

# 卓越新能 (688196)

证券研究报告  
2023年04月04日

## 22Q4 行业寒冬彰显龙头实力，23 年再上 10 万吨新产能！

**事件：**公司发布 2022 年报，22 全年实现营收 43.45 亿元，同比增 40.91%；归母净利润 4.52 亿元，同比增 31.03%；全年产能 40 万吨，产量 40.76 万吨，同比增 13.84%，产能利用率 102%；销量 40.48 万吨，同比增 22.65%，产销率 99%；单 Q4 实现营收 7.20 亿元，同比降 34.67%，环比降 47.23%；归母净利润 0.22 亿元，同比降 85.10%，环比降 86.95%。

### 1、22H2 后我国生物柴油出口价格大幅降低，公司作为行业龙头彰显“过冬”实力

根据海关总署数据，2022 年我国合计出口生物柴油近 180 万吨，同比增 39%，创出口量历史新高。从价格来看，出口价格在 22 年 7 月达到历史顶部近 13000 元/吨后一路下跌，至 12 月约为 9800 元/吨，降幅达 25%，对应每吨售价降低近 3200 元。根据 Argus，至 10 月中下旬，我国生物柴油生产商多已无意让利出售。由此可见，从利差角度来看，22Q4 已是行业寒冬。而卓越新能在这背景下该季度仍能实现 9.80%的毛利率和 2.99%的净利润。

### 2、23 年来出口继续减量高增，公司 10 万吨新产能释放助力业绩继续稳步增长

2023 年 1-2 月，我国生物柴油出口量合计达 45.5 万吨，同比增 102%，创下同期历史新高。而同期价格继续下降，2 月均价已降至约 9345 元/吨，较 22 年 12 月每吨再降约 464 元/吨，对照生物柴油出口价历史走势，已与 2021 年 6 月价格基本相当。我们认为，在生物柴油出口价减量增的背景下，1) 对上游原料成本价和下游产品售价间价差有一定控制能力的企业将有望较少受到降价影响；2) 有新增产能的企业将有望享受量增红利。卓越新能对下游客户采用“价高者得”的市场化竞争性报价模式，体现出公司对产品售价具有主动性；对上游供应渠道，公司一方面与主要供应商保持着长期稳定的合作关系、一方面持续布局国内及东南亚的废弃油脂采购网络，使前五供应商占总采购额比例仅为 15%，显示出公司在原料来源选择上具有灵活性。同时，公司新增 10 万吨生物柴油产能已于 22 年年底投产，23 年公司将有合计 50 万吨产能投入生产。

### 3、全球减碳趋势下生物航煤、生物基材料需求或高增长，公司相应产业布局正形成

根据国际能源署《2022 年可再生能源报告》，预计 2022-2027 年，生物燃料全球需求将增长 20%。根据国际航空运输协会，预计到 2050 年，航空领域 65%的减排将通过使用生物航煤实现；此外，欧洲议会专委会于 23 年 2 月正式通过了欧洲碳边界调整机制 (CBAM) 协议，预期将在 23 年 10 月开始试运行，这或将为低碳化的生物基材料产品打开市场。我们认为，从全球来看，生物柴油在能源和化工领域正处快速发展期，未来下游需求广阔，在此二领域同时有布局的企业或将拥有更大发展空间。卓越新能已着手在建轻基生物柴油（可分馏产出生物航煤）产能 20 万吨；并持续推进生物基新材料的产能建设与应用开发，包括合成树脂、卤代新材料及锂电池电解液添加剂等新产品。公司现已形成 50 万吨生物柴油和 9 万吨生物基新材料的产业布局，目前正向 85 万吨生物柴油和 42.5 万吨生物基新材料的产能目标迈进。

**盈利预测&投资建议：**由于 1)生物柴油价格较 22 年已较大回落；2)公司新建轻基产能预计 23Q2 可供地，我们预计其产能释放或至 25 年，下调 23-24 年盈利预测。预计 2023-25 年，公司实现营收 53.88/65.60/85.75 亿元 (23-24 年前值 62.01/77.05 亿元)，归母净利润 5.89/7.42/10.53 亿元 (23-24 年前值 7.25 9.24 亿元)，对应 EPS4.91/6.18/8.78 元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观/汇率/生物柴油价格波动/餐厨废油脂供应链风险；全球减碳进程不达预期。

| 财务数据和估值       | 2021     | 2022     | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 3,083.49 | 4,344.97 | 5,388.27 | 6,560.39 | 8,575.17 |
| 增长率(%)        | 92.91    | 40.91    | 24.01    | 21.75    | 30.71    |
| EBITDA(百万元)   | 304.63   | 445.92   | 751.06   | 1,066.31 | 1,517.16 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 344.76   | 451.73   | 588.85   | 741.99   | 1,053.26 |
| 增长率(%)        | 42.33    | 31.03    | 30.36    | 26.01    | 41.95    |
| EPS(元/股)      | 2.87     | 3.76     | 4.91     | 6.18     | 8.78     |
| 市盈率(P/E)      | 20.53    | 15.67    | 12.02    | 9.54     | 6.72     |
| 市净率(P/B)      | 2.86     | 2.54     | 2.26     | 1.98     | 1.68     |
| 市销率(P/S)      | 2.29     | 1.63     | 1.31     | 1.08     | 0.83     |
| EV/EBITDA     | 19.05    | 11.98    | 7.59     | 4.93     | 3.57     |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 基础化工/化学制品 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格   | 58.97 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 120.00      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 30.00       |
| A 股总市值(百万元)   | 7,076.40    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,769.10    |
| 每股净资产(元)      | 23.20       |
| 资产负债率(%)      | 6.76        |
| 一年内最高/最低(元)   | 95.98/48.32 |

### 作者

|                  |                |
|------------------|----------------|
| 吴立               | 分析师            |
| SAC 执业证书编号：      | S1110517010002 |
| wuli1@tfzq.com   |                |
| 郭丽丽              | 分析师            |
| SAC 执业证书编号：      | S1110520030001 |
| guolili@tfzq.com |                |
| 唐婕               | 分析师            |
| SAC 执业证书编号：      | S1110519070001 |
| tjie@tfzq.com    |                |
| 戴飞               | 分析师            |
| SAC 执业证书编号：      | S1110520060004 |
| daifei@tfzq.com  |                |

### 股价走势

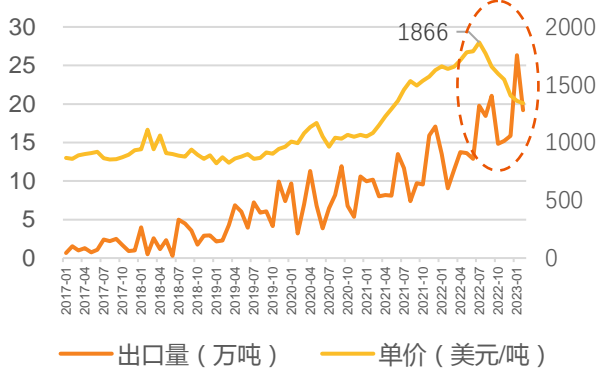


资料来源：聚源数据

### 相关报告

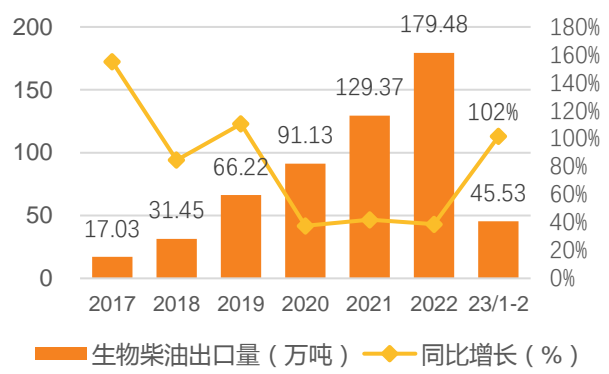
- 《卓越新能-季报点评:22Q3 行业淡季方显实力真章，拟设荷兰子公司加速海外业务发展》 2022-10-24
- 《卓越新能-半年报点评:22H1 新产能顺利释放+效率再提升，H2 业绩有望继续同比高增长》 2022-08-19
- 《卓越新能-首次覆盖报告:走物质能化一体化道路，备战工业品减碳大市场!》 2022-06-06

图 1：我国生物柴油出口自 22 年 7 月以来呈现价减量增的趋势



资料来源：Wind，海关总署，天风证券研究所

图 2：我国生物柴油出口量 23 年 1-2 月创历史新高



资料来源：Wind，海关总署，天风证券研究所

图 3：卓越新能产业布局&发展规划：致力于生物柴油+生物基新材料



资料来源：卓越新能 2022 年度社会责任报告，天风证券研究所

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2021            | 2022            | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金             | 325.32          | 722.59          | 538.83          | 834.15          | 857.52          |
| 应收票据及应收账款        | 261.96          | 8.17            | 336.08          | 83.06           | 464.80          |
| 预付账款             | 20.08           | 6.60            | 22.12           | 12.24           | 31.88           |
| 存货               | 441.33          | 473.49          | 555.49          | 675.47          | 905.46          |
| 其他               | 178.03          | 710.95          | 728.73          | 730.59          | 746.64          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1,226.73</b> | <b>1,921.81</b> | <b>2,181.24</b> | <b>2,335.49</b> | <b>3,006.30</b> |
| 长期股权投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产             | 532.85          | 657.38          | 718.31          | 808.54          | 829.44          |
| 在建工程             | 28.18           | 30.83           | 105.63          | 191.72          | 293.79          |
| 无形资产             | 50.84           | 102.77          | 125.04          | 158.25          | 183.39          |
| 其他               | 733.94          | 272.70          | 300.00          | 300.00          | 300.00          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,345.82</b> | <b>1,063.69</b> | <b>1,248.98</b> | <b>1,458.51</b> | <b>1,606.62</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,572.55</b> | <b>2,985.50</b> | <b>3,430.22</b> | <b>3,794.00</b> | <b>4,612.91</b> |
| 短期借款             | 0.00            | 54.22           | 151.63          | 0.00            | 182.73          |
| 应付票据及应付账款        | 14.91           | 54.75           | 24.22           | 70.25           | 51.08           |
| 其他               | 60.38           | 36.52           | 67.25           | 91.44           | 114.84          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>75.29</b>    | <b>145.49</b>   | <b>243.10</b>   | <b>161.69</b>   | <b>348.65</b>   |
| 长期借款             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他               | 23.80           | 54.68           | 50.00           | 50.00           | 50.00           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>23.80</b>    | <b>54.68</b>    | <b>50.00</b>    | <b>50.00</b>    | <b>50.00</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>102.47</b>   | <b>201.69</b>   | <b>293.10</b>   | <b>211.69</b>   | <b>398.65</b>   |
| 少数股东权益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 股本               | 120.00          | 120.00          | 120.00          | 120.00          | 120.00          |
| 资本公积             | 1,259.09        | 1,259.09        | 1,259.09        | 1,259.09        | 1,259.09        |
| 留存收益             | 1,090.99        | 1,404.72        | 1,758.03        | 2,203.22        | 2,835.18        |
| 其他               | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,470.08</b> | <b>2,783.81</b> | <b>3,137.12</b> | <b>3,582.31</b> | <b>4,214.27</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>2,572.55</b> | <b>2,985.50</b> | <b>3,430.22</b> | <b>3,794.00</b> | <b>4,612.91</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2021            | 2022            | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 344.76          | 451.73          | 588.85          | 741.99          | 1,053.26        |
| 折旧摊销           | 45.28           | 55.24           | 102.72          | 167.69          | 230.24          |
| 财务费用           | (7.44)          | 9.15            | (53.38)         | 40.59           | 91.27           |
| 投资损失           | (13.11)         | 51.11           | 50.00           | 50.00           | 60.00           |
| 营运资金变动         | (529.97)        | 647.85          | (467.23)        | 211.29          | (643.21)        |
| 其它             | 100.98          | (422.09)        | 1.00            | 1.00            | 1.00            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(59.50)</b>  | <b>792.99</b>   | <b>221.96</b>   | <b>1,212.56</b> | <b>792.56</b>   |
| 资本支出           | 92.04           | 203.47          | 265.39          | 377.22          | 378.35          |
| 长期投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | 90.49           | (440.22)        | (586.38)        | (805.43)        | (817.70)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>182.53</b>   | <b>(236.75)</b> | <b>(320.99)</b> | <b>(428.22)</b> | <b>(439.35)</b> |
| 债权融资           | 31.83           | 129.96          | 150.81          | (192.22)        | 91.46           |
| 股权融资           | (138.00)        | 0.00            | (235.54)        | (296.80)        | (421.30)        |
| 其他             | (1.64)          | (228.86)        | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(107.81)</b> | <b>(98.91)</b>  | <b>(84.73)</b>  | <b>(489.02)</b> | <b>(329.84)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>15.22</b>    | <b>457.34</b>   | <b>(183.76)</b> | <b>295.32</b>   | <b>23.37</b>    |

| 利润表(百万元)         | 2021            | 2022            | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>3,083.49</b> | <b>4,344.97</b> | <b>5,388.27</b> | <b>6,560.39</b> | <b>8,575.17</b> |
| 营业成本             | 2,756.11        | 3,834.51        | 4,307.36        | 5,152.83        | 6,617.81        |
| 营业税金及附加          | 36.01           | 47.72           | 61.97           | 74.13           | 102.90          |
| 销售费用             | 17.92           | 26.46           | 53.88           | 65.60           | 85.75           |
| 管理费用             | 31.73           | 35.53           | 73.95           | 98.41           | 174.08          |
| 研发费用             | 126.14          | 200.66          | 243.77          | 271.80          | 308.71          |
| 财务费用             | (19.29)         | (76.29)         | (53.38)         | 40.59           | 91.27           |
| 资产/信用减值损失        | 0.03            | (40.53)         | (49.95)         | (49.95)         | (59.95)         |
| 公允价值变动收益         | 4.55            | 0.61            | 1.00            | 1.00            | 1.00            |
| 投资净收益            | 13.11           | (51.11)         | (50.00)         | (50.00)         | (60.00)         |
| 其他               | (245.32)        | (80.91)         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>营业利润</b>      | <b>362.50</b>   | <b>448.34</b>   | <b>601.77</b>   | <b>758.08</b>   | <b>1,075.70</b> |
| 营业外收入            | 0.09            | 0.04            | 0.05            | 0.00            | 0.00            |
| 营业外支出            | 0.95            | 0.96            | 0.95            | 0.95            | 0.95            |
| <b>利润总额</b>      | <b>361.64</b>   | <b>447.41</b>   | <b>600.87</b>   | <b>757.13</b>   | <b>1,074.75</b> |
| 所得税              | 16.88           | (4.31)          | 12.02           | 15.14           | 21.50           |
| <b>净利润</b>       | <b>344.76</b>   | <b>451.73</b>   | <b>588.85</b>   | <b>741.99</b>   | <b>1,053.26</b> |
| 少数股东损益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>344.76</b>   | <b>451.73</b>   | <b>588.85</b>   | <b>741.99</b>   | <b>1,053.26</b> |
| 每股收益(元)          | 2.87            | 3.76            | 4.91            | 6.18            | 8.78            |

| 主要财务比率         | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 92.91%  | 40.91%  | 24.01%  | 21.75%  | 30.71%  |
| 营业利润           | 40.42%  | 23.68%  | 34.22%  | 25.98%  | 41.90%  |
| 归属于母公司净利润      | 42.33%  | 31.03%  | 30.36%  | 26.01%  | 41.95%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 10.62%  | 11.75%  | 20.06%  | 21.46%  | 22.83%  |
| 净利率            | 11.18%  | 10.40%  | 10.93%  | 11.31%  | 12.28%  |
| ROE            | 13.96%  | 16.23%  | 18.77%  | 20.71%  | 24.99%  |
| ROIC           | 40.84%  | 29.74%  | 46.17%  | 44.42%  | 64.97%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 3.98%   | 6.76%   | 8.54%   | 5.58%   | 8.64%   |
| 净负债率           | -12.66% | -23.58% | -11.96% | -22.95% | -15.73% |
| 流动比率           | 15.59   | 13.07   | 8.97    | 14.44   | 8.62    |
| 速动比率           | 9.98    | 9.85    | 6.69    | 10.27   | 6.03    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 17.98   | 32.17   | 31.30   | 31.30   | 31.30   |
| 存货周转率          | 9.58    | 9.50    | 10.47   | 10.66   | 10.85   |
| 总资产周转率         | 1.27    | 1.56    | 1.68    | 1.82    | 2.04    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 2.87    | 3.76    | 4.91    | 6.18    | 8.78    |
| 每股经营现金流        | -0.50   | 6.61    | 1.85    | 10.10   | 6.60    |
| 每股净资产          | 20.58   | 23.20   | 26.14   | 29.85   | 35.12   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 20.53   | 15.67   | 12.02   | 9.54    | 6.72    |
| 市净率            | 2.86    | 2.54    | 2.26    | 1.98    | 1.68    |
| EV/EBITDA      | 19.05   | 11.98   | 7.59    | 4.93    | 3.57    |
| EV/EBIT        | 22.38   | 13.68   | 8.79    | 5.85    | 4.21    |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 海口  | 上海  | 深圳   |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |