



买入（首次）

所属行业：基础化工/化学制品
当前价格(元)：46.32

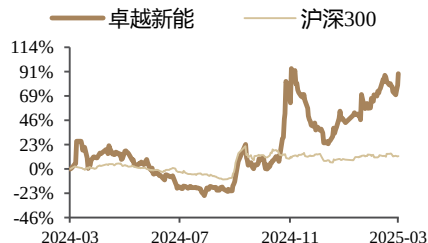
证券分析师

王华炳
资格编号：S0120524100001
邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

研究助理

王友舜
邮箱：wangys5@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.35	21.25	30.88
相对涨幅(%)	7.51	18.99	32.55

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

卓越新能（688196.SH）：从危到机， 酯基生物柴油龙头的进击之路！

投资要点

- 卓越新能：中国生物柴油工业化生产先驱。**公司是我国第一家从事废油脂制备生物柴油的技术研发并率先实现工业化生产的企业，围绕“生物质能化一体化”产业布局持续加大科研投入，基于废弃油脂和生物柴油开发应用的产业链不断丰富，产品附加值和废弃油脂的综合利用率不断提升。截至 2024 年 6 月，公司生物柴油产能规模约 50 万吨，生物基材料产能规模达 9 万吨，生物柴油产量和出口量连续多年位列国内同类企业前列。
- 生物柴油紧平衡格局延续，关注原料替代与贸易突围。**酯基生物柴油是当前应用最广泛的生物柴油类型，占比超 85%。原料替代方面，废弃油脂因其减排效益最优，并不占用耕地面积，且欧美国家已明确限制粮食基原料使用比例，显示出较大替代潜力。价格复盘来看，在当前植物油价格高企，对酯基生物柴油价差已长期位于负值的背景下，废弃油脂原料性价比日益凸显，价格联动重心或逐步迁移至废弃油脂。贸易突围方面，欧盟贸易保护手段愈演愈烈，2023-2024 年反倾销调查期间，我国生物柴油行业盈利已无法保障绝大多数企业可持续经营，我们认为未来能够以海外自主销售网络、供应链重构等方式突破贸易壁垒的企业或将率先确立竞争优势。供需格局方面，供给侧看，在粮食基原料使用上限以及烃基生物柴油高速发展的双重挤压下，未来或将以提高产能利用率为主，供给侧新增投放或有限。需求侧看，近年来伴随如印尼 B40、马来西亚 B30、欧盟 RED III、以及中国生物柴油试点等政策驱动下，需求增长的长逻辑不改。综上，我们预计 2024-2026 年全球酯基生物柴油分别形成供需差 35/-12/77 万吨，或维持紧平衡态势。
- 反倾销危局催动全球布局，渠道自主重构破贸易壁垒。**2022 年底，卓越新能全资子公司新加坡卓越、荷兰卓越先后成立。**业绩韧性角度看**，公司在荷兰卓越所在地租有码头储罐，已全面深度参与欧洲当地生物燃料交易市场。2024 年我国生物柴油受反倾销调查影响，出口量同比下滑 43.0%，而卓越新能所在的福建省生物柴油出口量仅同比下降 16.6%，或反映公司海外销售网络建设成效显著，保障出口业务持续性。据公司 2024 年业绩快报，2024Q4 预计实现归母净利润 0.65 亿元，同比 +187.6%，为 2022Q4 以来首次同比增速转正，已迎来利润拐点。展望未来，海外自主销售网络加持下公司销量修复可期，结合前文所论述的生物柴油或维持紧平衡态势，同时废弃油脂成本优势预计长期托底价差，2025 年公司生物柴油业务有望维持当前盈利水平，量增价稳下，业绩仍有向上预期。**成长性角度看**，公司在新加坡卓越所在地中标购得一家从事生物燃料生产企业物业使用权，将在现有装置基础上进行改扩建，形成年产 20 万吨生物柴油规模，首次落子海外产能建设布局，预计 2025 年首期 10 万吨产能投放，有望进一步平滑欧盟贸易保护对出口业务的影响并及时把握新加坡船燃市场兴起机会。此外公司以轻资产模式布局沙特，或是快速布局海外产能和自主销售网络建设的重要一步。综合来看，公司持续巩固出海竞争优势，有望转危为机，打造长期成长性。
- 产业链延伸生物基材料，原料套利创造超额利润。**公司酯基生物柴油可副产工业甘油以及深加工天然脂肪醇产品，二者原材料定价逻辑明显，均与棕榈油/棕榈仁油价格具备较强相关性，可视为潜在的棕榈油/棕榈仁油-废弃油脂价差交易机会。2024 年 9 月起，受印尼推动 B40 生物柴油政策以及马来西亚油棕反季节减产影响，棕榈油/棕榈仁油价格持续上行，带动甘油与脂肪醇价格走高。**甘油方面**，以卓越新能 50 万吨一代生物柴油产能为例，按每吨油脂原料可副产生成 0.1 吨粗甘油，精加工后可得 0.08 吨甘油计算，理论最高可得 4 万吨甘油副产品，假设高盈利驱动下公司实际甘油产能可发挥至理论上限，有望显著增厚公司利润。**脂肪醇方**

面，公司 5 万吨脂肪醇项目预计于近期投产，由于公司的脂肪醇产品可以自产的脂肪酸甲酯为原料，原料内部自给充足有保障，生产成本优势明显，亦有望为公司带来可观业绩增量。

- **盈利预测：**伴随公司海外自主销售网络优势逐步兑现、副产物涨价行情下的显著业绩增厚，以及考虑到公司 5 万吨脂肪醇项目存在投产预期，我们假设新项目产能爬坡与产销顺利，则公司利润有望实现快步增长。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.57、6.34、7.92 亿元，同比+99.1%、+304.8%、+25.0%，对应 EPS 分别为 1.30、5.28、6.60 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策推进不及预期、原材料价格大幅波动、贸易摩擦风险、生物柴油副产物价格大幅回调、脂肪醇等项目建设进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	120.00		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	120.00	营业收入(百万元)	4,345	2,812	3,577	5,213	6,549
52 周内股价区间(元):	18.28-47.50	(+/-)YOY(%)	40.9%	-35.3%	27.2%	45.7%	25.6%
总市值(百万元):	5,238.00	净利润(百万元)	452	79	157	634	792
总资产(百万元):	3,485.47	(+/-)YOY(%)	31.0%	-82.6%	99.1%	304.8%	25.0%
每股净资产(元):	22.75	全面摊薄 EPS(元)	3.76	0.66	1.30	5.28	6.60
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	11.7%	7.7%	9.1%	16.6%	15.9%
		净资产收益率(%)	16.2%	2.9%	5.6%	18.9%	19.7%
		资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

内容目录

1. 生物质能化一体化布局，打造生物柴油行业龙头	7
1.1. 酯基生物柴油标杆龙头，产销与出口量行业第一	7
1.2. 财务分析：公司经营持续稳健，业绩实现逆势修复	9
2. 生物柴油紧平衡格局延续，关注原料替代与贸易突围	12
2.1. 原料替代重构成本逻辑，贸易壁垒突围强者愈强	12
2.2. 供给趋缓需求稳增，供需或维系紧平衡	16
3. 海外渠道+生物基材料布局，塑造公司核心竞争力	17
3.1. 先行布局海外渠道，平滑贸易保护影响	17
3.2. 提前布局生物基材料，涨价带动业绩增厚	19
3.2.1. 成本推动下甘油价格快步上行，公司副产规模较大或增厚利润	19
3.2.2. 5 万吨脂肪醇项目将投产，有望显著增厚公司利润	21
4. 盈利预测与估值	25
5. 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司以生物柴油为主并衍生深加工生物基材料的“生物质能化一体化”产业布局	8
图 2: 卓越新能股权结构 (截至 2024Q3)	9
图 3: 2019-2024Q1-3 公司营业收入及同比	10
图 4: 2024Q1-3 公司归母净利润降幅已显著收窄	10
图 5: 2019-2024H1 卓越新能分产品营业收入结构	10
图 6: 2019-2024H1 卓越新能分产品毛利润结构	10
图 7: 2019-2024H1 公司各项费用率总体保持稳定	11
图 8: 公司持续发力海外市场销售渠道建设	11
图 9: 2019-2024Q1-3 公司经营性现金流及同比增速	11
图 10: 生物柴油产业链及对应环节上市公司	12
图 11: 原料成本对生物柴油价格的传导机制较为有效	13
图 12: 酯基生物柴油-地沟油价差	14
图 13: 酯基生物柴油-潞水油价差	14
图 14: 酯基生物柴油-菜籽油价差	14
图 15: 酯基生物柴油-大豆油价差	14
图 16: 酯基生物柴油-棕榈油价差	14
图 17: 欧盟反倾销调查对生物柴油价格负面影响较明显	15
图 18: 卓越新能持续发力海外布局	18
图 19: 卓越新能荷兰子公司位于鹿特丹港	18
图 20: 卓越新能新加坡子公司位于新加坡港	18
图 21: 2024 年福建省生物柴油出口量降幅显著小于全国水平	19
图 22: 2024 年我国对新加坡生物柴油出口占比显著上升	19
图 23: 以出口量跟踪公司业绩增速的准确性逐渐失真	19
图 24: 23Q4 后公司存货水平显著上升	19
图 25: 甘油产业链	20
图 26: 2024 年下半年以来棕榈油价格大幅上涨	20
图 27: 甘油价格步入上行通道	20
图 28: 脂肪醇常见制备工艺	21
图 29: 脂肪醇产业链	22
图 30: 2024 年下半年以来棕榈仁油价格大幅上涨	22
图 31: 中碳脂肪醇价格主要受棕榈仁油带动大幅上涨	22
图 32: 2024 年以来棕榈仁油-地沟油价差明显放大	24

图 33: 2024 年以来棕榈仁油-漕水油价差明显放大	24
表 1: 卓越新能历史沿革	7
表 2: 公司旗下各产品产能梳理	8
表 3: 生物柴油不同原料类型及优缺点	13
表 4: 欧盟对中国生物柴油反倾销终裁税率与初裁相仿	15
表 5: 2025/2026 酯基生物柴油有望形成-12/77 万吨供需差	16
表 6: 25/26 年脂肪醇有望形成-0.1/-0.9 万吨的供需差	23
表 7: 公司主营业务分拆及盈利预测	26
表 8: 可比公司估值 (收盘价截至 2025 年 3 月 27 日)	27

1. 生物质能化一体化布局，打造生物柴油行业龙头

1.1. 酯基生物柴油标杆龙头，产销与出口量行业第一

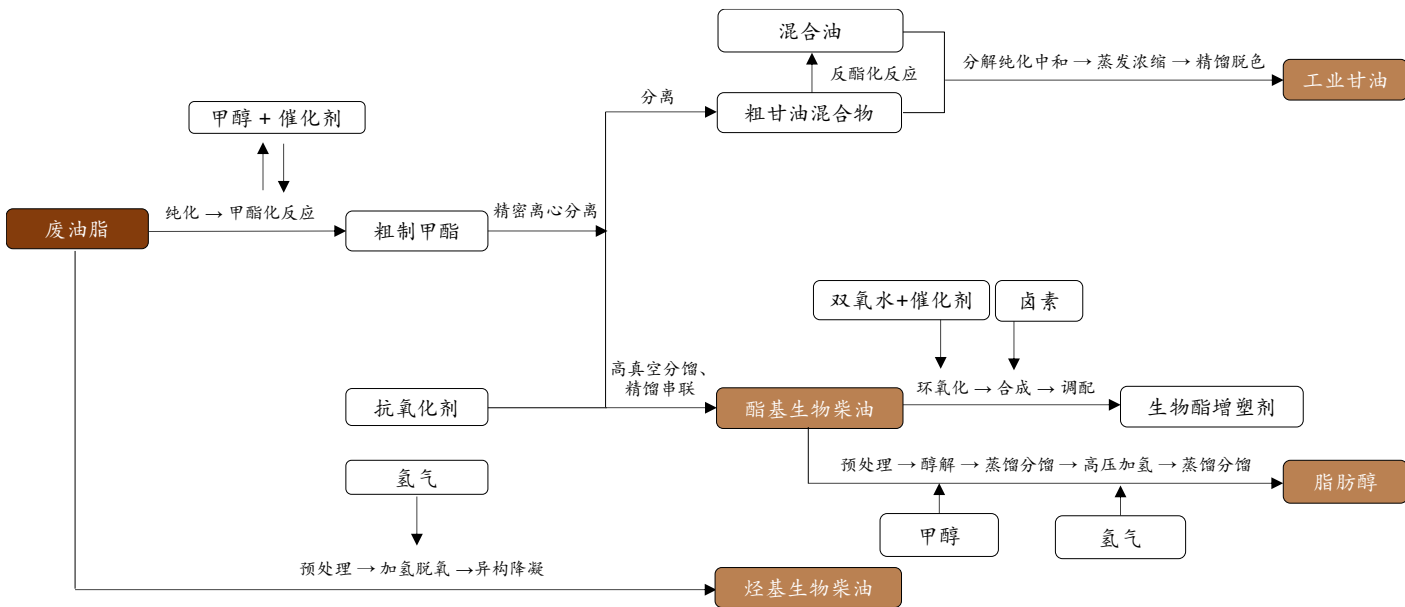
国内酯基生物柴油龙头，生物质能化一体化布局。卓越新能是国内第一家从事废弃油脂制备生物柴油的技术研发并率先实现工业化生产的企业，也是目前国内产销量和出口量最大的生物柴油生产企业，并逐步形成以生物柴油为主，衍生深加工生物基材料的“生物质能化一体化”的产业布局。以此为基础，公司持续加大科研投入，基于废弃油脂和生物柴油开发应用的产业链不断丰富，产品附加值和废弃油脂的综合利用率不断提升。

表 1：卓越新能历史沿革

阶段	时间	重要事件
国内首家生柴企业， 聚焦主业砥砺前行	2001 年	公司成立，为国内第一家规模化专业从事废油脂制取生物柴油的企业
	2002 年	在福建龙岩建成第一条生物柴油生产示范线，产能 1 万吨/年，填补国内空白，技术达到国内先进水平
	2004 年	通过技改提升龙岩产线的产能至 2 万吨/年，市场份额提升
	2008 年	自主研发的生物酯增塑剂通过新产品鉴定；同年通过技改提升龙岩产线产能，并新增厦门产线，总产能达 10 万吨/年
产品获得国际认证， 迅速打开出口市场	2009 年	开始关注海外市场，生物柴油产品部分出口至韩国、中国台湾
	2011 年	通过股份制改制，整体变更为龙岩卓越新能源股份有限公司
	2012 年	通过技改，生物柴油产能达 12 万吨/年，同时解决了副产物甘油的提纯问题，新增工业甘油产品
	2016 年	通过改进生产工艺，提升生物柴油产品质量，使其满足欧美市场标准，并获得 ISCC 认证，产品直销欧盟市场，位列国内生物柴油出口量第一
生物质能化一体化， 海外渠道迅速布局	2018 年	新增龙岩第二条产线，产能提升至 24 万吨/年，连续成为中国生物柴油出口量最大的生产商
	2019 年	新建年产 2 万吨生物甘油投产、年产 3 万吨水性醇酸树脂项目试生产；年产 10 万吨生物柴油（非粮）和 5 万吨天然脂肪醇项目开工建设；2019 年 11 月公司正式在科创板上市
	2021 年	美山新厂年产 10 万吨生物柴油生产线投产，公司生物柴油总产能达 40 万吨，连续六年位列国内生产企业出口量第一
	2022 年	美山新建年产 10 万吨生物柴油生产线于年底全面完成建设并投入试生产，公司生物柴油总产能达 50 万吨；为提升综合运行能力和国际化竞争能力，公司在新加坡和荷兰设立两大海外子公司
	2023 年	新加坡与荷兰子公司深度参与当地市场交易，成为公司生物燃料全球贸易的重要平台；2023 年 11 月“厦门卓越海澳船用生物柴油应用示范项目”，已列入国家能源局的生物柴油推广应用试点公示名单
	2024 年	与中石化中海船舶燃料供应有限公司签订战略合作框架协议，加强生物柴油在船用燃料油等领域的合作和推广应用；在新加坡购得一家生物燃料生产企业物业，拟对生产设施进行改扩建，预计将形成 20 万吨/年的一代生物柴油产能；在沙特采取“软实力+轻资产”有偿服务模式，拟开展资源回收与利用和生产基地建设等合作

资料来源：公司招股说明书等公司公告、公司官网，德邦研究所

图 1：公司以生物柴油为主并衍生深加工生物基材料的“生物质能化一体化”产业布局



资料来源：卓越新能招股说明书、北京大学能源研究院《中国可持续航空燃料发展研究报告》、石油和化学工业联合会、百川盈孚等，德邦研究所

产能规模全行业领先，扩产规划进入收获期。截至 2024 年 6 月，公司酯基生物柴油产能规模约 50 万吨，生物基材料产能规模达 9 万吨，包括生物酯增塑剂 4 万吨、工业甘油 2 万吨、醇酸树脂 3 万吨。此外，公司 5 万吨天然脂肪醇项目预计于 2025Q1 投产、新加坡生产基地一期 10 万吨产能亦或在 2025 年内投产，有望进一步巩固公司生物柴油与生物基材料产能优势。

表 2：公司旗下各产品产能梳理

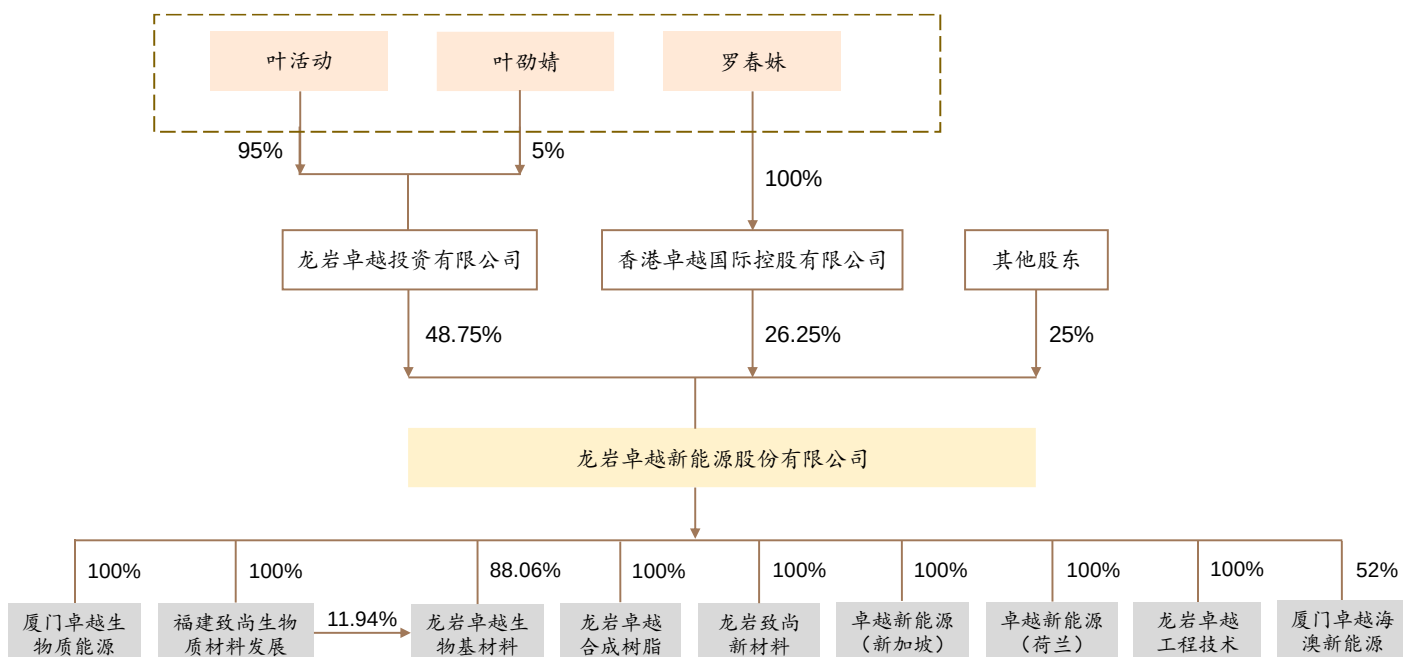
主要产品	生产基地	年产能（万吨/年）	在建/规划产能（万吨/年）
生物柴油	平林生产基地	8	
	东宝生产基地	10	
	厦门卓越生产基地	10	
	美山生产基地	20	10+10（烃基）
	新加坡生产基地（在建）		20
	沙特生产基地（规划）		轻资产模式合作
生物基材料产品	工业甘油	卓越生物基生产基地	2
	生物酯增塑剂	福建致尚生物基材料基地	4
	醇酸树脂	龙岩卓越生物基材料基地	3
	天然脂肪醇	美山生产基地	5

资料来源：公司官网、公司关于将超募资金用于烃基生物柴油生产线项目的公告等公司公告、新罗 TV 微信公众号，德邦研究所

公司股权结构高度集中，叶活动家族为实际控制人。截至 2024Q3，公司董事长叶活动通过龙岩卓越投资有限公司穿透持有卓越新能 46.31% 股份，叶劭婧通过

龙岩卓越投资有限公司穿透持有卓越新能 2.44% 股份，罗春妹通过香港卓越国际控股有限公司穿透持有卓越新能 26.25% 股份。叶活动和罗春妹夫妇及其女儿叶劭婧为一致行动人，三人同为公司实际控制人，叶活动家族合计对公司控股比例达 75%，股权结构高度集中。

图 2：卓越新能股权结构（截至 2024Q3）

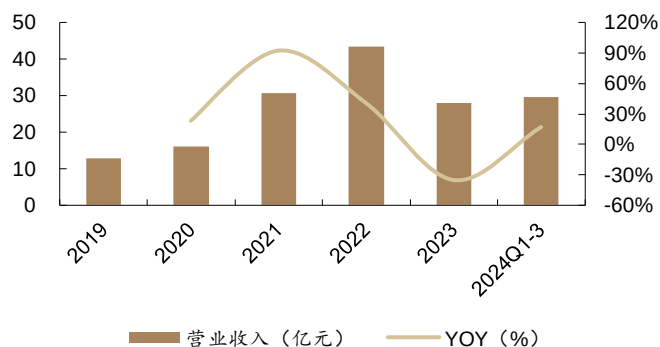


资料来源：Wind、公司 2023 年三季报及 2024 年中报，德邦研究所

1.2. 财务分析：公司经营持续稳健，业绩实现逆势修复

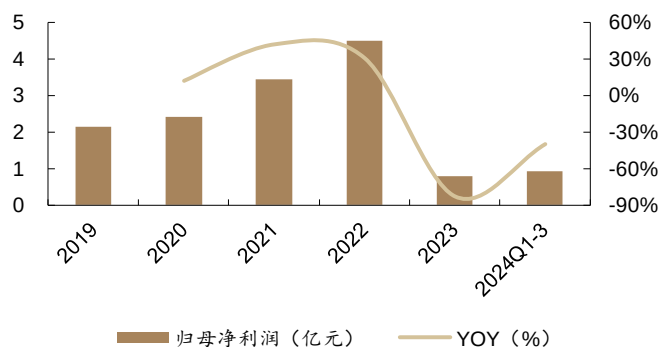
反倾销调查影响逐步消化，公司盈利能力已有所修复。2019 至 2022 年，公司营业收入由 12.95 亿元增长至 43.45 亿元。2023 年受到欧盟对华生物柴油启动多项贸易摩擦调查影响，公司生物柴油产品售价较 2022 年下降 25.90%，销量同比下降 13.07%，综合导致营业收入同比-35.29%。2024 年前三季度，公司实现营业收入 29.74 亿元，同比+17.19%，主要系公司 2023 年第四季度调整出口模式后，已在欧洲建立自主销售网络，以欧盟当地终端价格确认收入，相应收入有所增长。净利润角度看，2019 至 2022 年，公司归母净利润由 2.16 亿元增长至 4.52 亿元，2023 年净利润同比-82.60%，但 2024 年前三季度同比降幅已显著收窄至-39.66%。另据 2024 年业绩快报公告，公司全年有望实现归母净利润 1.58 亿元，预计同比+100.41%。综合来看，2024 年收入利润双双回升，或反映公司对欧盟反倾销调查的影响逐步消化，盈利能力有所修复。

图 3：2019-2024Q1-3 公司营业收入及同比



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

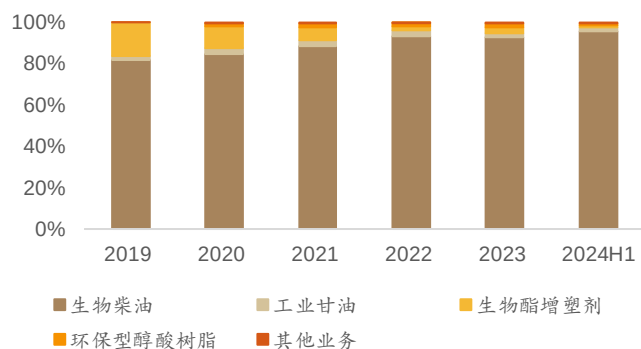
图 4：2024Q1-3 公司归母净利润降幅已显著收窄



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

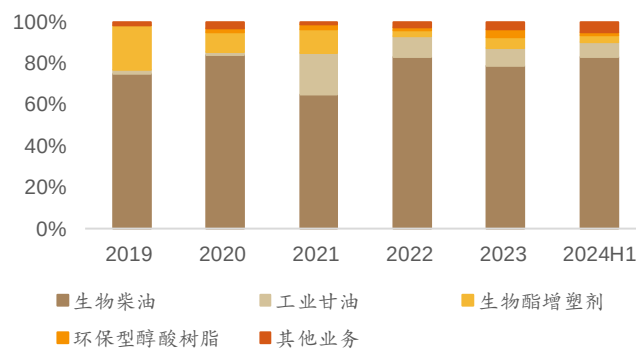
核心产品生物柴油稳定赋能，延伸生物基材料未来可期。2019-2024H1，公司核心主营生物柴油业务收入占比从 81.84%稳步提升至 95.71%；毛利润占比从 75.11%波动增长至 83.06%。其他业务方面，2024H1，工业甘油营业收入占比 1.55%，毛利润占比达 7.26%；生物酯增塑剂营业收入占比 1.24%，毛利润占比达 3.23%；环保型醇酸树脂营业收入占比 1.03%，毛利润占比 1.61%，或反映公司生物柴油主业所延伸出的生物基材料业务附加值较为可观。公司亦正积极延伸其生物基材料产业链，如天然脂肪醇等，后续有望进一步提高公司产品综合附加值，提升公司盈利水平。

图 5：2019-2024H1 卓越新能分产品营业收入结构



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

图 6：2019-2024H1 卓越新能分产品毛利润结构

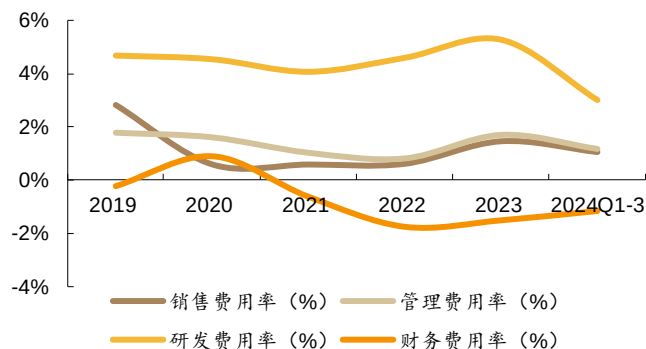


资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

费用管理能力总体较强，海外扩张短期抬升费用。2019-2024Q1-3，公司持续优化费用控制，各项费用率总体呈下降趋势。2020 年销售费用率大幅下降，主要系新收入准则下公司销售运费转入营业成本所致；2021 年以后财务费用为负，主要系利息收入增加及汇兑净损失减少。2023 年各项费用率较 2022 年略有上升，或一定程度受营业收入规模大幅缩减影响，但从具体规模来看，2023 年公司销售费用 4100.05 万元，同比+54.98%，主要系公司开拓欧洲本地市场，销售人员增

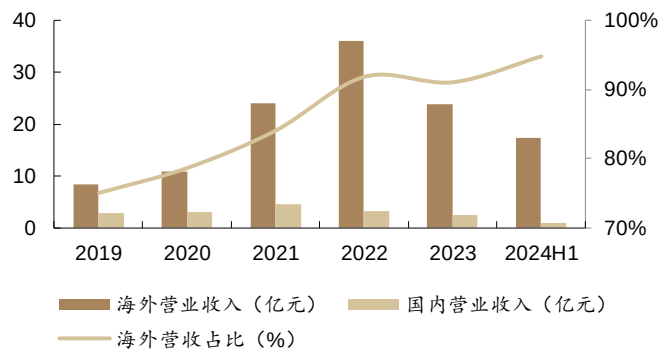
加，各港口租赁储罐费用增加所致；管理费用 4761.04 万元，同比+33.99%，主要系公司新增海外子公司，及应对欧盟调查各项费用增加所致。具体成果而言，2019-2023 年，公司海外营收占比从 75.02% 增长至 91.05%，2024H1，公司海外营收占比在欧盟生物柴油贸易保护愈演愈烈的背景下，逆势加速增长至 94.79%，较 2023 年底增长 3.74pct，或反映公司近期海外市场扩张举措收效显著。

图 7：2019-2024H1 公司各项费用率总体保持稳定



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

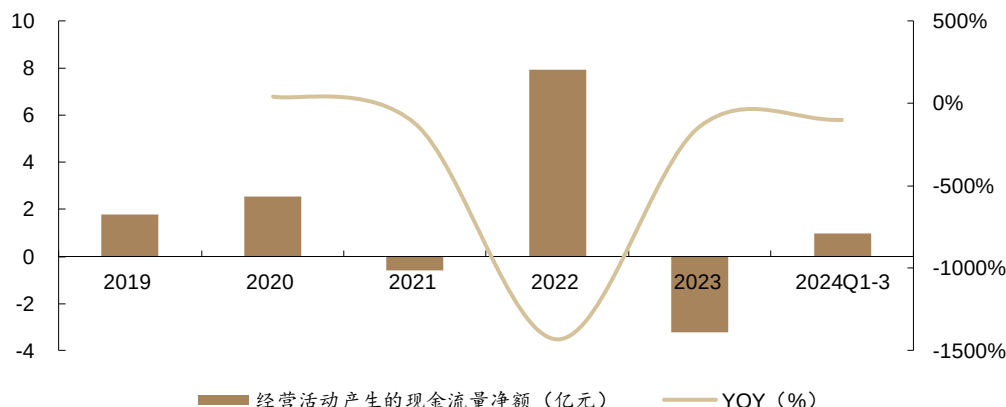
图 8：公司持续发力海外市场销售渠道建设



资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

现货交易模式盈利质量更优，公司经营性现金流逆势回升。2019-2024Q1-3，公司经营性现金流经历较大波动。2021 年经营性现金流由正转负主要系公司新厂投产，增加存货储备所致及贷款跨年收讫所致；2022 年经营性现金流强势反弹主要系公司利润变现及收回前期应收账款所致；2023 年再度转负主要系公司聚焦优质市场，在欧洲建设自主销售网络，前期业务启动所致。2024 年以来，在国内生物柴油行业不景气的背景下公司仍实现经营性现金流的大幅修复，或反映公司海外渠道建设顺利，通过海外子公司在欧洲直接销售的现货交易模式盈利质量更优，缓和欧盟反倾销制裁影响。

图 9：2019-2024Q1-3 公司经营性现金流及同比增速



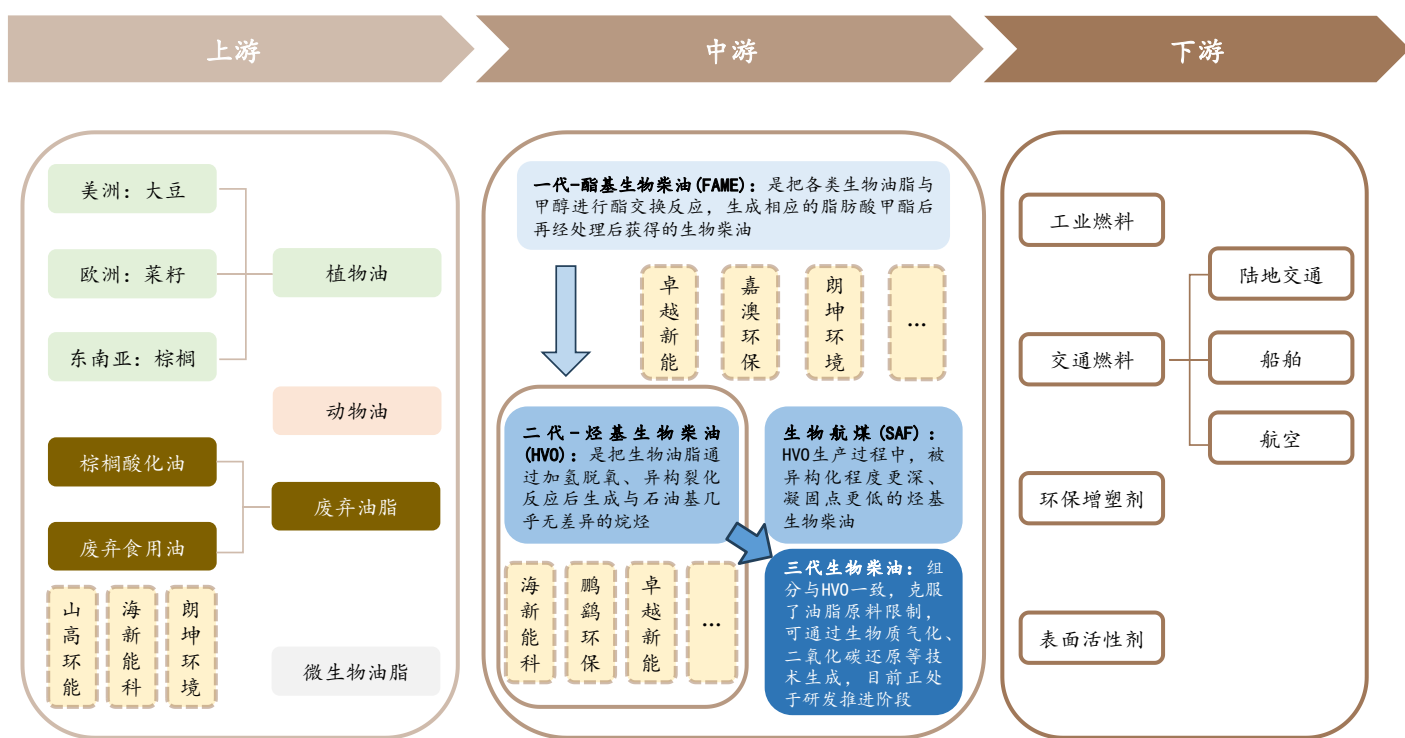
资料来源：Wind、公司公告，德邦研究所

2. 生物柴油紧平衡格局延续，关注原料替代与贸易突围

2.1. 原料替代重构成本逻辑，贸易壁垒突围强者愈强

酯基生物柴油重要性依旧。生物柴油发展至今已有三代技术路线，即依托酯化反应得到脂肪酸甲酯的一代酯基生物柴油(FAME)；通过加氢脱氧与异构化处理得到烷烃的二代烃基生物柴油(HVO)，并且其生产过程中经处理可伴生凝点更低的可持续航空燃料(SAF)；以及使用更先进的生物质气化等实验性生产技术，使之克服油脂原料限制的三代生物柴油，代表了未来发展趋势。酯基生物柴油仍是当前应用最广泛的种类，占比超 85%，在解决温室效应、环境污染、能源安全等问题仍将发挥重要作用。

图 10：生物柴油产业链及对应环节上市公司



资料来源：华经产业研究院、《国际石油经济》、中国化工经济技术发展中心、各公司公告等，德邦研究所

生物柴油原材料来源广泛，废弃油脂潜在替代空间较大。生物柴油可按原料来源分为可食用油脂、非粮油脂、废弃油脂或藻类油脂、二氧化碳或生物质。目前生物柴油原料绝大部分集中于可食用油脂、废弃油脂两类，各国的应用类型总体由原料可得性决定。棕榈油类生物柴油全球占比约为 40%，主要由印度尼西亚和欧盟生产；大豆油类生物柴油占比约为 25%，主要由美国和南美国家生产；菜籽油类生物柴油占比约为 15%，主要由欧盟生产；废弃油脂类生物柴油占比仅约为 10%，主要由中国和欧盟生产。废弃油脂目前并非生物柴油主流原料，但考虑到废弃油脂原料的生物柴油减排效益最优，欧盟对其以双倍碳减排积分计算，并且我国发展生物质能源亦有“不与人争粮，不与粮争地”的政策导向，因此以废弃油

脂为原材料的生物柴油更加符合现实需求，潜在替代空间或较大。

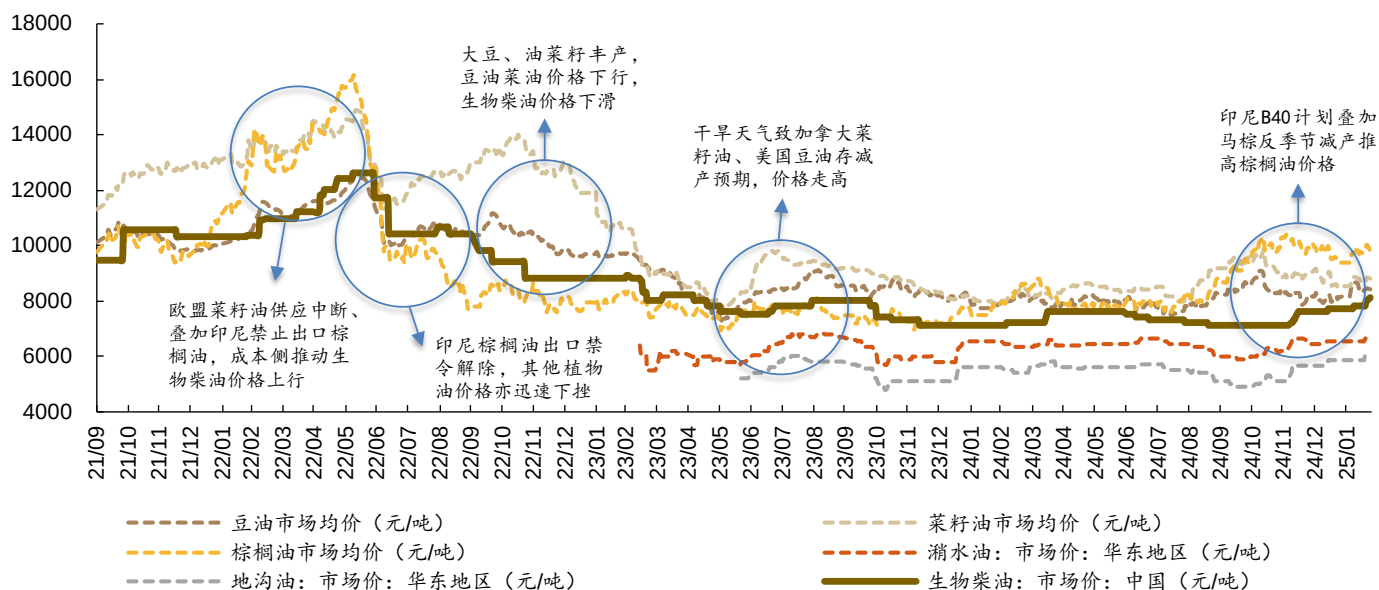
表 3：生物柴油不同原料类型及优缺点

原料	主要产地	优点	缺点
可食用油脂（菜籽、大豆、棕榈等）	菜籽油：欧洲；大豆油：美国、阿根廷、巴西；棕榈油：印度尼西亚、马来西亚、泰国	油脂含量高，收储和加工方便简单	与粮争地、与人争油，规模发展影响民生
废弃油脂（餐饮废油、煎炸油）或藻类油脂	废油：欧洲、中国；藻类：欧洲、美国、中国	废油可解决回流问题，转化率高；藻类附加值高，单位面积产油量高	废油杂质含量高，预处理要求高，收集困难；藻类成本高，差异较大
非粮油脂（麻风树种、橡胶籽、苦杏仁等）	各国均有种植，未规模化、商业化开发	荒山种植，不占用农业耕地，利于边远地区增收	油料收集和存储难度大
二氧化碳或生物质	碳捕集与储存（CCS）/碳捕集利用与储存（CCUS）产业，秸秆等物质纤维素类	利用生物、加氢或电化合成技术，具有碳中和特点	合成生物学等关键技术处于研发阶段，成本最高

资料来源：王丹等-《中国生物柴油产业面临的挑战及发展建议》，德邦研究所

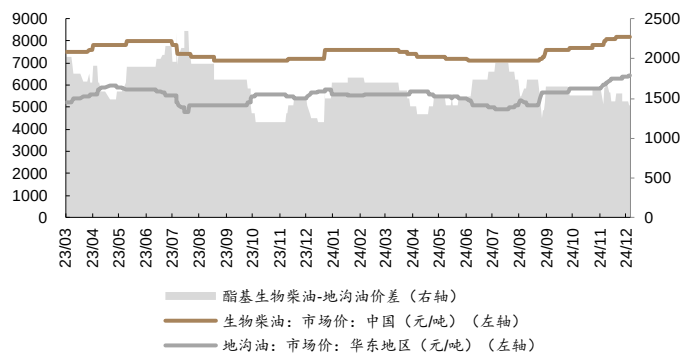
生物柴油成本侧传导机制较为有效，植物油影响力或逐步迁移至废油脂。以史为鉴，大级别的酯基生物柴油价格变动往往与植物油价格走势较为同步，尤其是棕榈油价格。从历史原料油价格来看，植物油价格水平远高于废弃油脂，并且由于废弃油脂资源从餐饮行业进行回收，基础供应相较于受气候影响大的植物油或更稳定，价格波动或较小。在当前植物油价格高企，对酯基生物柴油价差已长期位于负值的背景下，废弃油脂在生物柴油生产中的性价比日益凸显。展望未来，欧盟已明确限制粮食基原料的生物燃料使用比例在 7%，并逐步退出棕榈油等高 ILUC 风险的植物油种的使用；美国生物柴油消费量最高的加州则拟限制大豆油和菜籽油在生物柴油中的使用比例不超过 20%。总体来看，植物油与酯基生物柴油的价格联动性近年来依旧较为有效，但未来或逐步迁移重心至废弃油脂。

图 11：原料成本对生物柴油价格的传导机制较为有效



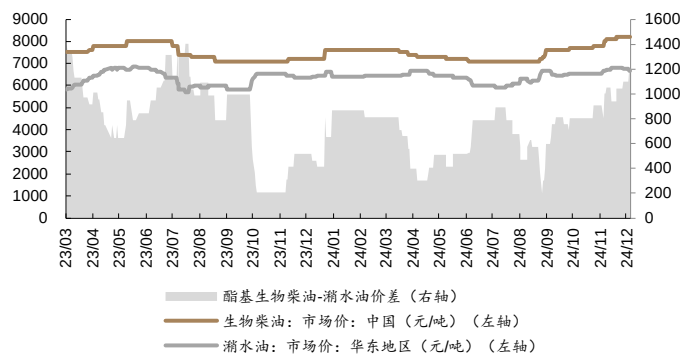
资料来源：卓创资讯、钢联数据、百川盈孚、粮油市场报、隆众资讯等，德邦研究所

图 12: 酯基生物柴油-地沟油价差



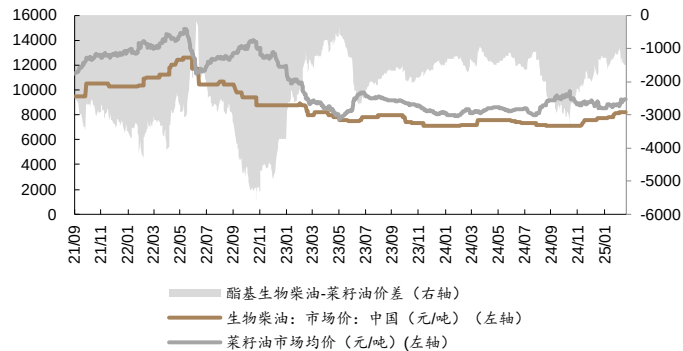
资料来源: 钢联数据, 德邦研究所

图 13: 酯基生物柴油-潮水油价差



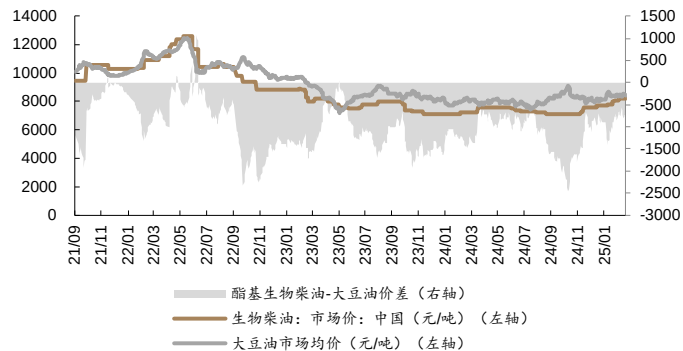
资料来源: 钢联数据, 德邦研究所

图 14: 酯基生物柴油-菜籽油价差



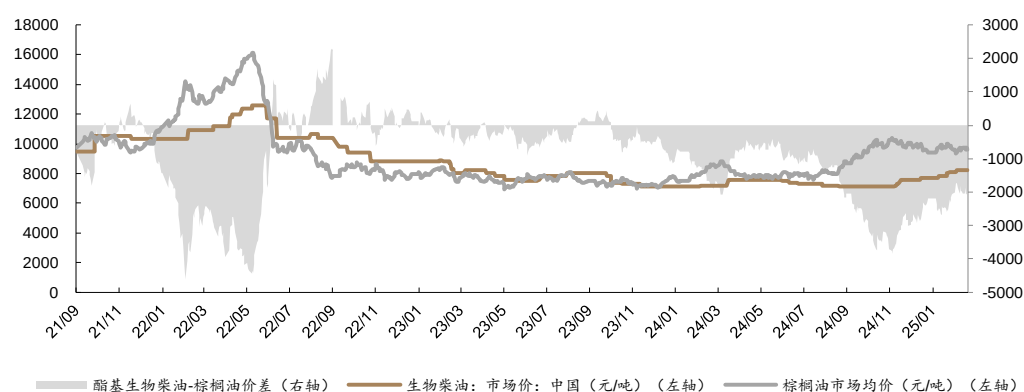
资料来源: 钢联数据、百川盈孚, 德邦研究所

图 15: 酯基生物柴油-大豆油价差



资料来源: 钢联数据、百川盈孚, 德邦研究所

图 16: 酯基生物柴油-棕榈油价差



资料来源: 钢联数据、百川盈孚, 德邦研究所

欧盟贸易保护愈演愈烈, 拖累我国生物柴油出口。由于欧盟生物柴油产业基本不具备成本优势, 在充分竞争的市场环境中抗压性较弱, 亟需保护本土生物柴油产业。同时棕榈基原料在中国出口的生物柴油原料池中的占比也逐步增长, 使得欧盟对中国生物柴油原材料标签规范性提出了质疑。

1) 2023 年 4 月,“国际可持续发展和碳认证”机构启动对中国生物柴油认证企业的审查,截至 2023 年 5 月,有 6 家中国生物柴油企业被撤销 ISCC 认证,意味着当事公司将无法再出口生物柴油至欧盟市场。

2) 2023 年 8 月,依据《反补贴条例》第 23 条,欧盟启动对来自印度尼西亚的生物柴油是否通过中国和英国规避欧盟关税的反规避调查,调查期 9 个月。

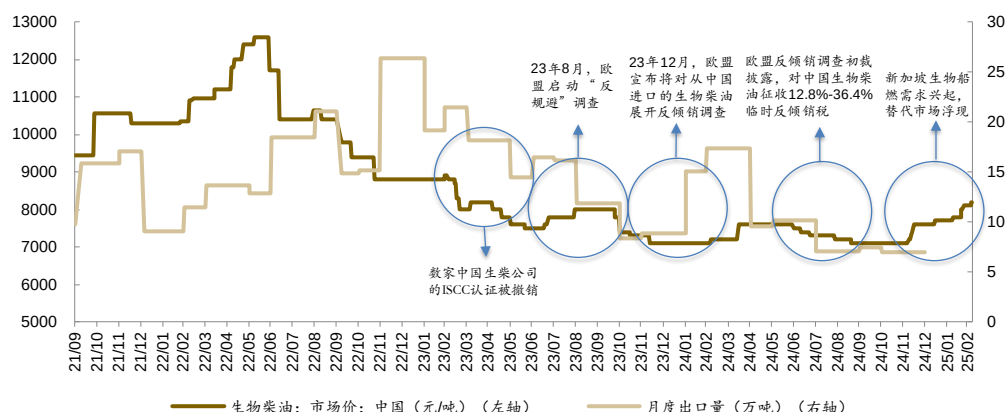
3) 2023 年 12 月 20 日,欧盟委员会对原产于中国的生物柴油发起反倾销调查。

4) 2024 年 8 月 16 日,欧盟对中国生物柴油反倾销案作出初裁,初步裁定对涉案产品征收 12.8%-36.4%的临时反倾销税。

5) 2025 年 2 月 11 日,欧盟委员会发布公告,对原产于中国的生物柴油作出反倾销肯定性终裁,对怡斯莱集团(易高生物)征收 10%反倾销税、对嘉澳环保征收 35.6%反倾销税、对卓越新能征收 23.4%反倾销税、对其他合作公司征收 21.7%反倾销税、对其他公司征收 35.6%反倾销税,较先前初裁税率仅有微弱下滑。

调查期间,我国生物柴油行业经受巨大冲击,客户采购意愿趋弱,价格持续下滑,盈利已无法保障绝大多数企业的可持续经营,并已有企业出口归零并停工停产或转而寻求开拓其他市场。我们认为未来能够以海外自主销售网络、供应链重构等方式突破贸易壁垒的企业,在此轮行业洗牌中或将率先确立竞争优势。

图 17: 欧盟反倾销调查对生物柴油价格负面影响较明显



资料来源: 钢联数据、海关总署、国际石油经济、金联创能源等, 德邦研究所

注: 2024 年初出口量逆势增长或主要系出口商在反倾销调查的 120 天安全期内加紧购进生物柴油所致

表 4: 欧盟对中国生物柴油反倾销终裁税率与初裁相仿

中国出口商/制造商	反倾销终裁税率	反倾销初裁税率
怡斯莱集团(易高生物)	10.0%	12.8%
嘉澳环保	35.6%	36.4%
卓越新能	23.4%	25.4%
其他合作公司	21.7%	23.7%
其他非应诉公司	35.6%	36.4%

资料来源: 中国能源报、中国石油石化, 德邦研究所

2.2. 供给趋缓需求稳增，供需或维系紧平衡

供给趋缓需求稳增，供需或维系紧平衡。供给侧看，2014-2023 年，全球酯基生物柴油产量稳步增长，从 2836 万吨提升至 4469 万吨，CAGR 达 5.18%。展望未来，在欧美限制粮食基原料生物柴油上限以及烃基生物柴油高速发展的双重挤压下，未来或以提高产能利用率为主，供给侧新增投放或有限。需求侧看，生物柴油下游应用集中在调和柴油，近年来伴随如印尼 B40、马来西亚 B30、欧盟 2030 年交通领域可再生能源掺混比例须达到 29%、以及中国开启生物柴油试点等政策驱动下，需求增长的长逻辑不改。我们参考 IEA 预测的全球酯基生物柴油需求，取常规情形与加速情形中值，预计 2026 年全球生物柴油需求可达 5123 万吨。综上，2024-2026 年全球酯基生物柴油预计分别形成供需差 35/-12/77 万吨，供需或维持紧平衡态势。

表 5：2025/2026 酯基生物柴油有望形成-12/77 万吨供需差

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总供给量（万吨）	3790	4000	4161	4469	4701	4944	5200
其中：							
欧盟							
产能（万吨）	1741	1759	1768	1775	1769	1752	1734
产量（万吨）	1056	1048	1111	1118	1109	1123	1138
产能利用率（%）	60.7%	59.6%	62.8%	62.9%	62.7%	64.1%	65.6%
美国							
产能（万吨）	838	803	751	695	696	683	669
产量（万吨）	605	569	540	565	413	401	390
产能利用率（%）	72.2%	70.9%	71.9%	81.3%	59.3%	58.8%	58.3%
印尼							
产能（万吨）	1000	1269	1466	1633	1633	1763	1904
产量（万吨）	748	841	960	1109	1144	1271	1411
产能利用率（%）	74.8%	66.3%	65.4%	67.9%	70.1%	72.1%	74.1%
巴西							
产能（万吨）	862	985	1203	1266	1310	1376	1445
产量（万吨）	572	605	596	663	783	847	917
产能利用率（%）	66.4%	61.4%	49.5%	52.4%	59.8%	61.6%	63.5%
中国							
产能（万吨）	240	290	308	326	352	363	374
产量（万吨）	102	107	131	197	171	189	209
产能利用率（%）	42.4%	36.8%	42.6%	60.4%	48.5%	52.1%	55.9%
其他							
产能（万吨）	707	831	823	818	1080	1113	1137
产量（万吨）							
产能利用率（%）							
总需求量（万吨）	3790	4000	4161	4469	4665	4956	5123
IEA预测全球生物柴油需求-常规情形（万吨）					4419	4577	4604
IEA预测全球生物柴油需求-加速情形（万吨）					4912	5334	5643
预计全球生物柴油需求（万吨）					4665	4956	5123
供需差（万吨）					35	(12)	77

资料来源：USDA、Statista、IEA，德邦研究所测算

3. 海外渠道+生物基材料布局，塑造公司核心竞争力

3.1. 先行布局海外渠道，平滑贸易保护影响

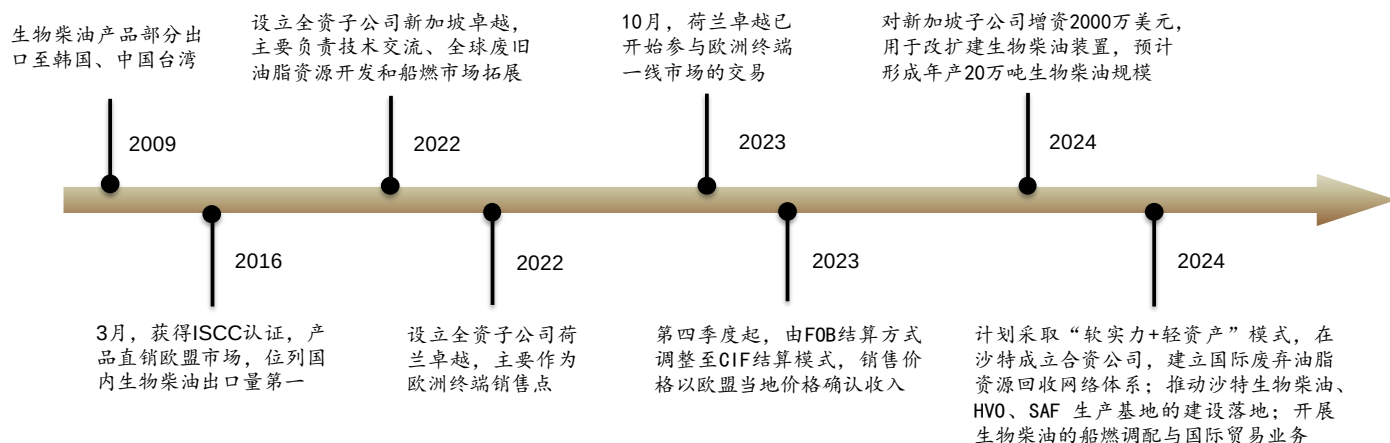
荷兰与新加坡子公司落地，深度参与当地生物柴油交易。2022 年，卓越新能全资子公司新加坡卓越、荷兰卓越先后落地，使得公司在欧盟反规避、反倾销调查背景下，仍能保证产品的正常销售，保障了出口业务的持续性。

1) 新加坡卓越：新加坡位于马六甲海峡的东南侧，扼太平洋、印度洋航运要道，拥有独特的区位优势，并与全球主要经济体签署自由贸易协定，大部分货品出口享受零关税。新加坡不仅是全球最大的船燃加注港口，且积极规划和落实海事领域的减碳计划。据新加坡海事及港务管理局（MPA），2025 年 3 月 7 日起，在新加坡注册的传统燃油船运输生物燃料混合物的允许限额将从 B25 提高到 B30。新加坡卓越在此布局全球废旧油脂资源开发和船燃市场拓展等业务，并在近期中标购得一家从事生物燃料生产企业物业使用权，将在现有装置基础上进行改扩建，形成年产 20 万吨生物柴油规模，首次落子海外产能建设布局。

2) 荷兰卓越：荷兰卓越位于荷兰鹿特丹港，该港是欧洲第一大港，也是全球最重要的物流中心之一。贸易政策方面，鹿特丹港设立了大量保税仓库，并为进口商品提供税务免交或缓缴优惠。进口商品在荷兰海关保税仓库内暂存，期间可免缴关税、增值税和消费税；进口商品如处在荷兰海关监管下运输，在到达最终消费地前可不缴纳关税和增值税；原料或半成品进入欧盟境内加工后再出口，可免缴进口关税、增值税或享受退税。荷兰卓越在此地亦租有码头储罐，已全面深度参与欧洲当地生物燃料交易市场，与国际头部能源企业建立了长期稳定的合作关系。

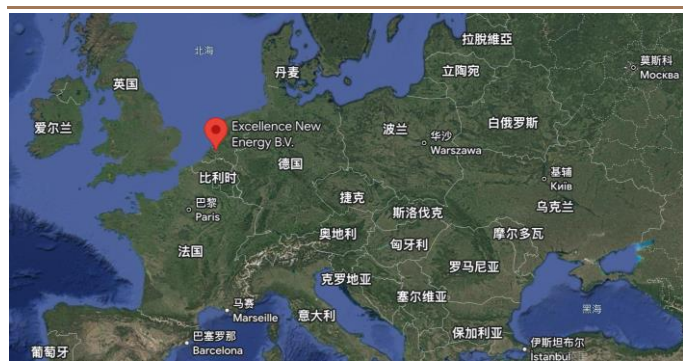
3) 轻资产布局沙特：据公司拟在沙特投资的公告，考虑到沙特是阿拉伯和伊斯兰世界的核心国家、全球投资强国和连接亚欧非三大洲的世界枢纽，石油资源丰富，拥有广泛的能源客户群体，在全球能源转型背景下，可有效链接潜在市场。公司具有生物柴油、HVO、SAF 等技术研发、工程技术应用建设的经验和优势，初步计划采取“软实力+轻资产”有偿服务模式，在沙特成立合资公司，由公司负责提供生产生物柴油、HVO、SAF 工程技术装备和建设的有偿服务，由合作伙伴提供全球废弃油脂资源收集技术经验和物联网技术解决方案、投融资便利等，开展资源回收与利用、技术研发创新、市场拓展、品牌提升和生产基地建设的合作。我们认为，公司在沙特尝试轻资产模式或是快速布局海外产能和自主销售网络建设的重要一步，未来有望持续巩固出海竞争优势。

图 18：卓越新能持续发力海外布局



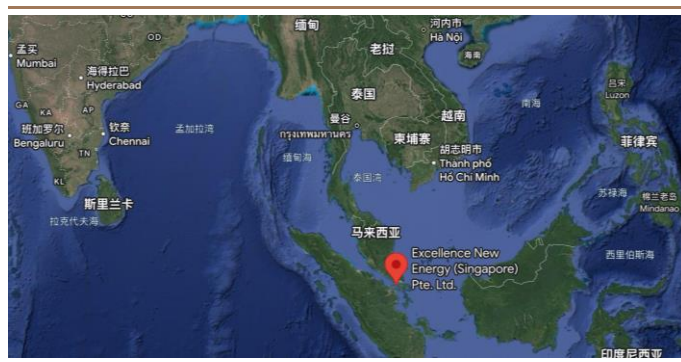
资料来源：公司招股说明书、公司投资者问答平台、公司投关活动记录等公司公告，德邦研究所

图 19：卓越新能荷兰子公司位于鹿特丹港



资料来源：谷歌地图，德邦研究所

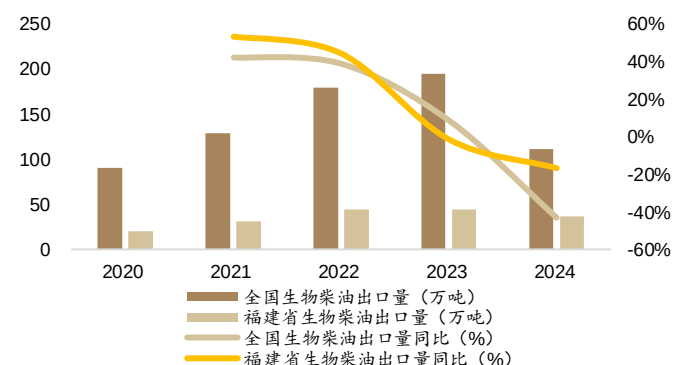
图 20：卓越新能新加坡子公司位于新加坡港



资料来源：谷歌地图，德邦研究所

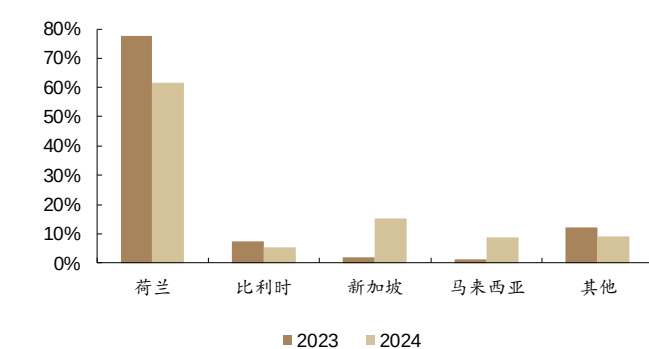
不惧欧盟反倾销制裁，海外渠道布局效果显著。自 2023 年 12 月欧盟委员会启动对华出口的生物柴油产品反倾销调查以来，国内生物柴油出口业务受到较大冲击，但即使在整体出口量显著下行背景下，公司生物柴油出口或仍旧坚挺。2024 年我国生物柴油出口量同比下滑 43.0%，而卓越新能所在的福建省生物柴油出口量仅同比下降 16.6%，或主要系公司持续推进海外布局，通过子公司荷兰卓越在欧洲自主销售生物柴油产品，并与当地新老终端用户建立深度合作关系，同时子公司新加坡卓越亦在深度参与当地市场交易，故产销未受明显影响。2024 年，我国对新加坡生物柴油出口量 16.93 万吨，出口逆势提升 374.95%，跃升为我国第二大生物柴油出口目的地。据卓创资讯和航运界，一方面系新加坡生物船燃兴起，2024Q3 生物燃料销量达到 22.7 万吨，环比+26.4%，同比+67.5%，首次取代鹿特丹港成为全球最大的生物燃料加注港；另一方面新加坡可作为生物柴油出口中转站，避免了国内出口至欧盟的反倾销关税，公司或能充分受益于在新加坡市场的提前布局，有望进一步平滑欧盟贸易保护对出口业务的影响。

图 21：2024 年福建省生物柴油出口量降幅显著小于全国水平



资料来源：海关总署、卓创资讯、德邦研究所

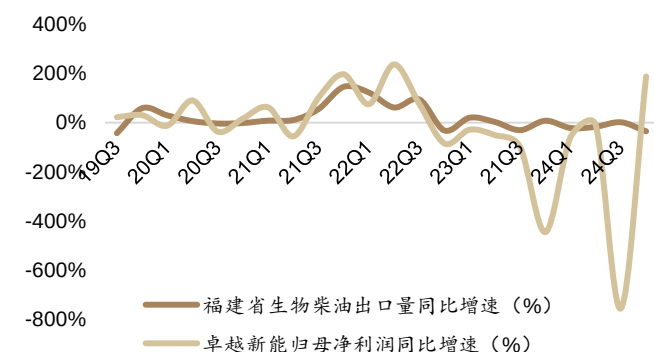
图 22：2024 年我国对新加坡生物柴油出口占比显著上升



资料来源：海关总署、德邦研究所

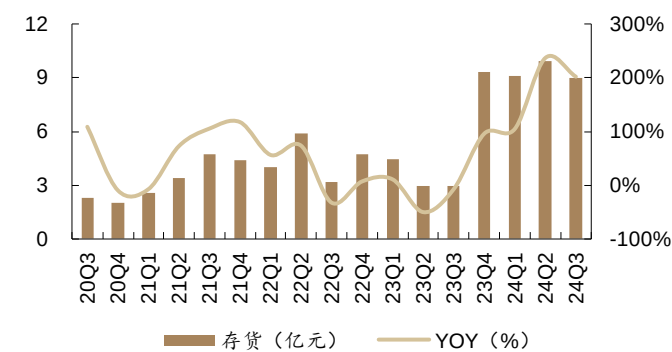
公司出口贸易策略转变，未来观测销量或更准确。23Q4 以前，卓越新能的业绩增速与发运地为福建的生物柴油出口量同比增速呈现较强的相关性。为应对欧盟反倾销调查，23Q4 以后，公司对出口模式进行了改革，由客户直接在国内港口自提，采用 FOB 的结算方式，调整为在欧洲渠道自主销售。此后以出口量跟踪公司业绩增速的准确性逐渐失真，我们认为或主要系荷兰子公司销售模式为公司先统一发运至鹿特丹港码头储罐，再按需自主销售，使出口时间节点与收入确认时间节点有所错配，与先前 FOB 模式发货后即确认收入的区别较大。结合 23Q4 起公司存货水平跃升，已从 23Q3 的 2.97 亿元增长至 24Q3 的 8.99 亿元，亦可侧面验证销售模式变化带来的差异，因此未来以公司销量为核心跟踪指标或更妥当。

图 23：以出口量跟踪公司业绩增速的准确性逐渐失真



资料来源：Wind、公司公告、海关总署、德邦研究所

图 24：23Q4 后公司存货水平显著上升



资料来源：Wind、公司公告、德邦研究所

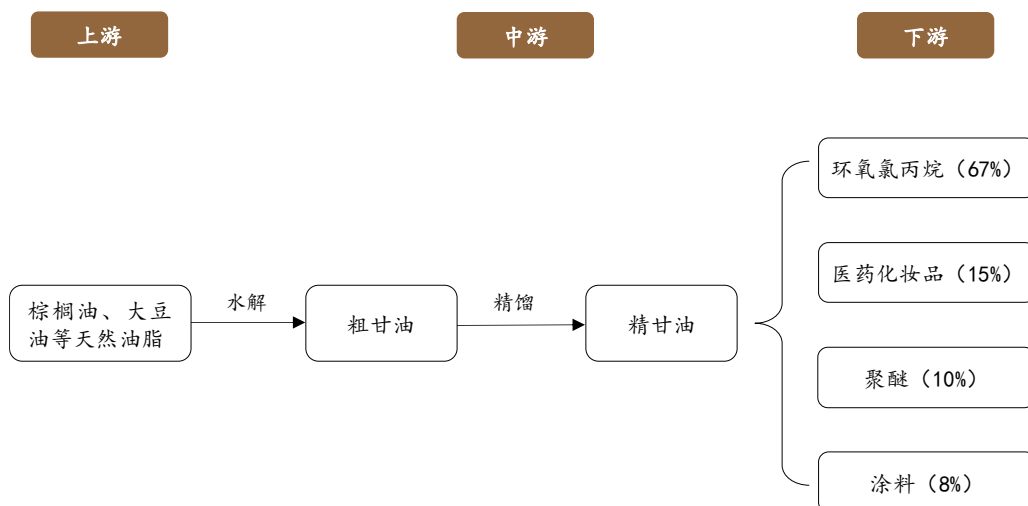
3.2. 提前布局生物基材料，涨价带动业绩增厚

3.2.1. 成本推动下甘油价格快步上行，公司副产规模较大或增厚利润

甘油的应用领域广泛，环氧氯丙烷占比最高。甘油是一种无色、无味、黏稠的液体化合物，化学式为 $C_3H_8O_3$ ，在自然界中以酯的形式广泛存在，如各种动植

物油脂都是甘油的羧酸酯。甘油是重要的基本有机化工原料，上游是棕榈油、大豆油等天然油脂，下游在工业、医药、个护等领域用途广泛，其中环氧氯丙烷是甘油最大下游应用领域，占比约 67%。

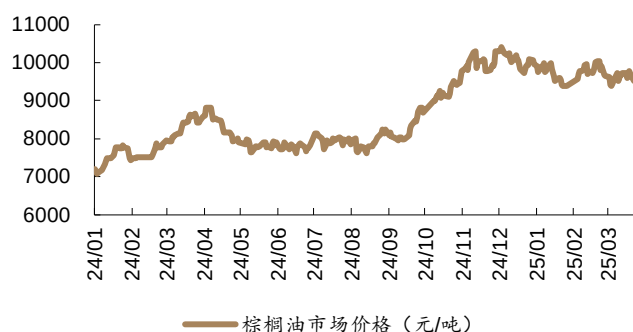
图 25：甘油产业链



资料来源：百川盈孚、卓越新能招股说明书，德邦研究所
注：下游消费结构取百川盈孚 2024 年数据

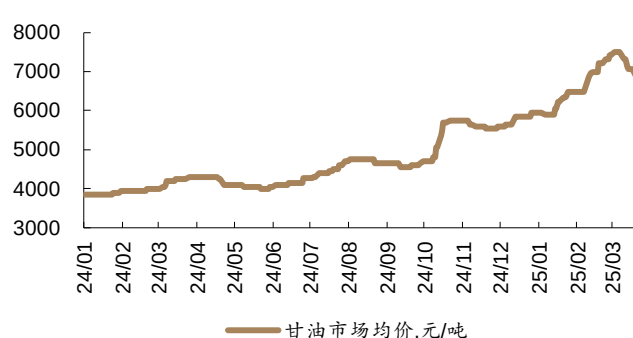
上游原料供应紧缩，甘油价格快步上行。2024 年 9 月起，棕榈油价格持续上行，主要系印尼将在 2025 年推出 B40 生物柴油政策以及测试 B50，预计棕榈油出口将受影响，同时其棕榈油产量在该国大约 40%的油棕树处于老龄化的情况下总体也出现下降。而马来西亚受强降雨天气影响，2024 年 9 月首次出现了反季节性减产，使棕榈油价格维持高位。产地出口存供应紧张预期，叠加美联储明确降息信号，油脂市场宽幅反弹。国庆假期结束后，因甘油成本端继续上涨，同时部分工厂进行检修，供给收缩使甘油市场成交重心不断上移。2024 年 12 月，环氧氯丙烷市场升温，于供需两侧均刺激甘油价格上涨。据百川盈孚，截至 2025 年 3 月 24 日，甘油市场均价 6800 元/吨，年同比+60.0%。

图 26：2024 年下半年以来棕榈油价格大幅上涨



资料来源：百川盈孚，德邦研究所

图 27：甘油价格步入上行通道



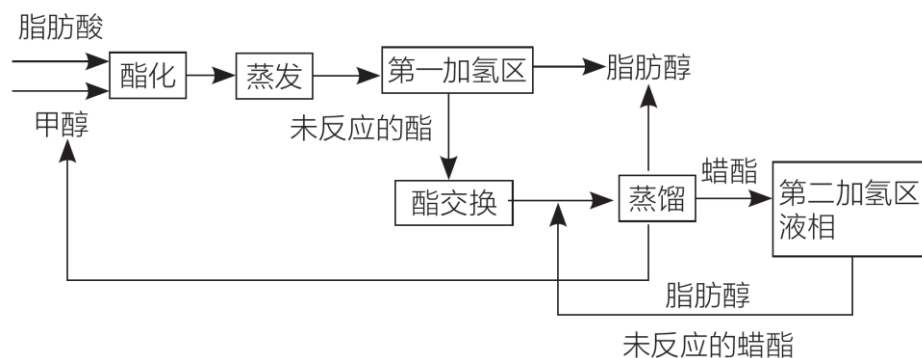
资料来源：百川盈孚，德邦研究所

公司生物柴油可副产甘油，涨价有望直接增厚公司利润。除使用天然油脂制备外，在一代生物柴油生产过程中，亦会生成副产品粗甘油，可再经深加工后得到工业甘油。以卓越新能 50 万吨一代生物柴油产能为例，按每吨油脂原料可副产生成 0.1 吨粗甘油，精加工后可得 0.08 吨甘油计算，理论最高可得 4 万吨甘油副产品，假设高盈利驱动下公司实际甘油产能可发挥至理论上限，参考当前涨价幅度，有望显著增厚公司利润。

3.2.2. 5 万吨脂肪醇项目将投产，有望显著增厚公司利润

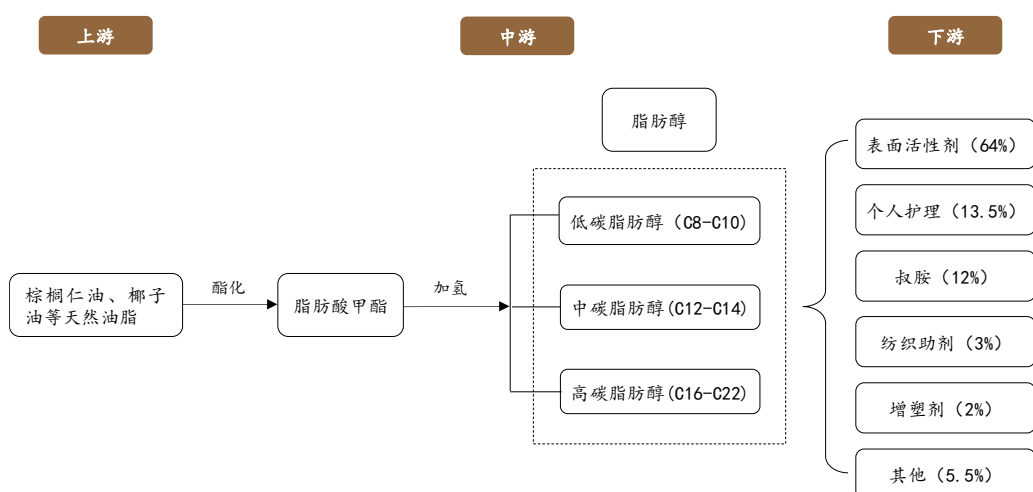
脂肪醇为表面活性剂原料，中碳脂肪醇价值量较高。天然脂肪醇是一种由生物油脂经催化加氢制备而来的脂肪族醇类混合物，具有 8-22 个碳原子。根据碳原子数的多少可分为低碳脂肪醇 (C8-C10)、中碳脂肪醇 (C12-C14) 和高碳脂肪醇 (C16-C22)。脂肪醇的上游主要为棕榈仁油或其他动植物油脂，下游主要应用于表面活性剂的生产，截至 2024 年占比约 64%，其余个护、纺织助剂、增塑剂等应用占比较少。在三种脂肪醇中，低碳脂肪醇主要用于制备润滑剂、增塑剂和染料助剂等，中、高碳脂肪醇则主要用于制造表面活性剂等。据百川盈孚，截至 2025 年 3 月 24 日，中碳脂肪醇市场均价 22900 元/吨，高碳脂肪醇市场均价 14500 元/吨。

图 28：脂肪醇常见制备工艺



资料来源：《天然脂肪醇的市场及技术发展》-徐凯等、德邦研究所

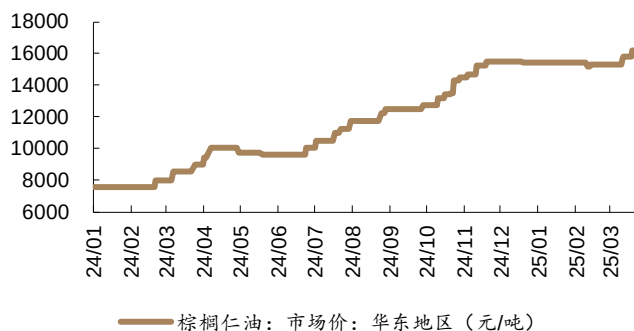
图 29：脂肪醇产业链



资料来源：华经产业研究院、卓创资讯、百川盈孚等，德邦研究所
注：下游消费结构取卓创资讯 2024 年数据

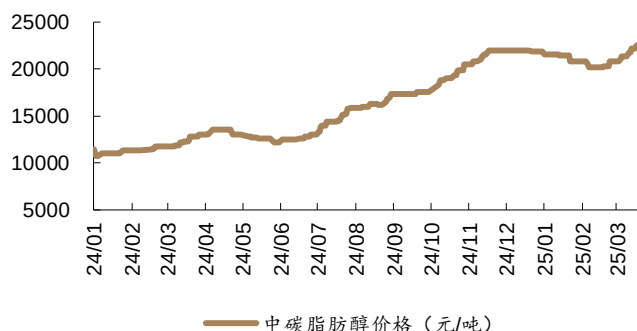
油脂原料供应紧张，脂肪醇大幅涨价。2024 年下半年，由于棕榈油/棕榈仁油重要产地印尼和马来西亚的供应存在紧张预期，棕榈油及棕榈仁油价格持续上行。截至 2025 年 3 月 24 日，棕榈仁油华东商品价格 16200 元/吨，较 2024 年同期 +89.5%。成本侧支撑下，脂肪醇价格持续上行，2025 年 3 月 24 日，中碳脂肪醇价格已攀升至 22900 元/吨，较 2024 年同期上涨 78.9%，脂肪醇的原料定价逻辑较为明显。

图 30：2024 年下半年以来棕榈仁油价格大幅上涨



资料来源：百川盈孚，德邦研究所

图 31：中碳脂肪醇价格主要受棕榈仁油带动大幅上涨



资料来源：百川盈孚，德邦研究所

价值链利润向上转移，脂肪醇供需格局收紧。脂肪醇工艺上差异不大，但进入壁垒较高，主要体现在对资金需求、原料把握、以及一体化程度上，竞争主要体现在原料侧。供给方面，因主要原料棕榈仁油作为全进口产品，货权高度集中，脂肪醇行业价值链利润整体向上转移。据智研咨询，近几年来，我国脂肪醇行业实际运行状况较差，整体产能利用率不足五成，部分企业长期未能有效开工，众多企业存在间歇性停产状况，进口产品占总供给的一半以上。需求方面，脂肪醇终

端需求领域涵盖洗化、日化、纺织、塑料等行业，其中最主要下游行业表面活性剂和个人护理在 2024 年共计下游占比近 8 成。考虑到二者所处的日化领域具备一定刚需属性，同时在消费升级的长逻辑带动下，脂肪醇需求有望稳中有升。综合来看，2025/2026 年脂肪醇有望形成-0.1/-0.9 万吨的供需差。

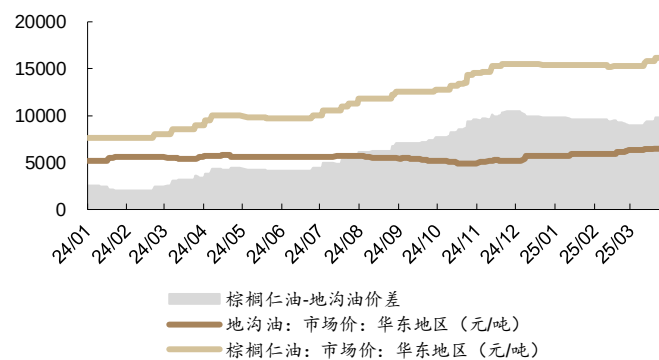
表 6：25/26 年脂肪醇有望形成-0.1/-0.9 万吨的供需差

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
总供给量（万吨）	82.4	82.9	88.5	104.3	105.1	109.4	113.5
产能（万吨）	72.0	72.0	67.0	67.0	67.0	70.8	72.0
产量（万吨）	40.1	41.3	41.7	39.2	40.6	41.7	42.4
YOY（%）		3.1%	0.8%	-5.9%	3.6%	2.6%	1.8%
产能利用率（%）	55.7%	57.4%	62.2%	58.5%	60.6%	58.9%	58.9%
进口量（万吨）	42.3	41.6	46.8	65.0	64.5	67.7	71.1
总需求量（万吨）	82.4	82.9	88.5	104.3	105.1	109.5	114.4
表观消费量（万吨）	82.3	82.8	88.0	103.8	104.6	108.7	113.3
YOY（%）		0.7%	6.3%	18.0%	0.7%	3.9%	4.2%
其中：							
表面活性剂	49.4	51.4	55.4	65.4	67.0	68.9	70.8
YOY（%）		4.0%	8.0%	18.0%	2.3%	2.8%	2.8%
个人护理	8.2	9.1	9.7	14.0	14.1	16.2	18.5
YOY（%）		10.8%	6.3%	44.8%	0.7%	14.5%	14.5%
叔胺	11.5	11.6	11.4	11.4	12.6	12.8	13.1
YOY（%）		0.7%	-1.3%	-0.2%	9.9%	2.2%	2.2%
纺织助剂	3.3	3.3	3.5	3.1	3.1	3.4	3.6
YOY（%）		0.7%	6.3%	-11.5%	0.7%	7.8%	7.8%
增塑剂	1.6	1.7	1.8	2.1	2.1	2.2	2.4
YOY（%）		0.7%	6.3%	18.0%	0.7%	6.2%	6.2%
其他	8.2	5.8	6.2	7.8	5.8	5.3	4.8
YOY（%）		-29.5%	6.3%	26.4%	-26.1%	-8.5%	-8.5%
出口量（万吨）	0.1	0.1	0.5	0.4	0.5	0.8	1.2
供需差（万吨）						(0.1)	(0.9)

资料来源：Wind、百川盈孚、卓创资讯、钢联数据等，德邦研究所测算

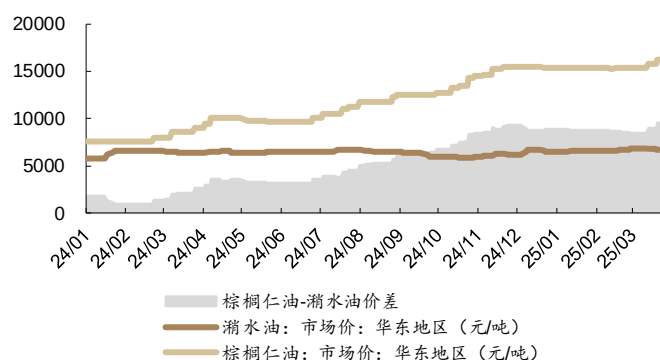
公司废油脂原料具备成本优势，有望创造显著业绩增量。据公司投资者互动信息平台，其“年产 5 万吨天然脂肪醇项目”因与“年产 10 万吨烃基生物柴油生产线”均有加氢环节，可进行工艺协同规划，已于 2023 年 11 月开工建设，有望在近期建成投产。由于公司的脂肪醇产品可以自产的脂肪酸甲酯为原料，原料内部自给充足有保障，生产成本优势明显，我们认为可视为潜在的棕榈仁油-废弃油脂价差交易机会，2024 年初以来，棕榈仁油-地沟油价差已迅速从 2500 元/吨左右提升至 2025 年 3 月 24 日的 9750 元/吨，棕榈仁油-泔水油价差从 1800 元/吨左右提升至 2025 年 3 月 24 日的 9550 元/吨。我们认为，5 万吨脂肪醇投产后在成本侧推动的脂肪醇涨价行情下有望打开公司更高盈利空间，未来持续关注棕榈仁油与各类废弃油脂价格变动情况。

图 32：2024 年以来棕榈仁油-地沟油价差明显放大



资料来源：百川盈孚、钢联数据，德邦研究所

图 33：2024 年以来棕榈仁油-潽水油价差明显放大



资料来源：百川盈孚、钢联数据，德邦研究所

4. 盈利预测与估值

对于公司主要业务，我们做如下假设：

生物柴油：产能建设方面，据公司关于对新加坡全资子公司增资暨投资建设生物柴油项目的公告，公司对当地现有生物燃料生产企业物业进行改扩建，将形成年产 20 万吨生物柴油规模，预计在 2025Q1 先行完成首期年产 10 万吨生物柴油工程并投入生产运营，贡献当年三个季度产能，年化后可得 57.5 万吨；剩余 10 万吨产能我们假设 2026Q2 投产，可贡献 2026 年两个季度产能，年化后可得 65 万吨。产能利用率方面，考虑到新增产能爬坡需要时间，我们假设 2024-2026 年公司产能利用率分别为 89%/82%/82%。销量方面，除 2023Q4 公司改变出口业务模式，处于业务启动期，年末存在大量的产品处于运输途中，未能实现销售导致产销错配外，公司始终维持产销基本平衡，我们预计 2024-2026 年公司生物柴油销量分别为 44.1/46.7/52.8 万吨。价格方面，受欧盟一系列贸易保护政策影响，生物柴油出口受阻，2024 年价格总体较 2023 年同比有所下滑。展望后续，在各类油脂原料趋强运行以及欧盟生物柴油反倾销肯定性终裁落地，不确定性风险全部释放的背景下，生物柴油价格或企稳回升，我们预计 2024-2026 年公司生物柴油产品均价分别为 7387/8184/7900 元/吨。综上，我们预计 2024-2026 年公司生物柴油业务营收分别为 32.54/38.20/41.69 亿元，同比+25.0%/+17.4%/+9.1%，毛利率分别为 7.9%/10.8%/11.5%。

工业甘油：销量方面，公司工业甘油产能约 2 万吨，且实际产销均保持在较高水平，考虑到每吨油脂原料可副产生成 0.1 吨粗甘油，精加工后可得 0.08 吨甘油计算，按照公司 50 万吨一代生物柴油产能，理论最高可得 4 万吨甘油副产品。在当前丰厚盈利水平条件下，有望驱动公司加码工业甘油产品的生产力度，我们预计 2024-2026 年公司工业甘油销量分别为 1.8/3.6/2.4 万吨。价格方面，棕榈油原料价格预计依旧维持高位，对甘油价格形成支撑，我们预计 2024-2026 年公司工业甘油均价分别为 4585/7006/6800 元/吨。综上，我们预计 2024-2026 年公司工业甘油营收分别为 0.83/2.52/1.63 亿元，同比+42.2%/+205.6%/-35.3%，毛利率分别为 38.7%/53.5%/45.6%。

脂肪醇：产能建设方面，公司 5 万吨脂肪醇项目预计近期将建成投产，贡献当年三个季度产能，年化后可得 3.75 万吨。产能利用率方面，考虑到新增产能爬坡需要时间，我们假设 2025-2026 年公司产能利用率分别为 80%/90%，预计销量分别为 3.0/4.5 万吨。价格方面，棕榈仁油原料价格预计依旧维持高位，对脂肪醇形成支撑，我们预计 2025-2026 年公司脂肪醇价格分别为 20961/20000 元/吨。综上，我们预计 2025-2026 年公司脂肪醇营收分别为 6.29/9.00 亿元，毛利率分别为 41.2%/40.2%。

表 7：公司主营业务分拆及盈利预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
酯基生物柴油							
销量 (万吨)	22.8	33.0	40.5	35.2	44.1	46.7	52.8
单位售价 (元/吨)	5934	8270	9990	7397	7387	8184	7900
收入 (万元)	135358	272962	404441	260307	325447	381998	416859
YOY (%)		101.7%	48.2%	-35.6%	25.0%	17.4%	9.1%
成本 (万元)	114760	251716	362002	243349	299881	340579	368753
毛利 (万元)	20598	21246	42438	16957	25566	41420	48106
毛利率 (%)	15.2%	7.8%	10.5%	6.5%	7.9%	10.8%	11.5%
工业甘油							
销量 (万吨)	1.46	1.30	1.74	1.65	1.80	3.60	2.40
单位售价 (元/吨)	2773	6624	6948	3513	4585	7006	6800
收入 (万元)	4046	8587	12094	5803	8253	25221	16320
YOY (%)		112.3%	40.8%	-52.0%	42.2%	205.6%	-35.3%
成本 (万元)	3624	1941	6960	3884	5056	11730	8879
毛利 (万元)	422	6646	5134	1918	3196	13490	7441
毛利率 (%)	10.4%	77.4%	42.5%	33.1%	38.7%	53.5%	45.6%
脂肪醇							
销量 (万吨)						3.00	4.50
单位售价 (元/吨)						20961	20000
收入 (万元)						62884	90000
YOY (%)							43.1%
成本 (万元)						36950	53829
毛利 (万元)						25934	36171
毛利率 (%)						41.2%	40.2%
合计							
收入 (万元)	159840	308349	434497	281172	357698	521315	654875
YOY (%)		92.91%	40.91%	-35.29%	27.22%	45.74%	25.62%
成本 (万元)	135263	275611	383451	259458	325033	434800	550560
毛利 (万元)	24577	32738	51047	21714	32665	86514	104315
毛利率 (%)	15.38%	10.62%	11.75%	7.72%	9.13%	16.60%	15.93%

资料来源：百川盈孚、卓创资讯、钢联数据、公司公告、投关记录等，德邦研究所测算

注：生物酯增塑剂、环保型醇酸树脂以及烃基生物柴油/生物航煤业务暂未予列示

伴随公司海外自主销售网络优势逐步兑现、副产物涨价行情下的显著业绩增厚，以及考虑到公司 5 万吨脂肪醇项目存在投产预期，我们假设新项目产能爬坡与产销顺利，则公司利润有望实现快步增长。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.57、6.34、7.92 亿元，同比+99.1%、+304.8%、+25.0%，对应 EPS 分别为 1.30、5.28、6.60 元。我们选取嘉澳环保、朗坤环境、山高环能作为可比公司，以 2025 年 3 月 27 日收盘价计算，2024-2026 年可比公司 PE 均值分别为 141.96/21.43/11.87 倍，公司 PE 分别为 35.51/8.77/7.02 倍，低于可比公司均值水平，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值（收盘价截至 2025 年 3 月 27 日）

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603822.SH	嘉澳环保	60.00	46	0.03	-1.90	3.18	4.66	2222.22	-	18.89	12.88
301305.SZ	朗坤环境	17.64	43	0.82	1.01	1.32	1.63	21.52	17.41	13.35	10.86
000803.SZ	山高环能	5.65	27	0.02	0.02	0.18	-	282.50	266.51	32.07	-
	平均								141.96	21.43	11.87
688196.SH	卓越新能	46.32	56	0.66	1.30	5.28	6.60	70.18	35.51	8.77	7.02

资料来源：Wind、各公司公告，德邦研究所
注：嘉澳环保、朗坤环境、山高环能等可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期，并剔除负值与未预测年份

5. 风险提示

- 1) **政策推进不及预期:** 若欧盟 RED III、印尼 B40 等政策因财政压力或产业博弈延迟执行, 可能导致生物柴油需求增速低于预期。
- 2) **原材料价格大幅波动:** 废弃油脂价格受餐饮业复苏节奏及回收体系完善程度影响, 若回收率提升不及预期或处理成本大幅上升, 可能影响生物柴油企业盈利水平。
- 3) **贸易摩擦风险:** 若欧盟后续重启反倾销调查并扩大调查范围, 可能进一步影响我国生物柴油企业销售, 亦有可能影响公司海外渠道建设进度。
- 4) **生物柴油副产物价格大幅回调:** 由于副产物涨价对公司业绩增厚作用较大, 因近期脂肪醇、甘油等价格已大幅上涨, 后续价格若出现剧烈波动将对盈利预测有显著影响。
- 5) **脂肪醇等项目建设进度不及预期:** 若公司在建项目产能投放节奏慢于预期, 可能影响当期业绩兑现情况, 如脂肪醇新项目落成可显著增厚利润, 但若不能如期投放, 业绩增量将无法落实。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.66	1.30	5.28	6.60
每股净资产	22.34	23.44	27.93	33.54
每股经营现金流	-2.69	0.17	2.71	3.91
每股股利	0.13	0.20	0.79	0.99
价值评估(倍)				
P/E	50.86	35.51	8.77	7.02
P/B	1.50	1.98	1.66	1.38
P/S	1.98	1.55	1.07	0.85
EV/EBITDA	24.08	24.95	7.86	6.18
股息率%	0.4%	0.4%	1.7%	2.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	7.7%	9.1%	16.6%	15.9%
净利润率	2.8%	4.4%	12.2%	12.1%
净资产收益率	2.9%	5.6%	18.9%	19.7%
资产回报率	2.6%	4.6%	16.1%	17.3%
投资回报率	2.7%	4.8%	16.8%	17.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-35.3%	27.2%	45.7%	25.6%
EBIT 增长率	-81.0%	102.0%	299.2%	24.3%
净利润增长率	-82.6%	99.1%	304.7%	25.0%
偿债能力指标				
资产负债率	12.6%	17.5%	14.6%	12.1%
流动比率	14.0	5.1	7.0	9.6
速动比率	3.7	1.3	1.6	2.4
现金比率	2.9	0.9	1.1	1.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转天数	130.9	130.9	130.9	130.9
总资产周转率	0.9	1.0	1.3	1.4
固定资产周转率	4.4	5.3	7.3	8.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	79	157	634	792
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	113	89	94	99
非经营收益	17	10	13	12
营运资金变动	-531	-235	-415	-433
经营活动现金流	-323	20	325	470
资产	-113	-133	-133	-134
投资	-43	-15	0	0
其他	72	0	0	0
投资活动现金流	-84	-148	-133	-134
债权募资	206	185	-51	-50
股权募资	0	0	0	0
其他	-212	-31	-105	-127
融资活动现金流	-6	154	-157	-177
现金净流量	-455	26	35	159

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 27 日
资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,812	3,577	5,213	6,549
营业成本	2,595	3,250	4,348	5,506
毛利率%	7.7%	9.1%	16.6%	15.9%
营业税金及附加	31	39	55	65
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
营业费用	41	54	76	92
营业费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%
管理费用	48	57	86	98
管理费用率%	1.7%	1.6%	1.7%	1.5%
研发费用	149	190	266	321
研发费用率%	5.3%	5.3%	5.1%	4.9%
EBIT	80	163	649	807
财务费用	-43	4	5	2
财务费用率%	-1.5%	0.1%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-24	-20	-20	-20
投资收益	-44	0	0	0
营业利润	79	161	645	806
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	77	159	644	804
EBITDA	169	231	723	886
所得税	-2	3	10	13
有效所得税率%	-2.3%	1.6%	1.6%	1.6%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	79	157	634	792

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	274	300	335	494
应收账款及应收票据	7	8	12	15
存货	930	1,145	1,539	1,954
其它流动资产	138	177	204	227
流动资产合计	1,349	1,631	2,090	2,691
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	635	678	717	750
在建工程	90	106	122	138
无形资产	100	97	95	92
非流动资产合计	1,717	1,779	1,836	1,887
资产总计	3,066	3,410	3,926	4,578
短期借款	0	201	150	100
应付票据及应付账款	35	44	59	75
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	61	77	91	104
流动负债合计	96	323	300	279
长期借款	240	240	240	240
其它长期负债	50	34	34	34
非流动负债合计	290	274	274	274
负债总计	386	596	574	553
实收资本	120	120	120	120
普通股股东权益	2,680	2,813	3,352	4,025
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	3,066	3,410	3,926	4,578

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。