

2026 年 04 月 25 日
 高能环境 (603588. SH)

SDIC

公司深度分析

证券研究报告

环保及水务

投资评级

买入-A
首次评级

6 个月目标价

22.4 元

股价 (2026-04-24)

15.27 元

交易数据

总市值(百万元)

23,259.79

流通市值(百万元)

23,259.79

总股本(百万股)

1,523.23

流通股本(百万股)

1,523.23

12 个月价格区间

5.31/18.45 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.2	50.5	161.5
绝对收益	12.8	51.9	187.6

贾宏坤

分析师

SAC 执业证书编号: S1450525060005

jiahk@sdicsc.com.cn

汪磊

分析师

SAC 执业证书编号: S1450525050002

wanglei10@sdicsc.com.cn

周古玥

分析师

SAC 执业证书编号: S1450525050003

zhougy@sdicsc.com.cn

相关报告

金属资源化主业行业领先, 进军矿业打造新盈利增长点

目 从环境修复到资源化龙头, 进军矿业+筹划 H 股上市

公司脱胎于中国科学院高能物理研究所, 实控人李卫国为东方雨虹创始人、实控人、董事长。公司是目前国内拥有最全面产品组合、服务领域最广泛的固废及危废资源循环利用公司。经过 30 余年的发展, 形成资源循环利用、环保运营服务和环保工程服务三大业务板块。在大力发展主业同时, 也积极拓展矿业及国际化业务。2025 年 10 月正式筹划 H 股上市, 2025 年 11 月公告拟收购获取四个金矿探矿权, 实现固废危废资源化产业链向矿产开采端的纵向延伸。

目 资源化业务: 多金属回收, 工业金属+稀贵金属优势突出

公司资源循环利用主要聚焦于金属资源, 工业金属和稀贵金属产能丰富。截至 2025 年底, 公司资源循环利用板块已经形成年产电解铜 10 万吨、电解铅 3 万吨、金铍 4 吨、银铍 200 吨、精铋 6,000 吨、锑白 2,000 吨、铂 3 吨、钨 3 吨、钨 3 吨、钨 500 公斤、铋 500 公斤、镍基产品 20,000 吨的产能规模。

公司金属资源化业务以江西鑫科、靖远高能、金昌高能三大核心子公司为产能中枢, 2025 年分别实现净利润 1.51、2.07、3.63 亿元。江西鑫科核心业务是对收购的含铜、锌、镍、铅等废料进行资源化利用。靖远高能以含铅工业废料资源化利用为核心, 其中精铋产能 6000 吨全球领先。金昌高能 2025 年全面投产, 铂族金属(铂、钨、钨、钨、铋)分离提纯能力跻身行业前列。

2025 年公司营收和盈利同比均大幅增长, 主要因公司资源化业务产能利用率提升, 金属价格表现强势。金银价格近年来显著上涨, 铂族金属供给集中, 铋锑战略属性突出, 看好金属价格中枢进一步上移。

目 矿业业务: 战略性进军矿业, 布局 4 座金矿探矿权

2025 年 11 月拟收购三家矿业公司股权并获取青山洞、大坪等四个金矿探矿权, 已探明金金属量 4.5 吨。2025 年, 公司正式确立并实施进军矿业的发展战略, 重点聚焦金矿、铜矿等优质、高价值矿产资源的勘探与开发, 重点布局国内、非洲、中亚等区域。公司将业务延伸至产业链上游核心资源端, 有望成为公司未来持续、稳定的重要盈利增长点。

目 环保运营、环保工程业务表现稳定

公司环保运营服务板块以生活垃圾焚烧发电项目为主, 运营效率行业领先。2025 年, 环保运营服务板块收入 17.21 亿元, 同比-0.49%, 毛利率 49.89%, 同比-0.03pct, 收入和毛利率均保持相对稳定。公司还是中国领先的环保工程服务供应商, 采取“精准布局、风险可控、能力升级”核心经营策略, 近年来营收收缩但盈利能力可观。2025 年,

公司环保工程服务板块实现营收 11.12 亿元，同比-1.90%，毛利率 17.78%，同比+4.89pct。

投资建议：我们预计公司 2026 年-2028 年的营业收入分别为 213.0、239.6、260.44 亿元，净利润分别为 17.07、18.89、21.54 亿元，对应 EPS 分别为 1.12、1.24、1.41 元/股，目前股价对应 PE 为 14.0、12.7、11.1 倍。首次覆盖，予以“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 22.4 元，相当于 2026 年 20 倍动态市盈率。

风险提示：金属价格波动风险；项目运营风险；政策监管风险；收购进展不及预期风险；行业竞争加剧风险、盈利预测及核心假设不及预期。

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	14,500	14,732	21,304	23,962	26,044
净利润	482	838	1,707	1,889	2,154
每股收益(元)	0.32	0.55	1.12	1.24	1.41
市盈率(倍)	49.6	28.5	14.0	12.7	11.1
市净率(倍)	2.6	2.5	2.2	1.9	1.7
净利润率	3.3%	5.7%	8.0%	7.9%	8.3%
净资产收益率	5.3%	8.7%	15.5%	15.4%	15.6%

数据来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

目 录

1. 公司概况：金属资源化行业领先，进军矿业+筹划 H 股上市	5
1.1. 从环境修复到资源化龙头，进军矿业+筹划 H 股上市	5
1.2. 股权结构集中，东方雨虹创始人统帅	6
1.3. 财务分析：资源化业务盈利改善，成本管控成效显著	7
1.4. 主营业务：资源循环利用为主，环保运营和工程比例收缩	8
2. 资源化业务：多金属资源回收，工业金属+稀贵金属优势突出	9
2.1. 江西鑫科：铜金属回收为主，盈利显著提升	11
2.2. 金昌高能：自主研发，铂族金属回收行业领先	13
2.3. 靖远高能：精铋产能全球领先，延伸高端新材料	15
2.4. 非金属资源化业务：向非金属多品类拓展	17
3. 矿业业务：战略性进军矿业，布局 4 座金矿探矿权	17
4. 环保运营、环保工程业务表现稳定	19
4.1.1. 垃圾焚烧发电：在手运营项目稳定，运营效率领先	19
4.1.2. 固废危废无害化处置：多个项目在手	19
5. 盈利预测和投资建议	20
5.1. 核心盈利预测假设	20
5.2. 可比公司估值	21
5.3. 投资建议	21
6. 风险提示	21

目 录

图 1. 高能环境发展历程	6
图 2. 高能环境股权架构（截至 2025 年年报）	6
图 3. 公司营业收入	7
图 4. 公司归母净利润	7
图 5. 公司费用率	7
图 6. 公司毛利率，净利率情况	7
图 7. 公司经营、投资及筹资现金流变动	8
图 8. 公司自由现金流	8
图 9. 公司负债总额及资产负债率	8
图 10. 公司流动比率、速动比率	8
图 11. 公司营收规模及资源循环利用营收占比	9
图 12. 公司主要业务板块毛利及毛利率	9
图 13. 金属资源循环利用产业链图示	9
图 14. 公司资源化业务产能分布地图	10
图 15. 金属资源化主要子公司营收（亿元）	11
图 16. 金属资源化主要子公司净利润（亿元）	11
图 17. 江西鑫科营收和净利润情况	13
图 18. 江西鑫科主要产品产能	13
图 19. 金银现货价格	14
图 20. 铂钯钌价格（单位：元/克）	15
图 21. 铑钽价格（单位：元/克）	15
图 22. 靖远高能营业收入	16
图 23. 靖远高能净利润	16

图 24. 铋、锑现货价格（单位：元/吨）	17
图 25. “金腰带”位置示意图	18
图 26. 环保运营业务营收、毛利和毛利率	20
图 27. 环保工程业务营收和毛利率	20
表 1: 公司资源循环利用板块主要品种年产能、销量及营收	10
表 2: 公司资源化产品经营数据（单位：亿元）	10
表 3: 江西鑫科发展历程	12
表 4: 金昌高能发展历程	13
表 5: 金昌高能 2025 经营数据（单位：万元）	14
表 6: 靖远高能发展历程	16
表 7: 公司收购湖南 4 个金矿的探矿权情况	18
表 8: 固废危废无害化处置许可证核准情况	19
表 9: 公司分业务盈利预测	20
表 10: 可比公司估值	21

1. 公司概况：金属资源化行业领先，进军矿业+筹划 H 股上市

公司脱胎于中科院高能物理研究所，经过 30 余年的沉潜，公司以技术创新推动产业转型及升级，形成资源循环利用、环保运营服务和环保工程服务三大业务板块。公司大力发展主业同时，也积极拓展矿业及国际化业务。公司是国内最早专业从事固废及危废污染防治技术研究、成果转化和提供解决方案的环境系统服务公司，也是目前国内拥有最全面产品组合、服务领域最广泛的固废及危废资源循环利用公司。公司产品组合涵盖广泛的金属产品，主要包括基本金属、贵金属及关键金属，可回收超过 14 种金属元素，并生产销售超过 15 种产品。

公司是国内最早专业从事固废污染防治的高新技术企业及 A 股主板上市公司。公司历经从环境修复起家到全面进军危废资源化的战略跃迁，目前已构建起“金属资源化+垃圾焚烧运营”双轮驱动的业务格局，覆盖铜、铅、镍及稀贵金属的全产业链闭环，并于 2025 年通过收购金矿探矿权向上游矿业延伸、筹划港股上市推进国际化布局，正加速成长为具备前后端一体化协同优势的资源化行业龙头。

1.1. 从环境修复到资源化龙头，进军矿业+筹划 H 股上市

公司创立于 1992 年，脱胎于中国科学院高能物理研究所，是国内最早专业从事固废污染防治技术研究、成果转化与系统解决方案的国家高新技术企业之一，2014 年 12 月 29 日在上海证券交易所挂牌交易。

公司业务发展历程多阶段战略跃迁。

-公司前身为北京高能垫衬工程有限公司，2001 年改制后，业务逐步扩展至垃圾填埋场、工业污水处理等领域，2009 年公司更改为北京高能时代环境技术股份有限公司。

-公司初期专注环境治理，2016 年通过增资靖远宏达至 50.98% 股权比例，全面进军危废领域。

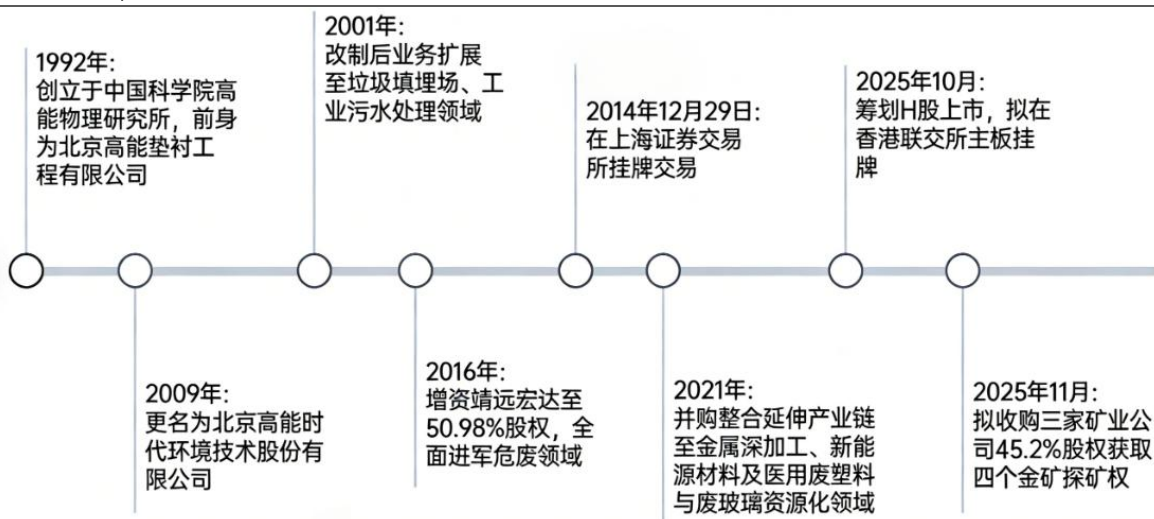
-2021 年通过并购整合将产业链延伸至金属深加工、新能源材料及医用废塑料与废玻璃资源化领域，构建起“前端收料-资源化处理-产品销售”的闭环生态。

-2025 年 10 月正式筹划 H 股上市，拟在香港联交所主板挂牌，标志着公司国际化布局全面提速，将为海外业务拓展与前端矿产开发提供强劲资本支撑，加速向全球资源化龙头迈进。

-2025 年 11 月公告拟收购三家矿业公司 45.2% 股权获取四个金矿探矿权，实现固废危废资源化产业链向矿产开采端的纵向延伸。

公司以深化板块融合+产业收购双轮驱动为发展战略，构建全链条竞争壁垒。公司以固危废资源化与矿业板块的协同到深度融合为核心战略方向，推动两大核心业务从资源互补、技术共享的协同阶段，迈向产业链深度绑定、运营体系一体化的融合新阶段。一方面持续推动固危废资源化业务精耕细作，深化技术迭代与工艺优化，聚焦高值化资源回收与精细化运营，夯实核心盈利根基；另一方面加快矿业板块高效开发进程，依托探矿权布局推进优质矿产资源的科学化、绿色化开发，同步落地矿山全流程环保治理方案。以技术、资源、运营为融合纽带，构建“矿产开发 - 固废处置 - 资源再生 - 矿山生态修复”的双向协同闭环，实现矿业开发为资源化业务稳定供给原料、资源化技术为矿业开发提供绿色环保支撑的双向赋能，最大化释放板块融合的协同价值，打造差异化核心竞争优势。

图1. 高能环境发展历程

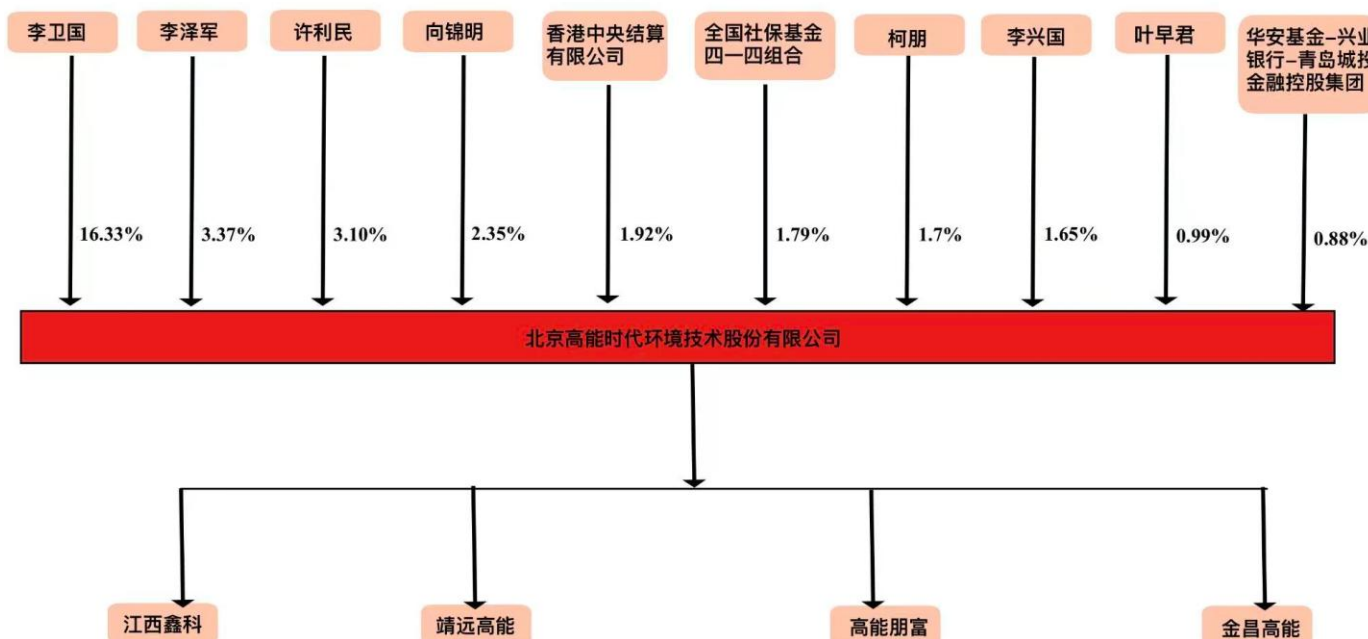


资料来源：公司官网，公司公告，国投证券证券研究所

1.2. 股权结构集中，东方雨虹创始人统帅

公司实控人李卫国为东方雨虹创始人、实控人、董事长。公司实际控制人及第一大股东为李卫国先生，截至2025年度，李卫国先生持有公司16.33%的股权，为公司实际控制人。李卫国，是现任北京东方雨虹防水技术股份有限公司创始人、实控人、董事长，同时兼任高能环境的实控人、董事长。他在1995年开始创业创办长沙长虹防水，1998年创立东方雨虹并带领公司在2008年上市，东方雨虹也发展成为了中国防水行业龙头企业。另外几位重要股东，刘泽军是高能环境董事长，是东方雨虹创始团队核心成员，持股比例3.16%；许利民是东方雨虹副董事长，持股比例2.94%；向锦明现任东方雨虹董事，持股比例2.35%。截至2025年年报，公司前十大股东合计持有股份比例为34.08%，公司股权结构较为稳定，有利于公司战略的长期实施。

图2. 高能环境股权架构（截至2025年年报）



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

1.3. 财务分析：资源化业务盈利改善，成本管控成效显著

2025 年公司营收和盈利同比均增长，主要因公司资源化业务产能利用率提升，金属价格表现强势。

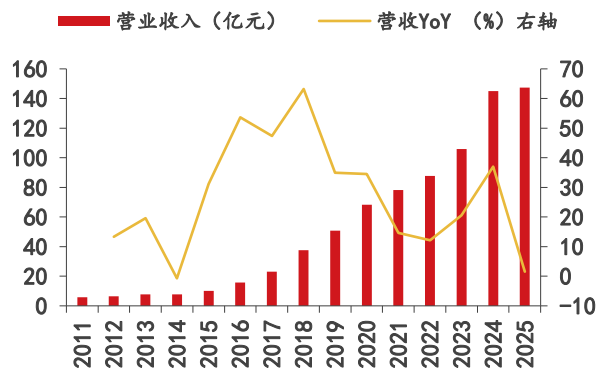
2011-2015 年，公司业务主要仍集中在环保工程服务业务，公司营收自 5.8 亿提升至 10.2 亿，CAGR 约 15%。

2016-2021 年，公司切入金属资源化业务，营收和净利润快速增长。公司营收自 16 亿提升至 78 亿，CAGR 约 38%；净利润自 1.6 亿提升至 7.3 亿元，CAGR 约 36%。

2022-2024 年，金昌高能、珠海新虹等项目投产爬坡，公司营收自 87 亿提升至 145 亿，CAGR 约 28.6%，但由于金属价格回落，和对贵州宏达、滕州高能等计提商誉减值约 0.74 亿的影响，公司业绩有所回落。

2025 年，随着 1) 金昌高能产线拉通，资源化产能利用率提升；2) 金属价格反弹，公司全年实现全年营业收入 147.32 亿元，同比+1.6%，全年实现归母净利润 8.38 亿元，同比+73.94%。

图3. 公司营业收入



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

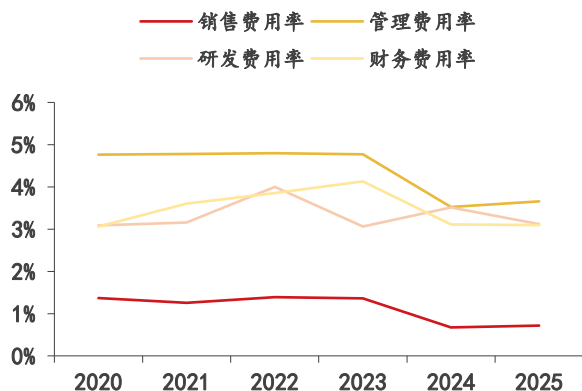
图4. 公司归母净利润



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

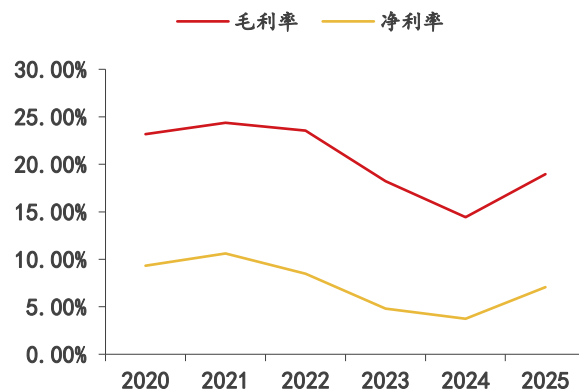
公司盈利能力改善，成本管控具有成效。2025 年公司毛利率、净利率分别为 18.96%、7.06%，同比分别提升 4.53pct、3.32pct。2025 年全年期间费用率 10.59%，较 2024 年的 10.82%下降 0.23pct，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用率分别为 0.72%、3.66%、3.10%、3.12%。销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 1.06、5.39、4.56、4.59 亿元，合计为 15.6 亿元，同比保持稳定，公司整体仍有较强的成本管控能力。

图5. 公司费用率



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

图6. 公司毛利率，净利率情况



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

公司经营性现金流提升。2025 年公司实现经营活动现金流量净额 11.73 亿元，同比+54.4%，主要受益于金属资源循环利用业务规模与效益同步提升，以及环保工程板块回款力度加大。同时，随着资源化项目建设基本完成，投资活动现金流由负转正，2025 年投资活动现金流为 1.95 亿元。2023 年公司自由现金流实现转正，2025 年进一步改善，主要系资源化项目投资支出下降及玉禾田等资产处置回流资金。

图7. 公司经营、投资及筹资现金流变动

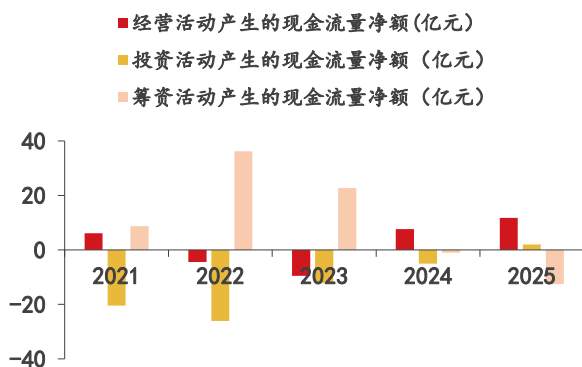
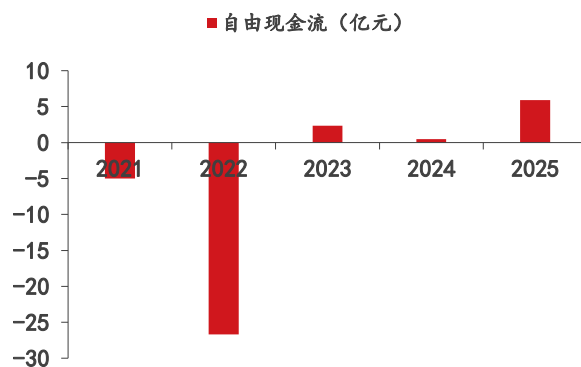


图8. 公司自由现金流



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

公司资产负债结构优化，偿债能力稳步提升。截至 2025 年底，公司资产总计 269.58 亿元，负债合计 162.85 亿元，所有者权益 106.74 亿元。资产负债率为 60.41%，同比-3.30pct。负债结构方面，公司 2025 年长期借款、短期借款分别为 43.35、63.19 亿元，同比分别-10.1%、-0.8%，长期借款同比降幅显著。流动负债占比 66.46%，融资结构保持稳健。2025 年，公司流动比率、速动比率分别为 1.34、0.66，同比均有所改善。公司资产负债结构持续优化，有息负债规模缩减，整体偿债能力稳健，为后续业务拓展提供坚实支撑。

图9. 公司负债总额及资产负债率

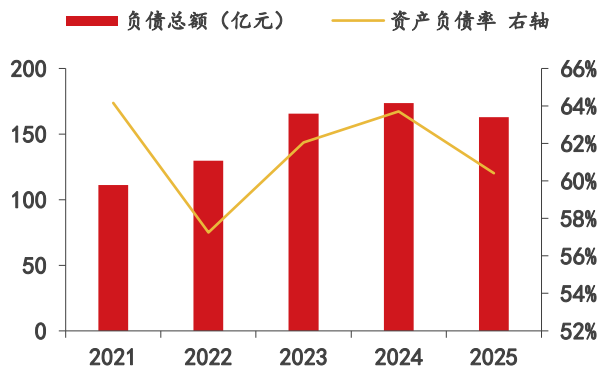
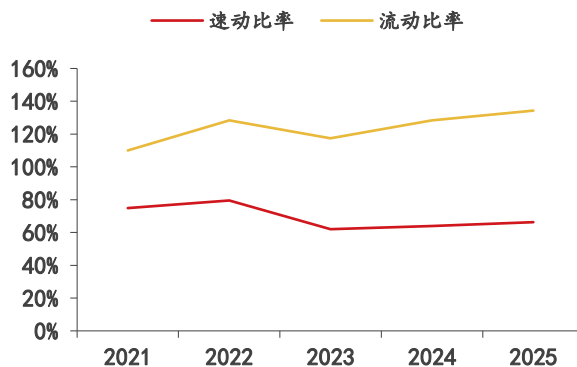


图10. 公司流动比率、速动比率



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

1.4. 主营业务：资源循环利用为主，环保运营和工程比例收缩

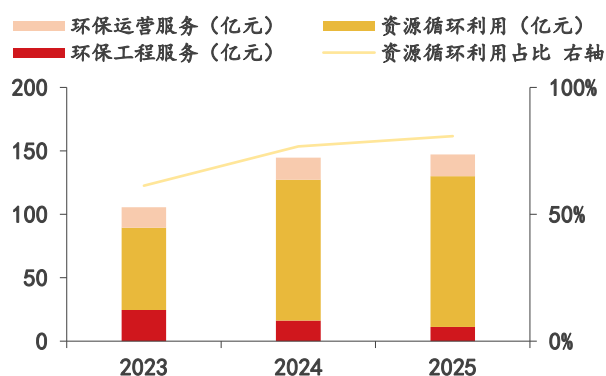
公司主营业务分为资源循环利用、环保运营服务及环保工程服务三大板块。

- 1) **资源循环利用板块：**主要聚焦于金属的资源循环利用，另外也涵盖非金属的资源循环利用。
- 2) **环保运营服务板块：**主要包括经营垃圾焚烧发电项目，固废危废的无害化处置。

3) **环保工程服务板块**: 公司可承接填埋场建设、土壤及地下水修复、废水处理、有机废物处理及烟气处理等环保工程项目。

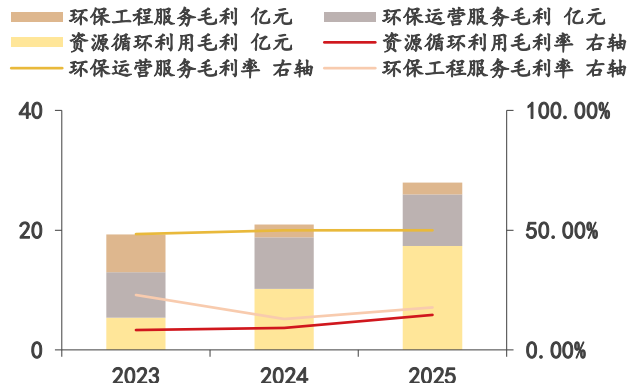
资源循环利用营收占比达到 80.8%。营收方面, 2025 年资源循环利用、环保运营服务、环保工程服务营收分别为 118.9、17.2、11.1 亿元, 营收占比分别为 80.8%、11.7%、7.5%。资源循环利用板块占比持续提升, 成为公司业绩增长的核心引擎, 运营服务和工程承包业务营收占比有所收缩, 公司主动收缩调整了工程承包板块。2025 年资源循环利用、环保运营服务、环保工程服务毛利分别为 17.4、8.6、2.0 亿元, 毛利率分别为 14.6%、49.9%、17.8%。

图11. 公司营收规模及资源循环利用营收占比



资料来源: 公司公告, ifind, 国投证券证券研究所

图12. 公司主要业务板块毛利及毛利率



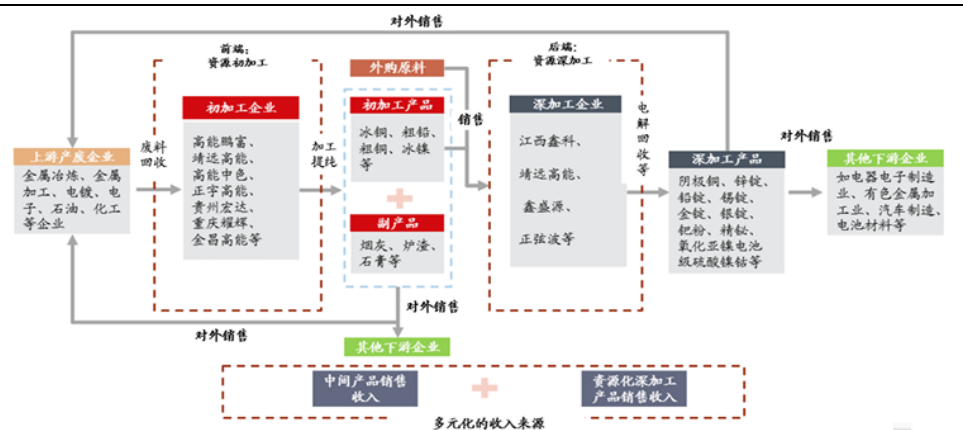
资料来源: 公司公告, ifind, 国投证券证券研究所

2. 资源化业务: 多金属资源回收, 工业金属+稀贵金属优势突出

公司资源循环利用涵盖金属及非金属资源循环利用, 主要聚焦于金属资源循环利用。目前已建立以含铜、含铅及含镍工业废料回收为重点的三条既相对独立、亦可协同的闭环全周期运营体系。凭借先进的生产能力, 通过物理或化学工艺(如熔炼、萃取、电解及提纯)提取有价金属, 从而生产出多样化的金属产品。

公司构建起了从上游产废-初加工-深加工-对下游销售的全产业链闭环。公司业务始于上游产废企业(如金属冶炼、电子、汽车等行业)的废料回收, 经由初加工企业转化为冰铜、粗铅等初加工产品, 再进一步通过深加工企业提炼出阴极铜、银锭、电池级镍钴锰等高附加值产品, 最终销往电子电器、汽车制造及电池材料等下游领域; 同时, 公司通过中间产品销售收入与资源化深加工产品销售收入的组合, 构建了多元化的收入来源, 体现了其在资源循环利用领域的纵深布局与价值挖掘能力。

图13. 金属资源循环利用产业链图示



资料来源: 公司公告, 国投证券证券研究所

公司固废危废资源化利用项目以金属资源化为主，项目覆盖江西、甘肃、湖北、重庆、广东等地，资源回收利用品类涵盖铜、镍、铅、锌、锡、铋、锑、金、银、铂、钯、钨、铈、铌等多种金属。此外，公司积极拓展再生塑料、再生橡胶等非金属资源化领域。

图14. 公司资源化业务产能分布地图



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

截至 2025 年底，公司资源循环利用板块已经形成年产电解铜 10 万吨、电解铅 3 万吨、金铈 4 吨、银铈 200 吨、精铋 6,000 吨、锑白 2,000 吨、铂 3 吨、钯 3 吨、钨 3 吨、铈 500 公斤、铌 500 公斤、镍基产品 20,000 吨的产能规模。

表1：公司资源循环利用板块主要品种年产能、销量及营收

产品名称	年产能（吨）	销量（吨）	2025 年合计收入（亿元）
电解铜	100,000	30,571	22.3
电解铅	30,000	19,808	3
金铈	4	2.0	15.9
银铈	200	40	3.6
精铋	6,000	3,290	3.2
铂族金属	铂 3 吨，钯 3 吨，钨 0.5 吨，铈 0.5 吨	3.5	10.1
铜合金	-	120,806	25
金银合金	-	49	11.2
锑白	2,000	839	0.9
镍基产品	20,000	14,088	2.7

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

2025 年资源化板块逐步形成了产能释放与盈利提升的良性循环。2025 年资源循环利用板块实现收入 118.99 亿元，同比+7%，毛利率为 14.6%，同比+5.5pct，毛利 17.37 亿元，同比+71%。

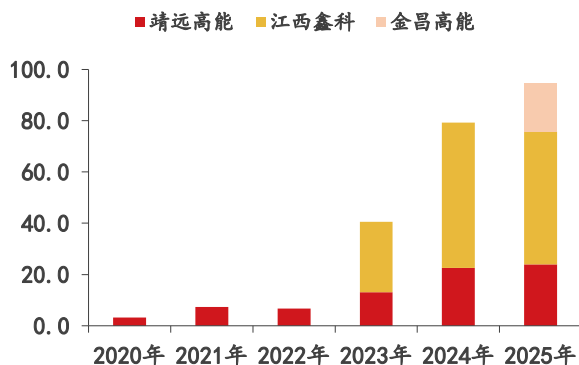
表2：公司资源化产品经营数据（单位：亿元）

公司资源化产品	2023	2024	2025
营业收入	64.68	111.37	118.99
YoY		72%	7%
毛利	5.36	10.18	17.37
YoY		90%	71%
毛利率	8.3%	9.1%	14.6%

资料来源：公司公告，ifind，国投证券证券研究所

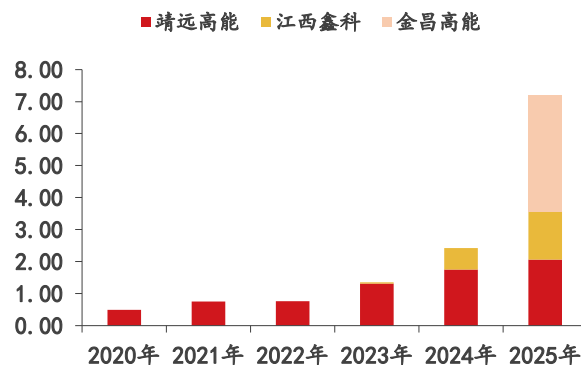
公司以江西鑫科、靖远高能、金昌高能三大核心子公司为产能中枢，打造固废危废资源化利用核心业务体系。分子公司看，江西鑫科、靖远高能、金昌高能分别实现营收 51.7、23.9、19.1 亿元，实现净利润 1.51、2.07、3.63 亿元，金昌高能、江西鑫科的净利润在 2025 年均大幅提升。

图15. 金属资源化主要子公司营收（亿元）



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

图16. 金属资源化主要子公司净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

2.1. 江西鑫科：铜金属回收为主，盈利显著提升

江西鑫科核心业务是对收购的含铜、锌、镍、铅等废料进行资源化利用，并依托年产 10 万吨阴极铜的电解生产线，协同产出锡、铅、金、银、硫酸镍等多种金属产品，是实现“回收—处置—再生—制品”一体化布局的标志性项目。江西鑫科与集团内的高能鹏富、重庆耀辉、珠海新虹等初加工项目紧密协同，形成内部原料供应与加工联动。

公司 2021 年收购江西鑫科后，增持至全资控股，成功将集团业务从传统的前端危废处置延伸至后端的金属深加工，构建了以含铜工业废料为主线的资源化全产业链闭环。2021 年 11 月，公司收购江西鑫科 80% 股权。2022 年 3 月，江西鑫科多金属资源回收综合利用项目正式动工。2022 年 8 月，公司进一步收购江西鑫科 20% 剩余股权，收购完成后，高能环境持股比例从 80% 提升至 100%，实现对江西鑫科的全资控股。2023 年逐步进入试生产阶段，2024 年 4 月，项目全面达产，形成前后端一体化产业链闭环，具备年产阴极铜 10 万吨、锡锭 2000 吨、铅锭 1500 吨、金锭 3 吨、银锭 120 吨、硫酸镍 1 万吨的生产能力。2024 年 12 月，公司以债转股方式对江西鑫科增资 5 亿元，注册资本由 10 亿元变更为 15 亿元。2025 年 12 月公司为激励江西鑫科的经营管理人员，将持有的子公司江西鑫科 8.80% 的股权以 1.5 亿元的对价转让给江西津嵩新材料有限责任公司（该公司由江西鑫科经营管理人员设立），股权激励考核期为 2025 年 12 月至 2030 年 11 月。

表3：江西鑫科发展历程

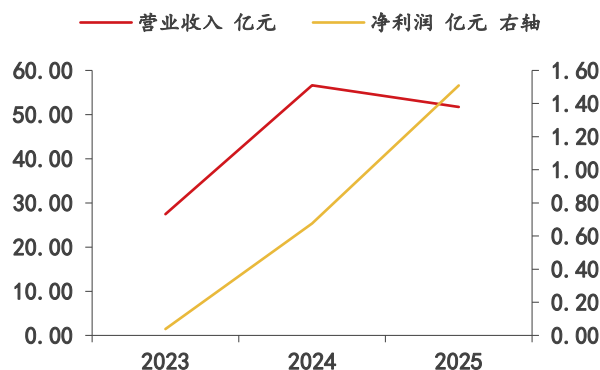
时间	事件	具体介绍
2021 年 11 月	收购江西鑫科 80%股权	公司拟以 9,315.79 万元取得江西鑫科 80%的股权。计划以非公开发行 A 股募资，投入 7.38 亿元，新建年处理 31 万吨危险废物的多金属综合回收生产线，其中包含 10 万吨电解铜及其他多金属深加工生产线，建设期 1 年，预计 2023 年投入运营。
2022 年 3 月	开工建设	江西鑫科多金属资源回收综合利用项目正式动工，总投资约 16 亿元，配备流动资金约 30 亿元。项目采用富氧熔池熔炼工艺，建设铜回收系统、铅锡回收系统、贵金属回收系统等设施。
2022 年 4 月	追加投资	公司计划追加对江西鑫科多金属资源回收综合利用项目投资，总投 26.4 亿元。
2022 年 8 月	收购 20%剩余股权，增持至全资	公司出资 3,750 万元收购自然人江庆和持有的江西鑫科剩余 20%股权（对应注册资本 2,763.158 万元，实缴 1,250 万元）。收购完成后，高能环境持股比例从 80%提升至 100%，实现对江西鑫科的全资控股。
2023 年 3 月	试生产、产线投产	2023 年逐步进入试生产阶段，2023 年 3 月后端电解铜产线投产，实现了对资源化初加工产品冰铜、粗铜等金属的深度加工利用；2023 年 5 月贵金属产线投产，实现对金、银、铂、钯等稀贵金属的深度提取，进一步挖掘资源化利用附加价值；2023 年 10 月，富氧熔池熔炼系统投产；2023 年 12 月，铅锡回收系统投产。
2024 年 4 月	产线达产	项目全面达产，形成前后端一体化产业链闭环，具备年产阴极铜 10 万吨、锡锭 2000 吨、铅锭 1500 吨、金锭 3 吨、银锭 120 吨、硫酸镍 1 万吨的生产能力。
2024 年 12 月	债转股增资	公司以债转股方式对江西鑫科增资 5 亿元，注册资本由 10 亿元变更为 15 亿元，进一步加强江西鑫科多金属资源回收综合利用项目的运营能力，增强江西鑫科企业信用等级，降低其偿债压力，提高其市场竞争力和行业地位。
2025 年	重组团队并优化工艺	江西鑫科调整经营团队，优化人员结构，打造高学历、强管理、强数据、强成本、强技术理念的年轻团队；变革经营思路，调整原料结构，同时结合生产工艺优化，拓增金属产品种类及提升分离提纯能力，经营效益逐步释放。
2025 年 12 月	股权激励，转让江西鑫科 8.8% 股权	为激励江西鑫科的经营管理人员，公司将持有的子公司江西鑫科 8.80%的股权以 1.5 亿元的对价转让给江西津嵩新材料有限责任公司（该公司由江西鑫科经营管理人员设立），股权激励考核期为 2025 年 12 月至 2030 年 11 月。

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

江西鑫科经核准的危废资源化处理产能为 6.48 万吨/年，目前具备年产阴极铜约 10 万吨、锡锭约 2000 吨、铅锭约 1500 吨、金锭约 3 吨、银锭约 120 吨、硫酸镍约 1 万吨的生产能力。

重组团队、优化工艺，江西鑫科盈利能力显著改善。2025 年江西鑫科实现营收 51.7 亿元，同比+8.7%，实现净利润 1.51 亿元，同比+123.6%。2023 年电解铜、贵金属、铅锡回收系统三条核心产线相继投产，构建从含铜废料到粗铜再到电解铜的完整工艺闭环。2024 年度，江西鑫科经过近一年的试运行与技改升级后实现全面投产，成功实现对资源化初加工产品的深度加工利用，含铜及其它稀贵金属资源化产业链方面，形成前后端一体化全产业链布局。2025 年随着江西鑫科调整经营团队，优化人员结构，打造高学历、强管理、强数据、强成本、强技术理念的年轻团队，并变革经营思路，调整原料结构，同时结合生产工艺优化，拓增金属产品种类及提升分离提纯能力，经营效益逐步释放，盈利能力显著改善。

图17. 江西鑫科营收和净利润情况



资料来源: 公司公告, 国投证券证券研究所

图18. 江西鑫科主要产品产能

品种	产能	单位
阴极铜	10	万吨/年
锡锭	2000	吨/年
铅锭	1500	吨/年
金锭	3	吨/年
银锭	120	吨/年
硫酸镍	10000	吨/年
危废资源化处理产能	6.48	万吨/年

资料来源: 公司公告, 国投证券证券研究所

2.2. 金昌高能: 自主研发, 铂族金属回收行业领先

金昌高能是高能环境通过自主研发和重点投资打造的、以铂族金属回收为特色的高端资源化项目。2025 年, 金昌高能项目全面投产, 工艺全线贯通并逐步释放产能, 对具有高附加值的贵金属尤其是铂族金属 (铂、钯、铑、钌、铱) 的分离提纯能力已跻身行业领先水平, 极大增强了行业竞争力以及盈利能力, 为公司业绩增长做出突出贡献。同时, 金昌高能和高能中色相互协同, 形成以含镍工业废料为主的资源化利用产业闭环, 产品由低冰镍延伸至硫酸镍、碳酸镍等镍基产品。

金昌高能核准的危废资源化处理规模为 10.2 万吨/年, 截至 2024 年年报, 具备年产金 2 吨、铂 2 吨、钯 2 吨、钌 2 吨、铑 500 公斤、铱 500 公斤、银 50 吨, 以及附带回收铜、镍、铅、锌等金属的生产能力。2020 年 11 月, 金昌高能环境技术有限公司成立, 定位低镍高硫阳极泥及含铜含镍固危废综合利用。2021 年 12 月, 公司进一步对鑫盛源公司投资 5,054 万元人民币并取得其 51% 的股权; 对正弦波公司投资 4,080 万元人民币并取得其 51% 的股权。2022 年 8 月, 金昌危废资源综合利用项目 (一期) 正式投产。2024 年 4 月, 公司基于自主研发技术, 在筹备一期项目的同时即规划了二期深度资源化项目, 二期项目正式点火投产。2025 年产线全面投产, 工艺全线贯通并逐步释放产能。

经历前期建设和产能爬坡后, 在 2025 年实现全面投产和工艺贯通, 业绩迎来突破性增长, 净利润贡献突出, 已成为公司新的重要利润增长极。金昌高能与高能中色、鑫盛源、正宇高能等公司构建起以含镍工业废料为核心的资源化利用闭环生态。产品链条从低冰镍延伸至高冰镍、硫酸镍、氧化镍等深加工环节, 形成“原料回收-分离提纯-精深加工”的全链条布局。各公司间通过上下游紧密协作, 有效降低原料成本、优化产品结构, 协同效应持续释放。2025 年金昌高能实现营业收入 19.14 亿元, 净利润 3.63 亿元。

表4: 金昌高能发展历程

时间	事件	具体情况
2020 年 11 月	公司成立	金昌高能环境技术有限公司成立, 注册资本 4000 万元, 定位低镍高硫阳极泥及含铜含镍固危废综合利用
2021 年 12 月	收购金昌鑫盛源、正弦波	对鑫盛源公司投资 5,054 万元人民币并取得其 51% 的股权; 对正弦波公司投资 4,080 万元人民币并取得其 51% 的股权
2022 年 8 月	一期正式投产	金昌危废资源综合利用项目 (一期) 正式投产
2024 年 4 月	二期投产	公司基于自主研发技术, 在筹备一期项目的同时即规划了二期深度资源化项目, 二期项目在 2024 年 4 月正式点火投产
2025 年	逐步释放产能	全面投产, 工艺全线贯通并逐步释放产能

资料来源: 公司公告, 国投证券证券研究所

表5：金昌高能 2025 经营数据（单位：万元）

公司名称	营业收入	营业利润	净利润
金昌高能	191,406.81	40,130.83	36,324.08

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

金、银及铂、钯、铑、钌、铱等铂族金属均为稀贵金属，普遍具备化学稳定性高、耐腐蚀、耐高温、导电导热性优良及催化活性突出等特性。金延展性极佳、银导电导热性能最优，铂钯吸氢与催化能力显著，铑催化效率极高且光泽度好，钌硬度高耐磨，铱则密度大、耐腐蚀性与熔点均位居金属前列。

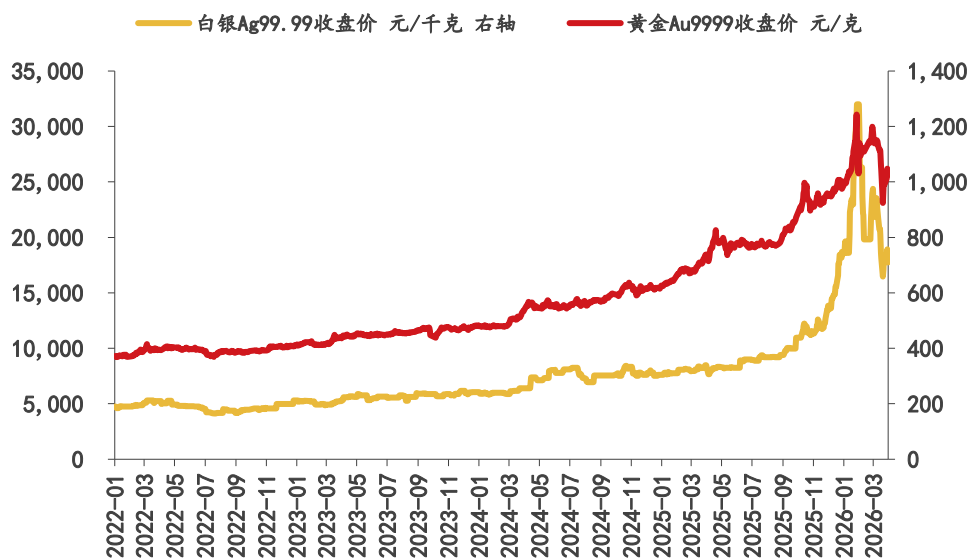
金银及铂族金属下游应用广泛。金多用于电子、首饰及储备投资，银主要用于光伏银浆、电子浆料与抗菌材料，铂聚焦氢燃料电池、汽车三元催化与石油化工，钯以汽油车尾气净化为核心需求，铑为汽车尾气脱硝关键材料并用于玻璃与高端电镀，钌应用于半导体、化工催化与电子元件，铱则凭借极致稳定性广泛用于航空发动机、高端火花塞、医疗及电解水制氢等领域，是支撑环保、新能源、高端制造、航空航天等产业的关键战略材料。

在美元信用担忧影响下，黄金价格近年来显著上涨，白银和其他铂族金属价格均显著上涨，持续看好贵金属涨价趋势。2025 年金、银均价为 787.75 元/克、10640.3 元/千克，同比分别+43.2%、+47.5%。2025 年铂、钯、钌、铑、铱均价分别为 318.0、294.9、196.9、1653.8、1145.5 元/克，同比分别+38.2%、13.7%、88.1%、34.9%、-7.9%。

金银：美国高赤字水平和债务水平下，黄金仍受益于美元信用走弱带来的配置盘。央行购金行为延续性强，白银供需基本面仍然偏紧，持续处在低库存状态，金银价格有望维持强势。

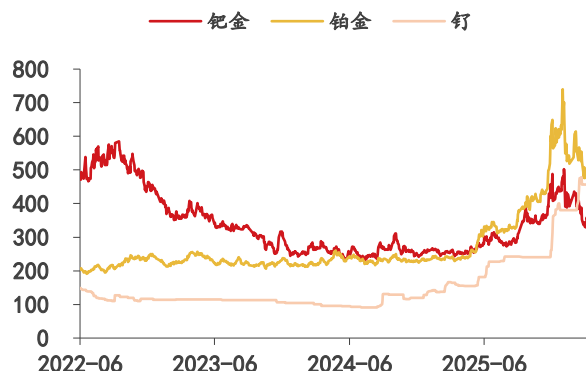
铂族金属：据世界铂金投资协会，铂金 2025 年短缺 34 吨，预计 2026 年将连续第四年短缺，缺口预计在 7 吨，预计到 2026 年的地上存量将仅能满足全球四个多月的需求。钯金需求超过 80%用于汽车行业，供给集中在俄罗斯和南非，两地区产量全球占比超过四分之三，供给有较强的脆弱性。据 Metal Focus，钌市场预计将连续第八年出现供不应求的局面，尽管缺口规模有望收窄，投资者配置需求也有望继续升温。铑矿山供应下滑，需求尤其是电化学领域整体保持韧性，预计供需全年维持偏紧。铱预计回收量增加将小幅改善供应，需求整体将维持相对平稳，预计铱市场预计将连续第五年维持供不应求状态。

图19. 金银现货价格



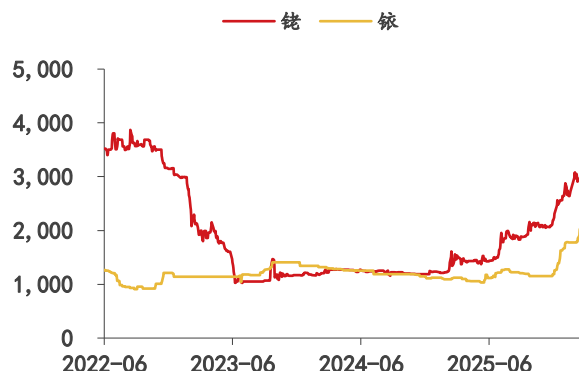
资料来源：ifind，国投证券证券研究所

图20. 铂钯钉价格（单位：元/克）



资料来源：ifind，国投证券证券研究所

图21. 铑银价格（单位：元/克）



资料来源：ifind，国投证券证券研究所

2.3. 靖远高能：精铋产能全球领先，延伸高端新材料

靖远高能以含铅工业废料资源化利用为核心，其中精铋产能 6000 吨全球领先。靖远高能环境新材料技术有限公司是高能环境旗下专注于含铅工业废料资源化利用的核心子公司，是公司构建“回收-处置-深加工”全产业链闭环的关键环节。其主要业务是通过熔炼、电解等工艺，从含铅废料中回收并生产电解铅、精铋、锑白粉、金银合金等多种金属产品，其中精铋年产 6000 吨的产能规模已居全球领先。靖远高能核准的年危废处理产能为 17.5 万吨，是公司资源化板块中盈利持续增长的重要支柱。

靖远高能经过多轮扩建和新项目投产，实现了从基础金属回收向高端新材料延伸的关键突破。2016 年 7 月，高能环境收购靖远宏达 50.98% 股权，正式进入危废处理领域，开启固废资源化战略布局。2019 年 11 月，公司完成对靖远宏达所有 100% 股权的收购，公司更名为靖远高能环境新材料技术有限公司。2021 年公司实施扩建电解铅、稀贵金属、物料烘干预处理等四条生产线，2022 年，二期实施扩建并陆续投产，具备年产电解铅 20,000 吨、锑白粉 1,200 吨、精铋 6,000 吨、金银合金 10.50 吨等深加工产品的生产能力。2024 年靖远高能进一步拓宽原料种类，优化产品结构。

靖远高能已形成电解铅 25,000 吨/年、铜 5,000 吨/年、精铋 6,000 吨/年、锑 1,200 吨/年、金 1 吨/年、银 100 吨/年的产能基础，氧化铋项目也已实现投产。2025 年，“超纯微米级 4N 三氧化二铋”项目投产，延伸至高端新材料领域，实现了从基础金属回收向高端新材料延伸的关键突破，进一步完善稀有金属高值化利用链条，提升产品附加值与核心竞争力，为公司在全球铋产业链中巩固领先地位、抢占高端材料市场奠定基础。

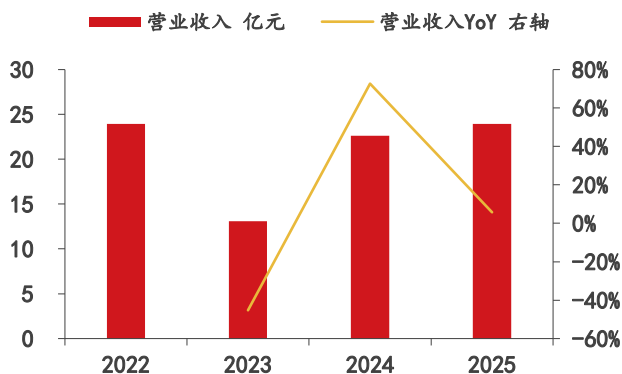
产能扩产及高端新材料延伸影响下，靖远高能营收净利润维持快速增长。2025 年靖远高能实现营收 23.94 亿元，同比+5.8%，实现净利润 2.07 亿元，同比+18%。靖远高能完成产能释放后进入快速发展通道，净利润持续创新高，展现出良好的成长性和盈利稳定性。

表6: 靖远高能发展历程

时间	事件	具体情况
2016年7月	收购靖远宏达 50.98%股权	高能环境收购靖远宏达, 正式进入危废处理领域, 开启固废资源化战略布局。
2019年11月	100% 股权收购完成	高能环境收购剩余股权, 实现全资控股, 公司更名为靖远高能环境新材料技术有限公司
2021年	扩建生产线	实施扩建电解铅、稀贵金属、物料烘干预处理等四条生产线
2022年6月	二期多条生产线投产	二期实施扩建并陆续投产, 具备年产电解铅 20,000 吨、锑白粉 1,200 吨、精锑 6,000 吨、金银合金 10.50 吨等深加工产品的生产能力
2024年	拓宽原料种类, 优化产品结构	形成电解铅 25,000 吨/年、铜 5,000 吨/年、精锑 6,000 吨/年、锑 1,200 吨/年、金 1 吨/年、银 100 吨/年的产能基础
2025年	精深加工项目投产	"超纯微米级 4N 三氧化二铋" 项目投产, 延伸至高端新材料领域

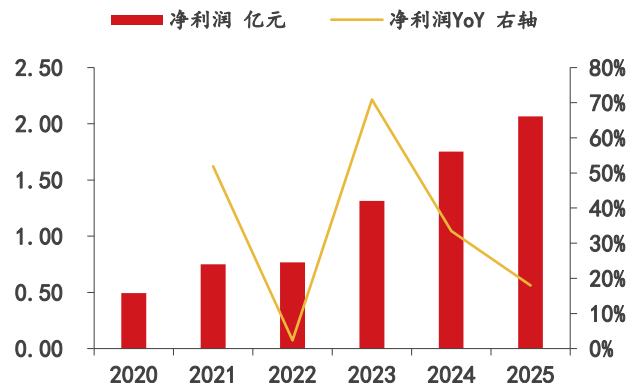
资料来源: 公司公告, 国投证券证券研究所

图22. 靖远高能营业收入



资料来源: 公司公告, 国投证券证券研究所

图23. 靖远高能净利润



资料来源: 公司公告, 国投证券证券研究所

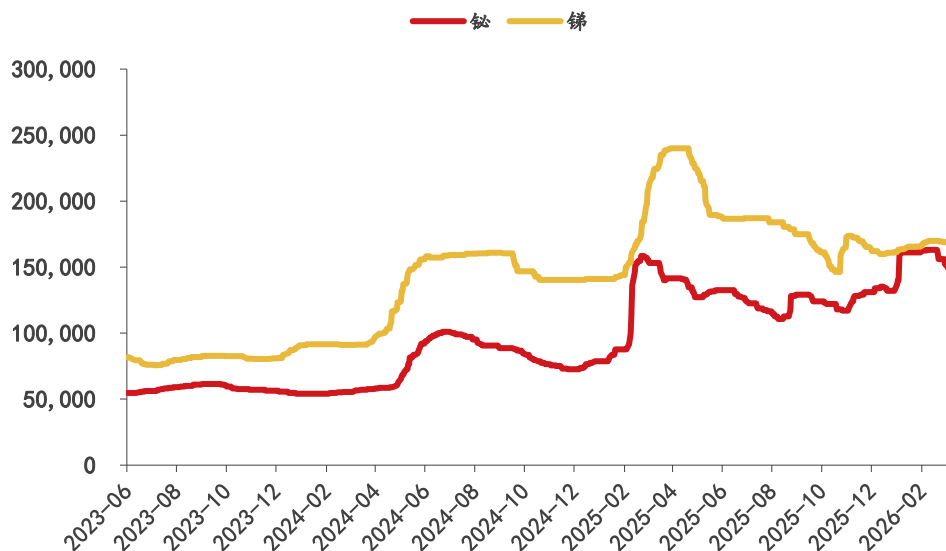
铋在半导体封装、锑在光伏材料领域的应用拓展, 推动其回收价值持续攀升。铋主要回收自有色金属废料冶炼过程中产生的铅合金中间产品, 主要销售给半导体产业链的从业者。锑主要回收自熔炼车间产生的含锑阳极泥, 锑白主要销售给高纯度锑产品的下游加工商。

2025年, 铋、锑均价分别为 12.22、18.07 万元/吨, 同比分别+63.4%、+40.8%, 看好铋锑价格进一步上行。

铋是重要的战略金属, 冶炼原料紧张, 消费稳中有升。供给端, 2023 年全球铋产量 23940 吨, 其中中国产量占比 75%。由于铋资源品位下降和开采冶炼成本攀升, 海外铋供给有所收缩。冶炼原料紧张, 导致铋产能扩张存在一定瓶颈。需求端, 2023 年以来铋消费量整体稳中有升, 中国铋消费主要集中在, 医药化工占比 44%、合金焊料占比 30%、冶金添加剂占比 22%等领域。

锑战略属性强化, 供需紧平衡下价格易涨难跌。供给端, 据 USGS, 锑矿产量整体呈现下降, 2008 年全球、我国锑矿产量分别为 19.7、18 万吨万吨, 2025 年分别下降至 11、4 万吨, 下降幅度分别达 44%、78%, 主要因国内锑矿资源长期开采导致品位下降, 全球新增产能释放缓慢。需求端, 据观研天下, 锑全球需求主要应用于阻燃剂 (占比 47%)、光伏玻璃 (占比 27%)、铅酸蓄电池 (11%)、聚酯催化剂 (11%) 等, 需求具备一定刚性。锑战略属性强化, 锑在国内被列为关键战略金属并配套实施了出口管制政策, 2025 年 10 月美国国防后勤部与美国锑业签订了 2.45 亿美元合同采购锑锭补充国防储备。战略地位提升, 供需紧平衡的格局难以根本扭转, 价格易涨难跌。

图24. 铋、锑现货价格（单位：元/吨）



资料来源：ifind，国投证券证券研究所

2.4. 非金属资源化业务：向非金属多品类拓展

公司核心战略仍以金属资源循环利用为主，非金属资源化业务通过前期并购积累的技术、渠道和政策优势，为未来多品类资源化拓展奠定坚实基础。公司分别于 2020、2021 年并购杭州新材料、浙江嘉禾等公司，首次将业务版图拓展至废橡胶、医用废塑料与废玻璃资源化领域。2023 年，公司收购安徽中鑫宏伟 51% 股权，进一步拓展再生塑料细分品类，重点布局聚酰胺 (PA)、PET 等高附加值再生材料领域。

公司回收及销售的非金属产品，主要涉及：(1) 由废弃轮胎等橡胶废料生产高分子材料；(2) 由源自车辆安全气囊织物及纺织品等废料生产塑料原料。橡胶资源化利用通过回收废旧轮胎，经过加工制成高分子材料，销售给下游客户。废塑料主要通过回收废旧汽车气囊布和织物，加工制成 PA6、PA66 等塑料粒子对外销售。并对医院、诊所等产生的输液瓶或输液袋等医疗废塑料进行综合利用，加工成垃圾桶、利器盒等塑料制品对外销售。2025 年 12 月，公司签约墨西哥废旧轮胎资源化处理项目，可将废旧轮胎转化为燃油、炭黑及再生钢等高经济价值产品，同时实现废旧轮胎的无害化、减量化处理，解决当地废旧轮胎堆积的环境问题。

3. 矿业业务：战略性进军矿业，布局 4 座金矿探矿权

确立进军矿业发展战略，向上游资源延伸。2025 年，公司正式确立并实施进军矿业的发展战略，重点聚焦金矿、铜矿等优质、高价值矿产资源的勘探与开发，重点布局国内、非洲、中亚等区域。通过布局矿业领域，公司将业务延伸至产业链上游核心资源端，进一步丰富盈利结构，使其成为公司未来持续、稳定的重要盈利增长点。公司战略旨在加快矿业板块高效开发进程，依托探矿权布局推进优质矿产资源的科学化、绿色化开发，同步落地矿山全流程环保治理方案。以技术、资源、运营为融合纽带，构建“矿产开发 - 固废处置 - 资源再生 - 矿山生态修复”的双向协同闭环，实现矿业开发为资源化业务稳定供给原料、资源化技术为矿业开发提供绿色环保支撑的双向赋能，最大化释放板块融合的协同价值，打造差异化核心竞争优势。

公司收购湖南 4 个金矿的探矿权，实现矿业项目布局的首次突破。2025 年 11 月，公司联合自然人李鲁湘先生、关联方怀化蕴峰矿业合伙企业共同投资收购怀化天源矿业有限公司持有的怀化市天鑫矿业有限公司、怀化岳坪矿业有限责任公司、怀化瑞岳矿业有限责任公司各 59% 股权，交易总金额 8260 万元。其中高能环境以自有资金出资 6,328 万元，取得上述三家公司各 45.2% 的股权，实现控股地位，获得湖南省青山洞、芭蕉湾、大坪、母溪四个金矿探矿权，实现矿业项目布局的首次突破。

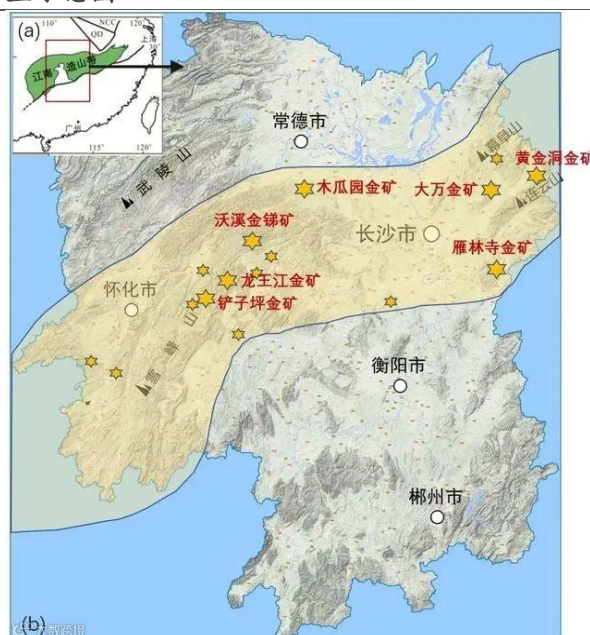
4) 母溪矿区(瑞岳公司)探矿权面积 3.99 平方公里,有效期至 2025 年 11 月 19 日,处于详查阶段,同样展现出良好的找矿前景。

表7: 公司收购湖南4个金矿的探矿权情况

金矿矿区	矿业权人公司	探矿权面积 (平方公里)	勘探阶段	储量-矿石量(万吨)	储量-金属量 (千克)	品位
青山洞矿区	天鑫公司	3.0465	完成详查	72.5585	2,445	3.37*10 ⁻⁶
芭蕉湾矿区	天鑫公司	2.63	普查	表现出一定的找矿潜力		
大坪金矿矿区	岳坪公司	5.67	详查	33.76	2029	6.01*10 ⁻⁶
母溪矿区	瑞岳公司	3.99	详查	表现出一定的找矿潜力		

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

图25. “金腰带”位置示意图



资料来源：《地球学报》，国投证券证券研究所

4. 环保运营、环保工程业务表现稳定

4.1. 环保运营服务：垃圾焚烧发电为主，营收利润相对稳定

公司环保运营服务板块以生活垃圾焚烧发电项目为主，营收和利润相对稳定。环保运营服务板块主要包括经营垃圾焚烧发电项目及固废危废的无害化处置，环保运营项目主要采用 BOT、TOT 等特许经营模式。2025 年，环保运营服务板块收入 17.21 亿元，同比-0.49%，毛利率 49.89%，同比-0.03pct，收入和毛利率均保持相对稳定。

4.1.1. 垃圾焚烧发电：在手运营项目稳定，运营效率领先

公司通过投资、建设、运营生活垃圾发电设施，用焚烧的方式，将生活垃圾转化为热能，并产生炉渣副产品。产生的热能可用于发电及生产蒸汽，炉渣可进一步作为建筑材料使用，从而实现资源循环利用。生活垃圾焚烧发电项目主要以特许经营模式为主，通过与市政管理部门等项目业主签订 BOT 或 PPP 特许经营协议，在特许经营的范围内提供相应服务并获得利润。公司还可提供生活垃圾填埋运营服务。

公司在运营效率方面，是垃圾焚烧发电项目运营领域的行业领先者之一。2024 年，公司所有的垃圾焚烧炉运行时间均达 8,000 小时以上，是固废及危废资源循环利用行业内唯一一家取得此记录的公司。依托公司在垃圾焚烧发电运营管理方面的优势和公司平台的技术可靠性，垃圾焚烧项目的高效运营最终将提升公司项目的资产回报率。

截至 2025 年底，公司目前在手运营 13 个生活垃圾焚烧发电项目，合计日处理能力达到 11,800 吨/日。2025 年全年，公司累计处理生活垃圾 409.29 万吨，实现发电量 15.2 亿千瓦时，上网电量较同期增长 5000 余万千瓦时，环保效益与经济效益同步提升。

4.1.2. 固废危废无害化处置：多个项目在手

固废危废无害化处置，通过焚烧和填埋降低废弃物容积与毒性，最终消除污染。当工业废物不可资源化利用或可资源化利用价值低，处置企业一般以收费的形式进行收集处理，统称为“无害化处置”。废物无害化处置产业链上游为各类型产废企业，由于无害化处置后不产生副产品，通常无下游企业。

除生活垃圾焚烧发电项目外，环保运营服务板块还包括 12 个固废危废无害化处置项目及 3 个水处理项目，合计危废处置牌照量 16.18 万吨/年，医废处置牌照量 22 吨/日；有机垃圾处理项目 4 个。

公司深度推进智能化技术应用，通过 AI 工业大脑实现全流程智能控制，垃圾焚烧自动投入率超 90%，燃烧稳定性提升 10%以上，吨产汽量增加 3%，环保耗材用量降低 5%。同时深化集采供应链管理，创新拓展供热/供汽综合服务模式，有效改善项目现金流结构。所有项目均完成绿证认证，新沂、伊宁和贺州项目已实现绿证交易，强化环境效益与经济价值的统一。

表8：固废危废无害化处置许可证核准情况

类别	公司名称	是否已核准	处理规模（万吨/年）	合计（万吨/年）
固废危废无害化处理	滕州高能	是	7.500	16.180
	宁波大地	是	4.680	
	乐山高能	是	4.000	/
	桂林高能	是	12.00 吨/日	
	贺州医废	是	10.00 吨/日	

资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

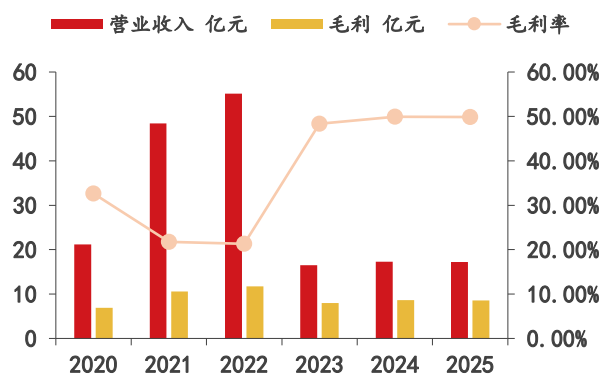
4.2. 环保工程服务：行业经验丰富，聚焦精准布局策略

公司是中国领先的环保工程服务供应商，在环境工程的特定领域拥有丰富的行业经验。公司在诸如填埋场与环境修复工程等特定领域积累了丰富经验，并荣获多项业界认可与奖项，包括“中国建设工程鲁班奖”及“全国市政金杯示范工程奖”。

公司聚焦“精准布局、风险可控、能力升级”核心经营策略，营收收缩但盈利能力可观。2025年，公司环保工程服务板块实现营收11.12亿元，同比-1.90%，毛利率17.78%，同比+4.89pct。公司承接填埋场建设、土壤及地下水修复、废水处理、有机废物处理及烟气处理等环保工程项目，为客户提供高效可持续的环境管理与污染控制解决方案，助力客户达成环境合规要求、提升环境质量，为建设绿色可持续的未来贡献力量。

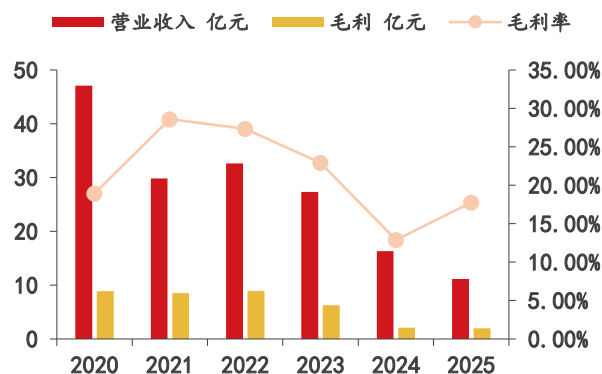
公司战略调整，专注于高品质的环保工程服务项目。业务方向上精选高附加值赛道，规避低毛利、长周期项目。风险管控方面，建立项目全周期风控体系，前期严格审核客户资质与付款能力，合同明确付款节点与验收标准。留存完整结算证据链，通过跨周期锁价、分期收款等方式降低回款风险。整合环保咨询、工程建设、运维服务等环节，打造“一站式”综合解决方案，全面提升服务竞争力与项目盈利水平。

图26. 环保运营业务营收、毛利和毛利率



资料来源：公司公告，ifind，国投证券证券研究所

图27. 环保工程业务营收和毛利率



资料来源：公司公告，ifind，国投证券证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

5.1. 核心盈利预测假设

- 1) 资源化业务：考虑到公司金属资源化产线仍处在产能爬坡期、金属价格中枢上移，我们预计2026-2028年公司该业务收入分别为188/217/239亿元，同比58%/15%/10%，毛利率为16%/16%/17%。
- 2) 环保运营业务：考虑到公司垃圾焚烧发电和固废危废无害化处置业务相对稳定，我们预计2026-2028年公司该业务收入分别为17.55/17.91/18.26亿元，同比2%/2%/2%，毛利率为50%/50%/50%。
- 3) 环保工程业务：考虑到公司战略调整，精准布局专注于高品质环保工厂服务项目，我们预计2026-2028年公司该业务收入分别为7.23/5.06/3.54亿元，同比-35%/-30%/-30%，毛利率为23%/28%/28%。
- 4) 综上，我们预计公司2026-2028年实现营业收入213/240/260亿元，增速为45%、12%、9%；归母净利润为17.1/18.9/21.5亿，增速为103.7%、10.7%、14.0%。

表9：公司分业务盈利预测

业务分类		2024	2025	2026E	2027E	2028E
资源化业务	营业收入 亿元	111	119	188	217	239
	营业收入 YoY		7%	58%	15%	10%
	毛利 亿元	10	17	30	35	41
	毛利率	9%	15%	16%	16%	17%
环保运营业务	营业收入 亿元	17.29	17.21	17.554	17.905	18.263
	营业收入 YoY	5%	0%	2%	2%	2%

环保工程业务	毛利 亿元	8.63	8.59	8.7618	8.937	9.1158
	毛利率	50%	50%	50%	50%	50%
	营业收入 亿元	16.33	11.12	7.23	5.06	3.54
	营业收入 YoY	-40%	-32%	-35%	-30%	-30%
	毛利 亿元	2.11	1.98	1.65	1.41	0.98
合计	毛利率	13%	18%	23%	28%	28%
	营业收入 亿元	144.99	147.32	213	240	260
	营业收入 YoY		2%	45%	12%	9%
	毛利 亿元	20.92	27.94	40.05	45.65	51.49
	毛利率	14.4%	19.0%	18.8%	19.0%	19.8%

资料来源: ifind, 国投证券证券研究所测算

5.2. 可比公司估值

考虑到公司当前核心业务为金属资源化、垃圾焚烧发电、固废处理,我们选取浙富控股(主业为危废资源化和金属再生)、惠城环保(主业为废催化剂综合利用、废塑料化学回收)、伟明环保(主业为固废处理、垃圾焚烧发电、环保设备制造和新能源材料)。可比公司 2026 年平均 PE 为 24 倍,考虑到公司后续金属资源化产能利用率提升和产品涨价潜力突出,矿业业务后续有潜在增量贡献,给予公司 2026 年 20 倍 PE,6 个月目标价 22.4 元。

表10: 可比公司估值

股票代码	公司名称	总市值 亿元	股价	净利润 亿元				EPS				PE			
				24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E
300779.SZ	惠城环保	191.3	90.5	0.4	1.1	4.8	8.1	0.3	0.6	2.4	4.1	449	169	40	24
002266.SZ	浙富控股	232.8	4.5	9.7	10.5	11.6	12.9	0.2	0.2	0.2	0.2	24	22	20	18
603568.SH	伟明环保	398.5	23.3	27.0	29.8	34.8	39.0	1.6	1.8	2.0	2.3	15	13	11	10
平均值												163	68	24	17
603588.SH	高能环境	239.0	15.7	4.8	8.4	17.1	18.9	0.3	0.5510	1.1	1.2	50	29	14	13

注: 股价为收盘价, 行情数据为 2026 年 4 月 19 日数据, 高能环境盈利预测均取自国投证券证券研究所预测值, 其余公司取自 iFind 一致预期
资料来源: ifind, 国投证券证券研究所

5.3. 投资建议

我们预计公司 2026 年-2028 年的营业收入分别为 213.0、239.6、260.44 亿元, 净利润分别为 17.07、18.89、21.54 亿元, 对应 EPS 分别为 1.12、1.24、1.41 元/股, 目前股价对应 PE 为 14.0、12.7、11.1 倍。首次覆盖, 予以“买入-A”投资评级, 6 个月目标价为 22.4 元, 相当于 2026 年 20 倍动态市盈率。

6. 风险提示

- 政策监管风险:** 危废处置行业受环保政策影响较大, 若国家环保标准趋严或牌照审批政策调整, 可能影响公司新增项目落地及现有产能利用率;
- 金属价格波动风险:** 公司金属资源化业务营收与铜、镍、铅等金属市场价格高度相关, 若大宗商品价格大幅下跌, 将直接影响资源化产品利润空间;
- 项目运营风险:** 公司危废收料网络覆盖全国十余个地区, 若区域项目协同效率不足或收料量不及预期, 可能导致产能闲置、单位成本上升, 削弱成本优势。
- 收购进展不及预期风险:** 公司进军矿业板块, 拟收购金矿项目, 若收购进展不及预期, 将影响后续公司矿业板块业绩表现。
- 行业竞争加剧风险:** 当前国内环保工程行业呈现政策趋严、需求升级、竞争加剧的总体格局, 若行业竞争加剧, 将影响相关板块的营收、利润等。
- 盈利预测及核心假设不及预期等。**

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,500	14,732	21,304	23,962	26,044	成长性					
减:营业成本	12,407	11,939	17,299	19,398	20,895	营业收入增长率	37.0%	1.6%	44.6%	12.5%	8.7%
营业税费	69	80	107	120	130	营业利润增长率	9.8%	87.8%	102.6%	12.2%	17.3%
销售费用	98	106	85	96	104	净利润增长率	-4.5%	73.9%	103.7%	10.7%	14.0%
管理费用	511	539	426	479	521	EBITDA 增长率	6.5%	36.7%	52.6%	10.0%	13.3%
研发费用	509	459	639	769	809	EBIT 增长率	3.6%	55.6%	73.0%	12.3%	16.0%
财务费用	451	456	426	479	521	NOPLAT 增长率	5.1%	57.3%	68.6%	13.3%	15.4%
加:资产/信用减值损失	-66	-62	-64	-63	-63	投资资本增长率	-0.6%	1.4%	2.9%	3.6%	0.7%
公允价值变动收益	75	-25	-3	-7	6	净资产增长率	-2.3%	7.9%	16.2%	14.7%	15.1%
投资和汇兑收益	121	87	104	96	100						
营业利润	620	1,165	2,359	2,647	3,106	利润率					
加:营业外净收支	-12	-44	-28	-36	-32	毛利率	14.4%	19.0%	18.8%	19.0%	19.8%
利润总额	608	1,120	2,331	2,611	3,073	营业利润率	4.3%	7.9%	11.1%	11.0%	11.9%
减:所得税	65	81	209	212	263	净利润率	3.3%	5.7%	8.0%	7.9%	8.3%
净利润	482	838	1,707	1,889	2,154	EBITDA/营业收入	11.3%	15.2%	16.0%	15.7%	16.3%
						EBIT/营业收入	7.1%	10.9%	13.1%	13.0%	13.9%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	固定资产周转天数	96	97	62	51	42
货币资金	2,023	2,102	1,704	1,917	2,083	流动营业资本周转天数	186	209	161	162	165
交易性金融资产	7	35	32	25	31	流动资产周转天数	335	347	292	281	280
应收帐款	2,430	2,855	4,582	3,531	5,552	应收帐款周转天数	55	65	63	61	63
应收票据	10	6	12	11	15	存货周转天数	125	136	128	127	129
预付帐款	599	539	1,070	628	1,294	总资产周转天数	670	663	497	454	430
存货	5,165	5,997	9,131	7,830	10,863	投资资本周转天数	489	483	341	313	294
其他流动资产	3,653	3,004	3,519	3,392	3,305						
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资回报率					
持有至到期投资	0	0	0	0	0	ROE	5.3%	8.7%	15.5%	15.4%	15.6%
长期股权投资	217	181	181	181	181	ROA	2.0%	3.9%	6.7%	8.4%	8.3%
投资性房地产	50	48	48	48	48	ROIC	4.8%	7.7%	12.7%	14.0%	15.6%
固定资产	4,110	3,834	3,526	3,218	2,909	费用率					
在建工程	139	111	111	111	111	销售费用率	0.7%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%
无形资产	7,759	7,403	7,082	6,760	6,439	管理费用率	3.5%	3.7%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	1,106	844	879	899	855	研发费用率	3.5%	3.1%	3.0%	3.2%	3.1%
资产总额	27,268	26,958	31,876	28,551	33,685	财务费用率	3.1%	3.1%	2.0%	2.0%	2.0%
短期债务	6,373	6,319	7,274	8,226	6,452	四费/营业收入	10.8%	10.6%	7.4%	7.6%	7.5%
应付帐款	2,905	2,505	6,858	2,738	7,634	偿债能力					
应付票据	107	94	673	326	335	资产负债率	63.7%	60.4%	61.1%	50.2%	51.4%
其他流动负债	1,932	1,904	1,733	1,857	1,831	负债权益比	175.5%	152.6%	156.9%	100.6%	105.6%
长期借款	4,824	4,335	1,998	78	0	流动比率	1.23	1.34	1.21	1.32	1.42
其他非流动负债	1,231	1,127	934	1,097	1,053	速动比率	0.77	0.79	0.66	0.72	0.76
负债总额	17,372	16,285	19,470	14,321	17,305	利息保障倍数	2.30	3.53	6.54	6.52	6.96
少数股东权益	850	1,027	1,420	1,922	2,564	分红指标					
股本	1,523	1,523	1,523	1,523	1,523	DPS(元)	0.40	-	0.34	0.37	0.42
留存收益	7,519	8,267	9,462	10,785	12,292	分红比率	126.5%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	9,896	10,674	12,406	14,230	16,380	股息收益率	2.5%	0.0%	2.1%	2.4%	2.7%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	543	1,039	1,707	1,889	2,154	EPS(元)	0.32	0.55	1.12	1.24	1.41
加:折旧和摊销	621	640	630	630	630	BVPS(元)	5.94	6.33	7.21	8.08	9.07
资产减值准备	122	106	0	0	0	PE(X)	49.6	28.5	14.0	12.7	11.1
公允价值变动损失	-75	25	-3	-7	6	PB(X)	2.6	2.5	2.2	1.9	1.7
财务费用	450	460	426	479	521	P/FCF	22.2	-774.1	-61.3	82.1	182.2
投资收益	-121	-87	-104	-96	-100	P/S	1.6	1.6	1.1	1.0	0.9
少数股东损益	61	201	414	510	657	EV/EBITDA	11.3	9.8	9.8	8.7	7.4
营运资金的变动	68	-295	-1,241	-1,383	-734	CAGR(%)	64.1%	39.3%	61.0%	64.1%	39.3%
经营活动产生现金流量	760	1,173	1,829	2,022	3,134	PEG	0.8	0.7	0.2	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	-508	195	110	110	88	ROIC/WACC	0.6	0.9	1.5	1.7	1.8
融资活动产生现金流量	-111	-1,253	-2,337	-1,920	-3,055	REP	1.7	1.2	1.1	0.9	0.8

资料来源: Wind 资讯, 国投证券证券研究所预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。



目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034