

山高环能（000803.SZ）

优于大市

Q2 油脂盈利弹性加速兑现，定增审核通过打开未来成长空间

核心观点

收入温和增长，利润增长主要由毛利率修复驱动。2026H1 公司实现营业收入 7.35 亿元，同比增长 2.62%；归母净利润 0.65 亿元，同比增长 60.47%。从利润表拆分看，公司 H1 毛利润约 2.14 亿元，同比增加约 0.42 亿元；综合毛利率 29.15%，同比提升 5.11pct。与此同时，财务费用由 0.63 亿元下降至 0.56 亿元，同比下降 10.60%，其中利息费用下降至 0.56 亿元，也是利润改善的重要贡献。

自产油脂比例提升带动毛利率大幅改善。分业务看，2026H1 公司油脂产品加工和销售收入 3.61 亿元，同比下降 2.46%，但营业成本同比大幅下降 20.90%，毛利率达到 39.51%，同比提升 14.10pct，主要系公司主动降低低附加值外采贸易油业务、提高自产油脂占比所致。供暖业务实现收入 1.81 亿元，同比增长 3.74%；毛利率 29.37%，同比提升 3.54pct。新城热力 H1 实现营业收入 1.79 亿元、净利润 0.30 亿元，仍是公司重要的稳定盈利来源。环保无害化处理业务实现收入 1.92 亿元，同比增长 12.79%，下降至 10.06%，同比下降 8.67pct，主要与郑州绿源纳入合并范围有关。

工业级混合油（UCO）价格高位运行，CORSIA 第二阶段催化需求。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。2026 年 7 月中国出口工业级混合油（UCO）的均价为 1147.1 美元/吨，达到近三年以来的价格高点，同比 2025 年 7 月增长 8.8%，环比 2026 年 6 月几乎持平，价格分位数达到历史 48%。2027 年国际航空业碳抵消与削减机制（CORSIA）第二阶段将正式启动，2026 年 7 月 16 日中国已被正式纳入 CORSIA 成员国，废弃油脂资源化利用行业景气度有望维持。

定增审核通过打开未来成长空间。8 月 27 日，公司向特定对象发行股票申请正式获得证监会注册批复，批复自同意注册之日起 12 个月内有效，定增事项进一步取得实质性进展。我们认为定增审核通过有助于进一步强化国资股东支持并显著改善公司资本结构并释放财务费用弹性，为未来产能扩张打下基础。公司运营餐厨项目处理能力已达到 5870 吨/日，衡阳项目尚未完成股权交割。公司明确提出后续计划逐步将处理能力提升至 8000—10000 吨/日。

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。我们维持原有盈利预测不变，预计 2026—2028 年公司归母净利润为 1.65/2.66/3.39 亿元，同比增速 445%/62%/27%；当前股价对应 PE=22/13/11x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,449	1,447	1,692	2,052	2,246
(+/-%)	-31.0%	-0.2%	17.0%	21.3%	9.5%
归母净利润(百万元)	13	30	165	266	339
(+/-%)	47.3%	132.4%	444.7%	61.5%	27.1%
每股收益(元)	0.03	0.06	0.35	0.57	0.72
EBIT Margin	8.8%	14.3%	16.9%	19.5%	21.3%
净资产收益率(ROE)	0.9%	2.1%	10.6%	15.4%	17.4%
市盈率(PE)	271.6	115.7	21.5	13.3	10.5
EV/EBITDA	22.3	16.5	15.8	13.0	11.7
市净率(PB)	2.48	2.43	2.28	2.05	1.82

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：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 7.53 元
总市值/流通市值 3511/3501 百万元
52 周最高价/最低价 11.27/5.86 元
近 3 个月日均成交额 86.11 百万元

市场走势



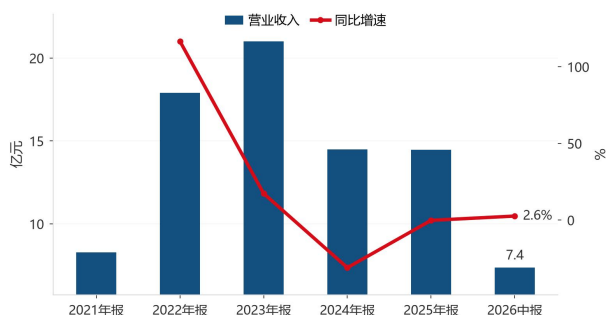
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《山高环能（000803.SZ）-业绩拐点显现，多维估值视角下的投资价值再审视》——2026-05-26
《山高环能（000803.SZ）-业绩大幅扭亏、现金流改善，定增申请获深交所受理》——2025-09-01
《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

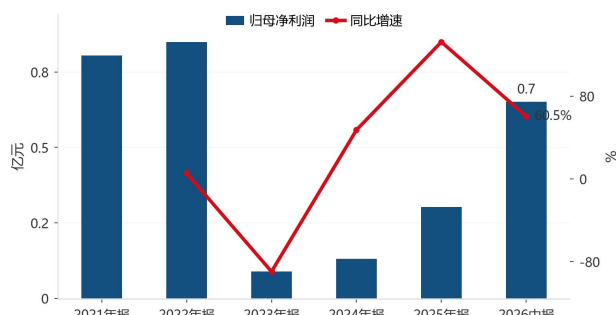
收入温和增长，利润增长主要由毛利率修复驱动。2026H1 公司实现营业收入 7.35 亿元，同比增长 2.62%；归母净利润 0.65 亿元，同比增长 60.47%。从利润表拆分看，公司 H1 毛利润约 2.14 亿元，同比增加约 0.42 亿元；综合毛利率 29.15%，同比提升 5.11pct。与此同时，财务费用由 0.63 亿元下降至 0.56 亿元，同比下降 10.60%，其中利息费用下降至 0.56 亿元，也是利润改善的重要贡献。

图1：山高环能营业收入及增速（单位：亿元、%）



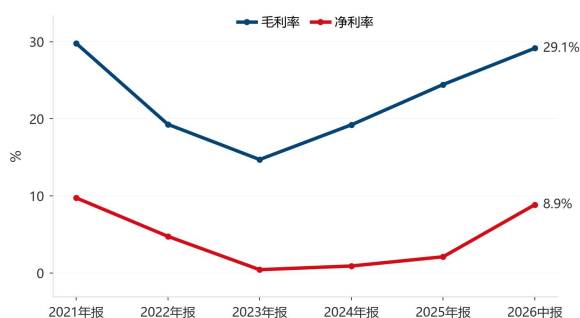
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：山高环能归母净利润及增速（单位：亿元、%）



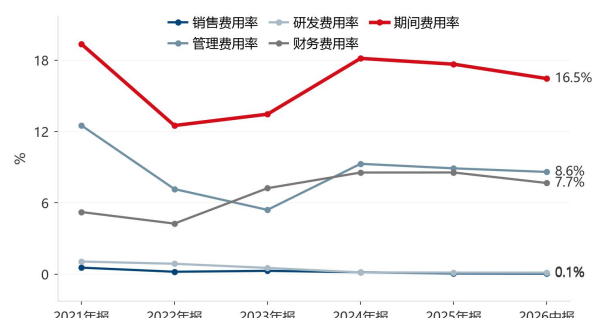
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：山高环能利润率情况（单位：%）



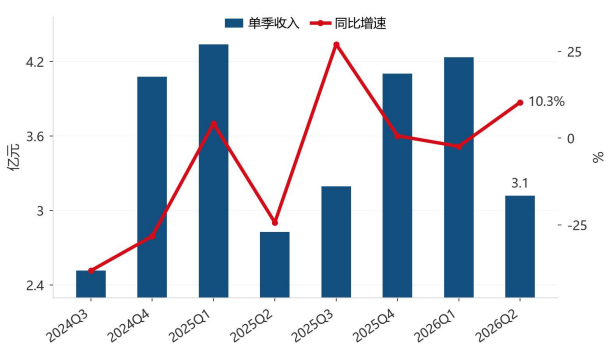
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：山高环能费用率情况（单位：%）



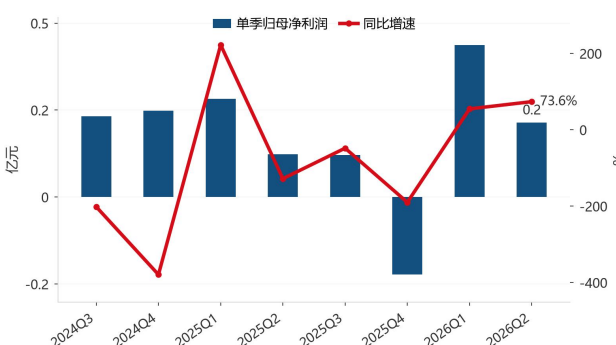
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：山高环能单季度收入情况（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6：山高环能单季度归母净利润情况（单位：亿元，%）

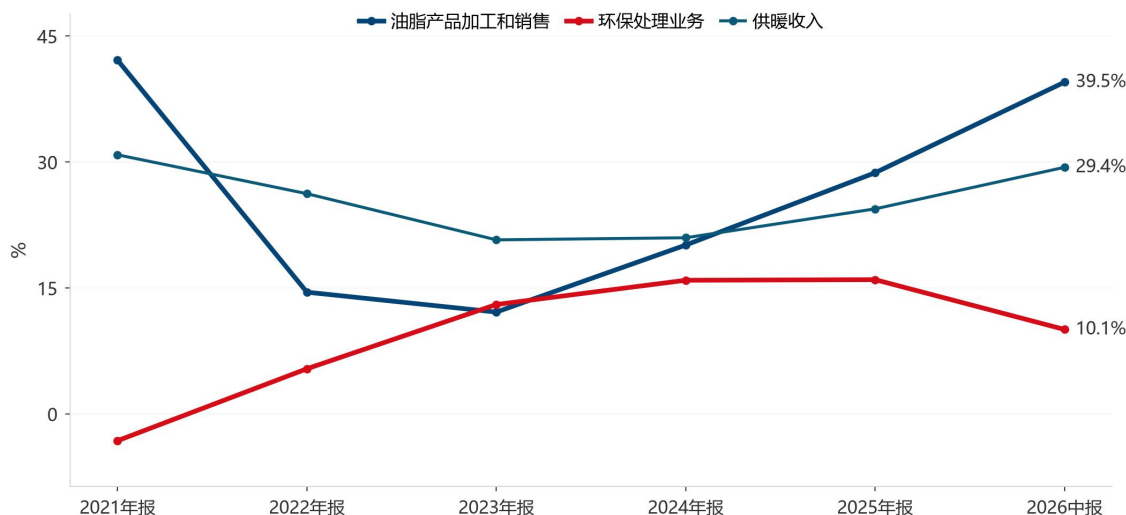


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

自产油脂比例提升带动毛利率大幅改善。分业务看，2026H1 公司油脂产品加工和

销售收入 3.61 亿元，同比下降 2.46%，但营业成本同比大幅下降 20.90%，毛利率达到 39.51%，同比提升 14.10pct，主要系公司主动降低低附加值外采贸易油业务、提高自产油脂占比所致。供暖业务实现收入 1.81 亿元，同比增长 3.74%；毛利率 29.37%，同比提升 3.54pct。新城热力 H1 实现营业收入 1.79 亿元、净利润 0.30 亿元，仍是公司重要的稳定盈利来源。环保无害化处理业务实现收入 1.92 亿元，同比增长 12.79%，下降至 10.06%，同比下降 8.67pct，主要与郑州绿源纳入合并范围有关。

图7：山高环能各业务毛利率情况

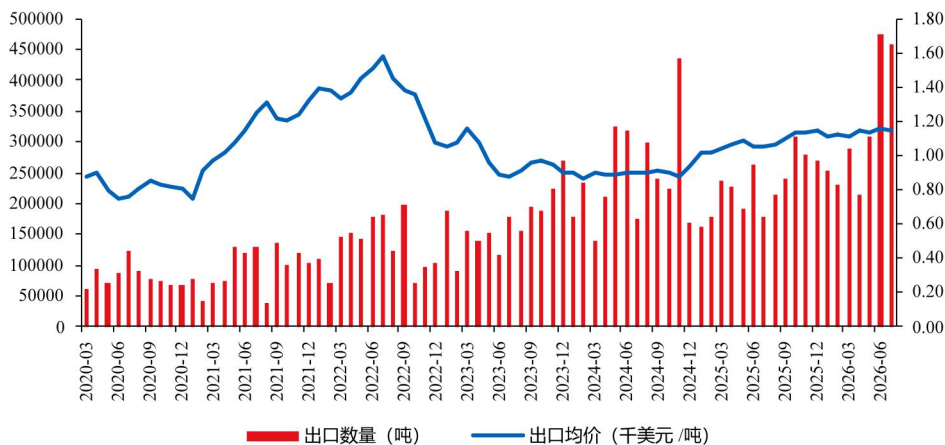


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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。2026 年 7 月中国出口工业级混合油（UCO）的均价为 1147.1 美元/吨，达到近三年以来的价格高点，同比 2025 年 7 月增长 8.8%，环比 2026 年 6 月几乎持平，价格分位数达到历史 48%。

向后展望，生物燃料终端政策有望加码，废弃油脂资源化利用行业景气度有望维持。2027 年国际航空业碳抵消与削减机制（CORSIA）第二阶段将正式启动，这一机制是国际民航组织（ICAO）为减少国际航空碳排放而提出的一项全球性市场机制，其目标是在 2050 年前实现国际航空业务净零排放。第二阶段（2027-2035 年）是强制抵消阶段，所有成员国将承担国际航班的碳抵消责任，对生物航煤需求的提升亦具有积极意义。根据 2026 年 7 月 16 日国际民航组织发布的第七版《CORSIA States for Chapter 3 State Pairs》，中国已被正式纳入 CORSIA 成员国。

图8: 2019 至今中国工业级混合油（UCO）出口量&价情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

定增审核通过打开未来成长空间。8月27日，公司向特定对象发行股票申请正式获得证监会注册批复，批复自同意注册之日起12个月内有效，定增事项进一步取得实质性进展。我们认为定增审核通过有助于进一步强化国资股东支持并显著改善公司资本结构并释放财务费用弹性，为未来产能扩张打下基础。公司运营餐厨项目处理能力已达到5870吨/日，衡阳项目尚未完成股权交割。公司明确提出后续计划逐步将处理能力提升至8000—10000吨/日。

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。我们维持原有盈利预测不变，预计2026–2028年公司归母净利润为1.65/2.66/3.39亿元，同比增速445%/62%/27%；当前股价对应PE=22/13/11x，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	178	295	625	986	1419	营业收入	1449	1447	1692	2052	2246
应收款项	354	462	540	655	717	营业成本	1171	1093	1258	1492	1602
存货净额	51	41	47	56	60	营业税金及附加	12	15	17	21	23
其他流动资产	161	135	158	192	210	销售费用	2	1	3	3	3
流动资产合计	744	933	1371	1889	2406	管理费用	135	129	126	133	137
固定资产	1157	1064	1279	1372	1452	研发费用	2	2	2	3	3
无形资产及其他	2181	2297	2206	2116	2025	财务费用	124	124	115	107	107
投资性房地产	1054	1005	1005	1005	1005	投资收益	(0)	(0)	0	0	0
长期股权投资	67	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(28)	(22)	20	10	10
资产总计	5203	5300	5863	6382	6888	其他收入	24	(2)	(2)	7	17
短期借款及交易性金融负债	1248	1381	1519	1671	1838	营业利润	1	61	190	313	401
应付款项	270	246	286	340	364	营业外净收支	6	(11)	10	10	10
其他流动负债	481	380	454	540	578	利润总额	7	51	200	323	411
流动负债合计	1999	2007	2259	2550	2779	所得税费用	5	26	30	48	62
长期借款及应付债券	979	890	1090	1140	1190	少数股东损益	(10)	(5)	5	8	10
其他长期负债	782	938	938	938	938	归属于母公司净利润	13	30	165	266	339
长期负债合计	1761	1827	2027	2077	2127	现金流量表（百万元）					
负债合计	3760	3835	4286	4628	4907	净利润	13	30	165	266	339
少数股东权益	14	20	23	28	35	资产减值准备	(12)	23	13	7	4
股东权益	1429	1446	1553	1726	1946	折旧摊销	200	237	210	230	246
负债和股东权益总计	5203	5300	5863	6382	6888	公允价值变动损失	28	22	(20)	(10)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	124	124	115	107	107
每股收益	0.03	0.06	0.35	0.57	0.72	营运资本变动	(499)	31	19	(11)	(18)
每股红利	0.00	0.00	0.12	0.20	0.25	其它	2	(28)	(9)	(2)	2
每股净资产	3.03	3.10	3.30	3.67	4.13	经营活动现金流	(269)	315	377	480	564
ROIC	1.14%	2.80%	6%	9%	10%	资本开支	0	(20)	(327)	(228)	(229)
ROE	0.91%	2.10%	11%	15%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	19%	24%	26%	27%	29%	投资活动现金流	(38)	46	(327)	(228)	(229)
EBIT Margin	9%	14%	17%	20%	21%	权益性融资	2	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	31%	29%	31%	32%	负债净变化	34	(89)	200	50	50
收入增长	-31%	-0%	17%	21%	9%	支付股利、利息	0	0	(58)	(93)	(119)
净利润增长率	47%	132%	445%	61%	27%	其它融资现金流	164	(66)	138	152	167
资产负债率	73%	73%	74%	73%	72%	融资活动现金流	233	(244)	280	109	99
股息率	0.0%	0.0%	1.6%	2.7%	3.4%	现金净变动	(74)	117	330	361	433
P/E	271.6	115.7	21.5	13.3	10.5	货币资金的期初余额	252	178	295	625	986
P/B	2.5	2.4	2.3	2.1	1.8	货币资金的期末余额	178	295	625	986	1419
EV/EBITDA	22.3	16.5	15.8	13.0	11.7	企业自由现金流	0	350	144	331	405
						权益自由现金流	0	195	384	441	531

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