山高环能（000803.SZ）

优于大市

Q3 归母净利润同比翻倍，定增落地与中航油合作打开远期成长空间

核心观点

Q3 归母净利润同比翻倍，盈利能力持续提升。2026 年前三季度公司实现营业收入 10.74 亿元，同比增长 3.67%；归母净利润 0.91 亿元，同比增长 73.29%。单 Q3 实现营业收入 3.39 亿元，同比增长 6.04%；归母净利润 0.26 亿元，同比增长 116.47%。前三季度公司综合毛利率 29.45%，同比提升 6.68pct；单 Q3 毛利率 30.10%，同比提升约 10.18pct。公司持续优化油脂业务结构，减少外采油脂加工销售，叠加运营效率提升，推动盈利能力显著改善。

财务费用持续下降，定增落地有望进一步释放利润。前三季度公司财务费用 8394 万元，同比下降 10.33%，其中利息费用 8363 万元，同比减少 960 万元，融资成本优化已经开始贡献利润增量。同时，公司管理费用同比增加 1294 万元，信用减值损失同比增加 2292 万元，对当期利润形成一定拖累。2026 年 9 月，公司完成向山东高速产业投资有限公司定向发行 1.09 亿股，发行价格 6 元/股，募集资金净额 6.46 亿元，全部用于偿还银行借款。随着募集资金投入及债务结构优化，公司财务负担有望进一步减轻，为后续盈利增长提供支撑。

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 9 月中国出口工业级混合油（UCO）的均价为 1207.4 美元/吨，达到近三年以来的价格高点，同比 2025 年 9 月增长 9.5%，环比 2026 年 8 月增长 1.9%，价格分位数达到到历史 55%。

与中航油签订战略合作协议。10 月 23 日，公司与中国航油集团石油股份有限公司签署为期 5 年的战略合作协议，拟围绕餐厨废弃油脂资源组织、贸易流通、股权投资及技术合作展开全方位协同。双方计划以京津冀、华中等中心城市为重点，推动餐厨废油收集、SAF 加工、机场加注的闭环产业链建设，并探索长期原料购销及项目股权合作。我们认为，此次合作有望帮助公司进一步扩大前端餐厨资源获取能力，增强下游销售渠道稳定性，推动公司由餐厨垃圾处理运营商向生物燃料原料综合供应商升级。

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。

投资建议：维持 “优于大市”评级。考虑到公司前三季度信用减值损失较去年同期有所增加，我们下调盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 1.31/2.54/3.24 亿元（原值为 1.65/2.66/3.39 亿元），同比增速 333%/93%/28%；当前股价对应 PE=28/14/11x，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	1,486	1,788	1,954
(+/-%)	-31.0%	-0.2%	2.8%	20.3%	9.3%
归母净利润(百万元)	13	30	131	254	324
(+/-%)	47.3%	132.4%	332.8%	93.4%	27.7%
每股收益（元）	0.03	0.06	0.23	0.44	0.56
EBIT Margin	8.8%	14.3%	18.6%	21.7%	23.7%
净资产收益率（ROE）	0.9%	2.1%	8.6%	15.0%	17.0%
市盈率（PE）	229.7	97.9	27.9	14.4	11.3
EV/EBITDA	20.7	15.3	16.1	13.2	11.8
市净率（PB）	2.10	2.05	2.39	2.16	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：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	6.36 元
总市值/流通市值	3658/2957 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	73.27 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

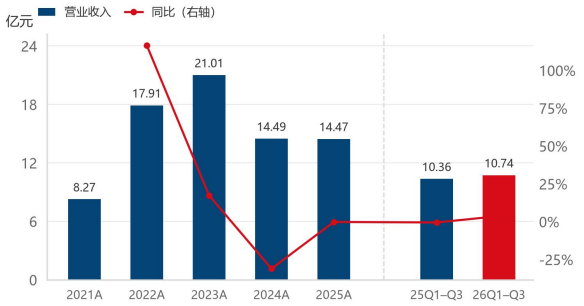
相关研究报告

《山高环能（000803.SZ）-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》 ——2026-09-06
《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 归母净利同比增长 222%》 ——2025-04-24

Q3 归母净利润同比翻倍，盈利能力持续提升。2026 年前三季度公司实现营业收入 10.74 亿元，同比增长 3.67%；归母净利润 0.91 亿元，同比增长 73.29%。单 Q3 实现营业收入 3.39 亿元，同比增长 6.04%；归母净利润 0.26 亿元，同比增长 116.47%。前三季度公司综合毛利率 29.45%，同比提升 6.68pct；单 Q3 毛利率 30.10%，同比提升约 10.18pct。公司持续优化油脂业务结构，减少外采油脂加工销售，叠加运营效率提升，推动盈利能力显著改善。

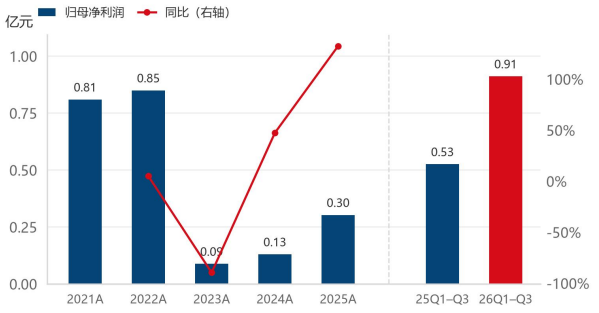
财务费用持续下降，定增落地有望进一步释放利润。前三季度公司财务费用 8394 万元，同比下降 10.33%，其中利息费用 8363 万元，同比减少 960 万元，融资成本优化已经开始贡献利润增量。同时，公司管理费用同比增加 1294 万元，信用减值损失同比增加 2292 万元，对当期利润形成一定拖累。2026 年 9 月，公司完成向山东高速产业投资有限公司定向发行 1.09 亿股，发行价格 6 元/股，募集资金净额 6.46 亿元，全部用于偿还银行借款。随着募集资金投入及债务结构优化，公司财务负担有望进一步减轻，为后续盈利增长提供支撑。

图1：山高环能营业收入及增速（单位：亿元、%）



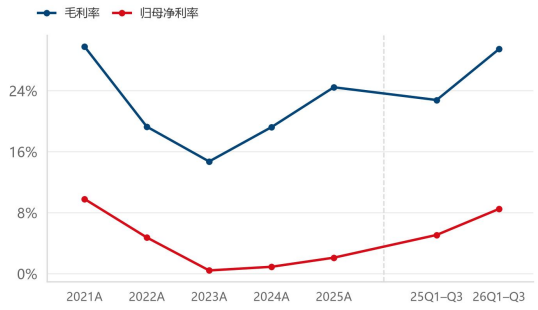
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：山高环能归母净利润及增速（单位：亿元、%）



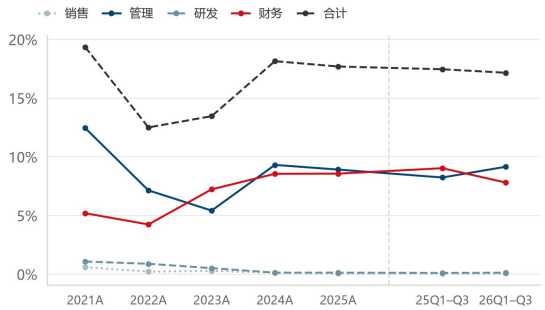
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：山高环能利润率情况（单位：%）



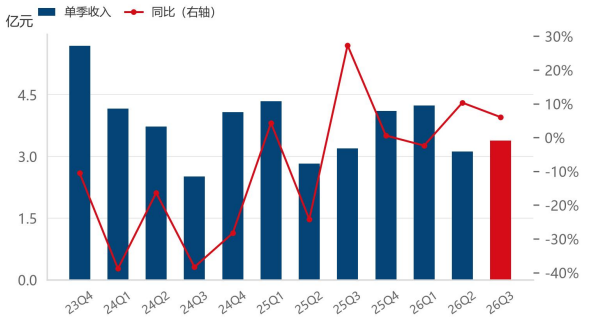
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：山高环能费用率情况（单位：%）



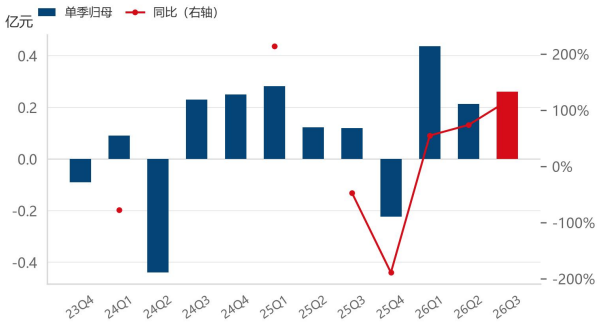
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

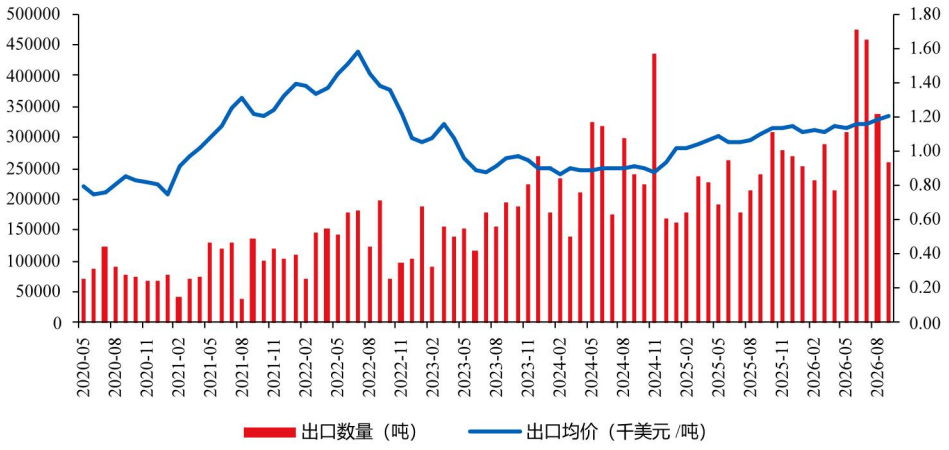
图6：山高环能单季度归母净利情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 9 月中国出口工业级混合油（UCO）的均价为 1207.4 美元/吨，达到近三年以来的价格高点，同比 2025 年 9 月增长 9.5%，环比 2026 年 8 月增长 1.9%，价格分位数达到到历史 55%。

图7：2019 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

表1：混合制非食用油脂等(15180000)-UCO（千元/吨）

2026/9/30	**8.2**
2025/9/30	7.5
年同比	9.45%
2026/8/31	8.1
月环比	1.86%
2025/12/31	7.8
年内涨幅	5.35%
最高价	10.8
最低价	5.1
当前分位数	55.12%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

与中航油签订战略合作协议。10 月 23 日，公司与中国航油集团石油股份有限公司签署为期 5 年的战略合作协议，拟围绕餐厨废弃油脂资源组织、贸易流通、股权投资及技术合作展开全方位协同。双方计划以京津冀、华中等中心城市为重点，推动餐厨废油收集、SAF 加工、机场加注的闭环产业链建设，并探索长期原料购销及项目股权合作。我们认为，此次合作有望帮助公司进一步扩大前端餐厨资源获取能力，增强下游销售渠道稳定性，推动公司由餐厨垃圾处理运营商向生物燃料原料综合供应商升级。

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。

投资建议：维持 “优于大市”评级。考虑到公司前三季度信用减值损失较去年同期有所增加，我们下调盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 1.31/2.54/3.24 亿元（原值为 1.65/2.66/3.39 亿元），同比增速 333%/93%/28%；当前股价对应 PE=28/14/11x，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	178	295	603	948	1369
应收款项	354	462	474	570	623
存货净额	51	41	39	46	49
其他流动资产	161	135	139	167	183
流动资产合计	**744**	**933**	**1255**	**1732**	**2224**
固定资产	1157	1064	1251	1344	1423
无形资产及其他	2181	2297	2206	2116	2025
投资性房地产	1054	1005	1005	1005	1005
长期股权投资	67	1	1	1	1
资产总计	**5203**	**5300**	**5719**	**6197**	**6678**
短期借款及交易性金融负债	1248	1381	1519	1671	1838
应付款项	270	246	239	279	297
其他流动负债	481	380	380	444	472
流动负债合计	**1999**	**2007**	**2137**	**2394**	**2607**
长期借款及应付债券	979	890	1090	1140	1190
其他长期负债	782	938	938	938	938
长期负债合计	**1761**	**1827**	**2027**	**2077**	**2127**
负债合计	**3760**	**3835**	**4165**	**4471**	**4734**
少数股东权益	14	20	23	29	37
股东权益	1429	1446	1531	1696	1907
负债和股东权益总计	**5203**	**5300**	**5719**	**6197**	**6678**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.03	0.06	0.23	0.44	0.56
每股红利	0.00	0.00	0.08	0.15	0.20
每股净资产	3.03	3.10	2.66	2.95	3.32
ROIC	1.14%	2.80%	6%	8%	10%
ROE	0.91%	2.10%	9%	15%	17%
毛利率	19%	24%	28%	30%	32%
EBIT Margin	9%	14%	19%	22%	24%
EBITDA Margin	23%	31%	33%	35%	36%
收入增长	-31%	-0%	3%	20%	9%
净利润增长率	47%	132%	333%	93%	28%
资产负债率	73%	73%	73%	73%	71%
股息率	0.0%	0.0%	1.5%	3.0%	3.8%
P/E	229.7	97.9	27.9	14.4	11.3
P/B	2.1	2.1	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	20.7	15.3	16.1	13.2	11.8

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1449**	**1447**	**1486**	**1788**	**1954**
营业成本	1171	1093	1069	1249	1334
营业税金及附加	12	15	15	18	20
销售费用	2	1	3	2	2
管理费用	135	129	122	128	131
研发费用	2	2	2	2	3
财务费用	124	124	116	108	108
投资收益	(0)	(0)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(28)	(22)	(10)	10	10
其他收入	24	(2)	(2)	8	17
营业利润	1	61	150	300	386
营业外净收支	6	(11)	10	10	10
利润总额	**7**	**51**	**160**	**310**	**396**
所得税费用	5	26	24	46	59
少数股东损益	(10)	(5)	5	10	12
归属于母公司净利润	**13**	**30**	**131**	**254**	**324**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	13	30	131	254	324
资产减值准备	(12)	23	11	7	4
折旧摊销	200	237	210	230	246
公允价值变动损失	28	22	10	(10)	(10)
财务费用	124	124	116	108	108
营运资本变动	(499)	31	(12)	(19)	(22)
其它	2	(28)	(8)	(1)	4
经营活动现金流	**(269)**	**315**	**342**	**460**	**546**
资本开支	0	(20)	(327)	(228)	(229)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	**(38)**	**46**	**(327)**	**(228)**	**(229)**
权益性融资	2	0	0	0	0
负债净变化	34	(89)	200	50	50
支付股利、利息	0	0	(46)	(89)	(113)
其它融资现金流	164	(66)	138	152	167
融资活动现金流	**233**	**(244)**	**292**	**113**	**104**
现金净变动	**(74)**	**117**	**307**	**345**	**421**
货币资金的期初余额	252	178	295	603	948
货币资金的期末余额	178	295	603	948	1369
企业自由现金流	0	350	105	312	389
权益自由现金流	0	195	345	422	515

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