

2026 年 07 月 17 日

证券研究报告•2026 年半年度业绩预告点评

山高环能（000803）环保

当前价：6.18 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

受益于 UCO 需求旺盛，上半年业绩大幅上升

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年半年度业绩预告。公司预计 2026 年 1-6 月归母净利润为 6500.00 万至 7500.00 万元，同比增长 60.23%至 84.88%，预计基本每股收益为 0.14 至 0.16 元。
- **公司属于山高集团旗下环保与绿色能源业务板块。**截止 2026Q1，山高光伏及其一致行动人合计持有公司 24.18%股权。公司目前已在济南、青岛、烟台、太原、湘潭、武汉、兰州、大同、银川、天津等主要城市投建餐厨与厨余垃圾处理项目，日处理总量约 5610 吨。未来公司将通过招投标、收购等方式持续提升产能规模。通过提取餐厨垃圾中的废油脂，生产生物柴油原料等绿色能源产品，在市场端自建出口渠道，与国内外能源巨头达成稳定供应合作。
- **营收主要由餐厨有机固废无害化处理业务、油脂加工与销售业务、环保设备销售及供暖业务构成。**截至 2025 年底，公司油脂加工与销售业务实现营收 7.43 亿元，占比为 51.33%，实现毛利润 2.13 亿元，占比为 60.33%。随着公司供热业务所服务面积逐步提升，2025 年供暖业务实现营收 3.12 亿元，占比为 21.56%，实现毛利润 0.76 亿元，占比为 21.54%。2025 年环保处理业务实现营收 3.67 亿元，占比为 25.37%，实现毛利润 0.59 亿元，占比为 16.60%。
- **国内 UCO 市场良性发展，出口呈现“量减价涨”特征。**UCO 是指餐饮或食品加工过程中经高温使用后废弃的动植物油脂，在欧盟反倾销制裁下，自 2024 年 12 月起，我国开始取消 UCO 的出口退税来保障国内原料供应。2025 年，我国工业级混合油全年出口数据呈现“量减价涨”特征，2025 年我国 UCO 出口量达 275.6 万吨，较 2024 年同期的 295.2 万吨减少约 19.6 万吨，同比降幅 6.64%，但价格端则表现强劲，2025 年的出口均价达 1082.70 美元/吨，其中 12 月单月均价攀升至 1146.08 美元/吨，年均价较 2024 年均价 895.30 美元/吨上涨 20.9%。截至 6 月 30 日，华东地区地沟油、泔水油及优级工业级混合油到厂价（地沟油、泔水油为裸价到厂，工业级混合油含 13%专票）较年初价格宽幅上调 500-600 元/吨不等，预计下半年国内 UCO 市场整体将维持震荡抬升节奏。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年营收分别为 15.6、17.2、19.3 亿元，归母净利润分别为 1.6、2.0、2.7 亿元，EPS 分别为 0.34、0.43、0.57 元，对应 PE 分别为 18、14、11X。我们看好公司高毛利环保无害化处理占比持续提升、节能环保装备业务加速放量、油脂业务结构优化增效，叠加国内餐厨处理刚需扩容与 UCO 下游 SAF 需求高景气，公司整体盈利能力有望持续增强，首次覆盖，建议关注。
- **风险提示：**项目进展不及预期风险、政策变动风险以及地方补贴变动风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1446.57	1563.75	1717.20	1930.36
增长率	-0.17%	8.10%	9.81%	12.41%
归属母公司净利润（百万元）	30.30	159.53	201.35	266.58
增长率	132.39%	426.54%	26.21%	32.39%
每股收益 EPS（元）	0.06	0.34	0.43	0.57
净资产收益率 ROE	1.70%	9.82%	11.02%	12.74%
PE	95	18	14	11
PB	1.99	1.80	1.60	1.39

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽

执业证号：S1250522070002

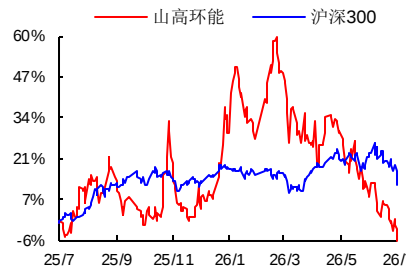
电话：021-58352190

邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

联系人：戚欣龙

邮箱：qixl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.66
流通 A 股(亿股)	4.60
52 周内股价区间(元)	6.18-10.51
总市值(亿元)	28.82
总资产(亿元)	52.71
每股净资产(元)	3.19

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 山高环能：山东高速集团下环保与绿色能源业务公司.....	1
2 UCO：国内市场良性发展，出口呈现“量减价涨”特征.....	3
3 主营业务：聚焦餐厨有机废弃物处理及废弃油脂资源化利用	5
3.1 环保无害化处理业务.....	5
3.2 油脂产品加工和销售业务.....	7
3.3 城市清洁供暖业务	8
4 盈利预测与估值.....	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构（2026Q1）	1
图 3：公司 2025 年主营业务结构情况	2
图 4：公司 2025 年主营业务毛利情况	2
图 5：公司 2022 年以来营业收入及增速.....	2
图 6：公司 2022 年以来归母净利润及增速	2
图 7：餐厨垃圾处理业务“一横”多业态协同发展现状.....	3
图 8：全球生物柴油消费量（千桶/天）	4
图 9：中国生物柴油消费量和产量（千桶/天）	4
图 10：华东地区餐厨废油市场价格走势对比图（元/吨）	4
图 11：UCO（FOB 北亚）价格（美元/吨）	4
图 12：公司餐厨垃圾处置工艺流程图.....	5
图 13：公司油脂产品加工和销售业务营业收入及增速	8
图 14：公司油脂产品加工和销售业务毛利率.....	8
图 15：新城热力集中供热业务流程图.....	8
图 16：公司供暖业务营业收入及增速	9
图 17：公司供暖业务毛利率.....	9

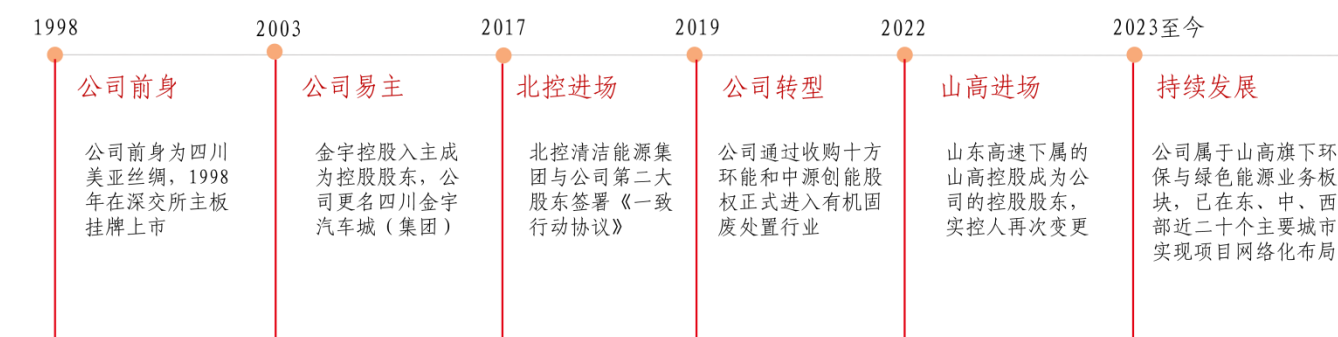
表 目 录

表 1：UCO 行业分类.....	3
表 2：公司运营项目.....	5
表 3：公司环保无害化处理范围包括餐厨及厨余垃圾、废弃油脂处理能力情况.....	7
表 4：公司主要油脂产品产销量情况.....	7
表 5：分业务收入及毛利率	9
表 6：可比公司估值.....	10
附表：财务预测与估值	11

1 山高环能：山东高速集团下环保与绿色能源业务公司

公司前身为四川美亚丝绸（集团）股份有限公司，1998 年在深交所主板挂牌上市。2003 年金宇控股入主成为控股股东，公司更名四川金宇汽车城（集团）股份有限公司。2017 年北控清洁能源集团与公司第二大股东南充市国有资产投资经营有限责任公司签署《一致行动协议》，公司的实控人变更为北京市国资委和南充市国资委。2019 年，公司通过收购十方环能和中源创能股权正式进入有机固废处置行业。2020 年，公司名称变更为北清环能集团股份有限公司，实控人变更为北京市国资委。2022 年，山东高速集团下属的山高控股成为公司的控股股东，公司实控人再次由北京市国资委变更为山东省国资委。目前公司属于山东高速集团旗下环保与绿色能源业务板块，聚焦固废处理与再生能源领域专注有机废弃物处置与资源化利用项目投资运营，已在东、中、西部近二十个主要城市实现项目网络化布局。

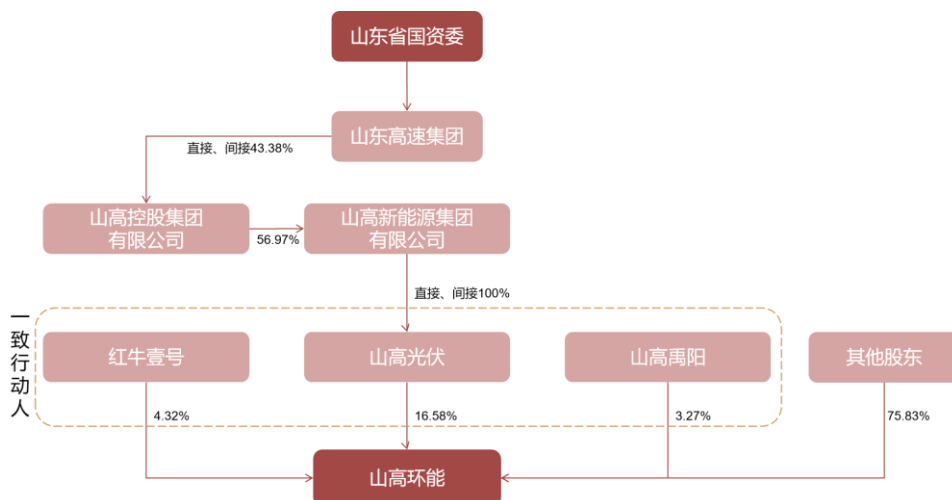
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司控股股东为山东高速集团下属的山高光伏。截至 2026 年一季度山高光伏直接持有公司 16.58% 股权，山高光伏及其一致行动人合计持有公司 24.17% 股权，是公司的控股股东。山东高速集团是世界 500 强企业，具备强大的产业发展能力、资金实力以及业务整合能力，背靠强大的母公司，公司能够在对外并购和合作等方面迈出更大的步伐，进一步拓展规模。

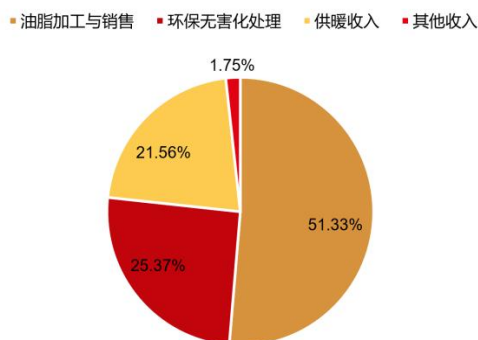
图 2：公司股权结构（2026Q1）



数据来源：wind，西南证券整理

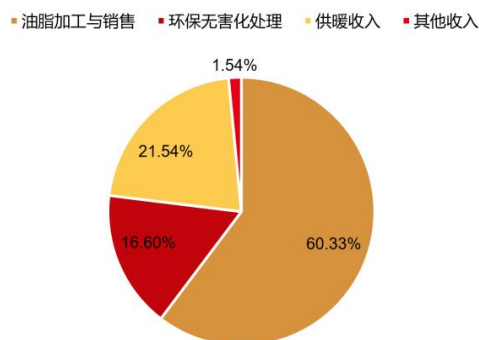
公司主营业务结构：公司作为有机固废投资运营领域领先企业，聚焦城市有机废弃物处置与资源利用、城市供暖等领域，公司营业收入主要由餐厨有机固废无害化处理业务、油脂加工与销售业务、环保设备销售及供暖业务构成。2022 年以来，油脂加工与销售业务构成公司主要的营收和毛利来源，截至 2025 年底，公司相关业务实现营收 7.43 亿元，占比为 51.33%，实现毛利润 2.13 亿元，占比为 60.33%。随着公司供热业务所服务面积逐步提升，相关业务营收占比提高，2025 年供暖业务实现营收 3.12 亿元，占比为 21.56%，实现毛利润 0.76 亿元，占比为 21.54%。公司环保无害化处理规模也在逐步攀升，2025 年环保处理业务实现营收 3.67 亿元，占比为 25.37%，实现毛利润 0.59 亿元，占比为 16.60%。

图 3：公司 2025 年主营业务结构情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

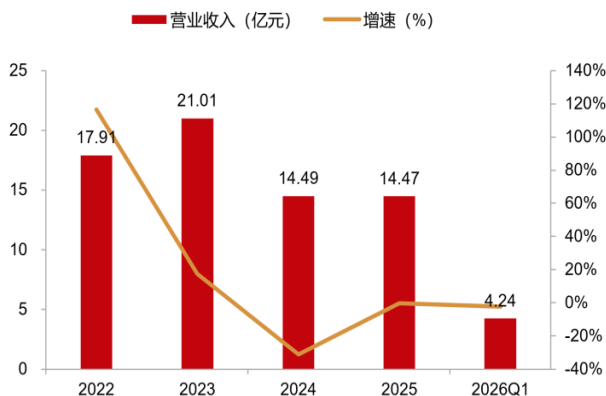
图 4：公司 2025 年主营业务毛利情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

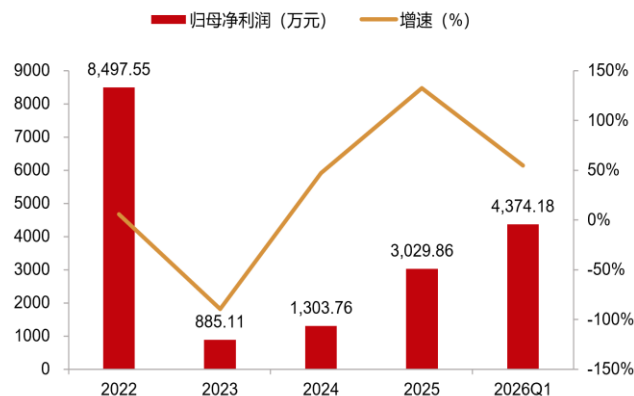
公司业绩状况：公司在 2022 年向有机固废处置行业转型后，业绩主要受到 UCO 价格波动和自产油脂销量影响，2026 年以来 UCO 下游客户需求旺盛，根据公司 6 月 30 日发布的《投资者关系活动记录表》，2026 年一季度，公司 UCO 销售均价 7714 元/吨，同比提升 8.3%，自产油脂销量同比提升 16.34%；截至 6 月 30 日 UCO 含税价格上探超 8000 元/吨，处于近年来较高水平。同时，公司持续推行收运控盘及精益生产战略，餐厨垃圾收运处置量及油脂产量稳步提升，生产成本下降，2026 年一季度，公司平均生产付现成本同比下降 6.57%。7 月 15 日，公司发布 2026 年半年度业绩预告，预计 2026 年上半年业绩大幅上升，归属于上市公司股东的净利润为 6500.00 万至 7500.00 万元，净利润同比增长 60.23%至 84.88%，预计基本每股收益为 0.14 至 0.16 元。

图 5：公司 2022 年以来营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 6：公司 2022 年以来归母净利润及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

2 UCO：国内市场良性发展，出口呈现“量减价涨”特征

UCO 是指餐饮或食品加工过程中经高温使用后废弃的动植物油脂，通常包括煎炸废油、餐饮隔油池分离油脂等，经回收处理可作为生物柴油等再生能源原料。UCO 行业产业链结构上游为原材料供应，主要为餐饮企业、家庭消费、食品加工厂等。

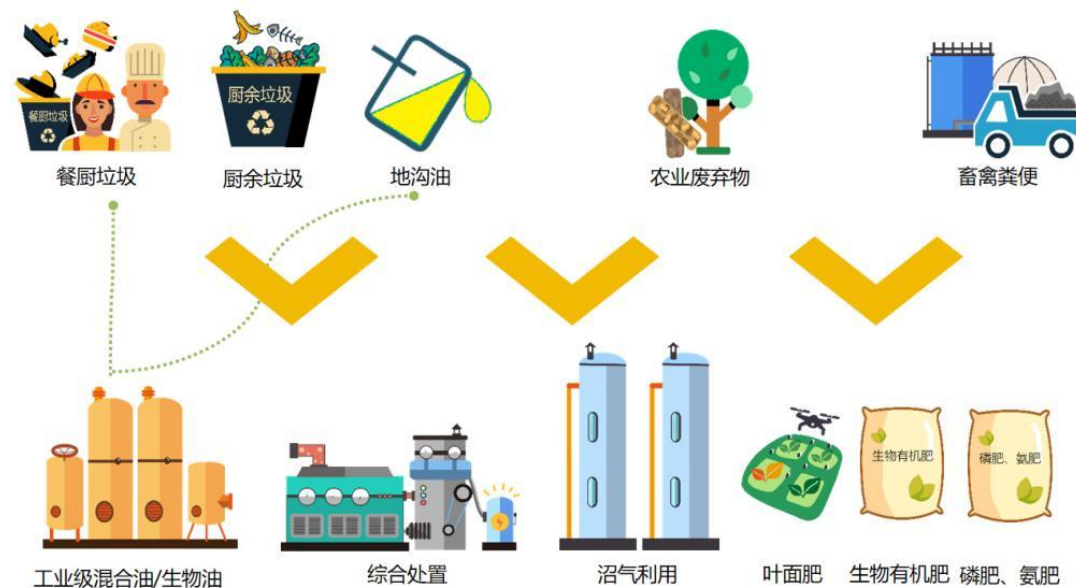
表 1：UCO 行业分类

分类维度	类别名称	典型来源/特征
按来源	餐饮废油	餐馆、食堂、快餐店等煎炸废弃油脂
	食品加工废油	油炸方便面、膨化食品、速冻食品生产线废油
	家庭废油	家庭厨房煎炸剩余油脂
按处理状态	隔油池废油	餐饮隔油池分离出的上层油脂
	过滤废油	经过初步过滤、除渣后的废弃食用油
	精炼废油	经脱水、脱酸、脱色等再精炼处理的废油

数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

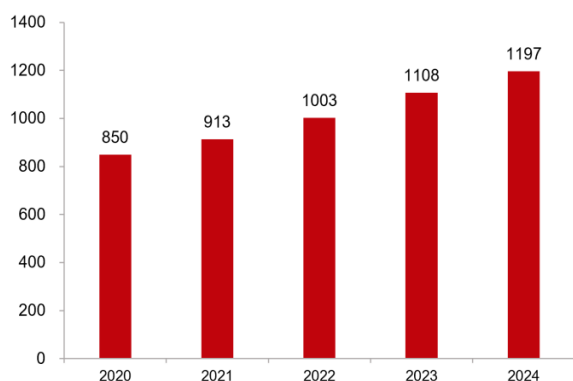
随着经济的持续快速发展、城镇化与工业化进程的不断加快，经济发展与环境保护、资源节约的矛盾愈加显现。由于过去餐厨垃圾收运政策不是很完善，废油脂除被正规餐厨企业收运外，部分流入下水道中形成了地沟油，由个人回收。地沟油的收集主要从餐饮或食品加工等企业的下水道或隔油池进行。随着餐厨垃圾管理办法的完善，餐厨企业作为餐厨垃圾回收的唯一正规军，可回收到的废油脂比例将逐渐提高，成为未来废弃油脂的重要力量。资源化处理是餐厨垃圾处理行业发展的必然选择。资源化利用在更具环保优势的同时，一方面显著降低地沟油回流餐桌的风险，另一方面相对其他处理方式具有显著的经济价值，是餐厨垃圾处理未来重要的发展趋势。各个城市从城市垃圾资源化处理的角度，给有技术、有资质的企业颁发特许经营牌照，让企业进行餐厨垃圾的收运和再利用。

图 7：餐厨垃圾处理业务“一横”多业态协同发展现状

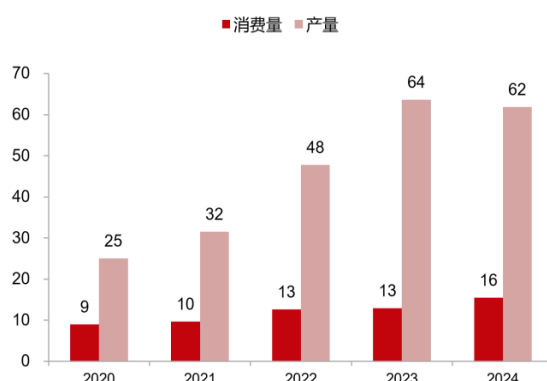


数据来源：公司2025 年年报，西南证券整理

生物柴油是目前废弃油脂资源化利用的主要产品。目前，国内生物柴油在生产技术、产品质量、技术指标等方面已经可以比肩国际先进水平。根据 EIA 统计，全球生物柴油消费量由 2020 年的 850 千桶/天增长至 2024 年的 1197 千桶/天，与此同时，我国生物柴油产量也由 2020 年的 25 千桶/天增长至 2024 年的 62 千桶/天，产量远大于消费量，推动了我国生物柴油出口量的增长，也支撑诸如公司等国内生物柴油产业链企业的发展。

图 8：全球生物柴油消费量（千桶/天）


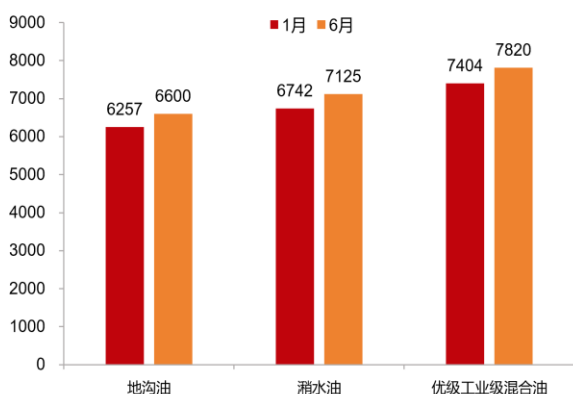
数据来源：iFinD、EIA，西南证券整理

图 9：中国生物柴油消费量和产量（千桶/天）


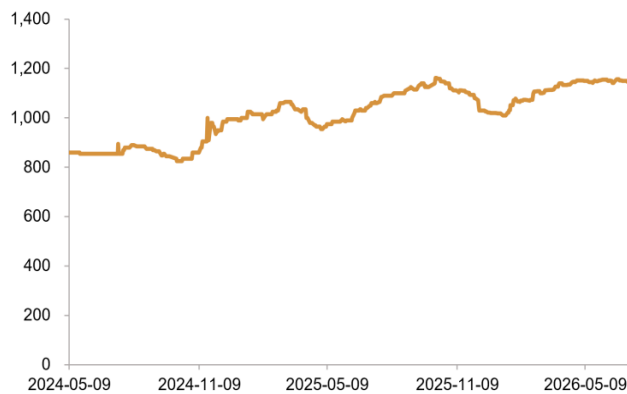
数据来源：iFinD、EIA，西南证券整理

在欧盟反倾销制裁下，自 2024 年 12 月起，我国开始取消 UCO 的出口退税来保障国内原料供应。据华经产业研究院数据，按照 2024 年我国 UCO 出口单价 897 美元/吨左右计算，UCO 出口商相当于要损失 117 美元/吨左右的退税利润，因此相关厂商一方面通过向上游潲水油、地沟油等原料处理工厂压价，另一方面提高出口报价转移利润损失。2025 年开始，我国工业级混合油全年出口数据呈现“量减价涨”特征，海关数据显示，2025 年我国 UCO 出口量达 275.6 万吨，较 2024 年同期的 295.2 万吨减少 19.6 万吨，同比降幅 6.64%，与此同时价格端则表现强劲，2025 年的出口均价达 1082.70 美元/吨，其中 12 月单月均价攀升至 1146.08 美元/吨，年均价较 2024 年均价 895.30 美元/吨上涨 20.9%。

根据隆众资讯统计，2026 年上半年国内 UCO 市场行情受供需强弱转换、成本支撑浮动、行业合规监管及外围行情联动多重因素共同主导。截至 6 月 30 日，华东地区地沟油、潲水油及优级工业级混合油到厂价（地沟油、潲水油为裸价到厂，工业级混合油含 13% 专票）较年初价格宽幅上调 500-600 元/吨不等，预计下半年国内 UCO 市场整体将维持震荡抬升节奏。

图 10：华东地区餐厨废油市场价格走势对比图（元/吨）


数据来源：隆众资讯，西南证券整理

图 11：UCO（FOB 北亚）价格（美元/吨）


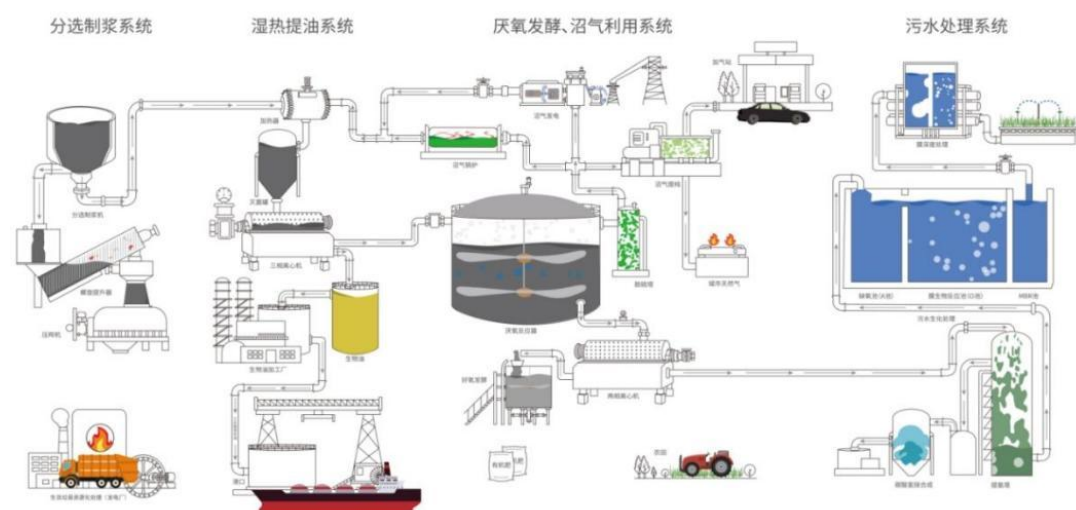
数据来源：iFinD，西南证券整理

3 主营业务：聚焦餐厨有机废弃物处理及废弃油脂资源化利用

3.1 环保无害化处理业务

公司通过处理餐厨垃圾和外购油脂，经加工后获得 UCO 等可再生产品。公司一般采用 BOT、BOO 模式运营项目，在政府特许经营授权下，对城市餐厨废弃物进行统一收集和无害化处理，政府支付餐厨废弃物收运、处置费用。在无害化处理的同时，将餐厨废油脂提取加工成工业级混合油/生物油。在授权区域范围内，公司享有特许独占性经营权。同时该模式也使公司获得了原料保障、收益长期稳定、经营长期稳定的优势加持。

图 12：公司餐厨垃圾处置工艺流程图



数据来源：公司2025 年年报，西南证券整理

截至 2025 年底，公司已实现在国内近二十个城市垃圾处理布局，投资建设、运营了济南、青岛、烟台、石家庄、天津、郑州、太原、银川、湘潭、武汉、兰州、大同、菏泽、邢台等地区多个大型城市餐厨垃圾处理和资源化利用项目，运营餐厨项目产能已达 5610 吨/日（包含托管项目），餐厨垃圾资源化处理投运规模位居国内前茅。未来公司将继续推进按年递增处理能力的经营计划，逐渐将处理能力稳步提升至 8000-10000 吨/日以稳固行业地位。

表 2：公司运营项目

运营项目	垃圾处置能力	项目性质	特许经营服务期	项目状态
济南市餐厨垃圾收运处理项目	400 吨/日	BOT	25 年	运营（国家第三批试点城市示范项目，餐厨余垃圾协同处理）
青岛市餐厨垃圾处理项目	300 吨/日	BOT	25 年	运营（首批通过国家验收试点城市项目，率先采用预处理+全物料厌氧发酵工艺及沼气产品化应用）
烟台市餐厨垃圾处理项目	200 吨/日	BOT	25 年	运营（餐厨垃圾处理沼气和垃圾填埋气协同利用，实现热电联产+精制天然气，实现能源自给自足）
太原市餐厨废弃物处理项目	500 吨/日	BOT	30 年	运营（太原市六城区及四个开发区餐厨废弃物资源化利用和无害化处理）

运营项目	垃圾处置能力	项目性质	特许经营服务期	项目状态
湘潭市餐厨垃圾资源化利用项目	300 吨/日	PPP	20 年	运营（餐厨垃圾、厨余垃圾、废弃油脂、废渣综合处理）
银川保绿特餐厨废弃物收运、处置项目	400 吨/日	BOT	30 年	运营（为全国首批 33 个试点城市项目之一，目前正在进行项目的提标改造）
兰州餐厨垃圾处理项目	500 吨/日	BOT	30 年	运营（国家发展改革委、环保部等五部委确定的全国餐厨废弃物无害化处理、资源化利用首批试点企业）
大同餐厨废弃物处置项目	130 吨/日	BOT	28 年	运营（入选国家 50 家资源循环利用基地之一）
武汉百信餐厨废弃物处理项目	200 吨/日	BOO	28 年	运营（为湖北省第一家餐厨废弃物专业处置单位，承担武汉市东西湖区、硚口区、汉阳区、蔡甸区、江汉区、沌口经济开发区等六个区的餐厨废弃物处置工作）
菏泽同华餐厨废弃物收运、处置项目	190 吨/日	PPP	30 年	运营（菏泽市区及五县的餐厨垃圾收运处置）
单县同华餐厨废弃物处置项目	110 吨/日	BOT	30 年	运营（单县唯一餐厨废弃处理厂，主要服务单县行政区）
天津津南餐厨垃圾处理项目	600 吨/日	BOO	25 年	运营（服务于天津市内六区和环城四区的餐厨垃圾收运处置）
天津滨海餐厨垃圾处理项目	400 吨/日	BOO	30 年	运营（为天津市滨海新区首个有机废弃物综合利用处置项目，项目建成后将填补新区餐厨垃圾处理设施空白）
石家庄餐厨垃圾处置中心项目	600 吨/日	BOO	28 年	运营（为全国首批 33 个试点城市项目之一）
郑州市侯寨餐厨垃圾处理项目	330 吨/日	BOT	20 年	运营（二七区、中原区、管城区及金水区）
成都市温江区餐厨垃圾委托运营项目	300 吨/日	托管	委托运营年限为 5 年	托管运营
邢台市餐厨垃圾粪便无害化处理项目	150 吨/日	托管	委托运营年限为 8 年	托管运营
合计	5610 吨/日			

数据来源：公司2025 年年报，西南证券整理

2022 年以来，公司环保无害化处理规模逐步攀升，2022 年处理效率较低的原因主要系大部分项目为 2022 年并购取得，管理水平和工艺水平差异较大，公司通过标准化和技术改造，促进处理效率逐步提升，自 2023 年以来，公司环保无害化处理业务的处理效率稳定在 69% 以上。目前，公司已经构建起“三位一体”模式，持续稳固并强化产业护城河，保持强有力的竞争地位，一是“特许经营许可”模式持续加强区域优势，公司拥有 15 个存量项目+2 个受托运营项目，持续巩固和扩大垄断优势，拓展特许经营范围、增加餐厨垃圾规模、提升收运效能并降低成本。二是“收运网络”确保全面、精准把控原材料渠道，公司以“车+人+收运商”为核心的收运网络，推动各类资源深度下沉至终端收运点，确保特许经营范围内对“餐厨垃圾、泔水油、地沟油、炸货油”全方位管控。三是“数字化平台”全流程智能化控制，公司完成“收运+处理”全链条数字化平台搭建，是目前国内最早实现从终端收运点至产品出厂全流程精准溯源和精准控制的餐厨资源化利用企业之一。

表 3：公司环保无害化处理范围包括餐厨及厨余垃圾、废弃油脂处理能力情况

业务	单位：吨/日	2025 年 1-9 月	2024 年	2023 年	2022 年
环保无害化处理	设计处理能力	5160	4830	4800	4800
	实际处理能力	4165.82	3649.28	3334.63	2442.96
	处理效率	80.7%	75.6%	69.5%	50.9%

数据来源：公司《2025 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书》，西南证券整理

3.2 油脂产品加工和销售业务

公司拥有高效预处理技术即涡流制浆系统与三相分离系统两级核心分离工序，可将固形物含水率降低到 65%以下，出渣率小于 10%，餐厨油脂提油率 4%—6%，充分实现能源的高值利用。随着公司处理能力提高，2022 年以来，公司工业级混合油自产销量也逐步提升。同时，为适应不断变化的国际 UCO 市场认证标准，提升餐厨项目在 UCO 行业的市场竞争力，公司致力于探索数字化赋能餐厨垃圾分收运处的全链条工作，自主研发了数字化溯源系统，通过区块链技术、物联网边缘设备和最优化算法，实现对各项目的餐厨垃圾收集运输处置的全过程数字化溯源管理。该系统已取得包括 1 项国家发明专利在内的 25 项知识产权，覆盖收运点管理、服务化平台、人员管理、车辆管理、数据统计等重点应用场景。对提升收运工作效率，改善垃圾分类质量，优化收运服务体系，精细化垃圾收运过程，优化数据管理方式等具有重要意义。数字化溯源的推广工作将会影响中国 UCO 行业和公司自身健康的发展，是实现公司未来战略发展的重要支撑与保障。

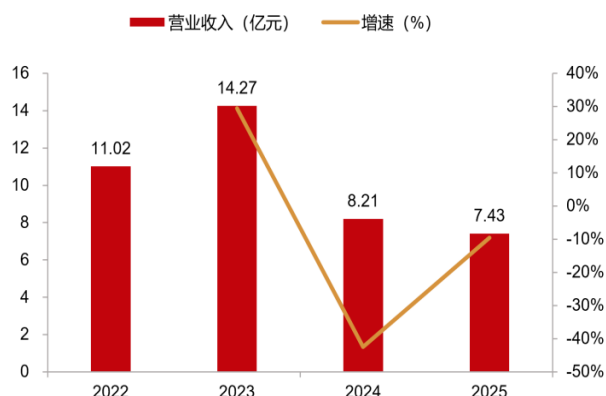
表 4：公司主要油脂产品产销量情况

业务	项目	2025 年 1-9 月	2024 年度	2023 年度	2022 年度
工业级混合油	自产量（吨）	56633.88	74033.77	68439.11	30393.96
	外采量（吨）	32853.53	56788.2	139262.62	83921.34
	总销量（吨）	90555.07	130821.96	207701.73	114315.29
	产销率	101.2%	100.6%	99.6%	100.0%
酸化油	产量（吨）	-	7044.58	16406.61	21987.72
	销量（吨）	-	7487.92	18792.64	21987.72
	产销率	-	106.3%	114.5%	100.0%

数据来源：公司《2025 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书》，西南证券整理

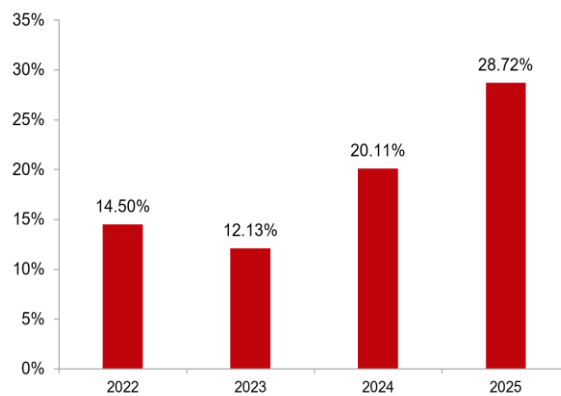
2025 年，为灵活响应市场客户需求，差异化供给终端产品，公司规划布局精炼工业级混合油。精炼后的高品质 UCO，通过脱除杂质、调整理化性质等工艺优化，在杂质含量、稳定性等指标上优于市场常规 UCO，更具市场竞争力，并且契合油脂精炼产业绿色环保的发展趋势，精炼过程使用能源大部分为绿色能源，可进一步提高 UCO 的绿色属性。公司通过欧盟可持续和碳认证（ISCC），获得 UCO 销往欧盟各国的通行证，搭建了一条欧盟各国的销售渠道，未来随着油脂收集力度的持续加大，有望进一步增厚公司业绩。

图 13：公司油脂产品加工和销售业务营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 14：公司油脂产品加工和销售业务毛利率

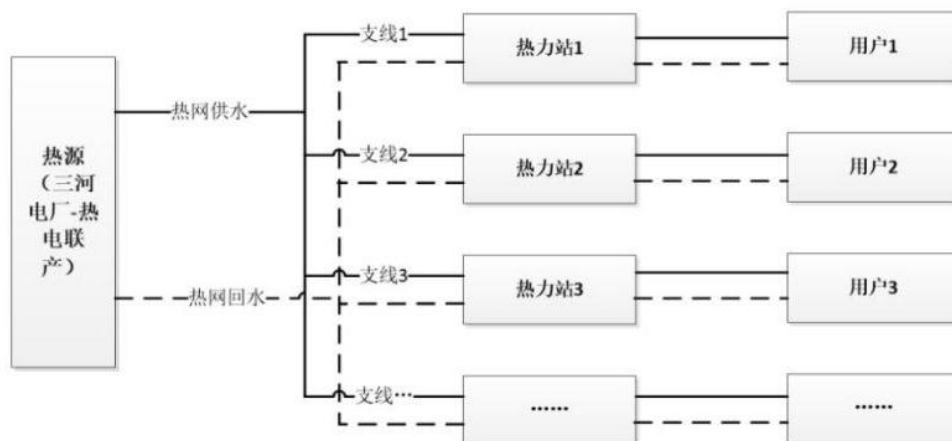


数据来源：iFinD，西南证券整理

3.3 城市清洁供暖业务

新城热力主要以城市清洁供暖为主营业务，是集供热服务、供热项目投资运营、合同能源管理、供热技术咨询服务于一体的专业化城市能源服务企业，截至报告期末，新城热力实际运行 96 座热力站，7 座燃气锅炉房，8 万余户，管理面积约 960 万平米，全面服务北京城市副中心区域。新城热力集中供热业务，主要流程包括：首先，向上游三河热电厂热电联产采购热能；其次，通过供热管网（一次管网）将热能输送到热力站，在热力站内通过换热器置换出符合供热需求的循环水，利用循环水泵，通过供热管网（二次管网）将热能送至用户。

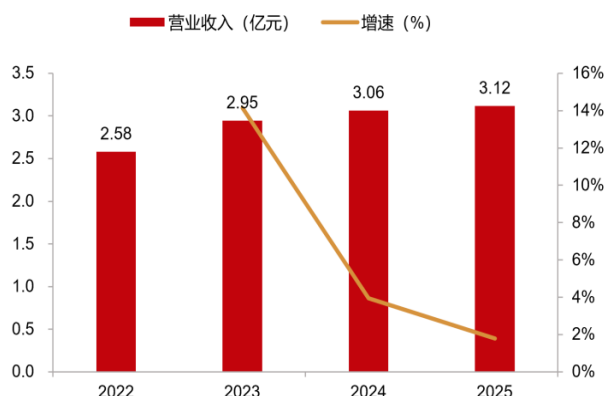
图 15：新城热力集中供热业务流程图



数据来源：公司2025 年年报，西南证券整理

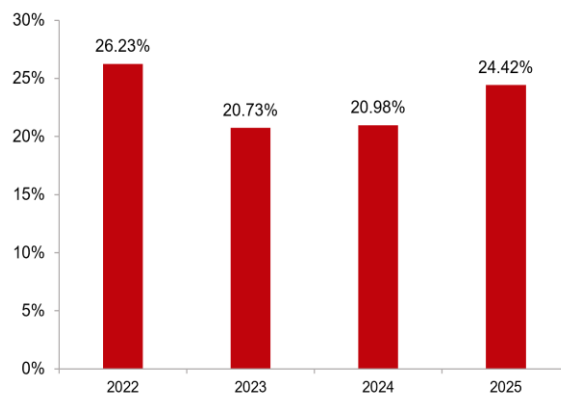
同时，新城热力近年来积极响应国家“双碳”战略，积极探索新能源与可再生能源供能，系统推进绿色低碳转型。依托市政热网基础，探索可再生能源耦合供能新模式，并在中深层地热、浅层地热、空气能等多能互补方面实现项目落地。与科研机构及产业链上下游企业深度合作，积极布局耦合供能项目，推动可再生能源规模化应用。2025 年公司供暖业务实现营收 3.12 亿元，较上年同期增长 1.78%，未来，新城热力将逐步提升新能源供热占比，不断助力城市能源结构的优化和国家“3060 目标”的实现。

图 16：公司供暖业务营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 17：公司供暖业务毛利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

1) 油脂产品加工和销售：今年一季度 UCO 含税价格处于近年来较高水平，展望后市 UCO 价格有望保持高位，一方面，航空业碳减排趋势下，印尼、马来西亚等国将陆续实施 SAF 添加政策，终端需求有望保持旺盛；另一方面国内废弃油脂供给相对稳定，需求旺盛有望推动供需格局趋紧。由于公司技术油脂产品自产量不断提升，成本相对可控，因此可充分享受价格上涨带来的利润增厚，因此我们预计 2026-2028 年板块营收同比增长 10%、12%、15%，UCO 高景气行情下，板块毛利率将大幅抬升至 45%、47%、50%；

2) 环保无害化处理：公司积极寻求优质餐厨项目并购机会，计划将餐厨垃圾处理能力提升至 8000-10000 吨/天，今年公司公告收购衡阳桑德项目 65% 股权，该项目地处湖南省衡阳市，经济增速稳健，餐厨垃圾含油率较高，将对公司经营业绩形成正向影响。我们预计餐厨收运处理网络将持续完善，2026-2028 年板块营收同比增长 10%、12%、15%，规模效应叠加成本管控加持下，2026-2028 年板块毛利率将逐步抬升至 16.0%、16.2%、16.5%；

3) 供暖业务：由于现有供暖区域格局稳定、新增供热面积有序扩容，业务具备强防御及稳健经营属性，我们预计 2026-2028 年公司供暖业务板块营收同比增长 2.0%、2.2%、2.5%，运营效率稳步提升下板块毛利率将逐步抬升至 24.5%、24.6%、24.7%。

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	1446.6	1563.8	1717.2	1930.4
	YoY	-0.17%	8.10%	9.81%	12.41%
	营业成本	1093.0	1048.2	1128.6	1230.8
	毛利率	24.44%	32.97%	34.28%	36.24%
油脂产品加工和销售	营业收入	742.6	816.8	914.8	1052.1
	YoY	-9.55%	10.00%	12.00%	15.00%
	营业成本	529.3	449.2	484.9	526.0
	毛利率	28.72%	45.00%	47.00%	50.00%

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
环保无害化处理	营业收入	366.9	403.6	452.1	519.9
	YoY	17.37%	10.00%	12.00%	15.00%
	营业成本	308.2	339.0	378.8	434.1
	毛利率	15.99%	16.00%	16.20%	16.50%
供暖业务	营业收入	311.8	318.0	325.0	333.2
	YoY	1.78%	2.00%	2.20%	2.50%
	营业成本	235.7	240.1	245.1	250.9
	毛利率	24.42%	24.50%	24.60%	24.70%
其他业务	营业收入	25.3	25.3	25.3	25.3
	YoY	175.83%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	19.8	19.8	19.8	19.8
	毛利率	21.51%	21.51%	21.51%	21.51%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2026-2028 年营收分别为 15.6、17.2、19.3 亿元，归母净利润分别为 1.6、2.0、2.7 亿元，EPS 分别为 0.34、0.43、0.57 元，对应 PE 分别为 18、14、11X。我们考虑到公司主营业务涵盖油脂产品加工销售、环保无害化处理、供暖业务及节能环保装备，与卓越新能、朗坤科技同属固废资源化与生物能源赛道，原料渠道、技术路径及成长逻辑高度可比，选取以上两家作为公司可比公司，2026 年可比公司平均 PE 为 13 倍。我们看好公司高毛利环保无害化处理占比持续提升、节能环保装备业务加速放量、油脂业务结构优化增效，叠加国内餐厨处理刚需扩容与 UCO 下游需求高景气，首次覆盖，建议关注。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
688196.SH	卓越新能	31.9	1.22	2.78	4	4.78	26	11	8	7
301305.SZ	朗坤科技	20.72	1.1	1.53	1.87	2.28	19	14	11	9
平均值							22	13	10	8

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

项目进展不及预期风险、政策变动风险以及地方补贴变动风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1446.57	1563.75	1717.20	1930.36	净利润	24.95	159.53	201.35	266.58
营业成本	1093.04	1048.25	1128.60	1230.83	折旧与摊销	260.61	220.76	220.76	220.76
营业税金及附加	14.88	14.76	16.94	18.63	财务费用	123.75	141.34	143.74	144.37
销售费用	0.99	1.82	1.59	2.01	资产减值损失	-20.80	0.00	0.00	0.00
管理费用	128.77	142.19	154.50	174.60	经营营运资本变动	-259.21	18.23	-79.26	-84.55
财务费用	123.75	141.34	143.74	144.37	其他	267.64	-45.48	29.40	23.45
资产减值损失	-20.80	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	396.94	494.38	515.99	570.61
投资收益	-0.16	0.87	1.13	1.47	资本支出	91.72	90.00	90.00	90.00
公允价值变动损益	-1.06	0.00	0.00	0.00	其他	-324.85	-5.20	5.00	11.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-233.13	84.80	95.00	101.02
营业利润	61.35	216.27	272.97	361.39	短期借款	101.52	-3.31	0.00	0.00
其他非经营损益	-10.66	0.00	0.00	0.00	长期借款	-89.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	50.69	216.27	272.97	361.39	股权融资	-39.05	0.00	0.00	0.00
所得税	25.74	56.74	71.61	94.81	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	24.95	159.53	201.35	266.58	其他	-44.00	-169.43	-223.56	-126.31
少数股东损益	-5.35	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-70.58	-172.75	-223.56	-126.31
归属母公司股东净利润	30.30	159.53	201.35	266.58	现金流量净额	93.21	406.43	387.43	545.32
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	295.23	701.66	1089.09	1634.41	成长能力				
应收和预付款项	479.18	406.49	481.01	562.28	销售收入增长率	-0.17%	8.10%	9.81%	12.41%
存货	40.53	35.60	43.32	46.38	营业利润增长率	5875.14%	252.50%	26.21%	32.39%
其他流动资产	117.75	126.90	139.36	156.66	净利润增长率	854.79%	539.48%	26.21%	32.39%
长期股权投资	0.61	0.61	0.61	0.61	EBITDA 增长率	30.65%	29.76%	10.22%	13.97%
投资性房地产	54.00	54.00	54.00	54.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1064.24	871.43	678.62	485.81	毛利率	24.44%	32.97%	34.28%	36.24%
无形资产和开发支出	2869.83	2762.88	2655.93	2548.98	三费率	17.52%	18.25%	17.46%	16.63%
其他非流动资产	378.75	373.83	358.97	338.43	净利率	1.72%	10.20%	11.73%	13.81%
资产总计	5300.12	5333.41	5500.90	5827.56	ROE	1.70%	9.82%	11.02%	12.74%
短期借款	983.31	980.00	980.00	980.00	ROA	0.47%	2.99%	3.66%	4.57%
应付和预收款项	315.71	298.29	330.08	355.21	ROIC	2.86%	8.51%	10.60%	13.82%
长期借款	889.71	889.71	889.71	889.71	EBITDA/销售收入	30.81%	36.99%	37.12%	37.64%
其他负债	1645.90	1540.37	1474.72	1509.68	营运能力				
负债合计	3834.63	3708.37	3674.51	3734.60	总资产周转率	0.28	0.29	0.32	0.34
股本	466.30	466.30	466.30	466.30	固定资产周转率	1.46	1.62	2.00	2.55
资本公积	957.21	957.21	957.21	957.21	应收账款周转率	3.02	3.11	3.52	3.29
留存收益	22.32	181.85	383.21	649.79	存货周转率	19.56	20.98	22.52	22.06
归属母公司股东权益	1445.80	1605.34	1806.69	2073.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.68%	—	—	—
少数股东权益	19.69	19.69	19.69	19.69	资本结构				
股东权益合计	1465.49	1625.04	1826.39	2092.96	资产负债率	72.35%	69.53%	66.80%	64.09%
负债和股东权益合计	5300.12	5333.41	5500.90	5827.56	带息债务/总负债	48.84%	50.42%	50.88%	50.06%
					流动比率	0.46	0.67	0.90	1.20
					速动比率	0.44	0.65	0.87	1.18
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.06	0.34	0.43	0.57
					每股净资产	3.10	3.44	3.87	4.45
					每股经营现金	0.85	1.06	1.11	1.22
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	445.72	578.37	637.47	726.52					
PE	95.11	18.06	14.31	10.81					
PB	1.99	1.80	1.60	1.39					
PS	1.99	1.84	1.68	1.49					
EV/EBITDA	9.93	6.93	5.69	4.25					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn