



Research and
Development Center

运营类资产具备绝对收益价值，国产替代及智能化赋予 板块新活力——环保行业 2025 年中期策略报告

2025 年 7 月 11 日

证券研究报告

行业研究

行业策略报告

环保

投资评级 看好

上次评级 看好

左前明 能源行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

郭雪 环保公用联席首席分析师
执业编号: S1500525030002
邮箱: guoxue@cindasc.com

吴柏莹 环保行业分析师
执业编号: S1500524100001
邮箱: wuboying@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编: 100031

运营类资产具备绝对收益价值，国产替代及智能化赋予板块新活力

2025 年 7 月 11 日

本期内容提要:

- **环保资产估值稳步提升，基金持仓青睐垃圾焚烧及环保设备。**年初截至 6 月 20 日，申万（2021）环保行业指数上涨 3.34%，在 31 个行业中排名第 9；从估值方面看，信达环保板块整体 PE 为 35.62X，较 2024H1 显著提升；从基金持仓市值前十大标的来看，2025Q1，基金持有环保股总市值为 80.6 亿元，占总持仓比重的 0.12%，主要聚焦在垃圾焚烧发电、环保设备板块。我们认为今年作为“十四五”的收官之年，在政策红利与市场化机制的驱动下，环保行业经营情况有望改善，行业估值有望持续修复。
- **运营类资产盈利稳定，绝对收益价值凸显。**随着十年期国债收益率持续下行，化债持续推进，环保板块中运营类资产水务&垃圾焚烧盈利稳健上行，现金流持续向好，叠加公用事业市场化改革，我们认为有以下三条投资主线：一是红利属性：2024 年水务和垃圾焚烧板块行业扣非归母净利润同比提升 9.3%、12.1%，自由现金流进一步好转。行业平均分红比例分别提升至 35%、46%，2025 年平均预测股息率达到 4.2%、3.96%。分红比例高、股息率高的运营类公司具备绝对收益价值。二是成长属性：公用事业化改革背景下，水价调整为水务公司带来业绩弹性；水价偏低区域的上市公司，有望迎来水价上调。此外，出海+数据中心协同等有望为垃圾焚烧带来估值重塑。三是困境反转：化债持续推进，部分上市公司应收账款已出现改善迹象，未来仍有应收好转预期的公司、地方破净运营类国企及处在国计民生行业的环保设备类公司值得关注。
- **国产替代及智能化赋予板块新活力。**在复杂多变的地缘政治形势下，国产替代及自主可控是大势所趋；此外，作为“十四五”收官之年，工业节能降耗持续推进，环保节能设备有望迎来需求抬升，我们认为环保中偏成长赛道有以下两条投资主线：一是科学仪器包括碳计量相关监测检测设备：关税和限制出口政策的宏观环境下，随着国家鼓励支持政策的推出，国内涌现出一批企业加大研发投入，有望加速科学仪器行业的国产替代。此外，碳排放交易市场首度扩围，有望利好公司碳监测碳计量业务领域。二是环卫装备，环卫车销量同比重回增长，新能源环卫车需求爆发，新能源环卫车渗透率 25Q1 已提升至 15.4%。同时无人环卫已纳入国家政策视野，发达地区率先进行实践，各家上市公司积极布局。此外，市政环卫对政府付费依赖程度高，导致环卫企业存量应收规模较大，减值对业绩也形成一定压力。环卫企业 24 年相较 23 年存量应收规模增幅不大，地方化债有望助力环卫企业历史减值冲回。
- **投资建议：**推荐稳健运营类环保资产垃圾焚烧&水务板块、以及国产替代和智能化趋势下焕发活力的科学仪器板块和环卫设备板块。推



荐业绩稳定性与成长性并存的【兴蓉环境】、稳定盈利&持续高分红的南昌市综合环境运营商的【洪城环境】、成功收购粤丰环保，有望实现规模和盈利能力的双提升的【瀚蓝环境】。建议关注：（1）垃圾焚烧：旺能环境、伟明环保、绿色动力、永兴股份；（2）水务：武汉控股、中原环保；（3）科学仪器包括碳计量相关监测检测设备：聚光科技、雪迪龙、皖仪科技；（4）环卫设备：玉禾田、侨银股份、劲旅环境、盈峰环境等。

- **风险提示：**政策推进不及预期风险；市场竞争加剧风险；投资并购整合风险；研发进度不及预期风险；应收账款回收不及预期。

目录

一、环保行业涨幅居前，基金持仓青睐垃圾焚烧及环保设备.....	6
二、公用事业价格改革，运营类资产盈利稳定，绝对收益价值凸显.....	8
2.1 公用事业价格市场化改革持续推进，以水价为例，调整已成趋势.....	8
2.2 化债持续推进下，部分运营类企业应收好转.....	10
2.3 投产高峰期已过，环保运营类资产红利属性凸显.....	12
2.4 以垃圾焚烧为例，剖析行业估值重塑底层逻辑.....	15
三、国产替代及智能化赋予板块新活力.....	19
3.1 长坡厚雪，科学仪器国产替代大有可为.....	19
3.2 智能化千亿环卫市场蓄势待发.....	26
四、投资建议.....	30
五、风险提示.....	31

表目录

表 1: 2025Q1 持股市值前十大环保企业.....	7
表 2: 2024 年至今，全国主要城市水价调整情况.....	8
表 3: 主要水务上市公司主业经营情况及自来水调价弹性测算.....	9
表 4: 环保行业 2023-2025Q1 应收账款有向好趋势的部分公司.....	11
表 5: 运营类板块分红情况梳理.....	14
表 7: 2023 年以来关于国家支持科学仪器的部分政策表述.....	20
表 8: 碳排放配额分配方式分类.....	25
表 9: 推进无人环卫发展的相关政策.....	27
表 10: 环保行业部分上市公司估值表.....	31

图目录

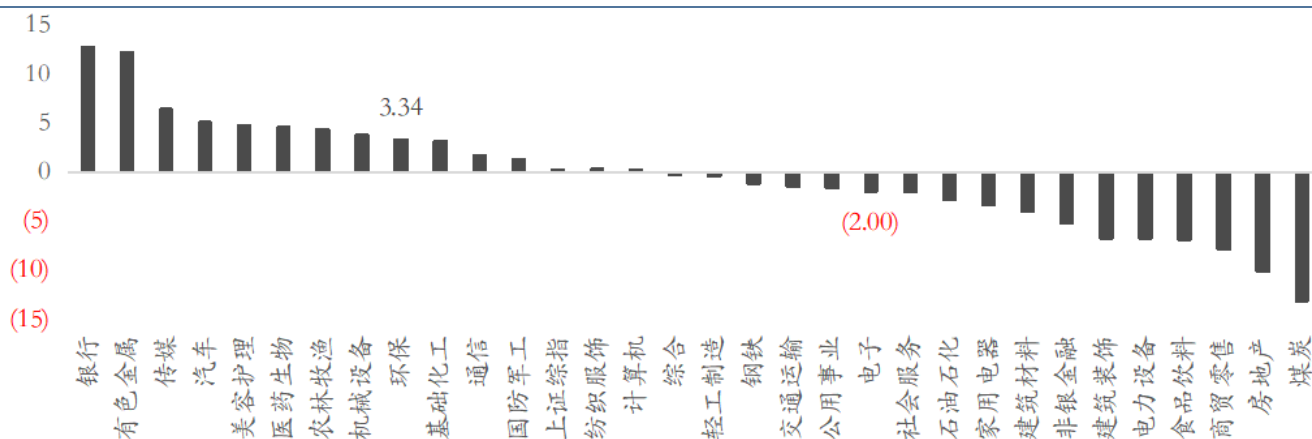
图 1: 申万（2021）各行业 2025 年度至今涨跌幅（%）（截至到 6 月 20 日）.....	6
图 2: 信达环保行业细分板块 2025 年度至今涨跌幅（%）（截至到 6 月 20 日）.....	6
图 3: 信达环保板块 PE（TTM）.....	7
图 4: 信达环保板块细分领域 PE（TTM）（截至到 6 月 20 日）.....	7
图 5: 全国主要城市水价情况（元/吨）.....	9
图 6: 2024 年 2 万亿化债额度分配（亿元）.....	10
图 7: 2018-2025Q1 水务样本公司扣非归母净利润情况.....	12
图 8: 2018-2025Q1 水务板块样本公司负债情况（%）.....	12
图 9: 水务板块样本公司经营性现金流（亿元）.....	12
图 10: 水务板块样本公司自由现金流（亿元）.....	12
图 11: 2019-2025Q1 垃圾焚烧板块样本公司扣非归母净利润.....	13
图 12: 2019-2025Q1 垃圾焚烧板块样本公司负债情况（%）.....	13
图 13: 垃圾焚烧板块样本公司经营性现金流（亿元）.....	13
图 14: 垃圾焚烧板块样本公司自由现金流（亿元）.....	13
图 15: 十年期国债收益率（%）.....	15
图 16: 垃圾焚烧指数(长江) 动态 PE Bands.....	15
图 17: 水务指数(长江) 动态 PE Bands.....	15
图 20: 主要科学仪器上市公司股价复盘（元/股）.....	19
图 21: 2023 年全球主要地区和组织研发投入强度（%）.....	20
图 22: 2020-2024 年我国 R&D 经费及占 GDP 比重情况.....	20
图 23: 2018-2024 年质谱仪进口金额及增长率.....	21
图 24: 2018-2024 年质谱仪进口量及增长率.....	21
图 25: 2024 年各采购单位质谱仪中标金额占比.....	22
图 26: 2024 年质谱仪产地采购金额与上年同期对比（亿元）.....	22
图 27: 2018-2024 年我国液相色谱仪进出口金额对比（亿美元）.....	22
图 28: 我国液相色谱仪进出口数量（台）/均价（右轴）情况.....	22
图 29: 2018-2024 年我国气相色谱仪进出口金额对比（亿美元）.....	23
图 30: 我国气相色谱仪进出口数量（台）/均价（右轴）情况.....	23
图 31: 2023、2024 年 1-12 月色谱仪中标情况.....	23
图 32: 2024 年采购单位色谱仪中标金额占比.....	24
图 33: 2024 年各产地色谱仪中标数量及平均单价.....	24
图 34: 我国碳市场构成示意图.....	24

图 35: 2021-2024 年全国碳市场碳排放配额成交额	25
图 36: 2024 年-2025 年 3 月碳排放配额成交均价	25
图 37: 2016-2025Q1 中国新能源环卫车渗透率	26
图 38: 2021-2027 年我国环卫用车设备市场空间	27

一、环保行业涨幅居前，基金持仓青睐垃圾焚烧及环保设备

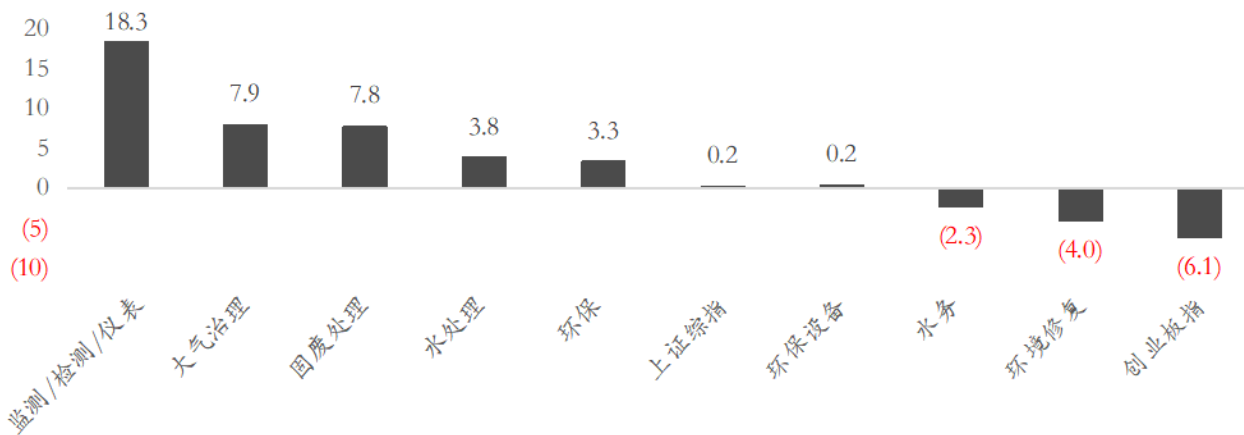
截至 2025 年 6 月 20 日，从年初至今，申万（2021）环保行业指数上涨 3.34%，在 31 个行业中排名第 9；从板块细分领域来看，监测/检测/仪表、大气治理、固废处理、水处理涨幅较大，分别上涨 18.3%、7.9%、7.8%、3.8%，水务、环境修复表现不佳，分别下跌 2.3%、4.0%。

图 1：申万（2021）各行业 2025 年度至今涨跌幅（%）（截至到 6 月 20 日）



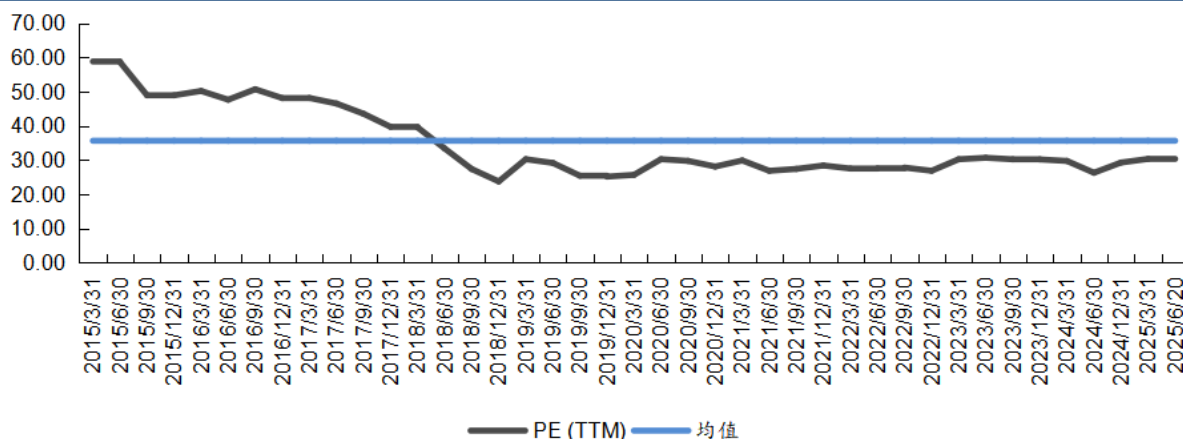
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 2：信达环保行业细分板块 2025 年度至今涨跌幅（%）（截至到 6 月 20 日）

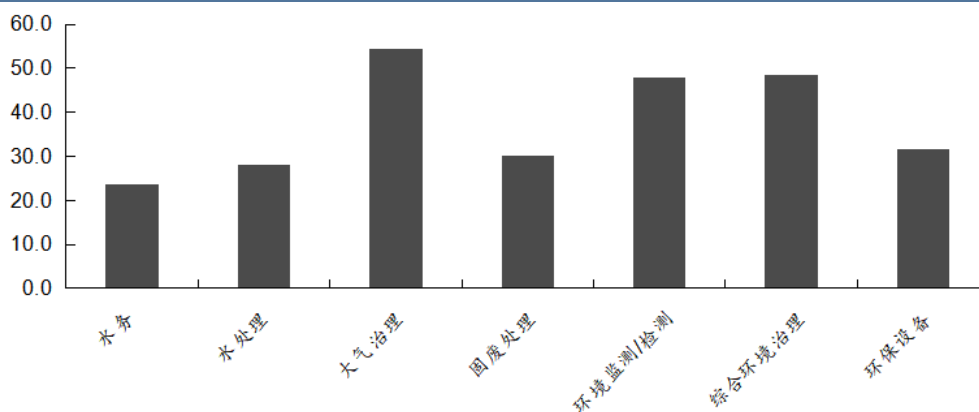


资料来源：wind，信达证券研发中心

从估值方面看，截至 2025 年 6 月 20 日，信达环保板块整体 PE 为 35.62X（信达环保板块以申万 2021 及上证协生态环保和环境保护为框架，剔除了业绩影响大或可能面临退市企业），较 2024H1 显著提升；水务、水处理、大气治理、固废处理、环境监测/检测、综合环境治理、环保设备 PE 分别为 23.8X、28.0X、54.3X、30.2X、47.9X、48.4X、31.7X。我们认为今年作为“十四五”的收官之年，在政策红利与市场化机制的驱动下，环保行业经营情况有望改善，行业估值有望持续修复。

图 3: 信达环保板块 PE (TTM)


资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 均值为样本公司平均 PE

图 4: 信达环保板块细分领域 PE (TTM) (截至到 6 月 20 日)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

从基金持仓市值前十大标的来看, 2025Q1, 基金持有环保股总市值为 80.6 亿元, 占总持仓比重的 0.12%, 主要聚焦在垃圾焚烧发电、环保设备板块; 环保板块持仓市值排名前十的股票分别为伟明环保、瀚蓝环境、景津装备、龙净环保、冰轮环境、聚光科技、苏试试验、兴蓉环境、大地海洋、旺能环境, 以垃圾焚烧公司和设备类公司为主。

表 1: 2025Q1 持股市值前十大环保企业

公司属性	名称	持有基金数	持股总市值(亿元)	持股占流通股比	股价表动(%)
垃圾焚烧	伟明环保	15	13.13	3.63%	-0.32
垃圾焚烧	瀚蓝环境	58	9.62	4.94%	0.27
环保设备	景津装备	30	8.25	8.34%	-0.60
环保设备	龙净环保	17	8.13	5.13%	-0.14
环保设备	冰轮环境	8	7.66	8.38%	0.00
监测检测仪器	聚光科技	30	7.56	10.18%	1.32
监测检测仪器	苏试试验	59	6.42	7.41%	5.39
水务	兴蓉环境	19	4.55	2.26%	-0.81
资源化	大地海洋	8	3.12	11.14%	5.53
垃圾焚烧	旺能环境	17	2.70	3.38%	3.01

资料来源: iFinD, 公司公告, 信达证券研发中心

环保行业在历经国补退坡、PPP 项目后，逐渐回归理性，开始寻找新的业务方向和增长点，同时重视自身核心业务的持续发展，在打造韧性十足的主营业务链之外，也积极跨界，布局新能源、AI+环保等热门赛道，以求在市场政策调整和产业激宕中稳步发展。站在当前时间点上，随着十年期国债收益率持续下行，化债持续推进，环保板块中运营类资产水务&垃圾焚烧盈利稳健上行，现金流持续向好，叠加公用事业市场化改革，我们认为水务&垃圾焚烧资产具备良好的绝对收益价值，港股中运营类红利资产同样值得关注。在复杂多变的地缘政治形势下，国产替代及自主可控是大势所趋；此外，作为“十四五”收官之年，工业节能降耗持续推进，环保节能设备有望迎来需求抬升，我们认为板块中科学仪器包括碳计量相关监测检测设备及环卫装备具备长坡厚雪偏成长的投资价值。

二、公用事业价格改革，运营类资产盈利稳定，绝对收益价值凸显

2.1 公用事业价格市场化改革持续推进，以水价为例，调整已成趋势

政策再提公用事业市场化改革，水价上涨或全面启动。2025 年 4 月 2 日，中办、国办印发《关于完善价格治理机制的意见》，提出“健全促进可持续发展的公用事业价格机制，明确政府投入和使用者付费的边界，强化企业成本约束和收益监管，综合评估成本变化、质量安全等因素，充分考虑群众承受能力，健全公用事业价格动态调整机制。……优化居民阶梯水价、电价、气价制度。推进非居民用水超定额累进加价、垃圾处理计量收费，优化污水处理收费政策。”政策出台有望进一步推动完善水、气、热等公用事业品的价格联动调整机制，并向终端用户疏导成本。

广州、深圳调价方案落地，一线城市陆续调价有望带动全国性水价调涨进入新阶段。2024 年至今，已先后有上海、长沙、南京、广州、深圳等城市进行水价调整，调整幅度在 10%-30%，距离上次调价大部分超过 10 年。我们对 2024 年以来主要城市调价进行梳理：

- **深圳市：**将自来水综合价格由 3.45 元/吨上涨至 3.90 元/吨，涨幅 13.05%，一阶梯水价保持不变。自 2025 年 7 月开始实施。
- **广州市：**自 2024 年 5 月听证会后历时约一年落地水价上涨政策。一阶梯自来水价格由 1.98 元/吨调整为 2.55 元/吨，涨幅 28.8%。
- **长沙市：**长沙市原执行水价为 2012 年起实施，执行时间超过 12 年，成本依据时间超过 15 年，原价格无法覆盖运营成本。2024 年 8 月 1 日起，居民生活用水第一阶梯供水价格由 1.51 元/吨调整为 1.9 元/吨，涨幅 25.8%。
- **南京市：**2025 年 1 月 1 日起，居民生活用水第一阶梯供水价格由 1.42 元/吨调整为 1.8 元/吨，涨幅 26.8%。

表 2：2024 年至今，全国主要城市水价调整情况

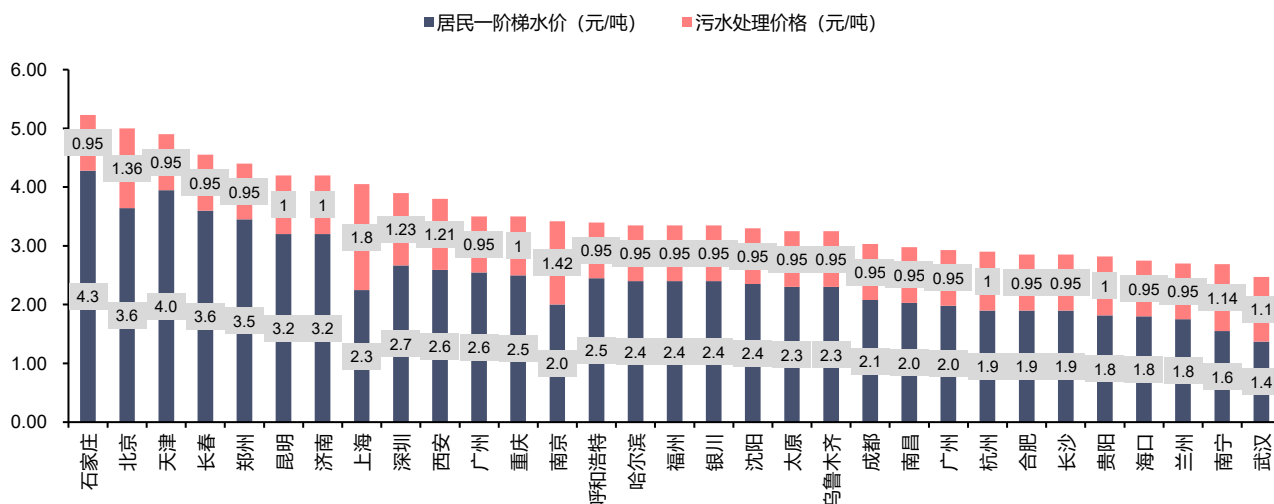
省份	城市	听证会时间	执行时间	原第一阶梯水价（元/方）	调整后第一阶梯水价（元/方）	调价幅度（元/方）	涨幅	距上次调价时间（年）
上海（浦东水务集团、浦东自来水公司和临港供排水公司）			2024/1/1	1.92	2.25	0.33	17.2%	10
内蒙古	二连浩特市	2024/12/25	拟调整	3.16	3.63	0.47	14.9%	10
海南省	三亚市		2024/6/28	1.65	2.2	0.55	33.3%	
广东省	江门市新会区		2024/12/1	1.77	2.04	0.27	15.3%	15

广州市		2024/5/9	2025/6/1	1.98	2.55	0.57	28.8%	12
湖南省	长沙市	2024/5/11	2024/8/1	1.51	1.9	0.39	25.8%	12
江西省	九江市	2024/11/15	拟调整	1.41	1.59	0.18	12.8%	10
陕西省	宝鸡凤翔区	2024/10/10	2025/9/1	2.05	2.33	0.28	13.7%	
江苏省	南京市	2024/8/23	2025/1/1	1.42	1.8	0.38	26.8%	12
重庆市	城口县		2025/1/1	2.45	2.7	0.25	10.2%	9
深圳市		2025/4/11	2025/7/1	2.67	2.67	0	0.0%	

资料来源：各地政府网站，南京市发改委，信达证券研发中心

武汉及部分西部省会城市水价偏低，有望迎来调价周期。水价由供水价格、污水处理价格和水资源税构成。水资源税与水资源稀缺程度相关，是政府调节水资源供需的手段；污水处理费与城市化程度相关，一般发达地区环境的自净能力薄弱，如北京、上海、南京等城市污水处理费偏高；供水价格则由政府依据供水成本进行核算，定价保障运营的稳定性。我们统计了主要省会城市的水价情况，武汉市现行水价 2.47 元/吨，为样本省会城市中最低。南宁、兰州、海口、贵阳等地水价偏低，南昌、成都、杭州地区也处于价格下游区间，伴随全国性水价调涨，以上城市存在水价上调空间。

图 5：全国主要城市水价情况（元/吨）



资料来源：iFinD、各地方政府网站，信达证券研发中心

水务业务占比高、运营效率优的公司有望受益。我们测算主要水务上市公司在水价调涨 15% 的假设下对利润的影响（15% 所得税假设）。其中绿城水务利润上涨弹性在 120%（24 年信用减值拖累利润），钱江水利利润上涨弹性为 60%，主要由于公司供水毛利率较高且水务业务占比高。兴蓉环境、洪城环境水务运营毛利率高，但业务占比相对较低，水价上涨弹性分别为 17%、11%。

表 3：主要水务上市公司主业经营情况及自来水调价弹性测算

上市公司	总市值（亿元）	供水收入占比	污水收入占比	水务总占比	供水毛利率（%）	污水毛利率（%）	水价上调 15% 带来的利润增加（亿元）	水价上调 15% 带来的利润弹性
洪城环境	123.79	12%	30%	42%	51%	42%	1.26	11%
海天股份	39.20	25%	61%	86%	49%	51%	0.49	16%
兴蓉环境	215.18	29%	40%	69%	46%	42%	3.34	17%
江南水务	49.38	40%	2%	42%	45%	15%	0.78	19%

顺控发展	83.74	45%	7.5%	52%	41%	29%	1.05	39%
钱江水利	57.32	44%	27%	70%	39%	36%	1.29	60%
创业环保	85.86	8%	77%	85%	37%	44%	0.49	6%
联合水务	48.92	52%	27%	80%	37%	38%	0.76	51%
首创环保	221.69	17%	33%	50%	35%	40%	4.26	12%
绿城水务	42.82	33%	64%	97%	22%	42%	1.05	120%
重庆水务	222.72	25%	59%	84%	15%	32%	2.22	28%
武汉控股	46.19	4%	53%	58%	-8%	32%	0.21	24%

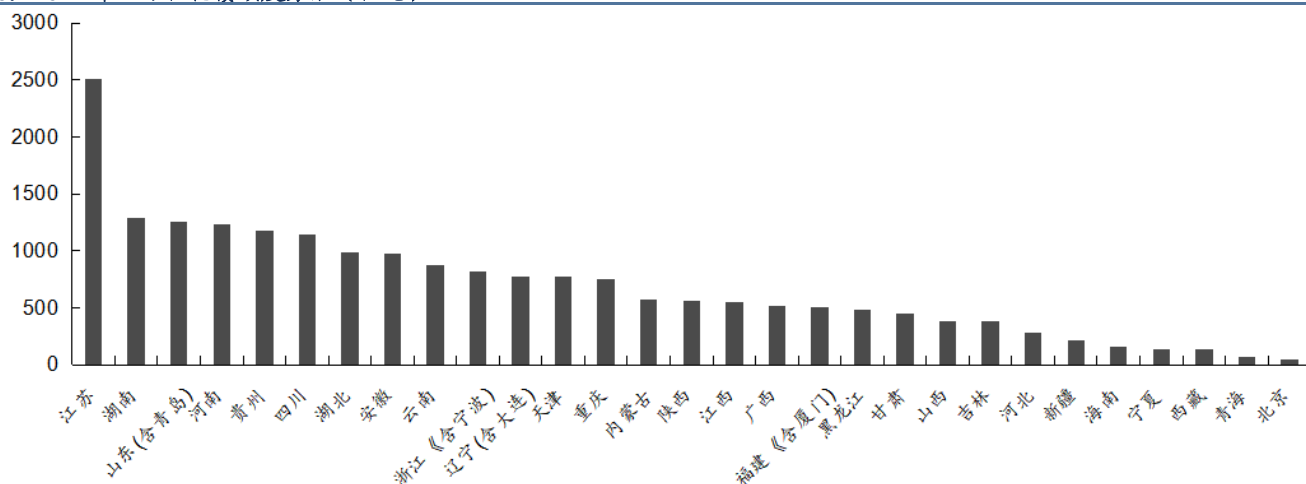
资料来源：iFinD，各公司公告，信达证券研发中心 注：截至 2025.6.30 主要水务公司按供水毛利率排序

2.2 化债持续推进下，部分运营类企业应收好转

2023 年起新一轮化债进程开启，10 万亿规模存量隐债。2023 年 7 月政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”；2024 年 10 月 12 日，财政部则进一步表示要“加力支持地方化解政府债务风险”，“拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务”；2024 年 11 月 8 日，财政部披露“6+4+2”地方隐债化解方案，包括一次性新增 6 万亿专项债限额置换存量隐性债务、分三年（2024-2026 年）实施，连续五年（2024-2028 年）每年从新增专项债中安排 8000 亿元用于化债，2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元则仍按原合同偿还。

根据第一财经统计，2024 年年用于置换隐性债务的再融资专项债券额度达到约 20006 亿元。从此次 2 万亿元化债额度具体分配的 29 个省份来看，江苏、湖南、山东（含青岛）、河南、贵州、四川获得化债额度较高。建议关注中原环保、联合水务等。

图 6：2024 年 2 万亿化债额度分配（亿元）



资料来源：中国债券信息网，第一财经，地方政府投融资研究中心公众号，信达证券研发中心

水务水治理和固废行业的部分上市公司应收账款有一定改善。我们筛选环保行业市值 30 亿元以上，选取 2023 年-2025Q1 存量应收款规模复合增长率、应收账款周转天数、减值损失/应收账款这三项指标，梳理近三年应收账款增幅放缓、减值规模小的上市公司。

关注：

- （1）稳健运营类公司：水务和固废公司收入中有部分来自政府付费，2023 年以来行业公司应收规模和应收账款周转天数明显增加。政府应收虽然减值风险较小，但面临账期不断延长的问题，化债背景下，政府应收款的收回有望加快，关注历史业绩好，短期收到应收影响的稳健运营标的兴蓉环境、洪城环境。瀚蓝环境、旺能环境等。

- (2) 环卫类企业：市政环卫对政府付费依赖程度高，导致环卫企业存量应收规模较大，减值对业绩也形成一定压力。环卫企业 24 年相较 23 年存量应收规模增幅不大，地方化债有望助力环卫企业历史减值冲回。关注盈峰环境、玉禾田、福龙马、侨银股份、劲旅环境等；
- (3) 环保设备机械公司：部分环保节能设备公司、机械设备类公司所处国计民生行业（水利等），受益化债资金较为明显，关注大禹节水、聚光科技、中再资环等。
- (4) 地方破净运营类国企：受益化债+央国企市值考核。关注武汉控股、创业环保、高能环境、中国天楹等。

表 4：环保行业 2023-2025Q1 应收账款有向好趋势的部分公司

中证行业分类	证券名称	市值 (亿元)	实际控制人	应收账款 2025Q1 (亿元)	应收同比变化 (25Q1)	近两年 减值损失/应收账款	应收账款周 转天数增幅 (2023-2024)	PB
固废处理	高能环境	85.91	自然人	21.93	21.9%	5%	-18.4%	0.93
	中国天楹	107.28	自然人	25.62	-0.9%	6%	-4.3%	0.98
	青达环保	34.28	自然人	6.51	2.4%	6%	-2.5%	3.33
	中科环保	76.10	中国科学院	7.14	12.3%	3%	3.9%	2.08
	三峰环境	140.44	重庆市国资委	24.98	12.5%	5%	18.1%	1.21
	旺能环境	72.87	自然人	13.46	4.1%	7%	19.5%	1.08
	瀚蓝环境	198.54	佛山市南海区国资委	42.10	10.9%	5%	31.1%	1.44
水务	兴蓉环境	215.18	成都市国资委	35.27	17.4%	6%	10.6%	1.15
	洪城环境	123.79	南昌市国资委	28.84	43.9%	3%	32.7%	1.28
	国中水务	52.45	自然人	2.55	-38.3%	6%	10.3%	1.64
	江南水务	49.38	江阴市国有企业改革发展服务中心	2.71	34.3%	1%	5.3%	1.10
	联合水务	48.92	自然人	3.34	0.5%	7%	2.1%	2.74
	重庆水务	222.72	重庆市国资委	6.88	48.3%	4%	-8.2%	1.28
	武汉控股	46.19	武汉市国资委	52.91	7.4%	3%	-8.5%	0.86
烟气治理	远达环保	94.17	国务院国资委	16.51	-2.9%	3%	-6.3%	1.81
污水处理	海峡环保	33.18	福州市国资委	7.75	1.8%	-1%	-24.0%	1.10
	兴源环境	45.37	宁波市奉化区国资委	9.51	0.1%	10%	-34.2%	69.42
	信杰特	35.77	自然人	6.25	20.1%	12%	-36.5%	2.38
	创业环保	85.86	天津市国资委	40.37	2.6%	4%	10.2%	0.94
市政环卫	盈峰环境	220.10	自然人	62.32	4.4%	8%	1.3%	1.26
	玉禾田	81.91	自然人	44.55	24.2%	5%	15.6%	1.91
	福龙马	67.88	自然人	20.28	22.2%	6%	7.1%	1.99
	侨银股份	55.25	自然人	25.70	20.8%	8%	34.2%	2.23
环境监测	聚光科技	99.31	自然人	8.38	-7.1%	13%	-22.4%	3.21
	雪迪龙	49.78	自然人	5.26	-2.9%	11%	2.1%	1.92
节能与资源回收	清新环境	55.98	四川省国资委	38.62	-2.3%	13%	-0.9%	0.94
	中再资环	74.26	中华全国供销合作总社	49.03	-9.4%	0%	-4.0%	2.16
	金圆股份	38.65	自然人	1.25	-33.4%	8%	-58.4%	0.93
生态修复	永清环保	32.93	自然人	4.30	7.9%	-4%	-9.1%	2.94
农业机械	大禹节水	41.25	自然人	29.44	22.6%	5%	-3.4%	2.17

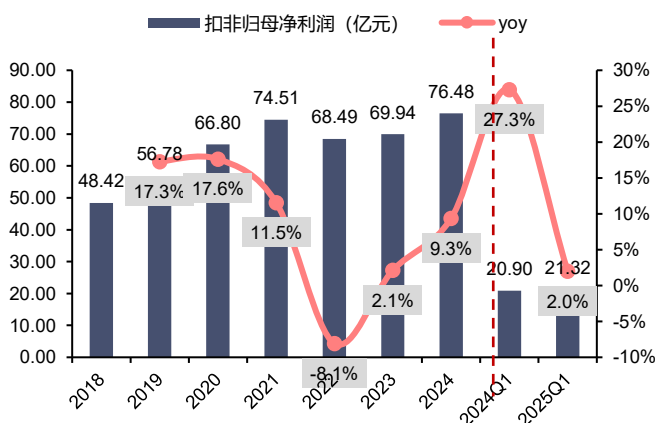
资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：市值截止至 2025.6.30；近两年减值损失/应收账款=（23 信用减值损失+24 信用减值损失）/24 年应收账款

2.3 投产高峰期已过，环保运营类资产红利属性凸显

2.3.1 行业进入成熟发展期，盈利能力稳步提升

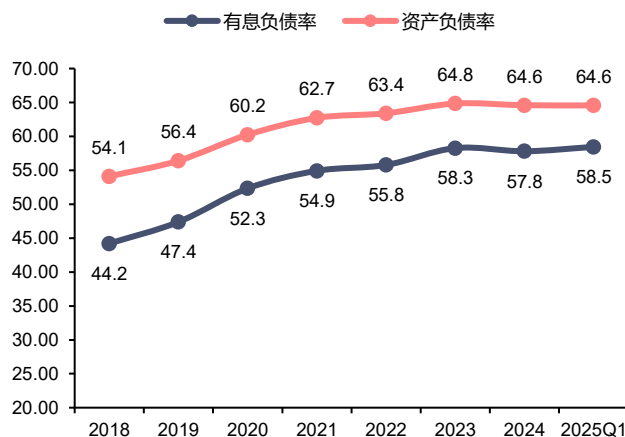
1) 水务：行业运营稳定，业绩呈现稳步向上趋势，自由现金流改善。在水务公司降本增效、提高运营效率等因素推动下，2024 年水务 9 家样本公司扣非归母净利润达到 76.48 亿元，较上年增长 9.3%。2025Q1 业绩保持 2% 的小幅上行。行业负债率基本保持平稳，有小幅下降。经营性现金流持续优化，2024 年经营性现金流达到 141.47 亿元，较上年增长 18.1%，自由现金流已有明显改善，目前管网投资及水厂布局建设为资本开支主要方向。

图 7：2018-2025Q1 水务样本公司扣非归母净利情况



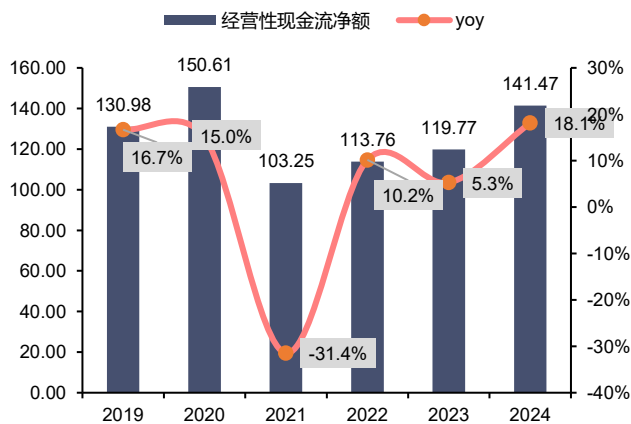
资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：9 家样本公司为首创环保、兴蓉环境、洪城环境、重庆水务、创业环保、中原环保、武汉控股、

图 8：2018-2025Q1 水务板块样本公司负债情况 (%)



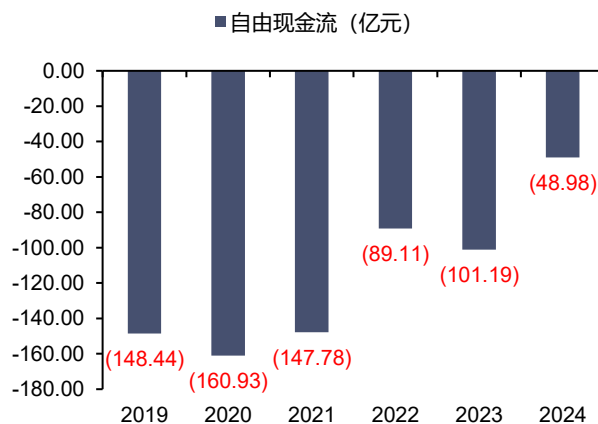
资料来源：iFinD，信达证券研发中心 有息负债率=带息债务/全部投入资本

图 9：水务板块样本公司经营性现金流 (亿元)



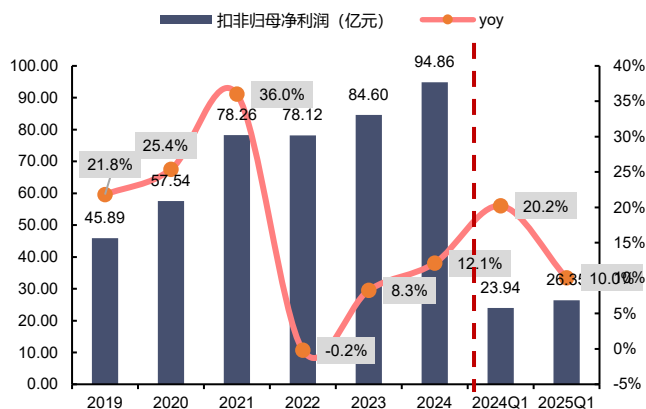
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 10：水务板块样本公司自由现金流 (亿元)

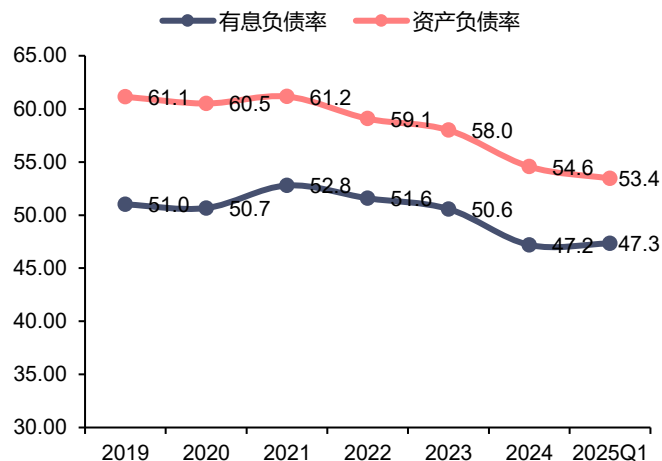


资料来源：iFinD，信达证券研发中心 自由现金流=经营性现金流净额-资本开支

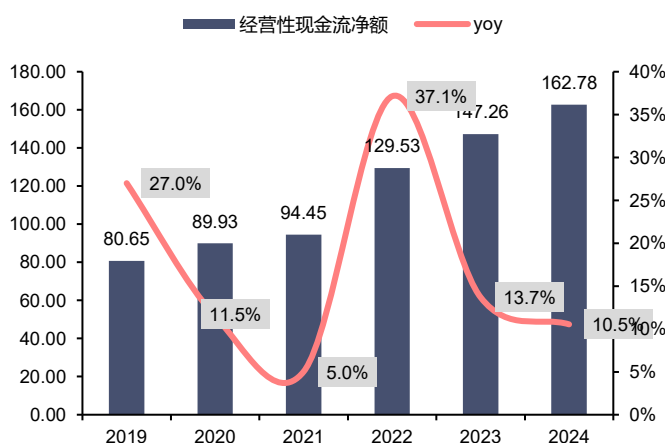
2) 垃圾焚烧：选取 9 家垃圾焚烧发电公司为样本代表行业。2024 年样本公司扣非归母净利润为 94.86 亿元，较上年增长 12.1%，2019-2024 年伴随垃圾焚烧项目陆续投运，行业盈利持续增长，复合增长率为 15.6%。2025Q1 扣非归母净利润保持 10% 的增幅。行业财务结构正在逐步优化，平均资产负债率下降至 53.4%。同时，行业经营性现金流持续提升，2024 年达到 162.78 亿元，资本支出规模继续收窄，自由现金流在 2024 年达到 64.64 亿元，较上年增长 345.06%，垃圾焚烧行业稳定运营的属性凸显。

图 11：2019-2025Q1 垃圾焚烧板块样本公司扣非归母净利润


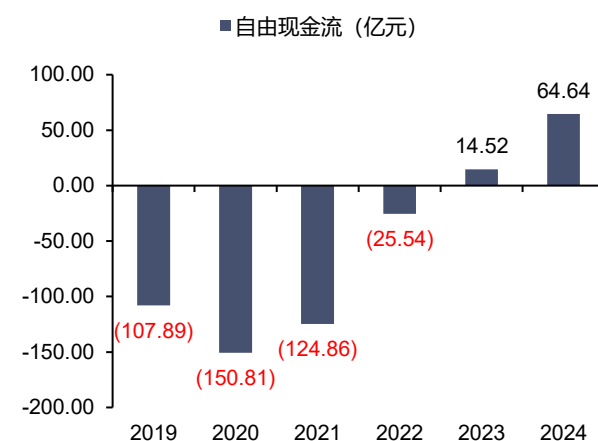
资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：9 家样本公司为伟明环保、三峰环境、绿色动力、上海环境、永兴股份、瀚蓝环境、军信股份、

图 12：2019-2025Q1 垃圾焚烧板块样本公司负债情况 (%)


资料来源：iFinD，信达证券研发中心 有息负债率=带息债务/全部投入资本

图 13：垃圾焚烧板块样本公司经营性现金流 (亿元)


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 14：垃圾焚烧板块样本公司自由现金流 (亿元)


资料来源：iFinD，信达证券研发中心 自由现金流=经营性现金流净额-资本开支

2.3.2 水务&垃圾焚烧行业分红稳步提升，红利属性凸显

从分红来看，1) 水务：24 年水务行业分红率基本延续上年水平，25 年平均预测股息率为 4.2%。2024 年水务板块平均现金分红比例 35.15%，平均股息率 3.07%。重庆水务、洪城环境一直保持超 50%以上分红，24 年静态股息率分别为 2.67%、4.66%。基于各公司的一致盈利预测（注：后文预测值非特殊说明均来自 iFinD 一致预测），假设 2025 年延续 24 年分红比例，2025 年行业预测股息率为 4.2%，其中港股上市公司粤海投资、北控水务、光大水务股息率超 5%。自来水业务使用者付费的模式使得水务公司经营性现金流回款相对较好，且资本开支逐渐下行，水务行业具备长期分红潜力。2) 垃圾焚烧：行业公司纷纷提高分红比例，平均分红率同比提升超 10pct 达到 45.96%。2024 年垃圾焚烧行业样本公司现金分红比例均实现提升，平均分红率为 45.96%，同比提升超 10pct，平均股息率为 3.88%。其中军信股份、绿色动力、永兴股份分红比例分别为 94.59%、71.4%、65.8%，2025 年预测股息率为 6.1%、5.2%、4.3%，行业平均预测股息率为 3.96%，港股光大环境

预测股息率 6.4%。伴随行业自由现金流向好，垃圾焚烧行业的分红能力有望不断提升。

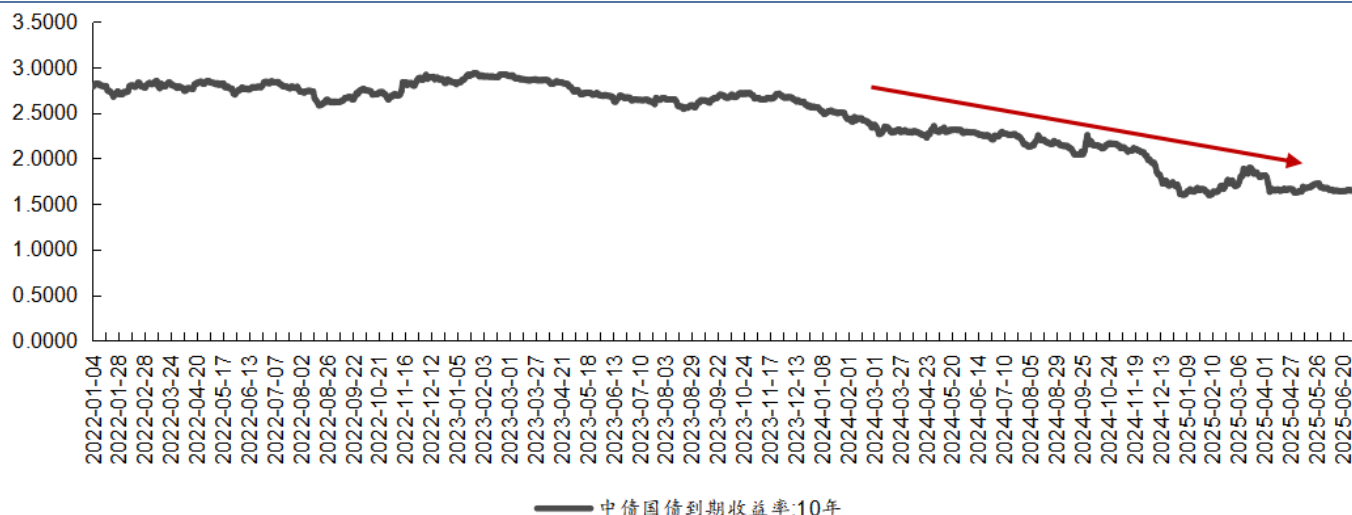
表 5: 运营类板块分红情况梳理

行业	上市公司	总市值 (亿元)	现金分红比例 (%)			2024 年静态股息率 (%)	2025 年预测股息率 (%)
			2022 年	2023 年	2024 年		
水务	兴蓉环境	215.18	20.67	27.53	27.96	2.46	2.83
	洪城环境	123.79	50.18	50.02	50.07	4.66	5.07
	重庆水务	222.72	67.89	74.52	80.09	2.67	2.97
	首创环保	221.69	30.26	45.70	35.37	5.18	2.74
	武汉控股	46.19	0.00	30.40	30.40	0.61	
	绿城水务	42.82	30.18	31.23	30.12	0.63	
	创业环保	85.86	30.10	30.13	33.07	2.85	
	海峡环保	33.18	20.23	20.36	7.52	1.29	0.51
	中原环保	79.24	34.11	20.40	24.55	2.98	3.84
	节能国祯	47.40	30.27	22.57	24.15	1.72	1.96
	粤海投资	428.88	84.17	65.00	65.00	4.76	6.53
	北控水务集团	238.10	115.18	75.90	90.95	6.79	5.89
	中国水务	102.67	29.31	29.89	29.80	4.45	4.28
	中国光大水务	42.05	29.98	29.97	33.39	8.10	9.61
	平均值		35.78	34.60	35.15	3.07	4.20
垃圾焚烧	伟明环保	325.23	15.47	20.67	30.07	2.22	3.00
	三峰环境	140.44	32.70	33.79	35.07	2.86	3.15
	绿色动力	94.67	22.45	33.22	71.40	4.57	5.16
	上海环境	106.89	21.59	20.53	23.40	1.22	1.34
	永兴股份	142.29	0.00	63.69	65.81	4.15	4.25
	瀚蓝环境	198.54	15.65	27.38	39.20	3.39	3.61
	军信股份	117.42	79.15	71.81	94.59	5.40	6.05
	旺能环境	72.87	29.75	21.36	22.78	3.23	2.01
	城发环境	85.52	10.03	15.05	20.03	2.72	2.76
	光大环境	234.66	32.04	30.51	41.84	6.02	6.40
	海螺创业	162.36	4.03	13.27	33.48	4.42	4.91
	绿色动力环保	103.81	21.83	33.33	73.89	6.35	4.85
	平均值		23.72	32.05	45.96	3.88	3.96

资料来源: iFinD, 各公司公告, 信达证券研发中心 注: 截至 2025.6.30; 2025 预测股息率= (2024 分红率*iFinD 盈利预测)/市值, 瀚蓝环境按其分红承诺假设

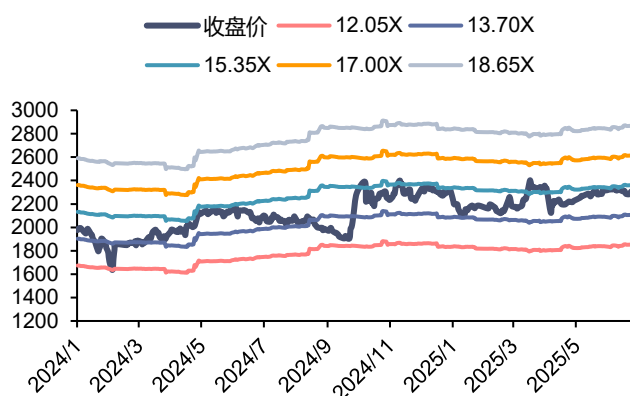
国债利率下行大背景下，绝对收益资产具备良好投资价值。垃圾焚烧和水务作为环保行业运营属性最为突出的子行业，业务运营稳健，资本开支收窄，红利属性凸显。截至 2025 年 7 月 2 日，十年期国债收益率为 1.64%，从 2022 年至今，总体呈现下行趋势，而水务行业股息率从 24 年 3.07% 提升至 25 年 4.2%（预测），垃圾焚烧行业股息率从 24 年 3.88% 提升至 25 年 3.96%（预测），差距不断加大。2024 年年初至今，板块走势趋同，估值维稳。当前垃圾焚烧指数(长江)PE-TTM 约 15x，水务指数(长江)PE-TTM 约 16x。此外，政策端从提高生产要素价格、延长特许经营权期限等多方面进一步利好行业发展，有望持续改善现金流和提高业绩稳定性。

图 15：十年期国债收益率（%）



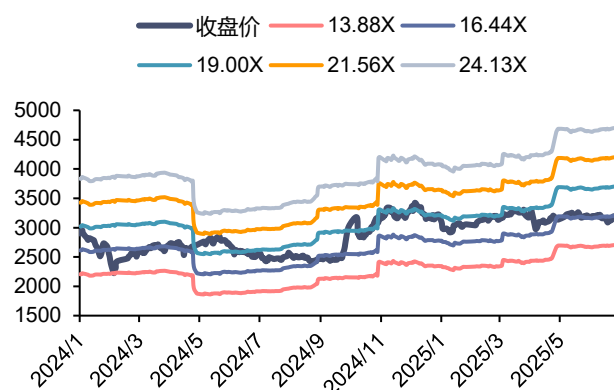
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 16：垃圾焚烧指数（长江）动态 PE Bands



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 17：水务指数（长江）动态 PE Bands



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

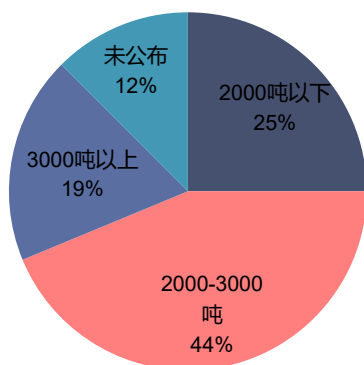
2.4 以垃圾焚烧为例，剖析行业估值重塑底层逻辑

2.4.1 垃圾焚烧企业海外产能布局空间广阔

今年前五月，中企海外布局垃圾焚烧项目规模超过 3 万吨/日，项目单体规模大，国有企业更具备拿单优势。根据中国固废网统计，2025 年 1-5 月国内企业获得共取得海外垃圾焚烧项目 16 个，已公布的 14 个项目设计规模达到 30450 吨/日。从项目规模看，单体项目规模均在千万吨级以上，2000 吨/日以上项目占比超过一半。从企业类型看，垃圾焚烧出海企业中国有企业占比达 75%，总规模 20450 吨/日，国企或将凭借强大资金实力和丰富经验技术储备，在出海订单获取上具有较大优势。

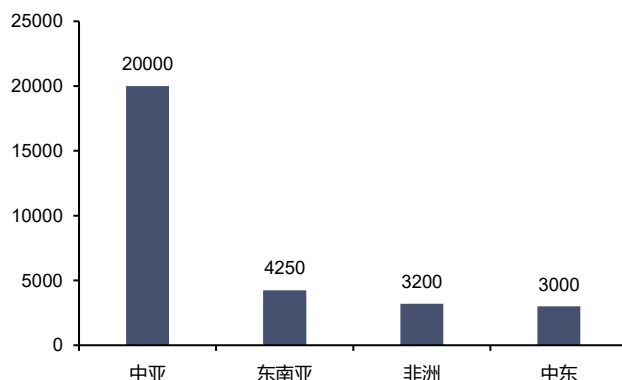
中亚项目订单规模增长迅速，上市公司积极布局。今年前五个月，中企在海外落地的项目，涵盖了中亚、中东、东南亚、非洲等多个地区，特别是中亚地区展现出了爆发式的增长趋势，总规模达 20000 吨/日，总规模占比 65.68%，光大环境、康恒环境、军信股份等垃圾焚烧企业均在中亚获得相关项目。

图 18: 2025 年 1-5 月中国企业海外落地垃圾焚烧项目规模情况 (日)



资料来源: 中国固废网, 信达证券研发中心

图 19: 2025 年 1-5 月中国企业海外垃圾焚烧项目地区分布 (吨/日)



资料来源: 中国固废网, 信达证券研发中心

旺能环境

积极拓展海外市场, 先后在越南、泰国落地垃圾焚烧发电项目。2024 年 6 月, 旺能环境签约首个海外垃圾焚烧发电项目, 公司与泰国 SPNS 和 SPNK 签署项目设计供货框架合同, 两个项目建设规模均 500 吨/天, 装机容量 9.9MW, 设计供货框架合同涉及总金额约 3.5 亿元人民币。2025 年 5 月, 旺能环境签约越南生活固体废物处理项目, 项目日处理规模最低 600 吨/日, 项目垃圾处理费单价暂定为 150 元/吨, 公司海外项目的进一步拓展, 有利于巩固和提升公司的海内外市场竞争力, 提高公司收入规模及盈利水平。

中国天楹

目前已在越南、新加坡及印度尼西亚等国家取得多个固废处置项目, 积累了丰富的国际化市场拓展经验, 越南河内项目作为公司投建的首个超大型海外项目, 已经成为了中越战略合作和绿色“一带一路”的标志性工程, 目前正在加速推进越南清化、富寿以及新加坡大士等海外项目的建设进度。

军信股份

2024 年 7 月, 公司公告与吉尔吉斯共和国比什凯克市垃圾科技处置发电项目, 项目垃圾处理规模规划为 3000 吨/日, 公司根据吉尔吉斯共和国内阁要求分期建设, 初期建设规模为 1000 吨/日。2025 年 3 月和 5 月, 公司分别签订吉尔吉斯斯坦奥什市垃圾科技处置项目和伊塞克湖地区垃圾科技处置项目, 计划建设绿电中心、供热中心和算力中心, 利用绿电为算力设备供电制冷, 减低能耗。

中科环保

公司积极拓展东南亚及“一带一路”沿线国家市场, 分别与乌兹别克斯坦安集延州 (1500 吨/日) 和扬吉尤利市 (800 吨/日) 政府签订了生活垃圾焚烧发电项目合作备忘录。

表 6: 部分垃圾焚烧上市公司境外布局情况

公司	项目所在地	合作内容	项目规模	项目进度
旺能环境	澳门	澳门有机资源回收项目 (EPC+O)	日处理规模为 150 吨厨余垃圾、230 立方米厕所废水和 190 立方米油脂废水	签约
	泰国	签署泰国 SPNS 和 SPNK 项目设计供货框架合同	两个项目均为, 建设规模 500 吨/天, 装机容量 9.9MW, 合同金额 3.5 亿	签约
	越南	越南太平省垃圾焚烧发电项目	600 吨/日 (最低)	签约
中国天楹	越南	河内垃圾焚烧发电厂	4000	已投运
	越南	富寿垃圾发电项目	1000	在建

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 16

瀚蓝环境	越南	清化垃圾发电项目	1000	在建
	新加坡大士	新加坡大士垃圾焚烧发电项目	300	在建
	泰国	农垦一期	500	运营
	泰国	农垦二期	1400	在建
	泰国	安努	1400	在建
军信股份	吉尔吉斯斯坦	比什凯克市垃圾科技处置发电项目	3000	在建
	吉尔吉斯斯坦	奥什市垃圾科技处置项目	2000	签约
	吉尔吉斯斯坦	伊塞克湖地区垃圾科技处置项目	2000	签约
中科环保	乌兹别克斯坦	安集延州垃圾焚烧发电项目	1500	签约合作备忘录
	乌兹别克斯坦	扬吉尤利市垃圾焚烧发电项目	800	签约合作备忘录
伟明环保	印尼	印尼经贸合作区青山园区垃圾焚烧处理设备采购		签约

资料来源：各公司公告，北极星环保网，旺能环境公众号，瀚蓝环境官网，信达证券研发中心

2.4.2 关注垃圾焚烧与数据中心协同进展

绿电直连政策出台，为垃圾焚烧发电与 IDC 协同提供政策支撑。5 月 21 日，国家发改委、国家能源局联合印发《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》，对绿电直连做出政策性引导：**1）首次国家层面明确绿电直连的定义：**风电、太阳能发电、生物质发电等新能源不直接接入公共电网，通过直连线路向单一电力用户供给绿电，可实现供给电量清晰物理溯源的模式。**2）明确绿电直连情况：**新增负荷可直接配套建设新能源项目、存量负荷在已有燃煤燃气自备电厂足额清缴可再生能源发展基金的前提下开展绿电直连，通过压减自备电厂出力，实现清洁能源替代。**3）对自发自用比例提出要求：**项目整体新能源年自发自用电量占总可用发电量的比例应不低于 60%，占总用电量的比例应不低于 30%，并不断提高自发自用比例。

环保上市公司均在与数据中心的合作中积极布局，打开“垃圾焚烧发电+IDC”的新模式。

- **永兴股份：**公司作为广州市垃圾焚烧发电项目唯一投资和运营的主体，2024 年 14 个垃圾焚烧发电项目全部投运，设计处理能力合计 3.21 万吨/日。公司项目集中在广州，广州市是国家电力枢纽节点粤港澳大湾区的核心城市之一，此前发布的《广州市新型智慧城市建设规划（征求意见稿）》中提出积极推动数据中心布局，目标在 2025 年数据中心机架 60 万个，2027 年 80 万个。公司高度重视垃圾焚烧发电与 IDC 项目的协同发展机遇，下属垃圾焚烧发电项目在区位布局、绿电规模等方面都具有较为明显的优势，正在结合有关政策情况推进相关工作。
- **瀚蓝环境：**粤丰环保收购完毕，通过韶关项目布局东数西算节点。5 月 31 日，瀚蓝环境私有化粤丰环保所有条件达成，粤丰环保于 6 月 2 日从香港联交所退市，收购完成。公司通过整合粤丰环保的韶关项目，布局粤港澳大湾区东数西算节点，探索垃圾焚烧与区域算力集群的深度绑定，强化区位优势。韶关垃圾焚烧发电厂的每日城市生活垃圾处理能力达 1050 吨，特许经营权期限为 30 年。韶关数据中心集群是全国一体化算力网络粤港澳大湾区国家枢纽节点，按规划，到 2025 年韶关数据中心集群将建成 50 万架标准机架，占全省累计总规模的 35%。
- **军信股份：**2025 年 3 月，军信股份全资孙公司与吉尔吉斯共和国奥什市签订《奥什市垃圾科技处置项目框架协议》。经双方协商，由军信股份全资孙公司在奥什市实施“奥什市垃圾科技处置项目”，项目主要内容包括绿电中心、供热中心和算力中心。据公司方面介绍，该项目利用绿电为算力设备供电，并采用蒸汽制冷技术降低算力附属设备能耗，规划处理产能达 2000 吨/天，特许经营期最长为 35 年。



- **伟明环保**：3月15日，龙湾区人民政府与伟明环保签订战略合作协议，共建智算中心。本次战略合作以“智算赋能、绿色转型”为核心，通过构建“一中心一实验室一标杆多场景”体系，加速人工智能与环保产业深度融合。以智算中心为基石，以联合实验室为引擎，以示范标杆为引领，以应用场景为载体，打造数字经济与实体经济融合发展的新范式。公司积极对接数据中心领域的合作机会，深入挖掘垃圾焚烧电项目的业务增长潜力，开拓新的市场空间。
- **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”备案审批，为后续建设奠定了政策基础。目前，项目正处于客户对接的关键阶段。通过使用可再生能源和高效的冷却系统，该中心预计将实现低碳运营，为客户提供更加环保的算力服务。

2.5 环保运营类资产投资建议

水务&垃圾焚烧行业作为环保稳健运营类资产，2024年业绩继续保持稳定向上趋势，行业自由现金流持续好转，我们认为有以下三条投资主线：

✚ 红利属性：

2024年水务和垃圾焚烧板块行业扣非归母净利润同比提升9.3%、12.1%，自由现金流进一步好转。行业平均分红比例分别提升至35%、46%，2025年平均预测股息率达到4.2%、3.9%。关注分红比例高、股息率高的运营类公司，如洪城环境（25年预测股息5%）、北控水务（25年预测股息5.89%）、中国光大水务（25年预测股息9.61%）、军信股份（25年预测股息6%）、光大环境（25年预测股息6.36%）、绿色动力（A+H，25年A股预测股息率5.16%、港股4.85%）。

✚ 成长属性：

（1）水务：公用事业化改革背景下，关注水价调整对水务公司的影响。自来水调价对业绩影响弹性较大的公司例如绿城水务、联合水务、钱江水利、顺控发展；以及水价偏低区域的上市公司，武汉现行水价2.47元/吨，为样本省会城市中最低，关注地方国资武汉控股；

（2）垃圾焚烧：关注出海节奏较快的垃圾焚烧企业，如旺能环境、中国天楹、军信股份、中科环保；关注与数据中心协同探索相关公司，如永兴股份、瀚蓝环境、军信股份、旺能环境、伟明环保等；

✚ 困境反转：

化债持续推进，部分上市公司应收账款已出现改善迹象，关注未来仍有应收好转预期的公司：环卫存量应收规模较大，地方化债有望助力历史减值冲回，相关公司盈峰环境、玉禾田、福龙马、侨银股份、劲旅环境等；地方破净运营类国企：受益化债+央国企市值考核，相关公司武汉控股、创业环保、高能环境、中国天楹；处在国计民生行业的环保设备类公司，相关公司武汉控股、创业环保、高能环境、中国天楹。

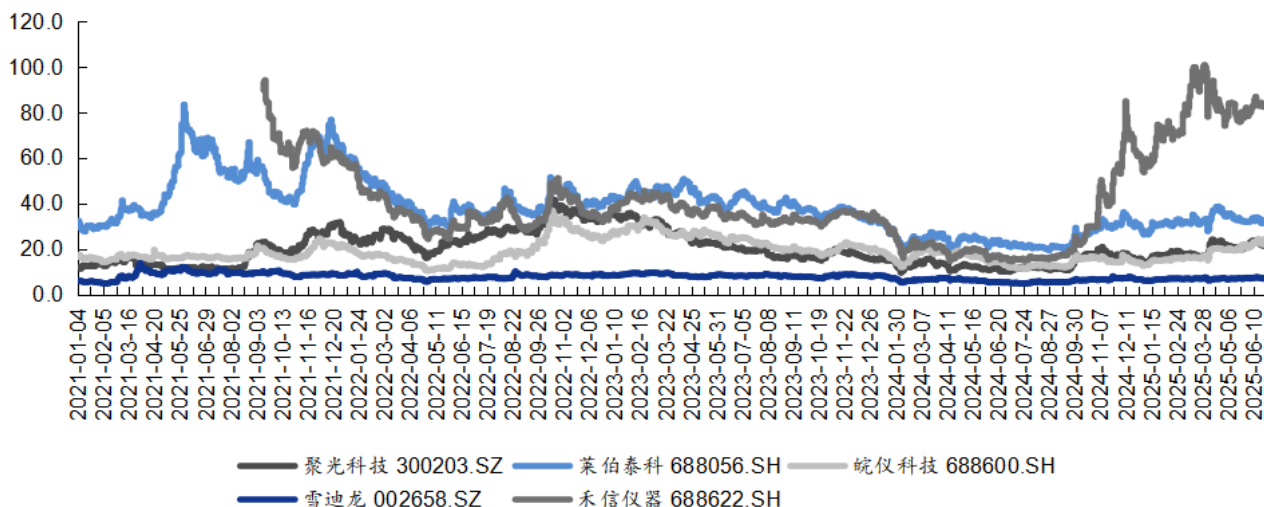
三、国产替代及智能化赋予板块新活力

3.1 长坡厚雪，科学仪器国产替代大有可为

我们复盘自 2021 年起科学仪器环保板块中主要上市公司聚光科技、皖仪科技、莱伯泰科、雪迪龙、禾信仪器等股价涨跌，板块受政策驱动股价出现异动：

- 2021 年 10 月 19 日，科技部、财政部、海关总署、税务总局研究制定的《科研院所等科研机构免税进口科学研究、科技开发和教学用品管理细则》出台，落实了科研院所等科研机构免税进口科学研究、科技开发和教学用品政策；
- 2022 年 9 月初，国务院常务会议确定以政策贴息、专项再贷款等一系列“组合拳”支持高校、职业院校、医院、中小微企业等领域对设备进行更新改造，总体规模为 1.7 万亿元；9 月 28 日，中国人民银行宣布设立设备更新改造专项再贷款，额度 2000 亿元以上，支持金融机构以不高于 3.2% 的利率向 10 个领域的设备更新改造提供贷款，加上此前中央财政贴息 2.5% 政策，今年第四季度内更新改造设备的贷款主体实际贷款成本不高于 0.7%；
- 2024 年 3 月 7 日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，提出到 2027 年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增长 25% 以上；
- 2025 年 4 月 2 日，美方宣布对中国的“对等关税”税率达到 34%；4 月 10 日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率进一步提高至 125%。
- 2025 年 5 月 14 日，根据美国白宫 5 月 12 日发布的《修改对等关税税率以反映与中华人民共和国会谈情况的行政令》，美方已于美东时间 5 月 14 日凌晨 00:01 撤销根据 2025 年 4 月 8 日第 14259 号行政令和 2025 年 4 月 9 日第 14266 号行政令对中国商品(包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品)加征的共计 91% 的关税，修改 2025 年 4 月 2 日第 14257 号行政令对中国商品(包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品)加征的 34% 的对等关税措施，其中 24% 的关税暂停加征 90 天，保留剩余 10% 的关税。

图 20：主要科学仪器上市公司股价复盘（元/股）

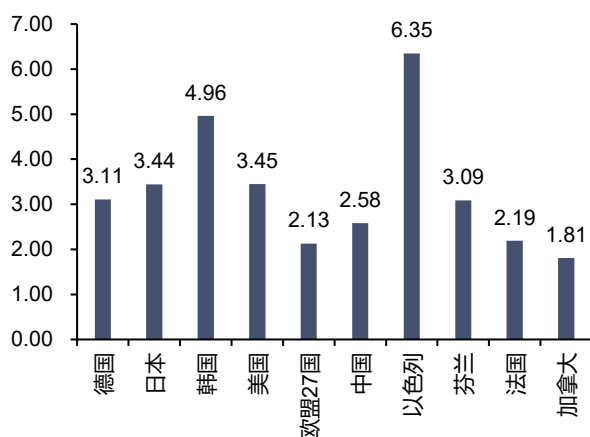


资料来源：wind，信达证券研发中心

关税不确定性叠加美国出口管制科学仪器，有望倒逼国产替代加速。考虑到未来科学仪器进口成本可能增长以及供应链风险安全问题，鉴于我国对于高端科研仪器的进口占比一直很大，在这一背景下，我们认为产业格局或将被逼重塑，国产替代也正从“备选项”逐渐跃升为“必选项”。

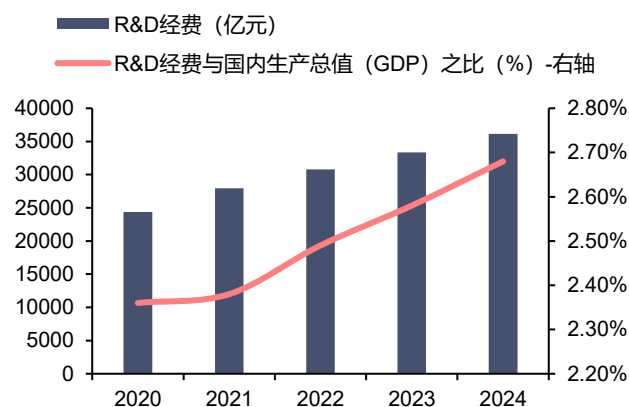
研发投入强度增加，政策引导有望加速国产替代。近年来我国研发投入总量以及强度均呈现逐年上升趋势，24年已超过欧盟平均水平：2023年在全球主要地区和组织中，我国研发投入强度位于中等水平，仍有一定的上升空间；2024年，我国全社会研究与试验发展经费投入稳步增长，达到3.61万亿元，比上年增长8.3%，投入总量稳居世界第二位。经费与国内生产总值的比值达到了2.68%，超过了欧盟平均2.11%的水平。

图 21：2023 年全球主要地区和组织研发投入强度（%）



资料来源：OECD，信达证券研发中心

图 22：2020-2024 年我国 R&D 经费及占 GDP 比重情况



资料来源：中国政府网、国家统计局，信达证券研发中心

支持采购国产仪器，政策助力国产替代进程。对于部分科学仪器对外依存度高的问题，近两年国家出台政策大力支持产业发展，提升战略保障能力。2023年7月，习近平主席在《求是》发表文章，表示“要打好科技仪器设备、操作系统和基础软件国产化攻坚战...争取早日实现用我国自主的研究平台、仪器设备来解决重大基础研究问题。”2024年底，财政部发文对于本国商品参与竞价时，给予20%降价补贴参与竞争，政策支持将推进国产设备替代加速。

表 7：2023 年以来关于国家支持科学仪器的部分政策表述

时间	颁布单位	政策文件	相关内容
2023.6	工业和信息化部等五部门	《制造业可靠性提升实施意见》	提升工业控制仪器仪表、测试分析仪器、光电检测仪器、生物医学仪器等高端仪器设备精度和可靠性水平。
2023.7	《求是网》文章	《加强基础研究 实现高水平科技自立自强》	要打好科技仪器设备、操作系统和基础软件国产化攻坚战，鼓励科研机构、高校同企业开展联合攻关，提升国产化替代水平和应用规模，争取早日实现用我国自主的研究平台、仪器设备来解决重大基础研究问题。
2023.9	市场监管总局	《市场监管总局关于计量促进仪器仪表产业高质量发展的指导意见》	提出加快仪器仪表产业计量短板攻关、激发仪器仪表企业创新活力、健全仪器仪表产业计量基础能力等重点任务，助力我国仪器仪表产业迈向世界先进行列。
2023.12	教育部办公厅	《关于推荐首批全国中小学科学教育实验区、实验校的通知》	建设科学探索实验室、综合实验室、创新实验室、科学活动园等，配备配好实验仪器设备和资源等，为科学教育教学提供软硬件支撑。
2023.12	发改委	《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	将“科学研究、智能制造、测试认证用测量精度达到微米以上的多维几何尺寸测量仪器，自动化、智能化、多功能材料力学性能测试仪器等”列为鼓励类。
2024.1	工业和信息化部等七部门	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	按产业需求建设一批中试和应用验证平台，提升精密测量仪器、高端试验设备、设计仿真软件等供给能力，为关键技术验证提供试用环境，加快新技术向现实生产力转化。

2024.3	中华人民共和国全国人民代表大会和中国人民政治协商会议	/	科学仪器的龙头企业进行全面分析和摸底，点对点列出每个细分领域的链主企业，由企业牵头形成产品规划，倒逼“卡脖子”基础部件和核心技术的攻关，打通基础研究、制造商、应用商全产业链，形成以场景带动科研攻关、成果转化和产业培育的新模式。
2024.5	工业和信息化部办公厅	《工业和信息化部办公厅关于印发工业重点行业领域设备更新和技术改造指南的通知》	以提升仪器仪表整机产品及关键零部件的精度、可靠性、稳定性， 提升仪器仪表行业高端化、绿色化、智能化水平为重点 ，推动仪器仪表及零部件企业对效率低、能耗高的生产设备开展更新改造。
2024.10	北京市经济和信息化局等五部门	《关于支持发展高端仪器装备和传感器产业的若干政策措施实施细则（修订版）》	提出重点支持高端仪器装备和传感器企业、研发机构多个方面，包括鼓励应用基础研究、加快特色园区建设、提升公共服务平台能力等。 加快推动高端仪器装备和传感器产业发展，提升科学仪器技术水平。
2024.12	财政部	《关于政府采购领域本国产品标准及实施政策有关事项的通知（征求意见稿）》	明确本国产品标准，政府采购活动中既有本国产品又有非本国产品参与竞争的，对本国产品的报价给予 20% 的价格扣除，用扣除后的价格参与评审。

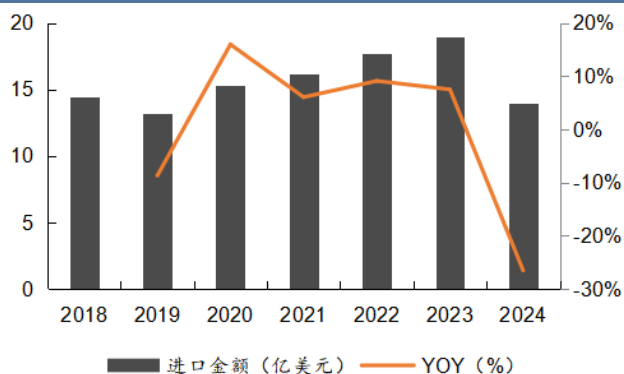
资料来源：中国政府网，求是网，发改委，人民政协网，北京市经济和信息化局，中国政府采购网，工信部，市场监督管理总局，教育部，信达证券研发中心

3.1.1 质谱、色谱行业壁垒深厚，国产高端化任重道远

市场规模超百亿，国产仪器逐步向高端应用领域渗透。从近年海关数据及招标数据来看，质谱、色谱国产化率逐步提高。

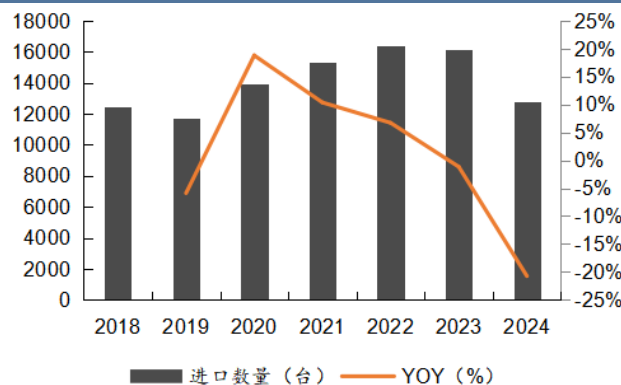
1) 质谱：质谱仪进口市场近年来呈现出明显的阶段性特征。2023-2024 年质谱仪进口出现量价齐跌，转折点显现，其中进口数量同比锐减 20.7%（减少 3353 台），金额同比减少 26.6%（减少 5 亿美元）。根据仪器网最新中标数据统计，2025 年一季度质谱仪市场仍由进口品牌主导，其中赛默飞、安捷伦、丹纳赫等 Top7 外资企业合计占据超 80% 的份额，尤其在液质联用（LC-MS）、高分辨质谱等高端领域形成技术壁垒。然而，国产企业已逐步撕开突破口：禾信仪器推出的国产首台 LC-QTOFMS 填补技术空白，聚光科技、谱育科技等在环境监测领域中标率显著提升，国产整体市场份额从 2024 年的不足 5% 提升至 8%。

图 23：2018-2024 年质谱仪进口金额及增长率

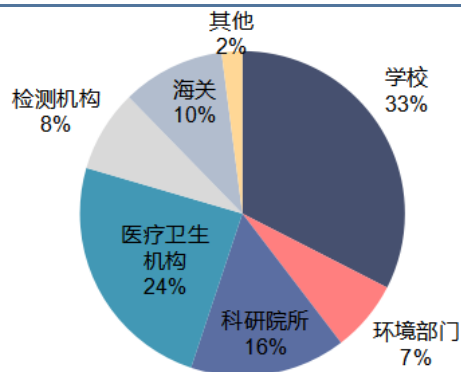


资料来源：海关总署，仪器信息网，信达证券研发中心

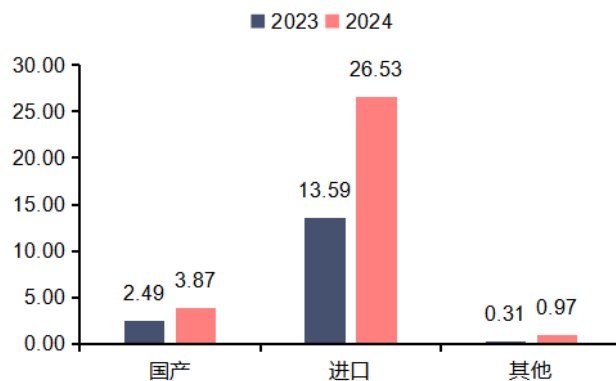
图 24：2018-2024 年质谱仪进口量及增长率



资料来源：海关总署，仪器信息网，信达证券研发中心

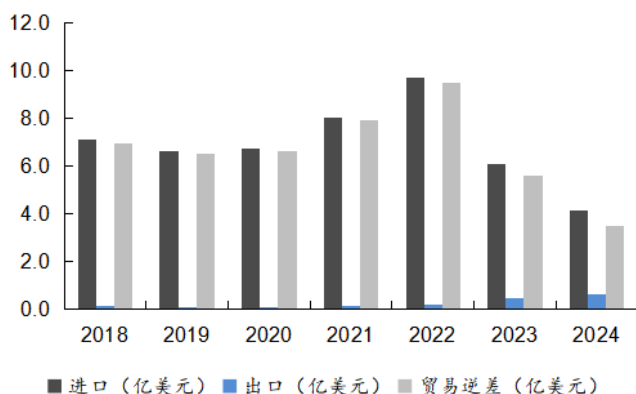
图 25：2024 年各采购单位质谱仪中标金额占比


资料来源：化工仪器网，信达证券研发中心

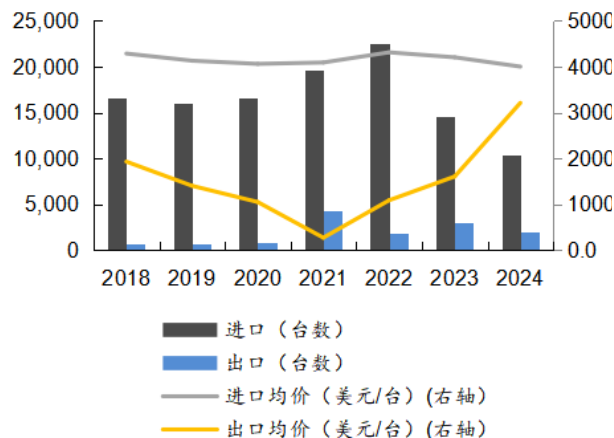
图 26：2024 年质谱仪产地采购金额与上年同期对比（亿元）


资料来源：化工仪器网，信达证券研发中心

2) 色谱：高端色谱仪进口替代空间广阔，贸易逆差额缩小。根据海关统计数据平台，2022 年我国色谱仪中液相色谱、气相色谱进口金额均达到高峰，分别为 9.7 亿美元、3.3 亿美元；近两年，液相及气相色谱进口金额呈现下滑态势，2024 年分别为 4.1 亿美元和 2.1 亿美元，同比分别下降 32.4%和 18.0%。从贸易逆差上来看，液相色谱从 2018 年的 6.9 亿美元下降到 2024 年 3.5 亿美元；气相色谱从 2018 年的 1.8 亿美元下降到 2024 年 1.1 亿美元。2024 年全年色谱仪中标数量及金额均实现大幅增长，中国政府采购网统计到的色谱仪中标数量总计 1287 台/套，中标总金额 9.29 亿元。从采购单位来看，2024 年采购主力为政府机构和高校，采购金额分别占总金额的 31%、29%。从产地情况来看，国产色谱仪中标数量 455 台/套，中标金额 1.52 亿元；进口色谱仪中标数量 1406 台/套，中标金额 7.73 亿元；未标明产地色谱仪中标数量 11 台/套，中标金额 334.33 万元。进口色谱仪中标数量和平均单价均高于国产色谱仪，进口色谱仪中标金额达到国产的 5.07 倍，色谱仪的国产替代空间较大。

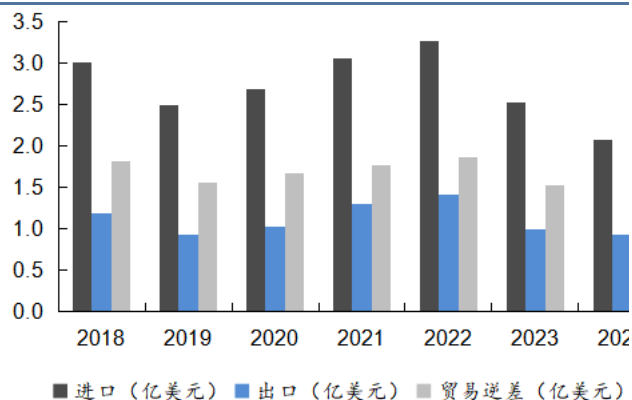
图 27：2018-2024 年我国液相色谱仪进出口金额对比（亿美元）


资料来源：wind，海关统计数据平台，信达证券研发中心

图 28：我国液相色谱仪进出口数量（台）/均价（右轴）情况


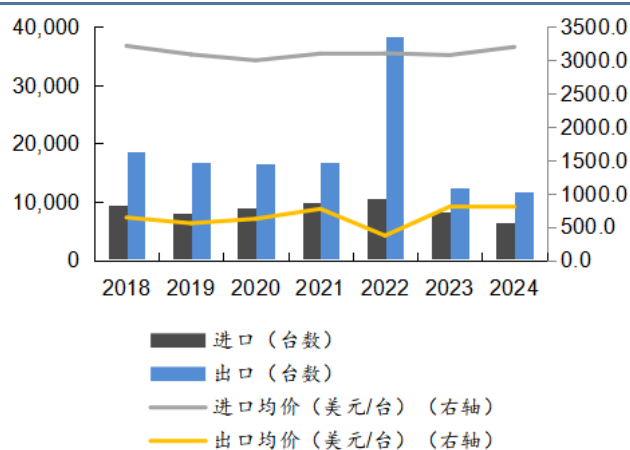
资料来源：wind，海关统计数据平台，信达证券研发中心

图 29: 2018-2024 年我国气相色谱仪进出口金额对比 (亿美元)



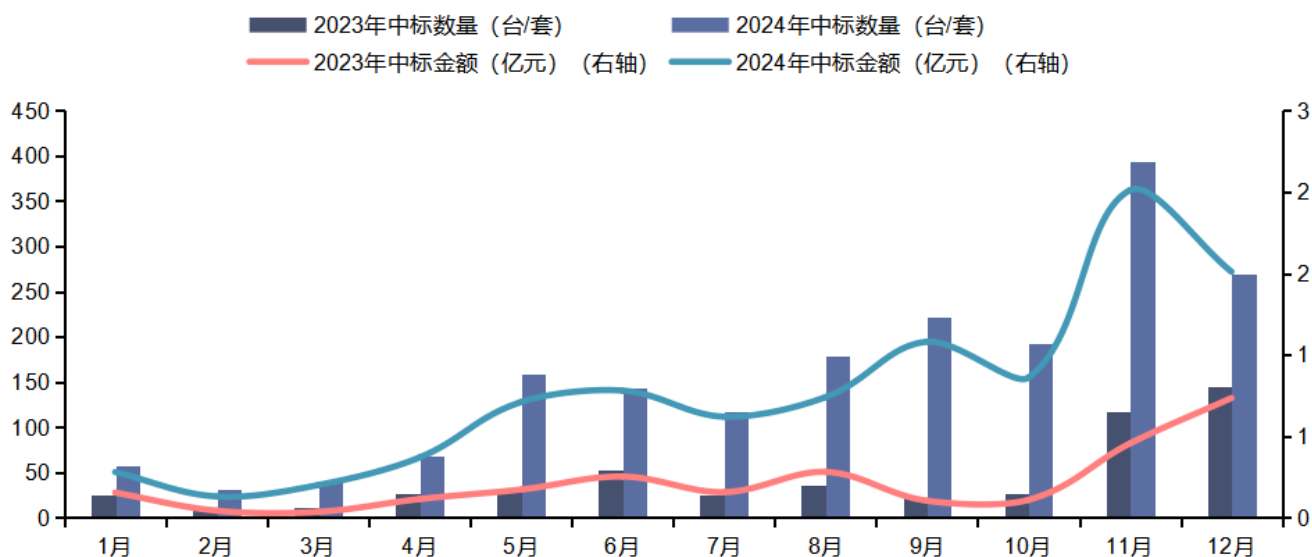
资料来源: wind, 海关统计数据平台, 信达证券研发中心

图 30: 我国气相色谱仪进出口数量 (台)/均价 (右轴) 情况



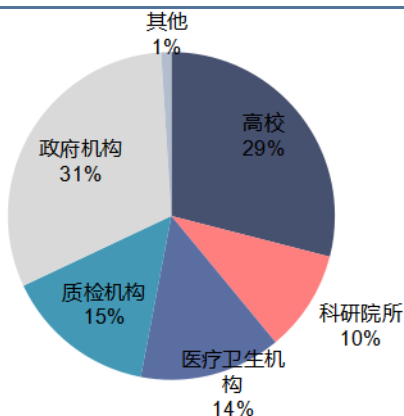
资料来源: wind, 海关统计数据平台, 信达证券研发中心

图 31: 2023、2024 年 1-12 月色谱仪中标情况



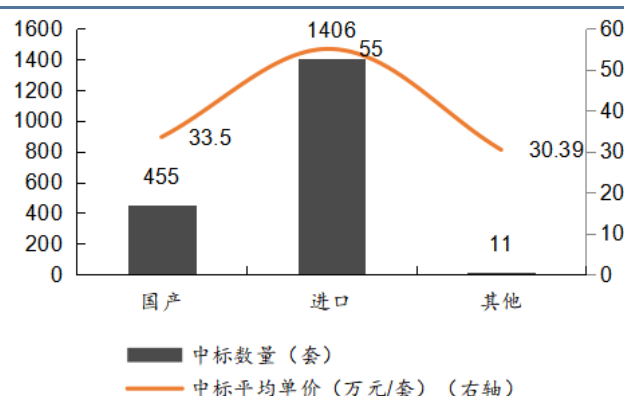
资料来源: 化工仪器网, 观研天下, 观研报告网, 信达证券研发中心

图 32：2024 年采购单位色谱仪中标金额占比



资料来源：化工仪器网，信达证券研发中心

图 33：2024 年各产地色谱仪中标数量及平均单价



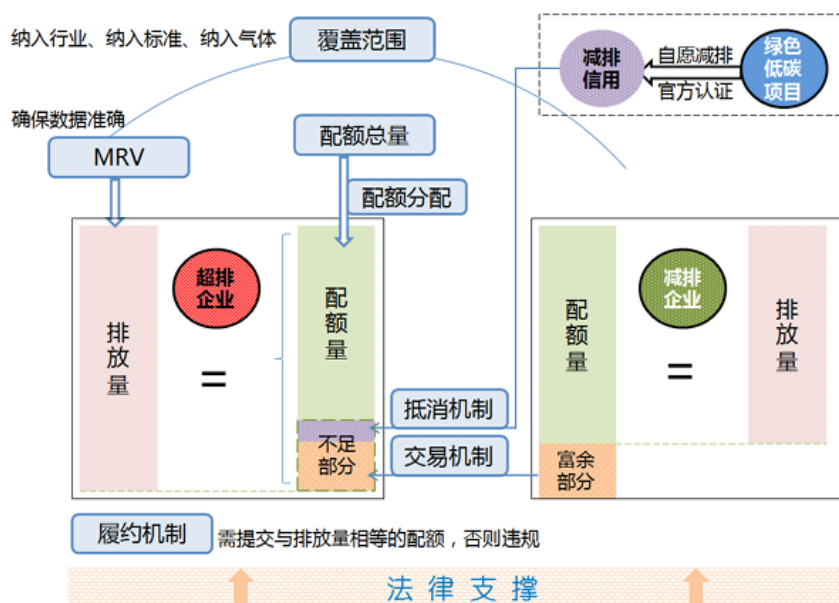
资料来源：化工仪器网，信达证券研发中心

我国质谱、色谱仪市场规模超百亿，高端化转型大势所趋。质谱、色谱是分析仪器的重要分支，也是众多仪器巨头公司核心技术和关键发展点。随着分析仪器贸易市场活动越来越频繁，竞争也越发激烈。我们认为在政策支持与技术突破的双重驱动下，国产替代进程有望加速，行业格局有望重塑。

3.1.2 碳排放权交易市场扩围，有望带动监测行业发展

我国碳市场主要包括两个市场，即碳排放权交易市场（碳配额交易市场）和减排交易市场（碳信用交易市场）。碳排放权交易市场是强制性的，参与主体主要为控排企业，政府按照一定规则向企业分配碳排放配额，并规定企业向政府清缴与其实际排放等量的配额，配额盈余和不足的企业之间根据自身情况进行碳排放权的交易，交易标的为碳配额。自愿性的减排交易市场则是非强制性的，鼓励各类主体自愿地采取温室气体减排行动，通过科学方法量化核证之后在市场上出售，获取相应收益，交易标的为国家核证资源减排量（CCER）。两个市场既各有侧重、独立运行，又互为补充，共同构成全国碳市场体系。

图 34：我国碳市场构成示意图



资料来源：《地方政府参与全国碳市场工作手册》，信达证券研发中心

免费配额逐步向有偿配额方向过渡。配额分配方式分为免费分配和有偿分配。免费分配包括历史法、历史强度法、基准值法；有偿分配分为拍卖、固定价格出售。2024 年 10 月 15 日，生态环境部发布的最新配额分配方案中提到 2023、2024 年度配额全部实行免费分配，采用基准法发放配额量。根据国际经验，最初碳市场的配额分配方式一般为免费，市场逐步成熟的过程中会过度到拍卖的方式。去年 7 月 22 日生态环境部发布的《全国碳市场发展报告（2024）》中提出，逐步推行免费和有偿相结合的碳配额分配方式，提升有偿分配比例，使碳价更真实地反映企业碳减排成本。近年来我国各地方碳排放配额由免费转变为有偿的趋势逐渐明显，较为典型的例子是北京市，自 2022 年以来尝试开展配额有偿竞价发放，2024 年 8 月北京发布《北京市碳排放配额有偿发放和回购管理办法（征求意见稿）》对配额的有偿发放做出规定，为重点排放单位顺利履约提供了灵活的方式。

表 8：碳排放配额分配方式分类

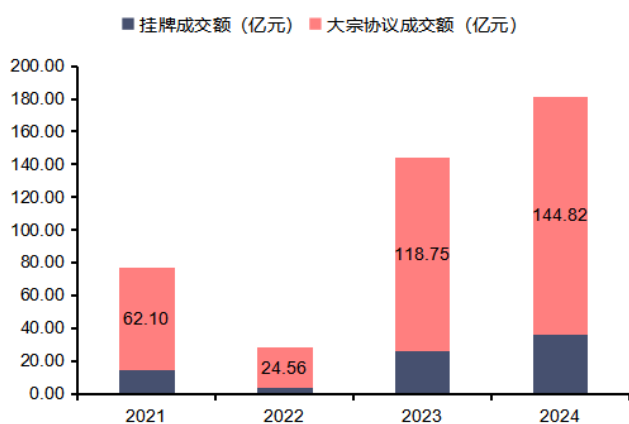
免费分配	历史法	根据企业自身历史排放情况发放配额		优点：将配额免费发放给控排企业，最容易实施； 缺点：可能有分配不均衡的问题，降低碳交易体系效率
	历史强度法	企业年度碳排放强度比自己的历史碳排放强度有所降低		
有偿分配	基准线法	根据某行业或某产品的公认排放量基准为基础乘以减排目标系数		优点：理论最优分配方法，最有效的碳价发现手段，拍卖收入可用来补贴受碳交易影响的企业或个人； 缺点：企业承担减排成本高，接受程度低
	拍卖	由购买者竞标决定配额价格		
有偿分配	固定价格出售	由出售者决定配额价格		

资料来源：《地方政府参与全国碳市场工作手册》，信达证券研发中心

截至 2024 年，碳市场总成交额达到 430 亿元，2024 单年成交额创新高。2024 年全国碳排放配额总成交量 1.89 亿吨，总成交额 181.14 亿元。其中挂牌协议交易成交量 3702.75 万吨，成交额 36.31 亿元；大宗协议交易成交量 15161.86 万吨，成交额 144.82 亿元。2025 年 1 月 1 日至 3 月 31 日，全国碳市场碳排放配额成交量 646.36 万吨，成交额 5.60 亿元。从结构上看，全国碳市场以大宗协议交易成交为主，有一部分挂牌协议成交。

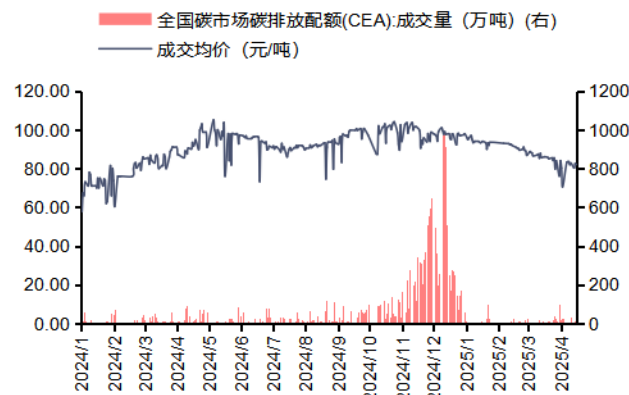
2024 年 CEA 碳价整体呈上升趋势。2024 年碳市场综合价格，最高价 106.02 元/吨，最低价 69.67 元/吨，收盘价较上年最后一个交易日上涨 22.75%。2025 年 3 月全国碳市场综合价格，最高价 89.81 元/吨，最低价 85.58 元/吨，收盘价较上月最后一个交易日下跌 3.83%。

图 35：2021-2024 年全国碳市场碳排放配额成交额



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 36：2024 年-2025 年 3 月碳排放配额成交均价



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

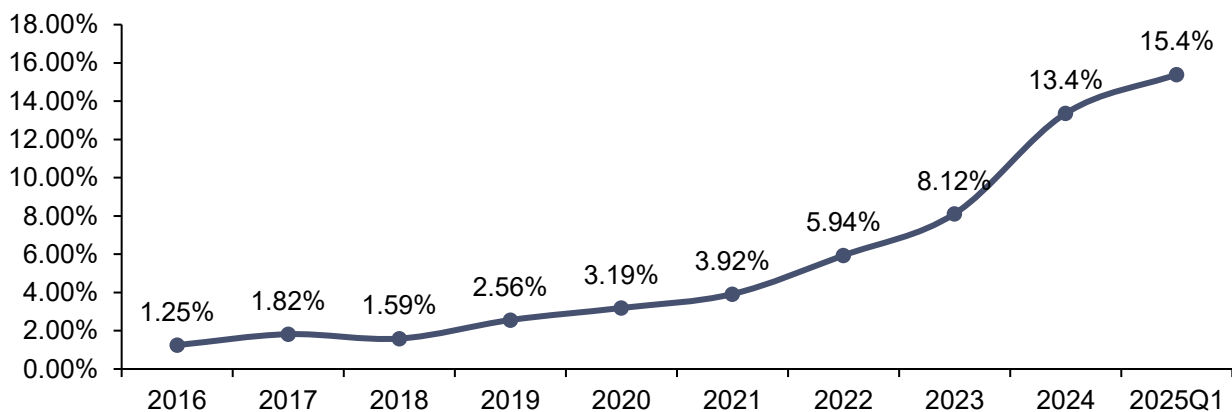
碳市场纳入钢铁、水泥、铝冶炼行业，全国碳排放权交易市场首次扩大行业覆盖范围工作正式进入实施阶段。生态环境部 3 月 26 日发布了《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》覆盖行业：由原来的发电行业增加至发电、钢铁、水泥、铝冶炼四大行业；覆盖主体：由原来的约 2200 家增加至 3700 家；覆盖碳排放量：由原来的约 50 亿吨增加至 80 亿吨，覆盖全国二氧化碳排放总量由原来的 40% 增加至 60%，标志着绿色低碳发展进入新阶段。《方案》提出制定核算报告和核查技术规范，明确各行业关键参数分级分类管理要求，逐步推动企业开展对燃料、原辅材料等参数的高质量实测，对不具备实测条件的参数采用规定的缺省值替代实测；探索开展碳排放在线监测。此前，国务院印发的《2024—2025 年节能降碳行动方案》管理机制方面提出加强能源消费和碳排放统计核算；建立与节能降碳目标管理相适应的能耗和碳排放统计快报制度，提高数据准确性和时效性；夯实化石能源、非化石能源、原料用能等统计核算基础；积极开展以电力、碳市场数据为基础的能源消费和碳排放监测分析。我们认为有望利好碳排放计量、在线监测系统等领域。

3.2 智能化千亿环卫市场蓄势待发

劳动力短缺催生无人环卫需求。城市生活垃圾处理分为前端收集、中端清运和后端处理三个阶段，前端收集环节劳动力密集程度高，道路清扫保洁作业单位的直接生产人员占比高达 85% 以上。同时环卫工作条件艰苦、工作量大、薪资低，对新增劳动力吸引不足，伴随城镇化不断提高，道路保洁和垃圾清运量持续增长，无人环卫可以实现车辆全天候、全时段作业，能显著降低人员和管理成本，是环卫行业迈向新时代、持续高质量发展的必然选择和趋势。

环卫车销量同比重回增长，新能源环卫车需求爆发。2016 年中国新能源环卫装备渗透率仅为 1.25%，此后持续提升。2023 年我国环卫车销售 76983 辆，其中新能源环卫车销量为 6248 辆，新能源环卫装备渗透率约为 8.12%。2025Q1 环卫车市场结束了连续四年的销量下滑态势，呈现结构性复苏迹象，其中销售新能源环卫车 2384 台，渗透率达 15%，标志着环卫电动化转型进入快车道。

图 37：2016-2025Q1 中国新能源环卫车渗透率



资料来源：《低速无人驾驶清扫行业发展蓝皮书 2024》，卡车网，中国环卫公众号，信达证券研发中心

无人环卫已经纳入国家政策视野，发达地区率先进行实践。2024 年 2 月国家住建部发布城建行业标准《智慧环卫系统建设标准》(征求意见稿)，标准适用于国家、省级、市(区、

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 26

县)级智慧环卫系统的设计、建设、验收、运行和维护。同年 3 月发布《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，鼓励更新购置新能源车辆装备以及智能化、无人化环卫作业机。深圳陆续发布政策鼓励在试点推广智能环卫装备，智慧环卫的推广有望逐渐加快。

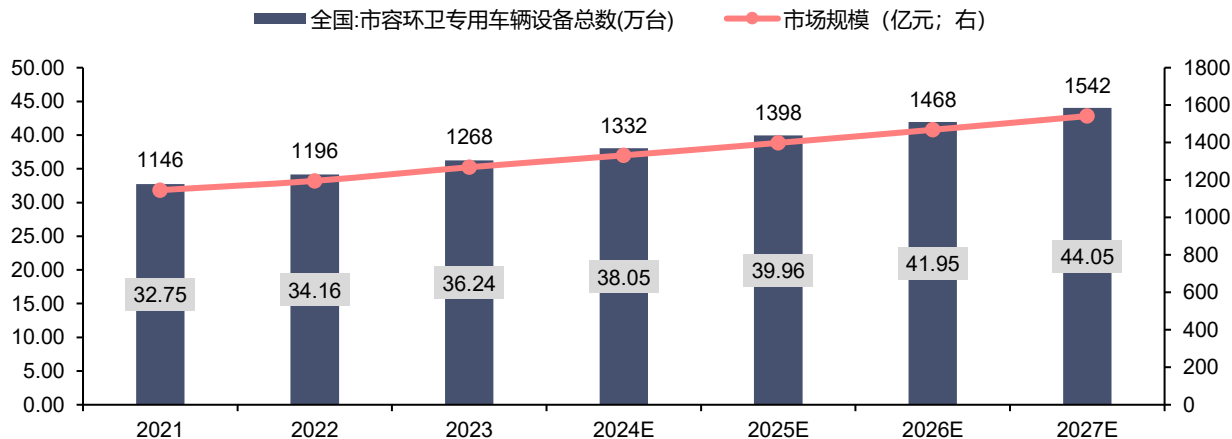
表 9：推进无人环卫发展的相关政策

发布时间	发布主体	政策名称	主要内容
2023.1	工信部	《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》	试点期（2023—2025 年）试点领域新增及更新车辆中新能源汽车比例显著提高，其中城市公交、出租、环卫、邮政快递、城市物流配送领域力争达到 80%。
2023.2	深圳市城管局	《关于进一步推进环卫作业机械化、智能化的通知》	截止 2023 年 6 月底前，每个区(新区)打造至少 1 个无人智能清扫标杆示范;2023 年 12 月底前，每个街道开展至少 1 个无人智能清扫应用场景试点。”
2024.2	住建部	《智慧环卫系统建设标准（征求意见稿）》	
2024.3	国家住建部	《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》	鼓励更新购置新能源车辆装备以及智能化、无人化环卫作业机
2025.3	深圳市工信局	《深圳市加快打造人工智能先锋城市行动计划（2025—2026 年）》	城市治理领域，支持机器人在公共安全、市政环卫、应急救援等场景中的应用，完善覆盖全市的 AI 应急响应体系，提高突发事件处置效率，推动城市治理从“被动响应”向“主动预防”转型

资料来源：中国政府网，工信部，深圳新闻网，住建部，深圳市工信局，深圳在线，环卫科技网，信达证券研发中心

环卫设备市场超千亿规模，新能源环卫车替代空间广阔。根据住建部数据，2023 年全国市容环卫专用车有 36 万台，2019-2023 年保持 6.5%的复合增长率。我们假设未来每年 5%的设备增长，按单台车辆售价 35 万元计算，到 2027 年环卫车存量市场空间将超过 1500 亿元。但当前新能源环卫车渗透率约 15%，新能源环卫车替代传统机械环卫车的空间广阔。

图 38：2021-2027 年我国环卫用车设备市场空间



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

主要环卫公司布局智慧环卫布局情况：

➤ 盈峰环境

盈峰“蜂群”机器人产品类型多元化，清洁效能大幅提升。核心产品“蜂群”系列集成 5G、AI、机器视觉等技术，覆盖城市次干道及主干道。全覆盖自主清扫率高达 95%以上，自动贴边清扫误差控制在厘米级，彻底告别边角遗漏问题，高效完成环卫任务。实测数据显示，单台“小蜜蜂”可替代 4 名环卫工人，经济效益显著。同时，其模块化设计支持快速部署，仅需 4 小时即可完成主要配置，24 小时内实现常态化运行，为用户大幅缩短启动周期，实

现环卫领域的减人提效。

产品商业化成果显著，24 年智能环卫装备销量同比增长。“蜂群”系列环卫机器人已在深圳、江苏、浙江、贵州等地储备并投用，产品基本实现商业化。公司自 2021 年切入城市智慧清洁服务领域后，持续贡献业绩收入，2024 年智慧服务板块营收 64.41 亿元，同比增长 14.41%，新增合同金额 44.47 亿元，同比增加 14.86 亿元。

► 侨银股份

与国地中心合作，谋求环卫人形机器人技术突破。公司机器人产品覆盖清扫机器人、室外无人清扫车、巡逻配送机器人、多任务作业机器人四大品类。清扫机器人，搭载多源传感器融合技术、算法及定位等技术，支持全自主完成清洁、加水、充电、垃圾倾倒全流程作业；室外无人清扫车，具备动态限速、车道保持、交通信号识别等功能。5 月 7 日，侨银股份与国家地方共建人形机器人创新中心正式举行人形机器人合作项目签约仪式，共同推进双方在城市服务场景与具身智能机器人领域的资源融合与技术协同，侨银股份成为城服行业首个与人形机器人产业“国家队”携手的企业。

图 39：盈峰环境清洁机器人“蜂群”



资料来源：盈峰环境公众号，信达证券研发中心

图 40：侨银股份与国地中心人形机器人合作



资料来源：南方+客户端，信达证券研发中心

► 宇通重工

作为智能驾驶领域的领先者，宇通有着近 10 年的技术积累和成功经验，在拥有自动驾驶核心技术的基础上，根据环卫作业特殊性进行针对性和适应性开发，目前已生产出 6t 洗扫车、6t 清洗车、18t 洗扫车、1t 扫路机等多品类产品及线控整车方案，总体安全运营里程超百万公里。其中，6t 自动驾驶洗扫车是由行业内首款正向开发 L4 级自动驾驶洗扫车。目前该车型已在广州生物岛全自动运营，总作业面积近 40 万 m²（3 台车），是国内首个也是目前唯一一个全自动运营的自动驾驶环卫车辆。

► 玉禾田

玉禾田主要智能环卫产品为清扫机器人巡检无人机和无人垃圾压缩车等产品，巡检无人机实现“空中巡查+地面作业”联动，构建立体化环卫监管体系，无人垃圾压缩车产品，集成自动称重、路径优化技术，可减少人工干预频次。未来公司将在大型无人驾驶清扫车、无人驾驶洒水车、河道管养无人船等无人环卫装备领域持续发力。公司“阳光 S200 智能环卫机器人”已成功实现出海，进驻越南北江省工业区，标志公司全球化布局取得突破。

图 41：宇通重工自动驾驶洗扫车


资料来源：宇通集团官网，信达证券研发中心

图 42：阳光 S200 智能环卫机器人


资料来源：玉禾田官网，信达证券研发中心

➤ 福龙马：

福龙马积极探索无人环卫运营，智能环卫设备完成场景部署。公司构建了以无人驾驶机器人为核心的立体化产品体系，涵盖无人驾驶机器人、智能扫路车、无人驾驶扫路机等多元品类。旗下 CITIBOT 福龙马城服机器人依托滑板底盘实现各种场景灵活运用，公司推出全球首款 L4 级无人驾驶清扫机器人 SD15，支持多工作场景，突破传统装备功能单一局限。在智能驾驶技术领域，福龙马实现 L2+至 L4 级分级覆盖，从低速辅助驾驶到全流程无人作业，构建了完整技术链条。

环卫设备市场占有率行业靠前，伴随产品更新升级，市场竞争力有望进一步提升。公司 SD15 智能清扫机器人已在 34 个细分场景实现常态化运营，累计作业里程达 1.6 万公里；SD22 智能扫路机完成整车智能化升级，并在 21 个城市落地运营；全系列服务机器人已覆盖全国 15 省超 30 个城市。2024 年公司中高端传统环卫装备市占率 7.75%（行业第四），新能源装备市占率 6.77%（行业第三），智能装备制造业务收入达 10.78 亿元，技术转化效率与场景渗透能力显著领先。

图 43：SD15 智能清扫机器人


资料来源：福龙马公司官网，信达证券研发中心

图 44：SD22 纯电动智能扫路机


资料来源：福龙马公司官网，信达证券研发中心

3.3 环保成长类资产投资建议

在复杂多变的地缘政治形势下，国产替代及自主可控是大势所趋；此外，作为“十四五”收官之年，工业节能降耗持续推进，环保节能设备有望迎来需求抬升，我们认为环保中偏成长赛道有以下两条投资主线：

 **科学仪器包括碳计量相关监测检测设备：**

关税和限制出口政策的宏观环境下，随着国家鼓励支持政策的推出，国内涌现出一批企业加大研发投入，有望加速科学仪器行业的国产替代。此外，碳排放交易市场首度扩围，有望利好公司碳监测碳计量业务领域。建议关注：【聚光科技】业绩扭亏为盈，构建“4+X”多对多业务布局；【皖仪科技】检漏仪器龙头，持续投入研发多点开花；【莱伯泰科】从样品前处理向高端分析测试仪器拓展，不断探索质谱新技术；【雪迪龙】积极布局科学仪器，碳市场扩围利好碳监测碳计量业务。

✚ 环卫装备：

环卫车销量同比重回增长，新能源环卫车需求爆发，新能源环卫车渗透率 25Q1 已提升至 15.4%。同时无人环卫已纳入国家政策视野，发达地区率先进行实践，各家上市公司积极布局。此外，市政环卫对政府付费依赖程度高，导致环卫企业存量应收规模较大，减值对业绩也形成一定压力。环卫企业 24 年相较 23 年存量应收规模增幅不大，地方化债有望助力环卫企业历史减值冲回。建议关注盈峰环境、玉禾田、福龙马、侨银股份、宇通重工、劲旅环境等。

四、投资建议

✚ 兴蓉环境：

兴蓉环境业绩稳定性与成长性并存。自来水&污水业务在成都主城区市占率在 100%，盈利能力行业领先。同时运营具有较强稳定性，自来水业务使用者付费模式保障现金流稳定流入，同时工程业务占比小，运营类资产占比接近 90%，业绩稳定性较强。此外，公司目前运营、在建和拟建的供排水项目规模超 900 万吨/日，我们预计在建和拟建产能在 2025 年及以后陆续投产，同时公司正在积极拓展二三圈层水务市场，有望贡献业绩增量。我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 97.95/111.8/117.63 亿元，归母净利润 21.67/24.84/26.08 亿元。

✚ 洪城环境：

作为稳定盈利&持续高分红的南昌市综合环境运营商，公司水务毛利率较高，盈利能力较好，且具有较强稳定性。同时公司承诺 2024-2026 年分红比例不低于归母净利润 50%。公司综合考虑到公司现有资产及未来业绩释放，我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 85.52/88.58/92.74 亿元，归母净利润 12.32/12.87/13.11 亿元。

✚ 瀚蓝环境：

瀚蓝环境为全国综合性综合环境运营商，主业盈利稳健，自由现金流回正。5 月 31 日，瀚蓝私有化粤丰环保所有条件达成，粤丰环保于 6 月 2 日从香港联交所退市。至此，瀚蓝并购粤丰环保正式完成。伴随收购事项完成，公司有望实现规模和盈利能力的双提升。我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 111.99/112.96/114.37 亿元，归母净利润 16.8/17.06/17.65 亿元。

✚ 其他建议关注：

（1）垃圾焚烧：旺能环境、伟明环保、绿色动力、永兴股份；（2）水务：武汉控股、中原环保；（3）科学仪器包括碳计量相关监测检测设备：聚光科技、雪迪龙、皖仪科技；（4）环卫设备：玉禾田、侨银股份、劲旅环境、盈峰环境等。

表 10：环保行业部分上市公司估值表

板块	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE (x)				PB (x)	股息率 (%)
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E		
固废 治理	伟明环保	328.81	27.04	32.17	37.59	41.85	13.64	10.23	8.75	7.87	2.36	2.49
	三峰环境	143.45	11.68	12.56	13.20	14.11	12.28	11.44	10.86	10.21	1.24	2.86
	绿色动力	94.75	5.85	6.84	7.32	7.72	15.62	15.73	14.69	13.89	1.34	3.89
	永兴股份	140.85	8.21	9.19	10.39	11.44	-	15.34	13.61	12.27	1.32	3.83
	瀚蓝环境*	195.11	16.64	16.80	17.06	17.65	11.57	11.62	11.45	11.08	1.41	3.34
	旺能环境	75.25	5.61	6.93	7.53	7.95	11.78	10.84	9.97	9.48	1.12	2.89
	军信股份	120.42	5.36	7.51	8.02	8.44	16.04	16.06	15.04	14.24	1.55	5.90
	中科环保	78.75	3.21	3.93	4.74	5.40	24.78	20.19	16.72	14.66	2.15	2.52
	中国天楹	109.78	2.80	4.80	5.83	-	43.50	22.51	19.09	-	1.01	0.80
	朗坤环境	44.29	2.16	3.01	3.86	5.99	19.91	14.87	11.62	7.46	1.22	-
	高能环境	90.33	4.82	6.32	7.66	9.41	16.57	14.46	11.86	9.56	0.97	6.75
	英科再生	49.26	3.07	3.22	3.80	-	18.47	15.30	12.96	-	1.89	0.38
水务	兴蓉环境*	224.73	19.96	21.67	24.84	26.08	11.35	10.32	9.07	8.66	1.20	2.48
	洪城环境*	120.45	11.90	12.32	12.87	13.11	10.74	9.77	9.38	9.20	1.25	4.95
	武汉控股	47.78	0.88	-	-	-	49.88	-	-	-	0.89	0.56
	首创环保	228.29	35.28	17.18	18.18	19.18	6.82	13.52	12.44	11.96	1.08	5.47
市政 环卫	中山公用	134.68	11.99	13.40	14.77	16.15	11.36	10.03	9.13	8.34	0.78	4.73
	盈峰环境	200.47	5.14	6.79	8.29	10.14	30.65	29.44	23.89	19.78	1.15	2.99
	玉禾田	77.05	5.75	6.56	7.38	8.22	10.80	11.72	10.45	9.38	1.79	1.94
	福龙马	66.22	1.45	1.80	2.13	2.43	29.71	37.07	31.25	27.02	1.94	0.99
监测 设备	侨银股份	54.43	2.89	3.21	3.45	3.76	14.95	16.97	15.76	14.48	2.20	0.75
	聚光科技	89.84	2.07	3.52	5.07	6.90	33.04	25.67	17.72	13.00	2.90	1.25
	雪迪龙	51.88	1.69	2.06	2.31	2.60	24.14	25.50	22.67	19.90	2.00	3.06
	皖仪科技	31.23	0.14	0.60	0.93	1.22	125.76	52.68	33.59	25.76	4.22	0.43
	莱伯泰科	22.39	0.39	0.57	0.80	0.94	50.24	39.52	27.90	23.71	2.70	2.17

资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：截止至 2025.7.10；标*为信达预测，其他为 iFinD 一致预测；

五、风险提示

- 政策推进不及预期风险：**科学仪器行业与国家政策支持引导关联程度较大，政策推进不及预期可能会导致相关企业订单获取下降；
- 市场竞争加剧风险：**行业竞争加剧可能导致企业利润水平下滑，影响企业生产积极性；
- 投资并购整合风险：**投资并购前中后阶段可能会出现企业管理、团队磨合、资金等方面风险，对经营产生不利影响；
- 研发进度不及预期风险：**科学仪器行业需要长期投入研发，若研发进度或研发成果转化不及预期可能会对行业发展造成不利影响。
- 应收账款回收不及预期：**部分客户是政府部门及大型工业企业，如下游出现行业性衰退或财政支付延期，将对应收账款收回产生负面影响。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。