

评级变动报告

卓越新能 688196.SH



行业景气走弱，卓越新能业绩不及预期。公司正经历主业转型与新业务培育双重压力，盈利不确定性加大。因此上调两大主业费用率、抬升经营β，下调估值确定性评级，整体估值中枢下移。核心原因如下：

一代生物柴油：受欧盟高关税影响，公司推进渠道与海外产能转型，费用率抬升1个百分点。维持行业长期空间判断，但增长兑现风险上升，经营β由8%上调至8.5%，估值确定性下调0.5星，该项带动DDM估值下行约7%。

二代生物柴油：10万吨烃基生物柴油产线进展略低于预期。下调2026年销量目标至5万吨，长期产能规划保持不变。新业务投入与拓客成本更高，费用率上调2个百分点，经营β升至9%，估值确定性下调0.5星，该项带动DDM估值下行约3%。

公司当前处于行业周期底部、产品迭代、海外建厂三重阶段，短期业绩拐点尚未显现。生物柴油赛道成长空间可观，但短期盈利承压；二代SAF具备估值溢价，传统主业压力仍存，短期维持谨慎判断。本次合计下调DDM估值10%，当前公司估值处于低估状态。

公司基本信息



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。

公司深度评级

所属行业	能源及材料	成长空间	★★★★★	DDM估值：价值	89.71亿(较上期-10.04%)
当前股价	38.97元	盈利趋势	↓★★★★☆	状态	低估(上行空间+81%)
总市值	49.57亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	40.18	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	88.90亿(较上期-8.67%)
PB-MRQ	1.54			状态	低估(上行空间+79%)

公司盈利预测

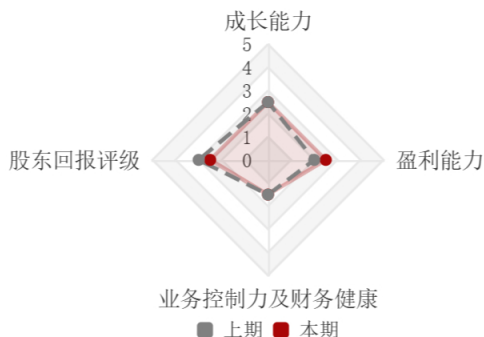
卓越新能	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	28.1	35.6	28.7	53.8	66.6	89.1	111.9	122.6
归母净利润(亿)	0.8	1.5	1.5	3.3	4.4	6.0	7.7	8.1
归母净利润增速(%)	-82.6	90.2	3.4	116.1	31.4	37.9	27.9	4.4
经营性净利润(亿)	0.8	1.3	1.3	3.3	4.4	6.0	7.7	8.1
经营性净利润增速(%)	-82.8	59.7	0.9	159.0	31.4	37.9	27.9	4.4
经营性归母净利润(亿)	0.8	1.3	1.3	3.3	4.4	6.0	7.7	8.1
经营性归母净利润增速(%)	-82.8	59.7	1.3	158.1	31.4	37.9	27.9	4.4

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

股东回报评级下降0.5星级：上期星级3.0星，本期星级2.5星。

受生物柴油行业景气下行、新业务拓展进度缓慢影响，公司2025年及2026年一季度盈利走弱、ROE回落；叠加经营现金流恶化，虽分红比例仍保持在40%左右，但对应地股息率进一步下降，同时股价大幅回撤导致资本利得受损，最终股东回报评级有所下降。

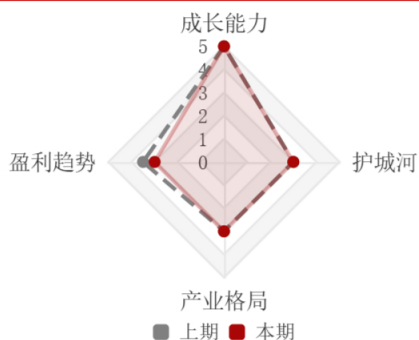
盈利能力提升0.5星级：上期星级2.0星，本期星级2.5星。

我国生物柴油以出口市场为主，2023年以来主要出口国-欧盟对我国提起双反调查，并最终征收高额关税，压制行业盈利能力。当前公司一代生物柴油UCOME产品已基本消化完关税的利空，当前盈利能力处于底部小幅回暖阶段。

深度评级变动分析

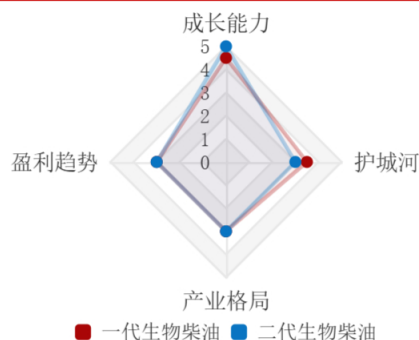
四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-11

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-11

盈利趋势下降0.5星级：上期星级3.5星，本期星级3.0星。

公司2025年及2026年一季度业绩明显不及预期，主要系一代生物柴油产销量下降、价格持续低迷所致。综合考虑下，我们认为一代生物柴油的供需失衡压力仍较大，底部震荡时间或超预期，拖累公司盈利趋势星级有所下调。

估值评级

DDM估值下降-10.04%；上期 99.72亿，本期 89.71亿。动态估值下降-8.67%；上期 97.34亿，本期 88.90亿。

我们对公司2026-2028年收入及归母净利润预测进行了下调，主要基于公司生物基材料及其他业务的实现售价、一代生物柴油及二代生物柴油等核心业务板块盈利能力的重新评估。

1、未来三年收入预测的变动：

整体变动较小，主要调整二代生物柴油投产节奏，以及生物基材料及其他业务的产品售价假设。

调整二代生物柴油投产节奏：二代生物柴油业务开拓不及预期，2025年末产生实质销售收入。据此下调2026年该业务预期销量至5万吨（原8万吨），2030年30万吨产能、60%产能利用率目标维持不变，对估值影响有限。

调整生物基材料及其他业务的产品售价假设：受生产线停产、产品销量增减变动影响，公司生物基材料及其他业务产品结构大幅调整。我们同步微调该业务销售均价假设，小幅影响短期营收，对整体估值影响较小。

2、未来三年归母净利润预测的下滑

下调幅度较大，核心原因是修正核心业务的销售、管理费用率预测，以及调整 β 风险系数。

一代生物柴油业务：欧盟加征关税倒逼一代生物柴油业务转型，经销转直销、海外建厂将推高综合费用率1个百分点。同时业务增长不确定性提升，经营 β 由8%升至8.5%，估值确定性下调。

二代生物柴油业务：二代生物柴油处于发展初期，客户、渠道及资本开支投入压力更大。我们上调其综合费用率2个百分点，经营 β 由8.5%升至9%，进一步拉低盈利与估值确定性。

公司DDM估值下调10%，主要系上调核心业务远期费用率及 β 风险系数，远期行业成长空间预测保持不变。

远期费用率层面：一代、二代生物柴油分别上调综合费用率1、2个百分点，源于业务转型及初期开拓的费用、资本投入增加，直接压缩长期利润空间。

风险系数层面：生物柴油赛道长期成长空间充足，但现阶段业务增长不确定性上升，两类业务经营 β 同步上调，估值确定性星级下调，拖累整体估值。

盈利预测

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）、生物基材料及其他，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（2030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（2026-2030年，下同）销量分别为42万吨、48万吨、63万吨、80万吨、85万吨。

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10%、3%、2%、1%、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+管理费用率：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，叠加多个新生产基地的建设导致未来折旧摊销水平较高，因此销售费用率及管理费用率合计从2021年1.4%上升到2025年5.2%，我们预计后续仍维持在3.9%~4.4%的较高水平。

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（2030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销量分别为5万吨、8万吨、12万吨、15万吨、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，才会更具备性价比、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：生物基材料及其他

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（2030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销量分别为5.6万吨、7万吨、8万吨、9万吨、10万吨。

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9%，我们判断当前结构调整已基本完成，我们预测显性期此业务模块单价维持不变。

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26%左右。我们预测显性期公司此业务毛利率在23%~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，其销售费用率假设着重参考历史均值。

公司整体业绩预测

卓越新能	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	28.1	35.6	28.7	53.8	66.6	89.1	111.9	122.6
归母净利润(亿)	0.8	1.5	1.5	3.3	4.4	6.0	7.7	8.1
归母净利润增速(%)	-82.6	90.2	3.4	116.1	31.4	37.9	27.9	4.4
经营性净利润(亿)	0.8	1.3	1.3	3.3	4.4	6.0	7.7	8.1
经营性净利润增速(%)	-82.8	59.7	0.9	159.0	31.4	37.9	27.9	4.4
经营性归母净利润(亿)	0.8	1.3	1.3	3.3	4.4	6.0	7.7	8.1
经营性归母净利润增速(%)	-82.8	59.7	1.3	158.1	31.4	37.9	27.9	4.4

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

一代生物柴油	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	26.0	33.1	23.6	40.4	47.6	63.7	81.7	87.7
收入增速(%)	-35.6	27.3	-28.9	71.5	17.7	33.9	28.3	7.3
经营性净利润(亿)	0.5	0.9	0.6	2.0	2.5	3.6	4.9	5.0
经营性净利率(%)	2.0	2.7	2.6	5.0	5.3	5.7	6.0	5.7
经营性净利润增速(%)	-87.2	77.1	-31.8	223.5	25.3	44.6	35.0	1.6
二代生物柴油	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	7.2	11.3	16.6	20.3	23.9
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	56.8	47.0	22.5	17.6
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.4	0.7	1.1	1.2	1.3
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	5.0	6.6	6.4	6.0	5.6
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	109.6	40.9	16.6	9.7
生物基材料及其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.1	2.5	5.2	6.1	7.7	8.8	9.9	11.0
收入增速(%)	-30.6	19.1	107.6	18.9	25.0	14.3	12.5	11.1
经营性净利润(亿)	0.3	0.4	0.7	1.0	1.1	1.4	1.6	1.7
经营性净利率(%)	13.7	14.8	12.9	15.8	14.6	15.5	16.2	15.8
经营性净利润增速(%)	-55.0	28.5	81.6	45.8	15.4	20.9	17.7	8.9

数据来源：壹评级

动态估值

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	12.8%	中高	较好	较强	9.0%	15.71	1.6
一代生物柴油	6.6%	中等	较好	较强	8.5%	15	5.8
生物基材料及其他	2.0%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	1.8
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(亿)	-3.3	15.2	11.9	-	-	-	11.9
一代生物柴油(亿)	2.6	53.6	56.2	-	-	-	56.2
生物基材料及其他 (亿)	8.1	12.7	20.8	-	-	-	20.8
公司整体测算(亿)	7.4	81.5	88.9	-	-	-	88.9

数据来源：壹评级

DDM估值

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(亿)	-0.2	12.1	11.8	-	-	-	11.8
一代生物柴油(亿)	17.7	34.8	52.5	-	-	-	52.5
生物基材料及其他(亿)	14.4	10.9	25.4	-	-	-	25.4
公司整体测算(亿)	31.9	57.8	89.7	-	-	-	89.7

数据来源：壹评级

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。

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任何变更。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。