

卓越新能（688196.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年2月2日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	75.47
总市值	95.99亿
PE-TTM	42.84
PB-MRQ	3.00

估值结果

	价值	99.72亿
DDM估值	上行空间	3.9%
	状态	合理估值
	价值	97.34亿
动态估值	上行空间	1.4%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★★
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是国内一代生物柴油（UCOME）龙头，生物柴油产量和出口量连续多年位列国内同类企业前列。

公司作为我国一代生物柴油出口龙头，也在积极布局二代生物柴油业务，政策约束下，生物柴油作为新兴产品，成长空间优秀；且一代生物柴油逐步走出欧盟加征关税的低谷、二代生物柴油新兴需求旺盛，公司均在积极布局，预计盈利趋势向好。不过，作为参与全球化竞争的企业，公司此前业务渠道较单一、产能规模一般、业绩随油价周期性波动大，产业格局与护城河宽度均较一般，未来公司有望通过持续投入、全球化布局加深渠道优势与规模优势护城河，护城河持续性较好。

基于显性期公司规划产能稳步释放，半显性期一代生物柴油维持中等增速、二代生物柴油维持中高增速的核心假设，根据壹评级DDM估值及动态估值，公司当前处于合理估值区间。

我们区别于市场的观点

2025年为二代生物柴油SAF元年，欧盟强制添加比例约束下，SAF需求阶段性旺盛，SAF投资热情高涨。

但我们认为长远来看市场可能高估了二代生物柴油的盈利性。当前国内多家企业纷纷上马大量SAF新增产能，远期更是不乏动辄百万吨级的规划产能，供给端增速不逊于旺盛的需求增速。且当前二代生物柴油的价格是航空煤油的2-3倍，依赖于政策约束及国家补贴，下游客户才会选用具备绿色溢价的二代生物柴油。未来随大量产能落地，规模效应得以发挥下，产品价格中枢势必回落。我们判断其阶段性的超额利润或难以维持，稳态期盈利水平或向较为成熟的一代生物柴油靠拢，回归其较为同质化的加工制造属性。

风险提示

若二代生物柴油的政策推进不及预期，未如期完成目标添加比例，或影响公司盈利水平；若欧美等国对我国生物柴油出口制裁再度加码，或显著影响公司业务规模空间。若原材料UCO等价格大幅波动，公司作为生物柴油加工企业，或面临较大的成本压力。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	12
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 基本信息

卓越新能成立于2001年，2019年上交所科创板上市，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，也是目前国内产销规模最大的生物柴油企业。2016年公司产品获ISCC认证，直销欧盟，连续多年位列全国生物柴油生产企业出口量第一。

2. 业务介绍

对于卓越新能公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

一代生物柴油（UCOME）：

一代生物柴油，又称酯基生物柴油，通常以大豆油、菜籽油等可食用油脂为原料，少部分以废弃食用油等为原料，经酯交换反应生成脂肪酸甲酯，技术成熟、成本低，但低温流动性差、稳定性不足，掺混比例通常 $\leq 30\%$ 。截至2024年，公司生物柴油产能规模达50万吨、以一代生物柴油UCOME为主。生物柴油行业属于全球流通的行业，且我国当前生物柴油市场主要面向欧美等海外国家，因此我们将其竞争市场界定为全球一代生物柴油市场。

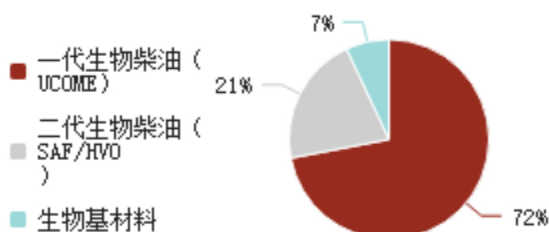
二代生物柴油（SAF/HVO）：

二代生物柴油，又称烃基生物柴油，以废弃食用油、动物脂肪等非粮原料，经催化加氢脱氧/异构化制得直链/支链烷烃，化学结构与石化柴油一致，可100%替代石化柴油，环保性更佳但成本更高。截至2024年，公司尚无已投产的二代生物柴油产能，但公司正在布局相关产能，其中年产10万吨烃基生物柴油项目（可根据需求灵活产出SAF/HVO）投产在即。我们将此业务竞争市场界定为全球二代生物柴油市场。

生物基材料：

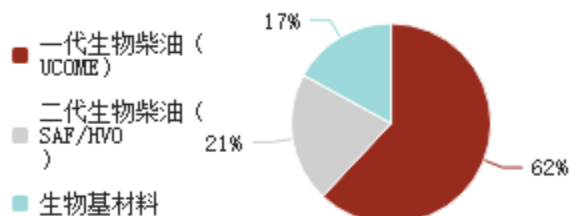
公司一代生物柴油可副产工业甘油及深加工天然脂肪醇产品，因此公司其他业务主要指包含生物酯增塑剂、工业甘油、环保型醇酸树脂、天然脂肪醇等在内的生物基材料，最新产能规模达14万吨。伴随主业规模扩张，后续也有增量空间。我们将此业务竞争市场界定为全球市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司作为我国生物柴油生产龙头，专注废弃油脂→生物柴油→生物基材料全产业链运营。公司在上游建立了全国性废油脂回收网络，供应商集中度较低；中游建设了四大生产基地，并持续全球化扩张产能，资产强度中等；下游以欧盟为核心市场（占出口量90%+），通过荷兰、新加坡子公司直销壳牌、道达尔等国际能源巨头，营销强度较低、客户集中度高。

3.1 资产强度

低 较低 **中等** 较高 高

生物柴油生产所需的资产水平尚不高，但公司近年来持续扩张一代、二代生物柴油产能、且布局海外生产基地，寻求更高市场份额与更多市场覆盖，截至2025年三季报，固定资产合计7.49亿元，绝对水平尚不高，但占总资产的比例达20%，总体来看，资产强度中等。

3.2 营销强度

低 **较低** 中等 较高 高

生物柴油海外销售所需的ISCC等国际认证是进入欧盟市场的通行证，认证成本一次性投入，长期收益，替代持续营销投入。且生物柴油偏大宗品，价格透明，客户更关注质量稳定性和供应可靠性，而非品牌营销。公司销售费用率长期低于3%，主要系公司前五大客户均为国际能源巨头，订单稳定、复购率高，采用年度框架协议+订单制，无需高频营销。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 **高**

欧盟是全球最大生物柴油市场，实行严格的碳减排政策，壳牌、道达尔、BP等国际能源巨头是主要采购方。公司销售聚焦欧盟市场，且2024年年报显示，前五大客户销售额占比高达60%，其中第一大客户占比约22%，客户集中度高。此前欧盟对一代生物柴油征收高额关税也暴露了公司单一客户、单一市场依赖度高的风险，未来公司会持续开拓更多市场、更多客户，来适当降低此类风险。

3.4 供应商集中度

低 **较低** 中等 较高 高

废油脂来源分散，单供应商供应能力有限，需多渠道采购保障产能。2024年年报显示，公司前五大供应商采购额占比仅11%，供应商数量超1000家，分布于全国20多个省份，供应商集中度较低，避免了单一供应商依赖导致的价格波动和供应中断风险，也通过分散采购掌握了议价权。

4. 历史经营绩效

历史数据来看，2021年及2022年是公司上一轮景气高点。自2023年以来，生物柴油景气下行、叠加欧盟对我国出口的生物柴油进行双反调查，公司盈利能力、成长能力明显下滑，当前已基本底部企稳，处于较一般水平。随公司近期的经营业绩改善，现金流情况得以改善，但公司下游客户集中度高，综合来看业务控制力仅尚可。公司一直保持40%以上的分红比例，历史数据来看股东回报评级较好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



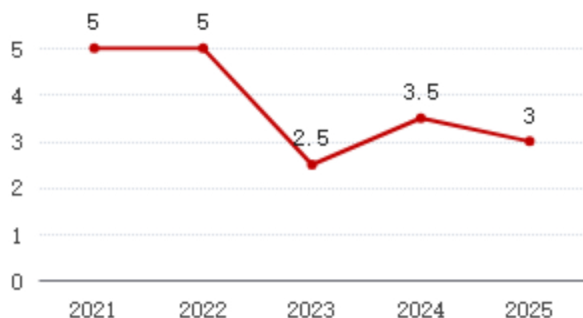
数据来源：公司财报，壹评级

2021年及2022年，受益于欧盟添加比例提升、生物柴油需求旺盛，叠加油价处于上行期，公司生物柴油作为替代品，价格景气也随之上行，最终盈利能力达到历史高位水平。不过，自2023年以来，随生物柴油景气下行、叠加欧盟对我国出口的生物柴油进行双反调查，公司盈利能力大幅下台阶，当前公司对一代生物柴油被加征关税的利空已基本消化完成，业绩扭亏，盈利能力处于止跌企稳阶段。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



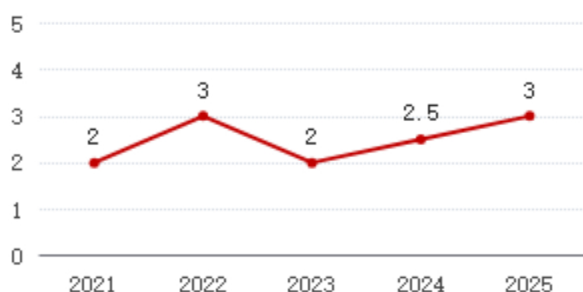
数据来源：公司财报，壹评级

近几年，公司成长能力星级明显下滑至当前的底部震荡，除了受油价下行、生物柴油作为替代品景气也随之下行的原因之外，另一主要原因是我国生物柴油以出口为主，而2023年以来主要出口国欧盟对我国出口的生物柴油提起双反调查，并最终征收高额关税，导致公司业绩承压。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司现金流情况与经营业绩基本同步变化，随公司经营触底回升，公司现金流也明显改善至较好水平。但公司当前仍面临客户集中度高的问题，对国际能源巨头客户的话语权偏低。综合来看，公司业务控制力尚可。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

历史数据来看，公司自2019年上市以来，一直保持着40%以上的分红比例，较为重视股东回报。但前几年受欧盟双反调查、一代生物柴油景气下行拖累，股价曾大幅回调，自2023年以来股东回报评级略有下滑。最新一期随经营改善、股价回升，股东回报评级也有所提升，处于较好水平。

5. 四维评级

公司作为我国一代生物柴油UCOME出口龙头，也在积极布局二代生物柴油SAF业务，政策约束下，生物柴油作为新兴产品，成长空间优秀；且一代生物柴油逐步走出欧盟加征关税的低谷、二代生物柴油新兴需求旺盛，公司均在积极布局，预计盈利趋势向好。不过，作为参与全球化竞争的企业，公司此前业务渠道较单一、产能规模一般、业绩随油价周期性波动大，产业格局与护城河宽度均较一般，未来公司有望通过持续投入、全球化布局加深渠道优势与规模优势护城河，护城河持续性较好。

5.1 成长空间

★★★★★

公司一代生物柴油UCOME此前以出口欧盟为主，近几年欧盟反倾销税倒逼行业洗牌，龙头企业通过“产能出海+船燃新赛道”寻求破局，盈利模式从单纯的出口套利转向全球化运营与多品类支撑，逐步走出此前的业绩低谷，改善空间大；未来公司还积极布局正处于“爆发性增长元年”的二代生物柴油SAF/HVO，新业务显性期增速很高、空间很大，综合来看，公司所处的生物柴油属于长坡厚雪的新兴成长领域，成长空间大。

一代生物柴油（UCOME）（4.5星）：

一代生物柴油产品是公司的基石业务。欧盟加征反倾销税的负面冲击已基本被消化，后续业绩有望实现困境反转，叠加公司将加大力度进行全球化渠道与产能布局，显性期末产能有望较当前翻倍至100万吨。因此我们判断可支撑中期实现15%~20%的中高增速、长期实现5%~10%的中等增速，成长空间优秀。

二代生物柴油（SAF/HVO）（5星）：

2025年后，欧盟及全球航空业的SAF强制掺混比例将逐年提升。二代生物柴油（SAF/HVO）将从“可选”变为“必选”，是长坡厚雪赛道。此业务是公司的第二成长曲线，10万吨产能投产在即，后续更是初步规划30万吨产能，据此计算的中期业务增速非常高，长期也能实现10%-15%的中高增速，成长空间优秀。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

欧盟对中国生物柴油征收反倾销税，导致2024-2025年出口量断崖式下滑，当前一代生物柴油UCOME正经历“供给侧出清+需求侧换挡”的阵痛期与转型期，预计未来盈利趋势向好；此外，2025年是二代生物柴油SAF强制添加元年，政策倒逼下短期需求缺口问题突出，盈利性较好，公司布局的二代生物柴油逐步进入业绩释放期，随产能爬坡顺利，盈利趋势有望延续较好水平。

一代生物柴油（UCOME）（3.5星）：

欧盟对中国生物柴油征收反倾销税，导致2024-2025年出口量断崖式下滑，公司盈利能力也明显下滑至当前基本底部企稳。展望未来，公司持续布局海外渠道与海外生产基地，其中新加坡基地可规避欧盟反倾销税，切入新加坡船燃市场，泰国基地可利用东南亚原料优势，进一步分散贸易风险，待后续产能陆续释放，公司盈利趋势向好。

二代生物柴油（SAF/HVO）（3星）：

2025年是二代生物柴油SAF强制添加元年，政策倒逼下短期需求缺口问题突出，当前二代生物柴油SAF产品景气度较高、盈利性较好。公司此前虽主要聚焦HVO，但HVO装置具备转产SAF的潜力。公司布局的二代生物柴油逐步进入业绩释放期，随产能爬坡顺利，盈利趋势有望延续较好水平。

5.3 产业格局

★★★★☆

全球生物柴油行业规模较大，全球来看Neste为绝对龙头，我国生物柴油行业企业依托于我国丰富的废油脂资源，以废油脂制取生物柴油为主要路径，当前仍属于出口导向。多家企业正在积极扩产抢占市场份额中，竞争格局未定。公司既面临激烈的同行业公司竞争、也面临上下游企业一体化竞争，且主要客户为欧盟终端用户，从一代生物柴油被加征关税的案例来看，较为受制于人，业务控制力较一般，综合来看产业格局一般。

一代生物柴油（UCOME）（3星）：

一代生物柴油工艺路线较为成熟，全球来看，Neste为绝对龙头，虽公司为我国出口第一企业，但全球市占率仍偏低，行业竞争激烈。且公司业务多依赖出口欧盟市场。此前欧盟加征关税事件，大大打击了行业空间及盈利性，凸显公司面临下游强势客户的较低话语权，公司业务控制力一般。综合来看产业格局一般。

二代生物柴油（SAF/HVO）（3星）：

二代生物柴油处于爆发前夕，众多玩家纷纷入局，动辄大几十万吨、百万吨的新增产能规划，竞争激烈度也较高。且生物柴油类大宗品，产品较为同质化，激烈竞争下难免要以价格竞争为导向，考验企业的规模化降本能力。当前SAF等产品较为紧缺，对下游客户的话语权尚可，但也仍面临着UCO废油脂资源争夺战，待行业发展较为成熟、价格下台阶时，成本压力会逐步显现。因此长期来看产业格局也较一般。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河主要来源于海外销售渠道优势、牌照优势及规模优势。总体来看，生物柴油作为石化柴油/煤油的替代品，当前经济性上较弱，较多依赖低碳政策、补贴政策催化的需求，且随油价等大宗品价格波动，周期性较强，而相应地，公司虽为龙头，但抗风险、抗周期波动能力较弱，护城河宽度一般，但公司积极投入、前瞻布局，预计后续护城河持续性较好，有望进一步加深。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
一代生物柴油 (UCOME)	(2星) 公司是我国一代生物柴油出口龙头企业，出口占总出口量的比例经常在20%+，但全球范围内来看公司市占率或仅个位数。稳态期该业务经壹评级调整后的ROIC为10.8%，具备一定超额收益。公司客户集中度高，业务控制力为3星。且生物柴油作为替代品，随油价等大宗品价格波动，周期性较强，削弱了其护城河宽度。	(4星) 公司该业务的护城河主要来源于海外销售渠道优势、牌照优势及规模优势，持续性较好。公司在荷兰设立子公司直销，拥有独立储罐和销售网络，可直接对接终端客户（如壳牌、BP），减少中间商盘剥。海外渠道建设需要多年积累，且公司在欧盟反倾销事件后加大海外多渠道拓展力度，持续拓宽全球直销渠道护城河；认证方面，公司拥有ISCC EU和ISCC PLUS双认证，且连续多年出口量第一。欧盟对原料溯源要求极严，认证是进入高端市场的“入场券”。当前处于行业底部洗牌期，一代生物柴油牌照尚不泛滥，公司具备一定的牌照优势，牌照护城河持续性一般。一代生物柴油工艺路线较成熟，公司深耕行业20余年，依托废油脂高转化率和一体化产业链优势，通过副产物（甘油）深加工和脂肪醇联产，实现“吃干榨净”，综合成本显著低于单一产线企业。技术扩散可能削弱转化率优势，但一体化带来的综合成本优势难以被单一环节厂商超越，且公司仍规划大额产能扩张、进一步巩固规模领先优势，该项护城河持续性较高。
二代生物柴油 (SAF/HVO)	(1星) 二代生物柴油属于公司第二成长曲线，产能投产在即，当前处于起步期，市占率还偏低。稳态期该业务经壹评级调整后的ROIC为10.7%，具备一定超额收益。此业务控制力也为3星。但生物柴油作为替代品，当前经济性较弱，较多依赖低碳政策、补贴政策催化的需求，且随油价等大宗品价格波动，周期性较强，综合评估下护城河宽度一般。	(3.5星) 公司该业务的护城河主要来源于海外销售渠道优势、牌照优势及规模优势，持续性较好。公司一代生物柴油开拓的全球渠道，对推广二代生物柴油时能发挥较好的协同作用。随着新加坡基地的投产，公司将依托新加坡在生物柴油市场的核心枢纽地位，拓宽其渠道优势护城河。认证方面，当前二代生物柴油SAF出口需取得国内的出口配额，且欧盟对原料溯源要求极严，后续预计也会提高认证难度，公司在二代生物柴油上的认证经验有望复制到二代产品上，从而先发构筑牌照优势；规模方面，公司二代生物柴油布局略慢于国内同行，但基于一代产品的基础，在原材料获取+产业链一体化降本层面的优势，叠加公司规划产能陆续释放中，助力公司加强规模优势，持续性较好。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于显性期公司规划产能稳步释放，半显性期一代生物柴油维持中等增速、二代生物柴油维持中高增速的核心假设，根据壹评级DDM估值及动态估值，公司当前处于合理估值区间。

6.1 核心假设及逻辑

我们试图将公司业务拆分为一代生物柴油（UCOME）、二代生物柴油（SAF/HVO）、生物基材料，并对其进行盈利预测及估值，预测的核心假设及逻辑如下：

业务1：一代生物柴油（UCOME）

收入假设：

量：基于低碳环保的特性，生物柴油属于成长性行业，长坡厚雪、空间广阔。一代生物柴油是公司的基本盘，公司也规划较大额的产能扩张，包括新加坡、泰国等海外基地的布局，致力于扩展更多市场、占领更高市场份额。考虑到公司产能规划节奏，我们预计到显性期末（2029年），公司一代生物柴油产能规模可达100万吨的初步目标，较当前50万吨的产能实现翻倍。基于合理的产能释放节奏，参考历史产能利用率，我们保守估计公司显性期（2025-2029年，下同）销量分别为29万吨、42万吨、48万吨、63万吨、80万吨。

价：2023年以来生物柴油价格持续下行触底，至欧盟双反政策落地后已逐步走出底部、企稳回升。因此我们预测显性期公司一代生物柴油销售价格缓慢回升，同比增速分别为5%、4%、3%、2%、1%。

盈利能力假设：

毛利率：考虑到公司一代生物柴油产品毛利率处于触底回升的修复过程中，再叠加参考历史上公司毛利率波动情况，我们预测显性期公司一代生物柴油的毛利率缓慢回升至10%的中枢水平，并在半显性期延续。

销售费用率：自欧盟双反调查以来，公司意识到单一市场依赖的不确定性风险，加大在海外市场对于自主销售网络的渠道布局，因此销售费用率从2021年不足1%的水平上升到2025年三季报的3%左右，我们预计后续仍维持在2%~3%的水平。除销售费用率外，管理费用、财务费用、研发费用等基本维持历史均值水平。

业务2：二代生物柴油（SAF/HVO）

收入假设：

量：2025年是SAF添加元年。未来同样长坡厚雪、空间广阔。公司未来也大力布局二代生物柴油，考虑到公司产能规划节奏，我们预计到显性期末（2029年），公司二代生物柴油产能规模可达30万吨的初步目标。基于合理的产能释放节奏，我们估计公司显性期（2025-2029年，下同）销量分别为1万吨、8万吨、10万吨、16万吨、18万吨。

价：2025年以SAF为代表的二代生物柴油景气度高、价格明显上涨。但考虑到当前价格较石化柴油贵2-3倍的水平，我们判断未来随着企业规模化产能的释放、二代生物柴油价格会缓慢下降，才会更具性价比、进一步打开渗透率提升的空间，因此我们预测公司二代生物柴油显性期每年销售均价跌2%。

盈利能力假设：

毛利率：我们认为随着行业内二代生物柴油的产能陆续释放、竞争趋于激烈，未来稳态期合理毛利率水平将对标公司较成熟的一代生物柴油品种，为10%左右。

销售费用率：考虑到二代生物柴油与一代生物柴油的销售市场、渠道与模式类似，因此其销售费用率假设参考一代生物柴油的销售费用率情况。

业务3：生物基材料

收入假设：

量：公司生物基材料作为生物柴油生产的副产品，未来产能也会随之扩张，考虑到公司产能规划节奏，我们预计到显性期末（2029年），公司生物基材料的产能规模可达20万吨，较当前的14万吨也明显增长。基于合理的产能释放节奏，考虑到历史上公司生物基材料的产能利用率多在30%-60%之间，并未打满，我们合理估计公司显性期（2025-2029年，下同）销量分别为4.9万吨、5.6万吨、7万吨、8万吨、9万吨。

价：历史上公司生物基材料平均价格受结构化升级影响持续提升，近5年年均复合增速可达8%，在此基础上，我们预测未来此业务模块单价每年年均复合增速为2%，稳健提升。

盈利能力假设：

毛利率：由于公司生物基材料作为生物柴油生产的副产品产出，具备较强的成本优势，其历史上毛利率水平甚至高于主业，均值为27%左右。我们预测显性期公司此业务毛利率分别为23%、24%、23%、24%、25%。

销售费用率：考虑到此业务跟随生物柴油主业、且较为成熟，其销售费用率着重假设参考历史均值。

表2：公司整体业绩预测

卓越新能	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	43.4	28.1	35.6	31.6	55.8	66.6	91.5	112.7
归母净利润(亿)	4.5	0.8	1.5	2.0	3.8	5.0	6.8	8.1
归母净利润增速(%)	29.2	-82.8	92.9	35.9	88.6	30.3	36.1	19.2
经营性净利润(亿)	4.6	0.8	1.3	2.0	3.8	5.0	6.8	8.1
经营性净利润增速(%)	47.5	-82.9	62.1	58.8	88.6	30.3	36.1	19.2
经营性归母净利润(亿)	4.6	0.8	1.3	2.0	3.8	5.0	6.8	8.1
经营性归母净利润增速(%)	47.5	-82.9	62.1	58.8	88.6	30.3	36.1	19.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

一代生物柴油（UCOME）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	40.4	26.0	33.1	26.8	40.4	47.6	63.7	81.7
收入增速(%)	48.1	-35.6	27.3	-19.0	50.6	17.7	33.9	28.3
经营性净利润(亿)	4.0	0.5	0.9	1.5	2.3	2.9	4.1	5.4
经营性净利率(%)	9.9	2.0	2.7	5.4	5.7	6.1	6.4	6.6
经营性净利润增速(%)	80.2	-87.2	77.1	60.4	59.2	26.0	39.9	31.9
二代生物柴油（SAF/HVO）	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	1.5	11.5	14.1	22.1	24.4
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	684.0	22.5	56.8	10.3
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.9	1.4	1.9	1.7
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	6.4	8.1	9.8	8.5	7.0
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	886.0	48.8	35.3	-8.4
生物基材料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.0	2.1	2.5	3.3	3.8	4.9	5.7	6.5
收入增速(%)	-14.9	-30.7	19.5	31.9	16.6	27.5	16.6	14.8
经营性净利润(亿)	0.6	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0
经营性净利率(%)	20.9	13.4	15.1	14.9	15.6	14.4	15.1	15.7
经营性净利润增速(%)	-31.5	-55.6	34.7	29.8	22.1	18.0	21.9	19.4

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
二代生物柴油 (SAF/HVO)	12.5%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	2.0
一代生物柴油 (UCOME)	5.2%	中高	较好	较强	8.5%	16.92	6.7
其他	3.2%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	1.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
二代生物柴油 (SAF/HVO) (亿)	-2.7	19.4	16.6	-	-	-	16.6
一代生物柴油 (UCOME) (亿)	4.9	64.0	68.9	0.5	-	-	69.3
其他(亿)	4.0	7.4	11.4	0.0	-	-	11.4
公司整体测算(亿)	6.1	90.7	96.8	0.5	-	-	97.3

数据来源：壹评级

6.3 DDM 估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
二代生物柴油 (SAF/HVO) (亿)	1.7	21.3	23.0	-	-	-	23.0
一代生物柴油 (UCOME) (亿)	21.6	39.7	61.3	0.5	-	-	61.7
其他(亿)	7.5	7.4	15.0	0.0	-	-	15.0
公司整体测算(亿)	30.8	68.4	99.2	0.5	-	-	99.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司信息披露规范，与市场投资者保持一定的沟通频率。但考虑到生物柴油作为新兴成长行业，高增长背后对应着较高的不确定性，公司估值又较为依赖大额产能扩张带来的成长空间，叠加生物柴油因替代石化柴油/煤油，又随替代品价格波动具备较大的周期性波动，因此较难准确预测未来业绩增速及天花板，综合来看公司估值确定性偏低。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。