下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

朗坤科技（301305）

卡位北广深稀缺城市油田，以生物质绿电撬动智算布局

2026 年 09 月 09 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1,791	1,797	2,166	2,484	2,511
同比（%）	2.18	0.35	20.53	14.65	1.10
归母净利润（百万元）	215.54	265.35	370.81	482.94	587.76
同比（%）	20.51	23.11	39.74	30.24	21.70
EPS-最新摊薄（元/股）	0.89	1.10	1.53	2.00	2.43
P/E（现价&最新摊薄）	29.93	24.31	17.40	13.36	10.98

投资要点

- **生物质资源化+合成生物双轮驱动，绿电价值延伸撬动智算布局。**公司 2011 年进军生物质资源化赛道，陆续中标深圳龙岗、广州、北京等核心城市项目， 23 年布局母乳低聚糖（HMOs）合成生物业务，26 年设立朗坤绿能智算子公司跨界算力。截至 26/9/7，公司实控人直接和间接持股 25.34%，实际控制的表决权比例超 30%，26 年公司拟发行 5.9 亿元可转债，强力赋能通州项目建设。23-25 年公司归母净利润复增 21.80%，26H1 归母净利同增 31%，UCO 量价齐升带动业绩加速提升。25 年公司经营性现金流净额 4.73 亿元，净现比 1.73，充裕现金流可供转型投入。
- **锁定一线城市稀缺 UCO 资源，北京项目增量+稀缺涨价共振。1）在建项目保障确定性增量：**公司有机固废项目覆盖北京、广州、深圳，一线城市市占率全国第一。截至 26H1，有机固废核心项目已投运产能 6294 吨/日，其中餐饮厨余和废油脂处置产能 2650 吨/日，北京在建项目餐饮厨余和废油脂产能合计 1950 吨/日，待建成后运营规模将实现大幅增长 74%。公司预计 26 年存量项目支撑约 6 万吨 UCO，北京通州项目投产后，28 年 UCO 将扩至 10 万吨（较 26 年+66%）。**2）一线城市特许经营构筑资源&盈利壁垒：**25 年广州、深圳、中山项目子公司营业收入合计 10.95 亿元，占比总营收 61%，净利润合计 2.37 亿元，占比总净利润 86%。其中广州项目净利润从 23 年 0.50 亿元提至 25 年 0.87 亿元，复增 32%；深圳项目净利从 23 年 0.39 亿元提至 25 年 0.97 亿元，复增 58%。盈利优势源于**①区位优势：**依托一线城市人口虹吸带来的海量餐饮消费需求，餐厨垃圾产生基数持续扩容，为现有项目长期产能爬坡与盈利抬升筑牢原料基本面，且广州、中山项目超 1000 吨/日，具备规模效应。**②高补贴费：**25 年朗坤餐厨项目收运和处置费介于 277~477 元/吨，高于同业加权平均综合补贴 231 元/吨。**③低折旧摊销：**朗坤项目均为自建，投资成本可控，北京项目特许经营期长达 40 年，公司项目吨投/期限平均为 2.00，显著低于同业并购项目均值 2.61。**3）UCO 供给刚性，看好 SAF 扩产周期下废油脂增值潜力：**截至 26/9/3 欧洲/中国 SAF 价格 2810/2460 美元/吨，较 25 年初涨幅+52%/+39%，同比+10%/+26%。UCO 显著滞涨于 SAF，SAF 级 UCO 价格 8100 元/吨，较 25 年初涨幅+9%。我们测算 SAF 价格 2500~3000 美元/吨（约合人民币 1.68~2.02 万元/吨）对应 UCO 价格上限 1.02~1.25 万元/吨，对应涨价弹性 25%~54%。
- **跨界算力，以“生物质绿电”撬动“智算”新赛道。**餐厨配套沼气发电绿色清洁，具备能耗指标优势。沼气发电度电营业成本约 0.32 元（不含沼气资源费），直连具备经济性。餐厨处置需求刚性、产沼及发电连续，具备稳定性优势。26/6/26 公司成立朗坤绿能智算子公司，注册资本金为 4 亿元人民币，由朗坤科技 100%控股，以绿电赋能 AI 算力新赛道。为满足朗坤绿能生产经营和项目建设资金需要，2026 年度新增 50 亿元的担保额度。
- **HMOs 二期推进中，期待客户渠道&添加政策取得突破。**一期年产 260 吨项目于 25H1 投产，已通过十余家奶企的工厂验收，目前有小批量订单。二期建成后合计产能将达到 1000 吨/年。公司生产的 LNT（乳糖-N-四糖）及 LNnT(乳糖-N-新四糖)获得美国 FDA 市场准入许可。HMOs 在国内婴配市场正式迈入商业化阶段，随着政策完善，成人领域增量市场有望逐步打开。
- **盈利预测与投资评级：**公司拥有稀缺废油脂资源，卡位北广深 UCO 城市油田，量增确定性强&受益于 UCO 涨价，同时依托生物质绿电撬动智算布局。暂不考虑 UCO 涨价和算力布局带来的盈利增量，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.71、4.83、5.88 亿元，同比+40%、+30%、+22%，对应 17.4、13.4、11.0 倍 PE。首次覆盖，给予“买入”评级。（估值日期：2026/9/9）
- **风险提示：**新项目投运不及预期，SAF 需求不及预期，补贴政策变化风险。

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
研究助理 田源
执业证书：S0600125040008
tiany@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.66
一年最低/最高价	18.88/33.39
市净率(倍)	1.64
流通 A 股市值(百万元)	3,315.21
总市值(百万元)	6,450.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.30
资产负债率(%,LF)	39.47
总股本(百万股)	241.96
流通 A 股(百万股)	124.35

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 生物质资源化+合成生物双轮驱动，以绿电撬动智算布局 4
1.1. 专注生物质资源化，绿电价值延伸撬动智算布局 4
1.2. 创始人控股管理团队，可转债加码双轮驱动 5
1.3. 盈利稳步提升，现金流持续优化 6
2. 锁定一线城市稀缺 UCO 资源，北京项目增量+UCO 涨价共振 9
2.1. 锁定北广深优质 UCO 资源，北京项目投运在即 9
2.2. 特许经营构筑资源壁垒，一线城市优质项目盈利能力强劲 10
2.3. UCO 供给刚性，SAF 扩产周期中看好废油脂稀缺增值 14
3. 设立子公司跨界算力，以“生物质绿电”撬动“智算”新赛道 19
4. HMOs 二期推进中，期待客户渠道&添加政策取得突破 20
4.1. 布局 HMOs 第二赛道，珠海产能释放&国际认证稳步推进 20
4.2. HMOs 业务下游应用广阔，期待政策打开增量空间 21
5. 盈利预测与投资建议 23
6. 风险提示 25

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 公司发展历程.....4
图 2: 股权结构（截至 2026 年 9 月 7 日）.....5
图 3: 2020-2026H1 公司营业收入情况.....6
图 4: 2020-2026H1 公司归母净利润情况.....6
图 5: 2020-2026H1 公司业务收入占比.....7
图 6: 2020-2026H1 公司业务毛利率.....7
图 7: 2020-2026H1 公司利润率及费用率.....7
图 8: 2020-2026H1 公司期间费用情况（单位：亿元）.....7
图 9: 公司资产负债情况.....8
图 10: 公司带息负债率、负债融资成本率与财务费用率.....8
图 11: 公司加权 ROE.....8
图 12: 公司现金流情况.....9
图 13: 2020-2022 年公司有机固废运营服务成本构成.....11
图 14: 2020-2022 年公司有机固废运营服务成本占比.....11
图 15: 广州、深圳、中山项目收入和盈利贡献.....12
图 16: 2023-2025 年广州项目营收和净利润.....12
图 17: 2023-2025 年深圳项目营收和净利润.....12
图 18: 朗坤科技项目收运和处置费高于同业水平（单位：元/吨）.....13
图 19: 2017-2025 年 UCO 直接和间接出口量.....15
图 20: 截至 2025 年底国内 SAF 产能梳理.....17
图 21: 欧洲和中国 SAF-FOB 价格.....18
图 22: UCO-DAP 价格.....19
图 23: UCO 各品类价格.....19
图 24: 2024 年全球 HMOs 下游消费领域.....21
图 25: HMOs 主要种类和用途.....22

表 1: 有机固废处理核心项目产能明细（单位：吨/日）.....10
表 2: 餐厨厨余项目投资额与经营期限.....14
表 3: 全球各国 SAF 政策梳理.....16
表 4: 欧盟生物航煤需求测算.....17
表 5: 2021-2023 年百川畅银沼气发电成本拆分.....19
表 6: 朗坤科技 HMOs 产能布局.....21
表 7: HMOs 国内政策概况.....22
表 8: 业务拆分与盈利预测.....24
表 9: 可比公司估值（估值日期：2026/9/9）.....25

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 生物质资源化+合成生物双轮驱动，以绿电撬动智算布局

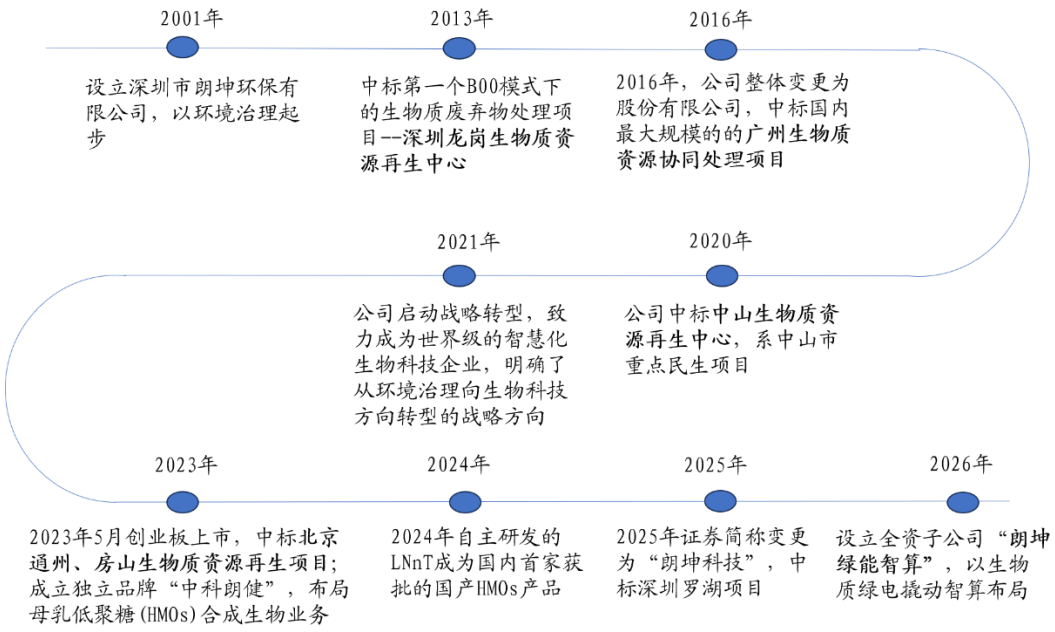
1.1. 专注生物质资源化，绿电价值延伸撬动智算布局

深耕环境治理二十余载，聚焦生物质资源化核心赛道。公司前身深圳市朗坤环保有限公司于 2001 年设立，以环境治理、环境工程为主业，2011 年进军生物质废弃物处理赛道。2013 年中标首个 BOO 模式下的生物质废弃物处理项目——深圳龙岗生物质资源再生中心，标志着其业务模式走向成熟。2016 年，公司整体变更为股份有限公司，中标广州生物质资源协同处理项目，并于 2019 年正式投产，奠定大湾区龙头地位。2020 年，中标中山生物质资源再生中心。2023 年上市后，陆续中标北京通州、房山生物质资源再生项目。公司锁定深圳、广州、北京核心城市优质项目资源，一线城市市占率全国第一。

上市加速双轮驱动，合成生物打开成长空间。2021 年，公司启动战略转型，致力成为世界级的智慧化生物科技企业。2023 年 5 月公司创业板上市，随即启动从“环境治理”向“生物科技”的战略跃迁，构建“生物质资源再生+合成生物智造”双轮驱动的业务格局。2023 年 8 月，公司成立独立品牌“中科朗健”，布局母乳低聚糖（HMOs）合成生物业务，2024 年自主研发的 LNnT 成为国内首家获批的国产 HMOs 产品。2025 年证券简称正式变更为“朗坤科技”，品牌形象全面升级。

设立全资子公司跨界算力，以生物质绿电撬动智算布局。2026 年 6 月 26 日，朗坤科技正式设立全资子公司——朗坤绿能智算（深圳）科技有限公司。依托母公司朗坤科技自身的绿色能源产业优势，朗坤绿能智算将积极拓展算力配套产业、通过“生物质绿电+智算”创新模式，推进公司算电协同融合的战略布局。

图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

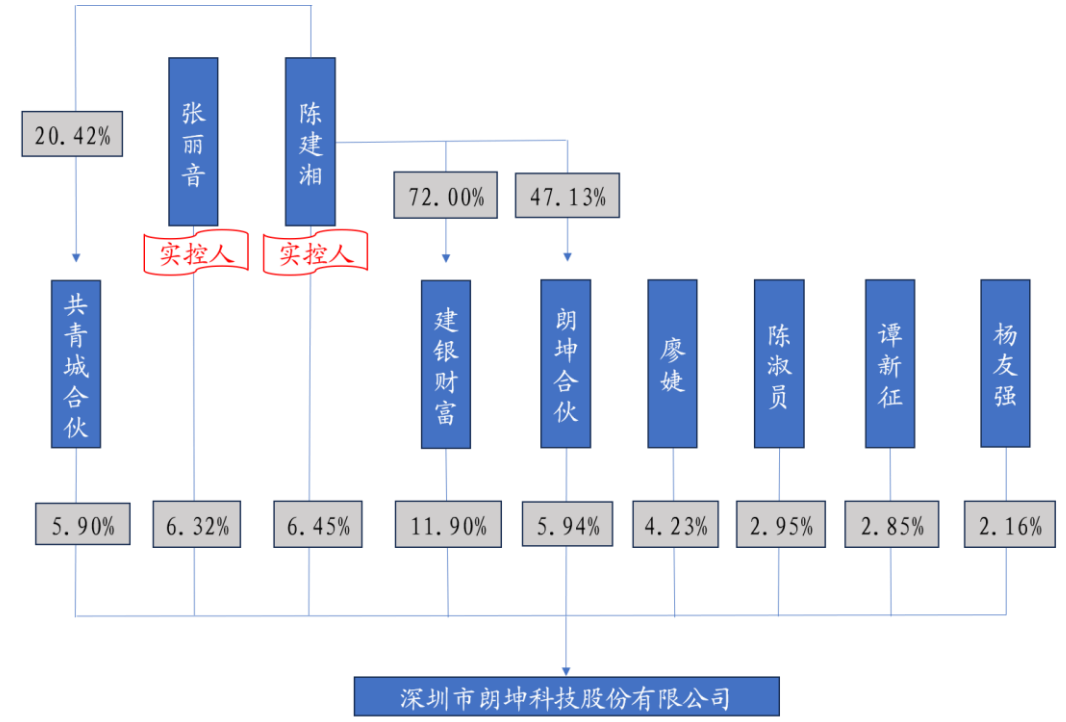
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2. 创始人控股管理团队，可转债加码双轮驱动

公司创始人陈建湘、张丽音夫妇为公司共同实际控制人。截至 2026 年 9 月 7 日，陈建湘直接持股 6.45%，张丽音直接持股 6.32%，二人合计直接持股 12.77%。此外，陈建湘还通过建银财富（持股 11.90%）、深圳市朗坤投资合伙企业（持股 5.94%）、共青城朗坤投资管理合伙企业（持股 5.90%）等平台间接控制公司股权，直接+间接持股比例 25.34%，实际控制的表决权比例超过 30%。整体股权结构清晰，创始人团队牢牢掌握控制权，有利于长期战略的稳定执行。

图2：股权结构（截至 2026 年 9 月 7 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

回购股份拟用于股权激励或员工持股，彰显长期发展信心。朗坤科技于 2026 年 7 月 23 日召开第四届董事会第八次会议，审议通过《关于回购公司股份方案的议案》。根据方案，公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分 A 股股份，回购资金总额区间为 5000 万元（含）至 1 亿元（含），回购价格不超过 41.10 元/股（含），实施期限为 2026 年 7 月 23 日至 10 月 22 日。公司本次回购股份将用于股权激励或员工持股计划。本次回购有助于进一步建立健全公司长效激励机制，同时彰显未来发展信心。

可转债方案公告，强力赋能通州项目。2026 年公司发布可转债方案，向不特定对象发行可转换为公司人民币普通股（A 股）股票的公司债券，募集资金总额不超过人民币 5.9 亿元（含本数），扣除相关发行费用后，拟用于通州区有机垃圾资源化综合处理中心项目。2026 年 8 月 10 日，深交所已正式受理该可转债发行申请。受工程设计优化及特

请务必阅读正文之后的免责声明部分

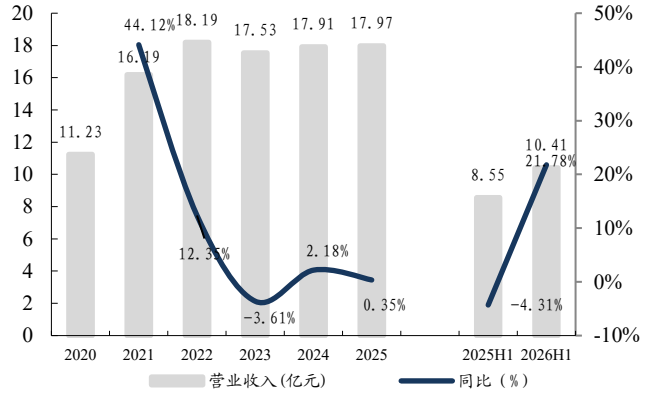
下载日志已记录，仅供内部参考

许经营协议补充调整等因素影响，北京通州项目达到预定可使用状态日期由原计划的2026年8月31日延期至2027年12月31日。项目2026年四季度投入试生产的核心节点不变，试运营阶段处理费按100%全额结算，收益自2026年四季度起即可逐步体现。北京通州项目进一步强化一线城市市场优势，巩固行业龙头地位。

1.3. 盈利稳步提升，现金流持续优化

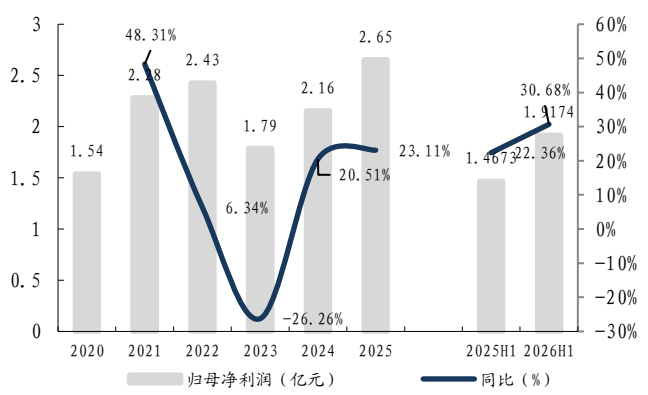
公司营收平稳，盈利水平呈明显增长趋势。公司营收从2020年11.23亿元增长至2025年17.97亿元，CAGR约9.9%；2023年受欧盟政策扰动，收入、利润短暂下滑，2023-2025年归母净利润从1.79亿元增至2.65亿元，连续两年增速超20%。2026H1延续良好增势，营业收入10.41亿元，同比增长21.8%，归母净利润1.92亿元，同比增长30.7%，盈利增长趋势明确。

图3：2020-2026H1公司营业收入情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2020-2026H1公司归母净利润情况



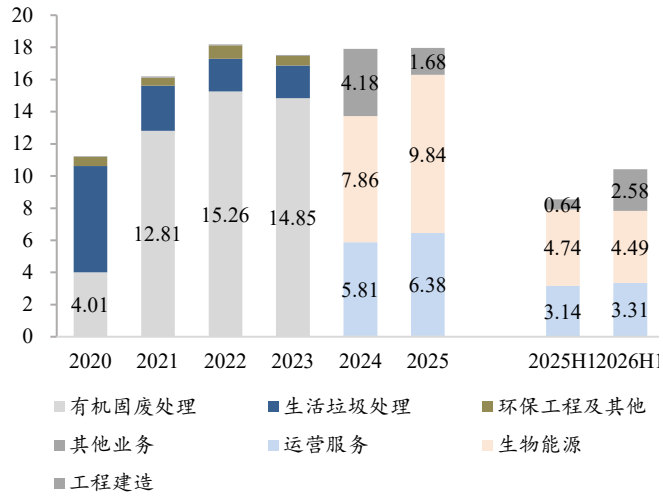
数据来源：Wind，东吴证券研究所

聚焦高毛利生物能源，UCO业务为核心主业。2024年公司业务口径调整，此前按废弃物类型（有机固废/生活垃圾/环境工程/其他）分类，此后按价值链环节（工程建造/运营服务/生物能源/其他）重新划分，这一调整反映了公司从“工程驱动”向“运营+产品驱动”的战略转型。2024年业务口径调整后，生物能源成为收入的第一支柱，生物能源毛利率从2024年的27.4%大幅提升至2025年的32.8%，2026H1进一步提至42.8%，生物能源毛利率的持续提升验证了公司在餐厨废弃物收运、UCO生产及销售环节的竞争优势。未来随着北京通州、房山项目逐步投运，UCO产量将进一步扩大；HMOs量产则将打开合成生物智造的全新增长空间。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

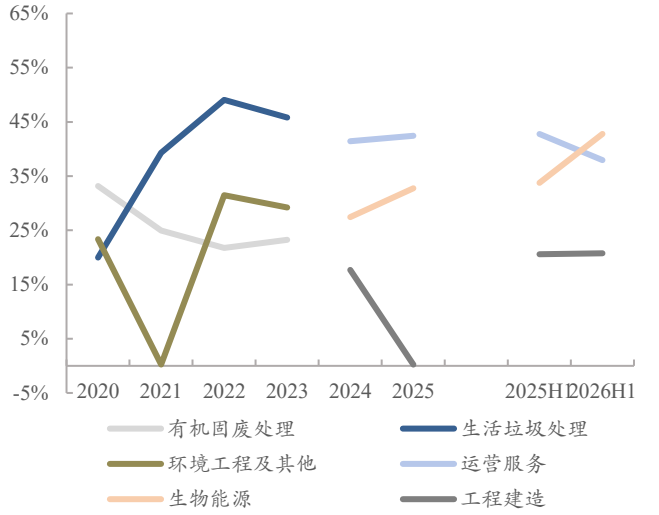
下载日志已记录，仅供内部参考

图5：2020-2026H1 公司业务收入占比



数据来源：Choice，东吴证券研究所

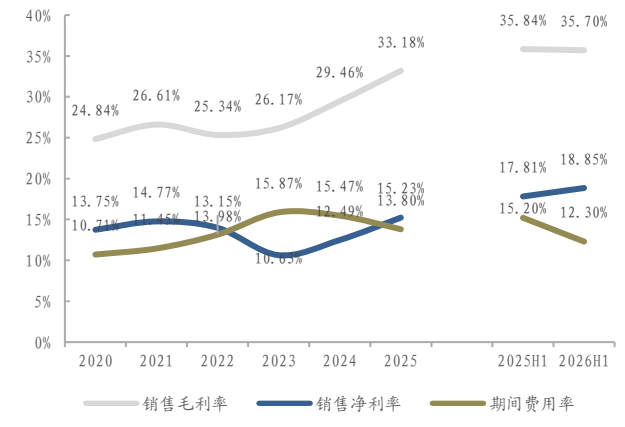
图6：2020-2026H1 公司业务毛利率



数据来源：Choice，东吴证券研究所

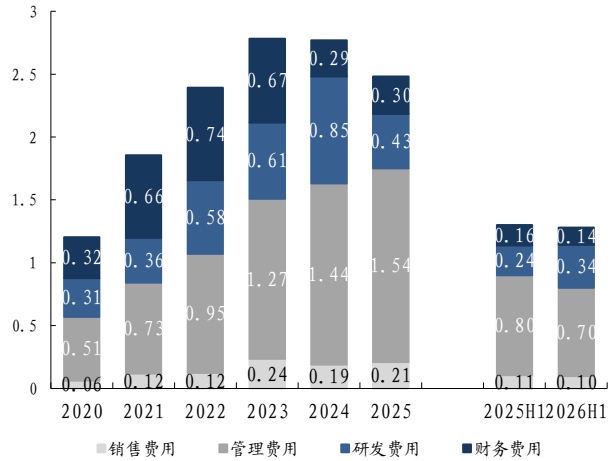
毛利率稳中有升，费用管控成效显著。2020-2023 年，公司处于转型投入期，低毛利率的工程建造收入占比仍较高，销售毛利率在 24.84%-26.61%之间窄幅波动，但受上市前后管理费用及财务费用攀升影响，销售净利率从 13.8%降至 10.6%，盈利质量承压；2024 年公司高毛利的生物能源业务快速扩张，工程建造收入占比显著下降，财务费用显著降低，带动销售毛利率持续提升至 2025 年的 33.2%，销售净利率同步回升至 15.2%。期间费用方面，2024-2025 年销售与管理费用因市场开拓和子公司扩张略有上升，但研发费用因项目结题明显下降，整体期间费用率稳定在 14%-15%。2026H1 因生物柴油价格回落导致毛利率微降至 35.7%，但公司费用管控效果显著，期间费用率大幅压缩至 12.3%，销售净利率稳定。

图7：2020-2026H1 公司利润率及费用率



数据来源：Choice，东吴证券研究所

图8：2020-2026H1 公司期间费用情况（单位：亿元）



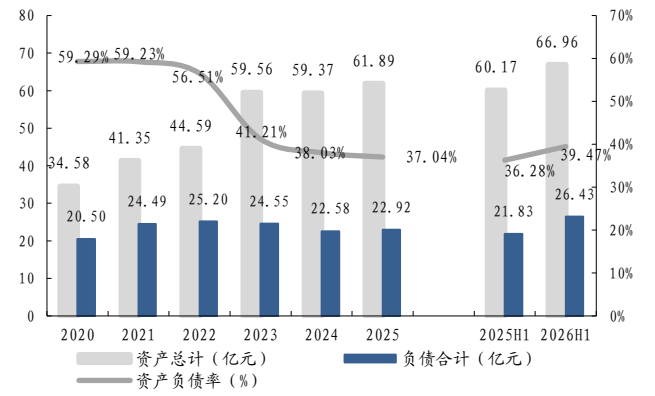
数据来源：Choice，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

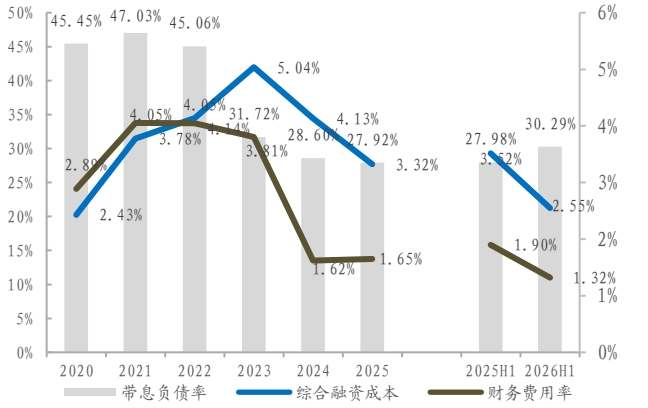
资产负债率整体呈现下降趋势，综合融资成本、财务费用率下降明显，2025 年 ROE 回升。资产负债率从 2020 年的 59.29%降至 2025 年的 37.04%，带息负债率从 45.5%降至 27.9%，财务结构经历了从高负债依赖向股权融资支持的战略性调整；2023 年资产负债率、带息负债率显著改善主要由 IPO 一次性因素驱动。2024 年由于市场利率环境改善、公司债务置换以及现金流结构优化，财务费用率和综合融资成本下降，2025 年综合融资成本再降约 0.8pct。2026H1 因北京通州等项目持续推进，长期借款增加，资产负债率微升至 39.5%，带息负债率略升至 30.3%，综合融资成本同比减少约 0.97pct。2025 年 ROE 随主业盈利能力实质性改善开始回升，整体盈利能力有望持续改善。

图9：公司资产负债情况



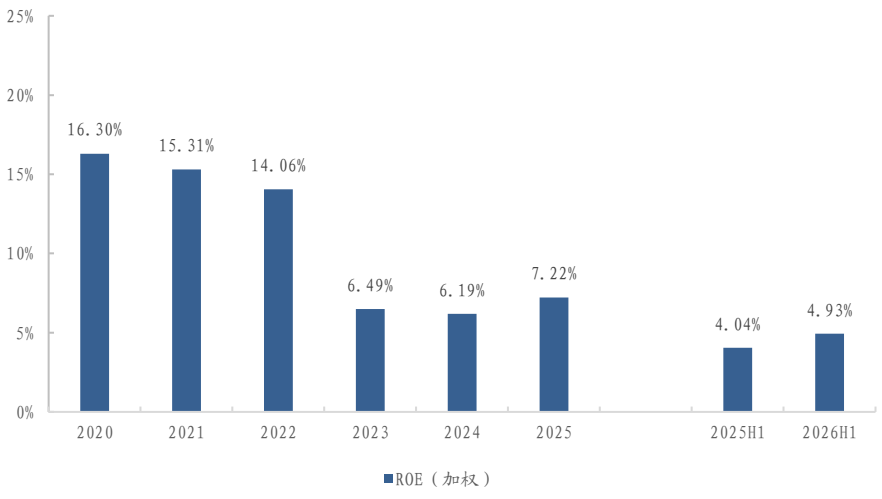
数据来源：Choice，东吴证券研究所

图10：公司带息负债率、负债融资成本率与财务费用率



数据来源：Choice，东吴证券研究所

图11：公司加权 ROE



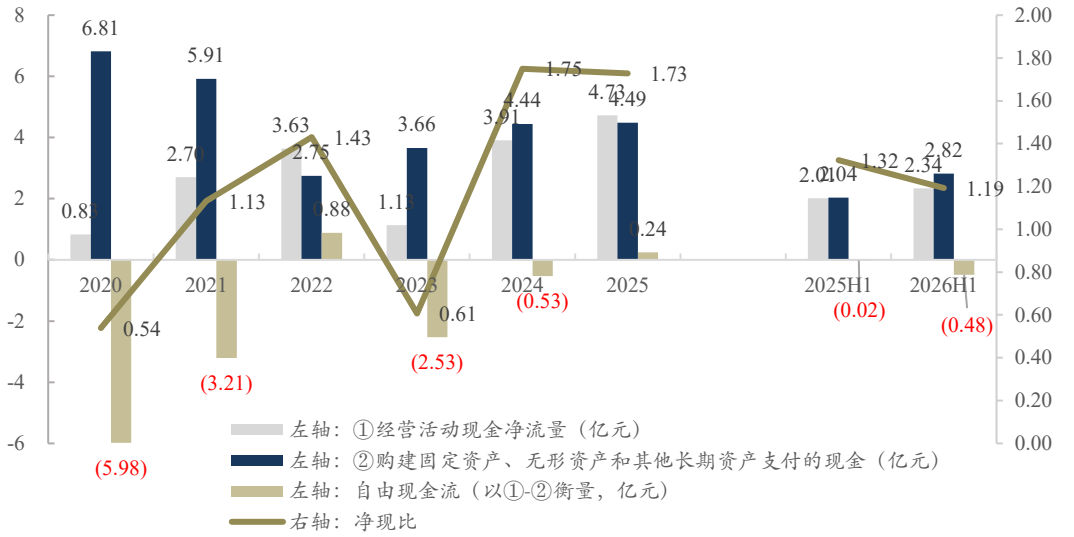
数据来源：Choice，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

经营现金流净额随业绩持续增厚，2025 年自由现金流实现转正。2020 年经营性现金流净额仅 0.83 亿元，2022 年增至 3.63 亿元，2023 年受欧盟反倾销调查等外部冲击短暂承压，2024 年经营性现金流净额显著增长至 3.91 亿元，净现比 1.75。2025 年经营性现金流净额进一步增至 4.73 亿元，净现比 1.73。2025 年自由现金流实现转正，整体现金流结构持续优化，随着北京项目建成投运后，充裕的现金流可支撑业务转型投入。

图12：公司现金流情况



数据来源：Choice，东吴证券研究所

2. 锁定一线城市稀缺 UCO 资源，北京项目增量+UCO 涨价共振

2.1. 锁定北广深优质 UCO 资源，北京项目投运在即

生物质资源化产能持续扩张，从湾区龙头迈向全国布局，一线城市市占率全国第一。截至 2026H1，公司现有 35 个生物质资源再生中心项目，其中 21 个已投入运营，并拥有 5 个日处理规模 1000 吨以上的项目。公司项目覆盖北京、广州、深圳等一线城市，一线城市市占率全国第一。截至 2026H1，**公司核心运营项目包括：1）广州项目：**总处理规模 2,040 吨/日，其中餐厨 400 吨/日，厨余 600 吨/日，粪污 1000 吨/日，动物固废 40 吨/日；**2）深圳龙岗项目：**总处理规模 600 吨/日，其中餐厨处置规模 550 吨/日、废弃食用油 50 吨/日；**3）中山项目：**总处理规模 1,004 吨/日，其中厨余 400 吨/日，废弃油脂 500 吨/日，粪污 100 吨/日，动物固废 4 吨/日；**4）吴川项目：**生活垃圾焚烧规模 1200 吨/日；**5）高州项目：**总处理规模 1450 吨/日，其中生活垃圾焚烧 1200 吨/日，餐厨 150 吨/日，污泥 100 吨/日。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

北京在建项目投运在即，支撑餐厨产能翻倍，28 年 UCO 预计达 10 万吨较 26 年提升 66%。截至 2026H1，公司在建产能包括：**1）通州项目：**设计总处理规模 2,100 吨/日，特许经营期 40 年，公司预计通州项目 2026 年四季度投入试生产；**2）房山项目：**设计总处理规模 750 吨/日，特许经营期 40 年。作为公司进军北京、突破北方市场的标志性项目，通州和房山两个项目填补了公司在京津冀区域的业务布局空白，进一步延伸开拓公司在有机废弃物资源化综合处理业务的广阔版图。截至 2026H1，公司有机固废核心项目已投运产能 6294 吨/日，其中餐饮厨余和废油脂处置产能 2650 吨/日，北京在建项目餐饮厨余和废油脂产能合计 1950 吨/日，待建成后运营规模增长约 74%。公司预计 2026 年存量项目支撑约 6 万吨 UCO，北京通州项目投产后，2028 年 UCO 将扩至 10 万吨，较 2026 年增长约 66%。

表1：有机固废处理核心项目产能明细（单位：吨/日）

项目简称	状态	模式	投运时间	特许经营期限	产能合计	餐饮	厨余	废油脂	粪污	污泥	动物固废	生活垃圾
广州项目	运营	BOT	2020 年 4 月	27	2040	400	600		1000		40	
深圳龙岗项目	运营	BOO	2015 年	15	600	550		50				
中山项目	运营	BOT	2023 年 4 月	27	1004	400	500		100		4	
吴川项目	运营	BOT	2021 年 5 月	28	1200							1200
高州项目	运营	BOT	2021 年 5 月	28	1450	150				100		1200
运营产能合计					6294	1500	1100	50	1100	100	44	2400
北京通州项目	在建	BOT	预计 26Q4	40	2100	400	700	300	700			
北京房山项目	在建	BOT		40	750	200	300	50	200			
建设产能合计					2850	600	1000	350	900			
合计					9144	2100	2100	400	2000	100	44	2400

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 特许经营构筑资源壁垒，一线城市优质项目盈利能力强劲

锁定核心城市优质项目，特许经营构建城市油田资源壁垒。朗坤科技餐厨垃圾处置业务依托 BOT、BOO 等特许经营构筑稀缺市政资产壁垒，特许经营期限通常为 25-40 年，合同约定政府保底处置体量，从源头锁定稳定原料供给且无需承担原料采购开支。北京、广州、深圳等一线城市，餐饮消费活跃，废油脂产出稳定，城市管理体系成熟，资源集中度高，是 UCO 原料获取中最具战略价值的区域。与中小城市相比，核心城市产出规模更大，而且在合规监管、收运标准、资源化利用要求上更加严格，天然形成较高的行业准入门槛。UCO 资源的竞争，本质上是源头网络的竞争，公司覆盖核心城市高密度餐饮消费场景，叠加稳定、规范、可追溯的收运体系，将率先形成原料端的规模优势。

餐厨处置兼具稳健运营与弹性增值双重业务模式。项目运营期收益主要包含：**1）**

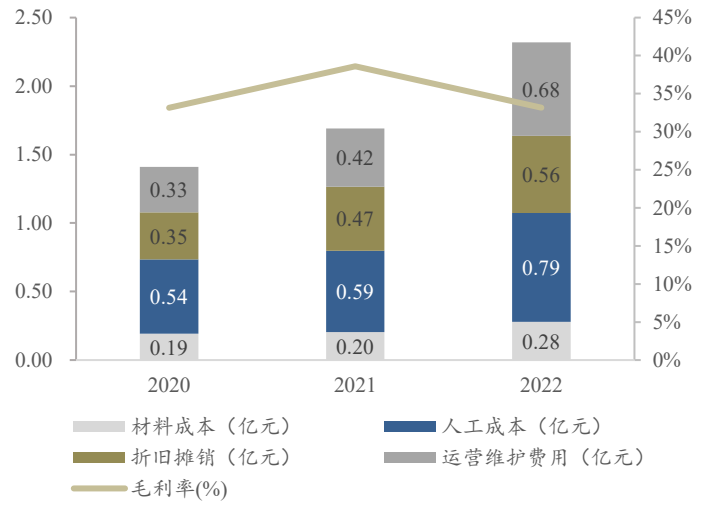
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

收运及无害化处理收入：公司根据特许经营协议约定处理收运当地产生的餐厨、厨余、粪污、动物固废等有机固废垃圾，政府按照处理量或收运量结算处置补贴，计价标准写入特许协议长期保持相对稳定（已运营项目的收运处理单价约每三年可进行一次调增），提供贯穿运营周期的保底现金流；**2）资源化产品销售收入：**处理有机固废过程中形成的资源化产品包括废油脂（UCO）、沼气发电、肉骨渣等产品，以 UCO 废油脂为核心的资源化外销收入是业绩弹性核心，由于海内外 SAF 政策驱动行业需求扩容带来的油脂涨价红利与原料 UCO 供给刚性，油脂售价上行带来的弹性收益均可留存。

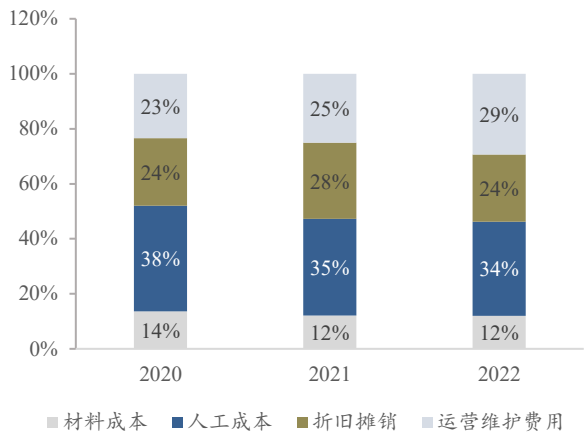
有机固废运营成本刚性，UCO 涨价驱动利润抬升。有机固废处理运营服务成本中，人工、折旧摊销、运维费用三大固定成本占比超八成且长期稳定。依托特许经营权与长协垄断区域餐厨资源，原料供给端无市场化抬价风险，且折旧摊销、运营维护费用构成核心固定成本，成本不会跟随油脂售价同步上行。在特许经营权持续锁量、成本刚性固化的商业模式下，政府处置费筑牢经营安全底线，餐厨垃圾自然增量带来油脂产出逐年爬坡叠加油脂价格上行，所有涨价增益都直接转化为企业增量利润。

图13：2020-2022 年公司有机固废运营服务成本构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图14：2020-2022 年公司有机固废运营服务成本占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

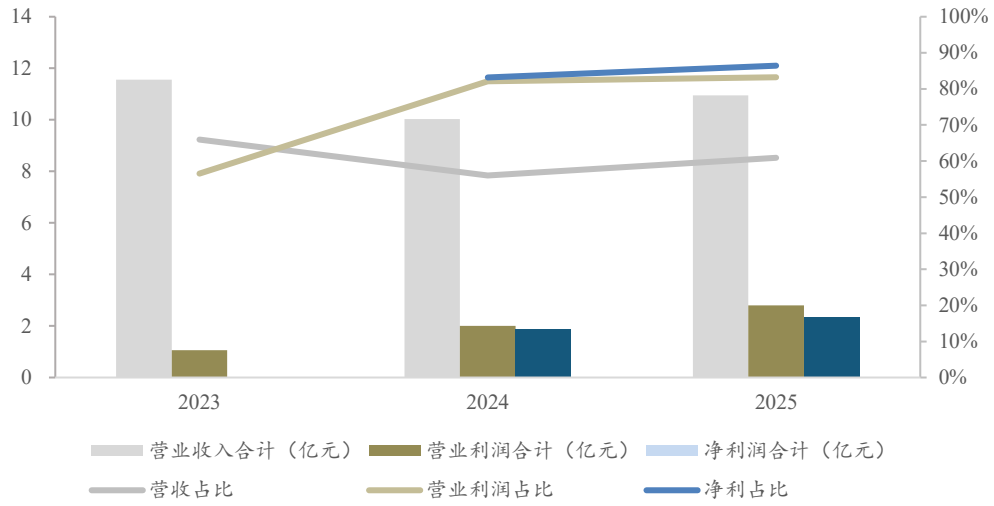
广东三大存量项目成为业绩支柱，且盈利能力持续提升。公司优先锚定深圳、广州、北京等人口持续流入的一线核心城市落地餐厨特许项目，依托一线城市人口虹吸带来的海量餐饮消费需求，餐厨垃圾产生基数持续扩容，为现有项目长期产能爬坡与盈利抬升筑牢原料基本面。2025 年广州、深圳、中山项目子公司营业收入合计 10.95 亿元，占公司总营收比重 61%，净利润合计 2.37 亿元，占公司净利润比重 86%。一线城市内生增长强劲，广州项目净利润从 2023 年 0.50 亿元提升至 2025 年 0.87 亿元，复增 32%；深圳项目净利润从 2023 年 0.39 亿元提升至 2025 年 0.97 亿元，复增 58%。广州、深圳项

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

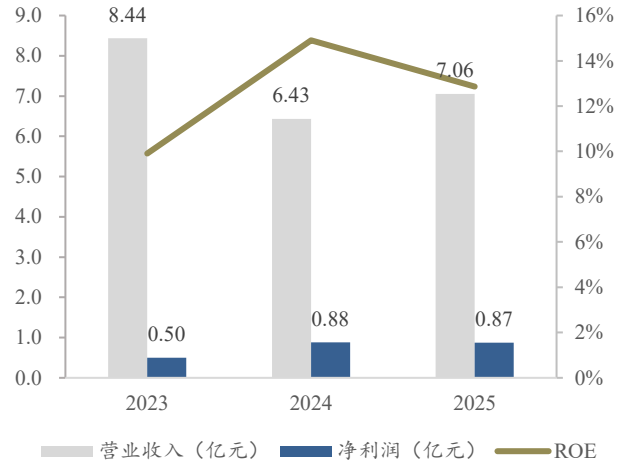
目已成为公司利润最核心的压舱石资产，头部城市项目的盈利能力得到充分落地验证。伴随北京通州、房山两大在建项目投产落地，公司一线优质项目矩阵进一步完善，一线优质标的集群实现南北联动，持续打开餐厨资源化业务中长期成长空间。

图15：广州、深圳、中山项目收入和盈利贡献



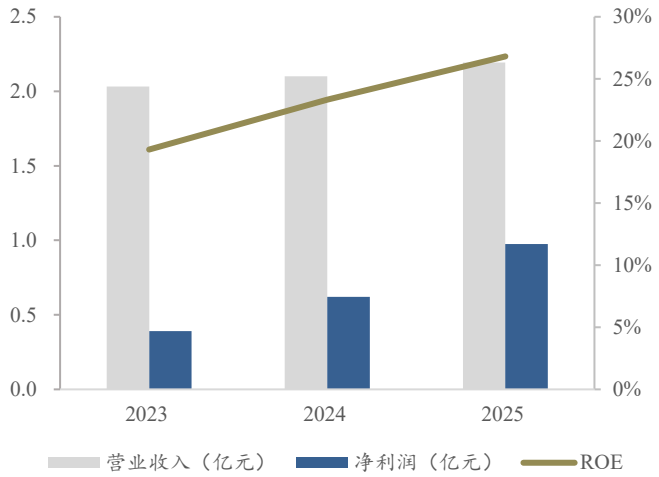
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图16：2023-2025 年广州项目营收和净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：2023-2025 年深圳项目营收和净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

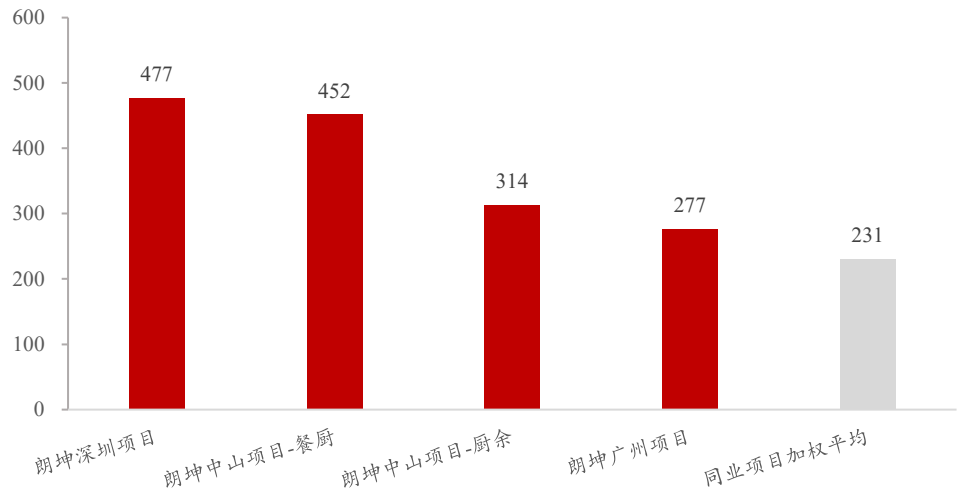
公司项目盈利优势源于核心城市规模效应以及高处置费+低固定成本。

1）政府支付的收运及处置价格显著高于同业。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，政府补贴价格存在较大

下载日志已记录，仅供内部参考

差异。2025 年，朗坤深圳项目收运费 190.00 元/ 吨，处理费 287 元/吨，合计 477 元/吨；广州项目生物质废物处理费 167.90 元/吨，收运费 109.00 元/吨，合计 277 元/吨；中山餐厨废弃物收运费 178.60 元/吨，处理费 273.40 元/吨，合计 452 元/吨，中山厨余废弃物处理费 313.60 元/吨。同业公司项目政府补贴价格在 90-350 元/吨之间，加权平均后的综合补贴价格为 230.67 元/吨。

图18：朗坤科技项目收运和处置费高于同业水平（单位：元/吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2）项目均为自建，投资成本可控，北京项目特许经营期长达 40 年。公司项目以自建为主，可通过全流程管控控制单位产能造价；而并购普遍叠加牌照与股权溢价，同等产能下折旧、财务费用更高。朗坤在建北京通州和房山项目单吨产能投资额超 60 万元，但 40 年特许经营期拉长了折旧摊销期限，以单吨投资/特许经营期限来看与广州和中山项目接近，优于并购成本。公司项目吨投/期限平均为 2.00，显著低于同业并购项目均值 2.61。公司项目低折旧优势将在全生命周期释放，增厚中长期利润空间。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表2：餐厨厨余项目投资额与经营期限

公司	项目名称	类型	产能（吨/日）	总投资额/收购对价（万元）	单吨投资（万元/（吨/日））	特许经营期/收购时剩余经营年限	吨投/期限
朗坤科技	广州生物质资源再生中心项目	自建	2040	85,358.26	41.84	27	1.55
	中山生物质资源再生中心项目	自建	1004	65,659.07	65.40	27	2.42
	北京通州生物质资源再生中心项目	自建	2100	153,189.89	72.95	40	1.82
	北京房山生物质资源再生中心项目	自建	750	73,597.20	98.13	40	2.45
盈峰环境	淮安市餐厨废弃物收运处理项目	自建	475	23,000.00	48.42	25	1.94
山高环能	郑州绿源项目	并购	330	13,711.06	41.55	20	2.08
	银川保绿特项目	并购	200	12,540.00	62.70	22	2.85
兴蓉环境	西安市餐厨垃圾资源化利用和无害化处理项目	并购	420	28,000.00	66.67	23	2.90

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

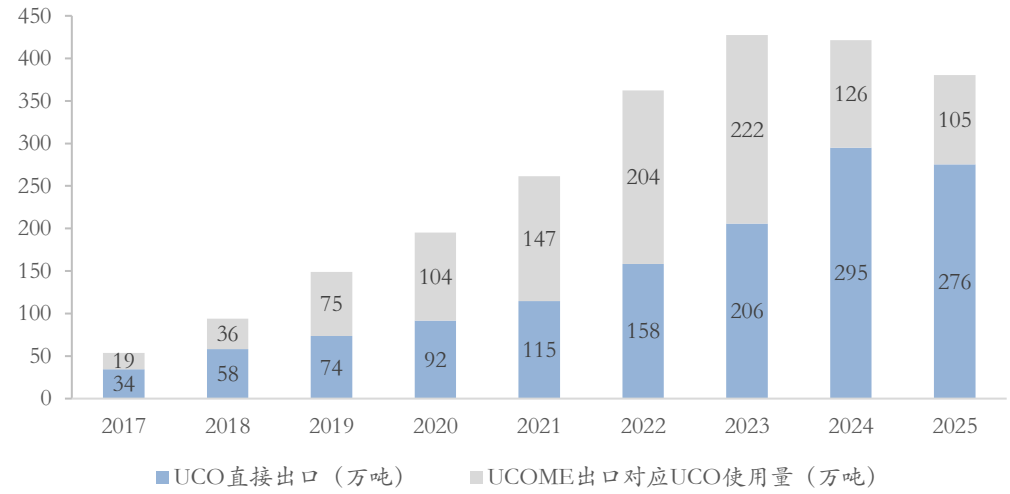
2.3. UCO 供给刚性，SAF 扩产周期中看好废油脂稀缺增值

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。**从实际供给量来看，**我国废油脂目前规模化利用量约 450-500 万吨/年。个体商贩掌握大量地沟油及炸货油收集渠道，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。**从 UCO 下游来看，**2023~2025 年中国 UCO 直接出口+通过 UCOME 间接出口合计约 380~430 万吨。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图19：2017-2025 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

2025 年欧盟等地启动 SAF 强制添加政策，SAF 成为 UCO 需求增量来源。可持续航空燃料（SAF）为当前航空减碳唯一可行解，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）。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，将迎来生物航煤全球需求高增。从政策节奏来看：

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表3：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	将针对航空公司和燃料供应商推出强制性指令，以推动可持续航空燃料（SAF）的广泛应用，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

欧盟市场 25 年 35 倍 SAF 需求空间，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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表4：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

SAF 当前产能紧缺，企业积极扩产中。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20：截至 2025 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

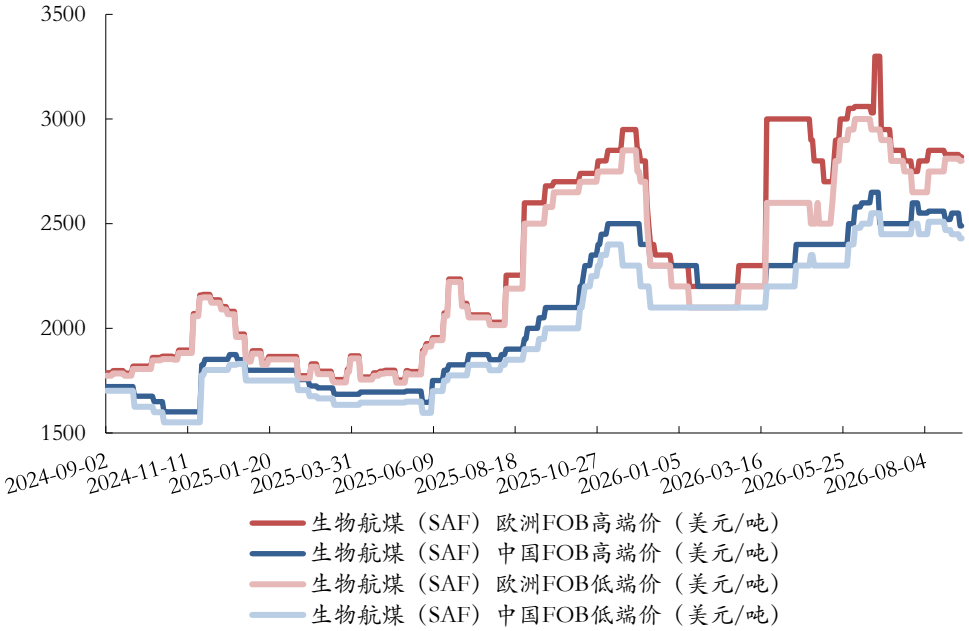
数据来源：中国能源报，项目环评报告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

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，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，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 价格持续创新高后维持高位。**截至 2026 年 9 月 3 日，欧洲/中国 SAF 价格 2810/2460 美元/吨，较 2025 年初+52%/+39%，同比+10%/+26%。

图21：欧洲和中国 SAF-FOB 价格



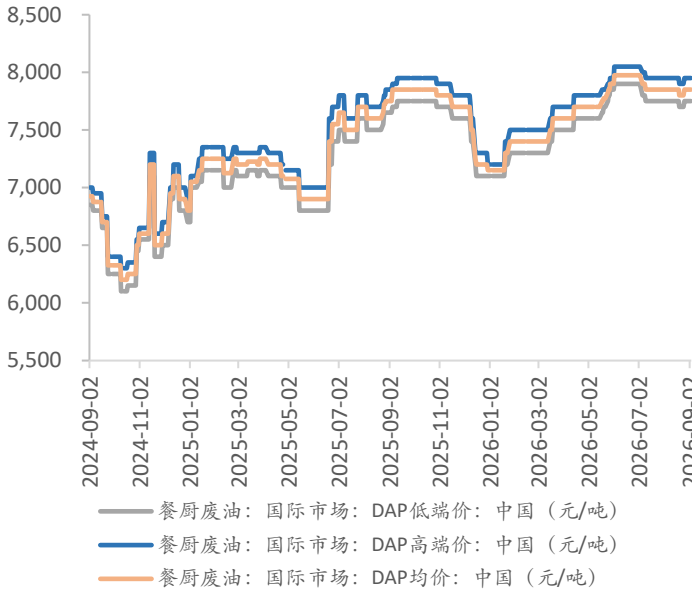
数据来源：钢联，东吴证券研究所

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 9 月 3 日，中国 UCO DAP 价格 7850 元/吨，较 25 年初+14%，同比+1%；UCO（SAF 级原料）价格 8100 元/吨，较 25 年初+9%。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 1.68~2.02 万元/吨），对应 UCO 价格上限 1.02~1.25 万元/吨。截至 2026 年 9 月 3 日，中国 SAF 级 UCO 价格 8100 元/吨，涨价弹性 25%~54%。（参考 2026/9/3 美元兑人民币即期汇率 6.72）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

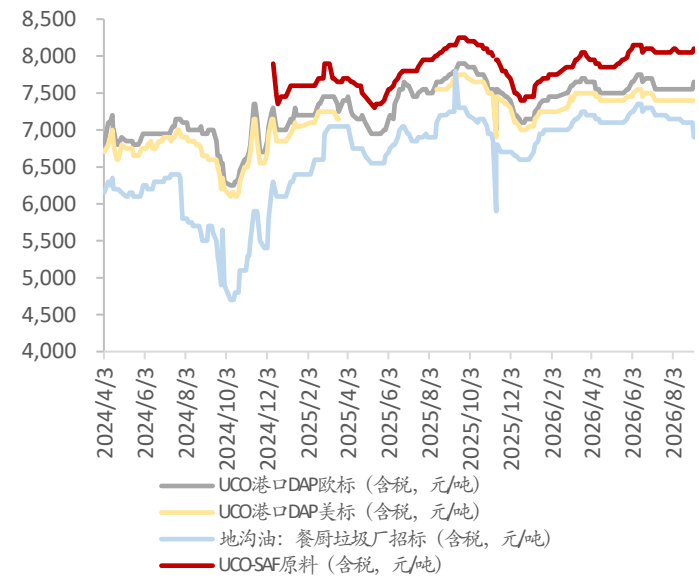
下载日志已记录，仅供内部参考

图22：UCO-DAP 价格



数据来源：钢联，东吴证券研究所

图23：UCO 各品类价格



数据来源：生物能源油脂，东吴证券研究所

3. 设立子公司跨界算力，以“生物质绿电”撬动“智算”新赛道

餐厨配套沼气发电：能耗指标&经济性&稳定性领先，绿电价值延伸算电协同。 餐厨垃圾厌氧处理后产生的沼气经过净化处理后进入发电机发电，属于绿电资源，可寻求绿电直连机会，具备能耗指标优势。1 吨餐厨垃圾可以产生 80~120m³的沼气（甲烷浓度为 60-65%），每立方沼气可发电约 2 度。平均来看 1000 吨/日餐厨项目对应沼气年产量约 3600 万立方米，发电量约 0.7 亿度，沼气发电度电营业成本约 0.32 元（不含沼气资源费），直连具备经济性。餐厨处置需求刚性、产沼及发电连续，具备稳定性优势。

表5：2021-2023 年百川畅银沼气发电成本拆分

	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额（元/度）	占比	金额（元/度）	占比	金额（元/度）	占比
度电营业成本	**0.30**	**100%**	**0.33**	**100%**	**0.33**	**100%**
折旧与摊销	0.11	36%	0.13	38%	0.12	36%
人工	0.08	26%	0.08	25%	0.08	24%
生产设备维修费	0.06	21%	0.07	21%	0.05	15%
资源使用费	0.02	6%	0.01	3%	0.01	4%
其他成本	0.03	11%	0.04	12%	0.07	21%
度电营业成本（不含资源使用费）	**0.28**	/	**0.32**	/	**0.32**	/

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

成立朗坤绿能智算子公司，新增 50 亿元的担保额度，以生物质绿电赋能 AI 算力新赛道。2026 年 6 月 26 日，朗坤科技全资子公司——朗坤绿能智算（深圳）科技有限公司正式成立。朗坤绿能注册资本金为 4 亿元人民币，由朗坤科技 100%控股。此次战略落子的核心逻辑，在于打通朗坤科技独有的绿色电力优势与人工智能算力需求的底层链路。随着 AI 大模型与超大规模智算集群的蓬勃发展，算力用电需求呈爆发式增长，“算力跟着绿电走”已成为行业趋势。朗坤科技旗下多座生物质资源再生中心具备将生物质废弃物高效转化为绿色电力的成熟能力，朗坤绿能智算的成立，正是要将可循环再生的清洁能源导入 AI 算力场景，构建从“生物质能发电”到“绿色智算中心”的闭环产业链，让绿色电力成为驱动大模型训练与推理的新质动力。未来，朗坤绿能智算将立足深圳，依托朗坤科技的产业生态，持续深耕绿色算力赛道。2026 年 8 月 13 日，公司董事会审议通过了《关于新增公司及子公司 2026 年度对外担保额度预计的议案》，为满足朗坤绿能生产经营和项目建设资金需要，同意公司及子公司在保证规范运营和风险可控的前提下，在原有担保额度的基础上，2026 年度新增 50 亿元的担保额度。

4. HMOs 二期推进中，期待客户渠道&添加政策取得突破

4.1. 布局 HMOs 第二赛道，珠海产能释放&国际认证稳步推进

珠海一期 260 吨/年已投产，二期产能 740 吨/年规划中。HMOs 也称母乳低聚糖（Human Milk Oligosaccharides）是一类天然存在于人类母乳中的寡聚糖混合物，是母乳中仅次于乳糖和脂肪的第三大固体成分，初乳中的含量高达 20g/L 以上，成熟母乳中含量为 5～20g/L。目前已从母乳中分离和鉴定出 200 多种 HMO 结构。朗坤科技以子公司珠海市朗健生物科技有限公司为载体，在珠海建设 HMO 生物智造基地。项目进展情况如下：HMOs 生物智造基地一期年产 260 吨项目已于 **2025 年上半年顺利竣工投产**，并成功完成多批次产业化生产，已通过**十余家奶企的工厂验收**，目前**有小批量订单**。在一期基础上，公司规划建设**二期 740 吨扩建项目**。二期建成后，珠海朗健 HMOs 基地合计产能将达到 **1000 吨/年**。

产品陆续获国际认证，海外渠道拓展可期。市场准入方面，2025 年 3 月、4 月，公司生产的 LNT（乳糖-N-四糖）及 LNnT(乳糖-N-新四糖)分别通过 Self-GRAS 认证，意味着产品获得美国 FDA 市场准入许可，可以作为安全的食品原料在美国市场进行销售并使用，标志着公司 HMOs 产品已具备进入国际主流市场的基础条件，为后续海外渠道拓展奠定准入基础。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表6：朗坤科技 HMOs 产能布局

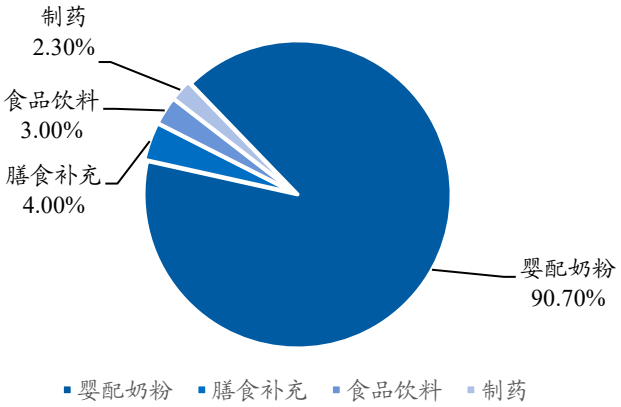
项目	产能	状态
珠海朗健一期	260 吨/年	2025 年上半年投产，已完成试生产并通过客户验厂
珠海朗健二期	740 吨/年	规划中
珠海总产能目标	1000 吨/年	

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4.2. HMOs 业务下游应用广阔，期待政策打开增量空间

HMOs 产品主要定位于人类营养健康领域，核心应用场景为婴幼儿配方奶粉，并向健康补充品、功能性食品及食品添加剂等领域延伸拓展。婴幼儿配方奶粉是全球 HMOs 下游消费占比最高的场景，2024 年占比高达 90.7%，远高于膳食补充（4.0%）、食品饮料（3.0%）及制药（2.3%）等其他领域。HMOs 能有效促进有益菌群定植，增强肠道屏障功能，降低婴儿感染和过敏风险，契合当前消费者对营养、安全、接近天然母乳的诉求，因此成为婴配奶粉市场中使用最广泛的功能成分。全球 90%以上的高端婴配奶粉品牌已添加 2'-岩藻糖基乳糖（2'-FL），部分产品如雀巢“能恩全护”尝试组合多种 HMOs 以更接近母乳成分，进一步推动了 HMOs 在婴配奶粉领域的普及与应用。公司已与**多家知名奶粉、保健品、食品加工等企业**建立了紧密的合作关系，共同探索 HMOs 在婴配奶粉、保健品、成人食品、特医食品等领域的应用。

图24：2024 年全球 HMOs 下游消费领域



数据来源：卓创咨询，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图25：HMOs 主要种类和用途



数据来源：卓创咨询，东吴证券研究所

全球市场层面，美国 FDA、欧盟委员会、澳新食品标准局等多国监管机构已批准其用于婴幼儿配方食品，爱他美、惠氏、雅培、雀巢等国际乳企巨头已将 HMOs 广泛融入相关产品，且其应用场景正持续向成人奶粉、功能性饮料、保健品等领域拓展，市场需求伴随健康消费升级呈现快速增长态势。

国内市场方面，HMOs 产业正处于政策快速完善期。继 2023 年 10 月国家卫健委批准 2'-FL、LNnT 作为食品营养强化剂应用于婴配食品后，2024-2025 年监管部门持续扩大批准清单，2026 年 2 月 3'-SL 也首次获批；截至目前，国内已有 18 家企业的 2'-FL、5 家企业的 LNnT、3 家企业的 3'-SL 获批，2025 年 11 月更有 64 个含 HMOs 的婴配乳粉配方通过注册，标志着其在国内婴配市场正式迈入商业化应用阶段。后续政策有望进一步放开，同时下游客户认证持续打通，随着政策落地与渠道拓展，HMOs 在成人功能性食品等领域的增量市场空间有望逐步打开。

表7：HMOs 国内政策概况

时间	政策事件
2021 年	国家发改委发布《"十四五"生物经济发展规划》
2023 年 10 月	国家卫健委批准 2'-FL、LNnT 作为食品营养强化剂
2024 年-2025 年	国家卫健委持续扩大 HMOs 批准清单
2025 年 11 月	64 个含 HMOs 的婴配乳粉配方通过注册
2026 年 2 月	国家卫健委批准 3'-SL 作为食品营养强化剂

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 盈利预测与投资建议

公司拥有稀缺废油脂资源，卡位北广深 UCO 城市油田&布局算电协同。1）在建量翻倍确定：锁定北广深核心城市，大城市虹吸效应强，餐厨量&负荷率存提升潜力。随北京项目投产，餐厨处置规模翻倍。**2）受益于 UCO 涨价：** 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。UCO 每涨价 1000 元/吨，对应 26 年收入增量约 0.6 亿元，归母净利弹性约 14%。**3）绿电价值延伸布局算力：**公司成立朗坤绿能智算全资子公司，依托绿色能源产业优势将积极拓展算力配套产业。我们预测：

1）运营服务业务：考虑存量项目内生处置量增长，以及北京通州项目 26 年底投运带来增量，我们预测 26-28 年运营服务收入分别为 6.70、8.37、10.05 亿元，同比+5%、+25%、+20%，毛利率稳定在 40%。

2）生物能源业务：包括电费、UCO 以及生物柴油等产品收入。收入增量主要来自于 UCO，我们预计 26-28 年 UCO 产量分别为 6、8、10 万吨，UCO 均价 8000 元/吨，暂不考虑后续 UCO 涨价弹性；电费收入维持稳定；生物柴油收入缩减。我们预测 26-28 年生物能源业务收入分别为 9.87、11.47、13.07 亿元，同比+0%、+16%、+14%，毛利率提升至 40%。

3）工程建造业务：我们预计北京在建项目集中于 26-27 年贡献建造收入，预测 26-28 年工程收入分别为 5.00、4.00、0.00 亿元，毛利率稳定在 20%。

4）其他业务：随着 HMOs 二期项目落地、客户渠道打通及政策空间打开， 27-28 年有望逐步实现规模化销售，我们预测 26-28 年其他业务收入分别为 0.10、1.00、2.00 亿元，毛利率分别为 10%、30%、50%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表8：业务拆分与盈利预测

盈利预测	2024	2025	2026E	2027E	2028E
1.运营服务					
营业收入（亿元）	5.81	6.38	6.70	8.37	10.05
yoy	9%	10%	5%	25%	20%
毛利率	41.43%	42.42%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利（亿元）	2.41	2.71	2.68	3.35	4.02
2.生物能源					
营业收入（亿元）	7.86	9.84	9.87	11.47	13.07
yoy	-19%	25%	0%	16%	14%
毛利率	27.44%	32.77%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利（亿元）		3.23	3.95	4.59	5.23
3.工程建造					
营业收入（亿元）	4.18	1.68	5.00	4.00	0.00
yoy	138%	-60%	198%	-20%	-100%
毛利率	17.72%	0.23%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利（亿元）	0.74	0.00	1.00	0.80	0.00
4.其他业务					
营业收入（亿元）	0.06	0.07	0.10	1.00	2.00
yoy		19%	36%	900%	100%
毛利率	-38.70%	39.52%	10.00%	30.00%	50.00%
毛利（亿元）	-0.02	0.03	0.01	0.30	1.00
合计					
营业收入（亿元）	**17.91**	**17.97**	**21.66**	**24.84**	**25.11**
yoy	2%	0%	21%	15%	1%
毛利率	29.48%	33.18%	35.25%	36.38%	40.80%
毛利（亿元）	5.28	5.96	7.64	9.04	10.24
归母净利润（亿元）	**2.16**	**2.65**	**3.71**	**4.83**	**5.88**
yoy	21%	23%	40%	30%	22%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

基于以上分析，暂不考虑 UCO 涨价和算力布局带来的盈利增量，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.71、4.83、5.88 亿元，同比+40%、+30%、+22%，对应 17.4、13.4、11.0 倍 PE。我们选取山高环能（国内餐厨处置龙头，并购扩量+降本增效+UCO 涨价共振）、卓越新能（全国生物柴油龙头，利用废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 20.9、12.7、8.6 倍，朗坤科技 2026 年估值低于可比公司，2027-2028 年估值高于可比公司。朗坤科技占据北京、广州、深圳一线城市优质生物质项目，确定性量增支撑业绩高增，叠加算电协同布局，估值溢价具有一定合理性。首次覆盖，给予“买入”评级。（估值日期：2026/9/9）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表9：可比公司估值（估值日期：2026/9/9）

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
000803.SZ	山高环能	37	1.42	2.41	3.93	368%	70%	63%	26.0	15.3	9.4
688196.SH	卓越新能	49	3.08	4.84	6.21	100%	57%	28%	15.8	10.1	7.8
	行业平均								**20.9**	**12.7**	**8.6**
301305.SZ	朗坤科技	65	3.71	4.83	5.88	40%	30%	22%	17.4	13.4	11.0

注：卓越新能盈利预测来自截至 26/9/9 的 wind 一致预期，朗坤科技、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）新项目投运不及预期：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。若新项目投产、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：废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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

朗坤科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**1,972**	**2,120**	**2,419**	**2,780**
货币资金及交易性金融资产	1,024	1,057	1,258	1,660
经营性应收款项	629	725	810	798
存货	164	185	199	176
合同资产	6	6	7	8
其他流动资产	149	146	143	138
非流动资产	**4,217**	**4,332**	**4,367**	**4,364**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	617	654	662	642
在建工程	103	63	33	3
无形资产	3,231	3,289	3,338	3,376
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	7	8	9	10
其他非流动资产	259	317	325	333
资产总计	**6,189**	**6,452**	**6,786**	**7,145**
流动负债	**511**	**515**	**510**	**455**
短期借款及一年内到期的非流动负债	161	162	162	162
经营性应付款项	204	201	183	131
合同负债	20	22	25	25
其他流动负债	127	130	141	137
非流动负债	**1,782**	**1,824**	**1,839**	**1,859**
长期借款	1,567	1,577	1,592	1,612
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	0
其他非流动负债	214	246	246	246
负债合计	**2,292**	**2,339**	**2,349**	**2,314**
归属母公司股东权益	3,793	3,996	4,303	4,677
少数股东权益	104	117	134	154
所有者权益合计	**3,897**	**4,113**	**4,437**	**4,831**
负债和股东权益	**6,189**	**6,452**	**6,786**	**7,145**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1,797**	**2,166**	**2,484**	**2,511**
营业成本(含金融类)	1,201	1,403	1,580	1,487
税金及附加	17	22	25	25
销售费用	21	26	30	30
管理费用	154	186	191	196
研发费用	43	52	56	58
财务费用	30	40	45	48
加:其他收益	65	67	77	85
投资净收益	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(59)	(40)	(35)	(30)
资产处置收益	(2)	0	0	0
营业利润	**336**	**466**	**600**	**725**
营业外净收支	(13)	(13)	(10)	(7)
利润总额	**323**	**453**	**590**	**718**
减:所得税	49	69	90	109
净利润	**274**	**384**	**500**	**608**
减:少数股东损益	8	13	17	21
归属母公司净利润	**265**	**371**	**483**	**588**
每股收益-最新股本摊薄(元)	1.10	1.53	2.00	2.43
EBIT	374	493	635	765
EBITDA	565	721	883	1,031
毛利率(%)	33.18	35.25	36.38	40.80
归母净利率(%)	14.76	17.12	19.44	23.41
收入增长率(%)	0.35	20.53	14.65	1.10
归母净利润增长率(%)	23.11	39.74	30.24	21.70

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	473	564	717	928
投资活动现金流	(392)	(344)	(291)	(268)
筹资活动现金流	(76)	(184)	(224)	(258)
现金净增加额	3	33	201	402
折旧和摊销	191	228	248	265
资本开支	(436)	(293)	(280)	(257)
营运资本变动	(90)	(151)	(138)	(45)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	15.73	16.51	17.78	19.33
最新发行在外股份（百万股）	242	242	242	242
ROIC(%)	5.76	7.29	8.94	10.14
ROE-摊薄(%)	7.00	9.28	11.22	12.57
资产负债率(%)	37.04	36.25	34.62	32.38
P/E（现价&最新股本摊薄）	24.31	17.40	13.36	10.98
P/B（现价）	1.70	1.61	1.50	1.38

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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