

环保行业跟踪周报

四中全会：绿色化融入现代化产业体系，加快要素市场化，化债作为十五五重要任务

增持（维持）

2025 年 10 月 28 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈致文

执业证书：S0600523070006

chenzw@dwzq.com.cn

投资要点

- **重点推荐：**瀚蓝环境，高能环境，绿色动力环保，绿色动力，海螺创业，永兴股份，光大环境，军信股份，粤海投资，美埃科技，九丰能源，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，龙净环保，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德环境。
- **建议关注：**大禹节水，联泰环保，旺能环境，北控水务集团，碧水源，浙富控股。
- **政策跟踪：四中全会：绿色化融入现代化产业体系，加快要素市场化，化债作为“十五五”重要任务。**2025 年 10 月 20-23 日中共二十届四中全会在北京举行。环保领域投资梳理如下：（1）**建设现代化产业体系，将绿色转型提升为贯穿经济社会发展全过程的“系统性工程”。**将以碳达峰碳中和目标为牵引，加快构建碳排放总量和强度双控制度、推进能源绿色低碳转型、产业结构绿色低碳转型、生产生活方式绿色低碳转型等 4 方面举措。**投资建议：**1) **清洁能源：**①**绿电运营，**建议关注【龙源电力 H】【中广核】等；②**绿色氢氨醇：**重点推荐【佛燃能源】，建议关注【中国天楹】等；③**垃圾焚烧发电/供热等。**2) **再生资源：**①**生物燃料：**建议关注 UCO 供应商【朗坤科技】【山高环能】等；生物柴油&生物航煤【嘉澳环保】【海新能科】【卓越新能】【鹏鹞环保】等。②**再生塑料：**重点推荐【英科再生】。③**危废资源化：**重点推荐【高能环境】【赛恩斯】等。④**锂电回收：**建议关注【天奇股份】等。（2）**“加快完善要素市场化配置体制机制”，包括垃圾收费、污水处理费、水气电等价格市场化。**环保受益逻辑：①要素市场化增强资产盈利稳定性，②建立污染者付费制。**投资建议：**对标海外市场化水务固废标的，**优质运营重估。**①**现金流提振；**②**估值存翻倍空间：**截至 25/10/26，A 股水务板块 PE (TTM) 14，PB (LF) 1.2，美国水务 PE (TTM) 26，PB (LF) 2.3；A 股固废板块 PE (TTM) 17，PB (LF) 1.5，美国废物管理 PE (TTM) 32，PB 9.4。**重点推荐【固废】【水务运营】**板块。（3）**化债：“积极稳妥化解地方政府债务风险”。**受益逻辑：解决 G 端应收，①**优化资产负债表，**②**改善现金流，**③**减值冲回增厚盈利，**④**资金回笼推动新增投资带动成长，**板块有望迎估值修复。**投资建议：**1) **关注化债修复+成长领域。**如环卫智能电动化+无人化领域：25H1，环卫板块应收类/总资产为 30%，减值类/归母为 67%，位列环保细分板块第三/第二，化债带来的资产修复和减值冲回弹性大，叠加现金流回笼释放环卫智能电动化+无人化成长潜力，重点推荐【宇通重工】，建议关注【福龙马】【盈峰环境】【玉禾田】【侨银股份】等；2) **化债弹性：**关注应收类/资产占比大，减值影响大的板块，25H1 应收类/总资产 top3：设计咨询/生态修复/环卫，减值类/归母 top3：环境监测/环卫/水务工程。
- **公司跟踪：【龙净环保】拟向紫金矿业定增 20 亿元，紫金赋能更进一步。**1) **紫金全额认购定增持股比例提升。**公司拟定增募资不超过 20 亿元，发行价格 11.91 元/股，增加不超过 1.68 亿股。发行完成紫金持股比例从 25%提升至 33.76%。2) **资金到位&持续赋能：**本次募资拟全额用于补充流动资金。紫金赋能下，公司绿电、储能、矿山装备等成长业务开始兑现成长性。
- **固废观点：25Q3 国补回收加速，25H1 提质增效提 ROE+现金流改善提分红持续兑现！**1) **运营提质增效主导业绩增长&财务费用下降：**25H1 板块归母净利润+8%，毛利率+2.9pct，财务费用率-0.6pct。固废纯运营企业绿动、军信、永兴 ROE 显著提升。2) **自由现金流持续增厚：**25H1 板块经营现金流净额 69 亿元（+9%），资本开支 38 亿元（-19%），简易自由现金流 32 亿元（24H1 为 17 亿元）。25Q3 国补回收显著加速。3) **中期派息稳中有升：**25H1 瀚蓝首次中期分红，光大中期每股派息同比+0.01 港元。4) **经营提效+B 端拓展+C 端顺价，增厚盈利&改善现金流！【吨发提升】**25H1，7 家垃圾焚烧公司平均吨发（还原供热后）同比+1.8%，吨上网同比+1.2%。**【供热加速】**25H1 供热增速前 3：海创供热同比+170%、绿动同比+115%、伟明同比+67%；发电供热比增量前 3：天楹发电供热比同比+6.4pct、绿动同比+2.4pct、旺能同比+1.6pct。**【IDC 拓展】**旺能获市级、省级备案，军信、瀚蓝、伟明 签署相关合作协议。**【C 端顺价】**佛山于 25 年 9 月下旬召开生活垃圾处理费定价听证会，C 端顺价推进。**重点推荐：**【瀚蓝环境】【绿色动力 A+H】【海螺创业】【光大环境】【永兴股份】等。
- **水务观点：市场化+现金流拐点，下一个垃圾焚烧！**1) **现金流左侧布局：**25H1 板块自由现金流-41 亿元（24H1 为-66 亿元）。预计兴蓉、首创资本开支 26 年开始大幅下降，自由现金流大增可期！参照垃圾焚烧自由现金流转正前后，分红比例从 21 年低点 18%，22-24 年连续提至 40%，典型公司永兴（24 年分红比例 66%）军信（95%）绿动（71%）。24 年水务板块分红比例为 34%，兴蓉 24 年分红 28%提升空间较大！自由现金流改善带来 PE 估值提升空间可参照垃圾发电！2) **价格改革不仅是弹性，重塑成长+估值！**水的重点在于水价制度对合理投入回报的保障，从而在成熟期获得类似全球范式的业绩&红利持续增长。“从防御到可持续增长”带来估值提升。25 年以来广州、深圳等核心城市自来水提价落实，佛山拟调整污水收费标准。重点推荐【粤海投资】【兴蓉环境】【洪城环境】，建议关注【首创环保】【北控水务集团】。
- **环卫观点：环卫电动化渗透率加速，无人化迎发展机遇。**25H1 国内自动驾驶领域公开超 290 个新项目中中标结果，其中，无人清洁环卫项目数量超 90 个（占比约 31%），总金额超 55 亿元（占比约 81%），已超 24 年全年金额。重点推荐【宇通重工】，建议关注【劲旅环境】【盈峰环境】【福龙马】【玉禾田】【侨银股份】等。
- **行业跟踪：1) 2025M1-9 环卫新能源销量同增 63.18%，渗透率同比+6.29pct 至 17.40%。**25M1-9 环卫车销量 55737 辆（同比+4.17%），其中新能源车 9696 辆（同比+63.18%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 30%/15%/7%。2) **生物柴油：地沟油均价持平，单吨净利上升。**2025/10/10-2025/10/16 生柴均价 8400 元/吨(周环比持平)，地沟油均价 6713 元/吨(周环比持平)，考虑一个月库存周期测算单吨盈利-100 元/吨（周环比减亏 26.7%）。3) **锂电回收：硫酸钴价格大涨，盈利能力改善。**截至 2025/10/17，三元电池粉锂系数周环比持平，锂/钴/镍系数分别为 71.0%/75.0%/75.0%。截至 2025/10/17，碳酸锂 7.34 万（周环比-0.2%），金属钴 39.60 万（周环比+10.3%），金属镍 12.28 万（周环比-0.9%）。根据模型测算单吨废料毛利 0.004 万（周环比+0.342 万）。
- **风险提示：**政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

行业走势



相关研究

《瀚蓝龙净三季报卓越，新增非电可再生资源考核利好生物燃料&绿色氢氨醇》

2025-10-20

《【高能环境】受益金属价格上涨，【龙净环保】矿山绿电贡献业绩，重视水固红利价值》

2025-10-13

内容目录

1.政策跟踪4

1.1. 四中全会：绿色化融入现代化产业体系，加快要素市场化，化债作为“十五五”重要任务.....4

1.2. 垃圾焚烧：资本开支下降提分红验证，供热&IDC 等提质增效促 ROE 和估值双升.....8

1.3. 水务运营：市场化+现金流拐点，下一个垃圾焚烧！10

1.4. 环卫装备：2025M1-9 环卫新能源销量同增 63.18%，渗透率同比提升 6.29pct 至 17.40%10

1.5. 生物柴油：地沟油均价下降，单吨净利下滑.....12

1.6. 锂电回收：金属价格上涨，盈利能力改善.....13

2. 行情表现14

2.1. 板块表现.....14

2.2. 股票表现.....15

3. 行业新闻16

3.1. 国常会审议通过《生态环境监测条例（草案）》16

3.2. 生态环境部就《关于发布 2024 年电力碳足迹因子数据的公告》答记者问.....16

3.3. 数说“十四五” | 民众生态环境满意度连续 4 年超 90% 美丽中国建设迈出重大步伐 17

3.4. 环评“四减三加”分级分类监管 上海持续提升生态环境领域服务水平.....17

3.5. 苏伊士集团终止出售在华资产计划！在中国持续深耕发展.....18

4. 公司公告18

5. 大事提醒21

6. 往期研究22

6.1. 往期研究：公司深度.....22

6.2. 往期研究：行业专题.....25

7. 风险提示27

图表目录

图 1:	环卫车销量与增速（单位：辆）	11
图 2:	新能源环卫车销量与增速（单位：辆）	11
图 3:	环卫新能源渗透率	11
图 4:	2025M1-9 环卫装备销售市占率	12
图 5:	2025M1-9 新能源环卫装备销售市占率	12
图 6:	国内 UCOME 与地沟油价格（周度，元/吨）	13
图 7:	国内生物柴油与地沟油价差（周度，元/吨）	13
图 8:	锂电循环产业链价格周度跟踪（2025/10/20~2025/10/24）	14
图 9:	锂电循环项目单位毛利情况跟踪	14
图 10:	2025/10/20-2025/10/24 各行业指数涨跌幅比较	15
图 11:	2025/10/20-2025/10/24 环保行业涨幅前十标的	15
图 12:	2025/10/20-2025/10/24 环保行业跌幅前十标的	16
表 1:	二十四届四中全会公报与环保相关内容梳理与对比	4
表 2:	中共中央新闻发布会：介绍和解读党的二十届四中全会精神	6
表 3:	公司公告	18
表 4:	大事提醒	21

1.政策跟踪

1.1. 四中全会：绿色化融入现代化产业体系，加快要素市场化，化债作为“十五五”重要任务

2025 年 10 月 20 日至 23 日，中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议在北京胜利闭幕。这次会议审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（以下简称《建议》），为中国未来五年（2026-2030 年）的发展擘画了宏伟蓝图。10 月 24 日，中共中央举行新闻发布会，介绍和解读党的二十届四中全会精神。“十五五”主要目标：中央政策研究室主任江金权指出，《建议》明确了“十五五”时期经济社会发展主要目标：一是高质量发展取得显著成效，二是科技自立自强水平大幅提高，三是进一步全面深化改革取得新突破，四是社会文明程度明显提升，五是人民生活品质不断提高，六是美丽中国建设取得新的重大进展，七是国家安全屏障更加巩固。

表1：二十四届四中全会公报与环保相关内容梳理与对比

2020 年 10 月:十九届五中全会公报与双碳环保相关内容		2025 年 10 月:二十届四中全会公报与双碳环保相关内容	
现代产业体系	全会提出，加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级。坚持把发展经济着力点放在实体经济上，坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，推进产业基础高级化、产业链现代化，提高经济发展质量和核心竞争力。要提升产业链供应链现代化水平，发展战略性新兴产业，加快发展现代服务业，统筹推进基础设施建设，加快建设交通强国， 推进能源革命 ，加快数字化发展。	现代产业体系	全会提出，建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基。坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，坚持智能化、 绿色化 、融合化方向，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国，保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。要优化提升传统产业，培育壮大新兴产业和未来产业，促进服务业优质高效发展，构建现代化基础设施体系。
市场经济体制	全会提出，全面深化改革，构建高水平社会主义市场经济体制。坚持和完善社会主义基本经济制度，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，推动有效市场和有为政府更好结合。要激发各类市场主体活力，完善宏观经济治理，建立现代财税金融体制，建设高标准市场体系，加快转变政府职能	市场经济体制	全会提出，加快构建高水平社会主义市场经济体制，增强高质量发展动力。坚持和完善社会主义基本经济制度，更好发挥经济体制改革牵引作用，完善宏观经济治理体系，确保高质量发展有成效。要充分激发各类经营主体活力， 加快完善要素市场化配置体制机制 ，提升宏观经济治理效能。

社会建设	全会提出，改善人民生活品质， 提高社会建设水平 。坚持把实现好、维护好、发展好最广大人民群众利益作为发展的出发点和落脚点，尽力而为、努力而行，健全基本公共服务体系，完善共建共治共享的社会治理制度，扎实推动共同富裕，不断增强人民群众获得感、幸福感、安全感，促进人的全面发展和社会全面进步。要提高人民收入水平，强化就业优先政策，建设高质量教育体系，健全多层次社会保障体系，全面推进健康中国建设，实施积极应对人口老龄化国家战略，加强和创新社会治理。	社会建设	全会提出，加大保障和改善民生力度，扎实推进全体人民共同富裕。坚持尽力而为、量力而行， 加强普惠性、基础性、兜底性民生建设 ，解决好人民群众急难愁盼问题，畅通社会流动渠道，提高人民生活品质。要促进高质量充分就业，完善收入分配制度，办好人民满意的教育，健全社会保障体系，推动房地产高质量发展，加快建设健康中国，促进人口高质量发展，稳步推进基本公共服务均等化。
绿色转型	全会提出，推动绿色发展，促进人与自然和谐共生。坚持绿水青山就是金山银山理念，坚持尊重自然、顺应自然、保护自然，坚持节约优先、保护优先、自然资源为主，守住自然生态安全边界。深入实施可持续发展战略，完善生态文明领域统筹协调机制，构建生态文明体系，促进经济社会发展全面绿色转型，建设人与自然和谐共生的现代化。 要加快推动绿色低碳发展，持续改善环境质量，提升生态系统质量和稳定性，全面提高资源利用效率。	绿色转型	全会提出，加快经济社会发展全面绿色转型，建设美丽中国。牢固树立和践行绿水青山就是金山银山的理念， 以碳达峰碳中和为牵引，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，筑牢生态安全屏障 ，增强绿色发展动能。 要持续深入推进污染防治攻坚和生态系统优化，加快建设新型能源体系，积极稳妥推进和实现碳达峰 ，加快形成绿色生产生活方式。
\		化债	全会分析了当前形势和任务，强调坚决实现全年经济社会发展目标。要继续精准落实党中央决策部署，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，稳住经济基本盘，巩固拓展经济回升向好势头。宏观政策要持续发力，适时加力，落实好企业帮扶政策，深入实施提振消费专项行动，兜牢基层“三保”底线， 积极稳妥化解地方政府债务风险 。

数据来源：生态环境部，发改委，东吴证券研究所

1. 全会提出，建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基。将“绿色转型，建设美丽中国” 提升为贯穿经济社会发展全过程的“系统性工程”。发布会解读表示，绿色转型将以碳达峰碳中和目标为牵引，加快推进 4 方面举措：1) 加快构建实施碳排放总量和强度双控制度，稳步实施地方碳考核、行业碳管控、企业碳管理、项目碳评价、产品碳足迹等制度；2) 加快能源绿色低碳转型，到“十五五”末，新增用电需求绝大部分由新增清洁能源发电量满足；3) 加快产业结构绿色低碳转型，“十五五”时期，力争建成 100 个左右国家级零碳园区；4) 加快生产生活方式绿色低碳转型，大力发展循环经济，力争到 2030 年，大宗固废年利用量达到 45 亿吨左右。投资建议：1) 清洁能源：①绿电运营，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】等；②绿色氢氨醇：重点推荐【佛燃能源】，建议关注【中国天楹】等；③垃圾焚烧发电/供热等。2) 再生资源：①生物燃料：建议关注 UCO 供应商【朗坤科技】【山高环能】等；生物柴油&生物航煤【嘉澳环保】【海新能科】【卓越新能】【鹏鹞环保】等。②再生塑料：重点推荐【英科再生】。

③危废资源化：重点推荐【高能环境】【赛恩斯】等。④锂电回收：建议关注【天奇股份】等。

2. 建设强大国内市场是中国式现代化的战略依托，会议提出要“加快完善要素市场化配置体制机制”。环保领域，要素市场化体现在垃圾处理费、污水处理费、水气电等价格市场化。环保受益逻辑：①要素市场化增强资产盈利稳定性，更重要的是鼓励超额收益，企业通过自身努力降本增效获得的超额收益得以留存，带来 ROE 的提升；②建立污染者付费制，理顺 C 端收费，商业模式改善，现金流保障度提升。投资建议：对标海外市场化水务固废标的，优质运营重估。运营资产盈利及现金流可持续，付费痛点解决叠加市场化改革推进，对标海外，①现金流提振：24 年 A 股水务运营板块净现比 1.11，对标美国水业 1.95 存 75%提升空间，24 年 A 股固废板块净现比 1.70，对标美国废物管理 1.96 存 15%提升空间；②估值存翻倍空间：截至 25/10/26，A 股水务板块 PE (TTM) 14，PB (LF) 1.2，美国水业 PE (TTM) 26，PB (LF) 2.3；A 股固废板块 PE (TTM) 17，PB (LF) 1.5，美国废物管理 PE (TTM) 32，PB 9.4。【固废】提分红+提 ROE 逻辑持续兑现，国补回收加速+地方化债+C 端付费理顺现金流！重点推荐【瀚蓝环境】【绿色动力 H+A】【海螺创业】【光大环境】【永兴股份】等。【水务运营】量价刚性，化债改善现金流痛点，期待水价市场化改革模式理顺。重点推荐【粤海投资】【兴蓉环境】【洪城环境】，建议关注【天津创业环保股份】【北控水务集团】【首创环保】等。

3. 化债作为“十五五”重要任务，会议提及要“积极稳妥化解地方政府债务风险”。环保受益化债逻辑：解决 G 端应收，①优化资产负债表，②改善现金流，③减值冲回增厚盈利，④资金回笼推动新增投资带动成长，板块有望迎估值修复。投资建议：1) 关注化债修复+成长领域。①环卫智能电动化+无人化：25H1，环卫板块应收类/总资产为 30%，减值类/归母为-67%，分别位列环保细分板块第三、第二，化债带来的资产修复和减值冲回弹性大，叠加现金流回笼释放环卫智能电动化+无人化成长潜力，重点推荐【宇通重工】建议关注【福龙马】【盈峰环境】【玉禾田】【侨银股份】等；②离心泵，建议关注【南方泵业】等。2) 化债弹性：关注应收类/资产占比大，减值影响大的板块。25H1 应收类/总资产 top3：设计咨询（41%）、生态修复（39%）、环卫（30%），减值类/归母 top3：环境监测（-91%）、环卫（-67%）、水务工程（-56%），建议关注【武汉控股】【碧水源】【蒙草生态】【建工修复】等。3) 关注前期受收款担忧大幅扰动估值的水务固废。

表2：中共中央新闻发布会：介绍和解读党的二十届四中全会精神

主题	要点	具体内容
产业方面：建设现代化产业体系	固本升级，优化提升传统产业	传统产业是当前我国产业体系的“基本盘”，增加值在制造业中占比 80%左右。《建议》提出推动重点产业提质升级，巩固提升化工、机械、造船等行业在全球产业分工中的地位和竞争力，发展先进制造业集群等举措，这将加快推动传统产业质的有效提升

		和量的合理增长，初步估计未来5年会新增10万亿元左右的市场空间，释放出巨大的发展动能和民生红利。
	创新育新，培育壮大新兴产业和未来产业	2024年，我国“三新”经济增加值占GDP比重已经超过18%。《建议》提出打造新兴支柱产业，加快 新能源、新材料 、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展，这将催生出数个万亿级甚至更大规模的市场；《建议》还提出前瞻布局未来产业，推动量子科技、生物制造、 氢能和核聚变能 、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等成为新的经济增长点。这些产业蓄势发力，未来10年新增规模相当于再造一个中国高技术产业，为我国经济大盘、高质量发展注入源源不断的新动能。
	扩容提质，促进服务业优质高效发展	我国服务业仍有巨大的扩容和提质空间。《建议》提出实施服务业扩能提质行动，提高现代服务业与先进制造业、现代农业融合发展水平等举措，将加快促进经济生态重塑优化、更好满足人民美好生活需要，打开经济增长新空间，这又是一个巨大的新市场。
	强基增效，构建现代化基础设施体系	我国已拥有全球规模最大的高速铁路、高速公路、港口、邮政快递、 电力 、宽带等基础设施网络。《建议》提出 加强基础设施统筹规划，适度超前建设新型基础设施 ，完善现代化综合交通运输体系等举措，将更好地推动基础设施互联互通、协同融合、安全高效发展，发挥更强支撑保障作用。
市场方面：建设强大国内市场	拓展增量	我国扩大内需既有空间，又有潜力。《建议》提出坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合，深入实施提振消费专项行动，扩大服务消费，推动商品消费扩容升级；保持投资合理增长， 高质量推进“两重”项目建设，实施一批重大标志性工程，完善民营企业参与重大项目建设长效机制等举措，这将全方位扩大国内需求，推动我国经济持续向上向好。
	提升效益	我国固定资产投资年度规模已达到50万亿元，但惠民生、补短板、育动能等任务还很重，必须把“钱”特别是政府资金更好地用在发展紧要处，花在群众生活上。对此，《建议》提出优化政府投资结构，提高民生类政府投资比重，统筹用好各类政府投资，加强政府投资全过程管理等举措，将更好地发挥政府投资的撬动作用，不断增进投资的综合效益。
	畅通循环	有了统一大市场，才能畅通大循环。我国市场准入负面清单事项已从过去的328项减到目前的106项，4200多件阻碍要素流动的政策举措得到清理，但还有不少堵点和卡点。对此，《建议》提出统一市场基础制度规则，破除地方保护和市场分割，规范地方政府经济促进行为，统一市场监管执法，综合整治“内卷式”竞争等举措， 将更加有力有效地破除各种市场障碍，充分释放我国超大规模市场红利。
区域方面：促进区域协调发展	注重优化布局	首先要 优化区域布局 ，《建议》明确推动东、中、西部和东北四大板块，京津冀、长三角、粤港澳三大动力源， 长江、黄河两条绿色发展带取得新的突破 ；推动跨区域跨流域大通道等“硬联通”设施建设，健全区域间规划统筹、产业协作、利益共享等“软协同”机制等举措。还要 优化国土空间格局 ，《建议》提出

		强化主体功能区战略实施，推动战略性新兴产业、能源资源基地等布局优化等举措。
	注重新型城镇化	《建议》提出深入推进以人为本的新型城镇化，科学有序推进农业转移人口市民化，大力实施城市更新等举措，这将有力促进投资和消费良性循环，蕴含巨大内需空间。例如，“十五五”时期预计将建设改造地下管网超过70万公里，新增投资需求超过5万亿元。
	注重陆海统筹	我国海洋经济总量已突破10万亿元。《建议》提出加强海洋开发利用保护，加强重点海域生态环境保护修复，坚定维护海洋权益和安全等举措，这将进一步推动海洋经济高质量发展，加快海洋强国建设。
推动重点产业绿色转型、能源结构低碳转型等方面的具体举措	加快构建实施碳排放总量和强度双控制度	《建议》提出稳步实施地方碳考核、行业碳管控、企业碳管理、项目碳评价、产品碳足迹等制度，建立健全覆盖各类主体的激励约束制度体系。
	加快能源绿色低碳转型	“十五五”末，新增用电需求绝大部分由清洁能源满足：（1）大力发展非化石能源：加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等基地建设，开发生物质能、地热能、海洋能。（2）推进化石能源清洁利用：推动煤电由基础保障性电源转为支撑调节性电源。（3）建设新型电力系统：确保绿电发得出、电网接得住、终端用得好。
	加快产业结构绿色低碳转型	（1）加快发展绿色低碳产业，根据测算，目前我国绿色低碳产业规模约11万亿元，未来5年还有翻一番乃至更大的增长空间，特别是“十五五”时期，力争建成100个左右国家级零碳园区，将为绿色低碳产业带来巨大发展空间。（2）推进重点行业节能降碳，将在钢铁、有色、石油化工等重点行业深入实施节能降碳专项行动，力争实现节能量1.5亿吨标准煤以上，可以减少二氧化碳排放约4亿吨。
	加快生产生活方式绿色转型	（1）生产端：深入推进清洁生产，实施大规模设备更新，大力发展循环经济，力争到2030年，大宗固废年利用量达到45亿吨左右；加快建筑和市政设施节能改造，提高大宗货物的铁路、水路运输比例。（2）生活端：广泛开展绿色低碳全民行动，大力倡导节粮、节水、节电和生活垃圾分类，大力推广绿色低碳生活方式、绿色低碳产品，以绿色生活打造美丽家园、建设美丽中国。

数据来源：发改委，东吴证券研究所

1.2. 垃圾焚烧：资本开支下降提分红验证，供热&IDC等提质增效促ROE和估值双升

固废板块重点逻辑在于：一是资本开支下降，自由现金流大幅改善，分红提升！二是，行业成熟期提质增效！

1) 自由现金流增厚提分红: 行业步入成熟期, 资本开支下降, 板块自由现金流于 23 年转正, 24 年持续增厚。政策要求推进垃圾处理计量收费, 促商业模式 C 端理顺, 改善现金流。提分红兑现: 【军信股份】24 年现金派息 5.07 亿元 (同比+37%), 每股派息维持 0.9 元, 分红比例 94.59% (同比+22.78pct), 股息率 (ttm) 4.39%; 【绿色动力 A+H】24 年现金派息 4.18 亿元 (同比+100%), 分红比例 71.45% (同比+38.23pct), 远超分红承诺底线, A 股股息率 (ttm) 4.24%, 港股股息率 (ttm) 6.45%; 【瀚蓝环境】24 年派息 6.52 亿元 (同比+67%), 分红比例 39.20% (同比+11.83pct), 25 年首次中期派息, 股息率 (ttm) 3.70%; 【永兴股份】24 年现金派息 5.40 亿元 (同比+15%), 分红比例 65.81% (同比+2.12pct), 股息率 (ttm) 3.72%; 【光大环境】24 年派息 14.13 亿港元 (同比+5%), 分红比例 41.84% (同比+11.33pct), 股息率 (ttm) 4.92%。(估值日期: 2025/10/26)

25 年 7-8 月国补回收显著加速, 光大国补回收超预期! 25 年 7-8 月光大绿色环保生物质等收到国补 20.64 亿元, 超 24 年截止同期生物质集中回款额 15.34 亿元。

分红持续大幅提升, 还有多大潜力? 从垃圾焚烧自由现金流增厚看资产质量的改善。分红潜力测算逻辑: 分红潜力 = (简易自由现金流 - 财务费用) / 归母净利润。

24 年板块分红比例 40%、稳态下分红潜力达 97%~120%: 行业资本开支滞后于招标规模下降, 预计未来仍有较大下行空间。参考 24 年财务数据, 假设维护性资本开支为总资产的 1%/2%, 测算得稳态下板块分红潜力可达 120%/97%。

预计 26 年标的分红潜力达 50%~150%+: 1) 分红潜力 150%+: 永兴股份、旺能环境、上海环境。2) 分红潜力 100%~150%: 绿色动力、三峰环境、瀚蓝环境。3) 分红潜力 50%~100%: 中科环保、军信股份、海螺创业、光大环境。

2) 降本增效提 ROE: 行业成熟期, 资产不扩张, 企业通过降本、供热、IDC 合作等方式提质增效, ROE 具备提升能力!

降本增效提升 ROE 逻辑兑现中。 如绿色动力 25Q1 归母净利润同增 33%超预期, 主要系厂用电率下降、供热增加 (25Q1 供热量同增 97%)、精细化管理降本、财务费用节约等因素所致, 25Q1 加权 ROE 同增 0.51pct 至 2.27%。

垃圾焚烧+IDC 为行业拓展新趋势。垃圾发电优势在于: 【清洁高效】【稳定性】【经济性】【分布近城市中心】; 三种模式: 纯供能模式/供能+机柜租赁/供能+算力租赁模式下, 2000 吨/日匹配 20MW 数据中心, 盈利增量弹性为 26%/66%/817%, 综合 ROE 由 12%提至 16%/15%/18%; **合作潜力:** 满足区位 (京津冀、长三角、粤港澳、长沙) 和规模 (1000 吨/日及以上) 要求占总运营规模的比例: 永兴 97%、军信 85%、旺能 51%、绿动 49%、伟明 46%、瀚蓝 45% (并购粤丰后)。

1.3. 水务运营：市场化+现金流拐点，下一个垃圾焚烧！

水务运营业绩稳健+估值低+高股息，现金流左侧布局下一个垃圾焚烧。水务运营量价刚性业绩稳健，供水 toC 现金流优，污水顺价推进，粤海投资（23-24 年维持 65% 分红比例）、洪城环境（承诺 21-26 年分红不低于 50%）、北控水务、重庆水务等持续高分红。更重要的是预计兴蓉、首创资本开支 25 年下降，26 年开始大幅下降，自由现金流大增可期！参照垃圾焚烧自由现金流转正前后，分红比例从 21 年低点 18%，22-24 年连续提至 40%，典型公司永兴（24 年分红比例 66%）军信（95%）绿动（71%）。24 年水务板块分红比例为 34%，剔除已经分红 50% 的洪城环境，核心公司兴蓉分红 28% 提升空间较大！兴蓉 25 年 PE9.5 倍，PB1.10，首创 25 年 PE13.9，PB1.19，自由现金流改善带来 PE 估值提升空间可参照垃圾发电！

水价改革不仅是弹性，重塑成长+估值！广州提价落实、深圳跟进，有望带动新一轮水价改革。水的重点在于水价制度对合理投入回报的保障，从而在成熟期获得类似全球范式的持续增长，如美国水业业绩 10 年复增 10%，伴随同样确定的红利增长。美国水业 PE（ttm）26x，PB（LF）2.28，【从防御到可持续增长】带来估值提升空间。

重点推荐：【兴蓉环境】PB（MRQ）1.10 倍，对应 25 年 PE9.5 倍。掌握成都优质水务固废资产，污水定价锚定资产收益率 10%，随产能扩张污水持续提价，享确定的高个位数优质增长。24 年经营性现金流净额 37 亿元、资本开支 46 亿元，25H1 资本开支同比下降，预计 26 年开始显著下降，具分红提升潜力！【粤海投资】PB（MRQ）1.12 倍，对应 25 年 PE11.0 倍，核心业务中国香港供水，真正的水价市场化：水价过去 10 年每年涨超 2%，对标市场化美国水业，估值空间 2.5 倍！24 年公司资本开支下降，自由现金流大增，维持 65% 高分红。25 年随着粤海置地剥离，盈利修复，预计对应 25 年股息率 6.0%。【洪城环境】高分红兼具稳健增长，承诺 21-26 年分红比例不低于 50%，对应 25 年 PE9.4，股息率 5.3%。**建议关注：**【首创环保】PB（MRQ）1.19 倍，对应 25 年 PE13.9 倍。24 年扣非归母净利润 15.61 亿元，随在建产能释放+降本，经营性业绩保持稳健增长。24 年资本开支 42 亿元，预计 25-26 年持续下行，27 年显著下降，则自由现金流三年持续改善。（估值日期：2025/10/26）

1.4. 环卫装备：2025M1-9 环卫新能源销量同增 63.18%，渗透率同比提升 6.29pct 至 17.40%

2025M1-9 环卫新能源销量同增 63.18%，渗透率同比提升 6.29pct 至 17.40%。根据银保监会交强险数据，2025M1-9，环卫车合计销量 55737 辆，同比变动+4.17%。其中，新能源环卫车销售 9696 辆，同比变动+63.18%，新能源渗透率 17.40%，同比变动+6.29pct。

2025M9 新能源环卫车单月销量同增 34.48%，单月渗透率为 22.92%。2025M9，环卫车合计销量 6160 辆，同比变动+12.72%，环比变动+9.8%。其中，新能源环卫车销量

1412 辆, 同比变动+34.48%, 环比变动+18.76%, 新能源渗透率 22.92%, 同比变动+3.71pct。

图1: 环卫车销量与增速 (单位: 辆)

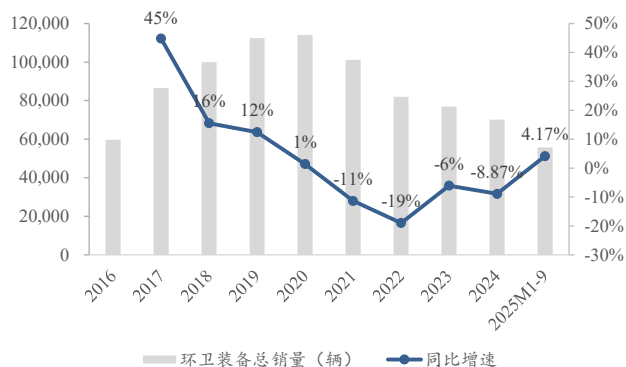


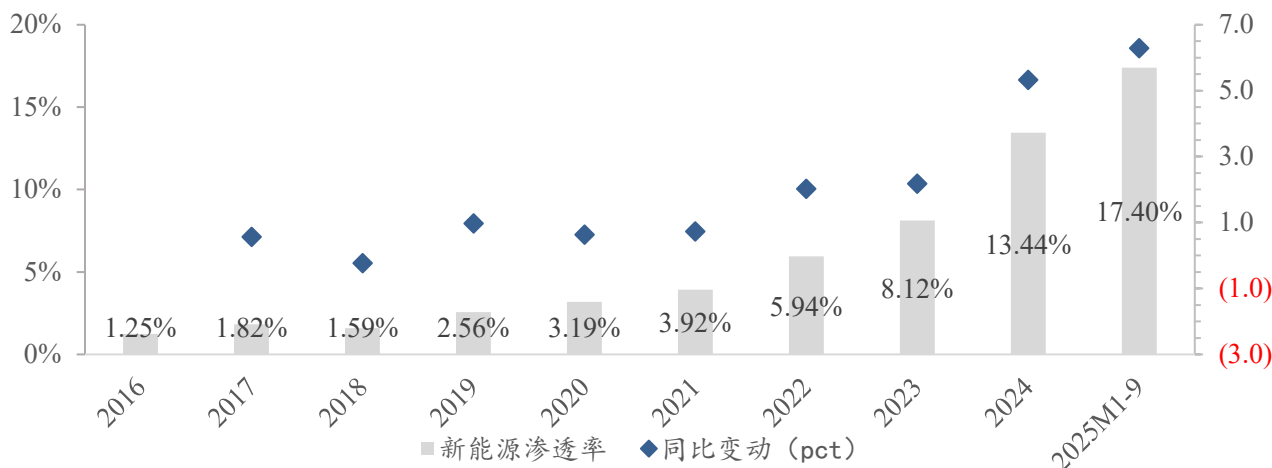
图2: 新能源环卫车销量与增速 (单位: 辆)



数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

图3: 环卫新能源渗透率



数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

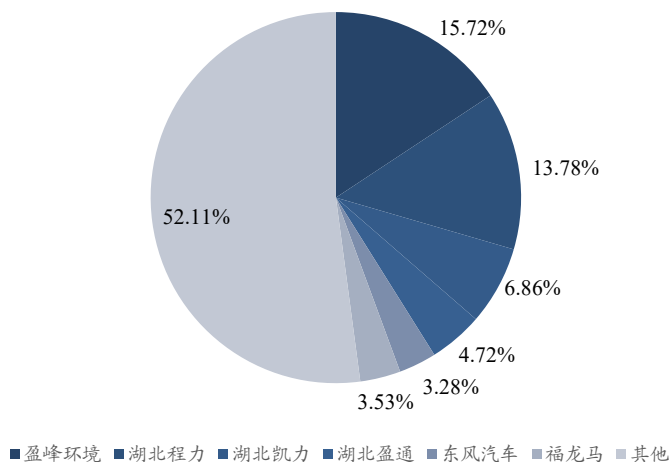
2025M1-9 重点公司情况:

盈峰环境: 环卫车市占率第一: 销售 8762 辆(+2.80%), 市占率 15.72%(-0.21pct);
 新能源市占率第一: 销售 2920 辆(+71.97%), 市占率 30.12%(+1.54pct)。

福龙马: 环卫车市占率第五: 销售 1968 辆(-16.86%), 市占率 3.53%(-0.89pct);
 新能源市占率第三: 销售 726 辆(+40.43%), 市占率 7.49%(-1.21pct)。

宇通重工: 环卫车市占率第六: 销售 1939 辆(+1.52%), 市占率 3.48%(-0.09pct);
 新能源市占率第二: 销售 1462 辆(+13.16%), 市占率 15.08%(-6.67pct)。

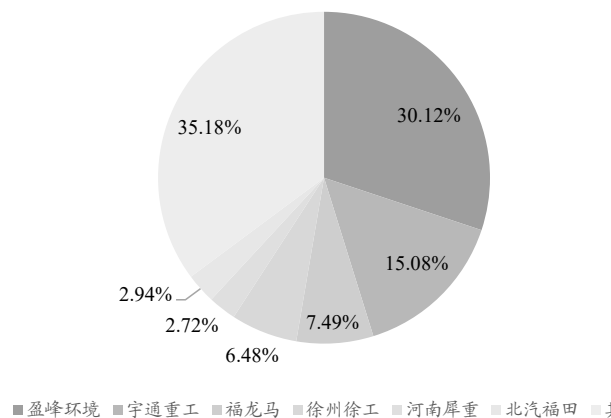
图4：2025M1-9 环卫装备销售市占率



数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所

注：图中未显示行业所有公司，部分公司计入其他

图5：2025M1-9 新能源环卫装备销售市占率



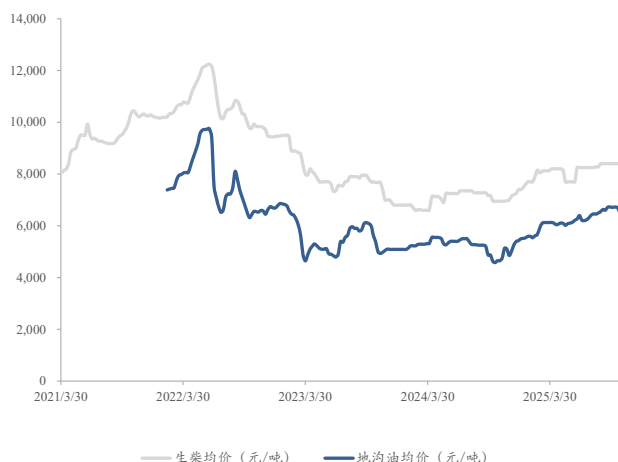
数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所

注：图中未显示行业所有公司，部分公司计入其他

1.5. 生物柴油：地沟油均价下降，单吨净利下滑

生物柴油均价持平，单吨净利下滑。根据卓创资讯，**1)原料端：**2025/10/17-2025/10/23 地沟油均价 6555 元/吨，环比 2025/10/10-2025/10/16 地沟油均价-2.4%。**2)产品端：**2025/10/17-2025/10/23 全国生物柴油均价 8400 元/吨，环比 2025/10/10-2025/10/16 生柴均价持平。**3)价差：**国内 UCOME 与地沟油当期价差 1845 元/吨，环比 2025/10/10-2025/10/16 价差+9.4%；若考虑一个月的库存周期，价差为 1687 元/吨，环比 2025/10/10-2025/10/16 价差-6.3%，按照（生物柴油价格-地沟油价格/88%高品质得油率-1000 元/吨加工费）测算，单吨盈利为-228 元/吨（环比 2025/10/10-2025/10/16 单吨盈利-128.4%）。**废弃油脂方面，**10 月份港口及 SAF 工厂采购不积极，终端需求薄弱下，市场交易气氛较为冷清，场内看空情绪浓厚，本周连云港某 SAF 工厂采购招标价格成为市场关注重点，场内业者多持看跌预期，下周价格稳中下调可能性较大；**生物柴油方面，**国内酯基生物柴油多维持低迷运行，成本面压力下，厂家多维持低开工率运行，另外华东地区某 SAF 工厂检修结束，河南地区某 SAF 工厂开始检修，检修期为一个月。

图6: 国内 UCOME 与地沟油价格 (周度, 元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图7: 国内生物柴油与地沟油价差 (周度, 元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

1.6. 锂电回收: 金属价格上涨, 盈利能力改善

盈利跟踪: 金属价格上涨, 盈利能力改善。我们测算锂电循环项目处置三元电池料 ($\text{Ni} \geq 15\% \text{Co} \geq 8\% \text{Li} \geq 3.5\%$) 盈利能力, 根据模型测算, 2025/10/20-2025/10/24 项目平均单位碳酸锂毛利为+1.01 万元/吨 (较前一周+1.040 万元/吨), 平均单位废料毛利为 0.16 万元/吨 (较前一周+0.615 万元/吨), 锂回收率每增加 1%, 平均单位废料毛利增加 0.037 万元/吨。期待行业进一步出清、盈利能力改善。

金属价格跟踪: 截至 2025/10/24, **1) 碳酸锂价格上涨。**金属锂价格为 57.00 万元/吨, 周环比持平; **电池级碳酸锂 (99.5%)** 价格为 7.54 万元/吨, 周环比+2.8%。**2) 硫酸钴价格上涨。**金属钴价格为 38.50 万元/吨, 周环比变动-2.8%; **前驱体: 硫酸钴**价格为 9.20 万元/吨, 周环比变动+6.4%。**3) 硫酸镍价格持平。**金属镍价格为 12.31 万元/吨, 周环比变动+0.3%; **前驱体: 硫酸镍**价格为 2.86 万元/吨, 周环比持平。**4) 硫酸锰价格持平。**金属锰价格为 1.55 万元/吨, 周环比+0.3%; **前驱体: 硫酸锰**价格为 0.61 万元/吨, 周环比持平。

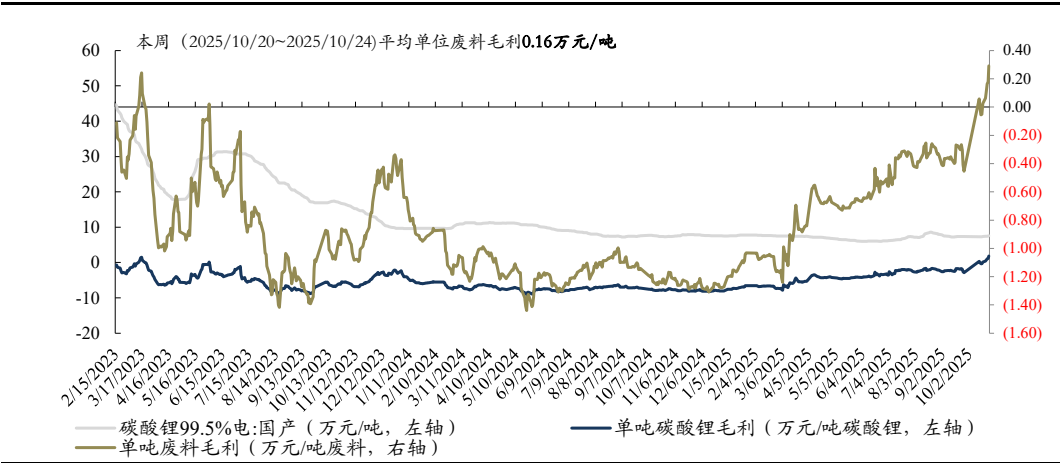
三元极片粉折扣系数上涨。截至 2025/10/24, 三元极片粉锂折扣系数周环比持平。**1) 三元极片粉锂**折扣系数 71.0%, 周环比持平; **2) 三元极片粉钴**折扣系数 75.0%, 周环比持平; **3) 三元极片粉镍**折扣系数 75.0%, 周环比持平。

图8：锂电循环产业链价格周度跟踪（2025/10/20~2025/10/24）

日期			10/20	10/21	10/22	10/23	10/24	周涨跌	月涨跌	2023年初至今
			金属价格（万元/吨）							
参考价格:金属锂≥99%			57.00	57.00	57.00	57.00	57.00		0.0%	-80.6%
碳酸锂99.5%电:国产			7.41	7.41	7.44	7.48	7.54		2.8%	-85.3%
长江有色市场:平均价:钴:1#			41.70	41.70	40.60	40.60	38.50		-2.8%	17.4%
前驱体:硫酸钴			9.20	9.20	9.20	9.20	9.20		6.4%	55.1%
长江有色市场:平均价:镍板:1#			12.31	12.31	12.24	12.23	12.31		0.3%	-48.8%
前驱体:硫酸镍:电池级			2.86	2.86	2.86	2.86	2.86		0.0%	-26.3%
长江有色市场:平均价:电解锰:1#			1.55	1.55	1.55	1.55	1.55		0.3%	-9.4%
前驱体:硫酸锰:电池级			0.61	0.61	0.61	0.61	0.61		0.0%	-7.6%
			折扣系数（%）							
三元	极片粉	锂	71.0	71.0	71.5	71.0	71.0		0.0 pct	1.5 pct
		钴	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0		0.0 pct	0.8 pct
		镍	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0		0.0 pct	0.8 pct
钴酸锂	极片粉	锂	69.5	69.5	69.5	69.5	69.5		0.0 pct	2.0 pct
		钴	80.5	80.5	81.0	81.0	81.0		0.5 pct	3.0 pct
	电池粉	锂	68.5	68.5	68.5	68.5	68.5		0.0 pct	2.0 pct
		钴	78.0	78.0	78.5	78.5	78.5		0.5 pct	2.8 pct

数据来源：Wind，SMM，东吴证券研究所

图9：锂电循环项目单位毛利情况跟踪



数据来源：Wind，东吴证券研究所

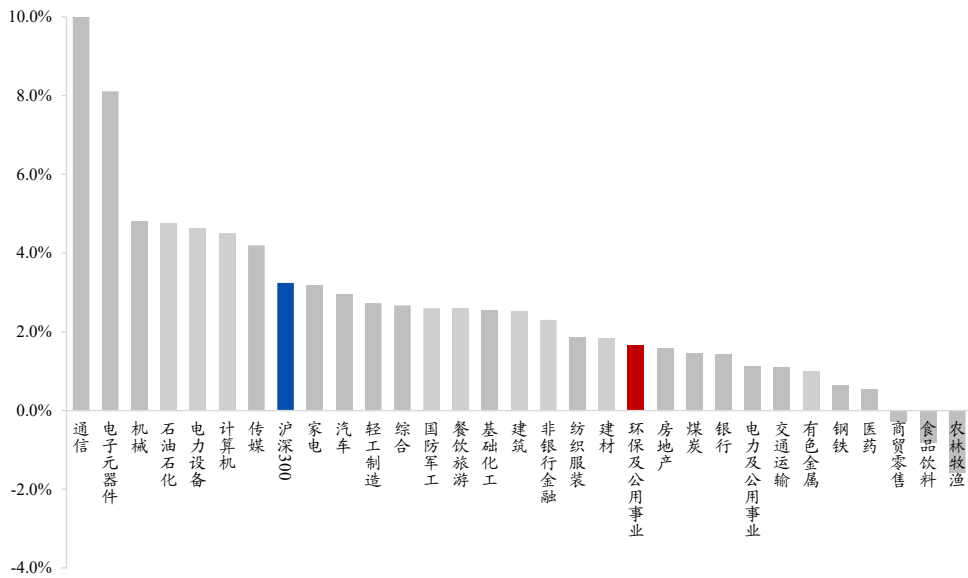
注：2023/1/30 起金属锂开始计折扣系数，盈利计算方式改变

2. 行情表现

2.1. 板块表现

2025/10/20-2025/10/24 本周环保及公用事业指数上涨 1.67%，表现弱于大盘。本周上证综指上涨 2.88%，深证成指上涨 4.73%，创业板指上涨 8.05%，沪深 300 指数上涨 3.24%，中信环保及公用事业指数上涨 1.67%。

图10： 2025/10/20-2025/10/24 各行业指数涨跌幅比较

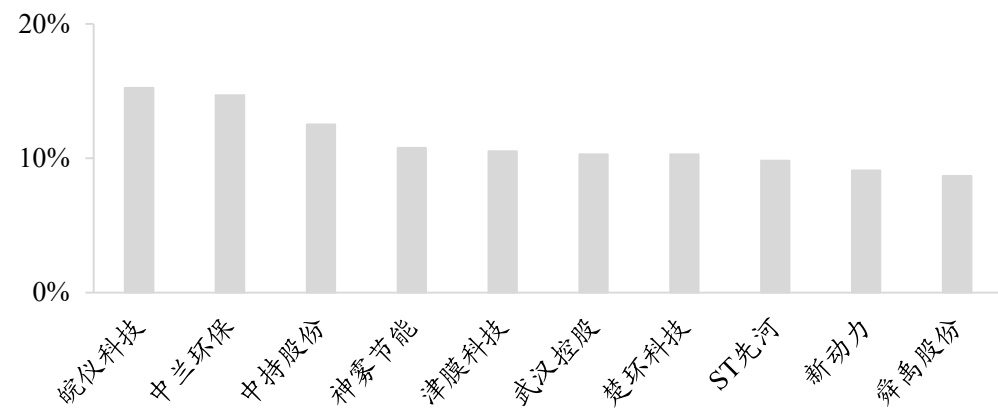


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 股票表现

2025/10/20-2025/10/24 本周涨幅前十标的为：皖仪科技 15.23%，中兰环保 14.69%，中持股份 12.52%，神雾节能 10.76%，津膜科技 10.51%，武汉控股 10.3%，楚环科技 10.28%，ST 先河 9.81%，新动力 9.09%，舜禹股份 8.68%。

图11： 2025/10/20-2025/10/24 环保行业涨幅前十标的

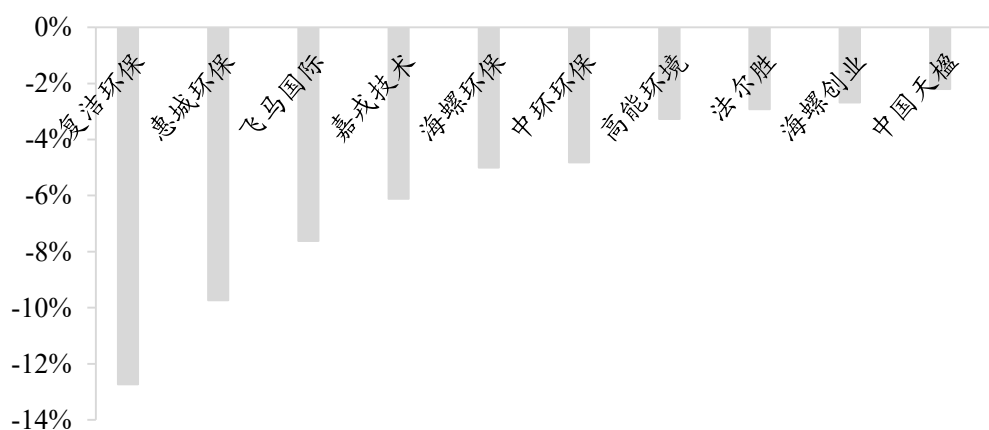


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025/10/20-2025/10/24 本周跌幅前十标的为：复洁环保-12.73%，惠城环保-9.74%，

飞马国际-7.62%，嘉戎技术-6.12%，海螺环保-5%，中环环保-4.82%，高能环境-3.27%，法尔胜-2.92%，海螺创业-2.68%，中国天楹-2.2%。

图12：2025/10/20-2025/10/24 环保行业跌幅前十标的



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 行业新闻

3.1. 国常会审议通过《生态环境监测条例（草案）》

国务院总理李强日前主持召开国务院常务会议，听取关于有效降低全社会物流成本行动落实情况汇报，部署拓展绿色贸易的有关举措，研究进一步做好粮食和农业生产工作，审议通过《生态环境监测条例（草案）》。会议指出，发展绿色贸易是促进贸易优化升级、助力实现碳达峰碳中和目标、加快建设贸易强国的重要举措。要加快完善绿色贸易政策制度体系，加强与产业、科技、财税、金融等政策衔接协同，为绿色贸易发展营造良好环境。要提升外贸企业绿色低碳发展能力，推动企业开展绿色设计和生产，建设绿色贸易公共服务平台。要拓展相关产品和技术进出口，加强国际交流与沟通，加快建立与国际接轨的绿色低碳产品、技术和服务标准体系。

会议指出，要加快建立现代化生态环境监测体系，健全天空地海一体化监测网络，完善监测标准和规范，加强监测数据质量管理，为生态文明和美丽中国建设提供有力支撑。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/4LcPIBoXNyNWW9dkXMkC6Q>

3.2. 生态环境部就《关于发布 2024 年电力碳足迹因子数据的公告》答记者问

2024 年全国电力平均碳足迹因子为 0.5777 千克二氧化碳当量每千瓦时，较 2023 年

全国电力平均碳足迹因子 0.6205 千克二氧化碳当量每千瓦时下降 6.9%。主要原因是：一是电源结构持续优化。根据《中华人民共和国 2024 年国民经济和社会发展统计公报》数据，2024 年，风电、太阳能、水电发电量分别比上年增长 12.5%、43.6%、10.9%，清洁能源发电量快速增长，电源结构持续优化。二是间接排放电力因子更新。2024 年燃煤、气电、风电等所有类型发电因子量化过程中均采用官方发布的 2023 年全国电力平均碳足迹因子（0.6205 千克二氧化碳当量每千瓦时），相较之前所用因子有所下降，计算得出的发电因子数值普遍下降。全国电力平均碳足迹因子下降是我国电力行业清洁低碳转型发展的重要体现，客观反映了我国电源结构优化、技术创新发展的实际成效。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/tRa5dP3JYSb20kQJ08Rkfg>

3.3. 数说“十四五” | 民众生态环境满意度连续 4 年超 90% 美丽中国建设迈出重大步伐

“十四五”时期，我国推动从重点打好污染防治攻坚战向全面推进美丽中国建设的跨越式转变。2024 年，全国地级及以上城市优良天数比例达到 87.2%，比 2020 年上升 2.4 个百分点；地表水优良水质断面比例为 90.4%，首次超过 90%。建设美丽中国是“口碑工程”，不是“口号工程”，实实在在的生态环境质量改善成效，同样离不开中央生态环境保护督察发挥“利剑”作用。今年是中央生态环境保护督察制度创立 10 周年，生态环境部副部长于会文介绍，这十年来，督察严肃查处了一批重大典型案件，解决了一批群众反映强烈的突出生态环境问题，目前已经完成两轮督察“全覆盖”，第三轮督察也已开展了 4 批次，今年年底前还将完成第三轮第 5 批。25 年 4 月，党中央、国务院发布《生态环境保护督察工作条例》（以下简称《条例》）。下一步，中央生态环境保护督察将严格落实《条例》规定，充分发挥督察利剑作用，努力实现高质量发展和高水平保护共赢，继续在生态文明建设领域充分发挥关键性、引领性作用，为全面推进美丽中国建设，推动人与自然和谐共生的现代化作出新贡献、展现新担当。”

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/GvJTzC0DmYqzNMf42Do89A>

3.4. 环评“四减三加”分级分类监管 上海持续提升生态环境领域服务水平

上海市在推动生态环境保护与营商环境优化协同发展方面取得显著成效。通过深化环评审批制度改革，推行“四减三加”措施，大幅提升审批效率，目前全市约三分之一涉环保审批项目实现告知承诺制“一天办结”。同时，创新实施“信用+风险”分级分类监管机制，依据企业信用评级和风险等级实施差异化监管，既减少对合规企业的干扰，又强化对高风险对象的精准执法，涉企生态环境计划检查数量同比减少 15.6%，问题发现率提升至 30.7%。

此外，针对企业反映突出的急难愁盼问题，上海推出“环境修复+开发建设”联动、危险废物收集体系优化、绿色金融服务平台升级等一系列创新机制，有效降低企业制度性交易成本和环境治理负担，助力经济社会绿色高质量发展。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/rjwTksgbosju-IaNPrdPog>

3.5. 苏伊士集团终止出售在华资产计划！在中国持续深耕发展

中国水网从彭博新闻社获悉，有知情人士透露，苏伊士集团（Suez）已终止出售其在中国资产的计划，希望在中国持续深耕发展。此前，首创集团、中国建筑集团及粤海控股等多家中资企业曾对苏伊士在华资产表示兴趣，但如今苏伊士集团认为，中国在水资源与环保领域仍具长期增长潜力。作为水务和固废资源管理行业的全球领导者，苏伊士始终践行“放眼全球，立足本地”的国际化市场布局思维。成立逾160年，苏伊士的业务遍布40个国家，超过10000座水厂和固废资源管理设施遍布法国及世界各地，水务和固废资源管理服务人口超过10亿人。2025年是苏伊士进入中国的第51年。苏伊士不仅与中国多地在环保项目上的合作更为深化，还在中国环保市场开拓了新领域，同时在技术与运营模式上不断积极推陈出新，未来将继续深化在华业务的决定，也让市场对苏伊士集团未来在中国环保市场中的创新和发展表示期待。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/nPEkB8d3cUJiAegCrlnvwg>

4. 公司公告

表3：公司公告

类型	公司	日期	事件
三季报业绩	中电环保	2025/10/21	2025年Q3公司实现营业收入2.08亿元，较同期变化-16.09%；实现归母净利润为0.35亿元，较同期变化8.87%；扣非后净利润为0.31亿元，较同期变化11.01%；基本每股收益为0.05元/股，较同期变化8.86%。2025年前三季度实现营收5.23亿元，较同期变化-12.92%；实现归母净利润为0.89亿元，较同期变化5.15%；扣非后净利润为0.75亿元，较同期变化11.63%；基本每股收益为0.13元/股，较同期变化5.12%。
	华骐环保	2025/10/23	2025年Q3公司实现营业收入0.86亿元，较同期变化45.97%；实现归母净利润为-0.06亿元，较同期变化-539.37%；扣非后净利润为-0.06亿元，较同期变化-289.07%；基本每股收益为-0.05元/股，较同期变化-400.00%。2025年前三季度实现营收2.58亿元，较同期变化58.86%；实现归母净利润为-0.02亿元，较同期变化84.98%；扣非后净利润为-0.03亿元，较同期变化77.93%；基本每股收益为-0.01元/股，较同期变化88.89%。

中创环保	2025/10/23	2025 年 Q3 公司实现营业收入 1.01 亿元, 较同期变化 21.76%; 实现归母净利润为-0.17 亿元, 较同期变化-23.70%; 扣非后净利润为-0.19 亿元, 较同期变化-11.66%; 基本每股收益为-0.04 元/股, 较同期变化-23.69%。2025 年前三季度实现营收 2.58 亿元, 较同期变化-3.96%; 实现归母净利润为-0.47 亿元, 较同期变化-325.84%; 扣非后净利润为-0.51 亿元, 较同期变化-15.69%; 基本每股收益为-0.12 元/股, 较同期变化-325.26%。
超越科技	2025/10/23	2025 年 Q3 公司实现营业收入 0.73 亿元, 较同期变化-10.49%; 实现归母净利润为-0.29 亿元, 较同期变化-82.21%; 扣非后净利润为-0.30 亿元, 较同期变化-76.25%; 基本每股收益为-0.31 元/股, 较同期变化-82.22%。2025 年前三季度实现营收 1.51 亿元, 较同期变化-33.36%; 实现归母净利润为-0.88 亿元, 较同期变化-149.05%; 扣非后净利润为-0.91 亿元, 较同期变化-138.54%; 基本每股收益为-0.93 元/股, 较同期变化-149.08%。
同兴科技	2025/10/23	2025 年 Q3 公司实现营业收入 1.57 亿元, 较同期变化 53.43%; 实现归母净利润为 0.09 亿元, 较同期变化 4,252.30%; 扣非后净利润为 0.09 亿元, 较同期变化 4,590.56%; 基本每股收益为 0.07 元/股, 较同期变化 3600.00%。2025 年前三季度实现营收 5.62 亿元, 较同期变化 38.52%; 实现归母净利润为 0.62 亿元, 较同期变化 217.88%; 扣非后净利润为 0.60 亿元, 较同期变化 793.57%; 基本每股收益为 0.47 元/股, 较同期变化 213.33%。
维尔利	2025/10/23	2025 年 Q3 公司实现营业收入 4.83 亿元, 较同期变化 6.70%; 实现归母净利润为 0.45 亿元, 较同期变化 255.54%; 扣非后净利润为 0.42 亿元, 较同期变化 238.24%; 基本每股收益为 0.06 元/股, 较同期变化 250.00%。2025 年前三季度实现营收 12.78 亿元, 较同期变化 -12.29%; 实现归母净利润为 0.08 亿元, 较同期变化-39.80%; 扣非后净利润为-0.01 亿元, 较同期变化 98.82%; 基本每股收益为 0.01 元/股, 较同期变化-50.00%。
津膜科技	2025/10/23	2025 年 Q3 公司实现营业收入 0.55 亿元, 较同期变化 52.60%; 实现归母净利润为 0.01 亿元, 较同期变化 108.47%; 扣非后净利润为-0.03 亿元, 较同期变化 81.36%; 基本每股收益为 0.00 元/股, 较同期变化 109.25%。2025 年前三季度实现营收 1.63 亿元, 较同期变化-3.71%; 实现归母净利润为 0.01 亿元, 较同期变化 111.28%; 扣非后净利润为-0.18 亿元, 较同期变化 8.37%; 基本每股收益为 0.00 元/股, 较同期变化 111.20%。
力合科技	2025/10/23	2025 年 Q3 公司实现营业收入 1.98 亿元, 较同期变化 6.17%; 实现归母净利润为 0.07 亿元, 较同期变化-16.80%; 扣非后净利润为 0.05 亿元, 较同期变化 451.47%; 基本每股收益为 0.03 元/股, 较同期变化-25.00%。2025 年前三季度实现营收 5.58 亿元, 较同期变化 5.15%; 实现归母净利润为 0.22 亿元, 较同期变化 2.18%; 扣非后净利润为 0.15 亿元, 较同期变化 69.96%; 基本每股收益为 0.09 元/股, 较同期变化 0.00%。

	皖仪科技	2025/10/24	2025 年 Q3 公司实现营业收入 2.11 亿元，较同期变化 32.59%；实现归母净利润为 0.25 亿元，较同期变化 1,033.18%；扣非后净利润为 0.15 亿元，较同期变化不适用；基本每股收益为 0.20 元/股，较同期变化 1,900.00%。2025 年前三季度实现营收 5.19 亿元，较同期变化 13.84%；实现归母净利润为 0.26 亿元，较同期变化不适用；扣非后净利润为 0.10 亿元，较同期变化不适用；基本每股收益为 0.20 元/股，较同期变化不适用。
	侨银股份	2025/10/24	2025 年 Q3 公司实现营业收入 8.95 亿元，较同期变化-9.72%；实现归母净利润为 0.25 亿元，较同期变化-63.80%；扣非后净利润为 0.32 亿元，较同期变化-56.73%；基本每股收益为 0.06 元/股，较同期变化-63.47%。2025 年前三季度实现营收 27.66 亿元，较同期变化-5.87%；实现归母净利润为 1.50 亿元，较同期变化-38.08%；扣非后净利润为 1.63 亿元，较同期变化-35.47%；基本每股收益为 0.37 元/股，较同期变化-37.29%。
	嘉戎技术	2025/10/24	2025 年 Q3 公司实现营业收入 1.50 亿元，较同期变化 5.03%；实现归母净利润为 0.31 亿元，较同期变化 11.73%；扣非后净利润为 0.25 亿元，较同期变化 8.58%；基本每股收益为 0.27 元/股，较同期变化 12.50%。2025 年前三季度实现营收 3.62 亿元，较同期变化-7.53%；实现归母净利润为 0.59 亿元，较同期变化 12.95%；扣非后净利润为 0.41 亿元，较同期变化 15.04%；基本每股收益为 0.51 元/股，较同期变化 13.33%。
	永清环保	2025/10/24	2025 年 Q3 公司实现营业收入 1.51 亿元，较同期变化-16.98%；实现归母净利润为 0.27 亿元，较同期变化 76.13%；扣非后净利润为 0.11 亿元，较同期变化 268.91%；基本每股收益为 0.04 元/股，较同期变化 76.05%。2025 年前三季度实现营收 5.22 亿元，较同期变化 2.66%；实现归母净利润为 0.99 亿元，较同期变化 18.02%；扣非后净利润为 0.50 亿元，较同期变化 243.98%；基本每股收益为 0.15 元/股，较同期变化 17.96%。
担保	朗坤科技	2025/10/20	公司近日为子公司北京华融生物科技有限公司、湛江市朗坤环保能源有限公司、朗坤环保能源（茂名）有限公司分别提供 0.05 亿元、0.10 亿元和 0.10 亿元的担保，本次担保合计 0.25 亿元。
	菲达环保	2025/10/22	公司控股子公司紫光环保拟为德清紫光、瑞安紫光、松阳紫光、青田紫光 4 家子公司分别提供 0.20 亿元担保，为开化紫光、遂昌紫光、三门紫光、龙游紫光、宁波紫光、临海紫光 6 家子公司分别提供 0.10 亿元担保，本次担保合计 1.40 亿元，担保期限为自借款实际发生之日起 1 年。
	通源环境	2025/10/23	股东源通投资计划减持不超过 0.040 亿股，占公司总股本的 3%，减持期间为 2025 年 11 月 14 日至 2026 年 2 月 13 日。
股份减持	深水海纳	2025/10/24	李琴女士及其一致行动人西藏大禹于 2025 年 8 月 8 日至 2025 年 10 月 21 日期间通过集中竞价和大宗交易方式累计减持公司股份 1,570,400 股，减持后持股比例由 8.82%减少至 7.93%，本次变动触及 1%的整数倍。

	德创环保	2025/10/22	公司于 2025 年 10 月 21 日审议决定，因 2024 年度公司业绩考核不达标及 4 名激励对象离职，拟回购注销 2022 年限制性股票激励计划中合计 196.2 万股（0.002 亿股）限制性股票。调整后的回购价格根据离职原因分别为 9.16 元/股加同期存款利息或 9.16 元/股。
回购注销限制性股票	绿色动力	2025/10/22	公司发布“绿动转债”（当前转股价格 9.15 元/股）的风险提示。该可转债的转股价格向下修正条款（连续 30 个交易日中至少 15 日低于 7.78 元/股）可能被触发。自 2025 年 9 月 30 日至 10 月 21 日，公司 A 股收盘价已有 10 个交易日低于 7.78 元/股，若未来 20 个交易日内再有 5 个交易日低于该价格，将满足修正条款的触发条件。
债权转股价格下修提示	深水海纳	2025/10/24	公司中标睢宁县桃岚污水处理有限公司及睢宁县桃岚工业供水有限公司运营维护项目，中标价格为 6.13 元/吨，项目服务期 2 年，预计总金额约为 0.35-0.40 亿元。
项目中标	节能环保	2025/10/21	公司公布 2025 年半年度利润分配方案，拟每 10 股派发现金红利 0.6 元（含税）（折合每股 0.06 元），共计派发 1.86 亿元。股权登记日为 2025 年 10 月 27 日，除权除息日为 2025 年 10 月 28 日。
权益分派	瀚蓝环境	2025/10/24	公司公布 2025 年中期利润分配方案，拟每股派发现金红利 0.25 元（含税），共计派发 2.04 亿元。股权登记日为 2025 年 10 月 30 日，除权（息）日及现金红利发放日为 2025 年 10 月 31 日。

数据来源：Choice，东吴证券研究所

5. 大事提醒

表4：大事提醒

日期	证券简称	事件
2025/10/25	奥福科技	披露第三季度季报
	伟明环保	披露第三季度季报
	谱尼测试	披露第三季度季报
	天奇股份	披露第三季度季报
2025/10/27	仕净科技	披露第三季度季报
	卓越新能	股东大会召开
	节能国祯	披露第三季度季报
	城发环境	股东大会召开
2025/10/28	德林海	披露第三季度季报
	九丰能源	披露第三季度季报
	九丰能源	限售股份上市流通
	厚普股份	披露第三季度季报
	中衡设计	披露第三季度季报
	三联虹普	披露第三季度季报
	雪浪环境	披露第三季度季报
	雪迪龙	披露第三季度季报
	南方泵业	披露第三季度季报
	碧水源	披露第三季度季报

	深圳燃气	股东大会召开
	苏交科	披露第三季度季报
	蓝焰控股	披露第三季度季报
	洪城环境	披露第三季度季报
	金圆股份	披露第三季度季报
	城发环境	披露第三季度季报
2025/10/29	南大环境	披露第三季度季报
	中国广核	披露第三季度季报
	绿色动力	披露第三季度季报
	三达膜	披露第三季度季报
	首华燃气	披露第三季度季报
	隆华科技	披露第三季度季报
	东华能源	披露第三季度季报
	深圳燃气	披露第三季度季报
	兴蓉环境	披露第三季度季报
	瀚蓝环境	披露第三季度季报
2025/10/30	复洁环保	披露第三季度季报
	盛剑科技	披露第三季度季报
	上海环境	披露第三季度季报
	新天然气	披露第三季度季报
	福龙马	披露第三季度季报
	迪森股份	披露第三季度季报
	凯美特气	披露第三季度季报
	南都电源	披露第三季度季报
	聚光科技	披露第三季度季报
	东江环保	披露第三季度季报
	宇通重工	披露第三季度季报

数据来源：Choice，东吴证券研究所

6. 往期研究

6.1. 往期研究：公司深度

- 《环卫无人化系列深度 1：小吨位环卫无人设备经济性渐近，订单呈散点放量趋势》 2025-8-12
- 《佛燃能源深度：佛山城燃龙头，高分红构筑安全边际》 2025-06-12
- 《海螺创业深度：资金&效率双强，现金流回正大增，资产价值重估》 2025-06-11
- 《军信股份深度：龙出湘江——长沙固废一体化龙头，先发布局垃圾焚烧+IDC》 2025-05-31

- 《粤海投资深度：拨云见日聚主业，对港供水露峥嵘》 2025-04-16
- 《永兴股份深度：何以永兴——独揽穗之优势，持续现金成长》 2025-03-11
- 《中国燃气深度：全国城市燃气龙头，居民气占比奠定高顺价弹性，盈利有望触底反弹》 2024-11-22
- 《华润燃气深度：气润中华，优质区域为基，主业持续增长+“双综”业务快速布局》 2024-11-15
- 《三峰环境深度：垃圾焚烧技术 Alpha：运营领先&出海加速，现金流成长双赢》 2024-08-05
- 《昆仑能源深度：中石油之子风鹏正举，随战略产业转移腾飞》 2024-05-31
- 《兴蓉环境深度：成都水务龙头稳健增长，2024 年污水调价在即，长期现金流增厚空间大》 2024-04-09
- 《金宏气体深度：综合性气体供应商龙头，大宗气体+特种气体并驾齐驱》 2023-12-12
- 《中船特气深度：电子特气龙头产能持续扩张，空间可期》 2023-12-11
- 《皖能电力深度：背靠新势力基地安徽用电需求攀升，新疆机组投产盈利进一步改善》 2023-11-07
- 《长江电力深度：乌白注入装机高增，长望盈利川流不息》 2023-11-03
- 《中国核电深度：量变为基，质变为核》 2023-11-01
- 《蓝天燃气深度：河南“管道+城燃”龙头，高分红具安全边际》 2023-07-28
- 《龙净环保深度：矿山绿电、全产业链储能，紫金优势凸显》 2023-07-15
- 《盛剑科技深度：泛半导体国产替代趋势下成长加速，纵横拓展打造新增长极》 2023-05-24
- 《华特气体深度：特气领军者，品类拓宽产能扩充驱动快速成长》 2023-05-05
- 《金科环境深度：水深度处理及资源化专家，数字化产品升级&切入光伏再生水迎新机遇》 2023-04-23
- 《美埃科技深度：国内电子半导体洁净室过滤设备龙头，产能扩张&规模效应助力加速成长》 2023-03-12
- 《赛恩斯深度：重金属污染治理新技术，政策推动下市场拓展加速》 2023-03-01
- 《国林科技深度：臭氧设备龙头纵深高品质乙醛酸，国产化助横向拓展半导体清

洗应用》2022-12-20

- 《景津装备深度：全球压滤机龙头，下游新兴领域促成长》2022-12-12
- 《新奥股份深度：天然气一体化龙头，波动局势中稳健发展》2022-11-30
- 《仕净科技深度：光伏废气治理龙头景气度提升，资源化驱动最具经济价值水泥碳中和》2022-11-28
- 《凯美特气深度：食品级二氧化碳龙头，电子特气发展势头强劲驱动公司新一轮成长期》2022-10-21
- 《天然气•错配下的持续稀缺•深度3：天壕环境神安线五问？》2022-08-24
- 《高能环境深度：从0到1突破资源化彰显龙头 α ，从1到N复制打造多金属再生利用平台》2022-07-22
- 《天壕环境深度：稀缺跨省长输贯通在即，解决资源痛点空间大开》2022-07-02
- 《九丰能源深度：LNG“海陆双气源”布局完善，制氢&加氢优势打开广东、川渝氢能市场》2022-05-29
- 《伟明环保深度：固废主业成长&盈利领先，携手青山开拓新能源》2022-03-17
- 《路德环境深度：生物科技新星，酒糟资源化龙头扩产在即》2022-03-09
- 《三联虹普：4.9亿元尼龙一体化大单落地，再生尼龙打通纤维级应用》2022-01-14
- 《绿色动力深度：纯运营资产稳健增长，降债增利&量效双升》2022-01-06
- 《中国水务深度：供水龙头持续增长，直饮水分拆消费升级再造中国水务》2021-12-23
- 《仕净科技深度：泛半导体制程配套设备龙头，一体化&多领域拓展助力成长》2021-11-30
- 《天奇股份深度：动力电池再生迎长周期高景气，汽车后市场龙头积极布局大步入场》2021-09-20
- 《光大环境深度：垃圾焚烧龙头强者恒强，现金流&盈利改善迎价值重估》2021-09-12
- 《百川畅银深度：垃圾填埋气发电龙头，收益碳交易弹性大》2021-07-28
- 《英科再生深度：全产业链&全球布局，技术优势开拓塑料循环利用蓝海》2021-07-22

- 《高能环境深度：复制雨虹优势，造资源化龙头》2021-03-02

6.2. 往期研究：行业专题

- 《环卫无人化系列深度1——：小吨位环卫无人设备经济性渐近，订单呈散点放量趋势》2025-08-08
- 《水固气行业深度——拨云见日，现真金》2025-07-31
- 《垃圾焚烧系列深度：垃圾焚烧板块的提分红逻辑验证——从自由现金流增厚看资产质量的改善》2025-06-11
- 《垃圾焚烧 IDC 系列深度 2：三种模式盈利弹性测算&合作潜力分析》2025-03-26
- 《垃圾焚烧助力超低 PUE 零碳项目，关注 IDC 合作机会》2025-02-26
- 《环卫装备基于年度数据的新思考：制造降本+电油比为基，政策考核年催化，氢能价值量升级》2025-02-11
- 《东吴证券环保行业 2025 年年度策略：揽星衔月，扶摇可接——化债、成长、重组共振，环保市场化新生！》2024-12-10
- 《东吴证券燃气行业 2025 年年度策略：全球格局更替供给或更为宽松，促价差理顺、需求放量》2024-12-09
- 《环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/弹性/成长三大方向》2024-10-16
- 《市场化改革系列深度：要素市场化改革中，滞后 30 年的公用要素改革启航！》2024-09-02
- 《价格改革系列深度八：固废：资本开支下降，C 端付费理顺+超额收益，重估空间开启！》2024-06-17
- 《价格改革系列深度七：燃气：成本回落+顺价推进，促空间提估值》2024-06-05
- 《价格改革系列深度六：水务：稳健增长+高分红，价格改革驱动长期成长&价值重估！》2024-06-02
- 《固废专题 1——电网排放因子更新+能耗考核趋严，关注垃圾焚烧绿证价值提升》2024-04-14
- 《燃气行业专题：对比海外案例，国内顺价政策合理、价差待提升》2024-03-08
- 《水务专题 3——污水定价&调价机制保障收益，较供水应享风险溢价》2024-03-

08

- 《东吴证券环保行业 2024 年年度策略：却喜晒谷天晴——迎接环保 3.0！从利润表到真实增长：现金流&优质成长&双碳驱动》2024-01-03
- 《2023 年环保&天然气行业三季报总结：现金流、高成长α、化债修复》2023-11-20
- 《燃气行业点评报告：以色列关闭重要天然气平台欧洲气价大涨，关注具备资源属性/稳定发展的燃气公司》2023-10-11
- 《水务行业深度：低估值+高分红+水价改革，关注优质运营资产价值重估》2023-07-09
- 《天然气行业深度：消费复苏&价差修复&板块低估值，关注天然气板块投资机会》2023-07-09
- 《全球碳减排加速，能源转型&循环再生为根本之道》2023-06-09
- 《中特估专题 1：低估值+高股息+现金流改善，一带一路助力，水务固废资产价值重估》2023-05-15
- 《半导体配套治理：刚需&高壁垒铸就价值，设备国产替代&耗材突破高端制程！》2023-04-17
- 《环卫装备深度：电动环卫装备爆发关键——经济性改善进行时》2023-03-17
- 《疫后供应复苏+欧洲扛旗全球碳减排，再生生物油新成长》2023-03-03
- 《东吴证券环保行业 2023 年年度策略：仓庚喈喈采蘋祁祁——全面复苏中关注双碳环保安全价值》2023-01-19
- 《安全系列研究 1——被忽略的强逻辑：双碳环保显著的“安全价值”》2022-11-07
- 《全球交通可再生燃料风口，中国生物柴油高减排迎成长良机》2022-10-09
- 《2022 年环保行业中报总结：中期业绩承压，关注再生资源优质成长性》2022-09-12
- 《垃圾收费促商业模式理顺&现金流资产价值重估，分类计价推动资源化体系完善》2022-06-13
- 《氦气：气体黄金进口依赖 97.5%，国产替代加速，碳中和约束供应资源端重估》2022-06-12
- 《欧盟碳关税实施范畴扩大&时间提前，清洁能源&再生资源价值凸显》2022-05-

26/28

东吴证券研究所

26

- 《氢能系列研究 2——产业链经济性测算与降本展望》 2022-05-08
- 《基建稳增长政策+REITs 融资工具支持，关注环保板块发力及优质运营资产价值重估》 2022-04-29
- 《2022 年中央政府性基金其他项预算增超 3600 亿元，关注垃圾焚烧存量补贴兑付》 2022-03-27
- 《明确氢能重要战略地位，重点加强可再生能源制氢及关键核心技术》 2022-03-24
- 《电池再利用 2.0——十五年高景气长坡厚雪，再生资源价值凸显护航新能源发展》 2022-03-17
- 《稳增长+新工具+新领域，环保资产投资逻辑 2.0》 2022-02-16
- 《东吴证券环保行业 2022 年年度策略：双碳扣元音，律吕更循环》 2022-01-28
- 《东吴 ESG 专题研究 2——中国应用：信披&评价体系初具雏形，ESG 投资方兴未艾》 2022-01-18
- 《东吴 ESG 专题研究 1——全球视角：ESG 投资的缘起、评级体系及投资现状》 2022-01-12
- 《氢能系列研究 1——氢能源产业链分析》 2022-01-03
- 《各行业受益 CCER 几何？碳价展望及受益敏感性测算》 2021-06-08
- 《碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估》 2021-03-11

7. 风险提示

1) 政策推广不及预期：政策推广执行过程中面临不确定的风险，可能导致政策执行效果不及预期。

2) 财政支出低于预期：财政支出受国家宏观调控影响，存在变化的可能，且不同地方政府财政情况不同，可能导致财政支出实际执行效果不及预期。

3) 行业竞争加剧：环保燃气行业市场参与者众多，竞争激烈。且随着行业模式、竞争格局以及国企央企入股等的变化，企业实力增强，行业竞争加剧。

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>