

环保行业跟踪周报

瀚蓝龙净三季报卓越，新增非电可再生能源考核利好生物燃料&绿色氢氨醇

增持（维持）

2025 年 10 月 20 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：新增可再生能源非电消费考核，生物燃料、绿色氢氨醇、绿色供热等受益。**发改委明确重点用能行业和省级行政区域的可再生能源消费最低比重目标，分为电力和非电两类，非电类包含可再生能源供热/制冷、可再生能源制氢氨醇、生物燃料等。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**绿色氢氨醇：**重点推荐【佛燃能源】，建议关注【中国天楹】等。③**垃圾焚烧供热：**供热较发电增厚收益&改善现金流，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。2) **绿电类：**利好垃圾焚烧发电、风电、光伏等。
- **公司跟踪：【瀚蓝环境】25Q1-3 归母同增 16%，粤丰增厚持续超预期。**25Q1-3 归母净利 16.05 亿元（同比+2.2 亿元，同比+16%），剔除上年同期 1.3 亿元一次性收益，同比+3.5 亿元，同比+28%。25Q1-3 扣非归母 15.36 亿元（同比+1.69 亿元，同比+12%），剔除上年同期一次性收益，同比+3.0 亿元，同比+24%，主要系粤丰并表增厚&内生降本增效，25Q1-3 内生增长测算约 7.4%。25Q3 归母净利 6.38 亿元（同比+1.4 亿元，同比+28%），其中 1) **粤丰贡献持续超预期：**25 年 6-9 月粤丰并表贡献归母 2.4 亿元（持股 52.44%），其中 25Q3 贡献 1.8 亿元，粤丰业绩年化大超 24 年水平。2) **内生稳中有增：**在 24Q3 瀚蓝归母净利 4.98 亿元高基数下，25Q3 扣除粤丰贡献并加回并购贷财务费用、新增无形资产摊销、并购费用影响后，内生业绩稳中有增。【龙净环保】25Q3 归母同增 55%，扣非 66%。绿电加速贡献，储能涨价，主业交付。1) **绿电贡献业绩最主要增量：**25Q1-3 绿电业务贡献净利润近 1.7 亿元，规划项目储备充足。2) **储能扭亏：**与亿纬锂能合作，电芯产能约 8.5GWh，1-9 月累计交付电芯 5.9GWh（95% 以上外销），生产良率达到头部水平。积极布局新一代钠离子电池。3) **环保订单充沛&确收加速。**25Q1-3 新签订单 76 亿，同比+1.1%，单 Q3 新签订单 23 亿，同比+12%。截至 25/9/30，在手订单 197 亿，较 25/6/30 下降 3 亿，较 24 年底增加 10 亿，收入确认加速，利润率稳定。
- **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+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！【吨废提升】**25H1，7 家垃圾焚烧公司平均吨废（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) 环卫装备：2025M1-8 新能源渗透率同增 6.53pct 至 16.71%。**25M1-8 环卫车销量 49577 辆（同比+3.20%），其中新能源车 8284 辆（同比+69.34%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 29%/15%/8%。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

《【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

《中国宣布新一轮国家自主贡献，明确 2035 年阶段性目标&能源结构优化进阶》

2025-09-30

内容目录

1. 政策跟踪	4
1.1. 国家发改委：新增可再生能源非电消费考核，生物燃料、绿色氢氨醇、绿色供热等受益	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	5
1.3. 水务运营：市场化+现金流拐点，下一个垃圾焚烧！	6
1.4. 环卫装备：25M1-8 环卫新能源销量同增 69.34%，渗透率同增 6.53pct 至 16.71%	7
1.5. 生物柴油：地沟油均价持平，单吨净利改善	9
1.6. 锂电回收：硫酸钴价格大涨，盈利能力改善	10
2. 行情表现	11
2.1. 板块表现	11
2.2. 股票表现	12
3. 行业新闻	13
3.1. 生态环境部：废弃电器电子产品处理污染控制技术规范（征求意见稿）	13
3.2. 九部门：推进新型城市基础设施建设打造韧性城市	13
3.3. 江苏省：生态环境厅发布《钢铁行业固体废物环境管理指南（征求意见稿）》	14
3.4. 重庆市：发布企业生态环境合规指导手册（2025 年版）	14
3.5. 国家发展改革委：印发《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》	14
3.6. 中共中央办公厅、国务院办公厅：印发《关于持续推进城市更新行动的意见》	15
4. 公司公告	15
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	24
7. 风险提示	27

图表目录

图 1:	环卫车销量与增速（单位：辆）	8
图 2:	新能源环卫车销量与增速（单位：辆）	8
图 3:	环卫新能源渗透率	8
图 4:	2025M1-8 环卫装备销售市占率	9
图 5:	2025M1-8 新能源环卫装备销售市占率	9
图 6:	国内 UCOME 与地沟油价格（周度，元/吨）	10
图 7:	国内生物柴油与地沟油价差（周度，元/吨）	10
图 8:	锂电循环产业链价格周度跟踪（2025/10/13~2025/10/17）	11
图 9:	锂电循环项目单位毛利情况跟踪	11
图 10:	2025/10/13-2025/10/17 各行业指数涨跌幅比较	12
图 11:	2025/10/13-2025/10/17 环保行业涨幅前十标的	12
图 12:	2025/10/13-2025/10/17 环保行业跌幅前十标的	13
表 1:	中国可再生能源消纳及消费制度政策文件梳理	5
表 2:	公司公告	15
表 3:	大事提醒	21

1.政策跟踪

1.1. 国家发改委：新增可再生能源非电消费考核，生物燃料、绿色氢氨醇、绿色供热等受益

新增可再生能源非电消费考核，明确非水消纳权重规则。2025 年 10 月 13 日，国家发展改革委发布关于向社会公开征求《可再生能源消费最低比重目标和可再生能源电力消纳责任权重制度实施办法（征求意见稿）》意见的公告。主要内容包括：**1）明确重点用能行业和省级行政区域的可再生能源消费最低比重目标，分为电力和非电两类。**其中电力消费最低比重目标包括全部可再生能源发电种类，非电消费最低比重目标包括**可再生能源供热（制冷）、可再生能源制氢氨醇、生物燃料等可再生能源非电利用种类。****2）设定可再生能源电力消纳责任权重，包括总量和非水电两类，要求各省级区域按比例消纳可再生能源电量。****3）在实现路径上，把自发自用、绿电直连与绿证/绿电交易并列为可选方式，并明确未完成指标的省级或重点用能企业，可在指标公布后三个月内通过绿证等市场化方式补足；逾期不补的将面临约谈、通报、纳入失信记录等监管措施，必要时将指标转移至下一年度（五年规划期最后一年权重不可转移），确保可再生能源有效消纳与利用。政策自 2026 年起实施。**

历史政策梳理：近年来，中国可再生能源消纳及消费制度逐步完善。2019 年 5 月 10 日，国家发展改革委、国家能源局发布《关于建立健全可再生能源电力消纳保障机制的通知》，建立可再生能源电力消纳保障机制，提出可再生能源电力消纳责任权重、非水可再生能源电力消纳责任权重两大核心指标。此后每年发布当年及下一年可再生能源电力消纳责任权重，作为各地及相关市场主体落实责任的重要标准。2025 年 1 月 1 日，《中华人民共和国能源法》施行，明确相关部门制定并实施可再生能源消费最低比重目标，对其进行监测、考核，将相关制度上升为法律制度。

政策影响：**1）新增非电类可再生能源利用被纳入目标，生物燃料、绿色氢氨醇、垃圾焚烧供热等受益。**相关企业将受益于政策引导下的市场需求提升，相关技术和商业模式有望加速落地。**①生物燃料：**建议关注废油脂 UCO 供应【朗坤科技】【山高环能】等；生物柴油&生物航煤生产商【嘉澳环保】【海新能科】【卓越新能】【鹏鹞环保】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垃圾焚烧供热：**垃圾焚烧供热较发电增厚收益&改善现金流，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。**2）政策为绿电消费提供了“托底需求”，对垃圾焚烧发电，风电、光伏等绿电运营商构成直接利好。**政策明确设定各省及重点行业可再生能源电力消费的最低比重，为风电、光伏发电企业带来稳定的需求支撑。绿电运营商将受益于绿电消纳保障增强、绿电交易活跃度提升、绿电直连及绿证交易需求提升，从需求端形成“托底市场”。

表1：中国可再生能源消纳及消费制度政策文件梳理

相关政策	日期	内容
关于建立健全可再生能源电力消纳保障机制的通知(发改能源〔2019〕807号)	2019年5月10日	建立了可再生能源电力消纳保障机制，提出可再生能源电力消纳责任权重、非水可再生能源电力消纳责任权重两大核心指标，设定各省级行政区域的消纳责任权重，要求售电企业和电力用户共同承担消纳责任，电网企业负责组织实施，通过市场交易和绿证等方式完成消纳量，并进行监测和考核。
关于印发各省级行政区域2020年可再生能源电力消纳责任权重的通知(发改能源〔2020〕767号)	2020年5月18日	明确了2020年各省级行政区域的可再生能源电力消纳责任权重。
关于2021年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知(发改能源〔2021〕704号)	2021年5月21日	明确了各省当年可再生能源电力消纳责任权重和下半年预期目标。
关于2023年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知(发改办能源〔2023〕569号)	2023年7月16日	
关于2024年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知(发改办能源〔2024〕598号)	2024年7月10日	
关于2025年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知(发改办能源〔2025〕669号)	2025年7月1日	
《中华人民共和国能源法》第二十三条	2024年11月8日	国务院能源主管部门会同国务院有关部门制定并组织实施可再生能源在能源消费中的最低比重目标。 国家完善可再生能源电力消纳保障机制。供电企业、售电企业、相关电力用户和使用自备电厂供电的企业等应当按照国家有关规定，承担消纳可再生能源发电量的责任。 国务院能源主管部门会同国务院有关部门对可再生能源在能源消费中的最低比重目标以及可再生能源电力消纳责任的实施情况进行监测、考核。

数据来源：生态环境部，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：2025/10/19）

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。

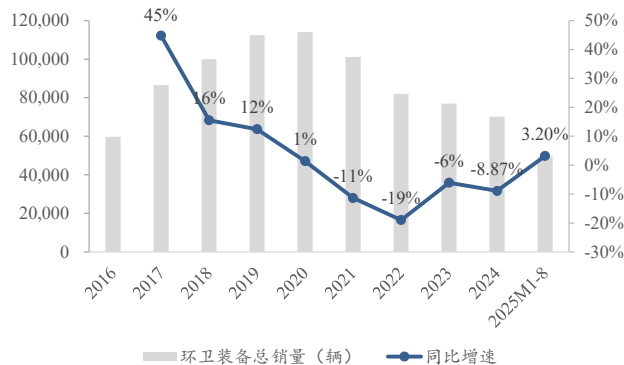
重点推荐：【兴蓉环境】 PB（MRQ）1.10 倍，对应 25 年 PE9.5 倍。掌握成都优质水务固废资产，污水定价锚定资产收益率 10%，随产能扩张污水持续提价，享确定的高个位数优质增长。24 年经营性现金流净额 37 亿元、资本开支 46 亿元，25H1 资本开支同比下降，预计 26 年开始显著下降，具分红提升潜力！**【粤海投资】** PB（MRQ）1.12 倍，对应 25 年 PE11.0 倍，核心业务香港供水，真正的水价市场化：水价过去 10 年每年涨超 2%，对标市场化美国水业，估值空间 2.5 倍！24 年公司资本开支下降，自由现金流大增，维持 65% 高分红。25 年随着粤海置地剥离，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：2025/10/19）

1.4. 环卫装备：25M1-8 环卫新能源销量同增 69.34%，渗透率同增 6.53pct 至 16.71%

2025M1-8 环卫新能源销量同增 69.34%，渗透率同比提升 6.53pct 至 16.71%。根据银保监会交强险数据，2025M1-8，环卫车合计销量 49577 辆，同比变动+3.2%。其中，新能源环卫车销售 8284 辆，同比变动+69.34%，新能源渗透率 16.71%，同比变动+6.53pct。

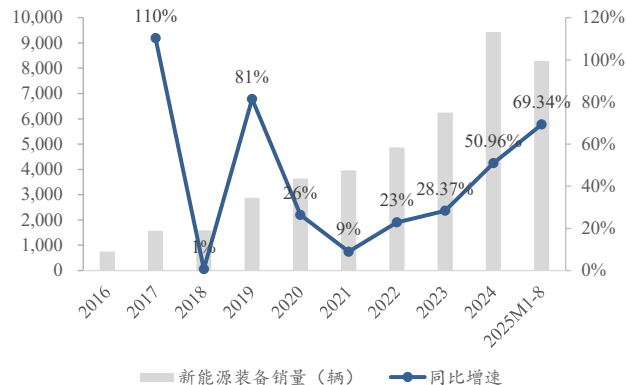
2025M8 新能源环卫车单月销量同增 32.7%，单月渗透率为 21.19%。2025M8，环卫车合计销量 5610 辆，同比变动+2.41%，环比变动-3.33%。其中，新能源环卫车销量 1189 辆，同比变动+32.7%，环比变动+14.22%，新能源渗透率 21.19%，同比变动+4.84pct。

图1: 环卫车销量与增速 (单位: 辆)



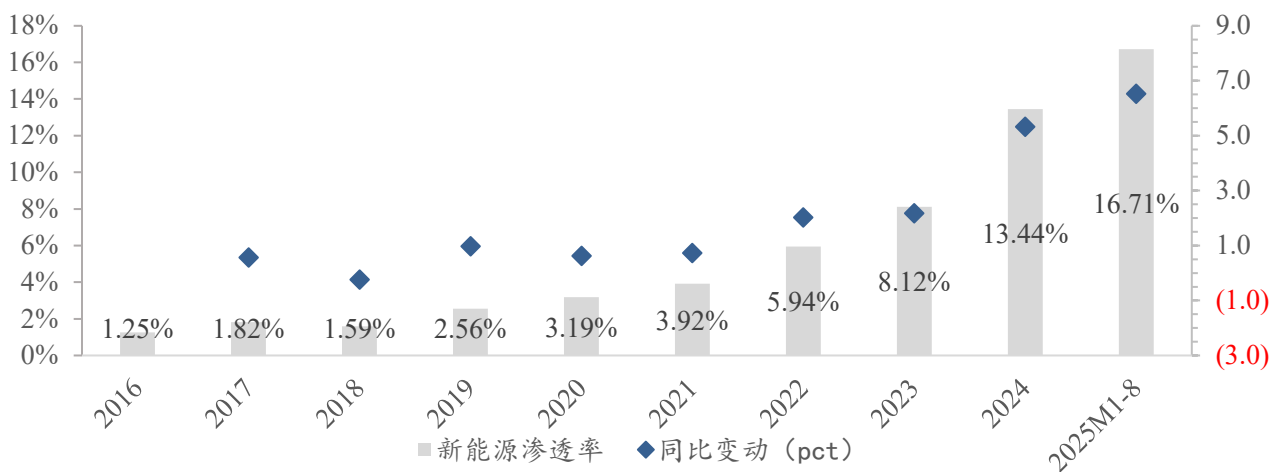
数据来源: 银保监会交强险数据, 东吴证券研究所

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

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

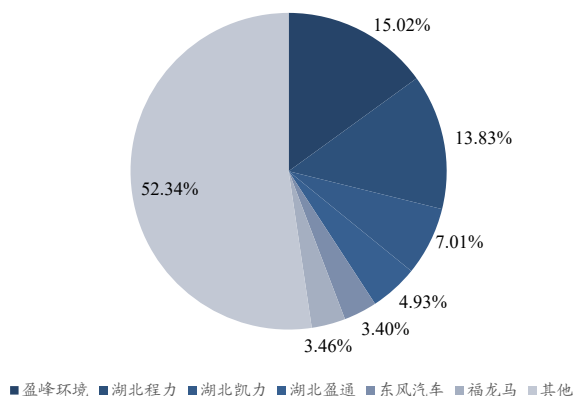
2025M1-8 重点公司情况:

盈峰环境: 环卫车市占率第一: 销售 7446 辆 (-1.26%), 市占率 15.02% (-0.68pct);
 新能源市占率第一: 销售 2416 辆 (+71.96%), 市占率 29.16% (+0.44pct)。

福龙马: 环卫车市占率第五: 销售 1715 辆 (-18.76%), 市占率 3.46% (-0.94pct);
 新能源市占率第三: 销售 621 辆 (+46.46%), 市占率 7.50% (-1.17pct)。

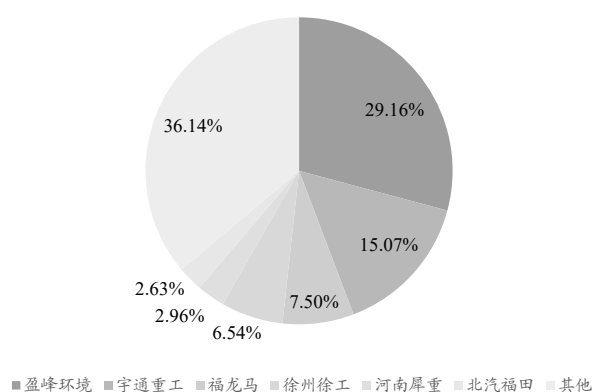
宇通重工: 销售 1632 辆 (+1.56%), 市占率 3.15% (-0.05pct); 新能源市占率第二: 销售 1248 辆 (+20.59%), 市占率 15.07% (-6.09pct)。

图4：2025M1-8 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5：2025M1-8 新能源环卫装备销售市占率

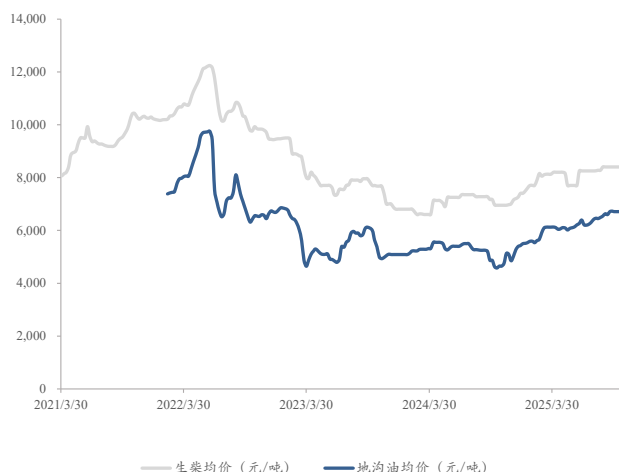


数据来源：银保监会交强险数据，东吴证券研究所
注：图中未显示行业所有公司，部分公司计入其他

1.5. 生物柴油：地沟油均价持平，单吨净利改善

地沟油均价持平，单吨净利上升。根据卓创资讯，1) **原料端**：2025/10/10-2025/10/16 地沟油均价 6713 元/吨，环比 2025/9/26-2025/9/30 地沟油均价持平。2) **产品端**：2025/10/10-2025/10/16 全国生物柴油均价 8400 元/吨，环比 2025/9/26-2025/9/30 生柴均价持平。3) **价差**：国内 UCOME 与地沟油当期价差 1687 元/吨，环比 2025/9/26-2025/9/30 价差持平；若考虑一个月的库存周期，价差为 1800 元/吨，环比 2025/9/26-2025/9/30 价差+1.8%，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-100 元/吨（环比 2025/9/26-2025/9/30 单吨盈利减亏 26.7%）。**废弃油脂方面**，目前市场整体处于观望状态，虽然第二批 SAF 出口白名单下发对市场有一定提振，但短期内 SAF 工厂对原料采购计划并未有明显提升；**生物柴油方面**，市场弱势运行为主，国内厂家缺乏外商订单，多数处于停产观望状态。

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: 硫酸钴价格大涨, 盈利能力改善

盈利跟踪: 硫酸钴价格上升, 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, 2025/10/13-2025/10/17 项目平均单位碳酸锂毛利为-0.03 万元/吨 (较前一周+2.162 万元/吨), 平均单位废料毛利为-0.004 万元/吨 (较前一周+0.342 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 2025/10/17, 1) 碳酸锂价格下降。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 7.34 万元/吨, 周环比-0.2%。2) 硫酸钴价格大幅上涨。金属钴价格为 39.60 万元/吨, 周环比变动+10.3%; 前驱体: 硫酸钴价格为 8.65 万元/吨, 周环比变动+22.7%。3) 硫酸镍价格上涨。金属镍价格为 12.28 万元/吨, 周环比变动-0.9%; 前驱体: 硫酸镍价格为 2.86 万元/吨, 周环比+1.1%。4) 硫酸锰价格上升。金属锰价格为 1.55 万元/吨, 周环比+1.0%; 前驱体: 硫酸锰价格为 0.61 万元/吨, 周环比+3.4%。

三元极片粉折扣系数上涨。截至 2025/10/17, 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+0.3pct; 3) 三元极片粉镍折扣系数 75.0%, 周环比+0.3pct。

图8：锂电循环产业链价格周度跟踪（2025/10/13~2025/10/17）

日期			10/13	10/14	10/15	10/16	10/17	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%	0.0%
碳酸锂99.5%电:国产			7.29	7.29	7.29	7.29	7.34		-0.2%	0.3%
长江有色市场:平均价:钴:1#			37.70	37.70	38.90	38.90	39.60		10.3%	43.0%
前驱体:硫酸钴			8.30	8.30	8.35	8.35	8.65		22.7%	50.4%
长江有色市场:平均价:镍板:1#			12.22	12.22	12.28	12.26	12.28		-0.9%	-0.1%
前驱体:硫酸镍:电池级			2.84	2.84	2.84	2.84	2.86		1.1%	1.2%
长江有色市场:平均价:电解锰:1#			1.55	1.55	1.55	1.55	1.55		1.0%	2.2%
前驱体:硫酸锰:电池级			0.61	0.61	0.61	0.61	0.61		3.4%	3.4%
折扣系数（%）										
三元	极片粉	锂	71.0	71.0	71.0	71.0	71.0		0.0 pct	2.0 pct
		钴	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0		0.3 pct	0.8 pct
		镍	75.0	75.0	75.0	75.0	75.0		0.3 pct	0.8 pct
钴酸锂	极片粉	锂	69.5	69.5	69.5	69.5	69.5		0.0 pct	3.0 pct
		钴	79.0	80.0	80.0	80.0	80.5		1.5 pct	3.3 pct
	电池粉	锂	68.5	68.5	68.5	68.5	68.5		0.0 pct	2.5 pct
		钴	77.0	78.0	78.0	78.0	78.0		1.0 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

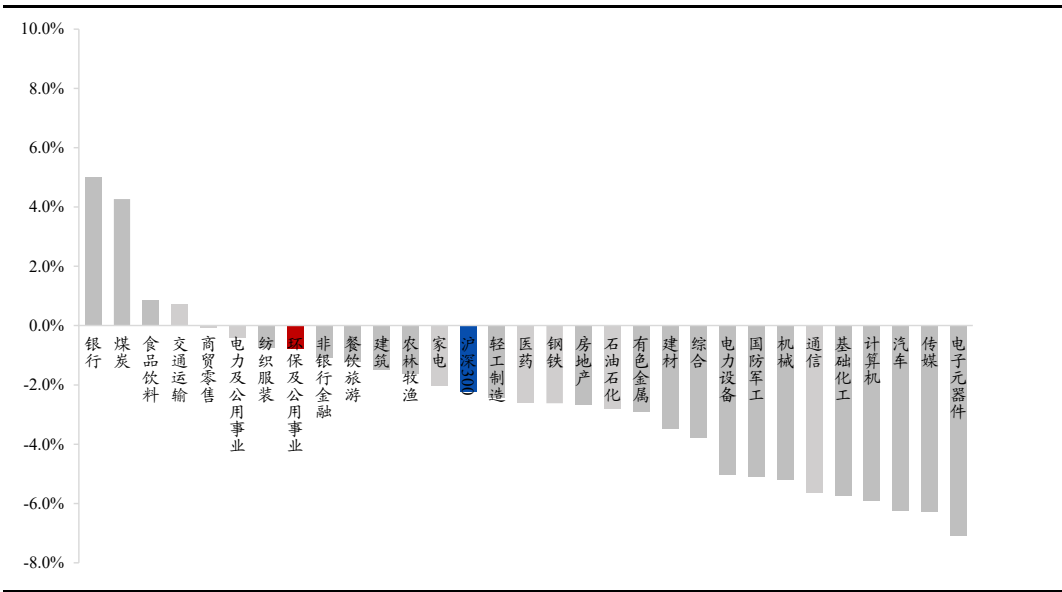
注：2023/1/30 起金属锂开始计折扣系数，盈利计算方式改变

2. 行情表现

2.1. 板块表现

2025/10/13-2025/10/17 本周环保及公用事业指数下跌 0.8%，表现好于大盘。本周上证综指下跌 1.47%，深证成指下跌 4.99%，创业板指下跌 5.71%，沪深 300 指数下跌 2.22%，中信环保及公用事业指数下跌 0.8%。

图10： 2025/10/13-2025/10/17 各行业指数涨跌幅比较

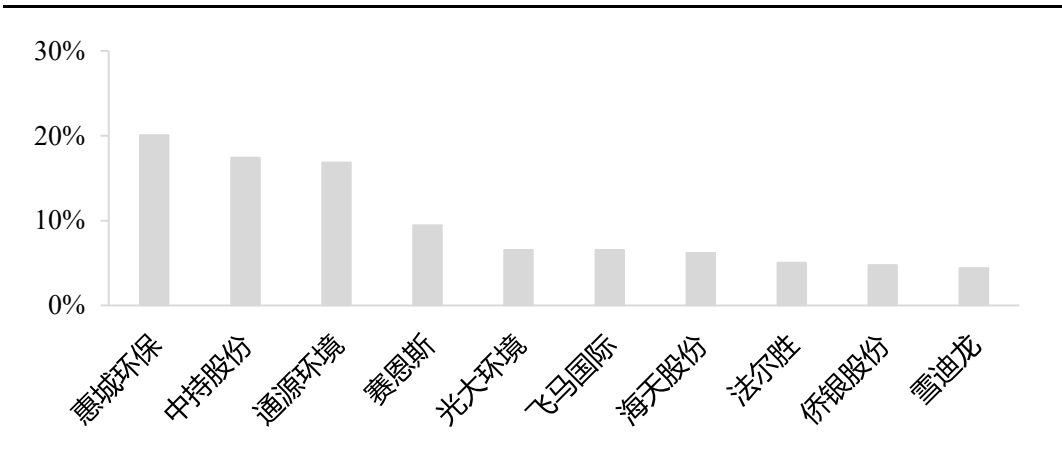


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 股票表现

2025/10/13-2025/10/17 涨幅前十标的为：惠城环保 20.08%，中持股份 17.42%，通源环境 16.83%，赛恩斯 9.45%，光大环境 6.55%，飞马国际 6.54%，海天股份 6.20%，法尔胜 5.04%，侨银股份 4.77%，雪迪龙 4.40%。

图11： 2025/10/13-2025/10/17 环保行业涨幅前十标的

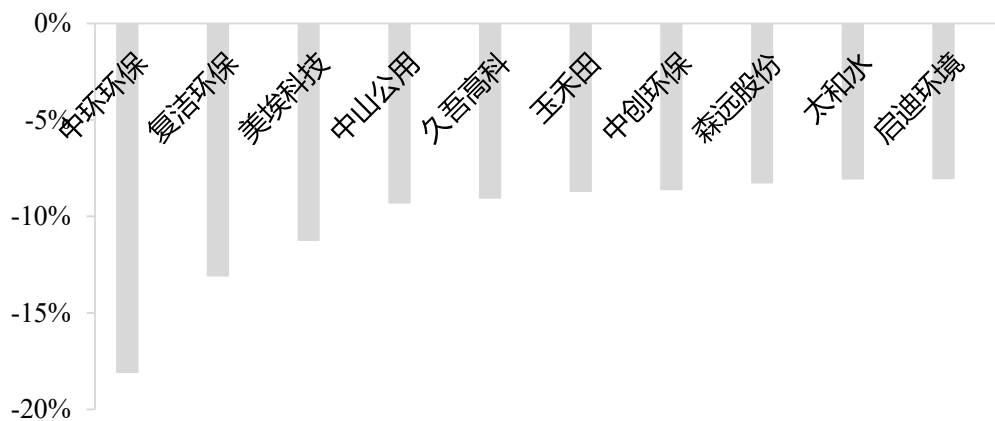


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025/10/13-2025/10/17 跌幅前十标的为：中环环保-18.06%，复洁环保-13.07%，美埃科技-11.22%，中山公用-9.29%，久吾高科-9.03%，玉禾田-8.69%，中创环保-8.59%，

森远股份-8.24%，太和水-8.04%，启迪环境-8.02%。

图12：2025/10/13-2025/10/17 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. 生态环境部：废弃电器电子产品处理污染控制技术规范（征求意见稿）

2025年10月14日，为贯彻《中华人民共和国环境保护法》《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》等法律法规，深化废弃电器电子产品处理环境管理要求，生态环境部组织对《废弃电器电子产品处理污染控制技术规范》（HJ527-2010）进行修订，编制形成了《废弃电器电子产品处理污染控制技术规范（征求意见稿）》并公开征求意见。

本标准规定了废弃电器电子产品在贮存、拆解、利用和处置过程中的污染控制和环境管理要求。本标准首次发布于2010年，本次为第一次修订。本次修订的主要内容：细化贮存过程中的污染控制要求；细化拆解过程污染控制要求；增加产物利用处置污染控制要求；删除实施与监督；增加废弃电器电子产品类别。

数据来源：<https://mhuanbao.bjx.com.cn/mnews/20251014/1464876.shtml>

3.2. 九部门：推进新型城市基础设施建设打造韧性城市

10月15日，住房城乡建设部办公厅等九部门印发《贯彻落实〈中共中央办公厅、国务院办公厅关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见〉行动方案（2025—2027年）》的通知。

《行动方案》要求，到2027年底前，新型城市基础设施建设各项重点任务取得明显进展，形成一批可复制可推广的经验做法。其中提出，编制并实施设施建设和改造行动计

划。依托已有普查成果和补充调查数据,进一步摸排城镇供水、排水、供电、燃气、热力、消火栓(消防水鹤)、地下综合管廊等现状底数和管养状况,将有关数据汇聚到行业管理信息平台和城市智能中枢。结合城市地下管网和综合管廊建设改造安排,编制智能化市政基础设施建设和改造行动计划,并建立项目库。

数据来源: <https://mhuanbao.bjx.com.cn/mnews/20251016/1465342.shtml>

3.3. 江苏省: 生态环境厅发布《钢铁行业固体废物环境管理指南(征求意见稿)》

10月17日为贯彻《中华人民共和国环境保护法》《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》《江苏省固体废物污染环境防治条例》等法律法规有关要求,进一步指导钢铁行业企业规范固体废物环境管理,促进钢铁行业持续健康发展,助力江苏省全域“无废城市”建设,江苏省生态环境厅组织起草了江苏省地方环境保护标准《钢铁行业固体废物环境管理指南(征求意见稿)》并公开征求意见。

数据来源: <https://mhuanbao.bjx.com.cn/mnews/20251017/1465417.shtml>

3.4. 重庆市: 发布企业生态环境合规指导手册(2025年版)

2025-10-17,为指导和规范企业生态环境保护合规管理,强化企业环境保护主体责任,引导企业优化环保管理程序,有效防范环保法律风险,助力企业高质量发展,根据重庆市“大综合一体化”行政执法改革要求,重庆市生态环境局研究制定了《重庆市企业生态环境合规指导手册(2025年版)》,现予公布,供企业参考。

数据来源: <https://mhuanbao.bjx.com.cn/mnews/20251017/1465499.shtml>

3.5. 国家发展改革委: 印发《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》

近日,国家发展改革委印发《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》,对明确专项资金重点支持范围和标准,重点支持重点行业 and 重点领域节能降碳、循环经济助力降碳等方向,重点支持内容包括碳达峰碳中和先进技术示范及应用项目、重点行业 and 重点领域节能降碳项目、循环经济助力降碳项目等。上述支持范围中,列入绿色低碳先进技术示范项目清单的参照技术攻关管理并按支持资金不超过项目总投资的30%控制,其他碳达峰碳中和先进技术示范及应用项目、重点行业 and 重点领域节能降碳项目支持资金按不超过项目总投资的20%控制,循环经济助力降碳项目支持资金按不超过项目总投资的15%控制,单个项目支持资金原则上不超过1亿元。中央和国家机关有关项目原则上全额安排。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/ezRomMg-ochBgSywQH0Xzw>

3.6. 中共中央办公厅、国务院办公厅：印发《关于持续推进城市更新行动的意见》

近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于持续推进城市更新行动的意见》（以下简称《意见》），明确提出加强城市基础设施建设改造，其中就包括污水管网建设改造、厂网一体化运维、生活垃圾处理设施改造升级等重要内容。仅以污水管网改造为例，据不完全统计，截至5月13日，已经释放超13个亿级污水管网项目，总投资额超过80亿元。业内人士分析认为，城市更新将掀起环境设施改造热潮，环保企业迎来市场机遇。

数据来源：<https://mp.weixin.qq.com/s/ILHeEW0824UrWC2-1H6THQ>

4. 公司公告

表2：公司公告

类型	公司	日期	事件
业绩预告	瀚蓝环境	2025/10/18	经财务部门初步测算，预计2025年前三季度实现归属于母公司所有者的净利润16.05亿元左右，与上年同期（法定披露数据）相比，将增加2.2亿元左右，同比增加15.85%左右。剔除去年同期含济宁固废电费、金沙城北污水厂扩容项目污水处理费等一次性往期收益约1.3亿元，则同比增约3.5亿元，同比增加约27.85%。
三季报	高能环境	2025/10/16	2025年前三季度公司实现营业收入101.6亿元，同比减少11.28%；归母净利润6.46亿元，同比增长15.18%；扣非归母净利润6.00亿元，同比增长29.03%。
	龙净环保	2025/10/18	2025年前三季度公司实现营业收入78.58亿元，同比增长18.09%；归母净利润7.8亿元，同比增长20.53%；扣非归母净利润7.38亿元，同比增长26.19%。
担保	海天股份	2025/10/13	海天水务集团股份公司为保障相关子公司业务的后续发展，确保其主营业务的有序推进并提升融资灵活性，公司为相关子公司提供担保的具体情况如下：(1)为子公司贺利氏光伏向宁波银行股份有限公司上海分行申请贷款提供人民币5,000万元连带责任保证担保；(2)为子公司贺利氏光伏科技向宁波银行上海分行申请贷款提供人民币1,000万元连带责任保证担保。
	武汉天源	2025/10/14	近日，公司控股孙公司新疆兴起航作为承租人与出租人招银金租签订了《融资租赁合同》，约定开展总额不超过人民币12亿元的融资租赁业务。本次担保在2024年年度股东会批准的担保额度范围内。本次担保前，公司对新疆兴起航的累计担保金额为人民币122.400万元。因涉及置换，本次置换完成后，公司对新疆兴起航的累计担保金

			额为人民币 120,000 万元。截至本公告披露日，公司及子公司累计担保余额为人民币 458.038.15 万元，未超过公司 2024 年年度股东会审议批准的担保额度。
	军信股份	2025/10/15	湖南军信环保股份有限公司的控股子公司浦湘生物能源股份有限公司于 2017 年 3 月 28 日与中国农业银行股份有限公司湖南省分行营业部签订了合同，贷款金额总计 25,000 万元，由公司控股股东湖南军信环保集团有限公司对贷款本金的 80%及相应利息等费用提供担保(浦湘生物除公司以外的其他股东对贷款本金的 20%及相应利息等费用提供担保)。近日，公司将前述担保的担保方由军信集团变更为公司，公司为前述《借款合同》的剩余贷款本金的 80%即 6,976 万元人民币以及相应利息等费用提供担保，担保方式为连带保证责任担保，担保期限为 2025 年 10 月 14 日至 2029 年 9 月 30 日。
	侨银股份	2025/10/17	为满足子公司业务发展需要，在母公司对子公司提供的担保额度中，将公司全资子公司都匀市侨盈城市环境服务有限公司未使用的担保额度 500.00 万元调剂给公司全资子公司肇庆侨银环保科技有限公司。调剂后，都匀侨盈可使用的担保额度预计由 7.000.00 万元调减为 6.500.00 万元，肇庆侨银可使用担保额度为 500.00 万元。
	浙富控股	2025/10/17	为满足子公司生产经营需求，浙富控股集团股份有限公司对全资子公司浙江富春江水电设备有限公司向中国建设银行申请的最高余额为 30,000 万元的债权提供连带责任保证，保证期间为债务履行期限届满之日后三年止。公司同意 2025 年度对浙富水电的生产经营所需向银行申请综合授信额度及贷款提供担保，担保额度为 150,000.00 万元，期限为自 2024 年度股东大会审议通过之日起至下一年度股东大会召开之日止。本次担保前，公司对浙富水电的担保余额为 33,612.63 万元；本次担保后，公司对浙富水电的担保余额为 63,612.63 万元，剩余可用担保额度为 86,387.37 万元。
	高能环境	2025/10/17	本次为高能中色提供新增担保包含在公司及控股子公司 2025 年度对其新增担保预计范围内，在为资产负债率高于 70%的控股子公司提供新增担保预计总额范围内，将为金昌高能环境技术有限公司提供的新增担保预计额度余额中 3,000 万元调剂给珠海新虹；在为资产负债率低于 70%的控股子公司提供新增担保预计总额范围内，将为江西鑫科环保高新技术有限公司提供的新增担保预计额度余额中 2,400 万元调剂给泗洪高能。
	玉禾田	2025/10/17	公司为子公司、子公司为子公司向金融机构融资提供累计不超过人民币 88.8 亿元的担保，担保额度有效期为自公司 2025 年第二次临时股东大会通过之日起 12 个月。公司与贵州银行股份有限公司遵义分行营业部签署了《保证担保合同》，为公司全资孙公司贵州红玉智慧城市运营管理有限公司向贵州银行申请借款提供保证担保。公司与兴业银行股份有限公司深圳分行签署了《最高额保证合同》，为公司全资子公司深圳玉禾田智慧城市运营集团有限公司向兴业银行申请综合授信提供连带责任担保。
股份减持	上海洗霸	2025/10/14	公司于 2025 年 6 月 24 日披露了《上海洗霸科技股份有限公司控股股东及其一致行动人减持股份计划公告》。截至本公告披露日，公司控

			股股东、实际控制人王炜博士及其一致行动人上海承续、上海汇续、北尔投资均未实施减持。
	飞马国际	2025/10/14	公司部分董事、监事、高级管理人员拟自公司公告披露其减持股份计划之日起 15 个交易日后的 3 个月内(即 2025 年 9 月 29 日至 2025 年 12 月 28 日)以集中竞价方式减持所持部分公司股份。截至本公告日,前述减持股份计划已实施完成或终止。本次减持股份数量:赵力宾 503,750 股,李敏 81,400 股,朱良意 81,450 股,李佳纭 3,200 股。
	久吾高科	2025/10/14	公司副总经理王肖虎先生计划在减持股份预披露公告之日起的 15 个交易日后的 3 个月内(自 2025 年 7 月 29 日至 2025 年 10 月 28 日)以集中竞价或大宗交易方式减持公司股份不超过 189.000 股(占公司总股本比例 0.1511%)。截至本公告披露日,王肖虎先生本次减持计划完成,减持股份 189,000 股。
	清新环境	2025/10/17	2025 年 10 月 10 日至 2025 年 10 月 15 日中泰资管计划通过集中竞价方式累计减持公司股份 1,036,700 股,中泰资管计划持股数量由 71,800,000 股变为 70,763,300 股,持股比例由 5.073%变为 5.000%。
	朗坤科技	2025/10/17	公司于 2025 年 6 月 24 日披露了《关于合计持股 5%以上股东及其一致行动人减持股份预披露公告》。公司合计持股 5%以上股东及其一致行动人华迪光大、千灯华迪、六脉资江和资江凯源计划自上述公告披露之日起 15 个交易日后的 3 个月内通过集中竞价或大宗交易的方式减持公司股份不超过 4,218,116 股,占公司总股本的比例不超过 1.75%。2025 年 10 月 17 日,公司获悉华迪光大、千灯华迪、六脉资江和资江凯源于减持计划实施期间通过大宗交易和集中竞价的方式累计减持公司股份 2,113,700 股,减持数量占公司总股本的比例为 0.8762%,本次减持公司股份计划时间已届满。
增资扩股	节能国祯	2025/10/14	公司持股 5%以上股东安徽省生态环境产业集团有限公司拟自本公告披露之日起 6 个月内,以自有资金或自筹资金通过深圳证券交易所交易系统允许的方式增持公司股份,拟增持股份的数量不低于公司已发行总股本的 2%(即 13.620.845 股)。截至本公告披露日,安徽生态已持有公司股份 116,988,133 股,占公司总股本的 17.18%。
股份转让	中持股份	2025/10/13	中持水务股份有限公司持股 5%以上股东长江生态环保集团有限公司持有公司股份 63.132.978 股,占公司总股本的 24.73%,股份性质全部为无限售条件流通股。长江环保集团拟通过公开征集转让方式协议转让所持公司的全部股份转让价格不低于人民币 8.72 元/股,本次股份转让完成后,长江环保集团将不再持有公司股份。截至本公告之日,公司无实际控制人,长江环保集团为公司第一大股东,若本次公开征集转让实施完成,将导致公司第一大股东变更。
股份质押/解除	河南百川畅银	2025/10/13	上海百川所持有本公司的部分股份解除质押,本次解除质押股份数量 11,500,000 股,占其所持股份比例 20.45%,占公司总股本比例 7.17%。截至公告披露日,上海百川畅银实业有限公司持股数量为 56,226,000 股,持股比例为 35.05%,累计被质押数量为 26,748,970 股。

	正和生态	2025/10/14	截至本公告披露日，北京正和恒基滨水生态环境治理股份有限公司控股股东北京汇恒投资有限公司持有公司 84,585,900 股股份，占公司总股本的 39.96%；本次解除质押后，已累计质押 49,734,900 股，占其所持公司股份的 58.80%，占公司总股本的 23.49%。公司实际控制人张熠君女士直接持有公司 38,457,900 股股份，占公司总股本的 18.17%；本次解除质押及质押后，已累计质押 36,230,000 股，占其所持公司股份的 94.21%，占公司总股本的 17.11%。汇恒投资及其一致行动人持有公司 129,946,800 股股份，占公司总股本的 61.38%；本次解除质押及质押后，已累计质押 85,964,900 股，占其所持公司股份的 66.15%，占公司总股本的 40.61%。
	正和生态	2025/10/16	截至本公告披露日，北京正和恒基滨水生态环境治理股份有限公司实际控制人张熠君女士直接持有公司 38,457,900 股股份，占公司总股本的 18.17%；张熠君女士及其一致行动人持有公司 129,946,800 股股份，占公司总股本的 61.38%。本次解除质押及质押后，张熠君女士已累计质押 32,900,000 股，占其所持公司股份的 85.55%，占其一致行动人所持公司股份的 25.32%，占公司总股本的 15.54%。近期，公司控股股东及其一致行动人的股份质押率呈下降趋势：质押比例先由 70.06% 降至 66.15%，截止本公告披露日进一步下降至 63.59%。
	浙富控股	2025/10/17	浙富控股集团股份有限公司股东孙毅先生本次质押股份 62,500,000 股，占其所持股份比例 14.74%，占公司总股本比例 1.20%。本次解除质押股份 64,000,000 股，占其所持股份比例 15.09%，占公司总股本比例 1.23%。截至本公告披露日，孙毅持股数量为 424,015,664 股，持股比例占公司总股本 8.12%。
	永清环保	2025/10/17	截至本公告披露日，永清环保股份有限公司控股股东湖南永清环境科技产业集团有限公司累计质押其持有的本公司股份为 297,520,000 股（含本次），占其持有的本公司股份的 98.65%，同时控股股东、实际控制人及其一致行动人累计质押股份数占其持股总数的比例 91.21%。本次质押股份数量 78,393,777 股，占其所持股份比例 25.99%，占公司总股本比例 12.24%。
	ST 清研	2025/10/17	本次解除限售的股份为清研环境科技股份有限公司首次公开发行前已发行的部分股份；本次解除限售股东户数共计 6 户，解除限售股份的数量为 60,917,076 股，占公司总股本的 56.40%；限售期限为自公司股票上市之日起 36 个月，后因公司股票连续 20 个交易日的收盘价均低于发行价，触发股份锁定期延长承诺的履行条件，该 6 名股东持有的公司股份在原锁定期基础上自动延长 6 个月；本次解除限售的股份上市流通日期为 2025 年 10 月 22 日。
募集资金	南大环境	2025/10/13	公司 2025 年第一次临时股东大会审议通过《关于使用剩余超募资金建设新项目的议案》，由公司全资子公司南大环境规划设计研究院(江苏)有限公司为共同实施主体，使用剩余超募资金共计 661.40 万元投资建设“智能环保装备及技术研发示范中心”项目。经公司、保荐机构及银行三方协商一致，公司原超募资金专户相应调整为新项目的募集资金专户。同时，由于规划设计公司此前作为实施主体的“环境服务能力提升项目”已实施完毕，规划设计公司原用于该项目的募集资金专户将转为新设募投项目募集资金的存储与使用账户。

	惠城环保	2025/10/14	青岛惠城环保科技集团股份有限公司 2024 年度向特定对象发行 A 股股票之募集说明书。本次向特定对象发行股票募集资金总额不超过 85,000.00 万元（含本数），扣除发行费用后，募集资金净额拟投入以下项目：揭阳大南海石化工业一般工业固废处理一期项目、揭阳大南海石化工业环保资源综合利用一期项目、补充流动资金。
	卓锦股份	2025/10/16	公司获准向社会公开发行人民币普通股（A 股）3,356.9343 万股，每股面值为人民币 1 元，发行价格为每股人民币 7.48 元，募集资金总额为人民币 25,109.87 万元。扣除发行费用人民币 5,030.69 万元后，公司本次募集资金净额为人民币 20,079.18 万元。截至 2021 年 9 月 10 日，上述募集资金已全部到位，并经天健会计师事务所审验。
发行债券	中国水务	2025/10/15	本公司已进行美元计价优先票据的国际发售，由附属公司担保人提供担保。于 2025 年 10 月 15 日，本公司及附属公司担保人与 Morgan Stanley & Co. International plc、Barclays Bank PLC、中国国际金融香港证券有限公司、中信银行（国际）有限公司、德意志银行香港分行、星展银行有限公司及日兴证券（香港）有限公司（作为初始购买人）就发行及销售总额为 150,000,000 美元、于 2030 年到期的 5.875 厘优先票据订立购买协议。票据发行所得款项总额将约为 148.4 百万美元。扣除与本次发售有关的包销折扣、佣金及本公司应付的其他估计开支后的净所得款项将用于偿还若干离岸债务。在此前提下，本公司计划将相当于本次发售所得款项总额的金额，全部或部分用于按照蓝绿融资框架为合资格绿色项目（尤其是供水项目）融资或再融资。本公司已收到新加坡交易所原则上批准票据于新加坡交易所上市及报价。本公司不会寻求票据于香港上市。预期票据发行将于 2025 年 10 月 22 日完成。
	武汉天源	2025/10/16	武汉天源环保股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券。本次发行可转换公司债券募集资金总额为 100,000.00 万元，发行数量为 1,000.00 万张。本次发行的可转换公司债券按面值发行，每张面值为人民币 100 元。本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起六年即 2023 年 7 月 28 日至 2029 年 7 月 27 日。本次发行的可转债票面利率第一年 0.3%、第二年 0.5%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 2.0%、第六年 2.5%。本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息。
回购	正和生态	2025/10/14	公司使用自有资金回购公司股份用于实施员工持股计划或股权激励。本次回购股份价格不超过人民币 12 元/股（含）；回购资金总额不低于人民币 2,000 万元（含），不超过人民币 4,000 万元（含）；回购期限自董事会审议通过回购股份方案之日起 12 个月内。截至 2025 年 9 月 30 日，公司通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式累积回购公司股份 604,800 股，占公司总股本的比例为 0.29%，回购最高成交价格为 8.2 元/股，回购最低成交价格为 7.81 元/股，支付的资金总额为人民币 4,899,138 元。
	丛麟科技	2025/10/15	公司自有资金及股票回购专项贷款通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易的方式进行股份回购，用于减少注册资本，回购价格不超过人民币 19.09 元/股（含），回购资金总额不低于人民币 2,000 万

			元(含), 不超过人民币 4,000 万元(含), 回购期限为自公司股东大会审议通过回购方案之日起 6 个月内。鉴于公司股价自 2025 年 6 月 28 日披露第二期以集中竞价交易方式回购股份方案至本公告披露日, 每一交易日收盘价格均超过回购股份方案规定的价格上限, 即超过公司最近一期经审计且经除权除息调整后的每股净资产, 因此公司目前尚未实施回购。
	恒誉环保	2025/10/15	临时股东大会同意存放于公司回购专用证券账户中的 609,464 股回购股份的用途进行变更, 由“用于员工持股计划或股权激励”变更为“用于注销并减少注册资本”本次注销回购专用证券账户股份后, 公司股份总数相应减少 609,464 股, 占公司当前总股本的 0.76%, 公司总股本预计将由 80,010,733 股变更为 79,401,269 股, 注册资本预计将由人民币 8,001.0733 万元减少至人民币 7,940.1269 万元。
利润分配	旺能环境	2025/10/14	2025 年半年度利润分配预案: 以公司 2025 年 7 月 31 日的总股本 433,984,137 股剔除股票回购专用证券账户中已回购股份 9,366,000 股后的余额 424,618,137 股为基数, 每 10 股派发现金股利 2 元(含税), 预计派发现金总额 84,923,627.40 元, 不送红股, 不以资本公积金转增股本。
	江南水务	2025/10/16	分派对象: 截至股权登记日下午上海证券交易所收市后, 在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的本公司全体股东。分配方案: 本次利润分配以方案实施前的公司总股本 935,210,292 股为基数, 每股派发现金红利 0.03 元(含税), 共计派发现金红利 28,056,308.76 元。
	楚环科技	2025/10/16	公司 2025 年半年度权益分派方案为: 以实施权益分派股权登记日的总股本 80,373,500 股扣除公司回购专用证券账户中的回购股份后的股本总额 79,853,500 股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 03 元(含税), 实际现金分红总额为 2,395,605 元(含税)。本次利润分配不送红股, 不以公积金转增股本。
	劲旅环境	2025/10/17	公司 2025 年半年度权益分派方案为: 以公司现有总股本剔除已回购股份 0 股后的 134,226,057 股为基数, 向全体股东每 10 股派 1.10 元人民币现金(含税)。本次分派对象为: 截止 2025 年 10 月 23 日下午深圳证券交易所收市后, 在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司登记在册的除回购专用证券账户外的本公司全体股东。
公司订单	高能环境	2025/10/17	中标基本情况: 1、项目名称: 遂昌县化工园区专业污水处理设施改扩建工程(一期) 2、中标人名称: 联合体牵头单位: 浙江罗邦建设有限公司联合体成员单位: 北京高能时代环境技术股份有限公司 3、中标价: 5,364.2289 万元 4、中标工期: 9 个月
解除限售	嘉戎技术	2025/10/17	厦门嘉戎技术股份有限公司本次上市流通的限售股为首次公开发行前已发行股份。本次申请解除股份限售的股东人数为 3 名, 解除限售股份数量为 76,832,000 股, 占公司总股本的 65.9519%, 锁定期为自公司股票首次公开发行并上市之日起 36 个月。本次解除限售的股份上市流通日期为 2025 年 10 月 21 日。

借贷	武汉天源	2025/10/14	截至 2024 年 12 月 31 日，公司经审计归属于上市公司股东的净资产为 324,581.16 万元，借款余额为 214,332.38 万元。 截至 2025 年 9 月 30 日，公司借款余额为 419,402.02 万元，较 2024 年末增加 205,069.64 万元，新增借款占公司 2024 年末归属于上市公司股东的净资产比例为 63.18%，超过 50%。
高管人员变动	深水海纳	2025/10/14	第三届董事会任期已经届满，赖楚敏女士因个人原因，申请辞去公司第三届董事会独立董事职务，并辞去第三届董事会审计委员会主任、提名委员会委员、薪酬与考核委员会委员职务，不再担任公司任何职务。赖楚敏女士的原定任期自 2022 年 10 月 14 日起至第三届董事会任期届满之日止。
	绿色动力环保	2025/10/15	绿色动力环保集团股份有限公司董事会欣然宣布，苏宁先生担任公司第五届董事会董事长，并兼任公司授权代表及代行总经理职责，董事长任期自本次董事会审议通过之日起至本届董事会任期届满为止。
	赛恩斯	2025/10/17	赛恩斯环保股份有限公司（以下简称“公司”）董事会于近日收到非独立董事王朝晖先生提交的辞职报告，因个人原因，王朝晖先生申请辞去公司第三届董事会非独立董事职务。该辞职报告自送达公司董事会之日起生效，王朝晖先生离任后将继续在公司担任其他职务。
诉讼仲裁	恒誉环保	2025/10/17	案件所处的诉讼阶段：案件一、案件二一审均未开庭审理。上市公司所处的当事人地位：案件一、案件二均为原告。涉案的金额：案件一涉案金额暂计为 7,029,568.00 元；案件二涉案金额暂计为 4,283,520.00 元。是否会对上市公司损益产生负面影响：公司本次诉讼不会影响公司正常生产经营。公司在本次诉讼案件中为原告，鉴于本次诉讼尚未开庭审理，上述事项对公司当期及期后利润的影响具有不确定性，最终实际影响以法院判决为准。
	三达膜	2025/10/17	三达膜环境技术股份有限公司全资子公司白城市三达水务有限公司银行账户的部分资金被法院划扣，本次执行划扣金额为人民币 1,033,500.00 元，累计执行划扣金额为人民币 3,463,500.00 元。截止 2025 年 9 月 30 日，白城市住房和城乡建设局已拖欠公司污水处理费 108,499,836.86 元。公司将敦促白城市住房和城乡建设局尽快支付拖欠的污水处理费，以便白城三达能够妥善解决仲裁事项，切实维护公司和广大投资者的合法权益。

数据来源：Choice，东吴证券研究所

5. 大事提醒

表3: 大事提醒

日期	证券简称	事件
10 月 25 日	伟明环保	披露第三季季报
	建工修复	披露第三季季报
	清水源	披露第三季季报
	朗坤科技	披露第三季季报
	国泰环保	披露第三季季报
10 月 24 日	劲旅环境	除权除息日

	嘉戎技术	披露第三季季报
	永清环保	披露第三季季报
	侨银股份	披露第三季季报
	皖仪科技	披露第三季季报
10 月 23 日	津膜科技	披露第三季季报
	维尔利	披露第三季季报
	力合科技	披露第三季季报
	劲旅环境	股权登记日
	楚环科技	除权除息日
10 月 21 日	旺能环境	除权除息日
10 月 20 日	旺能环境	股权登记日

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：仓庚喈喈采紫荆——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
- 《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>