原料高进口依赖, 据海关总署, 2024 年欧盟向我国进口 UCO 量超 70 万吨, 据 T&E 数据, 欧盟+英国现有 UCO 处理能力 90 万吨, 预计中期潜在可增加处理能力 80 万吨左右, 而欧盟+英国 2023 年 UCO 使用量高达 686 万吨, 未来随着 SAF 在建项目推进, 到 2030 年 SAF 对 UCO 的潜在需求量将增加 377 万吨, 具有较大的进口需求。

图表23 欧盟 SAF 产能预期 (百万吨/年)



资料来源: EASA 《State of the EU SAF market in 2023》, 平安证券研究所

图表24 主要地区 UCO 需求量和处理量 (万吨)



资料来源: T&E, 平安证券研究所

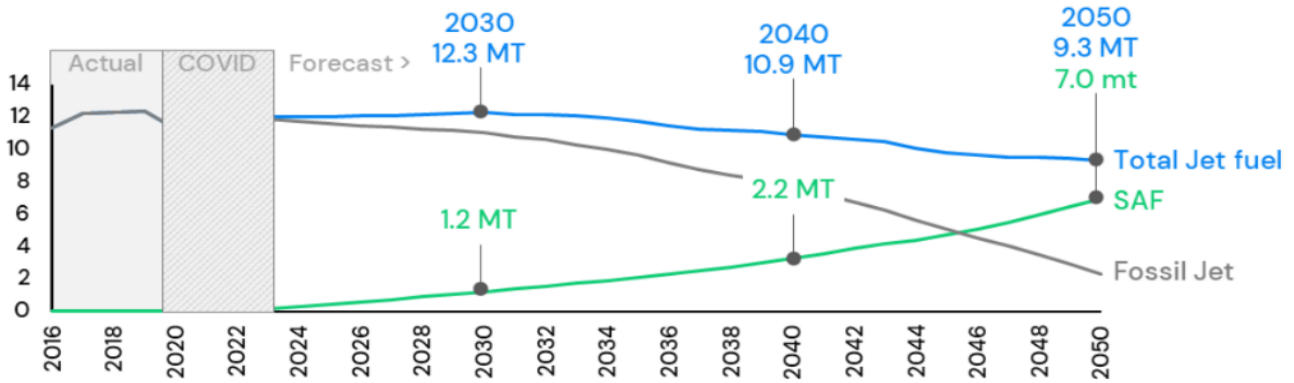
2.4 英国: SAF 新法规正式生效, 未来或有较大供需缺口需以进口满足

需求端: 据英国政府公布, 英国的可持续航空燃料(SAF)新法规于 2025 年 1 月 1 日正式生效, 法规要求 SAF 添加比例由 2025 年的 2% 逐步提高到 2030 年的 10%、2040 年的 22%, 到 2050 年 SAF 能够满足 75% 以上的液体燃料使用量。如果英国 SAF 的添加比例要求得到全面实施, 参考 ICF Analysis 《Roadmap for the development of the UK SAF industry》的预测, 假设到 2030 年、2040 年、2050 年英国航空燃料消耗量约为 1230 万吨、1090 万吨、930 万吨, 对应 SAF 需求量预计将增加到 120 万吨、220 万吨、700 万吨左右。

供应端: 据 ICF Analysis 《Roadmap for the development of the UK SAF industry》报告, 目前英国只有一家工厂在生产 SAF (菲利普斯 66), 另外 8 家工厂已经公开宣布生产计划, 并将在未来几年开始生产。到 2030 年, 这些已宣布的项目潜在产能将达到每年 60 万吨 SAF, 与 2030 年的预期需求 120 万吨相比, 仍有 50% 的供需缺口需要通过进口来满足。

图表25 英国航空燃料和 SAF 消费量预期 (百万吨)

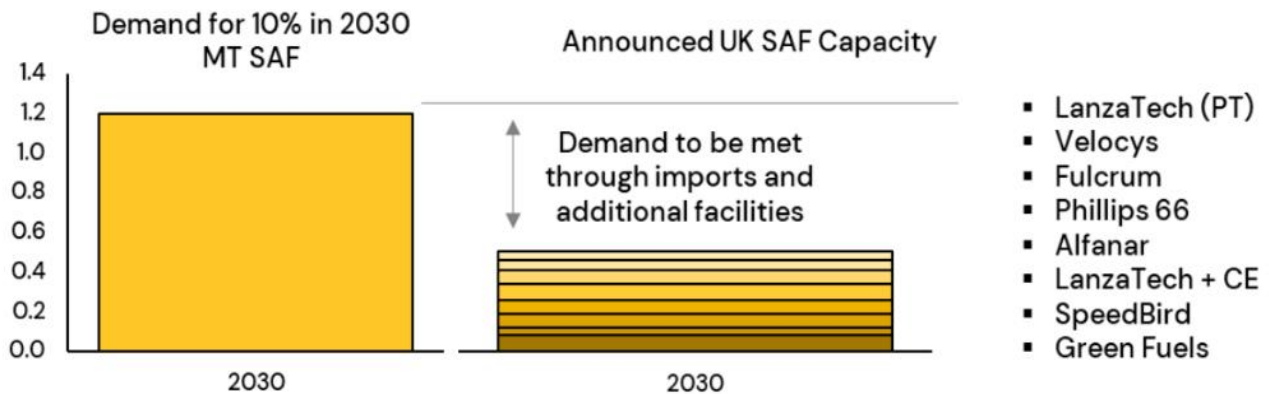
Million Tonnes Jet Fuel (SAF and Fossil)



Note: This ICF analysis is based on the UK Jet Zero Strategy, with adjustments to include military aviation

资料来源: ICF Analysis 《Roadmap for the development of the UK SAF industry》, 平安证券研究所

图表26 到 2030 年英国 SAF 大约有 50%的供需缺口需要以进口满足



资料来源: ICF Analysis 《Roadmap for the development of the UK SAF industry》, 平安证券研究所

三、 盈利预测及投资建议

1、 生物航煤

25H1公司生物质燃料产量为14.11万吨、销量为8.64万吨，平均售价约10765元/吨，5月公司新产品生物航煤开始对外销售，首批出口1.34万吨，高单价SAF的外销较大幅度地抬高了公司生物质能源销售单价。

产销量: 假设6月-12月公司连云港一期生物航煤项目按照满负荷年产量37.24万吨的78%生产，预计2025年全年有望生产18.35万吨SAF，假设按照88%的产销量对外销售，2025年公司生物航煤销量有望达16.1万吨；2026年有望按满负荷产能的80%生产，预计产量约29.8万吨，假设90%产销率下对应26.8万吨销量；2027年，一期项目假设按照满负荷产量的82%生产，同时二期50万吨/年生物质能源项目有望建成，假设二期项目满负荷产量和一期一致，同时按照爬坡50%计算，则公司2027年SAF产量有望达49.2万吨，90%产销率下对应销量约44.2万吨。

价格: 根据百川盈孚，近月以来，生物航煤价格因原料价格上行、需求释放、供应缺口逐渐显现而持续抬升，我们预期

25Q4生物航煤价格有望维持高位，结合SAF市场价格，我们预期2025年公司SAF售价约1.57万元/吨；2026-2027年，随着各国生物航煤掺配政策的实施，SAF需求有望持续释放，而供应端受生产项目资本密集型性质、运营成本上升挤压企业利润等因素影响，产量增速或不及预期，波士顿咨询集团最新报告预计到2030年SAF供应缺口将高达45%，因此我们预计生物航煤价格有望维持稳中有涨的趋势，假设2026年和2027年销售均价上涨至1.63万元/吨左右。

收入：综上，2025-2027年公司生物航煤产品有望实现收入25.27亿元、43.64亿元、72.16亿元。

利润：根据公司申请的连云港嘉澳新能源有限公司“一种废弃油脂生产烷基化生物质航空燃料的方法”的专利，公司生物航煤收率达到66.4-73.2%，假设按照原料到生物航煤70%的收率预测，生产1吨SAF约需1.43吨废弃油脂。结合2025H1公司废弃油脂采购价约6615元/吨，假设2025年全年按照该原料采购价预测，2026-2027年随着生物航煤需求增加，对原料废弃油脂的消费量也相应增加，从而支撑其价格，假设2026-2027年废弃油脂采购价按照1%-1.5%的同比增速预测，同时假设单吨人力成本和单吨制造费用随着产销量的提升有望被平摊而有所下降，预测2025-2027年公司生物航煤产品毛利率有望达22.86%、26.24%、25.79%。

2、生物柴油

产销量：2022-2023年公司生物柴油产销量约20-22万吨，2024年受欧盟对进口自中国的生物柴油进行反倾销调查和征收反倾销税影响，公司生物柴油出口到欧盟受阻，产销量同比下滑明显；2025年以来，随着欧盟反倾销措施的落地，利空消息逐渐出尽，同时公司为应对冲击，向东南亚、日韩等地区积极拓展，并依托国内生物柴油政策推动内需，加上二代烃基生物柴油出口增加，有望带动整体生物柴油产销同比回升，结合25H1数据，我们预计2025年公司生物柴油产销量有望回至18.1万吨和11.2万吨；2026年和2027年随着中国、东南亚、日韩等地生物柴油掺配措施的推进，公司产品产销量有望逐步回升，同时东江15万吨脂肪酸甲酯技术改造项目计划2026年6月完工，规划新增产能5万吨，届时公司生物柴油产能将进一步提升，我们预计2026-2027年公司生物柴油产量将达21.3万吨和23.4万吨，假设产销率分别为68%和70%，销量有望达到14.5万吨和16.4万吨。

价格：2025年，随着油脂原料价格上行，加上欧盟反倾销事件落地后不确定风险释放，生物柴油价格有所回升，2026-2027年随着生物柴油渗透率提升、需求量增加，我们预计生物柴油价格有望逐步回暖，假设2026-2027年生物柴油售价同比增速约2%，预计2025-2027年公司生物柴油售价有望达7952元/吨、8111元/吨、8274元/吨。

收入：综上，2025-2027年公司生物柴油产品有望实现收入8.93亿元、11.73亿元、13.54亿元。

利润：假设生产1吨生物柴油约需1吨废弃油脂，2025年原料采购价和25H1保持一致，2026-2027年废弃油脂采购价按照1%-1.5%的同比增速预测，单吨人力成本和单吨制造费用随着产销量的回升有望被平摊而回落，我们预测2025-2027年公司生物柴油毛利率约-6.74%、-2.78%、0.80%，逐步扭转亏损局面。

3、石脑油

产销量：根据连云港发改，公司连云港一期50万吨/年生物质能源项目建成后，除生物航煤外，另外可年产4.3万吨生物石脑油，随着一期项目建成投产，石脑油产品也有望放量销售，形成一定增量收益。假设2025年下半年产出规划产能的50%（即2.15万吨），同时假设产销率为40%，则预计2025年销量约0.86万吨；2026-2027年随着一期产能完成爬坡和二期项目逐步建成投产（假设产量爬坡至规划产能的50%），预计2026-2027年公司石脑油产量有望达到4.3万吨和6.45万吨，假设产销率分别为60%和70%，预计2026-2027年公司石脑油销量有望达2.58万吨和4.52万吨。**价格：**根据金联创的石脑油市场价格走势，假设2025-2027年石脑油价格维持在7500元/吨左右。**收入：**综上，预计2025-2027年公司生物石脑油产品有望实现收入0.65亿元、1.94亿元、3.39亿元。**利润：**公司利用废弃油脂原料，通过加氢、裂解等工艺转化为生物石脑油，具有一定业务协同优势和成本优势，我们预期2025-2027年公司生物石脑油毛利率在30%左右。

4、环保增塑剂和环保稳定剂

环保增塑剂：产销量-结合2025H1数据，假设保持2024年全年产销量/24H1产销量比例不变，预计2025年公司环保增塑剂产销量分别约为7.6万吨和8.0万吨，2026-2027年随着宏观经济回暖带动下游各塑料应用领域需求，叠加环保政策对传统增塑剂限制趋严，环保增塑剂有望加速替代传统增塑剂，因此我们预测公司环保增塑剂产销量有望回升。**价格-**假设2025年全年价格和25H1保持一致约8549元/吨，2026-2027年随着环保增塑剂持续取代传统增塑剂，市场需求回暖，假

设价格以1%的同比增速小幅回升。**收入**-综上,预计2025-2027年公司环保增塑剂产品有望实现收入6.88亿元、7.14亿元、7.64亿元。**利润**-假设2025年该产品毛利率同比保持不变,为0.13%,2026-2027年随着售价的小幅回升,毛利率有望小幅提升至1%和1.5%。

环保稳定剂:产销量-结合历年经营数据和2025H1数据,假设2025年全年产销量为25H1的两倍,2026-2027年产销量和2025年保持不变,均为4757吨(产量)和4534吨(销量)。**价格**-假设2025年-2027年售价和25H1保持不变,均为11133元/吨。**收入**-综上,预计2025-2027年公司环保稳定剂产品均有望实现收入0.5亿元左右。**利润**-结合历年毛利率数据,假设公司2025-2027年环保稳定剂毛利率较2024年保持不变,均为20.75%。

图表27 公司分业务营收和成本预测

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 12.74 | 42.23 | 64.96 | 97.23 |
| YOY | -52.23% | 231.56% | 53.83% | 49.68% |
| 营业成本(亿元) | 13.36 | 36.75 | 53.08 | 77.27 |
| 销售毛利率 | -4.90% | 12.98% | 18.29% | 20.52% |
| 1、生物航煤 | | | | |
| 产量(万吨) | -- | 18.35 | 29.79 | 49.16 |
| 销量(万吨) | -- | 16.14 | 26.81 | 44.24 |
| 销售均价(元/吨) | -- | 15651 | 16277 | 16310 |
| 收入(亿元) | -- | 25.27 | 43.64 | 72.16 |
| 成本(亿元) | -- | 19.49 | 32.19 | 53.54 |
| 毛利率 | -- | 22.86% | 26.24% | 25.79% |
| 2、生物柴油 | | | | |
| 产量(万吨) | 10.91 | 18.11 | 21.27 | 23.38 |
| 销量(万吨) | 5.78 | 11.23 | 14.47 | 16.36 |
| 销售均价(元/吨) | 7174 | 7952 | 8111 | 8274 |
| 收入(亿元) | 4.15 | 8.93 | 11.73 | 13.54 |
| 成本(亿元) | 4.91 | 9.53 | 12.06 | 13.43 |
| 毛利率 | -18.31% | -6.74% | -2.78% | 0.80% |
| 3、石脑油 | | | | |
| 产量(万吨) | -- | 2.15 | 4.30 | 6.45 |
| 销量(万吨) | -- | 0.86 | 2.58 | 4.515 |
| 销售均价(元/吨) | -- | 7500 | 7500 | 7500 |
| 收入(亿元) | -- | 0.65 | 1.94 | 3.39 |
| 成本(亿元) | -- | 0.45 | 1.35 | 2.37 |
| 毛利率 | -- | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 4、环保增塑剂 | | | | |
| 产量(万吨) | 9.30 | 7.57 | 8.70 | 9.22 |
| 销量(万吨) | 8.57 | 8.05 | 8.27 | 8.76 |
| 销售均价(元/吨) | 8950 | 8549 | 8635 | 8721 |

| | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 (亿元) | 7.67 | 6.88 | 7.14 | 7.64 |
| 成本 (亿元) | 7.66 | 6.87 | 7.07 | 7.53 |
| 毛利率 | 0.13% | 0.13% | 1.00% | 1.50% |
| 5、环保稳定剂 | | | | |
| 产量 (万吨) | 0.46 | 0.48 | 0.48 | 0.48 |
| 销量 (万吨) | 0.45 | 0.45 | 0.45 | 0.45 |
| 销售均价 (元/吨) | 11829 | 11133 | 11133 | 11133 |
| 收入 (亿元) | 0.53 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| 成本 (亿元) | 0.42 | 0.40 | 0.40 | 0.40 |
| 毛利率 | 20.75% | 20.75% | 20.75% | 20.75% |

资料来源: wind, 公司公告, 平安证券研究所预测

盈利预测：市场层面，需求端，全球多个国家出台相关政策设定SAF掺混比例目标，2025年是政策实质性推行的起点，欧盟、英国、印尼等国的强制掺混政策将于2025年开始实施，初始设定比例在2%或5%，SAF需求将从潜在规划到逐步兑现；**供应端**，根据波士顿咨询集团调查，目前仅有不到30%的SAF项目进入最终投资决策，考虑到生产设施通常需要3至5年才能实现规模化生产，新增供应不及预期，供应缺口风险正日益加剧；**综上**，我们认为2025-2030年SAF景气有望持续上行。**公司层面**，传统生物航煤和环保增塑剂受经济环境和欧盟反倾销影响承压，因此公司将生物航煤SAF作为业务转型的核心方向，2025年SAF产品取得ISCC及适航批准，连云港一期满负荷可生产37.24万吨/年SAF的项目建成投产，并于5月开始出口销售，生物航煤将成为公司未来收入和利润增长的主要来源；此外，子公司连云港嘉澳引入投资者英国石油BP公司和中国航油，增厚资金资本、促进深度合作的同时也有助于共同加快推进连云港二期50万吨/年生物质能源项目的投产，从而进一步打开公司收入和利润增长通道。**综上**，我们预测2025-2027年公司营收分别为42.23、64.96、97.23亿元，结合2025H1数据，假设2025-2027年公司销售费用率约0.50%-0.54%，管理费用率约4.2%-4.4%，研发费用率约2.3%-2.6%，预期归母净利润分别为0.89、3.91、6.98亿元，对应2025年11月11日收盘价PE分别90.7、20.6、11.5倍。

投资建议：国内生产经营生物柴油的上市企业除了嘉澳环保外，还有卓越新能、海新能科，其中，卓越新能是国内酯基生物柴油龙头，截至2024年公司生物柴油产能规模达50万吨，年产10万吨烃基生物柴油项目（可灵活调节生产HVO/SAF）计划2025年12月投产；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，子公司山东三聚现有生物航煤SAF产能5万吨，已通过中国民用航空局的适航审定及ISCC CORSIA及ISCC-EU下HEFA国际认证。虽然由于公司的SAF产品于2025年5月刚开始销售，净利润正处由负转正的过渡期，PE估值相对较高，但公司建成的SAF产能规模领先，且引入了战投bp和中国航油，有助于后续的销售，未来随着公司建成的大规模SAF产能爬坡、销售规模扩大，同时SAF价格有望在全球生物航煤需求不断释放的情况下进一步抬升，新的利润增长空间十分广阔，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表28 可比公司估值

| 股票代码 | 公司名称 | 股价 (元) (2025.11.11) | EPS (摊薄, 元) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|------|------------------------|-------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 603822.SH | 嘉澳环保 | 104.79 | -4.78 | 1.15 | 5.09 | 9.09 | -21.9 | 90.7 | 20.6 | 11.5 |
| 300072.SZ | 海新能科 | 5.83 | -0.41 | 0.03 | 0.15 | 0.24 | -14.2 | 194.3 | 38.9 | 24.3 |
| 688196.SH | 卓越新能 | 60.8 | 1.24 | 2.75 | 3.70 | 4.64 | 49.0 | 22.1 | 16.4 | 13.1 |
| 可比公司均值 | | -- | -- | -- | -- | -- | 17.4 | 108.2 | 27.6 | 18.7 |

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

四、风险提示

- 1、政策实施力度不及预期。**若各国推进生物航煤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、欧美等国对我国生物航煤出口也实施反倾销制裁的风险。**若欧盟对我国生物航煤出口企业也开始加征反倾销税，或实施更为严格的原料审查等制裁措施，则可能冲击公司生物航煤产品出口。
- 3、原材料价格大幅波动的风险。**我国生物航煤原料依赖于餐废垃圾提炼的油脂 UCO，若随着 HVO/SAF 产能加速释放，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。**我国二代生物柴油 HVO 和生物航煤 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 | 1477 | 3341 | 4579 | 6639 |
| 现金 | 329 | 1324 | 1396 | 2210 |
| 应收票据及应收账款 | 60 | 202 | 310 | 465 |
| 其他应收款 | 52 | 142 | 218 | 327 |
| 预付账款 | 13 | 63 | 98 | 146 |
| 存货 | 665 | 1112 | 1606 | 2338 |
| 其他流动资产 | 357 | 498 | 951 | 1153 |
| 非流动资产 | 4479 | 4297 | 5570 | 7272 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2790 | 2859 | 3633 | 4997 |
| 无形资产 | 213 | 177 | 142 | 106 |
| 其他非流动资产 | 1477 | 1261 | 1795 | 2168 |
| 资产总计 | 5956 | 7638 | 10149 | 13911 |
| 流动负债 | 2850 | 4759 | 6607 | 9170 |
| 短期借款 | 1459 | 1209 | 1459 | 1659 |
| 应付票据及应付账款 | 853 | 2346 | 3388 | 4932 |
| 其他流动负债 | 539 | 1205 | 1760 | 2579 |
| 非流动负债 | 1833 | 1497 | 1622 | 1799 |
| 长期借款 | 1620 | 1284 | 1409 | 1586 |
| 其他非流动负债 | 213 | 213 | 213 | 213 |
| 负债合计 | 4684 | 6257 | 8229 | 10969 |
| 少数股东权益 | 659 | 679 | 826 | 1150 |
| 股本 | 77 | 77 | 77 | 77 |
| 资本公积 | 434 | 434 | 434 | 434 |
| 留存收益 | 103 | 191 | 582 | 1280 |
| 归属母公司股东权益 | 614 | 703 | 1093 | 1791 |
| 负债和股东权益 | 5956 | 7638 | 10149 | 13911 |

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 | -82 | 1724 | 1512 | 2406 |
| 净利润 | -373 | 109 | 538 | 1022 |
| 折旧摊销 | 146 | 182 | 227 | 298 |
| 财务费用 | 82 | 133 | 123 | 138 |
| 投资损失 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 21 | 1299 | 622 | 947 |
| 其他经营现金流 | 38 | 1 | 1 | 1 |
| 投资活动现金流 | -1675 | -10 | -1691 | -1831 |
| 资本支出 | 1602 | 0 | 1500 | 2000 |
| 长期投资 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -3276 | -10 | -3191 | -3831 |
| 筹资活动现金流 | 1870 | -718 | 251 | 239 |
| 短期借款 | 186 | -250 | 250 | 200 |
| 长期借款 | 1438 | -336 | 125 | 177 |
| 其他筹资现金流 | 246 | -133 | -123 | -138 |
| 现金净增加额 | 118 | 996 | 72 | 814 |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利润表

单位：百万元

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1274 | 4223 | 6496 | 9723 |
| 营业成本 | 1336 | 3675 | 5308 | 7727 |
| 营业税金及附加 | 11 | 23 | 36 | 54 |
| 营业费用 | 15 | 21 | 34 | 53 |
| 管理费用 | 122 | 177 | 283 | 428 |
| 研发费用 | 59 | 97 | 159 | 253 |
| 财务费用 | 82 | 133 | | |
| 资产减值损失 | -58 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -0 | -1 | -2 | -3 |
| 其他收益 | 19 | 20 | 20 | 20 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | -396 | 116 | 572 | 1087 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | -396 | 116 | 572 | 1087 |
| 所得税 | -23 | 7 | 34 | 65 |
| 净利润 | -373 | 109 | 538 | 1022 |
| 少数股东损益 | -6 | 21 | 147 | 324 |
| 归属母公司净利润 | -367 | 89 | 391 | 698 |
| EBITDA | -168 | 431 | 923 | 1524 |
| EPS(元) | -4.78 | 1.15 | 5.09 | 9.09 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | -52.2 | 231.6 | 53.8 | 49.7 |
| 营业利润(%) | -1001.3 | 129.2 | 393.4 | 90.1 |
| 归属于母公司净利润(%) | -4766.4 | 124.2 | 340.4 | 78.6 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | -4.9 | 13.0 | 18.3 | 20.5 |
| 净利率(%) | -28.8 | 2.1 | 6.0 | 7.2 |
| ROE(%) | -59.8 | 12.6 | 35.7 | 39.0 |
| ROIC(%) | -10.5 | 5.4 | 16.9 | 25.1 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 78.6 | 81.9 | 81.1 | 78.9 |
| 净负债比率(%) | 216.2 | 84.6 | 76.7 | 35.2 |
| 流动比率 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 速动比率 | 0.2 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.2 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 21.1 | 20.9 | 20.9 | 20.9 |
| 应付账款周转率 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | -4.78 | 1.15 | 5.09 | 9.09 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | -1.07 | 22.44 | 19.68 | 31.32 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.99 | 9.14 | 14.23 | 23.32 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | -21.9 | 90.7 | 20.6 | 11.5 |
| P/B | 13.1 | 11.5 | 7.4 | 4.5 |
| EV/EBITDA | -44.6 | 26.0 | 12.5 | 8.1 |

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在 $\pm 10\%$ 之间）
- 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 $\pm 5\%$ 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，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。

免责声明：

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

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

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

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

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