

2025 年 11 月 18 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



垃圾焚烧盈利高增 生物燃料扭亏转盈

——环保公司 2025 年三季度业绩总结

投资要点：

➤ 垃圾焚烧发电企业：盈利大幅增长，现金流进一步改善

从公司 Q3 盈利表现来看，除城发环境归母净利润有所下滑外，其他主要垃圾焚烧发电企业 Q3 归母净利润均有显著增长，其中军信股份（+47.6%）、瀚蓝环境（+28.1%）、永兴股份（+25.6%）、绿色动力（+24.2%）、三峰环境（+23.9%）、旺能环境（+13.4%）。

其主要原因包括：1）近两年企业在建项目陆续投产、积极向外收购资产提升资产规模，产能扩张带来利润增长；2）垃圾焚烧企业或通过掺烧陈腐垃圾、提质增效提高项目产能利用率；3）企业积极拓展供热，提高项目盈利水平，单吨垃圾供热带来的利润增量约 80 元。

除此之外，2025 年前三季度垃圾焚烧发电企业经营活动现金流量净额均有所增长，我们预计主要因为两点，一是企业通过产能增长/产能利用率提升/增加供热，使得公司经营情况进一步增益，二是主因国家补贴回款增加，以绿色动力为例，其 Q3 国补回款较为理想，使得其信用减值冲回 0.13 亿元（24Q3 为-0.05 亿元）。

➤ 水务企业：盈利分化明显 多数公司主业稳健增长

水务公司 Q3 盈利有所分化，其中创业环保和首创环保 Q3 归母净利润分别下滑 10.4% 和 78.4%，其余公司归母净利润均有所增长，洪城环境（+2.1%）、重庆水务（+2.7%）、兴蓉环境（+13.1%）。其中首创环保 Q3 归母净利润大幅下滑主因去年同期转让新加坡 ECO 公司获得投资收益 17.9 亿元。兴蓉环境得益于新项目投产、污水处理费提升等综合原因，Q3 归母净利润同比增长 13%。

➤ 生物燃料：企业量价齐升 Q3 盈利大幅增长

2025 年 Q3 生物燃料主要公司扣非归母净利润均大幅增长/大幅转盈，分别来看：

1）原料端 UCO：2025 年 7-9 月 UCO 出口价格维持在 1050-1100 美元/吨，较去年同期增长 150-200 美元/吨，涨幅 16.7%-22.2%，受此影响，以山高环能、朗坤科技为代表的企业盈利大幅增长，其中山高环能 25Q3 实现扣非归母净利润 0.1 亿元（去年同期为-0.2 亿元），朗坤科技 25Q3 实现扣非归母净利润 1 亿元（去年同期为 0.7 亿元）。

2）生物柴油企业：出口销售仍有下滑，卓越新能因新生产线投产及严控成本实现利润逆势增长。2025 年前三季度，受欧盟反倾销税的影响，公司生物柴油出口销售量同比下滑，但由于公司 2025 年 4 月投产年产 5 万吨天然脂肪醇项目，同时严格控制成本费用，前三季度公司实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 81%，Q3 实现归母净利润 0.5 亿元（去年同期为-0.1 亿元）。

3）SAF 端：Q3 量价齐升，企业扭亏为盈。嘉澳环保 Q3 SAF 销售量明显增加，与此同时欧盟 SAF 销售价格由年初的 1850 美元/吨，涨至 9 月份的 2630 美元/吨，涨幅为 42.16%，量价齐升下，嘉澳环保 Q3 实现归母净利润 0.5 亿元（去年同期为-0.6 亿元）。此外，海新能科 Q3 同样扭亏转盈，主因公司履行非欧盟客户 HVO 销售长协订单并实现超额交付，销售量和 HVO 销售价格均显著增长。

➤ **投资分析意见。**从三季度业绩来看，以垃圾焚烧发电为代表的市政环保类企业和生物燃料类企业盈利均大幅增长，前者主因产能拓展、产能利用率提升和拓展供热，后者主因产业端量价齐升。展望 Q4，我们认为该产业趋势和盈利扩张或将持续，推荐方向：1）兼具高股息和业绩成长性的垃圾焚烧发电企业，推荐**光大环境、瀚蓝环境、永兴股份、军信股份**，建议关注**绿色动力/绿色动力环保、三峰环境**；2）受益于海外降碳政策下的生物燃料企业，建议关注**山高环能、嘉澳环保、海新能科、卓越新能、朗坤科技**；3）水务板块中的高股息资产，建议关注**北控水务集团、粤海投资、兴蓉环境、洪城环境**。

➤ **风险提示。**垃圾处理量波动风险，企业供热量拓展不及预期风险，海外政策存在不确定性

1. 市政环保：垃圾焚烧企业盈利高增，水务企业盈利分化

1.1. 垃圾焚烧发电企业：盈利大幅增长，现金流进一步改善

从公司 Q3 盈利表现来看，除城发环境归母净利润有所下滑外，其他主要垃圾焚烧发电企业 Q3 归母净利润均有显著增长，其中军信股份（+47.6%），瀚蓝环境（+28.1%）、永兴股份（+25.6%）、绿色动力（+24.2%）、三峰环境（+23.9%）、旺能环境（+13.4%），其主要原因包括垃圾焚烧产能增长、垃圾处理量增长提升项目产能利用率、项目供热量提升、期间费用下降。

图表 1：垃圾焚烧发电企业三季度业绩情况（亿元）

代码	简称	收入		归母净利润		扣非归母净利润	
		25Q3	yoy	25Q1-3	yoy	25Q3	yoy
301109.SZ	军信股份	6.9	6.2%	21.6	23.2%	2.1	47.6%
601330.SH	绿色动力	9.0	1.6%	25.8	1.5%	2.5	24.2%
601033.SH	永兴股份	11.9	23.4%	32.5	16.3%	2.8	25.6%
600323.SH	瀚蓝环境	39.7	36.7%	97.4	11.5%	6.4	28.1%
601827.SH	三峰环境	13.1	-5.6%	41.5	-8.0%	4.3	23.9%
000885.SZ	城发环境	16.7	-8.5%	48.9	3.6%	3.2	-13.3%
002034.SZ	中科环保	4.2	9.4%	12.7	6.1%	1.0	2.4%
301175.SZ	旺能环境	8.5	1.7%	25.6	5.2%	1.7	13.4%

资料来源：wind，华源证券研究所

原因 1：近两年企业在建项目陆续投产、积极向外收购资产提升资产规模，产能扩张带来利润增长。2024 年军信股份收购仁和环境 63%的股权（此外，军信股份 2024 年新增投产浏阳、平江垃圾焚烧项目，新增垃圾焚烧产能 1800 吨/日），2025 年中瀚蓝环境私有化粤丰环保完成，受此影响，2025 年 Q3 军信股份归母净利润增长 47.6%，瀚蓝环境归母净利润增长 28.1%。更重要的是，我们发现收购方能够对并购资产整合运营，释放资产潜力，以瀚蓝环境私有化粤丰环保为例，粤丰环保 6 月 1 日并表，当月实现净利润 1.17 亿元，Q3 实现净利润 3.61（对应单月净利润 1.2 亿元），作为对比，2024 年全年粤丰环保实现持续经营净利润 8.42 亿元，对应单月仅 0.7 亿元，充分展现公司收购粤丰之后的管理经营能力。

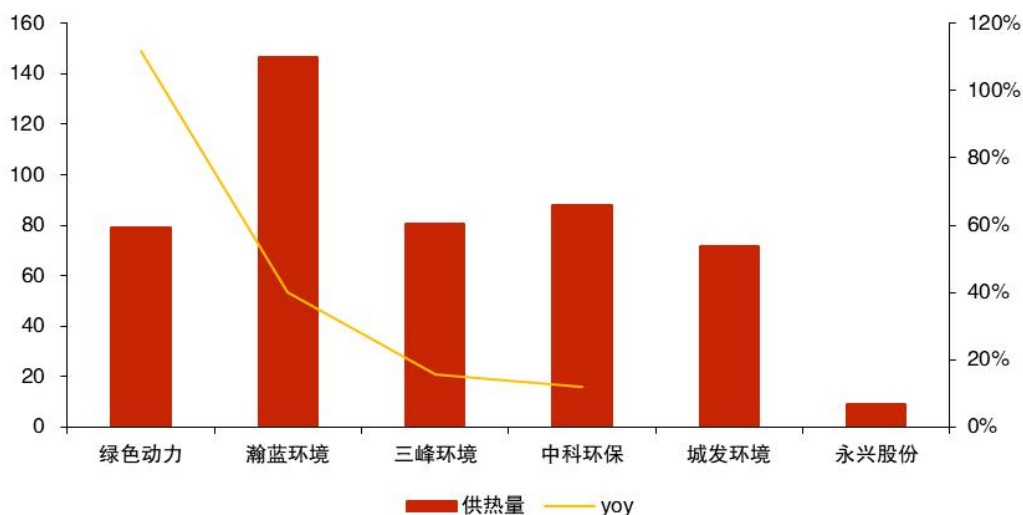
原因 2：垃圾焚烧企业通过掺烧陈腐垃圾、提质增效提高项目产能利用率。以永兴股份为例，2025H1 公司实现垃圾进厂量 535.83 万吨，较去年同期增加 118 万吨，增速 28.3%，其中存量垃圾掺烧超 80 万吨，我们测算 2025H1 公司年化产能利用率达到 87.9%（注：年化产能利用率=上半年垃圾处理量*2/（上年年底垃圾处理产能+本年年中垃圾处理产能）/2），

较去年同期提升约 17 个百分点，带动公司 Q2 归母净利润同比增长 21.2%，三季度公司延续这一趋势，实现归母净利润同比增长 25.6%，环比增长 7.42%。

此外，垃圾焚烧发电企业采用精细化经营方式提高经营指标，瀚蓝环境前三季度吨垃圾上网电量 330.24 千瓦时/吨，同比增加 1.84%，军信股份前三季度吨垃圾上网电量 479.10 度，同比上涨 4.72%。

原因 3：积极拓展供热，提高项目盈利水平。今年以来，垃圾焚烧发电企业供热规模持续增长，其中 2025 年前三季度绿色动力供热量增长 112%，增速位于行业前列，瀚蓝环境、三峰环境供热量分别增长 40%、15.5%，永兴股份、城发环境供热量也显著增长。正如我们在此前报告中始终强调的，我们测算垃圾焚烧发电企业单吨垃圾供热带带来的利润增量约 80 元，同时供热收入来自于下游工业用户，其回款效率更高，有助于提高企业现金流水平。受此影响，永兴股份、瀚蓝环境等行业内主要公司均转换战略，积极提升供热规模，有望为公司未来盈利持续增长进一步奠定基础。

图表 2：2025 年前三季度/上半年供热量及其增速（单位：万吨）

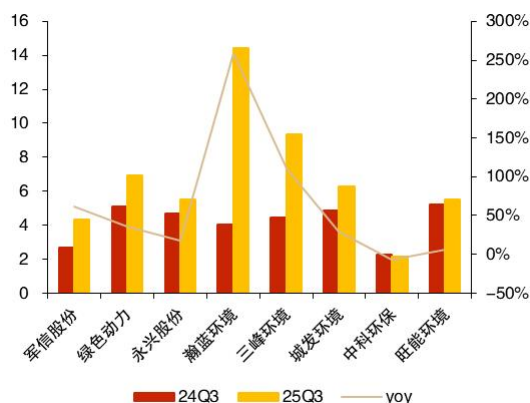


资料来源：各公司公告，华源证券研究所

注：中科环保、城发环境、永兴股份因数据有限，采用 25H1 供热量，其余公司为 25 年前三季度供热量

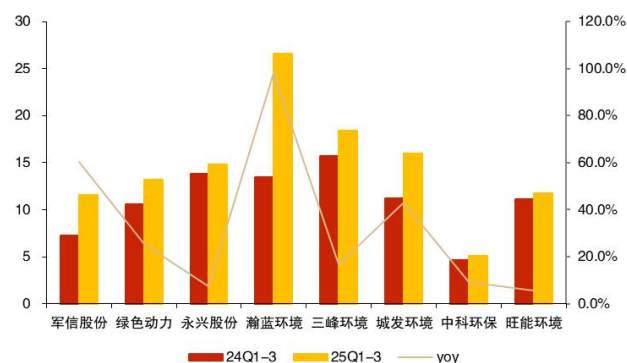
除此之外，2025 年前三季度垃圾焚烧发电企业经营活动现金流量净额均有所增长，我们预计主要因为两点，一是企业通过产能增长/产能利用率提升/增加供热，使得公司经营情况进一步增益，二是主因国家补贴回款增加，以绿色动力为例，其 Q3 国补回款较为理想，使得其信用减值冲回 0.13 亿元（24Q3 为 -0.05 亿元）。

图表 3：2024Q3/2025Q3 经营活动现金流量净额（亿元）



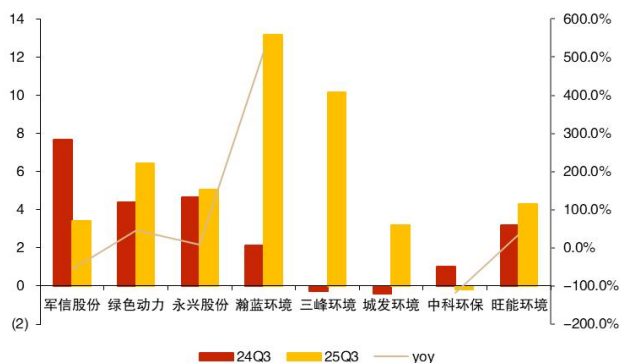
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：2024 前三季度/2025 前三季度经营活动现金流量净额（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

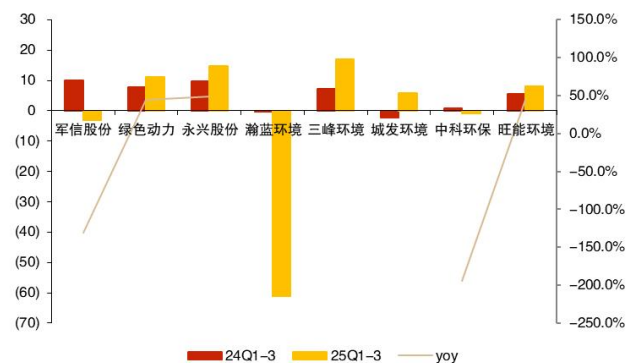
图表 5：2024Q3/2025Q3 自由现金流（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

注：自由现金流=经营活动净现金流净额+投资活动现金流净额

图表 6：2024 前三季度/2025 前三季度自由现金流(亿元)



资料来源：wind，华源证券研究所

注：自由现金流=经营活动净现金流净额+投资活动现金流净额

1.2. 水务企业：盈利分化明显 多数公司主业利润保持稳健

从公司 Q3 盈利表现来看,创业环保和首创环保 Q3 归母净利润分别下滑 10.4%和 78.4%, 其余公司归母净利润均有所增长,洪城环境(+2.1%)、重庆水务(+2.7%)、兴蓉环境(+13.1%)。其中创业环保 Q3 归母净利润下滑主因所得税费用大幅增加,首创环保 Q3 归母净利润大幅下滑主因去年同期转让新加坡 ECO 公司获得投资收益 17.9 亿元。

兴蓉环境得益于新项目投产、污水处理费提升等综合原因,Q3 归母净利润同比增长 13%, 洪城环境 Q3 归母净利润小幅增长主因折旧政策修改,根据公司公告,2025 年 7 月 1 日起公司供水管网折旧年限从 15 年调至 35 年,公司预计 2025 年减少折旧约 3864 万元。

图表 7：水务企业三季度业绩情况（亿元）

收入	归母净利润	扣非归母净利润
----	-------	---------

代码	简称	25Q3	yoy	25Q1-3	yoy	25Q3	yoy	25Q1-3	yoy	25Q3	yoy	25Q1-3	yoy
600874.SH	创业环保	12.7	8.4%	34.5	1.7%	2.3	-10.4%	7.0	3.6%	2.0	-16.1%	6.0	-3.8%
600008.SH	首创环保	47.2	-0.2%	134.5	-3.0%	5.0	-78.4%	14.3	-55.9%	5.0	-7.5%	13.7	0.3%
600461.SH	洪城环境	17.4	2.4%	54.3	-3.9%	3.2	2.1%	9.3	1.2%	3.2	7.2%	9.3	2.6%
601158.SH	重庆水务	20.5	11.4%	55.7	8.7%	3.2	2.7%	7.8	6.9%	2.7	-9.0%	6.7	5.6%
000598.SZ	兴蓉环境	23.6	6.9%	65.5	5.4%	7.9	13.1%	17.6	8.5%	7.8	12.7%	17.4	8.3%

资料来源：wind，华源证券研究所

2. 生物燃料：企业量价齐升 Q3 盈利大幅增长

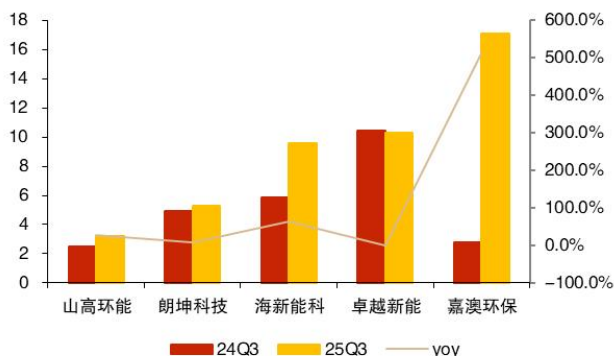
从 Q3 主要公司盈利表现来看，2025 年 Q3 生物燃料主要公司扣非归母净利润均大幅增长/大幅转盈，主因 UCO、SAF 价格大幅增长，其中 UCO 出口价格同比增长 16.7%-21%，欧洲 SAF 价格从年初的 1850 美元/吨，涨至 9 月份的 2630 美元/吨，涨幅为 42.16%。

图表 8：生物燃料公司三季度业绩情况（亿元）

	收入				归母净利润				扣非归母净利润			
	25Q3	yoy	25Q1-3	yoy	25Q3	yoy	25Q1-3	yoy	25Q3	yoy	25Q1-3	yoy
山高环能	3.2	27.1%	10.4	-0.5%	0.1	-48.2%	0.5	大幅转盈	0.1	大幅转盈	0.5	大幅转盈
朗坤科技	5.3	8.3%	13.9	0.2%	1.0	39.6%	2.5	28.9%	1.0	38.7%	2.5	30.6%
海新能科	9.6	63.8%	19.4	5.6%	0.9	大幅转盈	0.6	大幅转盈	0.5	大幅转盈	-0.3	大幅好转
卓越新能	10.3	-1.1%	23.4	-21.2%	0.5	大幅转盈	1.7	81.2%	0.5	大幅转盈	1.6	83.8%
嘉澳环保	17.1	511.5%	30.0	189.4%	0.5	大幅转盈	-0.3	大幅好转	0.5	大幅转盈	-0.3	大幅好转

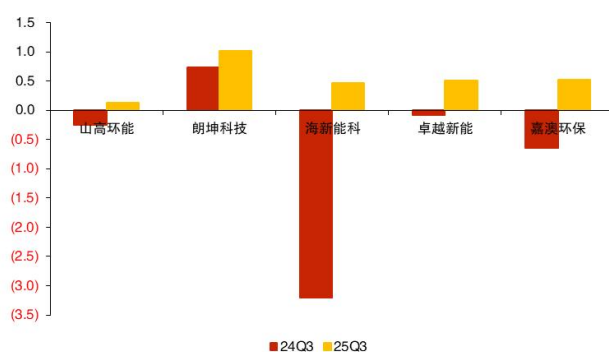
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 9：各公司 2025 年 Q3 营收及增速（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 10：各公司 2024Q3 和 2025Q3 扣非归母净利润对比（亿元）

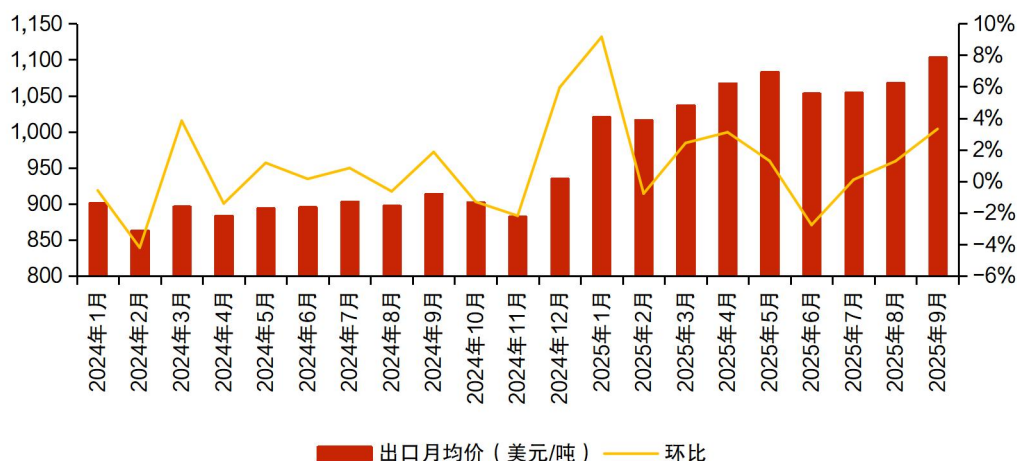


资料来源：wind，华源证券研究所

1) 原料端 UCO：受益于终端 SAF 产能快速扩张及大幅涨价的影响，原料端 UCO 价格也快速增长，根据海关总署的数据，2025 年 7-9 月 UCO 出口价格维持在 1050-1100 美元/

吨，较去年同期 900 美元/吨左右的价格增长 150-200 美元/吨，涨幅 16.7%-21%，受此影响，以山高环能、朗坤科技为代表的企业盈利大幅增长，其中山高环能 25Q3 实现扣非归母净利润 0.1 亿元（去年同期为-0.2 亿元），朗坤科技 25Q3 实现扣非归母净利润 1 亿元（去年同期为 0.7 亿元）。

图表 11： 2024-2025 年 9 月 UCO 出口均价（美元/吨）



资料来源:海关总署，华源证券研究所

2) 生物柴油企业: 出口销售仍有下滑, 卓越新能因天然脂肪醇新生产线投产及严格管控成本实现利润逆势增长。2025 年前三季度，由于欧盟反倾销税的影响，卓越新能生物柴油出口销售量同比下滑，但 2025 年 4 月由于公司年产 5 万吨天然脂肪醇项目投产，同时严格控制成本费用，前三季度公司实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 81%，Q3 实现归母净利润 0.5 亿元（去年同期为-0.1 亿元）。

3) SAF 端: Q3 量价齐升, 多数企业扭亏为盈。连云港嘉澳（嘉澳环保旗下子公司）于 2025 年 4 月进入出口白名单，受此影响，嘉澳环保 Q3 SAF 销售量明显增加，与此同时在价格端，受到欧盟强制添加 SAF2%的政策推进，欧盟 SAF 销售价格由年初的 1850 美元/吨，涨至 9 月份的 2630 美元/吨，涨幅为 42.16%，量价齐升下，嘉澳环保 Q3 实现归母净利润 0.5 亿元（去年同期为-0.6 亿元），盈利大幅转盈。此外，海新能科 Q3 同样扭亏转盈，主因公司把握烃基生物柴油市场上行机遇，顺利履行非欧盟客户 HVO 销售长协订单并实现超额交付，10 月份子公司获得 SAF 出口白名单，这一进展为公司打开了新的增长空间。

图表 12： 欧洲 SAF FOB 价格走势（美元/吨）



资料来源:隆众资讯, 华源证券研究所

投资分析意见：从三季度业绩来看，以垃圾焚烧发电为代表的市政环保类企业和生物燃料类企业盈利均大幅增长，前者主因产能拓展、产能利用率提升和拓展供热，后者主因产业端量价齐升。展望 Q4，我们认为该产业趋势和盈利扩张或将持续，推荐方向：1）兼具高股息和业绩成长性的垃圾焚烧发电企业，推荐**光大环境、瀚蓝环境、永兴股份、军信股份**，建议关注**绿色动力/绿色动力环保、三峰环境**；2）受益于海外降碳政策下的生物燃料企业，建议关注**山高环能、嘉澳环保、海新能科、卓越新能、朗坤科技**；3）水务板块中的高股息资产，建议关注**北控水务集团、粤海投资、兴蓉环境、洪城环境**。

3. 风险提示

垃圾处理量波动风险，企业供热量拓展不及预期风险，海外政策存在不确定性

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。