

东吴证券环保行业2025中报总结

运营稳健增长&现金流改善，环卫无人化迎发展机遇

证券分析师：袁理

执业证书编号：S0600511080001

联系邮箱：yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师：陈孜文

执业证书编号：S0600523070006

2025年9月5日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

垃圾焚烧：25H1提质增效提ROE+现金流改善提分红持续兑现！

- ✓ 运营提质增效主导业绩增长&财务费用下降。25H1板块收入同比+1%，归母净利润+8%，毛利率+2.9pct，财务费用率-0.6pct，净利率+1.4pct。固废纯运营企业绿动（同比+0.8pct，下同）、军信（+0.1pct）、永兴（+0.1pct）ROE（加权）显著提升。
- ✓ 自由现金流持续增厚，中期派息稳中有升。25H1板块经营现金流净额69亿元（+9%），资本开支38亿元（-19%），自由现金流32亿元（24H1为17亿元）。25H1瀚蓝首次中期分红，光大中期每股派息同比+0.01港元，绿动、海螺、旺能中期派息同比持平。
- ✓ 关注经营提效+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5：海创+170%、绿动+115%、伟明+67%、天楹+60%、瀚蓝+42%；发电供热比增量前5：天楹+6.4pct、绿动+2.4pct、旺能+1.6pct、海创+1.4pct、中科+0.9pct。
 - 【IDC合作】旺能（获市级、省级备案）、军信（与长沙数字集团签署合作协议）、瀚蓝（与中国联通广东省分、深城交签署合作协议）、伟明（与温州龙湾区政府、中国移动温州分公司签署合作协议）。
 - 【C端顺价】佛山拟于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：1) 瀚蓝环境：内生+并购成长超预期，首次中期派息彰显积极分红意愿；2) 绿色动力A+H：25H1归母同增24%，提分红+提ROE兑现典范；3) 海螺创业：25H1自由现金流首次转正，固废业绩稳健增长+水泥业绩回升，周期+自由现金流拐点弹性叠加；4) 永兴股份：垃圾量提升带动25H1产能利用率提至85%（较24年+5pct），带来持续现金成长。

水务运营：业绩稳健，资本开支下行，自来水提价加速

- ✓ 业绩稳健，资本开支下行。25H1板块收入同比-2%，归母净利润+6%，毛利率和净利率同步向上。其中中山公用业绩增幅最为突出，主要系持有广发证券投资收益高增。25H1板块经营性现金流净额35亿元（+18%），资本开支76亿元（-21%），自由现金流-41亿元（2024H1为-66亿元）。
- ✓ 核心城市调价落地，有望带动新一轮水价改革！25年以来广州、深圳自来水提价落实，东莞、中山跟进，佛山拟调整污水处理收费标准。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业绩&股息增长。
- ✓ 重点推荐：【粤海投资】稀缺对港供水资产可市场化提价，25H1归母净利同增11.2%超预期；【兴蓉环境】污水提价带动持续增长，25H1资本开支下行；【洪城环境】25H1降本控费业绩稳健，资本开支持续下降。建议关注【首创环保】【北控水务集团】等。

环卫：环卫电动化渗透率加速，新能源装备销量高增，无人化迎发展机遇

- ✓ 环卫电动化加速中。根据银保监会交强险数据，2025M1-7，环卫车合计销量43967辆（+3.3%）。其中，新能源环卫车销售7095辆，（+77.6%），新能源渗透率16.14%（+6.75pct），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为30.09%（+3.44pct）、15.15%（-5.67pct）、7.71%（-1.17pct）。
- ✓ 环卫无人化兴起。25年H1国内自动驾驶领域公开超290个新项目中中标结果，同比增长67%；总金额超69亿元，同比增长64%。其中，无人清洁环卫是绝对主导领域，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。

目录

CONTENTS

- 01 环保行业：25H1运营稳健增长，现金流改善**
- 02 垃圾焚烧：降本增效提ROE&自由现金流增厚提分红持续兑现**
- 03 水务运营：业绩稳健，资本开支下行，自来水提价加速**
- 04 环卫：电动化渗透率加速，新能源销量高增，无人化迎发展机遇**
- 05 风险提示**

本报告样本来自东吴证券环保股票池

✓ 选取东吴环保基础标的合计139只成分股，以此对环保板块2024年报和2025年一季报表现分析总结。样本成分股中，

水务板块包含公司52家，其中工程类公司42家，运营类公司10家；

固废板块包含公司18家，其中垃圾焚烧公司9家，环卫公司9家；

再生资源板块包含公司19家，其中危废公司9家，再生塑料公司2家，生物柴油公司3家，锂电回收公司5家；

环保设备板块公司6家；大气治理板块公司17家；生态修复板块公司15家；设计咨询板块公司4家；环境监测板块公司8家。

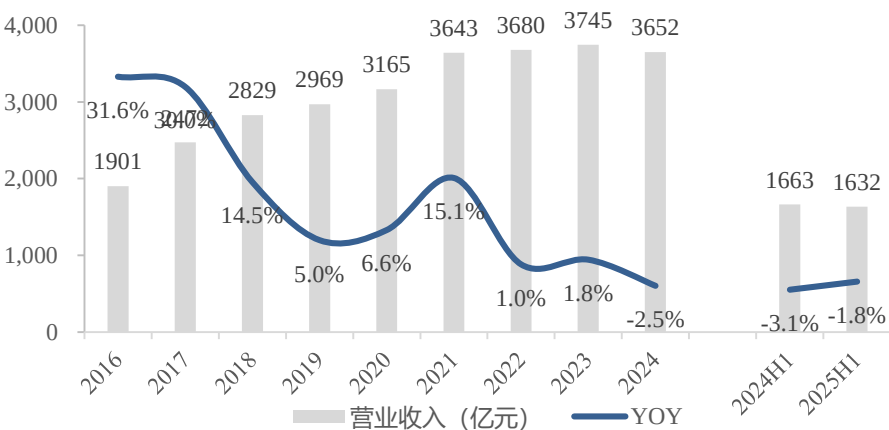
图：东吴证券环保股票池（截至2025/8/31）

板块	水		固废		再生资源				环保设备	大气治理	生态修复	设计咨询	环境监测	合计
子版块	水务工程	水务运营	垃圾焚烧	环卫	危废	再生塑料	生物柴油	锂电回收						
成分股个数	42	10	9	9	9	2	3	5	6	17	15	4	8	139

收入与业绩平稳

- ✓ 收入整体稳健。2024年和2025H1环保板块收入同比-2.5%、-1.8%，整体维持稳健。
- ✓ 25H1业绩持平。2018年以来环保板块归母净利润承压，2024全年归母净利润同比-19.3%。
2025H1板块业绩同比持平，归母净利润同比-0.2%。

图：2016-2025H1环保板块收入情况



图：2016-2025H1环保板块归母净利润情况



收入利润：固废水务运营稳健增长，生物柴油反转

- ✓ 运营类资产稳健增长：2024年水务运营、垃圾焚烧收入同比-2%/+1%,归母净利润同比+3%/+14%，2025H1水务运营、垃圾焚烧收入同比-2%/+1%，归母净利润+6%/+8%。运营资产业绩稳健成长。环卫板块收入提升业绩下滑，主要受启迪环境亏损5.23亿元扰动，剔除该标的后环卫板块24年归母净利润同比+3%。
- ✓ 再生资源板块中生物柴油业绩反转。2025H1生物柴油归母净利润从25H1的-0.04亿元增至0.80亿元。

表：2020-2025H1各细分收入同比增速

营业收入YOY	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
环保板块	7%	15%	1%	2%	-2%	-2%
水务	8%	21%	2%	1%	-1%	-1%
水务工程	-3%	15%	0%	-3%	1%	2%
水务运营	19%	27%	4%	4%	-2%	-2%
固废	22%	21%	0%	0%	3%	1%
垃圾焚烧	25%	57%	1%	2%	1%	1%
环卫	20%	-3%	-2%	-3%	6%	2%
再生资源	11%	21%	4%	0%	-2%	-4%
危废	11%	11%	-7%	-1%	23%	3%
再生塑料	22%	10%	10%	19%	8%	4%
生物柴油	33%	83%	60%	-19%	-17%	-4%
锂电回收	7%	26%	3%	6%	-21%	-12%
环保设备	7%	20%	11%	26%	-14%	-17%
大气治理	-6%	8%	13%	10%	-10%	4%
生态修复	-8%	-11%	-29%	-20%	-10%	-12%
设计咨询	-7%	-2%	5%	8%	-5%	-7%
环境监测	4%	4%	-10%	-2%	2%	-5%

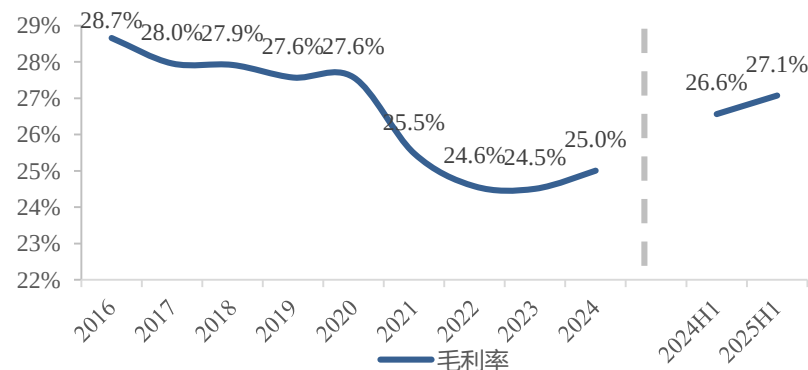
表：2020-2025H1各细分归母净利润同比增速

归母净利润YOY	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
环保板块	-4%	-1%	-17%	-18%	0%	-0.2%
水务	16%	16%	-11%	-18%	-5%	5%
水务工程	6%	5%	-48%	-31%	-29%	3%
水务运营	21%	22%	4%	-13%	3%	6%
固废	14%	-32%	53%	0%	9%	2%
垃圾焚烧	27%	31%	-4%	7%	14%	8%
环卫	-11%	-219%	-132%	-76%	-15%	32%
再生资源	-92%	384%	63%	-143%	44%	36%
危废	-125%	-250%	-77%	-494%	-7%	58%
再生塑料	38%	12%	9%	3%	26%	12%
生物柴油	282%	62%	-7%	-84%	-102%	2276%
锂电回收	-101%	14602%	-247%	-202%	-210%	57%
环保设备	15%	1%	-30%	72%	-3%	59%
大气治理	-113%	-611%	-52%	138%	-17%	45%
生态修复	-338%	-70%	-1831%	3%	117%	14%
设计咨询	-27%	-62%	229%	-11%	0%	15.1%
环境监测	28%	-84%	-200%	-6%	358%	43%

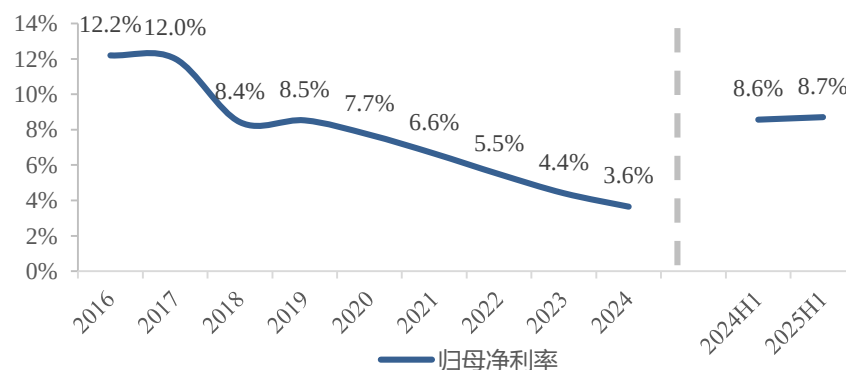
毛利率提升，减值影响加大

- ✓ 毛利率提升，期间费用率稳定。2024年环保板块毛利率/期间费用率/归母净利率分别为25.0%/16.3%/3.6%，分别同比+0.5pct/-0.1pct/-0.8pct。2025H1环保板块毛利率/期间费用率/归母净利率分别为27.1%/15.8%/8.7%，分别同比+0.5pct/-0.1pct/+0.1pct。
- ✓ 减值影响加大。2025H1环保板块减值对利润影响持续加大，2025H1减值影响为-1.6%（注：减值影响=（资产减值损失+信用减值损失）/营业收入）。

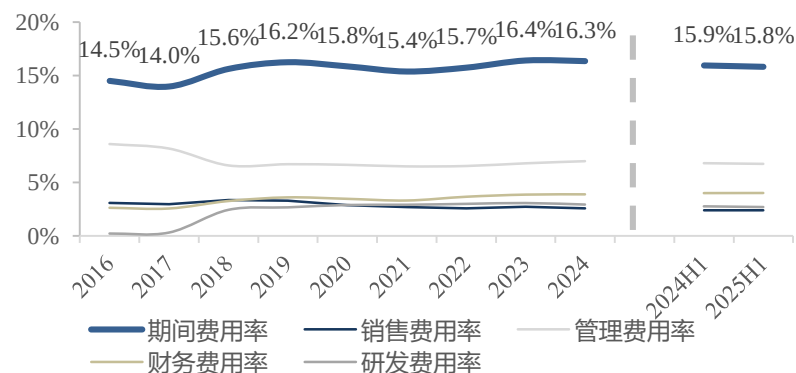
图：2016-2025H1环保板块毛利率情况



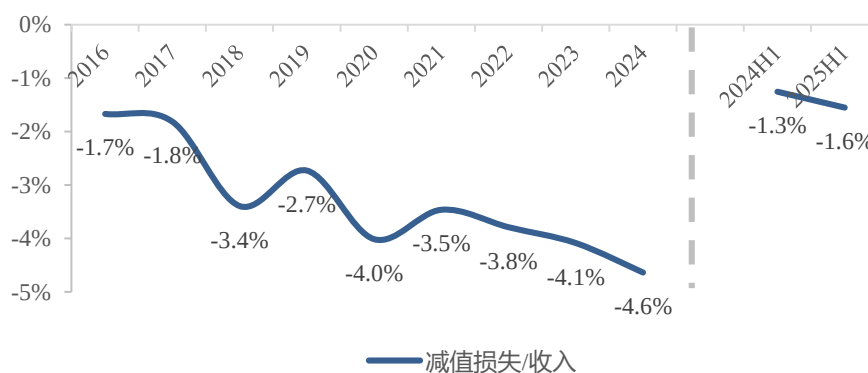
图：2016-2025H1环保板块归母净利率情况



图：2016-2025H1环保板块期间费用率情况



图：2016-2025H1环保板块减值影响情况



利润率：水务运营、垃圾焚烧板块2024年和2025H1毛利率/净利率均保持上升

梳理2024年和2025H1利润率情况，各细分赛道贡献来看：

- ✓ 毛利率：从细分赛道来看，水务运营、垃圾焚烧、大气治理板块2024年和2025H1毛利率均保持上行趋势。
- ✓ 净利率：从细分赛道来看，水务运营、垃圾焚烧板块2024年和2025H1净利率同比提升明显。

表：2023-2025H1各细分毛利率情况

毛利率	2023	2024	24A 同比	2024H1	2025H1	25H1 同比 (pct)
环保板块	24.5%	25.0%	0.5%	26.6%	27.1%	0.5
水务	29.4%	31.0%	1.6%	32.7%	33.3%	0.6
水务工程	26.5%	26.3%	-0.2%	28.4%	27.1%	(1.3)
水务运营	31.6%	34.5%	2.9%	35.7%	37.9%	2.2
固废	28.9%	30.2%	1.3%	32.9%	34.5%	1.6
垃圾焚烧	34.2%	36.7%	2.5%	37.7%	40.6%	2.9
环卫	22.8%	22.9%	0.2%	24.4%	23.8%	(0.6)
再生资源	14.4%	12.6%	-1.8%	14.4%	14.5%	0.1
危废	19.0%	14.1%	-4.9%	15.1%	13.6%	(1.5)
再生塑料	30.4%	30.6%	0.2%	31.2%	30.0%	(1.3)
生物柴油	8.8%	7.5%	-1.3%	7.9%	10.2%	2.3
锂电回收	10.0%	9.2%	-0.8%	12.7%	14.1%	1.4
环保设备	27.5%	19.8%	-7.7%	27.0%	22.6%	(4.4)
大气治理	19.5%	21.3%	1.8%	22.1%	22.6%	0.5
生态修复	11.0%	9.1%	-2.0%	14.2%	12.4%	(1.8)
设计咨询	24.9%	24.6%	-0.3%	23.6%	23.0%	(0.6)
环境监测	42.2%	43.3%	1.2%	44.1%	43.9%	(0.2)

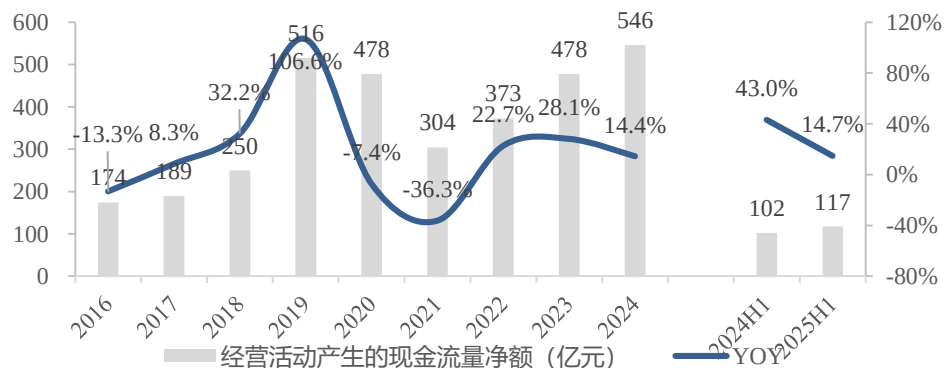
表：2023-2025H1各细分净利率情况

归母净利率	2023	2024	24A 同比	2024H1	2025H1	25H1 同比 (pct)
环保板块	4.4%	3.6%	-0.8%	8.6%	8.7%	0.1
水务	9.0%	10.2%	1.2%	11.6%	12.3%	0.7
水务工程	3.1%	0.9%	-2.2%	5.0%	5.0%	0.0
水务运营	13.2%	17.1%	3.9%	16.3%	17.7%	1.4
固废	9.6%	8.7%	-0.8%	15.7%	15.8%	0.1
垃圾焚烧	17.3%	19.3%	2.0%	20.8%	22.2%	1.4
环卫	0.5%	-3.1%	-3.6%	6.6%	4.5%	(2.2)
再生资源	-1.2%	-2.5%	-1.3%	3.1%	2.0%	(1.0)
危废	-2.4%	-1.4%	1.0%	3.1%	1.2%	(1.8)
再生塑料	13.1%	15.6%	2.5%	15.8%	13.5%	(2.4)
生物柴油	1.1%	-3.3%	-4.3%	-0.1%	2.4%	2.5
锂电回收	-2.4%	-6.8%	-4.4%	2.0%	1.0%	(1.0)
环保设备	9.3%	-2.9%	-12.2%	10.1%	5.0%	(5.1)
大气治理	3.4%	1.2%	-2.1%	4.9%	6.8%	1.9
生态修复	-32.1%	-39.5%	-7.4%	-13.1%	-12.7%	0.4
设计咨询	6.3%	5.7%	-0.6%	7.9%	7.2%	(0.8)
环境监测	-2.4%	3.6%	6.0%	4.9%	2.9%	(2.0)

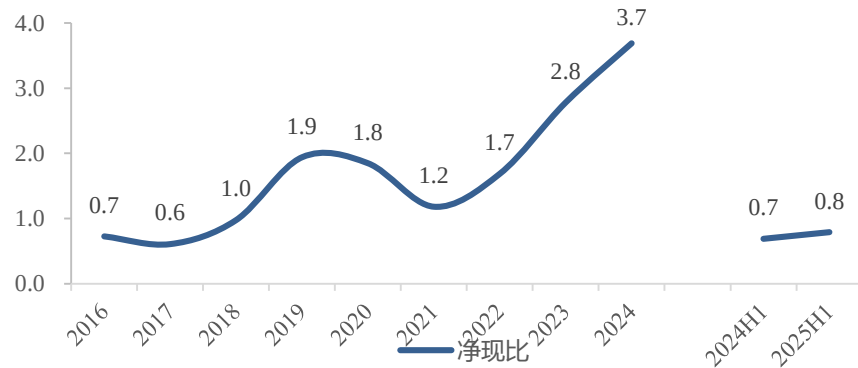
经营性现金流持续提升，资本开支下行，自由现金流改善

- ✓ 现金流表现持续提升。2024/2025H1环保经营活动净现金流同比+14%/+15%，净现比3.7/0.8，同比有所提升。
- ✓ 资本开支下行。2024/2025H1环保板块资本开支同比-7%/-19%，板块资本开支从2021年起呈下行趋势。
- ✓ 自由现金流改善。2024年环保板块简易自由现金流接近转正，2025H1同比明显改善。

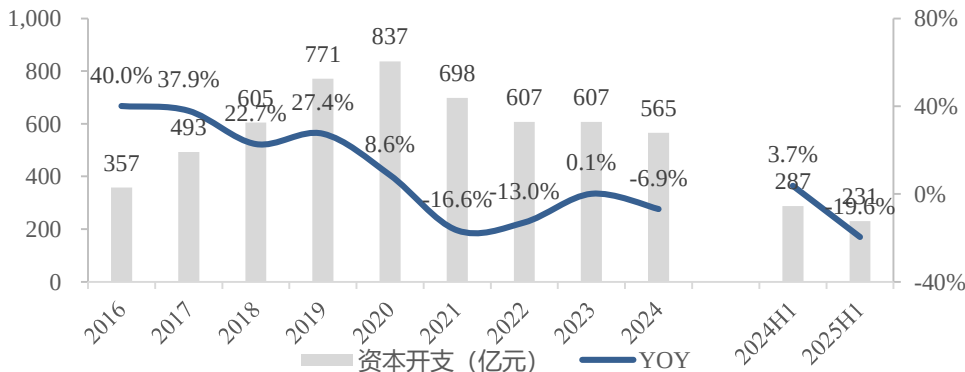
图：2016-2025H1环保板块经营性净现金流情况



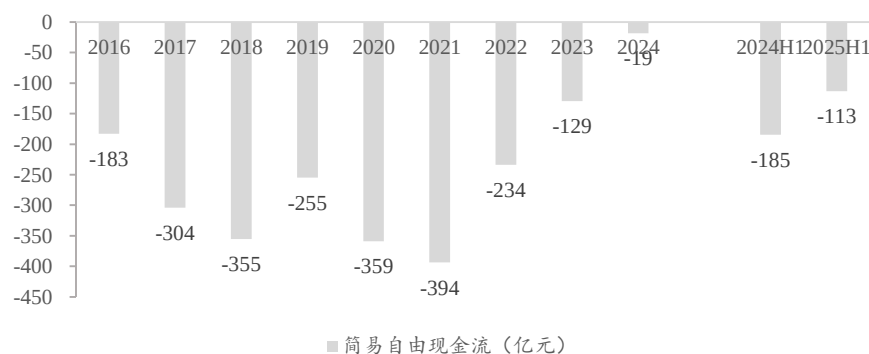
图：2016-2025H1环保板块净现比情况



图：2016-2025H1环保板块资本开支情况



图：2016-2025H1环保板块公司自由现金流情况



资本开支持续下降，自由现金流转正趋势不变

- ✓ 资本开支呈下降趋势。环保板块2019-2024年资本开支CAGR为-6%，水务、固废、生态修复、环境监测细分板块资本开支持续下降。
- ✓ 自由现金流转正趋势不变，水务运营、垃圾焚烧、锂电回收增幅突出。2025H1环保板块简易自由现金流同比+71亿元至-113亿元，其中水务运营（同比+25亿元至-41亿元）、垃圾焚烧（同比+15亿元至32亿元）、锂电回收（同比+23亿元至6亿元）板块自由现金流同比增量显著。

表：2020-2025H1各细分资本开支变动与企业自由现金流

板块	资本开支变动		简易自由现金流（亿元）								
	19-24复增	2025Q1	2020	2021	2022	2023	2024	24同比	2024H1	2025H1	25H1同比
环保板块	-6%	-19%	(359)	(394)	(234)	(129)	(19)	111	(185)	(113)	71
水务	-9%	-16%	(198)	(214)	(110)	(139)	(88)	51	(113)	(91)	22
水务工程	-10%	-16%	(49)	(88)	(25)	(43)	(45)	(2)	(47)	(50)	(3)
水务运营	-8%	-16%	(148)	(126)	(84)	(96)	(44)	52	(66)	(41)	25
固废	-11%	-26%	(143)	(121)	(9)	37	63	26	0	11	10
垃圾焚烧	-13%	-18%	(144)	(102)	(17)	27	66	39	17	32	15
环卫	-5%	-43%	1	(19)	8	9	(3)	(13)	(17)	(21)	(4)
再生资源	3%	-22%	(7)	(41)	(87)	(33)	(39)	(6)	(42)	(9)	33
危废	-8%	-23%	(11)	(26)	(49)	(22)	(13)	9	(17)	(8)	9
再生塑料	5%	23%	4	1	1	2	2	(1)	1	(0)	(1)
生物柴油	52%	45%	(3)	(6)	(4)	(8)	(17)	(9)	(8)	(5)	3
锂电回收	6%	-54%	4	(10)	(35)	(5)	(11)	(6)	(18)	6	23
环保设备	-14%	-45%	(1)	(2)	(7)	(12)	(7)	5	(12)	0	12
大气治理	31%	-42%	(15)	2	(10)	7	14	8	(6)	(7)	(1)
生态修复	19%	-4%	(15)	(17)	(17)	6	23	17	(1)	(5)	(3)
设计咨询	2%	-3%	12	7	13	1	6	5	(8)	(10)	(2)
环境监测	23%	-17%	7	(8)	(7)	5	10	5	(3)	(3)	(0)

分红金额持续提升，运营资产分红比例稳定

梳理2024年环保分红金额及比例情况，从各细分赛道贡献来看：

- ✓ **分红金额**：板块分红金额持续提升，2024年环保现金分红138亿元，同比提升21%，2020-2024年现金分红金额CAGR达到10%。
- ✓ **分红比例**：环保板块分红比例持续提升，2024年环保分红率（现金分红/归母净利润）104%，其中水务运营、垃圾焚烧分红比例34%/42%，垃圾焚烧板块分红比例显著提升，且仍有较大提升空间。

表：2020-2024各细分板块分红金额与分红比例

分红金额	2020	2021	2022	2023	2024
环保板块	96	98	108	114	138
水务	47	55	50	48	49
水务工程	12	16	11	13	10
水务运营	34	39	39	35	39
固废	22	20	26	35	48
垃圾焚烧	14	13	17	26	37
环卫	7	7	9	9	11
再生资源	5	5	8	7	12
危废	2	2	4	2	7
再生塑料	0	1	2	2	2
生物柴油	1	2	2	0	1
锂电回收	1	1	0	2	3
环保设备	4	5	7	8	7
大气治理	6	4	8	6	10
生态修复	4	2	2	2	2
设计咨询	4	3	4	5	4
环境监测	5	5	3	6	6

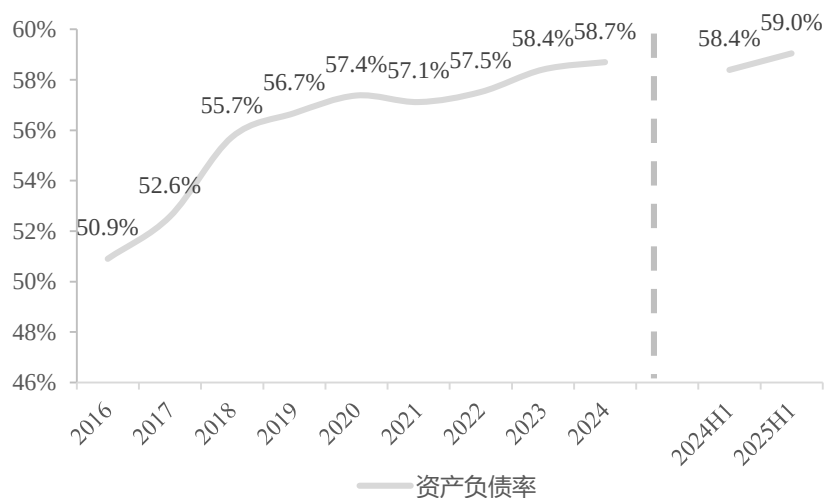
分红比例	2020	2021	2022	2023	2024
环保板块	39%	40%	54%	69%	104%
水务	38%	39%	40%	46%	42%
水务工程	30%	38%	51%	84%	234%
水务运营	42%	39%	37%	39%	34%
固废	28%	38%	32%	43%	64%
垃圾焚烧	25%	17%	23%	33%	42%
环卫	38%	-31%	123%	490%	-87%
再生资源	210%	41%	41%	-78%	-69%
危废	-44%	26%	233%	-37%	-153%
再生塑料	12%	18%	38%	37%	29%
生物柴油	34%	30%	38%	41%	-29%
锂电回收	-3943%	-10%	4%	-28%	-16%
环保设备	35%	39%	81%	54%	-172%
大气治理	-196%	25%	113%	34%	187%
生态修复	43%	78%	-4%	-4%	-3%
设计咨询	46%	92%	41%	53%	55%
环境监测	33%	194%	-134%	-246%	168%

注：负值主要受细分板块归母净利润为负所致

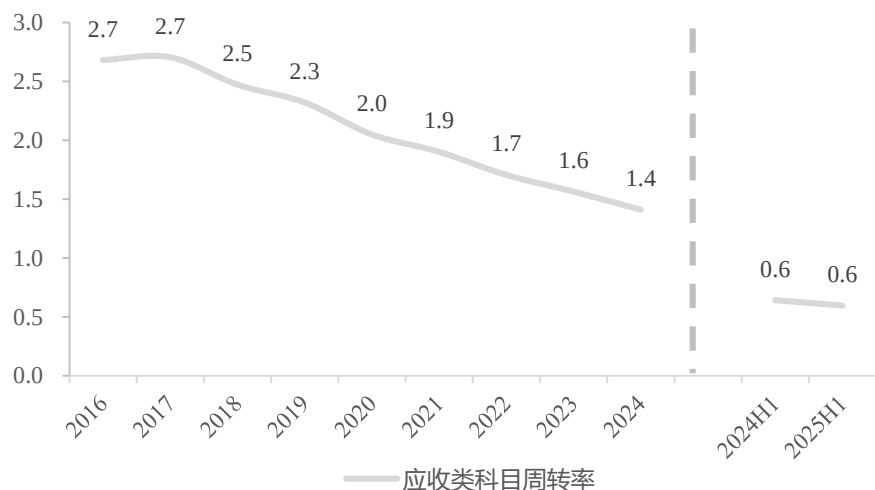
资产负债率稳定，应收类科目周转率同比持平

- ✓ 资产负债率稳定。2024/2025H1年环保板块资产负债率58.7%/59.0%，同比+0.3pct/+0.6pct。
- ✓ 应收类科目周转率持平。2025H1，环保板块应收类科目（应收账款+应收票据+合同资产）周转率为0.6，同比持平。

图：2016-2025H1环保板块资产负债率



图：2016-2025H1环保板块应收类科目周转率情况



应收占比与减值影响：应收类科目对ToG及工程类业务的报表影响仍然较大

2025H1从各细分赛道贡献来看：

- ✓ 工程类应收占比较高，运营资产质量优异。参考（应收账款+应收票据+合同资产）/总资产比例，2025H1年设计咨询（41%）、生态修复（39%）、环卫（30%）、环境监测（27%）占比偏高。运营资产资产质量好，水务运营（16%）、垃圾焚烧（13%），水务固废应收占比同比略有提升。
- ✓ 生态修复业务减值冲回。2025H1生态修复存在减值冲回，资产和信用减值冲回金额占归母净利润的35.4%。

表：2020-2025H1各细分应收类科目占比

应收类科目/总资产	2020	2021	2022	2023	2024	2024H1	2025H1
环保板块	17%	18%	19%	19%	18%	20%	20%
水务	11%	12%	14%	15%	13%	17%	18%
水务工程	18%	19%	20%	21%	20%	22%	22%
水务运营	5%	7%	10%	11%	8%	13%	16%
固废	11%	13%	13%	15%	13%	17%	18%
垃圾焚烧	6%	8%	8%	11%	8%	12%	13%
环卫	18%	21%	24%	26%	23%	29%	30%
再生资源	17%	17%	16%	16%	17%	16%	14%
危废	15%	17%	17%	18%	17%	18%	17%
再生塑料	6%	5%	5%	5%	5%	6%	6%
生物柴油	6%	6%	6%	4%	9%	3%	3%
锂电回收	22%	20%	19%	18%	20%	19%	16%
环保设备	26%	26%	25%	26%	25%	27%	21%
大气治理	26%	21%	22%	21%	21%	21%	22%
生态修复	41%	41%	41%	40%	40%	40%	39%
设计咨询	44%	42%	40%	41%	43%	42%	41%
环境监测	17%	21%	23%	25%	20%	26%	27%

表：2020-2025H1各细分减值影响

减值影响 (资产+信用)/归母净利润	2020	2021	2022	2023	2024	2024H1	2025H1
环保板块	-52.1%	-52.2%	-69.2%	-92.9%	-127.4%	-14.7%	-17.3%
水务	-21.0%	-19.1%	-26.9%	-39.0%	-35.3%	-14.2%	-17.3%
水务工程	-56.1%	-47.8%	-103.6%	-198.4%	-614.6%	-45.4%	-56.0%
水务运营	-3.8%	-7.0%	-10.7%	-11.6%	-12.6%	-7.4%	-8.7%
固废	-21.7%	-66.8%	-21.2%	-31.3%	-39.0%	-9.5%	-13.3%
垃圾焚烧	-4.8%	-6.8%	-1.9%	-8.5%	-8.3%	-5.6%	-6.3%
环卫	-71.8%	129.1%	-212.1%	-1046.9%	174.3%	-31.0%	-67.3%
再生资源	-1609.2%	-173.9%	-86.7%	275.3%	123.6%	-13.1%	-16.1%
危废	673.4%	-216.0%	-618.2%	219.2%	239.9%	-19.8%	-38.5%
再生塑料	-2.1%	-2.0%	-3.1%	-5.4%	-4.4%	-2.9%	-3.7%
生物柴油	-0.8%	-0.4%	-14.4%	-89.0%	56.3%	292.9%	-25.5%
锂电回收	19145.8%	92.0%	-71.1%	106.5%	54.3%	-9.4%	-2.2%
环保设备	-13.7%	-14.7%	-56.5%	-26.6%	211.3%	-10.2%	-12.8%
大气治理	735.2%	-59.5%	-192.3%	-97.6%	-310.7%	-17.4%	-12.2%
生态修复	-158.1%	-544.9%	85.4%	61.1%	72.6%	18.3%	35.1%
设计咨询	-69.5%	-357.0%	-61.1%	-89.1%	-99.0%	-20.6%	-13.1%
环境监测	-22.7%	-309.5%	295.6%	276.0%	-141.3%	-38.2%	-90.1%

目录

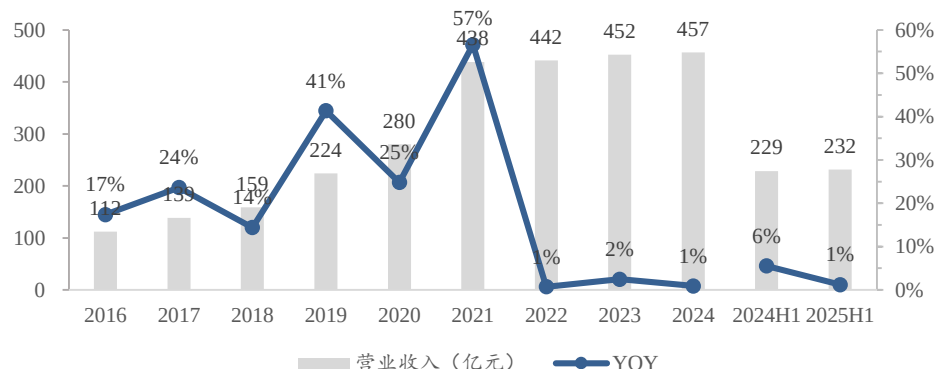
CONTENTS

- 01 环保行业：25H1运营稳健，现金流改善**
- 02 垃圾焚烧：降本增效提ROE&自由现金流增厚提分红持续兑现**
- 03 水务运营：业绩稳健，资本开支下行，自来水提价加速**
- 04 环卫：电动化渗透率加速，新能源销量高增，无人化迎发展机遇**
- 05 风险提示**

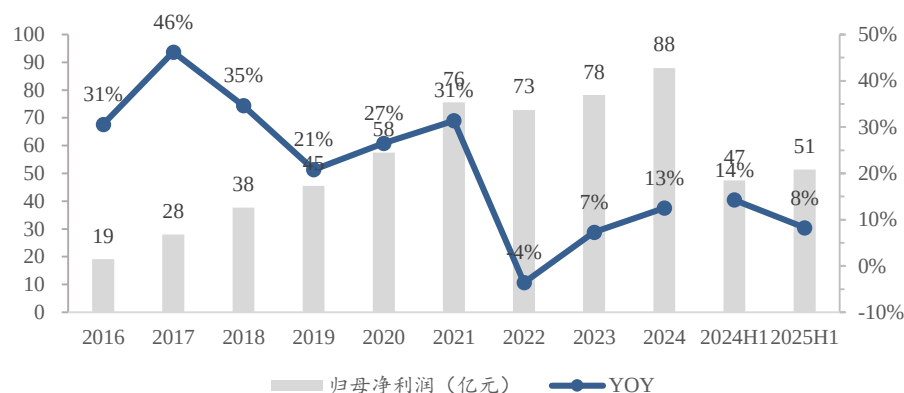
垃圾焚烧：降本增效提ROE+现金流改善提分红逻辑持续兑现！

✓ 垃圾焚烧板块收入平稳，运营主导业绩增长，提质增效利润率上行，财务费用率显著下降。2025H1垃圾焚烧板块收入232亿元（同比+1%），归母净利润51亿元（同比+8%），建造下滑影响于2021年集中释放，运营增长主导业绩稳定。随着运营收入占比提升、运营端产能爬坡&提质增效，毛利率和净利率持续上行，期间费用率下降。25H1板块期间费用率12.7%（同比-0.3pct），其中财务费用率5.3%（同比-0.6pct）。

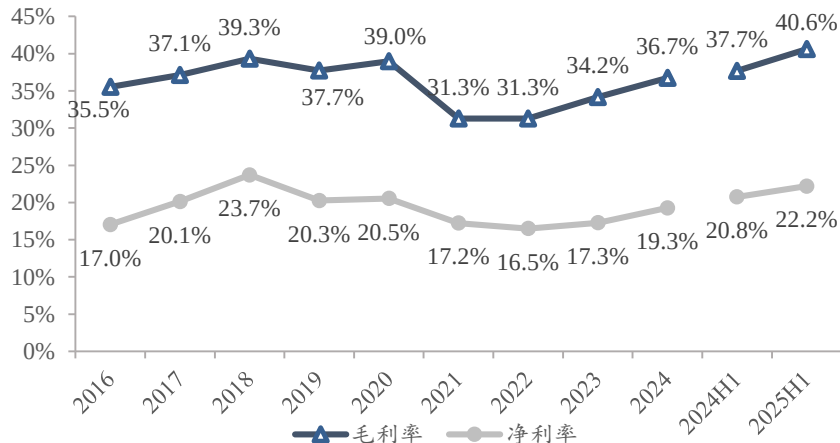
图：2025H1垃圾焚烧板块营收同比+1%



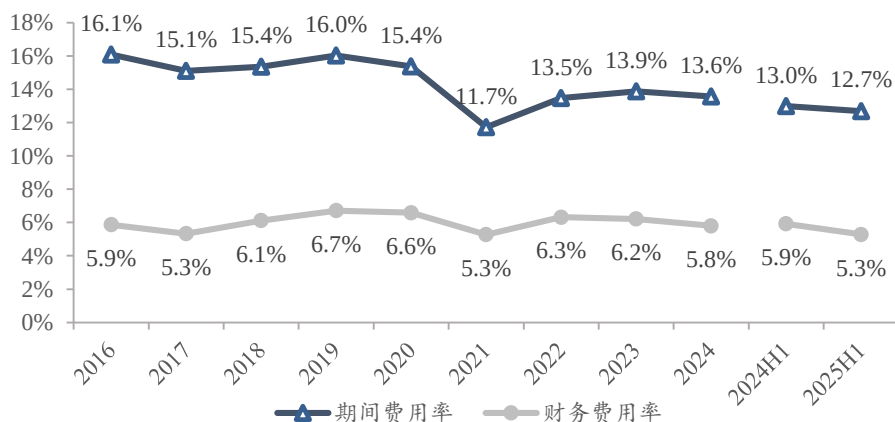
图：2025H1垃圾焚烧板块归母净利润同比+8%



图：运营收入占比提升&提质增效，利润率上行



图：降本增效持续推进，财务费用率显著下降

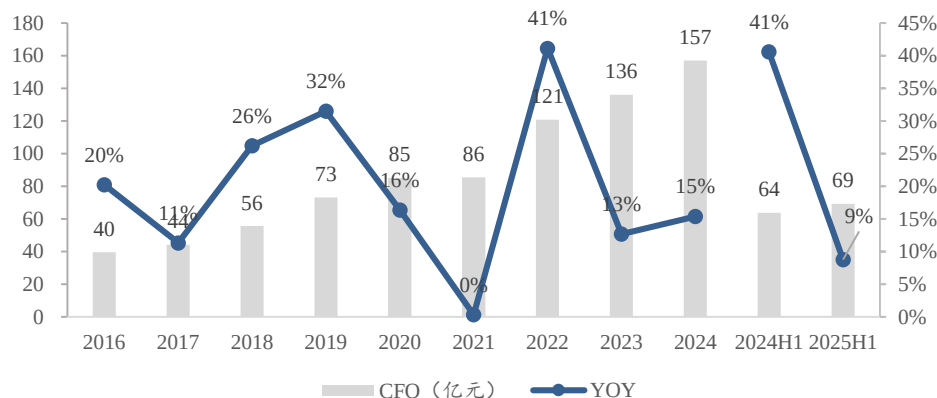


注：垃圾焚烧板块成分股选取：上海环境、圣元环保、伟明环保、军信股份、绿色动力、瀚蓝环境、三峰环境、旺能环境、永兴股份
数据来源：Wind，东吴证券研究所

垃圾焚烧：降本增效提ROE+现金流改善提分红逻辑持续兑现！

- ✓ 垃圾焚烧经营性现金流净额提升，资本开支保持下行，自由现金流持续增厚。2025H1垃圾焚烧板块经营性现金流净额69亿元（同比+9%，较归母增速接近略高），公司加强应收管控，处理费回款改善，以及BOT在建规模下降，确认金融资产计入经营活动现金流出的部分随之下降；资本开支38亿元（-19%）；测算简易自由现金流32亿元（2024H1为17亿元），显著增厚。

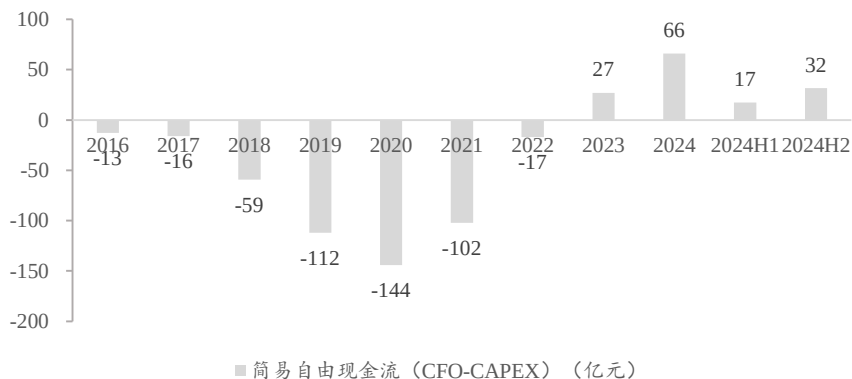
图：2025H1垃圾焚烧板块经营性现金流净额同比+9%



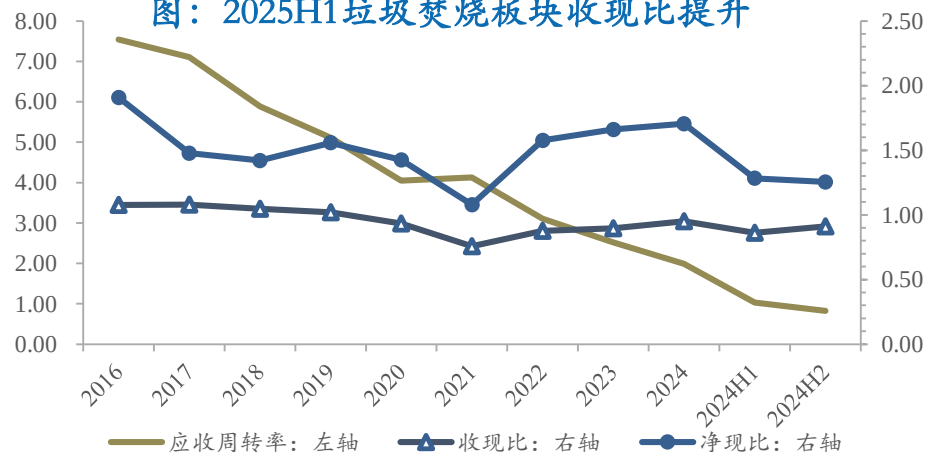
图：2025H1垃圾焚烧板块资本开支同比-19%



图：2025H1垃圾焚烧板块自由现金流持续增厚



图：2025H1垃圾焚烧板块收现比提升



注：垃圾焚烧板块成分股选取：上海环境、圣元环保、伟明环保、军信股份、绿色动力、瀚蓝环境、三峰环境、旺能环境、永兴股份
数据来源：Wind，东吴证券研究所

垃圾焚烧：降本增效提ROE+现金流改善提分红逻辑持续兑现！



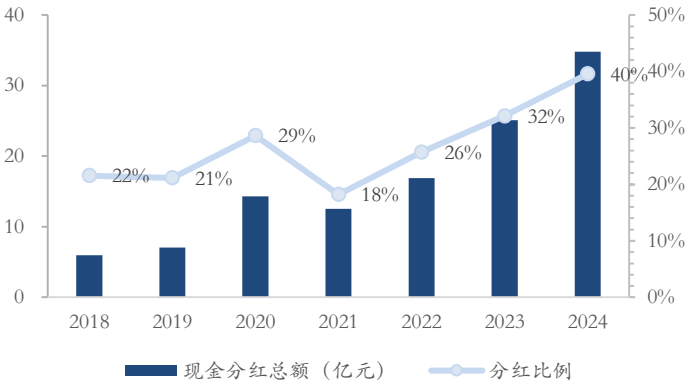
✓ 2025H1垃圾焚烧板块各企业自由现金流均为正且持续增厚，中期分红稳中有升。25H1瀚蓝环境首次中期分红，显现积极分红态度。光大环境25H1中期分红同比+0.01港元/股，其余中期分红企业每股派息同比持平。

图：2016-2025H1垃圾焚烧板块成分股自由现金流

自由现金流：经营性现金流净额-购建固定&无形和其他长期资产支付的现金（亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024H1	2025H1
永兴股份				(10.52)	(34.09)	(35.99)	(8.61)	4.70	12.89	5.00	6.70
三峰环境	(1.44)	(7.26)	(11.50)	(10.84)	(15.32)	(8.48)	2.59	5.72	14.91	7.60	5.63
绿色动力	(5.89)	(6.02)	(11.03)	(20.50)	(13.69)	(10.76)	(0.26)	2.56	10.68	3.27	4.75
军信股份	(5.50)	(5.01)	0.82	(2.54)	(4.58)	(1.00)	3.93	3.00	0.51	1.65	4.23
旺能环境	0.04	(1.64)	(10.39)	(16.04)	(7.08)	(1.47)	(1.16)	2.56	7.96	1.92	3.73
瀚蓝环境	3.61	4.78	(2.48)	(23.30)	(16.09)	(11.25)	(19.72)	4.34	16.07	(1.57)	3.38
伟明环保	1.81	2.24	(3.23)	(3.46)	(9.45)	(11.69)	(0.60)	0.52	(6.23)	(1.87)	1.44
上海环境	(1.12)	(0.10)	(19.03)	(23.31)	(34.35)	(14.18)	7.75	3.27	8.46	1.35	1.25
圣元环保	(4.26)	(3.13)	(2.31)	(1.51)	(9.51)	(7.23)	(0.73)	0.40	0.78	(0.05)	0.71
光大环境					(170.00)	(125.00)	(34.40)	(2.80)	43.91	9.71	21.74
海螺创业					(37.44)	(56.02)	(40.15)	(33.65)	(8.02)	(8.60)	0.40

图：垃圾焚烧板块平均分红比例上行



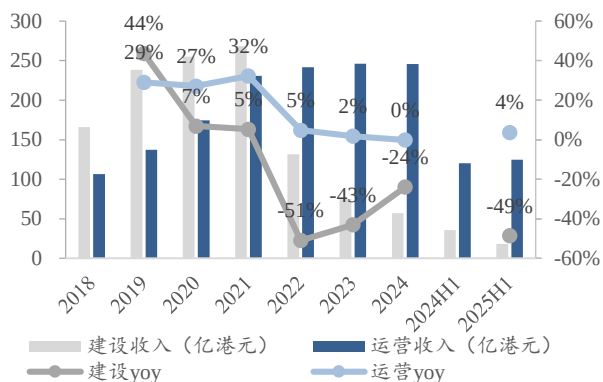
表：垃圾焚烧企业中期分红稳中有升

	2024H1		2024年			2025H1	
	每股派息	中期分红比例	全年每股派息 (含24H1)	全年分红比例	对应24年股息率	每股派息	中期分红比例
光大环境	0.14港元/股	35.0%	0.23	41.8%	5.2%	0.15港元/股	41.8%
海螺创业	24年10月特别派息0.10港元/股		0.40	32.4%	3.9%	0.10港元/股	12.71%
绿色动力环保	0.10元/股	46.0%	0.30	71.4%	7.0%	0.10元/股	36.9%
绿色动力					4.3%		
旺能环境	0.20元/股	23.7%	0.50	38.1%	2.9%	0.20元/股	22.3%
瀚蓝环境	/	/	0.80	39.2%	3.0%	0.25元/股	21.1%
永兴股份	/	/	0.60	65.8%	3.8%	/	/
三峰环境	/	/	0.25	35.1%	2.9%	/	/
军信股份	/	/	0.90	94.6%	5.8%	/	/
伟明环保	/	/	0.48	30.1%	2.5%	/	/
上海环境	/	/	0.10	23.4%	1.2%	/	/
圣元环保	/	/	0.07	10.1%	0.4%	/	/

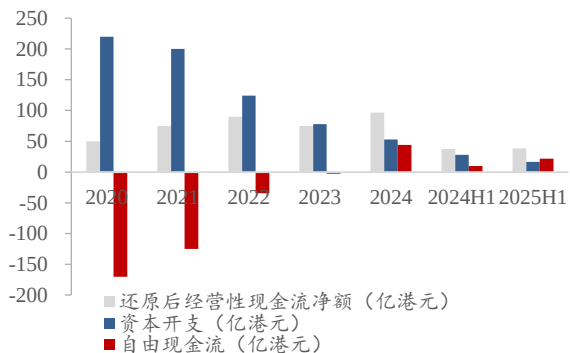
龙头光大环境24年自由现金流大幅转正，分红比例提至42%

- ✓ 行业龙头光大环境：盈利结构优化，自由现金流大幅转正，24年派息比例提至42%。
- 盈利：2025H1运营性收入占比提至87%。受建造下滑&减值&汇兑影响，2025H1归母22.1亿港元，同比-10%。
- 现金流：2024年还原后真实的经营性现金流净额89.1亿元人民币，资本开支48.7亿元人民币，自由现金流40.4亿元人民币，实现首次转正，且同比增加近43亿元人民币，25H1资本开支为15.4亿元人民币，自由现金流20亿元人民币。公司加强应收管控，24年垃圾处理费和污水处理费回款率分别为82%（同比+1pct）和79%（同比+6pct）。24年国补回款23.3亿元人民币，其中生物质项目国补回款加速，25H1国补回款6.6亿元人民币。
- 分红：24年每股股息23港仙，同比+1港仙，分红比例同比提升11pct至42%；25H1每股派息同比+1港仙至15港仙。

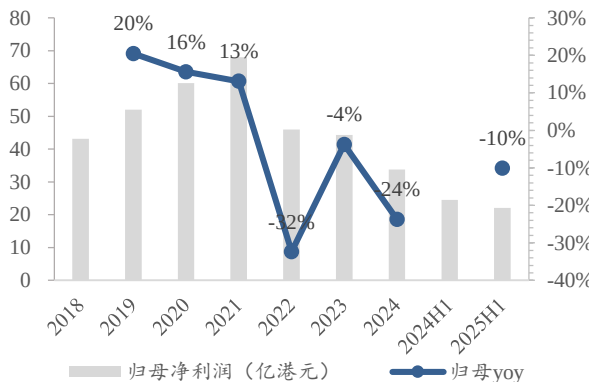
图：2025H1建造收入同比-49%



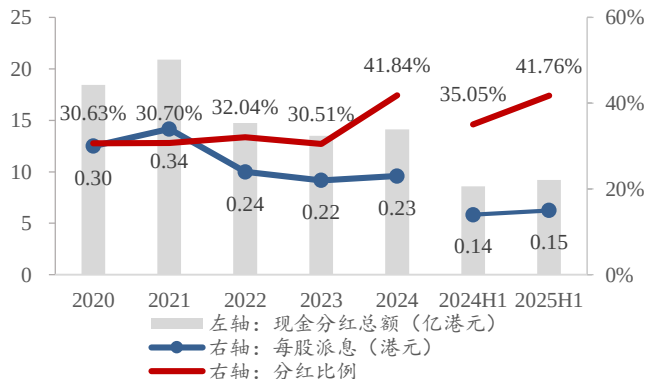
图：2024年自由现金流转正并增厚



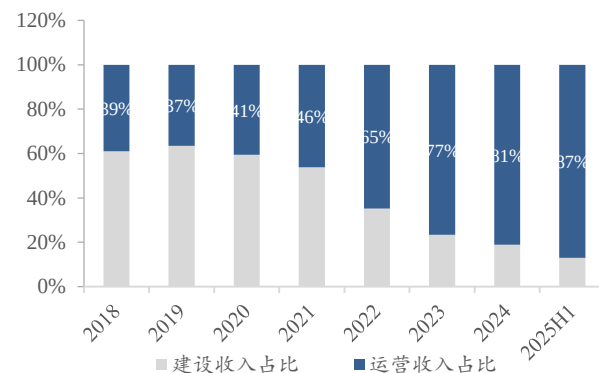
图：建造下滑&减值拖累，25H1归母同比-10%



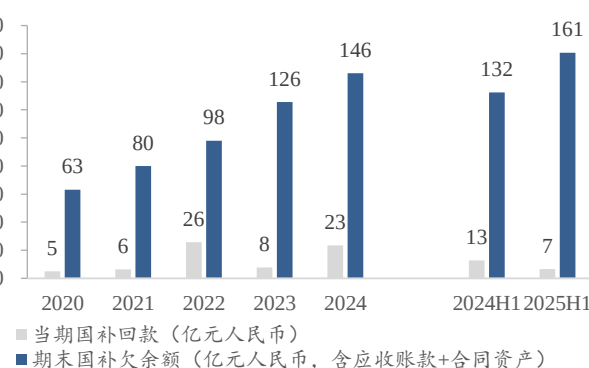
图：2025H1每股派息和分红比例提升



图：2025H1运营性收入占比提至87%



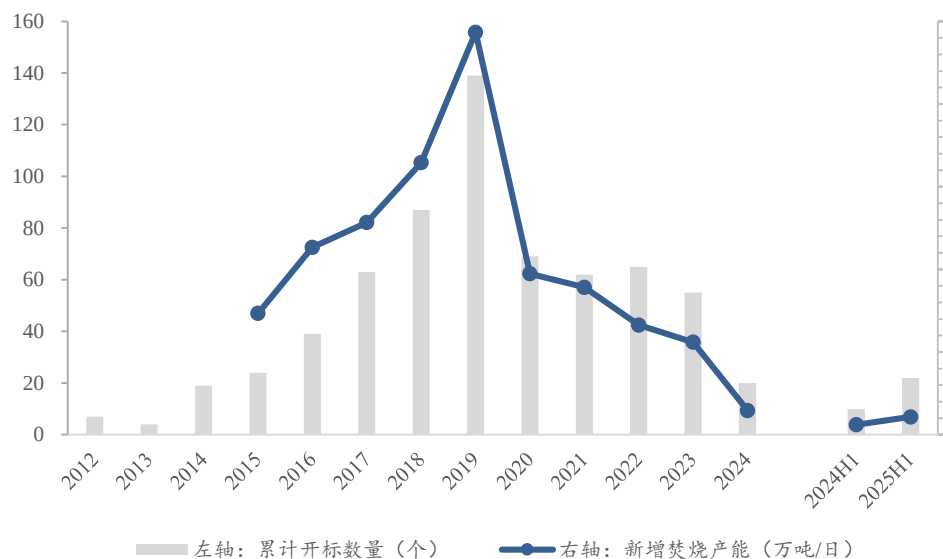
图：2025H1生物质国补回款6.6亿元



垃圾焚烧：预计资本开支将持续下降，保障长期分红能力

- ✓ 增量市场：2020年以来招投标规模持续下降，国补退坡背景下处理费加速上行。
- 规模：2019年行业新增招投标规模达到14.60万吨顶峰，2020年行业新增开标项目处理规模5.84万吨/日，同比下降60%，2021-2024年持续下滑，且市场下沉，单体项目规模下降。2024年新增招投标规模0.88万吨/日，同比下降74%。2025H1新增招投标规模0.65万吨/日，同比提升78%，主要系24年部分项目受PPP新政影响招投标流程延缓，垃圾焚烧增量空间收窄趋势不改。
- 处理费：①阶段一：2012-2016年行业竞争加剧，新增招投标项目平均垃圾处理费下滑，最低价下探至2016年的55元/吨；②阶段二：2017年起逐步回升，低价中标现象减少，行业出清走向良性发展。③阶段三：2021年后处理费加速上行至2023年达119元/吨，2024年平均处理费118元/吨，维持高位。一方面，垃圾处置标准和要求提升，推动单价上行；另一方面，2020年发布政策要求自2021/1/1起规划内已核准未开工、新核准的项目实行竞价上网，由于电费存在不确定性，垃圾处理费提升可进一步保障项目收益。

图：2020年以来垃圾焚烧市场新增招投标规模下降



图：垃圾焚烧平均处理费水平呈上行趋势



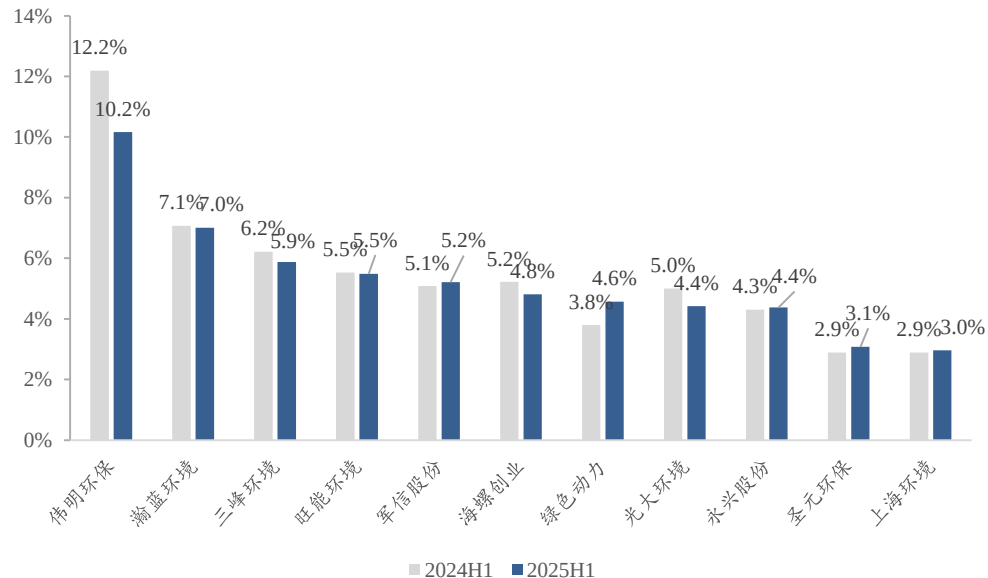
垃圾焚烧：B端拓展&降本增效，运营资产ROE稳步提升

- ✓ 随着资本开支下降+经营效率提升，垃圾焚烧板块ROE与PB估值见底回升
- 2023年处于ROE和PB低点，2024年回升：2018-2021年板块ROE在14%左右，PB维持2.5左右。2022年以来板块ROE显著下降主要系建造收益下滑、新项目爬坡较慢等因素，2023年板块ROE为11.32%，PB均值为1.35，处于低点。2024年板块ROE11.53%（同比+0.21pct）
- 2025H1垃圾焚烧纯运营企业ROE稳步提升。2025H1绿色动力、军信股份、永兴股份加权平均ROE分别同比+0.77pct、+0.13pct、0.08pct。部分企业ROE波动主要受设备收入下滑、并购、汇兑减值等扰动：①伟明环保：25H1设备收入下滑、新材料板块利润尚未释放，预计25H2新材料贡献逐步释放。②瀚蓝环境：24H1存在1.3亿一次性收益影响，25年6月粤丰并表，资产端净资产增加，利润端仅贡献1个月，预计25H2粤丰带来的利润增厚将匹配资产增厚。③光大环境：还原汇兑损失、减值影响后，核心运营利润提升。

图：2018-2024年垃圾焚烧板块ROE与PB



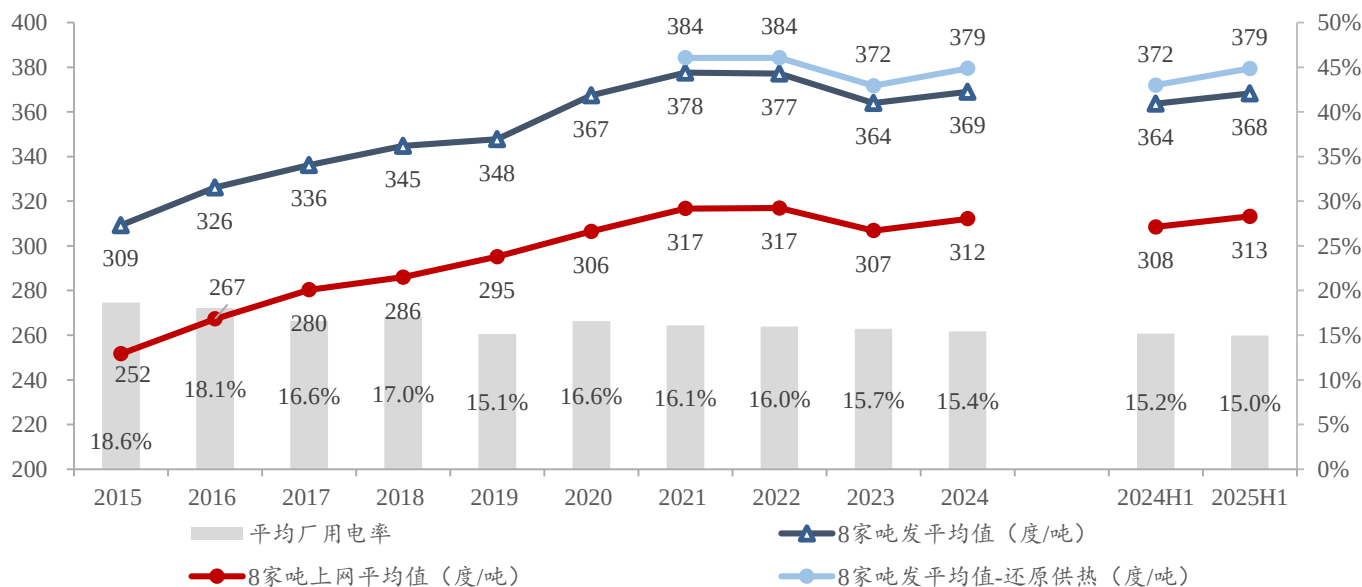
图：2024H1和2025H1垃圾焚烧企业ROE（加权）



垃圾焚烧：B端拓展&降本增效，运营资产ROE稳步提升

- ✓ 2025H1平均吨发和吨上网水平同比提升，厂用电率下降。
- 垃圾焚烧行业发电效率总体呈向上趋势，2021-2023年8家全国性布局的垃圾焚烧公司平均吨发呈下行趋势，主要系①供热量提升：按1吨蒸汽发电量200度，还原后2023年吨发为372度/吨；②部分新投产县域、小型化项目拖累。
- 2025H1，8家垃圾焚烧公司平均吨发达368度/吨，同比+1.26%（还原供热后的平均吨发达379度/吨，同比+2.01%），8家公司吨上网313度/吨，同比+1.53%，平均厂用电率15.0%，同比-0.2pct。

图：8家垃圾焚烧上市企业平均吨发和吨上网



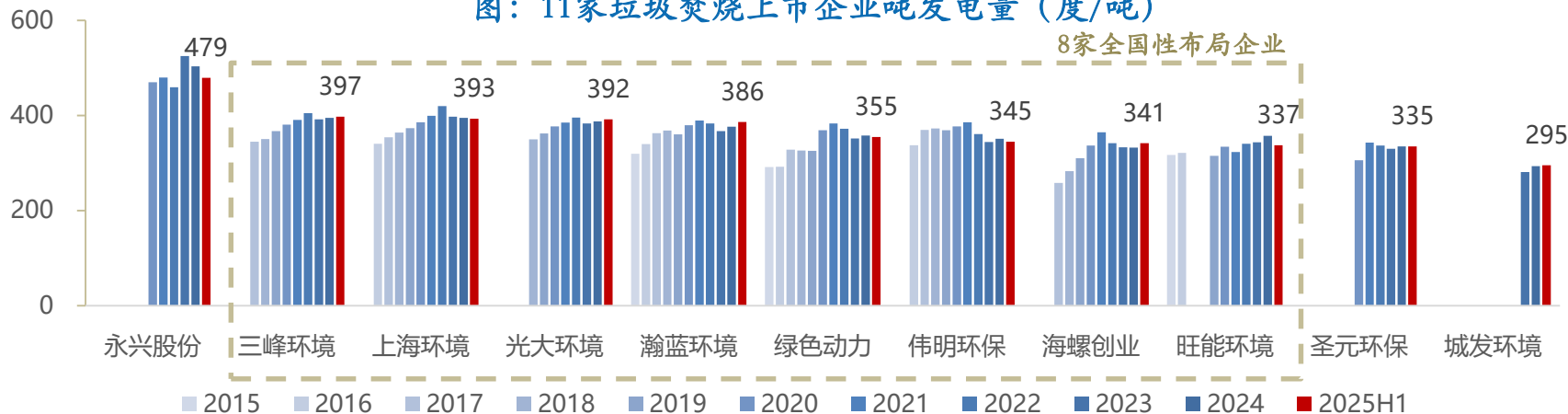
注：8家全国性布局的垃圾焚烧上市公司分别为：光大环境、瀚蓝环境、海螺创业、绿色动力、伟明环保、三峰环境、上海环境、旺能环境

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

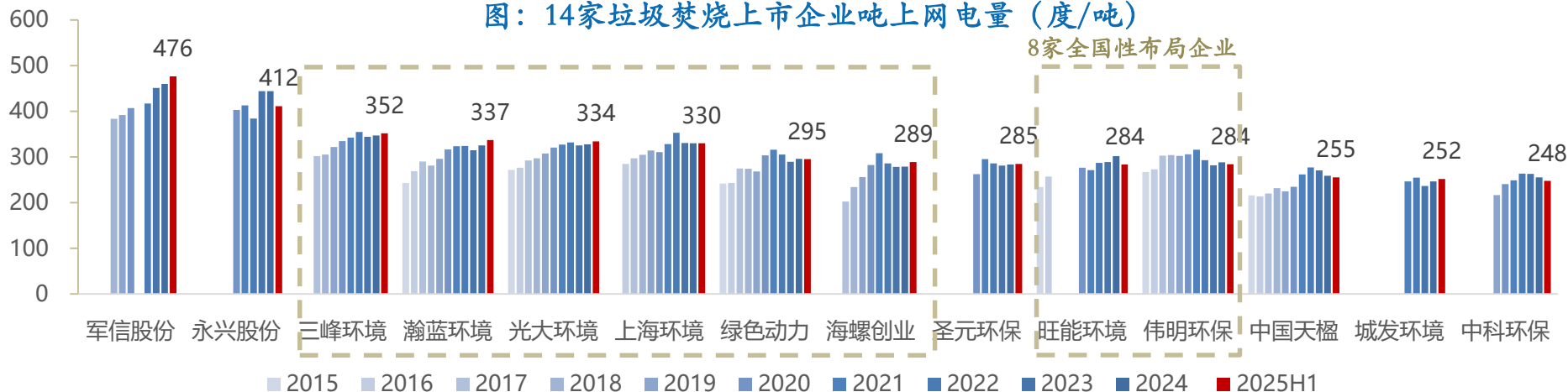
垃圾焚烧：B端拓展&降本增效，运营资产ROE稳步提升

- ✓ 发电效率纵向比较：2015-2025H1，随着技术进步&运营提效，各家垃圾焚烧公司吨发和吨上网呈上行趋势。
- ✓ 发电效率横向对比：项目集中于单一优质区域的固废企业吨发和吨上网具备显著优势。发电供热比较高的企业表观吨发和吨上网略低。

图：11家垃圾焚烧上市企业吨发电量（度/吨）



图：14家垃圾焚烧上市企业吨上网电量（度/吨）



注1：军信股份、中国天楹、中科环保未披露发电量数据

注2：永兴股份2025H1垃圾量口径调整为入厂垃圾量，2025H1为入厂吨发和吨上网，此前年份均为入炉吨发；其余公司均计算入厂吨发和吨上网

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

垃圾焚烧：B端拓展&降本增效，运营资产ROE稳步提升

- ✓ **B端转型——发电转供热：**企业积极拓展供热业务，客户多为周边工业企业，供热较发电增收增利，且市场化交易无现金流风险。
- **2025年H1供热量前三：**光大环境（环保能源板块供热量162万吨）、中国天楹（116万吨）、瀚蓝环境（94万吨）
- **2025H1供热增速前三：**海螺创业（+170%）、绿色动力（+115%）、伟明环保（+67%）
- **2025H1发电供热比前三：**中科环保（24.91%）、中国天楹（17.89%）、旺能环境（10.47%）
- **2025H1发电供热比增量前三：**中国天楹（+6.38pct）、绿色动力（+2.38pct）、旺能环境（+1.64pct）
- 整体来看，2025年上半年重点垃圾焚烧企业供热量、发电供热比较去年同期均有所提升，行业普遍加大重视供汽作为垃圾焚烧企业增厚利润、改善现金流的重要方式。从发电供热比例来看，25H1中科环保供热比为25%，远超行业平均水平，未来全行业供热占比提升、盈利能力及模式改善仍有较大空间。

图：2025年H1垃圾焚烧企业供热量及供热比

	供热量			发电供热比=蒸汽对应电量/（蒸汽对应电量+上网电量）		
	2024H1	2025H1	YOY	2024H1	2025H1	25H1 同比（pct）
中国天楹	72.68	116.00	60%	11.51%	17.89%	6.38
绿色动力	23.90	51.38	115%	2.25%	4.64%	2.38
旺能环境	60.05	74.73	24%	8.83%	10.47%	1.64
海螺创业	11.60	31.30	170%	0.91%	2.27%	1.36
中科环保	78.34	87.75	12%	23.97%	24.91%	0.94
瀚蓝环境	66.63	94.35	42%	5.98%	6.86%	0.88
光大环境	116.55	162.00	39%	2.70%	3.53%	0.83
三峰环境	47.00	52.56	12%	3.46%	3.72%	0.26
伟明环保	3.16	5.29	67%	0.36%	0.56%	0.20
城发环境	66.72	71.85	8%	8.70%	8.61%	(0.08)
永兴股份		8.83			0.79%	
圣元环保		5.62			1.34%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：1吨蒸汽=200度电进行换算）

垃圾焚烧：B端拓展&降本增效，运营资产ROE稳步提升

- ✓ **B端转型——AIDC合作：**垃圾焚烧+AIDC模式互惠共赢，垃圾焚烧企业商业模式转向“ToB（企业）直供”，现金流周转加速，并享受绿色溢价。
- **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，我们测算2000吨/日匹配20MW数据中心，盈利增量弹性为26%/50%/817%，综合ROE由12%提至16%/14%/18%。
- **合作进展：**旺能环境、军信股份、瀚蓝环境、伟明环保等积极布局中。

表：2025H1垃圾焚烧企业AIDC合作进展

垃圾焚烧企业	AIDC合作进展
旺能环境	湖州南太湖环保能源有限公司已于2025年3月4日完成了湖州“零碳智算中心”备案。5月底已通过省发改委的算力基础设施专家评审会，后续将列入省级算力规划项目清单。公司“零碳智算中心”已备案，正积极推进客户对接，依托南太湖环保2,150吨/日处理能力，可为数据中心提供稳定绿电。
军信股份	1) 国内：公司与长沙数字集团签署《战略合作协议》，双方将围绕“无废城市”建设、环保数字化升级、绿色电力和智算产业协同发展等领域展开合作，长沙数字集团有限公司利用其在数字化领域的平台和资源优势，公司利用其在固废处理和绿色能源领域的管理和技术优势，助力长沙、湖南以及“一带一路”国家和地区实现“绿色低碳+人工智能”协同发展。 2) 国外：吉尔吉斯奥什、伊塞克湖州项目明确规划IDC合作。
瀚蓝环境	公司分别与中国联通广东省分公司、深城交签署算力中心相关战略合作协议，拟充分发挥公司在绿色电力资源优势及合作方在AIDC领域的专业技术能力、行业优势、园区及城市智慧化建设和运营经验、客户积累等优势，推动智算项目落地。
伟明环保	公司与温州龙湾区人民政府签订《人工智能产业发展战略合作框架协议》，与中国移动温州分公司签订《战略合作协议》，探索垃圾焚烧发电项目协同建设智算中心商业模式。永强项目开展智算中心建设前期工作。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

垃圾焚烧：B端转型+C端付费，促商业模式理顺提振估值

- ✓ **C端付费：**垃圾处理费逐步向C端顺价，走向生产者付费制度，商业模式理顺，有助于现金流改善&估值提振。
- **深圳——垃圾处理收费优秀案例：**深圳市居民类生活垃圾处理费统一采用“排污水量折算系数法”计费，收费标准为0.59元/m³，由自来水企业代收。
- **佛山——即将召开垃圾处理费定价听证会：**2025年8月，佛山市发展和改革局通知拟于2025年9月下旬召开佛山市生活垃圾处理费定价听证会。佛山本地垃圾焚烧企业【瀚蓝环境】有望受益。

表：深圳市城市生活垃圾处理费收费标准

用户类别	征收标准
居民用户	对一般自来水用户，委托供水企业代征的，按 0.59 元/立方米计收;对自备水源用户，由城管部门另行委托区或街道的环卫部门收取的，按 13.5 元/户计收。
其他用户	对一般自来水用户，委托供水企业代征的，按 0.27 元/立方米计收;对自备水源用户，由城管部门另行委托区或街道的环卫部门收取的，按 125 元/吨计收。

数据来源：深圳市发改委，东吴证券研究所

垃圾焚烧企业：2025H1提质增效&现金流改善逻辑持续兑现



表：2025H1垃圾焚烧企业归母净利润与经营指标（按归母净利润增速由高到低排序）

归母净利（亿元）				运营产能（万吨/日）		垃圾处理量（万吨）		吨发电（度）		吨上网（度）		供热（万吨）		发电供热比	
代码	证券简称	2025H1	YOY	25H1末	产能利用率	25H1	YOY	25H1	YOY	25H1	YOY	25H1	YOY	25H1	YOY
301109.SZ	军信股份	4.00	49.2%	1.18	86%	186	10.7%			476	9.7%				
601330.SH	绿色动力	3.77	24.5%	4.03	97%	715	2.1%	355	-0.5%	295	-0.1%	51	115%	4.6%	2.4%
000885.SZ	城发环境	5.89	20.2%	2.91	114%	606	5.6%	295	1.9%	252	3.0%	72	8%	8.6%	-0.1%
301175.SZ	中科环保	1.96	19.8%	1.18	99%	214	-1.6%			248	8.1%	88	12%	24.9%	0.9%
300867.SZ	圣元环保	1.15	12.1%	1.63	98%	290	-2.7%	335	2.2%	285	2.1%	6		1.3%	
0586.HK	海螺创业	12.86	9.3%	4.85	105%	933	3.5%			289	2.9%	31	170%	2.3%	1.4%
601033.SH	永兴股份	4.61	9.3%	3.47	85%	536		479		412		9		0.8%	
600323.SH	瀚蓝环境	9.67	9.0%	6.62	112%	759	18.0%	386	2.6%	337	3.5%	94	42%	6.9%	0.9%
601200.SH	上海环境	3.36	7.0%	3.90	96%	686	1.6%	393	0.2%	330	0.5%				
002034.SZ	旺能环境	3.82	5.2%	2.18	113%	451	1.2%	337	3.3%	284	1.8%	75	24%	10.5%	1.6%
601827.SH	三峰环境	6.78	1.8%	4.25	100%	773	2.6%	397	0.8%	352	1.1%	53	12%	3.7%	0.3%
603568.SH	伟明环保	14.25	0.1%	3.73	96%	656	9.0%	345	-1.3%	284	-1.2%	5	67%	0.6%	0.2%
0257.HK	光大环境	22.07	-10.1%	13.94	104%	2650	2.0%	392	3.1%	334	3.5%	162	39%	3.5%	0.8%
000035.SZ	中国天楹	2.12	-41.2%	2.16	106%	417	-2.8%			255	-2.0%	116	60%	17.9%	6.4%

表：2025H1垃圾焚烧企业现金流与分红潜力（按分红潜力由高到低排序）

		归母净利（亿元）		经营性现金流净额		购建固定、无形、长期资产支付现金		简易自由现金流			财务费用		分红潜力=（自由现金流-财务费用）/归母净利润
代码	证券简称	2025H1	YOY	25H1	YOY	25H1	YOY	24H1	25H1	YOY	25H1	YOY	
601033.SH	永兴股份	4.61	9.3%	9.26	2.0%	2.56	-37.3%	5.0	6.7	34.0%	1.4	-21.9%	115%
301109.SZ	军信股份	4.00	49.2%	7.24	59.8%	3.01	4.5%	1.6	4.2	156.7%	0.5	2.0%	92%
601330.SH	绿色动力	3.77	24.5%	6.32	16.4%	1.57	-27.4%	3.3	4.7	45.4%	1.9	-19.1%	75%
002034.SZ	旺能环境	3.82	5.2%	6.24	5.0%	2.51	-37.5%	1.9	3.7	94.0%	1.0	-5.7%	70%
601827.SH	三峰环境	6.78	1.8%	9.01	-20.2%	3.38	-8.5%	7.6	5.6	-25.9%	1.3	-14.5%	64%
0257.HK	光大环境	22.07	-10.1%	38.5		16.74		9.7	21.7	123.9%	12.5	-19.3%	42%
600323.SH	瀚蓝环境	9.67	9.0%	12.21	29.8%	8.83	-19.6%	(1.6)	3.4	315.0%	2.7	8.0%	7%
301175.SZ	中科环保	1.96	19.8%	2.98	24.5%	2.63	7.3%	(0.1)	0.3	690.2%	0.3	-6.4%	1%
603568.SH	伟明环保	14.25	0.1%	13.24	0.9%	11.80	-21.3%	(1.9)	1.4	177.4%	1.3	0.2%	1%
000885.SZ	城发环境	5.89	20.2%	9.77	53.9%	7.18	-14.9%	(2.1)	2.6	223.3%	2.6	-9.4%	0%
601200.SH	上海环境	3.36	7.0%	3.04	-16.7%	1.79	-22.1%	1.4	1.2	-7.7%	1.3	-19.3%	-1%
300867.SZ	圣元环保	1.15	12.1%	2.81	119.4%	2.10	58.2%	(0.0)	0.7	1573.1%	0.8	-13.8%	-9%
0586.HK	海螺创业	12.86	9.3%	9.15	-2.5%	8.75	-51.4%	(8.6)	0.4	104.7%	3.3	-5.6%	-23%
000035.SZ	中国天楹	2.12	-41.2%	3.55	-34.5%	4.20	-44.7%	(2.2)	(0.6)	70.2%	2.1	0.6%	-132%

注：光大环境货币单位为港元，其余均为人民币；瀚蓝环境产能利用率为瀚蓝内生，不含并表的粤丰；永兴股份垃圾量口径调整，25H1与24H1数据不可比；

产能利用率=25H1垃圾处理量/（25H1末运营产能*365）。数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

- ✓ **垃圾焚烧：1) 现金流：**资本开支下降自由现金流增厚，叠加居民付费理顺商业模式，年报大幅提分红！**2) 提质增效：**进入成熟运营期，企业通过提吨发、改供热、AIDC合作等增收，集采、债务置换等降本，B端转型+C端付费，对标海外市场化估值&ROE存翻倍以上空间。
- **【瀚蓝环境】**唯一的连续成功整合跨越式发展大固废企业，25年6月初粤丰正式并表，参照创冠整合盈利能力持续提升（ROE从14年5.1%提至24年10.7%），协同增效可期。25H1内生+并购增长双超预期，现金流持续增厚，分红提升&估值向上弹性大。
- **【绿色动力A+H】**24年每股派息翻倍，分红比例71.5%（同比+38.2pct），远超分红承诺。25H1业绩+24%超预期，运营提质增效ROE提升。
- **【海螺创业】**弹性+红利属性兼具，打折的海螺水泥+去年的光大环境，周期+自由现金流拐点弹性叠加！
- **【永兴股份】**独揽广州优质固废资产，拓展陈腐+工业垃圾，25H1产能利用率显著提升带动业绩增长，IDC合作弹性理论第一。
- 风险提示：应收风险、资本开支超预期上行、政策风险等。

表：垃圾焚烧企业估值表（估值日期：2025/8/31）

代码	公司	总市值 (亿元)	股息率 (TTM)	归母净利润预测 (亿元)				归母净利润yoy					PE				PB (LF)
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	24-27复增	2024E	2025E	2026E	2027E	
1330.HK	绿色动力环保	60	6.96%	5.85	6.50	7.18	7.60	-7%	11%	10%	6%	9%	10.2	9.2	8.4	7.9	0.74
0257.HK	光大环境	270	5.47%	33.77	35.76	38.74	40.36	-24%	6%	8%	4%	6%	8.0	7.5	7.0	6.7	0.52
0586.HK	海螺创业	169	4.84%	20.20	23.61	26.20	28.74	-18%	17%	11%	10%	12%	8.4	7.1	6.4	5.9	0.35
港股平均													8.9	8.0	7.3	6.8	0.5
301109.SZ	军信股份	122	4.17%	5.36	7.69	8.26	8.71	4%	43%	7%	5%	18%	22.7	15.8	14.7	14.0	1.63
601330.SH	绿色动力	98	4.27%	5.85	6.50	7.18	7.60	-7%	11%	10%	6%	9%	16.7	15.1	13.6	12.9	1.23
601033.SH	永兴股份	142	3.80%	8.21	9.17	10.17	10.87	12%	12%	11%	7%	10%	17.3	15.5	14.0	13.1	1.36
600323.SH	瀚蓝环境	215	3.98%	16.64	19.63	22.23	23.30	16%	18%	13%	5%	12%	12.9	11.0	9.7	9.2	1.56
601827.SH	三峰环境	142	2.89%	11.68	12.64	13.50	14.23	0%	8%	7%	5%	7%	12.1	11.2	10.5	10.0	1.24
002034.SZ	旺能环境	76	2.79%	5.61	6.62	7.04	7.50	-7%	18%	6%	7%	10%	13.6	11.5	10.8	10.2	1.10
603568.SH	伟明环保	328	2.48%	27.04	30.03	35.74	40.29	32%	11%	19%	13%	14%	12.1	10.9	9.2	8.2	2.38
601200.SH	上海环境	112	1.20%	5.75	6.04	6.32	6.59	5%	5%	5%	4%	5%	19.4	18.5	17.7	16.9	0.98
A股平均													15.9	13.7	12.5	11.8	1.43

注：光大环境、海螺创业、瀚蓝环境、绿色动力A/H、伟明环保、永兴股份盈利预测来自于东吴证券研究所，其余均来自wind一致预期

数据来源：Wind，东吴证券研究所（光大环境业绩和市值货币单位为港元，其余均为人民币口径）

目录

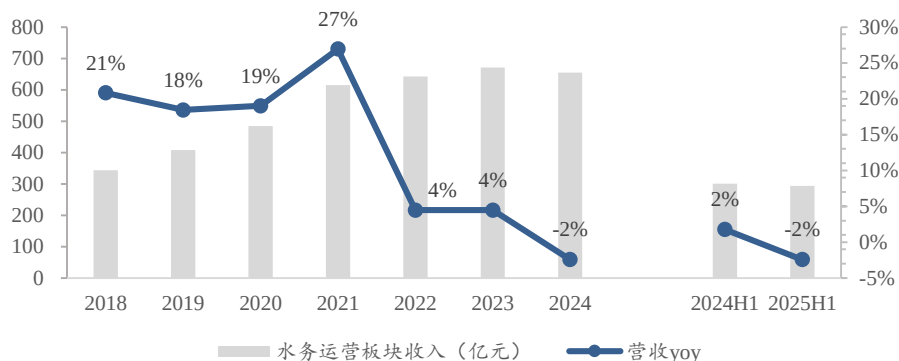
CONTENTS

- 01 环保行业：25H1运营稳健，现金流改善
- 02 垃圾焚烧：降本增效提ROE&自由现金流增厚提分红持续兑现
- 03 水务运营：业绩稳健，资本开支下行，自来水提价加速
- 04 环卫：电动化渗透率加速，新能源销量高增，无人化迎发展机遇
- 05 风险提示

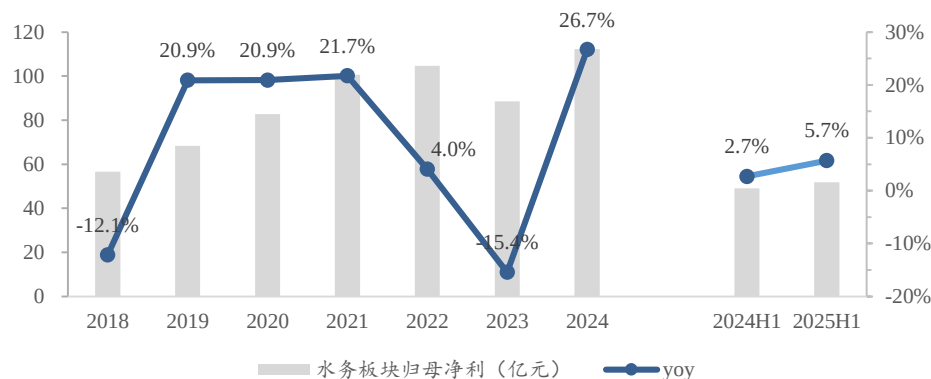
水务：业绩稳健增长，利润率向上

- ✓ 水务运营业绩稳健增长。2025H1水务运营板块收入655亿元（同比-2%），归母净利润52亿元（同比+6%，同比+2.79亿元），毛利率和净利率同步向上。其中中山公用业绩增幅最为突出，25H1中山公用归母净利润同比+1.64亿元，同增30%，主要系持有广发证券股权10.57%，广发证券业绩高增，投资收益同比+2.56亿元。

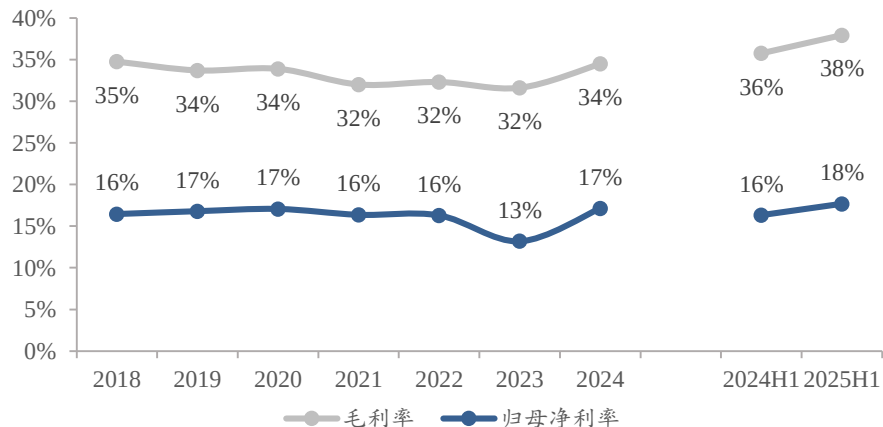
图：2014年和2025H1水务运营板块营业收入同比微降



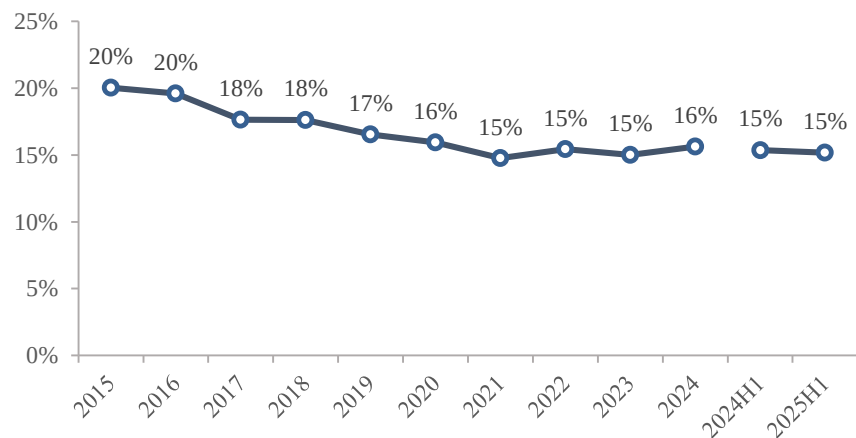
图：2024和2025H1水务运营板块归母净利润稳健增长



图：2024年/2025H1水务运营板块毛利率和净利率向上



图：2024年水务运营板块期间费用率微增，2025H1持平



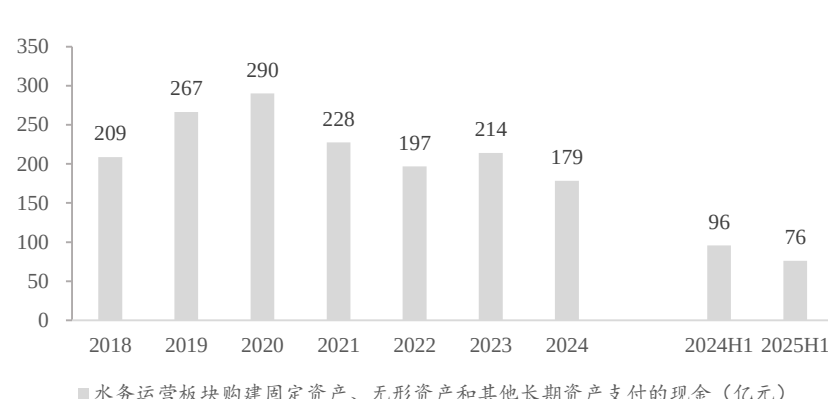
水务：经营性现金流净额上行，资本开支下行

- ✓ 2025H1经营性现金流上行，资本开支下行。2025H1水务运营板块经营性现金流净额35亿元（同比+18%），资本开支76亿元（同比-21%），自由现金流-41亿元（2024H1为-66亿元）。

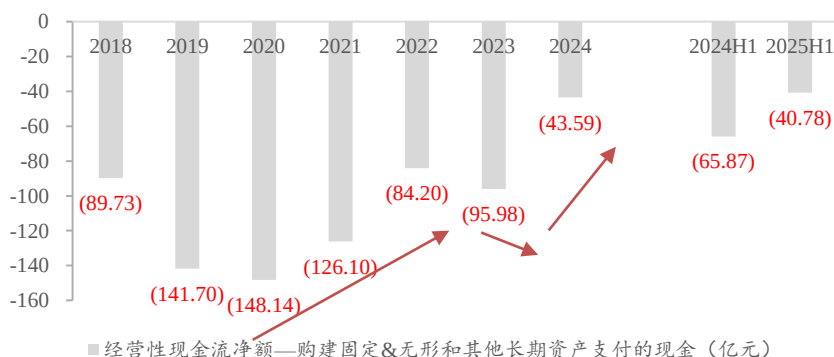
图：水务运营板块具备持续优质经营性现金流



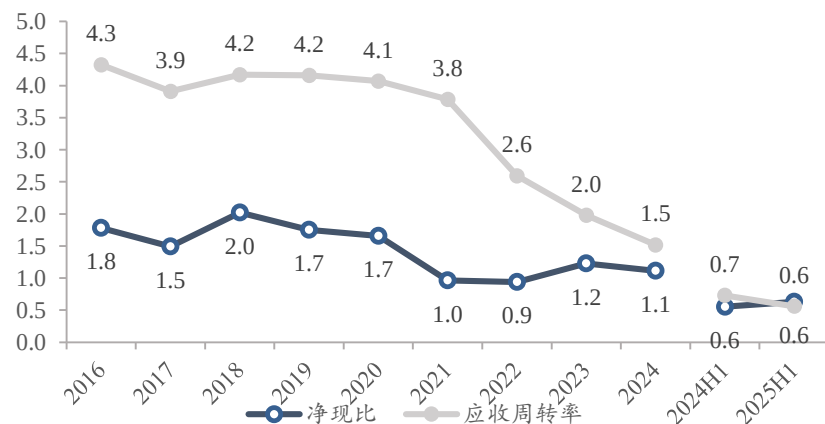
图：2024和2025H1水务运营板块资本开支下降



图：2015-2024H1水务运营板块自由现金流



图：2016-2025H1水务运营板块净现比及应收周转率



水务： 水价改革持续推进， 自来水提价加速

- ✓ 核心城市跟踪：广州、深圳提价落实，中山、东莞跟进，有望带动新一轮水价改革
- ✓ 广州：自25年6月1日起，广州市中心城区居民生活用水第一、二、三阶梯价格调整为2.55元/立方米（涨幅28.8%）、3.82元/立方米（涨幅28.6%）、7.65元/立方米（涨幅93.2%），并增设合表水价2.80元/立方米；非居民生活用水价格调整为4.40元/立方米（涨幅27.2%），特种用水价格调整为25元/立方米（涨幅25.0%）。
- ✓ 深圳：深圳市自来水综合价格拟由3.449元/m³调整为3.8991元/m³（含税），涨幅13.05%，听证会于25年4月11日举行，自2025年7月1日起实施。

表：2024年以来大中城市水价调整情况

地区	调整前自来水价（元/m³）			调整后自来水价（元/m³）			调价幅度 （居民）	价格涨幅 （居民）	调价幅度 （非居）	调价幅度 （非居）	执行日期	距上次调价
	居民 （一阶）	非居民	特种	居民 （一阶）	非居民	特种						
上海浦东新区	1.92	/	/	2.25	/	/	0.33	17%	/	/	2024/1/1	10年
三亚	1.65	3.20	6.10	2.20	3.96	11.88	0.55	33%	0.76	24%	2024/6/18	9年
长沙	1.51	2.37	5.64	1.90	2.97	7.92	0.39	26%	0.60	25%	2024/8/1	12年
南京	1.62	1.87	2.85	2.00	2.54	5.60	0.38	23%	0.67	36%	2025/1/1	12年
广州	1.98	3.46	20.00	2.55	4.40	25.00	0.57	29%	0.94	27%	2025/6/1	13年
深圳	2.67	3.77	16.17	2.67	4.76	20.00	0	0	0.99	26%	2025/7/1	8年

水务： 水价改革持续推进， 自来水提价加速

- ✓ 核心城市跟踪： 广州、深圳提价落实， 中山、东莞跟进， 有望带动新一轮水价改革
- ✓ 中山： 中山市发改委于2025年8月22日举办听证会， 涉及自来水价格调整方案两套： 方案一： 自来水综合价格拟由1.73元/立方米调整为2.14元/立方米（涨幅23.7%）； 方案二： 自来水综合价格拟由1.73元/立方米调整为2.18元/立方米（涨幅26.0%）。
- ✓ 东莞： 东莞市发改委发布《关于进一步完善我市自来水价格形成机制的通知》并于2025年8月1日起执行， 分两步调整全市自来水价格。 第一步： 现行居民用水第一阶梯价格低于1.88元/立方米的， 调整至1.88元/立方米， 非居民用水价格调整至2.25元/立方米， 特种用水价格调整至7.00元/立方米。 第二步： 两年后实施第二步调整， 其中居民用水第一阶梯价格调整至2.06元/立方米， 非居民用水价格调整至2.46元/立方米， 特种用水价格统一按7.00元/立方米执行。

表： 2025年8月中山市自来水价格调整听证会方案

价区	用水类别		现行价格	方案一	方案二
公用水务价区	居民生活用水	第一阶梯 (0-25 (含) m³)	1.35-2	1.88	1.91
		第二阶梯 (26-36 (含) m³)	1.35-2.88	2.82	2.86
		第三阶梯 (36m³以上)	1.35-5.76	5.64	5.73
	非居民用水		1.5-2.34	2.45	2.51
	特种用水		1.8-3.5	7	7
粤海水务价区	居民生活用水	第一阶梯 (0-25 (含) m³)	1.5	1.62	1.65
		第二阶梯 (26-36 (含) m³)	1.5-2.25	2.43	2.47
		第三阶梯 (36m³以上)	1.5-4.5	4.86	4.95
	非居民用水		1.7/1.79	1.92	1.95
	特种用水		3	7	7
坦洲水司价区	居民生活用水	第一阶梯 (0-25 (含) m³)	1.76	1.76	1.76
		第二阶梯 (26-36 (含) m³)		2.64	2.64
		第三阶梯 (36m³以上)		5.28	5.28
	非居民用水		1.99	1.99	1.99
	特种用水		3.3	7	7

表： 2025年8月东莞市自来水价格形成机制

分步实施	镇街	居民水价				非居民用水	特种用水	趸售	
		第一阶梯	第二阶梯	第三阶梯	合表水价			商住小区	村（社区）
第一步	石碣、茶山、石龙、高埗、企石、横沥、石排、中堂、桥头、谢岗、莞城、东城、南城、万江	1.88	2.82	5.64	2.01	2.25	7.00（“以自来水为原料的纯净水生产”的用水价格按3.50执行）	1.77	-
	寮步、大岭山、松山湖、厚街、东坑、虎门、道滘、沙田、大朗、长安、望牛墩、洪梅、麻涌	1.88	2.82	5.64	2.01	2.40		1.77	-
	樟木头、黄江	1.90	2.85	5.70	2.03	2.25		1.79	-
	塘厦	1.96	2.94	5.88	2.10	2.38		1.84	-
	凤岗	2.06	3.09	6.18	2.20	2.46		1.94	-
	常平	1.88	2.82	5.64	2.01	2.20		1.77	1.88
	清溪	1.91	2.87	5.73	2.04	2.29		1.80	1.91
第二步	全市	2.06	3.09	6.18	2.20	2.46	7.00	1.94	2.06

水务： 水价改革持续推进， 自来水提价加速

✓ 自来水提价影响测算：参照核心城市调价幅度，假设重庆水务、江南水务、兴蓉环境、洪城环境、中山公用、瀚蓝环境供水均价提升25%，所得税率均按15%计算，供水提价在2024年基础上有望带来47%、32%、28%、18%、14%、12%的盈利弹性。

表： 自来水提价对上市公司盈利弹性测算

	主要供水区域	2024年 供水营收 (亿元)	供水营收 占比	2024年 供水量 (亿吨)	2024年 供水均价 (元/吨)	涨幅	提价幅度	所得税率	提价净利增量 (亿元)	2024年 归母净利润 (亿元)	提价弹性
重庆水务	重庆	17.44	25%	6.38	2.74	25%	0.68	15%	3.71	7.85	47%
江南水务	江苏无锡江阴	6.08	40%	2.36	2.58	25%	0.64	15%	1.29	4.02	32%
兴蓉环境	四川成都	26.20	29%	11.50	2.28	25%	0.57	15%	5.57	19.96	28%
洪城环境	江西南昌	9.91	12%	4.16	2.38	25%	0.60	15%	2.11	11.90	18%
中山公用	中山市	8.05	14%	4.50	1.79	25%	0.45	15%	1.71	11.99	14%
瀚蓝环境	广东佛山南海区	9.72	8%	4.96	1.96	25%	0.49	15%	2.07	16.64	12%

- ✓ 水务量价逆周期，稳健增长+高分红+价格改革，关注水务优质运营资产价值重估。
- ✓ 价格改革影响：不仅是弹性、重塑成长+估值！供水价格市场化提振盈利，增强盈利稳定性；污水顺价解决付费模式从to G转为to C。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。“从防御到可持续增长”带来估值提升空间2~3倍。
- ✓ 重点推荐：
 - 【粤海投资】稀缺对港供水资产，能高频调价，历史年化涨幅2%且现金流优质，剥离粤海置地盈利修复，预计对应25年股息率5.8%，对应25年PE 11.2倍。
 - 【兴蓉环境】掌握成都优质水务资产，项目投运+污水提价兑现，长期自由现金流增厚空间大，对应25年PE 9.4倍。
 - 【洪城环境】自来水盈利承压，具备调价基础有待推进，高分红兼具稳健增长，承诺21-26年50%+分红，对应25年股息率5.4%，PE 9.3倍。
 - 风险提示：应收风险、价格改革不及预期、资本开支超预期上行等

表：水务运营企业估值表（估值日期：2025/8/31）

代码	公司	总市值	股息率 (TTM)	股息率	归母净利润预测（亿元）					归母净利润yoy					PE			
				2025E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	24-27复增	2024A	2025E	2026E	2027E	
0371.HK	北控水务集团	238	6.33%	6.52%	16.78	16.09	16.83	17.54	-12%	-4%	5%	4%	2%	14.2	14.8	14.1	13.6	
0270.HK	粤海投资	478	4.64%	5.81%	31.42	42.74	43.57	44.53	1%	36%	2%	2%	12%	15.2	11.2	11.0	10.7	
000598.SZ	兴蓉环境	204	2.74%	3.20%	19.96	21.74	23.64	25.72	8%	9%	9%	9%	9%	10.2	9.4	8.6	7.9	
600461.SH	洪城环境	116	5.13%	5.39%	11.90	12.52	13.07	13.64	10%	5%	4%	4%	5%	9.8	9.3	8.9	8.5	
600008.SH	首创环保	230	5.43%	4.35%	35.28	17.87	19.03	20.11	120%	-49%	7%	6%	-17%	6.5	12.9	12.1	11.4	
601158.SH	重庆水务	227	3.33%	2.98%	7.85	8.45	8.72	9.13	-28%	8%	3%	5%	5%	28.9	26.8	26.0	24.8	
000544.SZ	中原环保	85	3.00%	3.74%	10.32	12.65	14.41	15.92	20%	23%	14%	10%	16%	8.2	6.7	5.9	5.3	
000685.SZ	中山公用	153	4.14%	4.44%	11.99	13.62	15.41	17.25	24%	14%	13%	12%	13%	12.8	11.3	9.9	8.9	

注：粤海投资、兴蓉环境、洪城环境盈利预测来自东吴证券研究所，其余均来自wind一致预期

数据来源：Wind，东吴证券研究所

目录

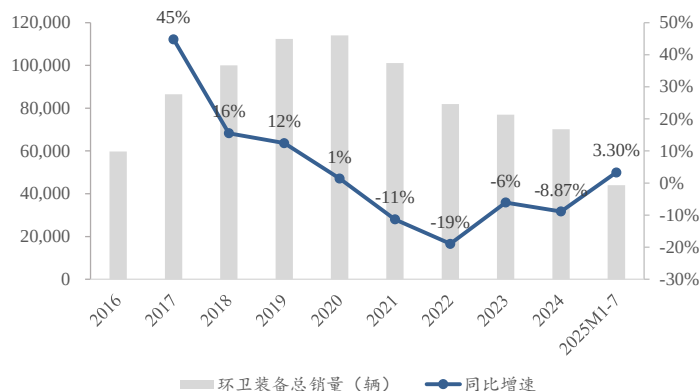
CONTENTS

- 01 环保行业：25H1运营稳健，现金流改善**
- 02 垃圾焚烧：降本增效提ROE&自由现金流增厚提分红持续兑现**
- 03 水务运营：业绩稳健，资本开支下行，自来水提价加速**
- 04 环卫：电动化渗透率加速，新能源销量高增，无人化迎发展机遇**
- 05 风险提示**

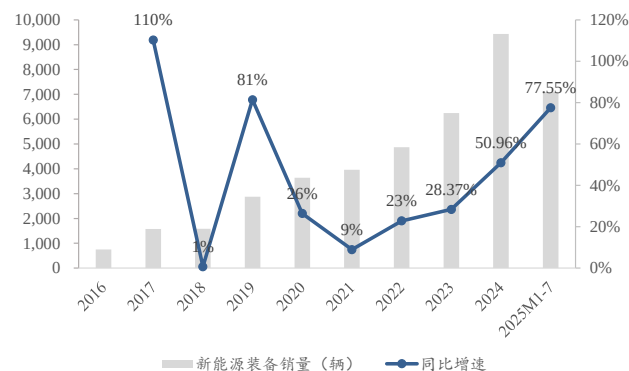
环卫装备：2025M1-7环卫新能源销量同增78%，渗透率提升8pct 东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

- ✓ 2025M1-7环卫新能源销量同增77.55%，渗透率同比提升6.75pct至16.14%。根据银保监会交强险数据，2025M1-7，环卫车合计销量43967辆，同比变动+3.3%。其中，新能源环卫车销售7095辆，同比变动+77.55%，新能源渗透率16.14%，同比变动+6.75pct。

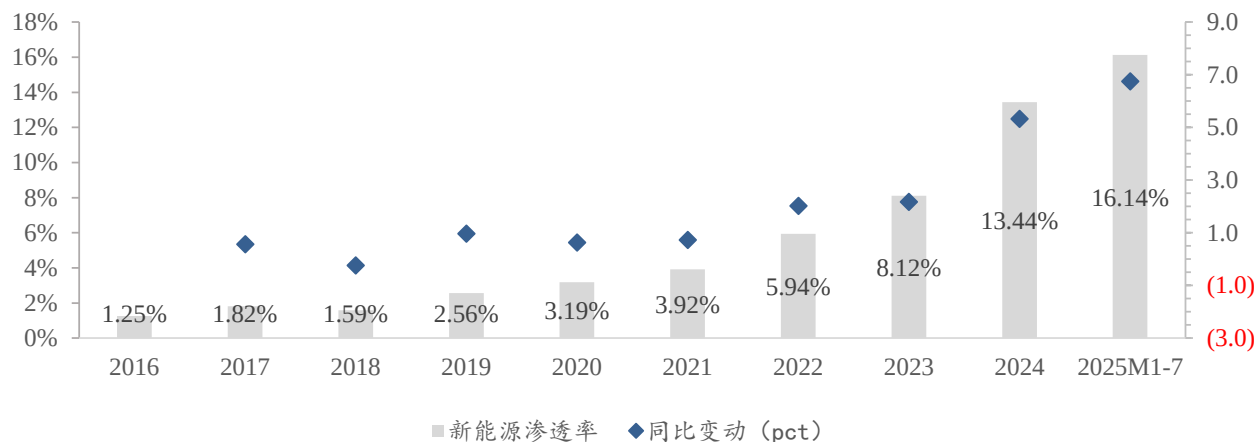
图：环卫车销量与增速（单位：辆）



图：新能源环卫车销量与增速（单位：辆）



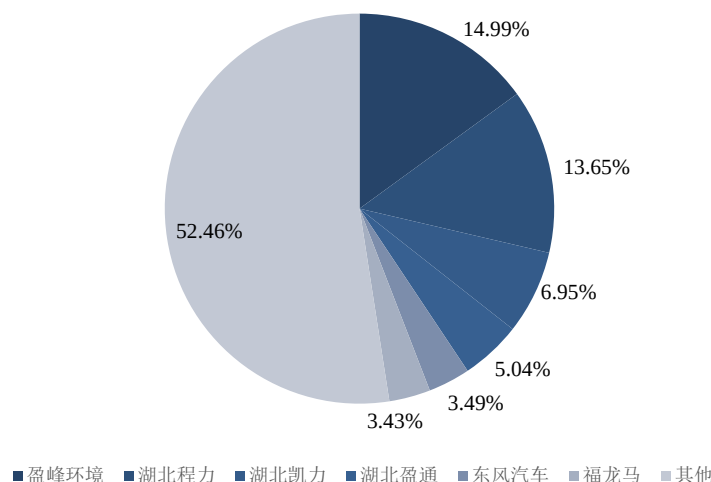
图：环卫新能源渗透率



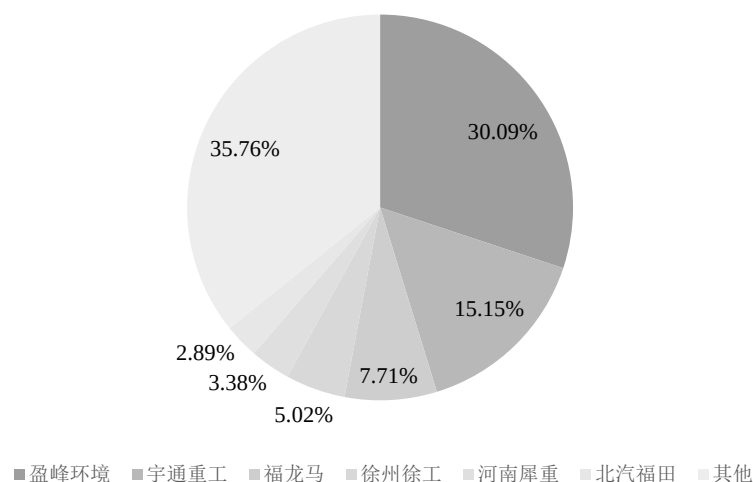
环卫装备：2025M1-7环卫新能源销量同增78%，渗透率提升8pct

- ✓ 25M1-7市场格局：
- ✓ 盈峰环境：环卫车市占率第一：销售6592辆（同比+1.40%，下同），市占率14.99%（-0.28pct）；新能源市占率第一：销售2135辆（+100.47%），市占率30.09%（+3.44pct）。
- ✓ 福龙马：环卫车市占率第六：销售1506辆（-19.21%），市占率3.43%（-0.95pct）新能源市占率第三：销售547辆（+54.08%），市占率7.71%（-1.17pct）。
- ✓ 宇通重工：环卫车市占率第七：销售1386辆（+2.74%），市占率3.15%（-0.02pct）；新能源市占率第二：销售1075辆（+29.21%），市占率15.15%（-5.67pct）

图：2025M1-7环卫装备销售市占率

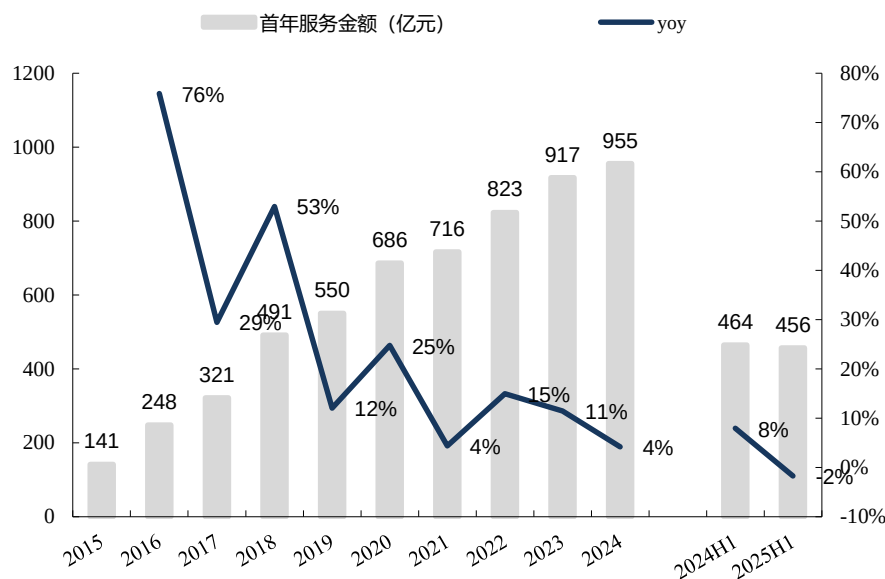


图：2025M1-7新能源环卫装备销售市占率

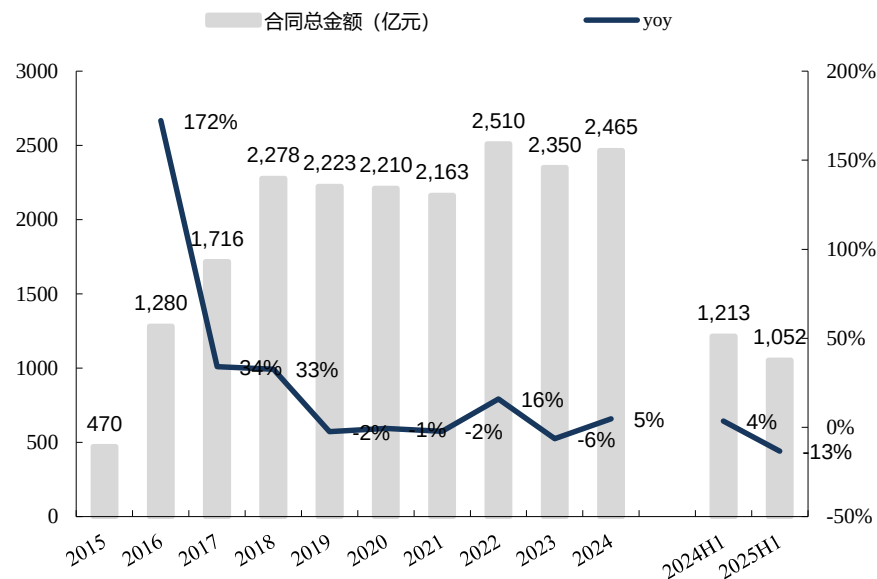


- ✓ **2025H1环卫服务市场：**根据“环境司南”不完全统计，2025 H1我国新开标各类环卫服务类项目（含标段）的年化合同金额为456亿元（同比-2%），合同总金额为1052亿元（同比-13%）。
- **城市大管家项目释放规模效应：**随着市场化改革深入，“城市大管家”这一创新模式整合了环卫、园林、市政、固废处置以及智慧城市运营云系统等多项服务，在全国各地快速铺开。25H1城市大管家模式开标项目153个，成交年化总额55.6亿元，合同总额170.5亿元。相比24H1的131个项目、年化45.1亿元、合同163.0亿元，年化总额增长23.3%，合同总额增长4.6%。
- **无人环卫项目兴起：**根据环境司南数据显示，2025上半年，累计200多个无人驾驶智能环卫设备及服务采购项目，分布于22个省份、54个城市、80个区县，总采购量达648台(辆)，其中已开标453台(辆)，采购方式涉及“设备采购”“设备租赁”及“环卫+无人驾驶试点”及“纯无人化智能清扫”。其中“环卫+无人驾驶试点”项目在全国15个省份共开标103个，成交合同总额突破70亿元。

图：环卫服务行业新签合同首年服务金额



图：环卫服务行业新签合同总金额



- ✓ 根据新战略低速无人驾驶产业研究所最新统计数据显示，2025年上半年，国内自动驾驶领域公开超290个新项目中中标结果，同比增长67%；总金额超69亿元，同比增长64%。其中，无人清洁环卫是绝对主导领域，项目数量超90个（占比约31%），总金额超55亿元（占比约81%）。

表：2024年及2025H1自动驾驶领域中标项目场景分布情况

2024年	清洁环卫	无人矿区	无人港口	无人接驳	安防巡检	无人配送	无人农业	教学教具	工程项目	其他
数量（个）	82	36	14	23	54	40	44	140	18	35
占比：	17%	7%	3%	5%	11%	8%	9%	29%	4%	7%
金额（亿元）	48.7	6.5	5.3	2.7	1.3	1.1	0.8	3.5	23.8	1.9
占比：	51%	7%	6%	3%	1%	1%	1%	4%	25%	2%

2025H1	清洁环卫	无人港口	无人矿区	无人接驳	安防巡检	物流配送	无人农业	教育科研	工程项目	其他
数量（个）	超90	11	9	14	38	12	12	76	10	22
占比：	31%	4%	3%	5%	13%	4%	4%	26%	3%	7%
金额（亿元）	55.79	1.62	1.10	0.41	0.37	0.23	0.29	2.63	6.10	0.59
占比：	81%	2%	2%	1%	1%	0%	0%	4%	9%	1%

环卫无人化：多方参与、积极布局

✓ 关注环卫服务领域长期升级方向——无人环卫：无人驾驶环卫车、城服机器人等。环卫企业积极布局智能化&无人化，无人驾驶环卫车可以有效解决了当下环卫领域的用工老龄化、用工难等痛点难题，有利于环卫机械化率进一步提升。

表：企业环卫无人化布局

类型	公司	环卫无人化布局	设备型号示例
环卫装备&服务企业	盈峰环境	以盈峰智能为载体、孵化犀牛智行，自研推出十余款智能清洁机器人	“蜂群”智慧清洁机器人矩阵（1吨/3吨/18吨）
	宇通重工	宇通集团战投文远，并联合研制了前装量产无驾驶舱的自动驾驶洗扫车&清洗车	拥有多品类无人驾驶环卫车及新能源矿卡，实现矿区常态化无人作业
	福龙马	自2022年起，福龙马CITIBOT与华为无人驾驶场景中展开深入的合作接洽，自研智能环卫装备与无人驾驶机器人	SD22智能扫车（3.6吨）/SD15无人驾驶清扫机器人（1吨）/SD18纯电动扫路机/SD08智能充电机器人
	劲旅环境	产品包括园区版和公开道路版，吨位从1.5吨的小型适用于人行道的车辆到2.5吨的大型非机动车道和园区车辆	JLL15SZTAR无人驾驶扫路机/JLL23SZXBR无人驾驶扫路机
环卫服务企业	侨银股份	围绕“数智装备”成立侨银数智子公司，推出室外无人清扫机器人；与国地中心合作，推进三款人形机器人在环卫、物业、家居场景的落地	无人驾驶道路清扫机器人/无人驾驶物业保洁机器人/无人驾驶巡逻配送机器人/无人驾驶城市巡检作业机器人
	玉禾田	收购坎德拉科技，强化在环卫清洁服务领域的智能化布局	坎德拉阳光S200多功能清扫机器人（0.75吨）
科技企业	酷哇科技	在市政环卫领域提供覆盖城市全场景（人行道、辅道、主干道）系列化自动驾驶环卫作业专用车/机器人，功能包括自动路面洗扫、自动洒水、自动路面养护等	1吨及以下的酷哇独角兽系列/3.5吨的酷哇麒麟系列/18吨及以上的酷哇浩克系列
	文远知行	24年4月发布全球首款面向开放道路可覆盖全场景的L4级无人驾驶环卫设备——文远扫路机S1	无人驾驶扫路机S1（120,000m²单次充电作业覆盖面积）

- ✓ 行业积极布局智能化&无人化，小吨位设备更具经济性，有望加速放量。建议关注【福龙马】【劲旅环境】【侨银股份】【玉禾田】【盈峰环境】【宇通重工】，对应25年PE 分别为44/19/17/16/32/24倍。
(估值日期：2025/8/31)
- ✓ 风险提示：无人化进展不及预期，应收风险，竞争加剧等。

表：盈利预测与估值表

代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润及增速（亿元，%）							PE		
			2024A	24同比	2025H1	25H1同比	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603686.SH	福龙马	77	1.45	-37%	0.94	-1%	1.76	2.02	2.27	44	38	34
001230.SZ	劲旅环境	33	1.41	9%	0.79	14%	1.71	1.99	2.29	19	17	14
002973.SZ	侨银股份	55	2.89	-9%	1.25	-28%	3.24	3.60	4.01	17	15	14
300815.SZ	玉禾田	106	5.75	10%	3.20	-2%	6.74	7.52	8.41	16	14	13
000967.SZ	盈峰环境	222	5.14	3%	3.82	0%	6.92	8.26	9.91	32	27	22
600817.SH	宇通重工	64	2.27	4%	1.19	43%	2.72	3.31	3.93	24	19	16

注：宇通重工盈利预测来自东吴证券研究所，其余均来自wind一致预期
数据来源：Wind，东吴证券研究所

目录

CONTENTS

- 01 环保行业：25H1运营稳健，现金流改善**
- 02 垃圾焚烧：降本增效提ROE&自由现金流增厚提分红持续兑现**
- 03 水务运营：业绩稳健，资本开支下行，自来水提价加速**
- 04 环卫：电动化渗透率加速，新能源销量高增，无人化迎发展机遇**
- 05 风险提示**

- 1) **应收账款期延长风险**：若地方财政压力加大，污水处理费和垃圾处理费兑付时间延长，将影响公司经营性现金流净额，同时带来应收减值风险拖累盈利。
- 2) **资本开支超预期上行**：若固废、水务企业资本开支超预期上行，将影响公司自由现金流，对分红能力造成影响。
- 3) **价格改革进展不及预期**：价格改革推进需同时考虑对民生和经济的影响，若供水提价和污水顺价实施不畅，水务资产盈利稳定性及现金流情况将受到影响。
- 4) **竞争加剧**：环卫电动化和无人化放量过程中，上下游企业的涉足、不同领域新企业的不断加入，市场竞争将不断加剧。

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>

东吴证券 财富家园