仅供内部参考，请勿外传！

山高环能（000803）

餐厨资源化龙头并购引领成长，UCO 稀缺增值+降本提效弹性大

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1,449	1,447	1,752	2,136	2,628
同比（%）	(31.04)	(0.17)	21.11	21.92	23.04
归母净利润（百万元）	13.04	30.30	141.74	240.94	392.53
同比（%）	47.30	132.39	367.80	69.99	62.92
EPS-最新摊薄（元/股）	0.03	0.06	0.24	0.41	0.66
P/E（现价&最新摊薄）	255.36	109.88	29.89	17.58	10.79

投资要点

- **餐厨资源化龙头，大股东定增赋能。**2020 年公司收购十方环能，正式聚焦餐厨无害化与资源化业务，随着持续并购 25 年底运营餐厨项目产能已达 5610 吨/日，较 20 年增长 5 倍，26 年 5 月收购衡阳项目后进一步增至 5870 吨/日。公司拟向高速产投（山东高速集团全资子公司）定增，将为公司扩大规模提供有力的资金支持。25 年归母净利润 0.30 亿元，加回减值影响后净利润达 0.83 亿元，同比+120%，核心业务经营质量改善。26Q1 归母净利润 0.44 亿元，同比+55%，盈利改善趋势明确。
- **涨价：UCO 供给刚性，SAF 扩产周期中看好废油脂稀缺增值！1）UCO 供给：**我国 UCO 规模化收集量约 450-500 万吨/年，主要来源于餐厨提油、炸货油和地沟油，其中餐厨处置规模 6-7 万吨/日，餐厨废油贡献约 88-102 万吨。**2）UCO 需求：**下游增量来源于 SAF，25 年为 SAF 强制添加元年，欧盟 2050 年掺混比例 70%，为 2025 年的 35 倍。SAF 厂商积极扩产中，2025 年中国 SAF 获批出口配额 144 万吨/年，对应 UCO 需求约 188 万吨，在筹建 SAF 产能 431 万吨，其中 HEFA 工艺占主流，对应 UCO 需求约 542 万吨，已超供给瓶颈。**3）增值潜力：**产业链壁垒在资源端，看好 SAF 扩产周期下废油脂增值潜力。截至 26/6/11 欧洲/中国 SAF 价格 **3030/2550 美元/吨**，较 25 年初涨幅+64%/+44%，同比+55%/+48%，**均创历史新高**。UCO 显著滞涨于 SAF，SAF 级 UCO 价格 8150 元/吨，同增+7%。我们测算 SAF 价格 **2500~3000 美元/吨**（约合人民币 1.70~2.03 万元/吨）对应 **UCO 价格上限 1.03~1.26 万元/吨**。
- **量增：特许经营守护稀缺性，超额经营能力造就整合优势，目标三年翻倍。**餐厨处置**特许经营模式保证了原料供应，且成本刚性**，企业可充分获得 UCO 涨价带来的盈利增量。公司 25 年底餐厨项目控股 5160 吨/日，托管 450 吨/日，覆盖济南、太原、兰州、石家庄、成都等省会级核心城市，运营规模居上市公司前 2。公司规划 26-28 年通过收并购将规模提至 8000-10000 吨/日。**公司产能负荷率从 22 年 51%提至 25 年 78%，25 年综合提油率 5.35%位于行业前列**，超额的经营能力造就整合优势。
- **提效：提升负荷率&提油率+降低融资成本，多维增利。**公司餐厨提油盈利能力持续提升，环保无害化处理毛利率从 22 年 5.38%提升至 25Q1-3 的 17.24%；23 年以来 UCO 销售均价较 22 年高位回落，但**自产油毛利率从 22 年 26.67%提升至 25Q1-3 的 40.68%，自产油单吨营业成本从 22 年 6302 元/吨降至 25Q1-3 的 3847 元/吨**。内部项目盈利分化，标杆项目如兰州、济南、太原、银川项目 25 年净利率分别为 49%、10%、30%、17%，ROE 分别为 43%、27%、17%、9%，远超公司整体水平，标杆效应+提质增效，引领公司盈利能力提升。**我们构建餐厨处置收购项目盈利基准模型：**产能 300 吨/日，收购成本 2.1 亿元（单吨收购成本 70 万元），折旧摊销年限 25 年，贷款比例 70%，贷款利率 4%，产能负荷率 80%，餐厨提油率 4.5%，UCO 单价 7500 元/吨情形下，我们测算 UCO 单吨净利为 3107 元/吨。暂不考虑涨价，当产能负荷率提至 100%、餐厨提油率提至 5.0%、贷款利率降至 3.0%的情形下，对应 UCO 单吨净利提至 4216 元/吨，**较基准模型增加 1109 元/吨，增幅 36%。**
- **盈利预测与投资评级：**公司凭借超额管理能力通过数次并购已成为国内餐厨处置龙头，UCO 涨价+并购扩量+降本提效有望形成共振！我们预测 26-28 年公司归母净利润分别为 1.42、2.41、3.93 亿元，同比+368%、+70%、+63%，对应 30、18、11 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**并购进展不及预期，SAF 需求不及预期，补贴政策变化风险。

2026 年 06 月 17 日

证券分析师 袁理
执业证书：S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn
证券分析师 陈孜文
执业证书：S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.14
一年最低/最高价	5.58/11.27
市净率(倍)	2.24
流通 A 股市值(百万元)	3,282.88
总市值(百万元)	3,329.35

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.19
资产负债率(%,LF)	71.34
总股本(百万股)	466.30
流通 A 股(百万股)	459.79

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 餐厨资源化龙头，大股东定增赋能 4
1.1. 多轮易主终入山高系，聚焦餐厨主业实现产能跃升 4
1.2. 背靠山东国资委，集团增持强力赋能 5
1.3. 餐厨主业转型成效显著，基本面持续优化 6
2. 涨价：UCO 供给刚性，SAF 扩产周期中看好废油脂稀缺增值 10
2.1. UCO 供给刚性，规模化收集量约 450-500 万吨/年 10
2.2. SAF 享政策强制添加，欧盟 25 年 35 倍需求空间 11
2.3. SAF 扩产周期中，看好废油脂资源增值潜力 13
3. 量增：特许经营守护稀缺性，凭借优越经营能力并购扩张 16
3.1. 特许经营保障餐厨原料供应&成本刚性，格局分散存整合空间 16
3.2. 公司餐厨产能目标三年翻倍，负荷率&提油率领先同业 18
4. 提效：提升负荷率&提油率+降低融资成本，多维增利 20
4.1. 自产油毛利率持续提升，标杆项目盈利突出可发挥引领作用 20
4.2. 负荷率+提油率+融资成本多维发力，UCO 单吨盈利存 1000+元提升空间 21
5. 盈利预测与投资建议 24
6. 风险提示 26

图表目录

图 1： 公司发展历程.....4
图 2： 截至 2025 年底公司全国业务布局.....5
图 3： 股权结构（截至 2026Q1）.....6
图 4： 公司营业收入情况.....7
图 5： 公司归母净利润情况.....7
图 6： 2020-2026Q1 公司净利润和加回减值后的净利润.....7
图 7： 公司业务收入占比.....8
图 8： 公司分业务毛利率.....8
图 9： 公司销售毛利率、销售净利率与期间费用率.....8
图 10： 公司期间费用情况（单位：亿元）.....8
图 11： 公司资产负债情况.....9
图 12： 公司有息负债率、综合融资成本与财务费用率.....9
图 13： 公司加权 ROE.....9
图 14： 公司现金流情况.....10
图 15： 2017-2025 年 UCO 直接和间接出口量.....11
图 16： 截至 25 年底国内 SAF 产能梳理.....14
图 17： 欧洲和中国 SAF-FOB 价格.....15
图 18： UCO-DAP 价格.....16
图 19： UCO 各品类价格.....16
图 20： 餐厨垃圾处置项目模式图.....17
图 21： 截至 2026 年 5 月底公司餐厨垃圾产能.....19
图 22： 2022-2025 年处理能力与处理效率统计.....19
图 23： 2022-2025 年公司工业级混合油销量.....19
图 24： 2022~2025Q1-3 公司餐厨处置业务盈利能力持续提升.....20

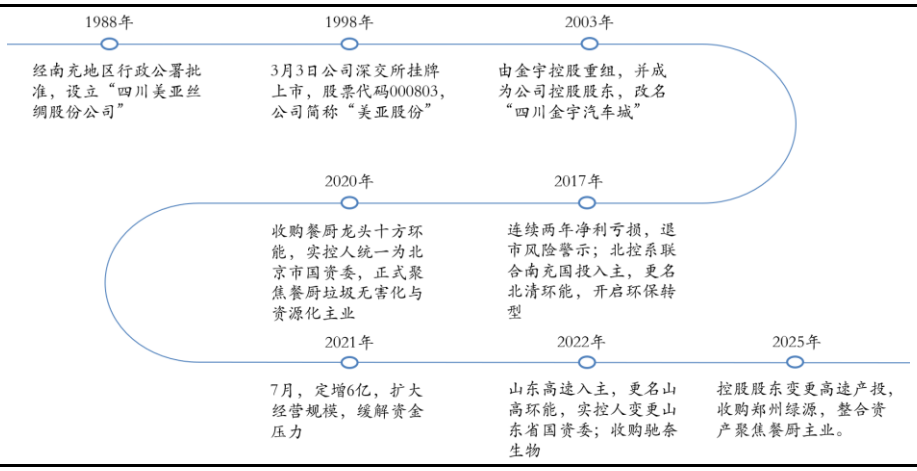
表 1： 全球各国 SAF 政策梳理.....12
表 2： 欧盟生物航煤需求测算.....13
表 3： 截至 2025 年底上市企业餐厨处置项目设计规模（单位：吨/日）.....18
表 4： 2025 年餐厨处置企业负荷率&提油率.....20
表 5： 2025 年主要子公司盈利.....21
表 6： 餐厨处置收购项目盈利基准模型测算.....22
表 7： 餐厨处置收购项目盈利敏感性测算.....23
表 8： 业务拆分和盈利预测表.....25
表 9： 可比公司估值（估值日期：2026/6/16）.....26

1. 餐厨资源化龙头，大股东定增赋能

1.1. 多轮易主终入山高系，聚焦餐厨主业实现产能跃升

历经多轮股权更迭与业务转型，最终聚焦餐厨主业稳步扩张。公司前身为四川省南充绸厂出资建立的四川美亚丝绸（集团）股份有限公司；1998 年 3 月 3 日在深交所上市后，由南充市财政局担任控股股东，持股比例 43.24%。2003 年，金宇控股完成重组并成为控股股东，2004 年更名四川金宇汽车城。2015-2016 年公司连续两年净利润为负，2017 年 3 月被实施退市风险警示，2017 年 4-11 月，北控清洁能源集团旗下子公司举牌并联合南充国投成为一致行动人，合计持股 29.86%，公司更名北清环能，正式开启环保赛道转型布局。**2020 年**，公司通过重大资产重组全资**收购餐厨龙头十方环能**，剥离传统业务，正式聚焦餐厨垃圾无害化与资源化主业；2020 年 11 月，公司控股股东变更为北控清洁，实控人北京市国资委。2021 年 7 月，公司完成 6.05 亿元定增，补充资金支撑业务扩张。**2022 年 5 月**，山高控股取得北控清洁能源集团 43.45%股权成为控股股东，**集团实控人由北京市国资委变更为山东省国资委**，8 月底公司正式更名为山高环能；同年，公司通过全资子公司山高十方收购北京驰奈 99.996%股权，纳入其大同、兰州餐厨垃圾处理项目，业务规模显著提升。2025 年 7 月，公司披露定增预案，控股股东由山高光伏变更为高速产投；同年，公司完成郑州绿源 100%股权收购并注销青州奥能，聚焦主业整合。目前公司主要业务包括有机餐厨固废领域的无害化处理与资源化利用及城市清洁供暖，步入了“环保+能源”双领域的产业转型与战略布局。

图1：公司发展历程

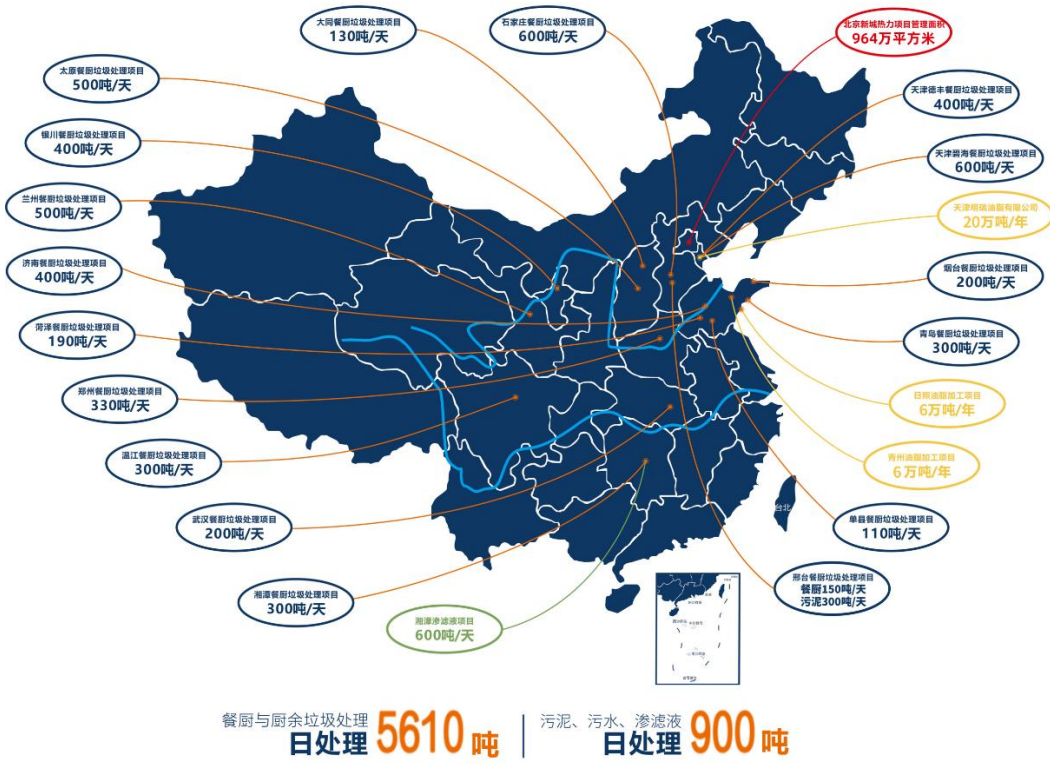


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

餐厨产能规模快速扩张，全产业链价值升级。产能布局方面，2020 年，公司表内仅有济南、青岛、烟台三个餐厨项目，日处理规模 980 吨/日。通过并购和自建，产能快速提升，根据 2025 年年报披露，公司运营餐厨项目产能已达 5610 吨/日（其中控股 5160

万吨/日，委托运营 450 吨/日），较 2020 年增长 5 倍。2026 年 5 月公司收购衡阳项目，餐厨产能进一步提升至 **5870 吨/日**。伴随餐厨产能扩张，公司油脂端同步提升提油率、布局精炼加工业务，高品质 UCO 产品可适配国内外 SAF 工厂定制化需求，叠加 ISCC 认证打通欧盟出口渠道，实现“餐厨产能-油脂提炼-高附加值销售”的全链条产能价值跃升。后续公司计划将餐厨处理产能进一步扩张至 8000-10000 吨/日，持续夯实行业龙头地位。

图2：截至 2025 年底公司全国业务布局



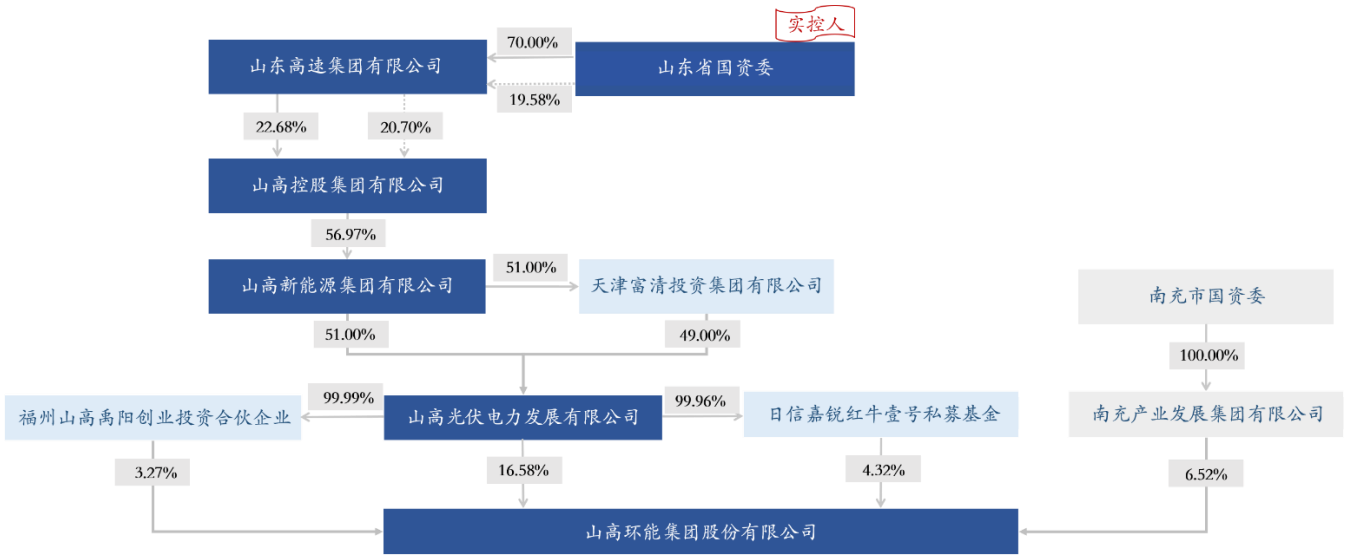
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

注：蓝色框图为餐厨垃圾处理项目，黄色框图为油脂加工项目，绿色框图为渗滤液项目，红色框图为供热项目

1.2. 背靠山东国资委，集团增持强力赋能

山东国资委实控，山高光伏系控股股东。截至 2026Q1,公司控股股东山高光伏电力发展有限公司持股占比 16.58%，实际控制人系山东省国资委。山高光伏一致行动人红牛壹号、山高禹阳分别持有公司 4.32%、3.27%股权。山高光伏及其一致行动人合计持有公司 24.18%股权，为公司实际控股股东。

图3：股权结构（截至 2026Q1）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

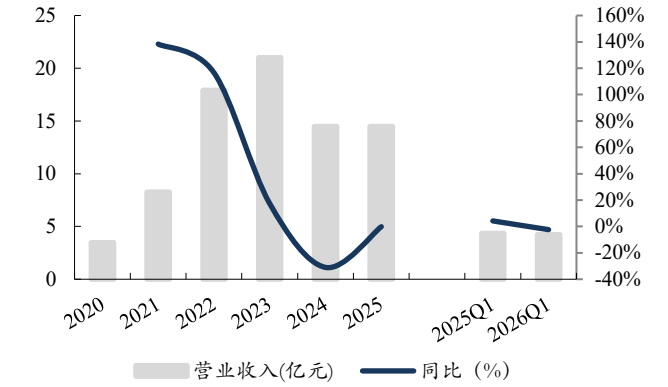
注：实线箭头表示直接持股比例，虚线表示间接持股比例

定增方案公告，山东高速集团强力赋能。2025 年公司发布定增方案，向特定对象发行 A 股股票的数量为不超过 1.27 亿股，发行对象为高速产投（山东高速集团全资子公司，由山东国资委实际控制），发行价格为 5.13 元/股，募集资金总额不超过人民币 6.53 亿元（含本数），扣除相关发行费用后，全部用于偿还银行借款。按发行上限测算，发行完成后，高速产投直接持有公司 21.44%股份，**山高环能控股股东变更为高速产投**。高速产投、山高光伏及其一致行动人红牛壹号、山高禹阳合计拥有上市公司**超 40%的股权**，**实际控制人仍为山东省国资委**。山东高速集团通过定增强化控制权，将有效提高公司的资本实力，降低资产负债率，优化资本结构，降低公司财务风险，提升盈利水平，为公司进一步扩大经营规模、持续推进发展战略提供有力的资金支持，巩固行业龙头地位。

1.3. 餐厨主业转型成效显著，基本面持续优化

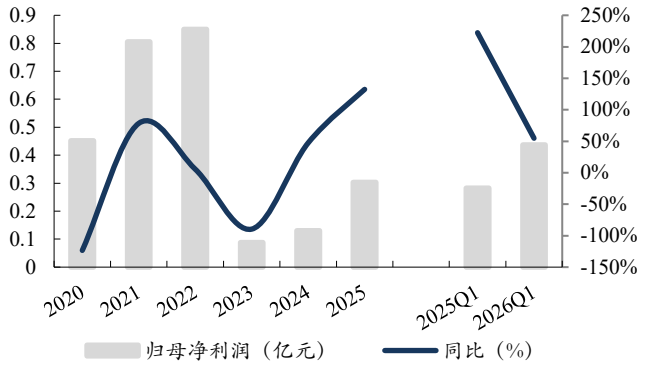
营收先升后稳，盈利水平稳步改善。公司主要业务转向环保与绿色能源后，实现营收大幅增长，由 2020 年的 3.47 亿元攀升至 2023 年的 21.01 亿元，CAGR 达 83%；2024 年公司营收下滑至 14.49 亿元，主要系公司为控制风险，主动压缩外购油脂贸易销售业务，提升自产油脂占比，2025 年营收同比平稳。2023 年受油脂价格下行、财务费用增加等因素拖累，归母净利润跌至 0.09 亿元低点，随餐厨产能提升、油脂业务盈利修复，2025 年归母净利润回升至 0.30 亿元。2025 年资产减值损失和信用减值损失共计提 0.58 亿元，拖累经营业绩，加回减值影响后净利润达 0.83 亿元，同比增长 120%，已恢复至接近 2022 年高点水平，反映出核心业务经营质量的修复。2026Q1 公司营业收入 4.24 亿元，同比下滑 2.39%，归母净利润 0.44 亿元，同比增长 54.74%，盈利改善趋势明确。

图4：公司营业收入情况



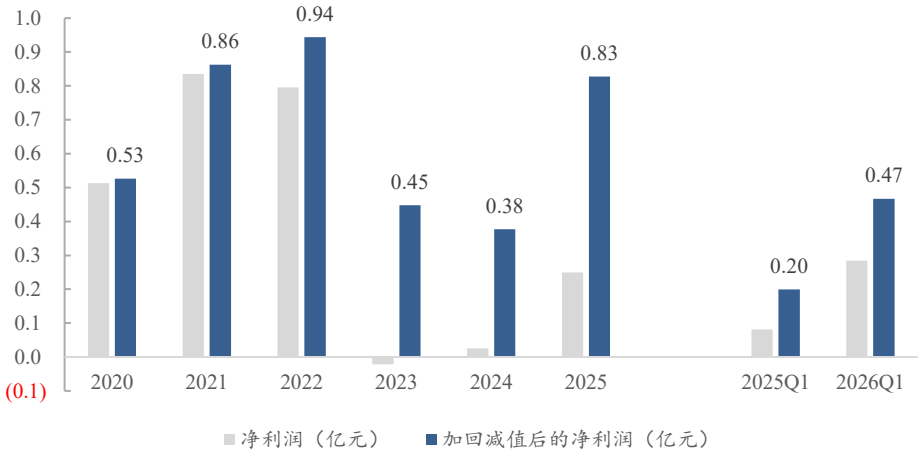
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：公司归母净利润情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

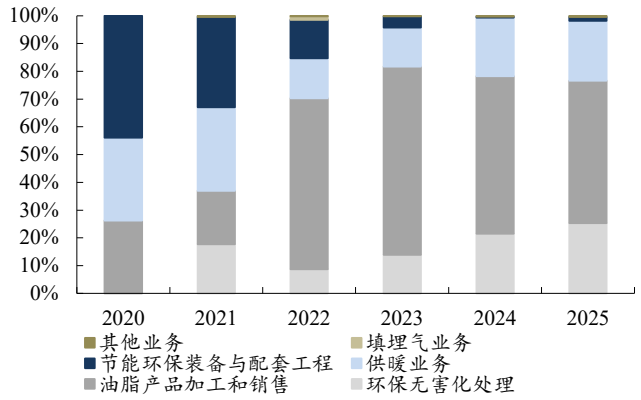
图6：2020-2026Q1 公司净利润和加回减值后的净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

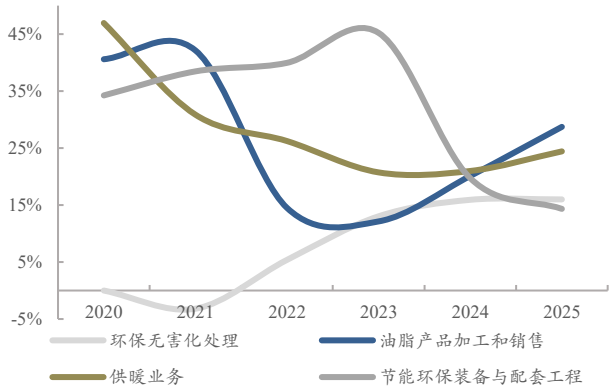
战略聚焦高毛利餐厨业务，传统业务基本退出。传统节能环保装备业务占比由 2020 年的 43.84%快速收缩至 2025 年的 1.39%，已基本退出；餐厨无害化处理业务收入占比从 2021 年的 17.66%提升至 2025 年的 25.37%，油脂产品加工与销售业务占比从 26.24%提升至 51.33%，两者合计占比超 75%，成为公司核心业务，业务结构优化趋势明确。无害化处理业务依托产能持续扩张实现规模效应，单吨运营成本不断摊薄，叠加项目运营成熟度提升、处理效率与提油率优化，毛利率由 2021 年的-3.2%修复至 2025 年的 16.0%，构筑了稳定的现金流与利润基本盘；油脂产品业务则通过布局高附加值精炼加工、开发适配 SAF 工厂的定制化产品，并依托欧盟 ISCC 认证打通出口渠道，显著提升了产品溢价与议价能力，毛利率从 2023 年的 12.1%回升至 2025 年的 28.7%，盈利弹性持续释放。两者协同共振，共同支撑公司利润水平持续修复，盈利质量稳步改善。

图7：公司业务收入占比



数据来源：Choice，东吴证券研究所

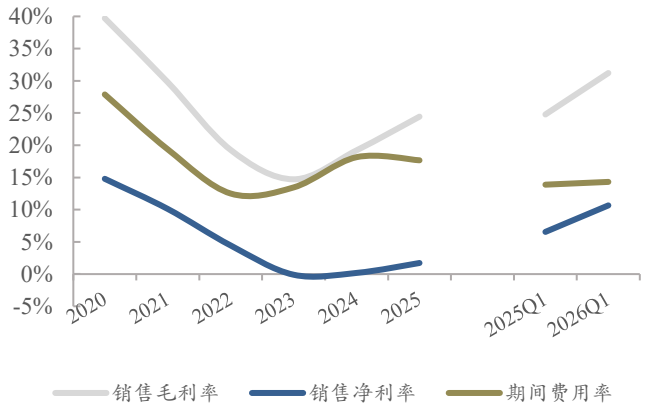
图8：公司分业务毛利率



数据来源：Choice，东吴证券研究所

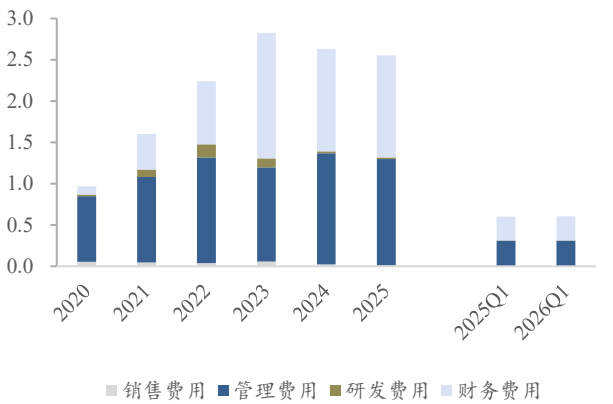
利润率回升，费用进入收缩阶段。2020-2023 年，公司利润端受外购油脂贸易业务拖累，销售毛利率从 39.71%持续下滑至 14.71%，叠加财务费用率攀升至 7.23%，销售净利率同步由 14.79%降至-0.10%，盈利质量承压；期间费用率虽有回落，但费用规模仍随业务扩张持续增长，财务费用的高增进一步侵蚀利润空间。2024 年起公司压缩低毛利外购油脂业务、提升自产油脂占比，叠加餐厨垃圾处理规模扩大与单吨成本下降，毛利率回升至 2025 年的 24.44%，销售净利率同步转正并提升至 1.72%；期间费用率虽小幅波动，但费用规模已进入收缩通道，同时通过数字化收运管理、高纯度 UCO 精炼工艺优化，进一步强化成本管控与产品溢价能力，推动盈利质量持续改善，2026Q1 销售毛利率、销售净利率分别提升至 31.21%、10.66%，费用控制与盈利修复成效显著。

图9：公司销售毛利率、销售净利率与期间费用率



数据来源：Choice，东吴证券研究所

图10：公司期间费用情况（单位：亿元）



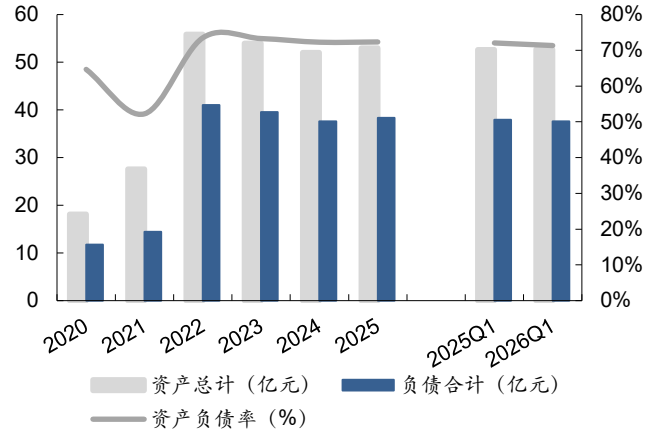
数据来源：Wind，东吴证券研究所

融资承压有望改善，进一步提升财务健康度。2022 年以来公司资产负债率长期维持

仅供内部参考，请勿外传！

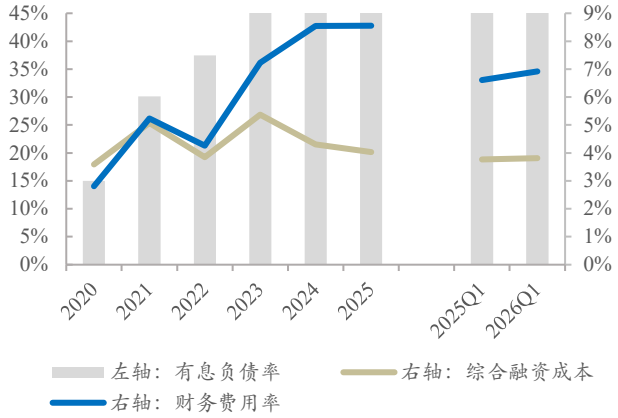
在 70%+，2020-2022 年为支撑餐厨主业扩张与项目建设，资产规模快速增长，带息负债率同步抬升，财务杠杆扩大，同时综合融资成本上行；2021 年定增后公司实现短期资本结构改善。2023 年后，公司进入债务结构优化阶段，有息负债率仍维持在 50%以上，综合融资成本逐年下降，2025 年综合融资成本降至 4.03%。根据山高环能披露的《2025 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，公司拟通过定向发行股票进一步降低资产负债率、优化资本结构。公司加权 ROE 从 2023 年低点逐步回升，伴随主业盈利修复和定增资金到位，整体盈利能力和财务健康度有望持续改善。

图11：公司资产负债情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

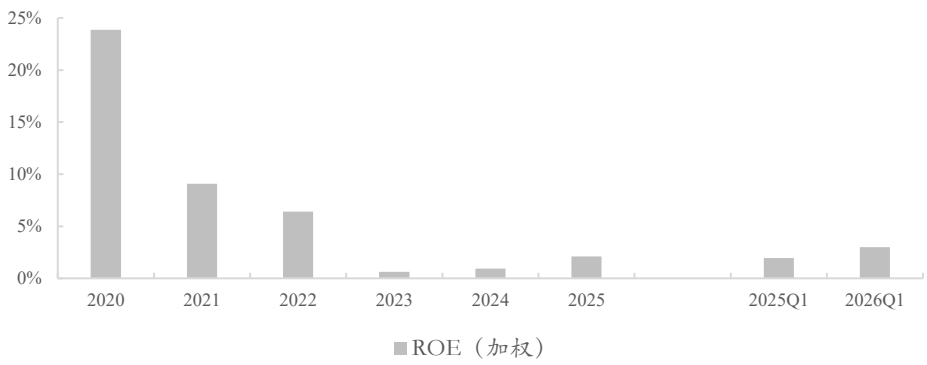
图12：公司有息负债率、综合融资成本与财务费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：综合融资成本=年末利息支出/年末有息负债，此处有息负债=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+租赁负债+长期应付款

图13：公司加权 ROE

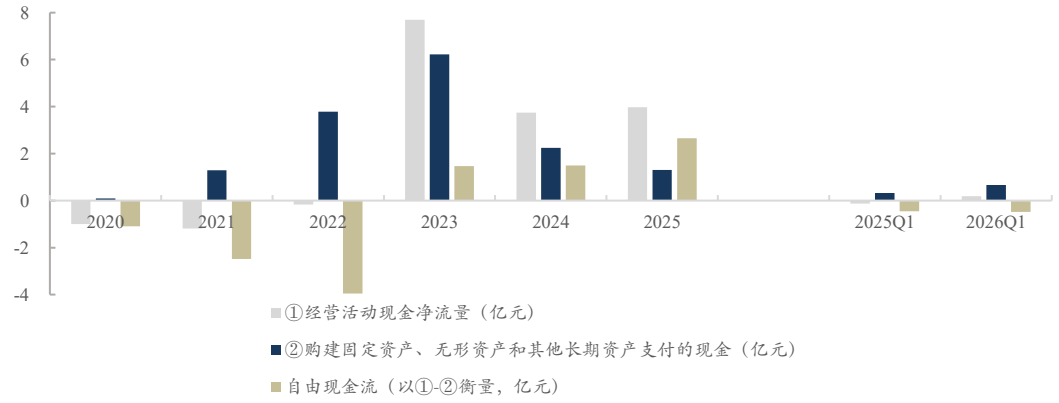


数据来源：Wind，东吴证券研究所

经营现金与自由现金流同步质量，盈利现金含量大幅提升。2023 年起随着餐厨主业进入稳定运营期，项目回款效率显著提升，经营活动现金净流量大幅转正并持续维持在

高位，净利润的现金含量显著增强，2025 年公司经营性现金流净额 3.97 亿元，同增 6.17%。2023 年后资本开支逐步回落，经营现金流的释放推动自由现金流由负转正并持续改善，整体现金流结构持续优化，为后续债务偿还、股东回报及业务扩张筑牢现金基础，同时印证公司主业盈利质量的实质性提升。

图14：公司现金流情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

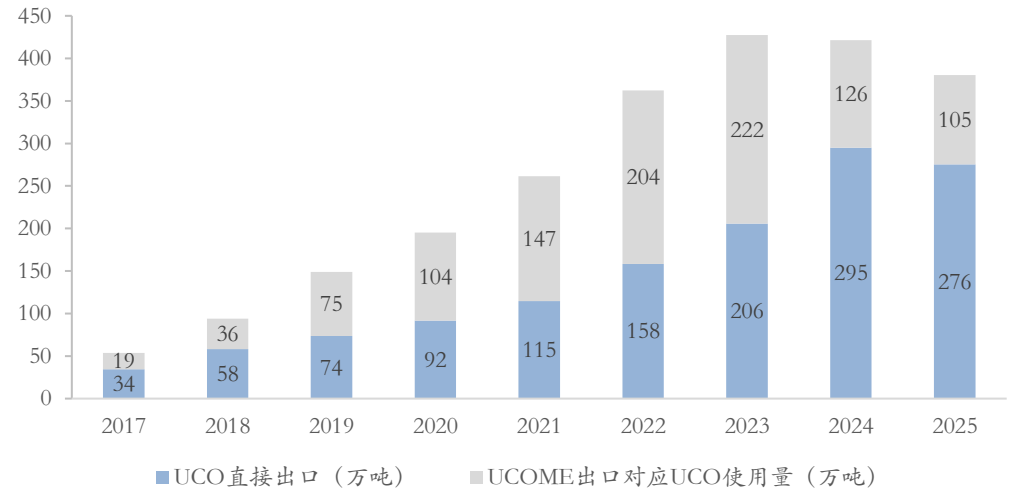
2. 涨价：UCO 供给刚性，SAF 扩产周期中看好废油脂稀缺增值

2.1. UCO 供给刚性，规模化收集量约 450-500 万吨/年

我国废油脂（UCO）供给刚性，规模化收集量约 450-500 万吨/年。由于人口基数、烹饪习惯等因素影响，我国是废油脂的主要资源国。2025 年我国食用油消费量 3665 万吨，废弃油脂量约占食用油脂量的 30%， 对应 2025 年我国由食用油产生的废油脂达 1100 万吨。此外，国内油脂精加工后以及各类肉及肉制品加工后剩余的下脚料亦可再产生废油脂 100 万吨以上，以此推算我国每年产生废油脂理论产量约 1200 万吨，但我国废油脂目前规模化利用量约 450-500 万吨/年。

2023~2025 年中国 UCO 直接+间接出口量约 380~430 万吨。从现有 UCO 利用渠道来看，**1）以 UCO 形式直接出口：**2017-2024 年出口量持续提升，2024 年高峰达 295 万吨，随出口退税取消，2025 年出口量同比下滑。**2）制成生物柴油间接出口：**从 UCO 制备 UCOME 高品质得率约 88%，按此推算出口的生物柴油对应的原料需求，2023 年 UCO 间接出口量达 222 万吨高峰，在欧盟 ISCC、反规避调查以及反倾销关税影响下，生物柴油出口量下滑，2024 年 UCOME 出口对应 UCO 使用量降至 126 万吨，2025 年为 105 万吨。2023 年 UCO 直接和间接出口量达 428 万吨，2024 年为 421 万吨，基本持平。2025 年受生物柴油征收反倾销税、UCO 出口退税取消的影响，2025 年 UCO 直接和间接出口量 380 万吨，同比-10%。

图15：2017-2025 年 UCO 直接和间接出口量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：UCOME 出口对应 UCO 使用量按 88%得率进行倒算

个体商贩掌握大量地沟油及炸货油收集渠道，餐厨处置理论提油量约 88-102 万吨/年。目前我国废弃食用油脂主要通过个体商贩和餐厨处理企业实现回收利用。由于初期废油脂的收运管理体系不甚规范，初始进入门槛低，加之收集工作环境恶劣、劳动强度大、人力成本高、工作时间特殊，行业逐渐形成了以个体商贩为主的行业格局，隔油池废油及油炸食品废油主要由个体商贩收取。近年来，餐厨处置行业逐步发展，开始规范收运体系，从餐厨垃圾中提取废油脂，进一步加工成工业级混合油。目前我国餐厨垃圾厂处理能力约 6~7 万吨/日，按照 4%的餐厨提油率测算，对应约 88-102 万吨 UCO。

2.2. SAF 享政策强制添加，欧盟 25 年 35 倍需求空间

2025 年标志着全球 SAF 市场的“强制元年”，欧盟市场 25 年 35 倍需求空间。可持续航空燃料（SAF）为当前航空减碳唯一可行解，随着国际民航组织 CORSIA 第二阶段规则推进、欧盟 ReFuel EU Aviation 实施、国内民航 SAF 试点政策等持续扩容，迎来全球范围的爆发式增长周期。**1）2025 年在欧盟、英国带领下，SAF 步入强制添加元年：**根据 ReFuel EU Aviation 法规，欧盟要求 SAF 的混合比例 2025/2030/2035/2040/2045/2050 年分别至少为 2%/6%/20%/34%/42%/70%，欧盟 2050 年添加比例为 2025 年的 35 倍，SAF 需求将实现 25 年 35 倍跃升；英国要求 2025/2030/2040 添加比例至少 2%/10%/22%。**2）2026-2027 年东南亚、日韩进入强制添加阶段：**泰国、新加坡、马来西亚、印尼、韩国、印度将陆续在 26-27 年实施 SAF 强制添加政策。**3）2030 年目标阶梯式提升&区域持续扩容：**已执行强制添加的地区目标阶梯式提升，日本、澳大利亚等启动强制添加。

表1：全球各国 SAF 政策梳理

区域	国家/地区	详细政策/目标
欧洲	**欧盟 (EU)**	**ReFuelEU 法规：2025/2030/2035/2040/2045/2050 年，SAF 添加比例分别至少为 2%/6%/20%/34%/42%/70%，其中合成燃料最低份额分别为 0%/1.2%/5%/10%/15%/35%。**
	英国	2025 年至少 2%， 2030 年 10% ， 2040 年 22%。
	挪威	2020 年已实施 0.5% 强制指令；考虑 2030 年达到 30%。
	瑞士	提议与欧盟的 ReFuelEU 法规保持一致。
亚太	中国	正式启动 SAF 应用试点（2024 年 9 月 19 日起，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）
	泰国	国家能源计划：2026 年 1%，到 2036 年逐渐增加到 8%
	新加坡	强制要求离境航班 2026 年≥1%，2030 年提升至 3%-5%。
	马来西亚	国家能源转型路线图：2026 年 1% ，2050 年达到 47%。
	印度尼西亚	从雅加达及巴厘岛出发的国际航班 2026 年≥1%，2035 年达 5%
	韩国	该国机场起飞的国际航班 2027 年 1%，到 2035 年逐步提至 10%
	印度	2027 年 1%，2028 年 2%，2030 年 5%
	澳大利亚	喷气零排放委员会 (Jet Zero Council) 目标：2030 年 SAF ≥ 10%。
	新西兰	可持续生物燃料指令。
	日本	2030 年达到 10%。
美洲	美国	政策组合：可再生燃料标准 (RFS)、掺混税收抵免 (BTC)、通胀削减法案 (IRA)、州级激励措施。目标：到 2030 年将 SAF 产量增加至约 900 万吨/年。
	加拿大	自 2022 年起实施清洁燃料标准 (Clean Fuel Standard)。
	巴西	国家生物煤油计划；目标：2027 年强制添加 1% SAF。
	智利	"清洁飞行" (Flight Clean) 政府计划。
中东	阿联酋	SAF 2050 路线图：到 2030 年 SAF 产量超过 50 万吨/年。
	土耳其	所有执飞土耳其国际航线的航空公司需在航班中加注至少 90%的 SAF，目标到 2030 年实现航空领域二氧化碳排放量减少 5%

数据来源：EASA，ReFuel EU Aviation，中国能源报，东吴证券研究所

我们预计 2050 年欧盟 SAF 需求近 3662 万吨/年， 25-50 年复增 15%。按疫情前 2019 年欧盟航煤消耗量 5231 万吨（2024 年已基本恢复至 2019 年水平），暂不考虑航煤总消费量的提升，预计 2025、2035、2050 年 SAF 需求量将达 105、1046、3662 万吨/年，2025-2050 年复增 15%。其中欧盟对利用可再生电力和捕获的碳生产的合成航空燃料设定最低份额要求，SAF（不含合成燃料）2025、2030、2035、2040、2045、2050 年需求量分别为 105、251、785、1255、1412、1831 万吨/年。

表2：欧盟生物航煤需求测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2030E	2035E	2040E	2045E	2050E
欧盟航煤消耗量（万吨）	5231	2380	2865	4360	4820	5041	5231	5231	5231	5231	5231	5231
SAF 最低份额	/	/	/	/	/	/	2%	6%	20%	34%	42%	70%
合成燃料最低份额	/	/	/	/	/	/	/	1.2%	5.0%	10.0%	15.0%	35.0%
SAF 合计需求（万吨/年）				/			105	314	1046	1779	2197	3662
其中：合成燃料需求（万吨/年）							/	63	262	523	785	1831
SAF 需求（不含合成燃料，万吨/年）							105	251	785	1255	1412	1831

数据来源：《世界能源年鉴 2025》，东吴证券研究所测算

2.3. SAF 扩产周期中，看好废油脂资源增值潜力

SAF 当前产能紧缺，企业积极扩产中。SAF 当前主要技术路径包含 HEFA(加氢酯及脂肪酸)、AtJ(醇转喷气燃料) 、Gas+FT(气化+费托合成)和 PtL(电转液)，其中 **HEFA 工艺目前最可行，技术成熟**，原料包括废油脂、植物油等， UCO 相较于植物油具备减碳&成本优势；PtL (电转液 e-SAF) 未来扩大产能潜力最大，没有原料供应瓶颈，依赖可再生电力和二氧化碳源（如工业废气或直接空气捕获 DAC）。截至 2025 年底，中石化、海新能科、海科化工、嘉澳环保、鹏鹞环保等企业 SAF 项目已投产，**已投运**产能合计 192 万吨/年，**对应 UCO 需求约 270 万吨**，其中 2025 年获批出口配额合计 144 万吨/年，对应 UCO 原料需求约 188 万吨；国内**建设和规划中**的 SAF 产能超约 431 万吨，其中 FEFA 工艺占据主流，**对应 UCO 原料处置需求约 542 万吨。**

图16：截至25年底国内SAF产能梳理

公司名称	项目/子公司	工艺	废油脂处置规模（万吨/年）	SAF产能(万吨/年)	25年获批出口配额(万吨)
中国石化	镇海炼化	HEFA	测算约14.3	10	-
君恒生物	河南君恒	HEFA	测算约28.6	20	24
鹏鹞环保	盘锦鹏鹞	HEFA	10	5.5	-
嘉澳环保	连云港嘉澳	HEFA	50	37.24	37.24
海科化工	山东海科	HEFA	50	37	37
易高生物	张家港易高(EcoCeres)	HEFA	测算约37.1	26	30
物产中大	蓝鲸生物	HEFA	50	35.94	-
海新能科		HEFA	测算约7.1	5	-
	山东三聚	HEFA	测算约22.6	15.8	15.8
截至2025年底			**270**	**192**	**144**
君恒生物	河南君恒	HEFA	100	67	
广西宏坤	钦州项目（一期）	HEFA	30	22.4	
华北石化	中石油华北分公司	HEFA	15	10	
四川金英新能源	四川金英新能源项目	HEFA	50	38.65	
海南思可源	海南思可源生物能源项目（EcoPrime）	HEFA	30	19.5	
将蓝生物	浙江舟山项目	HEFA	32	22.5	
上海翔威新能源	上海翔威新能源项目	HEFA	40	30	
四川天舟	威远项目（一期）	HEFA	20	13.45	
龙岩卓越	卓越新能	HEFA	10	8	
首钢朗泽	内蒙古项目	Atj	/	5	
截至2026年底			**597**	**429**	
其中：2026新增			**327**	**237**	
嘉澳环保	连云港二期扩建	HEFA	50	37.43	
海派集团	大连西中岛（一期）	HEFA	40	30	
中能化达	河北深泽项目	HEFA	40	31.57	
海峡清能	来宾项目	HEFA	30	24.01	
唐山金利海	河北曹妃甸	HEFA	40	30	
中能建	双鸭山项目（一期）	费托合成	/	10	
岚泽能源	泸州示范工程	费托合成	/	10	
嘉泽新能源	黑龙江嘉益荣源	Atj	/	5	
截至2027年底			**797**	**607**	
其中：2027新增			**200**	**178**	
中石油	长庆石化项目	HEFA	15	10	
国能国华	河南濮阳项目	费托合成	/	6	
截至2028年底			**812**	**623**	
其中：2028新增			**15**	**16**	

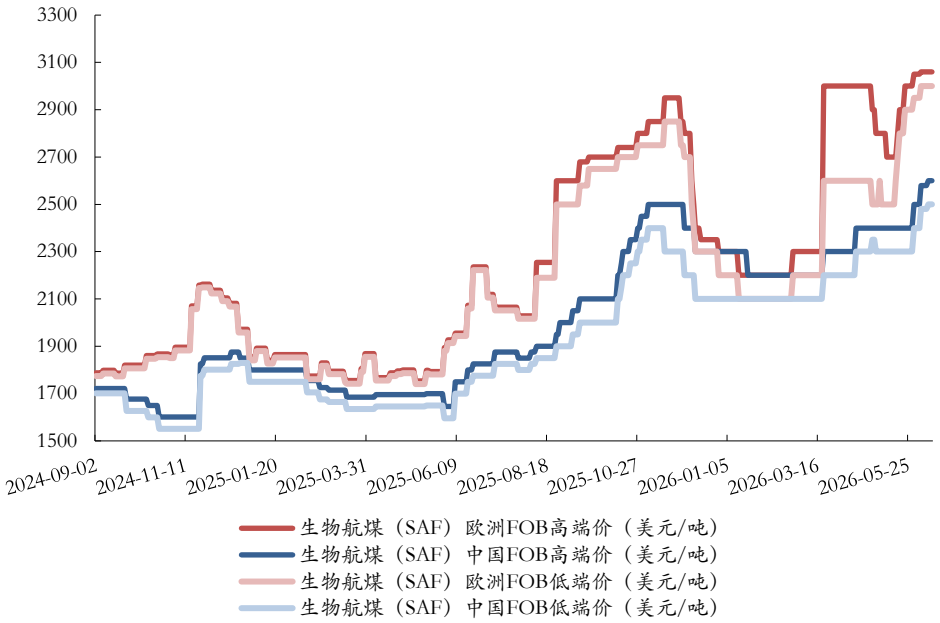
注：未披露废油脂处置规模的均按70%得率测算

数据来源：中国能源报，项目环评报告，东吴证券研究所

SAF供需紧张+能源价格中枢上行，带动新一轮涨价周期。1）2025年6-11月进入航司备货旺季，SAF短期供需紧张价格走高。2025年11月4日至11月14日，国内SAF FOB价格升至2450美元/吨（约1.66万元人民币/吨），较2025年初涨幅约38%。2025年11月17日至11月27日欧洲SAF价格涨至当年高点，达2900美元/吨（约1.97万元人民币/吨），较2025年初涨幅约57%，2025年12月价格有所回落，主要受海外年底放假影响。**2）地缘冲突下能源价值中枢上行+需求提升，SAF价格持续创新高。**截至2026年6月11日，欧洲/中国SAF价格3030/2550美元/吨，较2025年初+64%/+44%，同比+55%/+48%，已超2025年高点。（参考截至2026/6/11美元兑人民币汇率6.78）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图17：欧洲和中国 SAF-FOB 价格

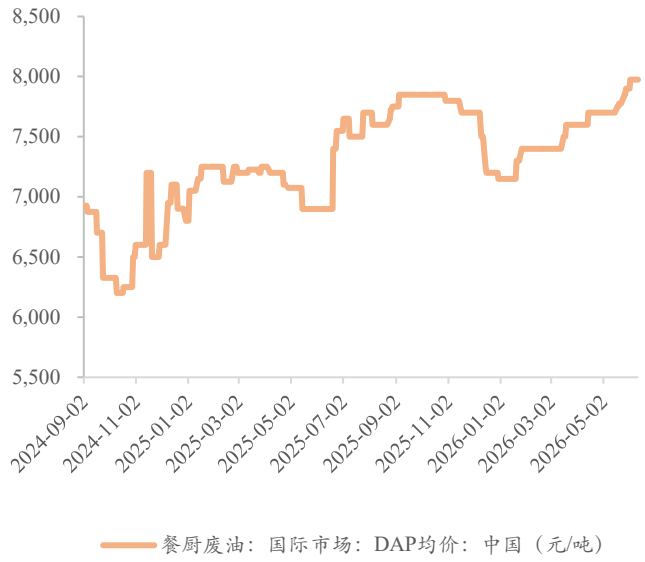


数据来源：钢联，东吴证券研究所

当前 UCO 价格滞涨，而产业链壁垒在资源端，看好 SAF 扩产周期下废油脂稀缺增值。1）25 年下半年 SAF 涨价带动 UCO 价格上涨，涨幅低于 SAF：2025 年 9 月 5 日至 10 月 28 日，中国 UCO DAP 价格涨至全年高点 7850 元/吨，较年初+15%，涨幅小于 SAF 同期涨幅，二者价差拉大。**2）26 年以来 UCO 价格持续上行：**截至 2026 年 6 月 11 日，中国 UCO DAP 价格 7975 元/吨， 较 25 年初+16%，同比+16%，已超 25 年高点；UCO（SAF 级原料）价格 8150 元/吨，较 25 年初+9%，同比+7%。在 SAF 扩产与能源价值中枢双重催化下，UCO 已升级为具备战略属性的低碳资源。**国内 SAF 生产对 UCO 需求是边际增量，SAF 环节扩产将直接拉动核心原料 UCO 的需求持续增长，同时 SAF 价格维持高位运行，进一步提升 UCO 价值天花板。**UCO 供给刚性，随着需求提升其稀缺性将逐步显现。我们按 UCO 到 SAF 得率 70%、加工成本 2300 元/吨测算，SAF 价格 2500~3000 美元/吨（约合 1.70~2.03 万元/吨），对应 UCO 价格上限 1.03~1.26 万元/吨。截至 2026 年 6 月 11 日，中国 SAF 级 UCO 价格 8150 元/吨，涨价弹性 26%~55%。（参考 2026/6/11 美元兑人民币汇率 6.78）

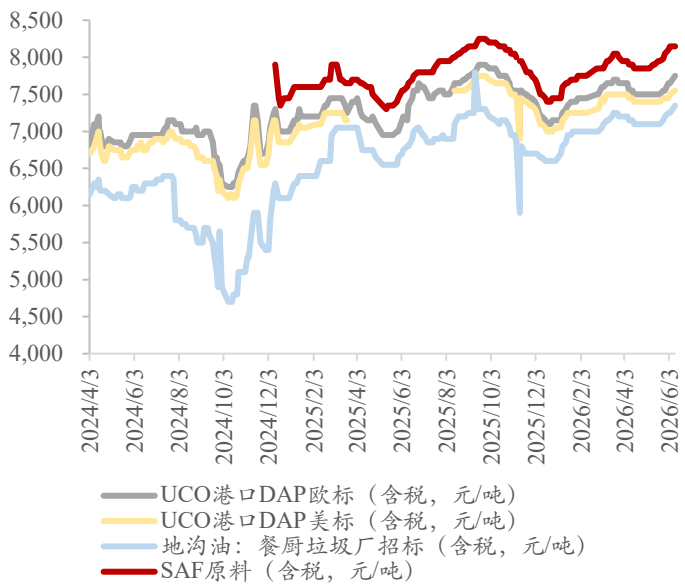


图18：UCO-DAP 价格



数据来源：钢联，东吴证券研究所

图19：UCO 各品类价格



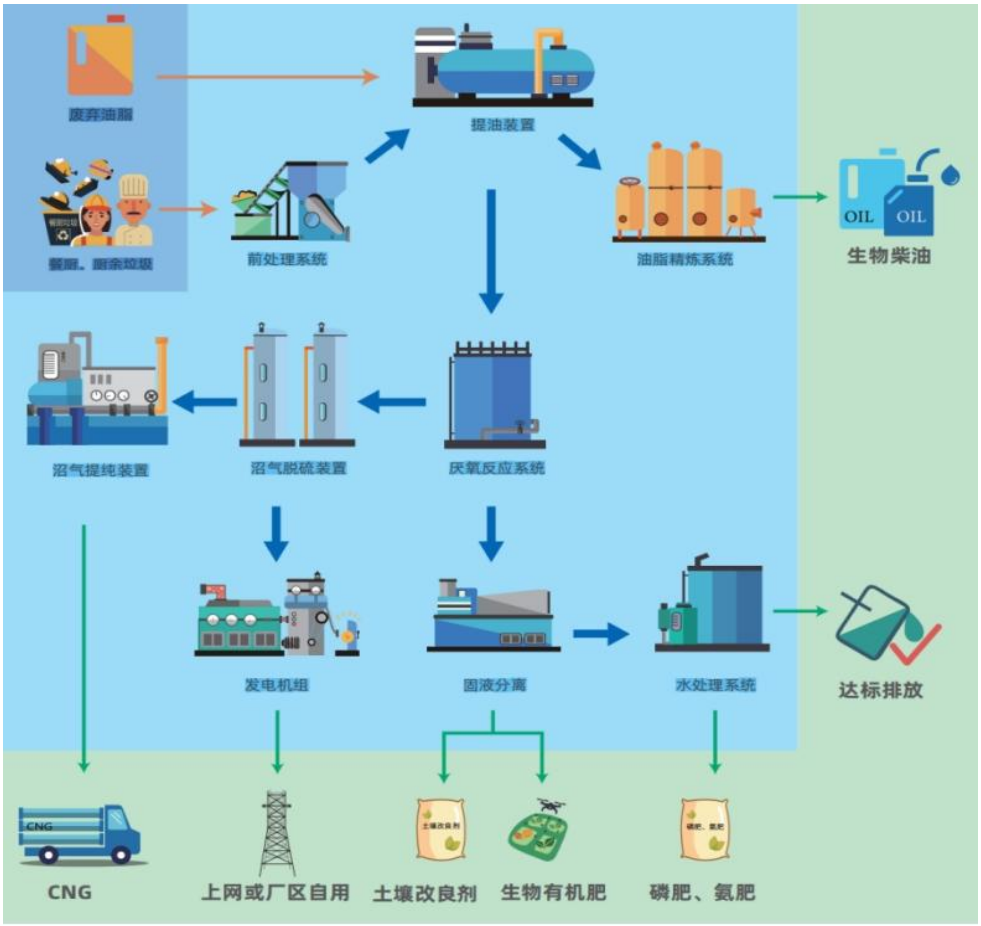
数据来源：钢联，东吴证券研究所

3. 量增：特许经营守护稀缺性，凭借优越经营能力并购扩张

3.1. 特许经营保障餐厨原料供应&成本刚性，格局分散存整合空间

特许经营保障餐厨项目原料来源，成本刚性不受 UCO 价格扰动。餐厨处置项目一般采用 BOT、BOO 模式，在政府特许经营授权下，餐厨处置企业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，获取油脂销售收入。在授权区域范围内，餐厨处置企业享有特许独占性经营权。同时，该模式也使餐厨企业获得了原料保障、收益长期稳定、经营长期稳定的优势加持。餐厨处置成本相对刚性，不受 UCO 价格影响，可充分获得 UCO 涨价带来的盈利增量。

图20：餐厨垃圾处置项目模式图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

餐厨处置格局分散，山高环能运营产能居上市公司前列。我国餐厨有机固废无害化处理及资源化利用行业尚处于起步阶段，市场参与者众多。受限于特许经营权的属地化特性，大量中小型处理项目散布于各地，尚未形成具有绝对市场控制力的全国性巨头。截至 2025 年底，山高环能通过并购、自建方式，餐厨垃圾处理规模提升至 5,610 吨/日，范围覆盖济南、太原、武汉、兰州、石家庄、成都、银川、天津、青岛、烟台、大同、湘潭等城市，形成规模化格局，稳居国内餐厨有机固废处理行业前列。

表3：截至 2025 年底上市企业餐厨处置项目设计规模（单位：吨/日）

上市公司	运营规模	在建规模	筹建规模	在手总规模
光大环境	8133	290	150	8573
山高环能	5610	/	/	5610
朗坤科技	3750	2850	/	6600
旺能环境	2810	710	300	3820
瀚蓝环境	/	/	/	3814
启迪环境	1460	/	/	/
军信股份	1200	/	/	1200

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 公司餐厨产能目标三年翻倍，负荷率&提油率领先同业

聚焦餐厨废弃物资源化核心赛道，产能目标三年翻倍。公司主要通过全资子公司山高十方开展餐厨有机固废无害化处理业务。2020 年，公司合并范围内仅有山高十方旗下济南、青岛、烟台三个项目合计日处理规模 980 吨/日，截至 2025 年底，通过并购、自建方式，控股餐厨垃圾处理规模提升至 5,160 吨/日，此外委托运营项目合计 450 吨/日。2026 年 5 月 29 日，公司公告收购衡阳桑德凯天再生资源科技有限公司 65%股权，衡阳项目设计产能 260 吨/日，**截至 2026 年 5 月底，公司在手产能已达 5870 吨/日。**公司战略性布局北方核心省会与区域枢纽（如石家庄、济南、兰州等），捕捉人口净流入都市圈的消费增量，保障了长达 20 至 30 年特许经营期内的充沛物料与稳定现金流。在核心城市增量收窄的背景下，公司将凭借国资低成本融资优势，将核心战略转向对存量项目的兼并与高效盘活。根据公司《2025 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书》披露，未来三年（2026-2028 年），公司将继续推进按年递增处理能力经营计划，逐渐将处理能力稳步提升至 **8,000-10,000 吨/日**以稳固行业地位。

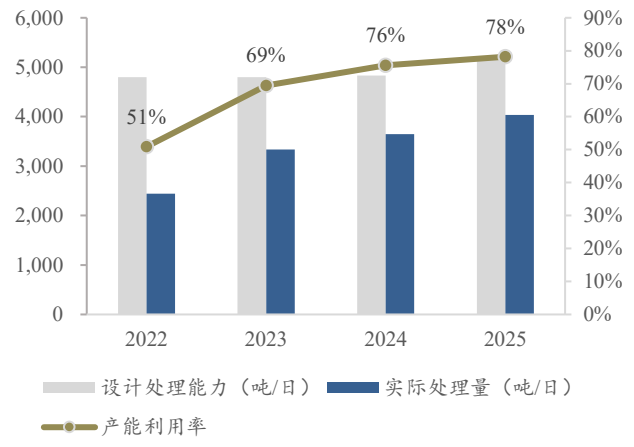
图21：截至 2026 年 5 月底公司餐厨垃圾产能

运营项目	处置能力（吨/日）	项目性质	特许经营期	项目运营主体	项目来源	收购/运营时间
济南市餐厨垃圾收运处理项目	400	BOT	25年	济南十方	收购	2020
青岛市餐厨垃圾处理项目	300	BOT	25年	青岛十方	收购	2020
烟台市餐厨垃圾处理项目	200	BOT	25年	烟台十方	收购	2020
太原市餐厨废弃物处理项目	500	BOT	30年	太原天润	收购	2021
湘潭市餐厨垃圾资源化利用项目	300	PPP	20年	湖南十方	自建	2021
银川保绿特餐厨废弃物收运、处置项目	400	BOT	30年	银川保绿特	收购	2022
兰州餐厨垃圾处理项目	500	BOT	30年	甘肃驰奈	收购	2022
大同餐厨废弃物处置项目	130	BOT	28年	大同驰奈	收购	2022
武汉百信餐厨废弃物处理项目	200	BOO	28年	武汉百信	收购	2022
菏泽同华餐厨废弃物收运、处置项目	190	PPP	30年	菏泽同华	收购	2022
单县同华餐厨废弃物处置项目	110	BOT	30年	单县同华		
天津津南餐厨垃圾处理项目	600	BOO	25年	天津碧海	收购	2022
天津滨海餐厨垃圾处理项目	400	BOO	30年	天津德丰		
石家庄餐厨垃圾处置中心项目	600	BOO	28年	石家庄驰奈	收购	2022
成都市温江区餐厨垃圾委托运营项目	300	托管	委托运营年限为5年			2025
郑州市侯寨餐厨垃圾处理项目	330	BOT	20年	郑州绿源	收购	2025
邢台市餐厨垃圾粪便无害化处理项目	150	托管	委托运营年限为8年			2025
衡阳市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理项目	260	BOT	30年	衡阳桑德	收购	2026
合计	5,870					

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

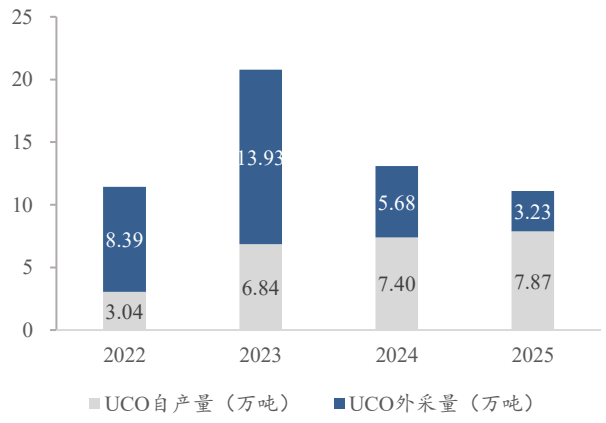
公司餐厨产能负荷率&提油率上行，经营效率行业领先。公司环保无害化处理范围包括餐厨及厨余垃圾、废弃油脂，2022 年大幅收购后处理能力提至 4800 吨/日，2025 年末提至 5160 吨/日，产能利用率从 2022 年的 51%提至 2025 年的 78%，处理量和提油量持续提升。2025 年公司餐厨垃圾处理量为 147 万吨，UCO 自产量 7.87 万吨，依托北方重油饮食禀赋及领先的深加工技术，25 年公司综合提油率达 5.35%，产能负荷率和提油率均位于行业前列。

图22：2022-2025 年处理能力与处理效率统计



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23：2022-2025 年公司工业级混合油销量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表4：2025 年餐厨处置企业负荷率&提油率

上市公司	25 年底运营规模（吨/日）	25 年餐厨处理量（万吨）	25 年产能利用率	25 年油脂量（万吨）	25 年综合提油率
山高环能	5610	147.26	78%	7.87	5.35%
旺能环境	2810	71.25	69%	3.22	4.51%
瀚蓝环境	/	53.39	/	1.62	3.03%
军信股份	1200	41.57	95%	3.07	7.39%

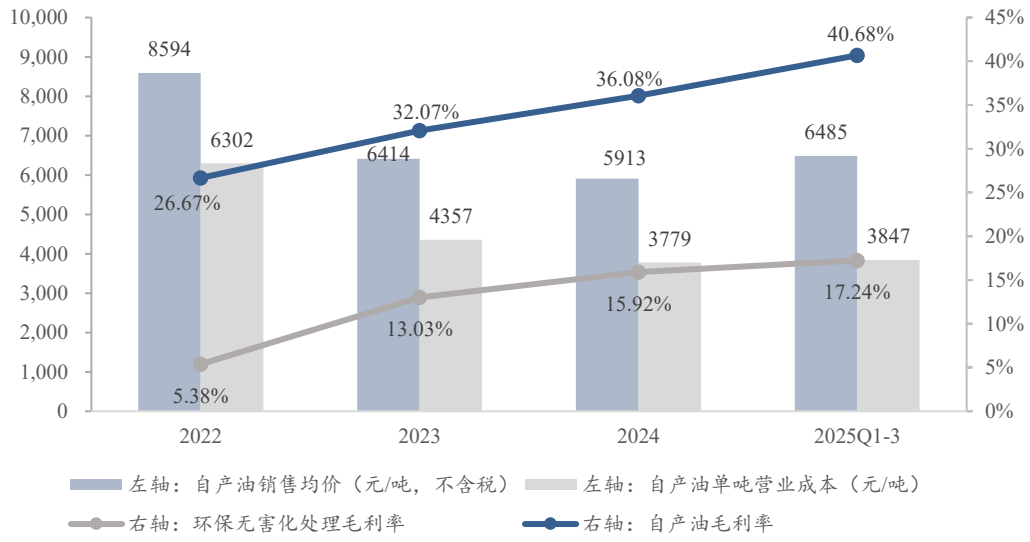
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 提效：提升负荷率&提油率+降低融资成本，多维增利

4.1. 自产油毛利率持续提升，标杆项目盈利突出可发挥引领作用

2022 年以来公司环保无害化处理和自产油毛利率齐升，盈利水平持续向上。1）环保无害化处理业务：主要通过餐厨垃圾收运运营，收取垃圾补贴，其毛利率从 2022 年 5.38%提升至 2025Q1-3 的 17.24%。**2）油脂产品加工和销售业务**：主要是将餐厨垃圾处理过程中产生的生物油与外采废弃油脂加工成工业级混合油并对外销售，以及采购皂脚加工为酸化油对外销售。其中外购油脂毛利率较低，外购量波动对公司整体油脂产品加工和销售收入及利润率扰动较大；公司自产油的毛利率可真实反映公司餐厨垃圾提油业务的经营情况，尽管 2023 年以来 UCO 销售均价较 2022 年高位回落，公司仍凭借自身经营提效，自产油毛利率从 2022 年 26.67%逐年提升至 2025Q1-3 的 40.68%，自产油单吨营业成本从 2022 年的 6302 元/吨降至 2025Q1-3 的 3847 元/吨。

图24：2022~2025Q1-3 公司餐厨处置业务盈利能力持续提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：2025 全年未披露自产油收入和毛利）

内部项目盈利分化，标杆效应+提质增效，引领公司盈利能力提升。截至 2025 年底公司有 15 个控股项目及 2 个受托运营项目，因区域位置、运营年限、收运半径、管理精细度差异，盈利能力呈现显著分化。2025 年公司整体加回减值后的净利率和 ROE 分别为 5.72%、5.65%，从餐厨项目子公司盈利情况来看，**标杆项目如兰州、济南、太原、银川项目净利率分别为 49%、10%、30%、17%，ROE 分别为 43%、27%、17%、9%，**远超公司整体水平，乃公司盈利“压舱石”。而部分尾部项目受收运体系不完善、收运半径偏大、项目投资重固定成本高等因素制约，盈利存在拖累，如湘潭项目 2025 年净利润为-0.11 亿元，净利率-28%。公司积极复制推广标杆项目在智能运营系统+精细提油工艺+标准收运管理等项目经验，推动项目向标杆项目效率与盈利水平靠拢。同时，公司充分挖掘前端收运潜力、优化工艺、压降融资成本等，持续提升项目盈利天花板。

表5：2025 年主要子公司盈利

子公司	项目	处置规模（吨/日）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	净利率	ROE	ROA
甘肃驰奈	兰州项目	500	1.06	0.52	49%	43%	23%
济南十方	济南项目	400	1.03	0.11	10%	27%	3%
太原天润	太原项目	500	0.81	0.24	30%	17%	8%
保绿特	银川项目	400	0.95	0.16	17%	9%	4%
湖南十方	湘潭项目	300	0.39	-0.11	-28%	/	-5%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4.2. 负荷率+提油率+融资成本多维发力，UCO 单吨盈利存 1000+元提升空间

我们构建餐厨处置收购项目盈利基准模型：餐厨处置设计产能 **300 吨/日**，收购成本 **2.1 亿元（单吨收购成本 70 万元）**，平均运营年限 25 年，贷款比例 70%，项目公司层面贷款利率 4%，产能负荷率 80%。**收入端主要包括政府支付的收运处置费和油脂销售收入。①政府补贴（to G）：**政府根据垃圾收运量给公司发放收运及处置补贴，受特许经营权模式、地区差异情况、是否包含收运权、预期餐厨垃圾处理量和排放标准不同的影响，补贴价格存在较大差异，根据《2025 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书》披露，公司项目补贴价格在 90-350 元/吨之间，加**权平均后的综合补贴价格为 230.67 元/吨。②UCO 销售（to B）：**餐厨垃圾经提油得到 UCO，2025 年综合产油率 5.35%（含炸货油，预估餐厨提油率约 4.5%），油脂销售收入无账期，现金流较为优质。**成本端主要包含资产折旧摊销、收运成本、处置成本、管理和财务费用等。**基于以上模型参数，我们测算，在产能负荷率 80%、餐厨提油率 4.5%、贷款利率 4%的情形下，对应项目公

司层面 UCO 单吨净利为 3107 元/吨。

表6：餐厨处置收购项目盈利基准模型测算

收入端	单项目口径	单吨餐厨口径	单吨 UCO 口径
产能利用率	80%		
年利用天数（日）	365		
餐厨处置量（万吨）	8.76		
餐厨垃圾收运及处置费（元/吨）	230		
补贴收入（万元，元/吨）	2015	230	5111
补贴收入占比	*41%*		
提油率	4.5%		
UCO 产量（万吨）	0.39		
UCO 价格（元/吨）	7500		
油脂收入（万元，元/吨）	2957	338	7500
油脂收入占比	*59%*		
营业收入合计（万元，元/吨）	4971	568	12611
成本端			
折旧摊销（万元，元/吨）	840	96	2131
生产付现成本（万元，元/吨）	1095	125	2778
收运成本（万元，元/吨）	788	90	2000
营业成本合计（万元，元/吨）	2723	311	6909
费用端			
财务费用	588	67	1492
管理费用	219	25	556
期间费用合计（万元，元/吨）	807	92	2047
利润端			
税前利润（万元，元/吨）	1441	164	3655
所得税率	15%		
净利润（万元，元/吨）	1225	140	3107

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

1）产能负荷率：是快速降本的核心抓手，其提升依托项目规模效应，可大幅摊薄单吨固定成本，以单项目日餐厨产能 300 吨口径测算，产能利用率在 60%、70%、80%、90%、100%情形下，对应 UCO 单吨净利分别为 2081、2667、3107、3449、3723 元/吨。公司 2025 年整体产能利用率约为 78%，或因前期区域收运体系不完善、运营磨合周期等因素制约，仍存在明确修复空间。公司针对餐厨垃圾收运工作的全流程数字化解决方案已研发完成并投入使用。可覆盖收运点管理、服务化平台、人员管理、车辆管理、数据统计等核心应用场景。对提升收运管理效率、优化收运服务体系、精细化收运流程等均具有重要意义。

2）餐厨提油率：在提油率 3.5%、4.0%、4.5%、5.0%、5.5%的情形下，对应 UCO 单吨净利分别为 2173、2698、3107、3434、3701 元/吨。公司依托成熟的工艺技术、精细化运营管理，持续优化油脂提取等核心环节，餐厨提油率稳步上行。**2025 年公司餐厨垃圾处理量 147.26 万吨，若提油率提升 1pct，对应 UCO 产量可增加 1.47 万吨，按 7500 元/吨 UCO 价格测算，可增收 1.10 亿元，扣除 15%所得税率后，净利增量约 0.94 亿元，较 25 年加回减值后的净利润弹性为 113%。**

3）贷款利率：在贷款利率 6.0%、5.0%、4.0%、3.0%、2.0%的情形下，对应 UCO 单吨净利分别为 2473、2790、3107、3424、3741 元/吨。随着定增落地后，资产负债率下行、信用资质改善，将降低公司融资成本，腾挪盈利空间。**2025 年末公司有息负债 30.62 亿元，综合融资成本每下降 1pct，可节约利息支出 0.31 亿元，可增利 0.26 亿元，较 25 年加回减值后的净利润弹性为 31%。**

综合以上三方面提效潜力，**在产能负荷率提至 100%、餐厨提油率提至 5.0%、贷款利率降至 3.0%的情形下**，对应 UCO 单吨净利提至 **4216 元/吨**，较基准模型**增加 1109 元/吨**，增幅 36%。

表7：餐厨处置收购项目盈利敏感性测算

测算 1：产能负荷率	**60%**	**70%**	**80%**	**90%**	**100%**
项目净利润（万元）	615	920	**1225**	1530	1834
较基准模型增幅	-50%	-25%	**0%**	25%	50%
单吨 UCO 净利（元/吨）	2081	2667	**3107**	3449	3723
较基准模型增幅	-33%	-14%	**0%**	11%	20%
测算 2：餐厨提油率	**3.5%**	**4.0%**	**4.5%**	**5.0%**	**5.5%**
项目净利润（万元）	666	946	**1225**	1504	1783
较基准模型增幅	-46%	-23%	**0%**	23%	46%
单吨 UCO 净利（元/吨）	2173	2698	**3107**	3434	3701
较基准模型增幅	-30%	-13%	**0%**	11%	19%
测算 3：贷款利率	**6.0%**	**5.0%**	**4.0%**	**3.0%**	**2.0%**
项目净利润（万元）	975	1100	**1225**	1350	1475
较基准模型增幅	-20%	-10%	**0%**	10%	20%
单吨 UCO 净利（元/吨）	2473	2790	**3107**	3424	3741
较基准模型增幅	-20%	-10%	**0%**	10%	20%

数据来源：东吴证券研究所测算

5. 盈利预测与投资建议

公司凭借超额管理能力通过数次并购已成为国内餐厨处置龙头，UCO 涨价+并购扩量+降本增效将形成共振！定增资金到位支撑公司 28 年餐厨产能和 UCO 产量翻倍目标，在 SAF 扩产+能源价值中枢上行背景下，我们看好废油脂 UCO 资源稀缺增值潜力，叠加公司自身积极提升产能负荷率、提油率、降低融资成本等多维发力，单吨成本存在下行空间。**基于以上分析，我们预测：**

1）环保无害化处理业务：公司稳步推进并购扩张战略， 我们预计 26、27、28 年末餐厨运营产能（含托管）有望扩至 6500 吨/日、8500 吨/日、10000 吨/日，产能负荷率 80%、85%、90%逐年提升，我们预计 26-28 年环卫无害化处理收入分别为 4.41、5.80、7.57 亿元，同比+20%、+32%、+31%，毛利率维持 16.0%不变。

2）油脂产品加工和销售业务：假设 26-28 年公司综合提油率维持在 5.3%左右，UCO 产量分别达 9.5、12.2、16.2 万吨，预计贸易油脂量维持 3.0 万吨低位，暂不考虑 UCO 涨价弹性，假设 26-28 年废油脂出售均价分别为 7800、8000、8000 元/吨，油脂产品加工和销售收入分别为 9.74、12.19、15.34 亿元，同比+31%、+25%、+26%，随着产能负荷率和餐厨提油率的提升，规模效应显现，预计 26-28 年毛利率分别为 30.5%、35.5%、41.2%。

3）供暖业务：我们保守预计 26-28 年供暖收入维持 25 年水平 3.12 亿元，毛利率维持 25 年水平 24.4%。

4）节能环保装备与配套工程业务：我们保守预计 26-28 年节能环保装备与配套工程收入维持 25 年水平 0.20 亿元，毛利率维持 25 年水平 14.3%。

表8：业务拆分和盈利预测表

货币单位：亿元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
环保无害化处理业务						
收入	2.92	3.13	3.67	4.41	5.80	7.57
yoy	86%	7%	17%	20%	32%	31%
毛利	0.38	0.50	0.59	0.70	0.93	1.21
毛利率	13.0%	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
油脂产品加工和销售						
收入	14.27	8.21	7.43	9.74	12.19	15.34
yoy	29%	-42%	-10%	31%	25%	26%
毛利	1.73	1.65	2.13	2.97	4.33	6.32
毛利率	12.1%	20.1%	28.7%	30.5%	35.5%	41.2%
供暖业务						
收入	2.95	3.06	3.12	3.12	3.12	3.12
yoy	14%	4%	2%	0%	0%	0%
毛利	0.61	0.64	0.76	0.76	0.76	0.76
毛利率	20.7%	21.0%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%
节能环保装备与配套工程						
收入	0.85	0.06	0.20	0.20	0.20	0.20
yoy	-66%	-93%	248%	0%	0%	0%
毛利	0.39	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03
毛利率	45.2%	19.7%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
其他业务						
收入	0.03	0.03	0.05	0.05	0.05	0.05
yoy	33%	10%	53%	0%	0%	0%
毛利	(0.02)	(0.02)	0.03	0.03	0.03	0.03
毛利率	-50.7%	-54.7%	49.3%	49.3%	49.3%	49.3%
合计						
营业收入	21.01	14.49	14.47	17.52	21.36	26.28
yoy	17%	-31%	0%	21%	22%	23%
毛利	3.09	2.78	3.54	4.66	6.24	8.52
毛利率	14.7%	19.2%	24.4%	26.6%	29.2%	32.4%
归母净利润	0.09	0.13	0.30	1.42	2.41	3.93
yoy	-90%	47%	132%	368%	70%	63%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基于以上分析，我们预测 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.42、2.41、3.93 亿元，同比+368%、+70%、+63%，考虑定增后总股本增加，2026-2028 年 EPS 分别为 0.24、0.41、0.66 元/股，对应 30、18、11 倍 PE。我们选取朗坤科技（深耕生物质资源再生业务，掌握北京、广州、深圳等一线城市餐厨处置产能）、卓越新能（全国生物柴油龙头，

利用废弃油脂资源生产生物燃料及生物基材料）作为可比公司，2026-2028 年可比公司平均 PE 为 17、13、11 倍，山高环能 2026-2027 年 PE 高于可比公司平均估值，考虑山高环能业绩成长弹性更大，可支撑当前高估值。公司为全国餐厨处置龙头，凭借优越的经营管理能力持续并购扩张，量增+降本支撑业绩高增。叠加 UCO 供应刚性，随 SAF 扩产+能源价值中枢上行，UCO 稀缺增值亟待涨价，餐厨处置业务采取特许经营模式，牌照壁垒保证原料供应和成本刚性，公司可充分享受 UCO 涨价带来的盈利增量！首次覆盖，给予“买入”评级。（估值日期：2026/6/16）

表9：可比公司估值（估值日期：2026/6/16）

可比公司		市值（亿元）	归母净利润（亿元）			归母净利润 YOY			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
301305.SZ	朗坤科技	74	3.70	4.53	5.51	39%	22%	22%	20.1	16.4	13.5
688196.SH	卓越新能	51	3.54	5.09	6.08	129%	44%	19%	14.5	10.1	8.4
	行业平均								**17.3**	**13.2**	**11.0**
000803.SZ	山高环能	33	1.42	2.41	3.93	368%	70%	63%	29.9	17.6	10.8

注：朗坤科技、卓越新能盈利预测来自截至 26/6/16 的 wind 一致预期，山高环能盈利预测来自东吴证券研究所
数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

1）**并购进展不及预期：**产能扩张及油脂产销量提升将为公司未来业绩增长带来显著贡献。若项目收购进展、运营情况等不及预期，将影响公司量增逻辑和盈利释放节奏。

2）**SAF 需求不及预期：**餐厨废弃油脂是生物航煤的主要原料，若 SAF 强制添加政策执行力度不足，将影响 SAF 的需求及价格，从而间接影响对原料 UCO 的需求和价格水平。

3）**补贴政策变化风险：**地方政府在餐厨垃圾处置及资源利用方面给予了一定的财政补贴，若未来行业政策或者地方补贴发生变化，则会给公司的未来经营产生不利影响。

山高环能三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**933**	**2,000**	**2,188**	**2,725**
货币资金及交易性金融资产	295	1,274	1,348	1,734
经营性应收款项	468	546	649	787
存货	41	48	56	66
合同资产	0	0	1	1
其他流动资产	129	131	134	138
非流动资产	**4,367**	**4,756**	**5,459**	**5,898**
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产及使用权资产	1,052	1,188	1,477	1,629
在建工程	50	50	50	50
无形资产	2,297	2,541	2,954	3,242
商誉	571	571	571	571
长期待摊费用	110	110	110	110
其他非流动资产	286	295	295	295
资产总计	**5,300**	**6,756**	**7,646**	**8,623**
流动负债	**2,007**	**2,219**	**2,456**	**2,719**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,381	1,478	1,578	1,678
经营性应付款项	246	289	340	400
合同负债	108	130	159	196
其他流动负债	273	321	378	446
非流动负债	**1,827**	**2,271**	**2,671**	**2,971**
长期借款	890	1,390	1,790	2,090
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	2	2	2	2
其他非流动负债	936	880	880	880
负债合计	**3,835**	**4,490**	**5,126**	**5,690**
归属母公司股东权益	1,446	2,239	2,480	2,872
少数股东权益	20	27	40	60
所有者权益合计	**1,465**	**2,266**	**2,520**	**2,933**
负债和股东权益	**5,300**	**6,756**	**7,646**	**8,623**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1,447**	**1,752**	**2,136**	**2,628**
营业成本(含金融类)	1,093	1,285	1,512	1,776
税金及附加	15	18	22	27
销售费用	1	1	1	2
管理费用	129	156	190	234
研发费用	2	2	3	4
财务费用	124	129	131	134
加:其他收益	37	40	45	54
投资净收益	0	0	0	0
公允价值变动	(1)	0	0	0
减值损失	(58)	(20)	(20)	(20)
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**61**	**180**	**301**	**485**
营业外净收支	(11)	1	1	1
利润总额	**51**	**181**	**302**	**486**
减:所得税	26	32	48	73
净利润	**25**	**149**	**254**	**413**
减:少数股东损益	(5)	7	13	21
归属母公司净利润	**30**	**142**	**241**	**393**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.06	0.24	0.41	0.66
EBIT	202	310	433	620
EBITDA	475	630	831	1,081
毛利率(%)	24.44	26.62	29.22	32.42
归母净利率(%)	2.09	8.09	11.28	14.94
收入增长率(%)	(0.17)	21.11	21.92	23.04
归母净利润增长率(%)	132.39	367.80	69.99	62.92

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	397	620	810	1,026
投资活动现金流	(233)	(712)	(1,099)	(899)
筹资活动现金流	(71)	1,071	362	259
现金净增加额	93	979	73	386
折旧和摊销	273	320	398	460
资本开支	(129)	(699)	(1,099)	(899)
营运资本变动	(85)	7	2	(8)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	3.10	4.80	5.32	6.16
最新发行在外股份（百万股）	466	593	593	593
ROIC(%)	2.68	5.76	6.60	8.38
ROE-摊薄(%)	2.10	6.33	9.72	13.67
资产负债率(%)	72.35	66.46	67.05	65.99
P/E（现价&最新股本摊薄）	109.88	29.89	17.58	10.79
P/B（现价）	2.30	1.49	1.34	1.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

仅供内部参考，请勿外传！

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn