下载日志已记录，仅供内部参考

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 08 月 10 日
恒誉环保(688309.SH)

公司深度分析

证券研究报告

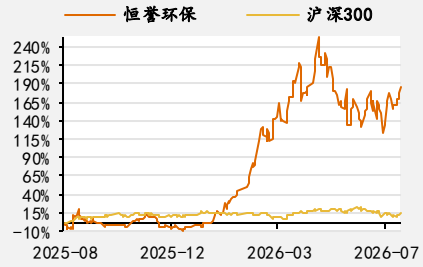
其他专用机械

热裂解设备龙头，锚定绿色燃料高附加值新蓝海

投资评级	买入-A 首次评级
12 个月目标价	92.1 元
股价（2026-08-07）	70.04 元

交易数据	
总市值(百万元)	5,561.26
流通市值(百万元)	5,561.26
总股本(百万股)	79.40
流通股本(百万股)	79.40
12 个月价格区间	22.22/87.04 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.9	-3.5	174.3
绝对收益	7.9	-7.7	188.3

汪磊 分析师
SAC 执业证书编号：S1450525050002
wanglei10@sdicsc.com.cn

卢璇 分析师
SAC 执业证书编号：S1450525060004
luxuan@sdicsc.com.cn

相关报告

有机废弃物热解技术龙头，装备享誉海内外

公司深耕有机废弃物工业连续化热裂解技术研发与产业化应用二十余载，是国内连续化热裂解技术领军者，参与多项行业标准制定，并将技术应用由废轮胎、废塑料延伸至含油污泥、焦油渣及其他有机固废领域。产品已在国内外多项目进行验证，国内方面，公司热裂解装备已在新疆、山东、河南、湖南、湖北、浙江、江苏、广东等多个地区实现项目落地，应用场景覆盖废轮胎、废塑料、污油泥等领域。国内不同项目在原料成分、处理规模、环保标准及运行环境方面存在差异，为公司验证设备连续运行能力、优化关键工艺参数并积累安装调试和运营管理经验提供了多样化场景；海外方面，公司技术及成套装备已取得包括欧盟 CE、德国 TÜV、欧盟 ATEX 防爆认证以及 ISCC 国际可持续发展与碳认证在内的七项国际认证，具备进入海外高标准市场的坚实基础。2025 年，公司再次获得欧洲战略客户重大订单，全年新签高端装备销售合同总额达到 4.6 亿元、同比增长超过 80%，2026 年 7 月，公司与某全球能源巨头签署工业连续化废塑料热裂解生产线销售合同，双方有望迈向长期合作。

能源绿色与安全背景下，废轮胎/废塑料资源化进程加速，裂解产物附加值提升

有机废弃物具备规模大、产物附加值高优势，在全球能源绿色与安全背景下重要性将持续提升。国内方面，我国循环经济政策持续加码，《循环经济发展“十五五”规划》中进一步将政策主线由废弃物回收处置拓展至生产、消费、回收和利用全链条；海外方面，以欧盟为代表的区域将循环经济纳入提升降低资源依赖、提升能源绿色属性的重要抓手。

热裂解作为有机废弃物的有效处理途径，不仅能够实现废弃物减量化和无害化处理，还可回收油品、碳材料、可燃气体及金属等资源，正成为推动有机固废由末端处置向高值资源化利用升级的重要技术方向。全球范围内针对废轮胎/废塑料裂解产品制取绿色燃料正在进行多项试点：**（1）废轮胎裂解方面：**英国 Wastefront 已获得国际航空集团 IAG 战略投资，计划采用热裂解技术将废轮胎转化为裂解油，并进一步将其炼化，生产 SAF 等燃料，项目计划于 2026 年完成轮胎裂解油制 SAF 的技术认证，于 2027 年实现商业化运营；**（2）废塑料裂解方面：**Clean Planet Technologies (CPTech)全球首个废塑料制 SAF 的中试工厂已开始运行，项目通过热解塑料废料生产合成原油，然后将其提炼成航空燃料。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

海外资源化项目为国内提供了清晰的商业路径，公司作为热裂解设备龙头，有望凭借设备优势实现“设备+运营”双轮驱动，2026年3月，公司公告拟投资2.2亿元对控股子公司合晟环保轮胎热裂解资源化综合利用项目扩产，合晟环保轮胎处置总产能将从6万吨提升至16万吨。公司有望凭借合晟环保成熟经验实现废轮胎资源化项目复制和产业链延伸，进一步提升产品附加值。

裂解技术持续扩展更大体量场景应用，污油泥+钛铁矿项目蓄势待发

在废轮胎领域完成“设备销售+项目运营”商业模式的同时，公司依托既有技术与项目运营能力向污油泥、矿产资源综合利用等更多大体量场景拓展。(1)污油泥方面：公司较早布局污油泥领域，其工业连续化污油泥热解生产线可同时实现油品回收与固体无害化，处理后固体产物矿物油含量可稳定控制在3‰以内、最低达到0.5‰以下。公司相关装备已在全国多地实现产业化应用，其中新疆克拉玛依项目是全球最大的单体工业连续化热解工程之一，年处置能力超百万吨。2026年5月，公司与大庆油普正式签约污油泥综合处置项目公司将推进大庆项目，鉴于当地原料供给充足、页岩油气产业持续发展、多类含油物料处理所需技术复杂等因素，该项目预计具备较好的项目经济性。(2)尾矿回收方面，国内具备经济回收价值的钛铁尾矿存量超过3.5亿吨，每年新增约4000万吨，存量资源再开发叠加新增尾矿持续产生为尾矿处理提供广阔市场空间。公司通过裂解还原过程将金属矿中部分难分离物质转化为易分离物质，再结合后续分选实现钛、铁等有价组分进一步富集。公司于2025年与山东域潇锆钛矿业股份有限公司签约年处理30万吨尾矿制备高端富钛材料示范项目，实现核心技术向矿产资源综合利用延伸。

投资建议：

考虑到公司热裂解设备业务在国内外优势突出，海外订单释放在即，运营项目陆续投产，业绩有望迎来快速增长。我们预计公司2026-2028年实现归母净利润1.57亿、2.92亿、6.04亿，增速分别为369.4%、86.3%、106.6%，给予2027年25倍PE，对应目标价92.1元，首次覆盖给予公司买入-A的投资评级。

风险提示：项目进度不及预期，订单交付不及预期风险，政策推进不及预期风险，国际贸易政策风险，盈利预测及假设不及预期风险，测算误差风险。

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	155	295	687	1,570	3,150
净利润	17	33	157	292	604
每股收益(元)	0.22	0.42	1.98	3.68	7.61

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

市盈率(倍)	319.2	166.3	35.4	19.0	9.2
市净率(倍)	7.5	7.2	6.5	5.4	4.0
净利润率	11.2%	11.3%	22.8%	18.6%	19.2%
净资产收益率	2.4%	4.3%	18.3%	28.3%	43.3%

数据来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 技术驱动型热裂解设备龙头，产业链覆盖持续延伸 6
1.1. 深耕有机废弃物热裂解技术二十载 6
1.2. 公司控制权稳定，股权结构集中 6
1.3. 业绩重回高增，在手订单充沛 7
2. 循环经济政策推动，有机固废资源化需求释放 11
2.1. 循环经济政策持续加码，行业向规范化、高价值利用升级 11
2.2. 有机废弃物资源化加速，连续化装备与产物高值化成为升级主线 13
2.2.1. 行业低端供给较多，高标准连续化处理能力相对稀缺 13
2.2.2. 废轮胎产生量稳定，裂解产物高值利用加快 14
2.2.3. 废塑料供给充足，回收空间巨大 15
2.2.4. 裂解油有望成为 HEFA 路线下重要原料来源补充 17
2.2.5. 公司已于海外能源巨头合作，切入废轮胎裂解油制取 SAF 全供应链 18
3. 技术夯实竞争壁垒，双业务与双市场打开成长空间 18
3.1. 核心连续化设备技术优势领先，应用范围场景广泛 18
3.2. 设备+运营双轮驱动蓄势待发，公司把握核心环节 20
3.3. 持续扩展更大体量场景应用，污油泥+钛铁矿项目蓄势待发 21
3.3.1. 油气产业持续产生刚性需求，连续化热解技术打开规模化资源化空间 21
3.3.2. 钛铁尾矿资源规模庞大，高值化回收需求形成市场 22
4. 盈利预测与估值 23
4.1. 盈利预测核心假设 23
4.2. 可比公司估值 23
5. 风险提示 24

图表目录

图 1. 恒誉环保股权结构图 7
图 2. 2022-2026Q1 年公司营业收入及增速 8
图 3. 2022-2026Q1 年公司归母净利润及增速 8
图 4. 2022-2026Q1 年公司营业成本及增速 8
图 5. 2022-2026Q1 年公司研发费用变化趋势 8
图 6. 2022-2026Q1 年公司期间费用率表现 9
图 7. 2022-2026Q1 年公司毛利率及净利率变动趋势 9
图 8. 2022-2026Q1 年公司细分业务营收结构（亿元） 9
图 9. 2022-2026Q1 年公司细分业务毛利结构（亿元） 9
图 10. 公司各项业务毛利率表现 9
图 11. 2022-2025 年公司细分地区营收结构（亿元） 10
图 12. 2022-2025 年公司细分地区毛利结构（亿元） 10
图 13. 公司境内与境外市场毛利率表现 10
图 14. 公司资产负债率及现金流表现 11
图 15. 我国机动车保有量增长趋势 14
图 16. 我国机动车报废量情况 14
图 17. 2020-2025 年我国废轮胎回收量变化趋势 15
图 18. 2020-2025 年我国废轮胎回收单价变化趋势 15
图 19. 2024 年中国废轮胎回收处理方式及热裂解产物占比 15
图 20. 2014-2025 年我国废塑料回收量变化趋势 16

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 21. 2014-2025 年我国废塑料回收额及单价变化趋势 16
图 22. 2025-2050 年欧洲 SAF 掺混比例及需求（万吨） 17
图 23. 公司知识产权情况 19
图 24. 2020-2025 年全球原油产量变化趋势 22
图 25. 2020-2025 年我国原油生产量及加工量 22
图 26. 全球及中国钛铁矿储量（亿吨） 22

表 1： 恒誉环保发展历程重大事件一览 6
表 2： 公司核心管理团队介绍 7
表 3： 国内外环保装备制造业及循环经济重点政策梳理 11
表 4： 国内外废轮胎、废塑料等固废处理重点政策梳理 12
表 5： 不同有机废弃物处理技术对比 13
表 6： 连续式/间歇式裂解设备性能对比 14
表 7： 全球废塑料热化学回收政策 16
表 8： UCO 制取路线下 SAF 供需缺口测算 17
表 9： 公司核心技术简介 18
表 10： 公司海外项目案例 20
表 11： 合晟环保扩产后项目收入测算 21
表 12： 公司分业务盈利预测 23
表 13： 可比公司估值水平（截止日期 2026 年 8 月 3 日） 24

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 技术驱动型热裂解设备龙头，产业链覆盖持续延伸

1.1. 深耕有机废弃物热裂解技术二十载

深耕有机废弃物热解技术，实现环保装备国产替代。公司成立于 2006 年，长期聚焦有机废弃物工业连续化热裂解技术研发与产业化应用，围绕连续进出料、动态密封、稳定供热、防结焦及裂解产物提质等行业共性难题持续开展技术攻关。公司早期以废轮胎、废橡胶及废塑料处理为主要应用方向，2007 年全自动工业连续化废橡胶裂解油化装置获评国家重点新产品，2011 年“工业连续化废橡胶废塑料低温裂解资源化利用成套技术及装备”相关项目获得国家科学技术进步二等奖，公司连续化热裂解技术的先进性和工业化价值在早期便已获得国家层面认可。此后，公司在巩固核心技术优势的基础上，逐步通过标准制定、产品迭代及应用场景拓展推动技术成果规模化落地，先后参与或主导《废轮胎加工处理》《废橡胶废塑料裂解油化成套生产装备》等国家及行业标准制定，并将技术应用由废轮胎、废塑料延伸至含油污泥、焦油渣及其他有机固废领域。2020 年，公司登陆科创板，资本实力、研发投入及项目交付能力进一步增强；上市后，公司持续完善多物料热裂解装备体系，并通过国家级专精特新“小巨人”等认定强化行业地位。2024 年以来，公司与产业方合作建设废轮胎循环综合利用项目，业务模式由以装备销售为主逐步向项目运营延伸。经过近二十年发展，公司已形成覆盖技术研发、装备制造、工程交付及项目运营的业务体系。

表1：恒誉环保发展历程重大事件一览

年份	重要事件
2006 年	• 济南恒誉环保科技股份有限公司注册成立
2007 年	• 全自动工业连续化废橡胶裂解油化装置获国家重点新产品奖，早期核心装备获国家级认可
2010 年	• 公司项目获国家重点新产品奖、济南市科学技术奖（科技进步奖） • 完成油品净化系统设计，提高产品附加值
2011 年	• “工业连续化废橡胶废塑料低温裂解资源化利用成套技术及装备”相关项目获得国家科学技术进步二等奖 • 参与制定《废轮胎加工处理》国家标准
2015 年	• 完成股改，新增三个合伙企业股东，更名为“济南恒誉环保科技股份有限公司”
2016 年	• 公司作为第一起草人的《废橡胶废塑料裂解油化成套装备》国家装备标准已发布公示
2017 年	• 废轮胎裂解装备获“中国好技术”称号
2018 年	• 环保装备制造业“专精特新”企业（第一批） • 初步完成“工业连续化废轮胎整胎裂解生产线”研发工作
2019 年	• 作为主要起草单位参与制定行业标准《废旧轮胎裂解炭黑》 • “工业连续化含油污泥热裂解技术成套生产装备”被认定为国内首台技术装备，业务应用向污油泥等高壁垒场景拓展
2020 年	• 7 月 14 日登陆上交所科创板，股票代码 688309 • 污油泥热分解处理装备入选工信部重大环保技术装备目录
2021 年	• “工业连续化污油泥裂解生产线”、“工业连续化废轮胎裂解生产线”、“工业连续化废塑料裂解生产线”、“工业连续化危废裂解生产线”四项技术装备入选《济南优势工业产品目录》 • 作为第一起草单位起草起草国家标准《废轮胎、废橡胶热裂解技术规范》
2023 年	• 荣获“全球科创竞争力——十大节能环保企业” • 引入山东发展旗下国资股东
2024 年	• 获评国家级专精特新“小巨人”企业 • 与合晟环保成立合资，业务向产业项目运营延伸
2025 年	• 公司技术入选《国家工业资源综合利用先进适用工艺技术设备目录（2025 年版）》及山东省创新产品应用推荐目录

资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

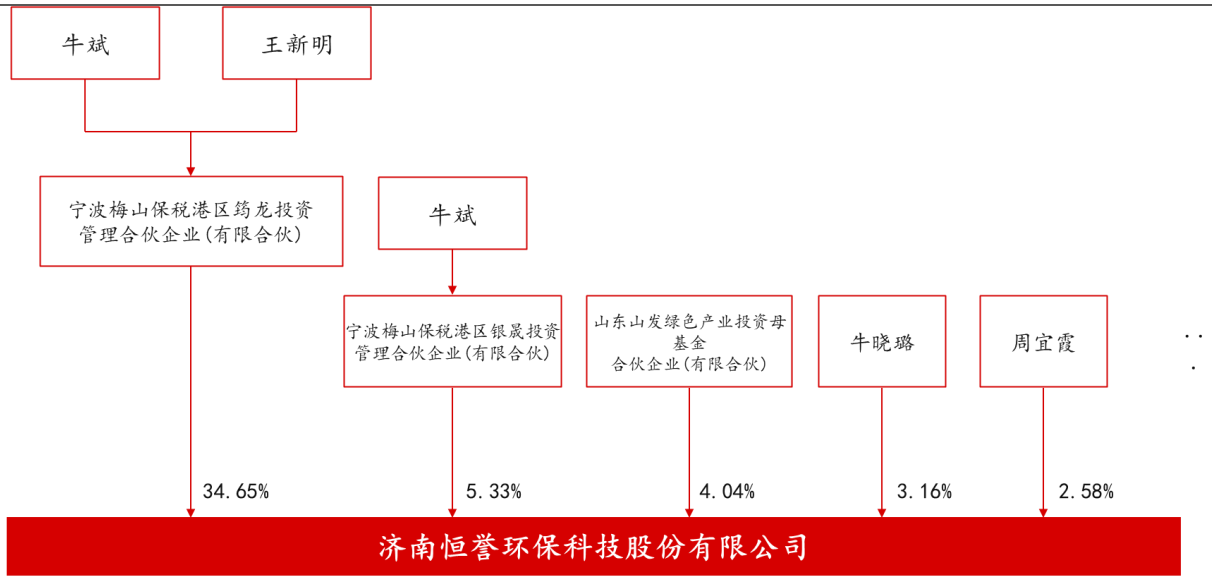
1.2. 公司控制权稳定，股权结构集中

实际控制人与核心管理层利益绑定程度较高。截至 2026 年 5 月底，公司第一大股东为牛斌先生，通过筠龙投资和银晟投资合计持有公司 33.09%股份，是公司控股股东、实际控制人；同时，牛晓璐女士直接持有公司 3.16%股份，是共同实际控制人，公司控制权稳定。此外，山发绿色持有公司 4.04%股份，国有资本的引入为公司项目拓展、资源协同提供支持。管理团队方面，公司董事长牛斌先生同时担任公司总经理职务、实际控制人牛晓璐女士同时担任公司董事会秘书、副总经理职务，公司管理团队与长期利益深度绑定，核心股东长期任职并覆盖公司技术研发、生产经营等环节，有利于确保公司战略稳定性。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图1. 恒誉环保股权结构图（截止 2026 年 5 月 29 日）



资料来源：同花顺 iFind，公司公告，国投证券证券研究所

表2：公司核心管理团队介绍

姓名	职位	简历
牛斌	董事长、总经理	青岛科技大学产业教授和硕士研究生导师。1976 年至 1983 年，任职于济南宏华化工总厂技术科；1984 年至 1993 年，任济南市惠通玻璃钢厂厂长；1994 年至 2008 年，自主创业并先后任济南天桥先达裂解炭黑厂厂长、济南友邦兴元科贸有限公司执行董事兼经理；2005 年至 2010 年，任济南友邦恒誉科技开发有限公司董事长；2006 年至今就职于公司，现任济南恒誉环保科技股份有限公司董事长、总经理、技术研发中心负责人。
李宗才	副总经理	大专学历，机械设计专业，高级工程师。1983 年至 1993 年，任山东造纸西厂厂长助理；1993 年至 1996 年，任济南包装纸厂副厂长；1997 年至 2007 年，任济南含章印务有限公司副总经理；2008 年至今就职于公司，现任济南恒誉环保科技股份有限公司副总经理、山东合晟环保科技有限公司董事长。
杨景智	副总经理	本科学历，高级会计师、注册税务师、资产评估师。2000 年至 2006 年，任中山市小鸭空调有限公司财务总监兼总经理助理；2006 年至 2010 年，任山东建邦投资有限公司项目公司财务总监；2010 年至 2013 年，任山东鼎超供热设备有限公司财务总监；2013 年至今就职于公司，历任济南恒誉环保科技股份有限公司财务总监，现任济南恒誉环保科技股份有限公司董事、副总经理。
牛晓璐	董事会秘书、副总经理	本科学历，高级工程师。2008 年至今就职于公司，现任济南恒誉环保科技股份有限公司董事、副总经理、董事会秘书、济南友邦恒誉科技开发有限公司执行董事兼总经理。任济南总商会副会长，济南市优秀青年学术技术带头人，济南市高层次人才。
侯顺亭	财务总监	本科学历，会计学专业，会计师。2005-2020 年，雷沃重工集团，历任事业部财务部部长、财务总监（工程机械板块）等职务。2020-2021 年，任山东街景智能制造科技股份有限公司财务总监职务。2022-2023 年，任神州高铁技术股份有限公司财经管理总监。2023 年 8 月至今，就职于公司，从事财务管理工作，现任济南恒誉环保科技股份有限公司财务总监。

资料来源：同花顺 iFind，公司公告，国投证券证券研究所

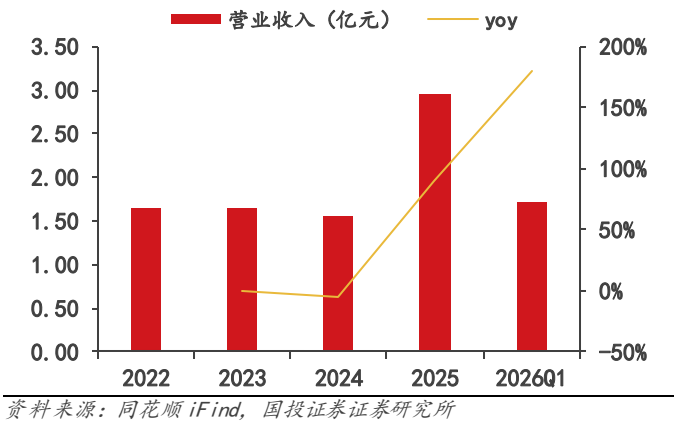
1.3. 业绩重回高增，在手订单充沛

订单交付节奏短期波动影响减退，公司业绩步入高增轨道。公司裂解生产线具有合同金额较大、定制化程度较高、交付及验收周期较长等特征，单个项目的收入确认时点容易造成年度间业绩波动。2022-2024 年，公司营业收入分别为 1.65/1.64/1.55 亿元，归母净利润分别为 0.15/0.18/0.17 亿元，整体处于调整蓄力阶段。随着前期在手订单加快交付、海外项目收入确认以及运营业务规模扩大，2025 年公司实现营业收入 2.95 亿元，同比增长 90.67%；实现归母净利润 0.33 亿元，同比增长 91.91%，收入与利润均创近年来新高；同期公司新签

下载日志已记录，仅供内部参考

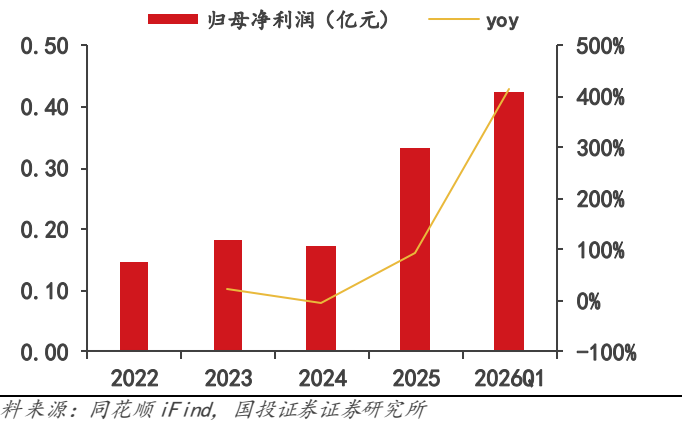
销售订单金额 4..6 亿元，同比增长超 80%，截至 2026 年初在手订单金额同比增长约 28%，为后续业绩兑现提供支撑。2026 年一季度，公司营业收入/归母净利润分别达到 1.72/0.43 亿元，同比增长 180.56%/414.15%，单季度收入已达到 2025 年全年的 58.34%、归母净利润超过 2025 年全年水平；根据公司 2026 年半年度业绩预增公告，公司预计上半年实现营收/归母净利润 3.10/0.81 亿元，同比+148.69%/+864.68%，高毛利装备订单进入集中兑现阶段。

图2. 2022-2026Q1 年公司营业收入及增速



资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

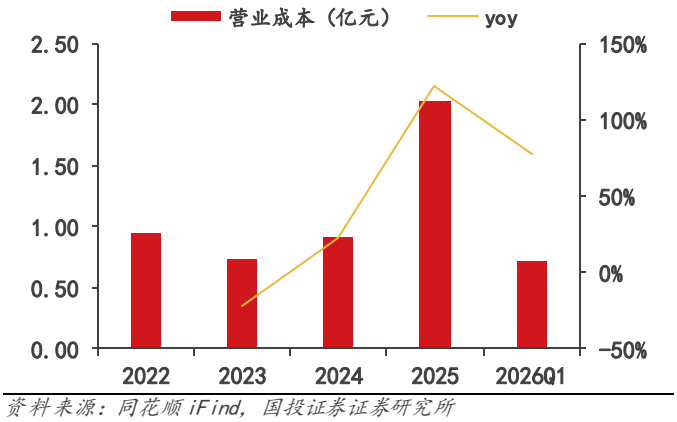
图3. 2022-2026Q1 年公司归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

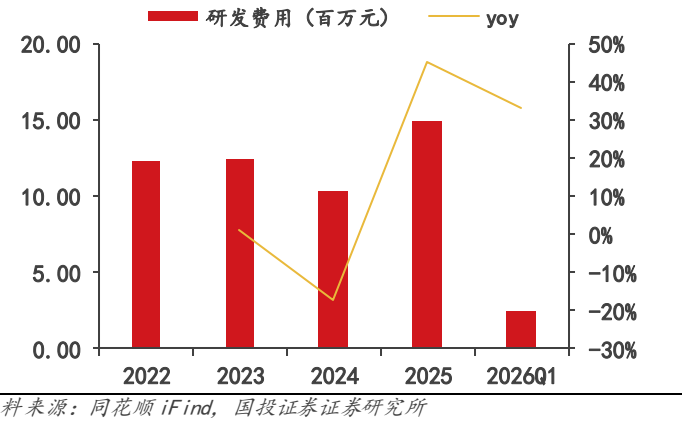
设备高毛利体现技术溢价，规模效应推动费用率下降及净利率修复。2025 年，在低毛利运营业务占比快速提升影响下，公司营业成本同比增长 122.32%至 2.03 亿元，增速高于收入增速，毛利率由 2024 年的 41.16%下降至 31.39%。尽管产品结构变化对毛利率形成阶段性压力，但收入规模扩大带来的费用摊薄效果较为明显，公司期间费用率由 2024 年的 25.91%下降至 2025 年的 18.66%。与此同时，公司始终保持对研发能力的持续投入，研发费用保持增长，2025 年研发投入规模为 0.15 亿元，同比+45.43%。基于期间费用的优化，公司 2025 年净利率达到 11.92%，基本与上年持平。2026 年一季度，受高毛利订单集中确认影响，公司毛利率/净利率分别提升 26.41/12.77pct 至 57.81%/24.69%，产品结构变化带来的利润弹性得到进一步体现。

图4. 2022-2026Q1 年公司营业成本及增速



资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

图5. 2022-2026Q1 年公司研发费用变化趋势

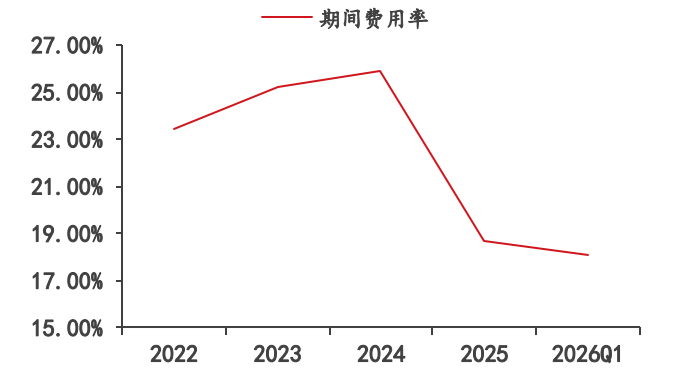


资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

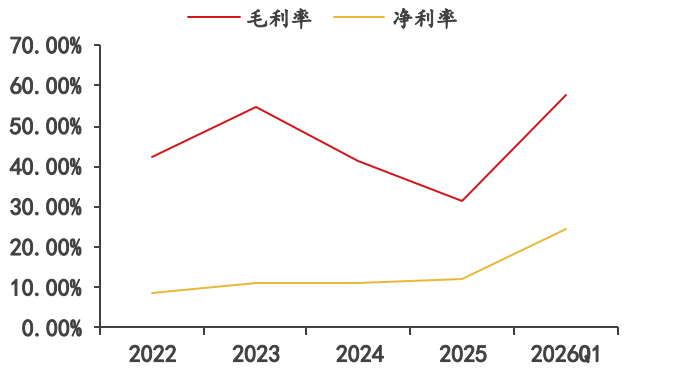
下载日志已记录，仅供内部参考

图6. 2022-2026Q1 年公司期间费用率表现



资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

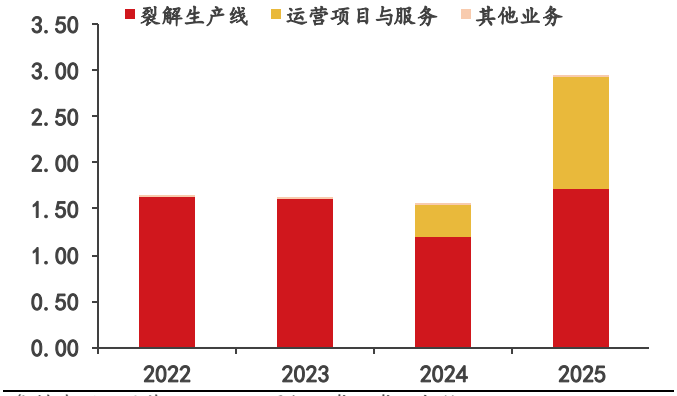
图7. 2022-2026Q1 年公司毛利率及净利率变动趋势



资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

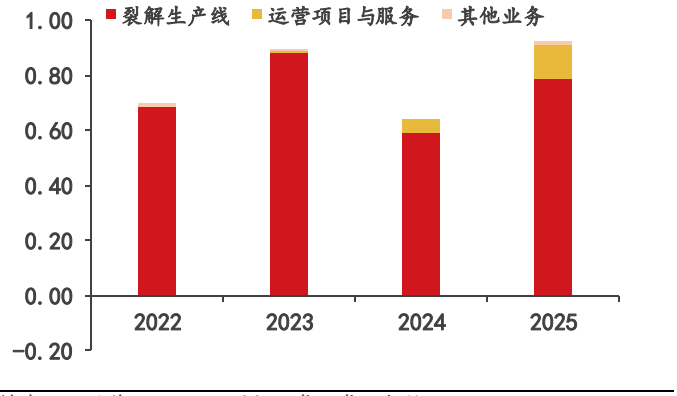
细分业务来看，公司区别于传统环保设备企业，形成“设备销售+项目运营”双重驱动模式。裂解生产线长期是公司收入及利润的核心来源，2023 年前营业收入、毛利润占比约 98%，近年来随着运营项目与服务快速放量占比有所下降，但依然贡献公司核心利润。2025 年裂解生产线/运营分别实现收入 1.73/1.2 亿元，占比 58.45%/40.52%；毛利润 0.79/0.12 亿元，综合来看，公司当前利润仍主要由高毛利装备业务驱动，运营业务则为收入提供更强的连续性与抗周期能力；未来若运营项目与服务营收持续增长、毛利率逐步改善，公司有望实现由收入放量向利润释放的进一步转化。

图8. 2022-2026Q1 年公司细分业务营收结构（亿元）



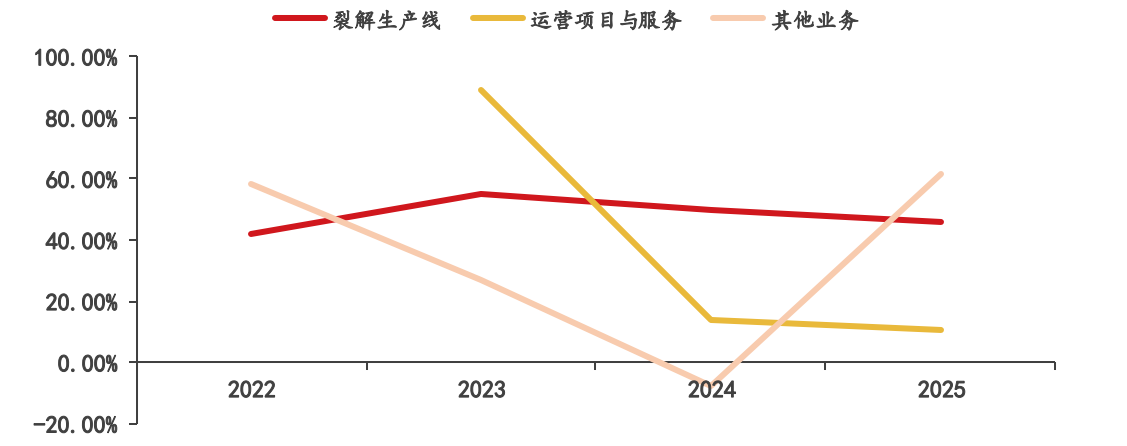
资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

图9. 2022-2026Q1 年公司细分业务毛利结构（亿元）



资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

图10. 公司各项业务毛利率表现

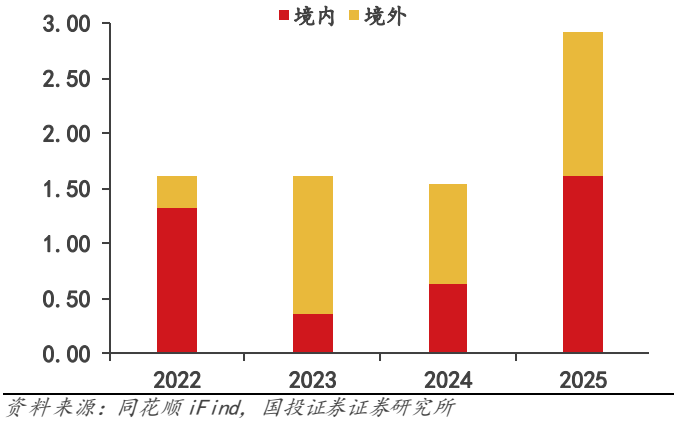


资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

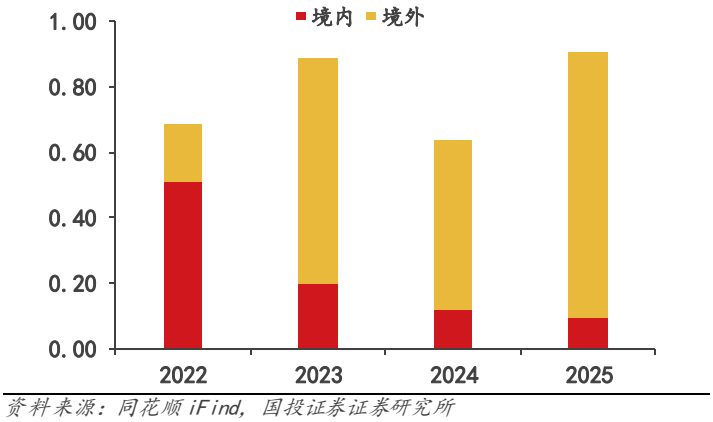
细分地区来看，海外订单贡献主要利润弹性。2022 年，公司仍以境内收入为主，境外收入贡献不足 20%，业绩较大程度依赖于国内市场表现；2023 年起，随着海外裂解装备集中交付，境外收入连续多年大幅增长，公司收入重心明显转向海外。2025 年，国内运营项目放量叠加装备订单交付，公司境内收入再次超过境外收入，公司境内/境外营收分别为 1.61/1.31 亿元，同比+158.48%/+43.12%，占比分别 55.21%/44.79%，收入结构逐步趋于均衡。相较之下，鉴于欧美高端市场对设备安全、环保及运行稳定性要求更高，且原材料获取成本较低，境外业务持续体现较强技术溢价、项目利润空间放大，因此境外毛利率持续优于境内业务，2025 年境内/境外业务毛利率为 5.81%/62.23%，因此 2025 年境内/境外毛利润表现分化，规模为 0.09/0.81 亿元，同比-20.89%/+56.72%，二者分别占比 10.11%/87.87%，海外贡献仍近九成。整体来看，国内业务支撑公司收入规模扩张，而海外高毛利订单为公司利润增长与盈利能力提升贡献弹性。

图11. 2022-2025 年公司细分地区营收结构（亿元）



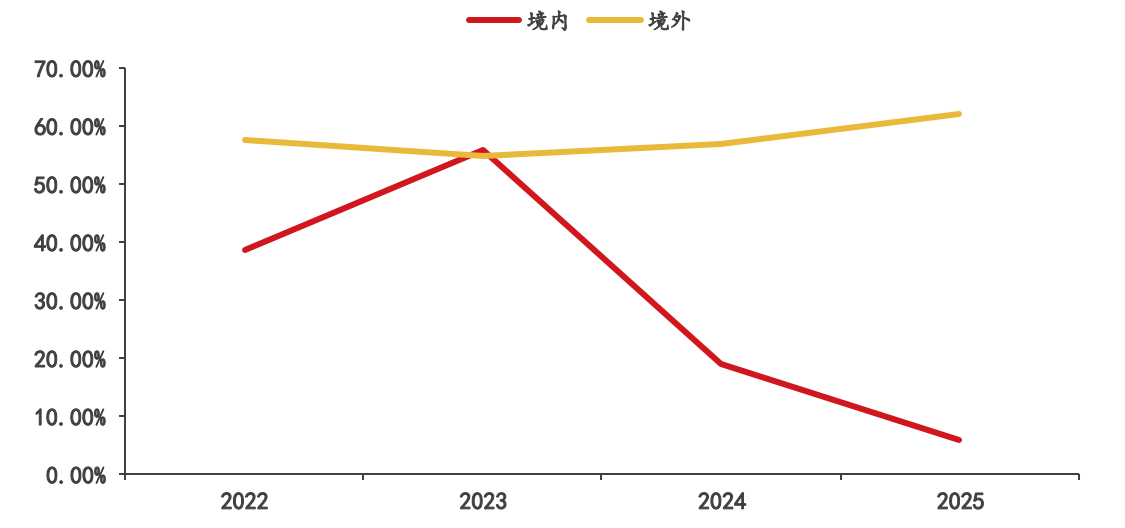
资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

图12. 2022-2025 年公司细分地区毛利结构（亿元）



资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

图13. 公司境内与境外市场毛利率表现

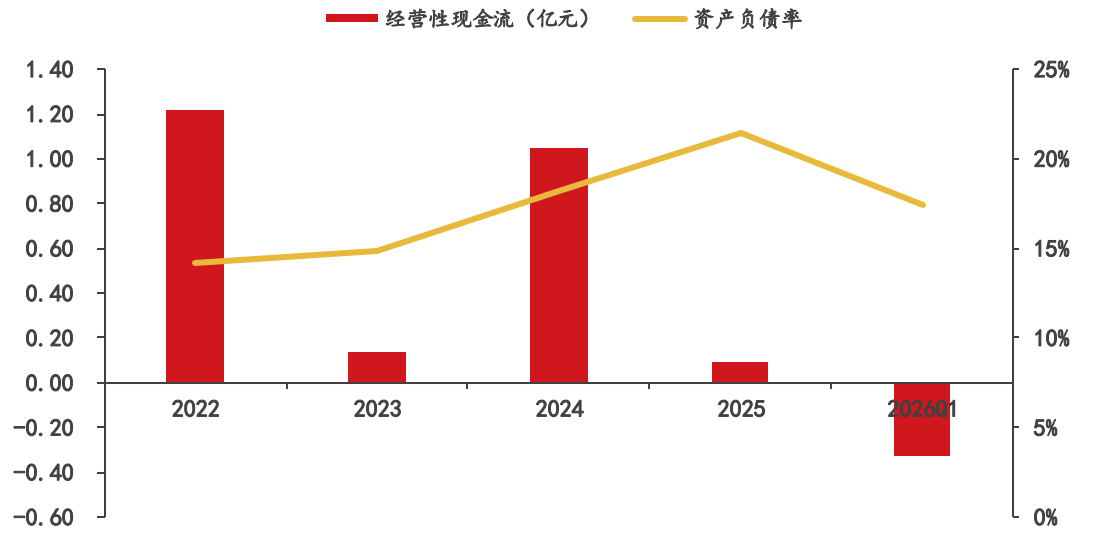


资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

财务杠杆整体可控，经营现金流的稳定性有望进一步提升。公司规模稳步扩张，截至 2025 年末公司总资产规模 10.19 亿元，资产负债率 21.40%，多年来杠杆水平处于较低区间；2026Q1，公司总资产进一步增至 10.87 亿元，资产负债率回落至 17.40%，较为稳健的资产负债结构为后续装备研发、项目建设及运营业务扩张预留了融资空间。现金流方面，公司经营活动现金流受项目采购、交付验收和客户回款节奏影响较大，2022/2023/2024/2025/2026Q1 分别为 1.22/0.13/1.05/0.10/-0.33 亿元。

下载日志已记录，仅供内部参考

图14. 公司资产负债率及现金流表现



资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

2. 循环经济政策推动，有机固废资源化需求释放

2.1. 循环经济政策持续加码，行业向规范化、高价值利用升级

绿色低碳与循环经济成为共识，全球环保装备向高效化、智能化、资源化方向升级。1）国内方面，我国循环经济政策持续加码，政策重心由扩大回收利用规模逐步转向规范化管理、先进技术应用及再生材料高值利用，近年相关部门相继颁布《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》、《促进环保装备制造业高质量发展的若干意见》等政策，一方面通过大规模设备更新、环保装备制造业高质量发展及重大环保装备目录，推动环保设备向高端化、智能化、成套化升级；另一方面通过固体废物综合治理和再生材料应用推广，打通“规范回收-资源化处理-再生材料应用”链条。2026 年 6 月，我国未来五年循环经济发展纲领性文件《循环经济发展“十五五”规划》发布，进一步将政策主线由废弃物回收处置拓展至生产、消费、回收和利用全链条，明确推进传统“城市矿产”高值化开发、扩大再生材料应用、畅通回收网络并加快技术工艺升级。2）海外方面，以欧盟为代表，政策也体现在终端需求的约束，2024 年《可持续产品生态设计法规》围绕产品耐用性、可维修性、可回收性、再生材料含量及数字产品护照建立统一监管框架；2025 年《清洁工业协议》进一步将循环经济纳入提升欧洲工业竞争力、降低资源依赖的重要抓手，提出到 2030 年将欧盟循环材料使用率提高至 24%，并计划通过《循环经济法案》完善二次原材料市场。综合境内外政策导向，行业评价标准正由“能否处理废弃物”转向“能否实现安全稳定运行、全过程污染控制和高品质材料产出”，有利于技术成熟、工程经验丰富的先进环保装备企业扩大市场份额。

表3：国内外环保装备制造业及循环经济重点政策梳理

发布时间	政策名称	核心内容	主要影响
2024 年	中国《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》	以减量化、再利用、资源化为原则，围绕废弃物精细管理、有效回收和高效利用，构建覆盖生产生活各领域的循环利用体系；加强低值可回收物及新型废弃物利用，推动产业集聚发展并培育行业骨干企业。	国内循环经济政策由单项废弃物治理上升至全品类、全链条体系建设，为规范回收、规模化资源利用及先进装备应用奠定制度基础。
2025 年	中国《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	扩大超长期特别国债对重点领域设备更新的支持范围，继续支持环境基础设施设备更新，重点推广高端化、智能化、绿色化设备。	释放环境基础设施和资源循环利用设备更新需求，降低企业采用先进环保装备的投资压力，并带动老旧、低效设备加速替换。
2025 年	中国《促进环保装备制造业高质量发展的若干意见》	推动环保装备标准化、成套化、数字化和智能化发展，并加强首台（套）、重大技术装备推广。	明确我国环保装备制造业中长期升级方向，强化技术研发、示范应用和标准建设，对拥有核心技术及成套装备能力的企业形成直接支持。

下载日志已记录，仅供内部参考

2025 年	中国《国家鼓励发展的重大环保技术装备目录（2025 年版）》	围绕水、大气、固废处理及资源化等重点领域，遴选一批研发类、应用类和推广类先进技术装备，突出装备高效化、低碳化、资源化和成套化要求。	目录为先进环保装备的示范应用、项目采购及政策支持提供重要依据，有利于提升入选技术装备的市场认可度和商业化推广速度。
2026 年	中国《固体废物综合治理行动计划》	构建源头减量、过程管控、末端利用及全链条无害化治理体系；提出到 2030 年主要再生资源年循环利用量达到 5.1 亿吨，并加强行业规范管理、再生材料应用、标准认证、落后装备淘汰和全过程监管。	国内固废治理由扩大处置能力转向全过程规范化管理，环保、安全及资源利用效率较低的处理模式面临出清，先进技术装备的替代空间扩大。
2026 年	中国《再生材料应用推广行动方案》	首次专项部署再生材料应用推广，以再生钢铁、再生有色金属、再生塑料和再生纸等为重点，完善分类分级、标准、认证和追溯机制；提出到 2030 年再生塑料年产量超过 1,950 万吨，并提高汽车、包装等领域再生材料使用比例。	政策由再生资源供给体系建设进一步延伸至终端应用，有助于打通“废弃物处理-再生材料生产-下游使用”链条，提高高品质资源化产品的市场价值。
2026 年	中国《中华人民共和国生态环境法典》	系统整合生态环境保护、污染防治、固体废物管理、绿色低碳发展等制度规范，将于 2026 年 8 月 15 日起施行。	我国生态环境治理进入法典化阶段，固废污染防治、企业环境责任及全过程监管的法律基础进一步强化，有望提升环保治理需求的长期确定性和执法刚性。
2026 年	中国《循环经济发展“十五五”规划》	从生产、消费、回收和利用全链条部署循环经济任务，重点推进源头减量、传统“城市矿产”高值利用、再生材料应用、回收网络建设及技术装备升级；提出到 2030 年主要再生资源年循环利用量达到 5.1 亿吨、产业产值达到 8 万亿元。	为未来五年资源循环利用产业提供总量目标和发展路线，推动行业由“小、散、弱”向规范化、规模化和技术密集型发展。
2024 年	欧盟《可持续产品生态设计法规》	建立覆盖绝大多数实体产品的生态设计制度框架，可针对产品耐用性、资源效率、可回收性、再生材料含量及碳环境足迹设置要求，并引入数字产品护照。	政策由废弃物末端处理延伸至产品设计和全生命周期管理，提高欧洲市场对高品质再生材料、可追溯回收体系及先进资源化技术的需求。
2025 年	欧盟《清洁工业协议》	将脱碳、循环经济与欧洲工业竞争力相结合，提出到 2030 年将循环材料使用率提高至 24%，并计划建设更加统一的二次原材料市场。	循环经济由单纯环境政策升级为资源安全和产业竞争政策，长期有利于扩大再生材料、循环技术及环保装备的投资需求。

资料来源：EUR，生态环境部，发改委，工信部，国投证券证券研究所

国内外废轮胎政策正由末端处置管理转向生产者责任、产品生态设计和高质量资源化利用。国内方面，《废轮胎加工处理》于 2025 年 7 月正式实施，进一步完善废轮胎加工处理及安全环保要求，叠加现行行业规范条件，推动废轮胎综合利用向规模化、自动化和清洁化升级。海外方面，印度已建立废轮胎生产者责任延伸制度，将轮胎生产商、进口商与注册回收利用企业纳入闭环管理；欧盟 2025-2030 年生态设计工作计划则将轮胎列为优先产品，后续将围绕耐用性、可回收性及再生材料利用制定具体要求。整体来看，政策主线已由“减少填埋和不规范处置”转向“强化回收责任、提高处理标准、扩大再生材料应用”，有望加快低水平产能退出，并推动废轮胎资源向具备连续化处理能力和成熟项目经验的企业集中。

表4：国内外废轮胎、废塑料等固废处理重点政策梳理

	发布时间	政策名称	核心内容	主要影响
废轮胎	2022 年	印度《危险及其他废物（管理和跨境转移）修订规则》	将废轮胎纳入生产者责任延伸体系，要求轮胎生产商、进口商、翻新企业及回收利用企业在统一平台登记，并通过履行回收责任或取得 EPR 凭证完成责任目标。	将废轮胎管理由末端处置转向生产者全生命周期责任，推动废轮胎流向可追溯、符合环保要求的规范回收利用企业。
	2024 年	中国《废轮胎加工处理》	对废轮胎加工处理的工艺、设备、安全及环境管理要求进行更新。	进一步统一废轮胎加工处理技术要求，提高安全环保和规范化运营门槛，推动低水平处理能力改造或退出。
	2025 年	欧盟《可持续产品生态设计和能源标签工作计划（2025-2030 年）》	将轮胎列为生态设计优先产品，重点评估轮胎可回收性、再生材料含量以及报废轮胎废物管理等问题，为后续制定产品层面的生态设计要求提供依据。	欧盟轮胎管理由使用性能及报废回收进一步向产品设计和材料闭环延伸，有望提升再生橡胶、再生炭黑等高品质再生材料需求。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

废塑料	2022 年	中国《废塑料污染控制技术规范》	对废塑料产生、收集、运输、预处理、再生利用和处置进行全过程规范；明确化学再生包括将废塑料转化为单体、低聚物、裂解产物或合成气，并要求化学再生裂解设施采用包含连续进料、连续裂解和连续出料系统的连续生产设备。	从生态环境标准层面明确废塑料裂解设备的连续化要求，提高间歇式、低环保水平项目的合规门槛，直接利好具备工业连续化技术的设备企业。
	2025 年	欧盟《包装和包装废弃物法规》	对包装减量、可回收设计、生产者责任和再生材料使用进行统一管理；针对不同塑料包装设置 2030 年最低再生材料含量要求，包括部分塑料包装达到 30%-35%。	通过强制再生材料比例直接创造终端需求，推动废塑料回收由低值处置向高品质、可认证的再生原料生产升级。
	2025 年	中国《再生材料应用推广行动方案》	提出建立再生塑料分类分级供应体系，加快构建废旧塑料高值循环利用体系，支持行业龙头开展废塑料化学循环产业化应用；到 2030 年再生塑料年产量超过 1950 万吨。	化学循环获得更明确的国家层面产业化支持，为混杂、污染和低值废塑料拓展高值利用路径，并改善先进裂解装备及裂解产物的市场空间。

资料来源：国家市场监督管理总局，生态环境部发改委，EUR，CPCB，国投证券证券研究所

2.2. 有机废弃物资源化加速，连续化装备与产物高值化成为升级主线

2.2.1. 行业低端供给较多，高标准连续化处理能力相对稀缺

有机废弃物处理路线多元，但大多难以同时兼顾彻底处置、资源回收与经济效益，而热裂解凭借较强的原料适应性和资源化能力成为重要升级方向。当前有机废弃物处理方式主要包括填埋、焚烧、二次利用、化学法、生物法和热裂解。填埋、焚烧虽技术成熟，但存在土地占用、二次污染及资源回收不足等问题；二次利用虽然安全且成本较低，但对原料品质要求高、适用范围有限；化学法和生物法能够针对特定废弃物实现无害化处理，但受处理成本、工艺稳定性及规模化能力制约。

相比之下，热裂解利用有机物的热不稳定性，在缺氧、高温条件下将大分子有机物转化为油、气和固体组分，可广泛应用于废轮胎、废塑料、含油污泥、生物质及废玻璃钢等多类有机废弃物，不仅能够实现废弃物减量化和无害化处理，还可回收油品、碳材料、可燃气体及金属等资源，对低值、混杂和受污染原料的适应性更强，资源产出路径也更为明确，因此成为推动有机固废由末端处置向高值资源化利用升级的重要技术方向。

表5：不同有机废弃物处理技术对比

方法类别	技术差异	技术难点	适用范围	优势	劣势
填埋	经固体废弃物埋入地下的处理方法	土壤污染难以修复，选址困难	适用于有机危废、生活垃圾等有机废弃物的处理，部分国家或地区已立法禁止使用填埋方式处理废轮胎、油泥等有机废弃物。	运营成本低、操作安全易实施、可工业化操作	占用大量土地资源，易出现渗滤液污染环境问题、无法对废弃物进行最终处理，无明显经济效益
焚烧	将可燃性废物置于高温炉中使其可燃成分充分氧化分解的一种处理方法	难以避免二噁英及炉内结焦；焚烧温度高、设备连续稳定运行难度大、维护费用高	适用于各种有机废弃物的处理，部分地区立法禁止采用焚烧方式处理含油率大于 5%的含油污泥。	运营设备投入中等、易操作、相对安全、可工业化操作	能源消耗量较高，无法通过直接燃烧将废弃物残留利用，易形成二次污染。经济效益不明显
二次利用	二次利用包括翻新、提炼新物质和利用原物质次要功能用于其他用途。	技术难度较低	适用于废载重轮胎、塑料种类比较单一的废塑料、废弃油基泥浆岩屑等有机废弃物的处理。	成本相对较低、可实现安全、工业操作、具有一定的附加值	对原材料要求较高、无法将废弃物完全处理、原物质残留存在污染危害，二次利用的附加值低
化学法	通过化学反应和传质作用来分离、去除有机废弃物中的有害物质	高效经济化学制剂的选型、化学制剂通用性较差	适用于油泥、化工废盐、蒸馏残渣等有机废弃物的处理	对废弃物处理程度和效果较好，可实现工业操作	实施过程需要添加新的化学制剂会导致二次污染和安全生产问题。此外，化学法工艺较为复杂，容易导致综合成本效益不明显
生物法	利用微生物降解代谢有机物为无机物来处理有机废弃物	菌种的选择、工艺操作要求较高	适用于含油量较低的含油污泥、生活垃圾、生物质等可生物降解的有机废弃物的处理	实施过程安全、环保，不存在增量污染问题	对废弃物处理程度不明确，至今很难实现工业化操作，对废弃物中的有价值部分难以提炼和利用，无法对实际经济效益进行评价

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

热裂解	利用有机物的热不稳定性，在缺氧、高温的条件下，通过分解与缩合的共同作用，使得大分子有机物转化为相对分子质量较小组分的过程	需解决结焦、动态密封、聚合等行业难题	适用于废轮胎、废塑料、废玻璃钢、生物质、生活垃圾、含油污泥、化工废盐、染料、颜料、废油漆、废线路板等多种有机废弃物的处理	最大化回收其中的资源，资源回收率高，环保效果好	有机废弃物裂解过程实施精准控制、并将安全、环保、连续化、规模化生产和成本效益综合起来操作是较大的技术难题

资料来源：公司招股书，国投证券证券研究所

连续式热裂解更适合规模化、规范化资源处置，但行业高标准供给仍相对稀缺。相较结构简单、投资门槛较低的间歇式设备，连续式产线能够实现连续进料、裂解和出料，在处理效率、能源利用、自动化控制及污染物收集等方面更具优势，是废轮胎、废塑料等大宗有机固废处理的重要升级方向。但连续化生产并非简单延长设备运行时间，而是需要同步解决动态密封、物料结焦、油气聚合等系统性难题，并根据不同原料特性完成工艺设计。当前市场中能够提供单体设备或基础裂解装置的企业数量不少，但具备整线工艺设计、关键设备集成、安装调试及长期稳定运行经验的供应商相对有限；同时，下游项目投资金额较大、回收周期较长，客户更重视既有项目运行效果和供应商的持续服务能力。因此，行业竞争正由低端设备价格竞争转向技术、项目案例与工程化能力的综合竞争，高标准连续化处理能力仍是供给端的核心稀缺资源。

表6：连续式/间歇式裂解设备性能对比

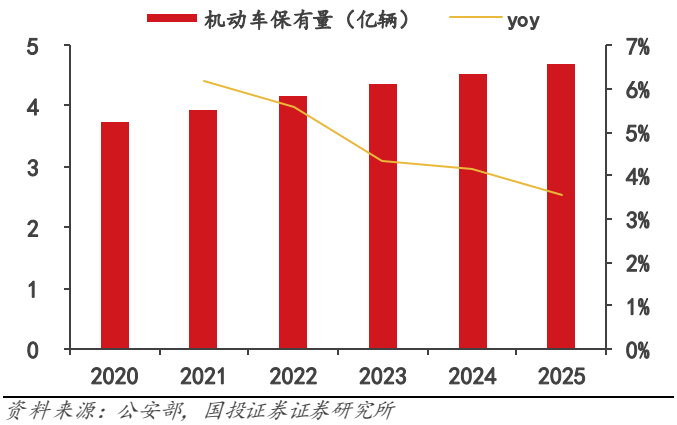
性能	连续式设备	间歇式设备
成本	设备初始投入成本较间歇式设备高，但能耗低、智能化程度高，用工少，运行成本与维护费用低。	设备初始投入成本较连续式设备低，但能耗高、自动化程度低、用工多，运行成本与维护费用高。
处理效率	不间断连续进料、出料，物料料层薄、气相产物导出阻力小、受热均匀、传热与裂解效率高。	按批次运行，所需处理的物料一次性装填，物料料层厚、气相产物导出阻力大、受热不均匀、传热与裂解效率低。
处理效果	裂解产物品质好且稳定，裂解率、资源化利用率高。	裂解产物品质不稳定，固体产物中有机物含量高，裂解不彻底，资源化利用率低。
设备使用寿命	运行工况稳定、供热温度较低、设备使用寿命通常 10 年以上。	每批次都要经历进料、升温、裂解、降温与出料的过程，温差巨大，每次都将造成设备的疲劳强度及机械性能降低，设备使用寿命短。

资料来源：公司招股书，国投证券证券研究所

2.2.2. 废轮胎产生量稳定，裂解产物高值利用加快

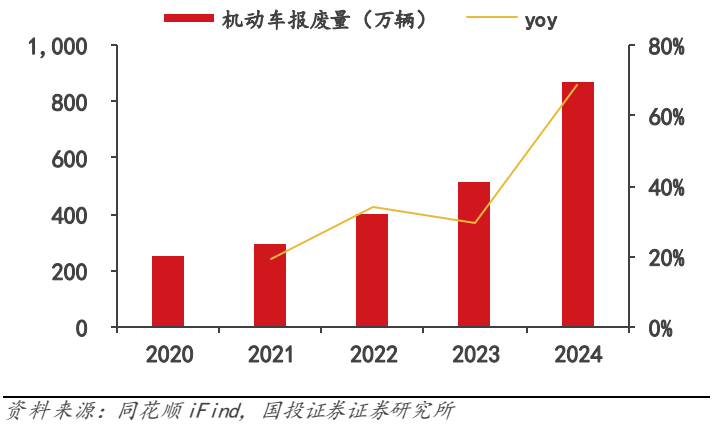
我国是废轮胎产量大国，总重量约 1700 万吨。2020-2025 年间，我国机动车保有量由 2020 年的 3.72 亿辆增至 2025 年的 4.69 亿辆；报废量则由 2020 年的 249 万辆增至 2024 年的 870 万辆，为废轮胎的产生提供稳定来源。2024 年我国轮胎产量 11.8 亿条，废旧轮胎产生量约 3.7 亿条，总重量超过 1640 万吨。

图15. 我国机动车保有量增长趋势



资料来源：公安部，国投证券证券研究所

图16. 我国机动车报废量情况

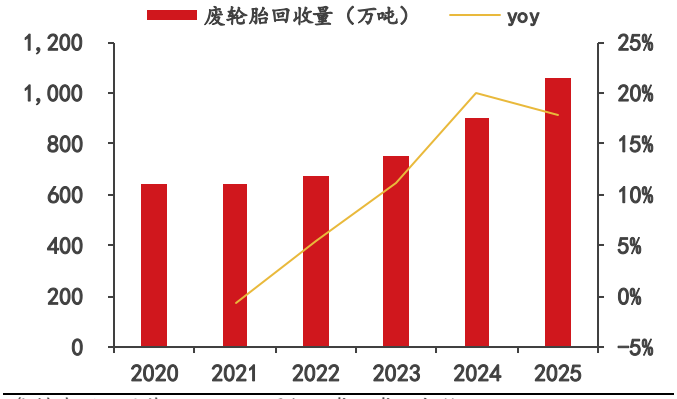


资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

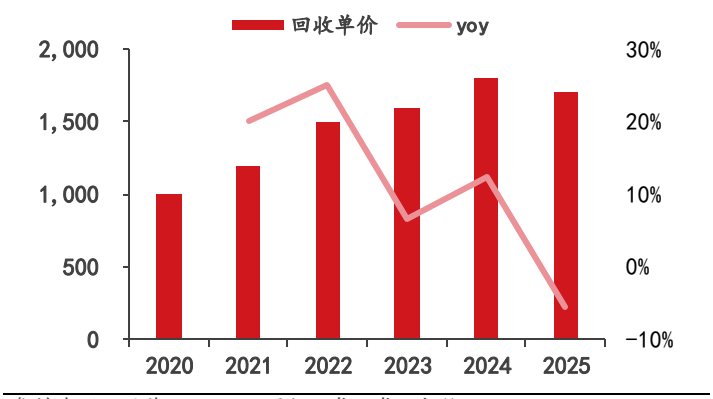
废轮胎回收量迅速提升，行业竞争加剧回收价格水涨船高。受益于汽车报废量增长，我国废轮胎回收量/回收额在 2020-2025 年间双升，分别由 645 万吨/64.50 亿元提升至 1061 万吨/180.40 亿元，CAGR 分别高达+10.47%/+22.84%。但由于市场缺乏管理，企业为了获得废轮胎资源，采取加价收购的竞争手段，废轮胎回收价格从 2020 年的约 1000 元/吨快速攀升至 2024 年最高的约 1800 元/吨。

图17. 2020-2025 年我国废轮胎回收量变化趋势



资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

图18. 2020-2025 年我国废轮胎回收单价变化趋势

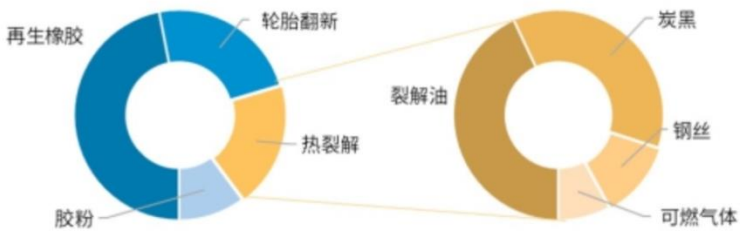


资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

直接翻新是当前废轮胎主要回收方式，技术进步推动热裂解关注度持续提升。再生橡胶是当前废轮胎的主要回收方式，废旧轮胎经过冷冻、粉碎、精炼后，使其具备新的使用性能，用于生产新的橡胶制品，2024 年占比约 46%。其次，直接翻新/胶粉等方式 2024 年在梯次利用方式中占比分别为 23%/10%；废轮胎加工成橡胶粉末后可以用作道路铺设、运动场地等领域的材料。

废轮胎原料供给稳定，裂解油、炭黑等多元产物共同支撑热裂解项目收益。热裂解兼具废轮胎减量化、无害化与资源化利用优势，将废轮胎中的高分子橡胶较为彻底地分解为小分子组分，并对轮胎中的油品、炭材料和金属资源进行分质回收，最终形成裂解油、炭黑、钢丝和不凝可燃气四类主要产物，其中裂解油可用于工业燃料及炼化原料，炭黑可用于橡胶制品，钢丝进入废钢回收体系，不凝可燃气则可回用于生产线供热。此前受限于政策、技术等限制，热裂解并不作为我国回收的主要途径，近年来热裂解的处理量显著增长，2024 年达到 172 万吨，同比增长 18.6%，占比约 21%，其中裂解油产量 74 万吨，炭黑产量 64 万吨，占比分别为 43%/37.2%。

图19. 2024 年中国废轮胎回收处理方式及热裂解产物占比



资料来源：CNCIC，国投证券证券研究所

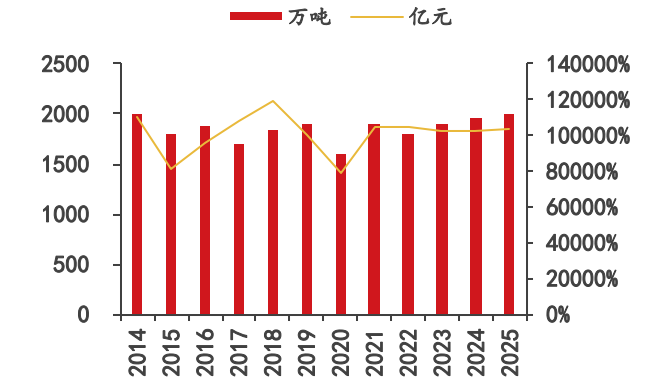
2.2.3. 废塑料供给充足，回收空间巨大

我国废塑料回收率仅 30%，渗透率提升空间广阔。据 GEP Research 测算，2025 年全球塑料垃圾产生量已突破 4.2 亿吨，其中回收处理量仅约 1.1 亿吨，回收率为 26.2%。中国是全球最大的塑料生产与消费国，2025 年塑料垃圾产生量约 6800 万吨，回收量为 2100 万吨，回收率为 30.9%，略高于全球均值，仍有约 4700 万吨未被有效回收，其中约 1200 万吨通过填埋或焚烧处理。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

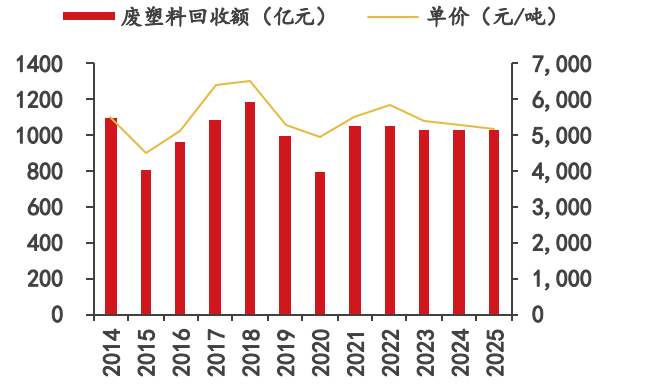
下载日志已记录，仅供内部参考

图20. 2014-2025 年我国废塑料回收量变化趋势



资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

图21. 2014-2025 年我国废塑料回收额及单价变化趋势



资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

物理回收是当前废塑料主流回收路径，化学回收产能增长迅速。从回收方法看，目前物理回收利用是全球废塑料回收利用行业最主要的方式，包括物理熔融、改性再生、木粉填充等；化学回收方法包括醇解法、热解法、氢解法、光催化法、溶解法等，是正在发展中的新方法；能量回收即通过垃圾焚烧产生高温气体用于发电。化学回收法工艺相对复杂，占比仍然较低，但较物理回收更具优势，且增长速度快，2025 年全球化学回收废塑料产能突破 380 万吨/年，较 2023 年增长 120%，中国为 45 万吨，位于商业化起步转折点。

从宏观视角看，欧盟塑料战略、英德等国塑料及包装税立法、碳税政策，打开了化学回收再生塑料的需求空间，叠加国内的垃圾分类、无废城市、塑料污染管理和碳中和等目标，使得低成本废塑料原料的可得性越来越强。

表7：全球废塑料热化学回收政策

区域	欧盟	美国	日本	中国	东盟
主要政策	《欧盟塑料战略》《循环经济行动计划》（2020）《一次性塑料指令》（SUPD）	《2024 年加速塑料循环经济与回收创新法案》	《塑料资源循环战略》（2019 年）、《塑料资源循环促进法》（2021 年）	《“十四五”塑料污染治理行动方案《废塑料污染控制技术规范》	《东盟塑料循环宣言》以及各国政策:如菲律宾《菲律宾循环经济促进法《生态固体废物管理法》
财政激励	加大对循环经济项目的资金支持力度	政府对新制造厂的财政奖励可以应用于化学回收设施的建设，包括州和地方减税或获得政府债券	相关的税收优惠，以及“绿色创新基金”的支持	中央预算内资金等专项资金补贴十增值税退税比例最高可达 70%、免征环境保护税	但尚未出台统一的“化学回收专项法案”或区域级减税、项目补助政策，各国政策分散。
技术侧重	热解、解聚	热解、解聚	热解，气化，超临界水热	热解，解聚	其他技术路径尚未规模化，以热解为绝对主导
产能目标	规划总产能突破 300 万吨	投资超过 70 亿美元行业，国家层面目标尚未明确，ExxonMobil 等 2030 年前 500 万吨/年化学回收产能	国家层面目标尚未明确。出光兴产 2040 年十万至 100 万吨规模。	企业层面产能布局活跃，预计企业总规划总产能约 100 万吨	泰国目标到 2027 年实现塑料废弃物 100%回收
环境监管	《工业排放指令（IED）》	《清洁空气法》	《大气污染防止法》	《废塑料污染控制技术规范》《大气污染物综合排放标准》	东盟无统一排放标准，各成员国依据本国法规执行，如泰国《工业污染控制署（PCD）》
认证体系	ISCC PLUS 质量平衡法规则	ASTM D7836，ISCC PLUS	ISCC PLUS,JIS 再生塑料认证标准	ISCC PLUSGB/T 46018	ASEAN Eco-label ISCC PLUS

资料来源：《废塑料热化学回收产业分析与展望》（张彦军等），国投证券证券研究所

废塑料裂解产物杂质含量高但具备良好附加值，生产工艺起关键作用。废塑料热化学回收是将固态的废塑料通过加热的方式使其发生聚合物断链反应，生成有价值的气态、液态物质及残炭的过程。热解反应中生成的液相热解油具备高附加值，但废塑料热解油中氯、硅、金属等杂质含量高，需要在裂解工艺前、中、后对原料进行预处理、脱除杂质和净化，因此废塑料裂解全流程中对裂解设备、催化剂等选择提出了较高要求。

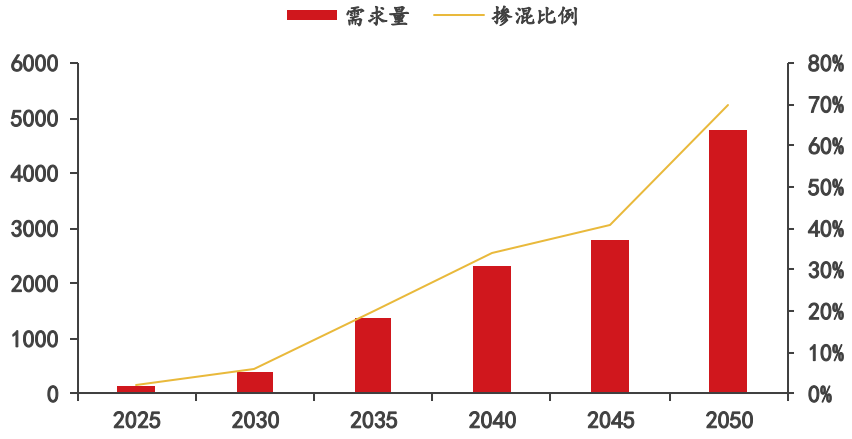
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2.4. 裂解油有望成为 HEFA 路线下重要原料来源补充

2025 年起 SAF 受指令强制约束，需求量有望快速增长。根据《ReFuelEU Aviation》法规，自 2025 年起，欧盟机场供应的航空燃料中 SAF 最低占比需达到 2%，此后逐步提升至 2030 年的 6%、2035 年的 20%和 2050 年的 70%。强制掺混目标将 SAF 由航空公司的自愿减排选择转化为燃料供应商的法定义务，使欧洲 SAF 需求进入确定性扩张阶段。以 2023 年欧洲 6832 万吨航煤消费量测算，2025、2030、2050 年需求分别为 137、410、4783 万吨。

图22. 2025-2050 年欧洲 SAF 掺混比例及需求（万吨）



资料来源：REFuel EU，国投证券证券研究所

在 SAF 需求增长与传统废油脂原料供应有限冲突，废轮胎裂解油有望成为重要补充原料。从 SAF 生产角度来看，当前 SAF 仍高度依赖于废弃食用油（UCO）等原料，据 EASA 披露，2024 年欧盟供应的 SAF 中 UCO 占比高达 81%，且 69%的原料依赖进口，原料结构集中、对外依赖程度高；而 UCO 产量受到食用油消费规模、回收覆盖率及收集效率约束，叠加生物柴油等领域的竞争，UCO 的供需日益趋紧，推动 SAF 产业拓展新原料。废轮胎裂解油原料来源广泛、碳氢组分丰富、可进一步炼化提质等特征契合 SAF 需求，经一系列处理后具备向航空燃料组分升级的潜力，有望成为 UCO 之外的潜在补充原料，进而提升裂解油附加值并打开废轮胎热裂解的应用空间。

UCO 理论供应潜力 1200 万吨，但回收体系高度分散。2024 年，我国 UCO 产量为 450 万吨，由于饮食和烹饪习惯，我国餐厨垃圾可利用油脂较为丰富，根据韦伯咨询，以废弃油脂产生量约占食用油总消费量的 30%估算，我国废弃油脂供应潜力超 1200 万吨/年。但废弃油脂回收存在“点多面散”的特点，大规模集中收集较为困难，供应商结构中个体商贩占比高达 87.5%，境外供应商占 10%，中间商占 2.2%，而具备正规资质的规模化企业仅占 0.3%。

我们结合欧盟 ReFuelEU 法案中关于 SAF 掺混比例的变化，按照 UCO-SAF 转化比率 75%，以 2023 年欧洲 6832 万吨航空燃煤为基数测算，到 2035 年欧洲 SAF 需求量将突破 1300 万吨，考虑到 UCO 回收增速有限，且我国作为 UCO 供应主要国家之一，随着掺混比例提升，预计 2035 年 SAF 将面临原料不足风险。若考虑到生产 SAF 的优质 UCO 通常要求其中的游离脂肪酸（FFA）含量低于 5%，部分甚至要求低于 2%，真正符合 HEFA 品质的 UCO 供给量将进一步下降。随着 SAF 需求释放，原料瓶颈或将提前到来。

表8：UCO 制取路线下 SAF 供需缺口测算

	2025	2030	2035	2040	2045	2050
欧洲 SAF 需求量（万吨）*	137	410	1366	2323	2780	4783
全球 UCO 产量（万吨）	600	720.0	828.0	910.8	956.3	1004.2
我国 UCO 产量（万吨）	450	540	621	683.1	717.3	753.1
占全球比重*	75%	75%	75%	75%	75%	75%
UCO 回收量增速*	-	20%	15%	10%	5%	5%
UCO-SAF 转化率*	75%	75%	75%	75%	75%	75%
可制取 SAF 数量（万吨）	450.0	540.0	621.0	683.1	717.3	753.1

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

欧洲 SAF 缺口（万吨）	313.0	130.0	-745.0	-1639.9	-2062.7	-4029.9

资料来源：S&P Global，韦伯咨询，ReFuelEU，国投证券证券研究所测算；“”注释为假设数据*

2.2.5. 公司已于海外能源巨头合作，切入废轮胎裂解油制取 SAF 全供应链

废轮胎裂解油制 SAF 的商业化路径日益清晰，海外项目已逐步由技术验证迈向规模化建设。海外以英国 Wastefront 为代表，公司已获得国际航空集团 IAG 战略投资，并在英国桑德兰建设投资额超过 1 亿英镑的废轮胎制燃料项目，计划采用热裂解技术将废轮胎转化为裂解油，并进一步将其炼化，生产 SAF 等燃料，由此形成“废轮胎热裂解-裂解油生产-油品提质-SAF 生产”的完整技术路径。当前，该项目已取得建设许可并启动建设，在原料端与英国废轮胎出口商 Gateway Resources 签订十年期废轮胎供应协议，为桑德兰项目锁定长期废轮胎来源；在这一基础上，桑德兰项目计划于 2026 年完成轮胎裂解油制 SAF 的技术认证，于 2027 年实现商业化运营，并于 2030 年运营四座大型工厂、每年产出 90000 吨 SAF。随着航空公司直接参与投资、上游原料锁定以及下游炼化和销售渠道的逐步完善，废轮胎裂解制取 SAF 原料油路线已在海外获得完整商业闭环验证，具备从原料获取到终端消纳的产业化基础。

公司加速研究拓展裂解油项下的掺配新路径，海外项目有望率先实现突破。2026 年 7 月，公司与全球能源巨头正式签署“工业连续化废塑料热裂解生产线”销售合同，配合客户升级其一处大型炼油厂进，产线升级后将具备从裂解油到加氢精制 SAF 的完整产能。随着海外诸多项目陆续生产，裂解油有望在全球范围内成为制取 SAF 的重要原料选择之一，公司作为裂解设备龙头有望凭借多年海外积淀实现产业链扩展。

3. 技术夯实竞争壁垒，双业务与双市场打开成长空间

3.1. 核心连续化设备技术优势领先，应用范围场景广泛

核心裂解技术持续迭代，构筑跨场景复制的底层壁垒。公司围绕热裂解的关键环节，形成涵盖物料连续输送、均匀受热、动态密封、防结焦与防聚合等环节的系统化技术体系，重点解决传统裂解工艺难以长期连续运行等产业化难题，经多年自主研发与创新已开发热分散、热气密、防聚合等共八项核心技术，多项核心技术保持行业领先地位。同时，依托技术能力，公司在业内率先实现工业连续化生产，将装备广泛应用于废轮胎、废塑料、油泥、焦油渣、矿还原、医疗废弃物、生物质等多领域有机固废危废处理领域。从成果角度来看，截至 2025 年末公司累计获得授权专利 134 项，其中发明专利 66 项，技术积累深厚，推动多产品、多场景布局。

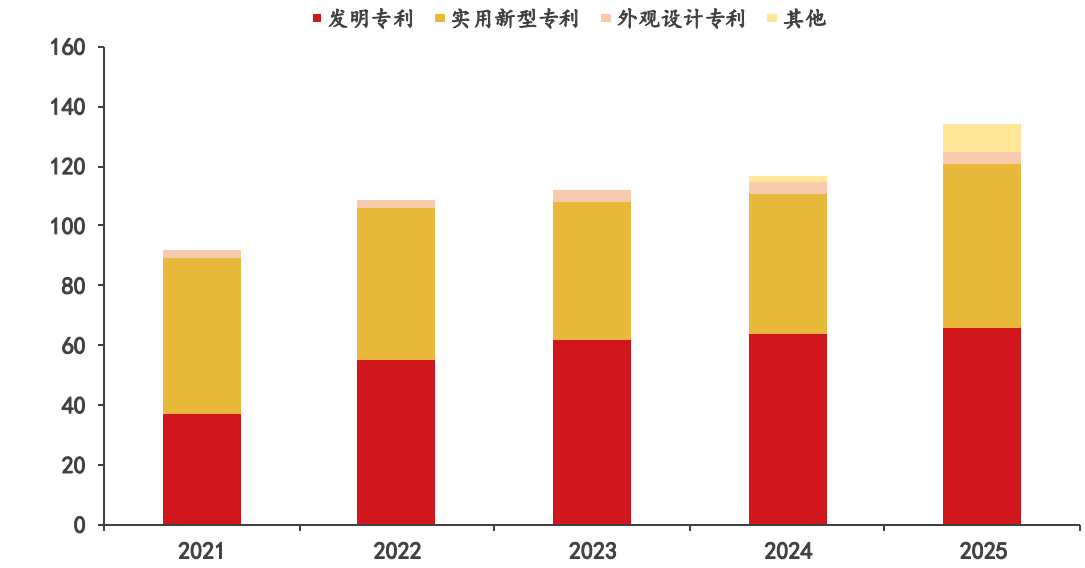
表9：公司核心技术简介

核心技术名称	核心技术简介	技术来源	创新方式
热分散技术	通过多项专利技术和专有技术等特殊设计，完成物料动态均匀受热和快速裂解，实现了生产线长时期稳定运行。	自主研发	原始创新
热气密技术	采用工艺+结构+物料相结合的专有密封技术，实现了生产线连续进出料下的稳定动态密封。	自主研发	原始创新
防聚合技术	运用气液混流工艺，降低了聚合反应的几率，提高了油收率，保证了生产线的长期稳定运行。	自主研发	原始创新
裂解关键要素最优匹配技术	各要素的完整匹配及最优结合，是裂解完成的核心。	自主研发	原始创新
低温催化裂解技术	降低裂解反应活化能、缩短裂解反应时间，节约能源、增加裂解效率。根据物料不同或目标产品不同，可选择性使用。	自主研发	原始创新
组合式烟气净化技术	采用急冷/专用脱硝/脱硫/吸附相结合的工艺，保证所排放烟气中污染物指标符合标准要求。	自主研发	原始创新
全密闭技术	固体产物在密闭设备及管路中输送，在可能出现粉尘泄漏的部位配有微负压收尘装置，确保无粉尘泄漏。物料的裂解裂化、油气收集及不凝可燃气输送全部是在密闭设备及管路中完成，避免泄漏的出现。	自主研发	原始创新
专有控制技术	结合仪表、电气、自控等技术，保证工艺参数的稳定，是生产线连续稳定运行的重要保证。	自主研发	原始创新

资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图23. 公司知识产权情况



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

国内荣誉与国际认证双重背书，验证技术先进性与全球适用能力。公司连续化热裂解技术较早获得国家层面认可，“工业连续化废橡胶废塑料低温裂解资源化利用成套技术及装备”于 2011 年获得国家科学技术进步奖二等奖；此后，公司相关产品先后获得国家重点新产品、国内首台（套）技术装备等认定，并于 2024 年认定为国家专精特新“小巨人”企业；2025 年，公司“有机固体废弃物热裂解资源化处置关键技术及装备”进一步入选《国家工业资源综合利用先进适用工艺技术设备目录（2025 年版）》，其技术认可已由早期工艺创新延伸至规模化应用与资源高值利用。针对海外市场，公司技术及成套装备已取得包括欧盟 CE、德国 TÜV、欧盟 ATEX 防爆认证以及 ISCC 国际可持续发展与碳认证在内的七项国际认证，分别从设备安全、质量可靠性、防爆性能及再生产品可持续性等维度形成验证，为公司进入海外高标准市场奠定坚实基础。

国内市场是公司技术验证、项目交付和产业经验积累的重要基础。公司热裂解装备已在新疆、山东、河南、湖南、湖北、浙江、江苏、广东等多个地区实现项目落地，应用场景覆盖废轮胎、废塑料、污油泥等领域。国内不同项目在原料成分、处理规模、环保标准及运行环境方面存在差异，为公司验证设备连续运行能力、优化关键工艺参数并积累安装调试和运营管理经验提供了多样化场景。例如，新疆克拉玛依含油污泥项目验证了公司装备在大型复杂项目中的连续处置及工程交付能力；合晟环保废轮胎项目、恩施油基岩屑和浙江油漆渣 BOO 项目，则进一步推动公司由设备交付向实际生产运营延伸。通过在国内市场持续完成不同物料和工况下的技术验证，公司能够将项目经验沉淀为相对成熟的设计、交付、运营流程，为后续项目复制降低实施风险。

海外市场凭借工程经验及交付能力实现动成熟解决方案复制。公司热裂解装备已出口至德国、英国、丹麦、巴西、匈牙利、土耳其、韩国、爱沙尼亚、伊拉克、印度及泰国等国家和地区，海外项目覆盖废轮胎和废塑料等多种原料及不同下游利用路径。随着已有项目稳定运行，公司逐步形成以示范案例获取新客户、以交付质量推动存量客户复购的市场拓展路径；2025 年，公司再次获得欧洲战略客户重大订单，全年新签高端装备销售合同总额达到 4.6 亿元、同比增长超过 80%，公司海外拓展向客户复购与区域辐射升级。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

表10：公司海外项目案例

国家/客户	项目	介绍
德国	废轮胎热裂解项目	公司装备在环保性能、技术指标及运行能力等方面能够适应欧盟和德国相关要求，为后续进入欧洲市场形成示范。
匈牙利	废轮胎热裂解项目	项目为欧盟资助工程，并一次性取得欧盟授权机构检测认证，体现公司技术装备的合规性和工程交付能力。
丹麦	废塑料项目	该项目是全球化工巨头巴斯夫投资的万吨级废塑料化学循环项目，标志着恒誉环保废塑料热裂解技术及成套装备，达到了世界先进水平。
韩国	废塑料项目	原材料来自生活垃圾中分选的废塑料制品，经热裂解处理后转化为高品质的化工原料，用于生产与现有原料相同品质的再生塑料，实现了化学循环闭环。
泰国	废塑料热裂解及油品深加工项目	废塑料通过恒誉环保连续化热裂解技术及成套装备处置，得到裂解油，再经过油品深加工后获得的汽柴油馏分，可以作为燃料使用，也可以用作化学循环。目前该项目已运行超过10年，依然运行良好。
越南	废塑料项目	该项目主要处理工业生产中的塑料垃圾，处理后获得的裂解油作为原料用于塑料化学循环；已成为东南亚地区大型连续化废塑料热裂解的标杆项目。
欧洲某长期客户	废轮胎热裂解生产线	2025年10月签订1400万美元合同，为双方第四次合作；客户复购验证公司设备可靠性及持续服务能力。
全球能源巨头	工业连续化废塑料热裂解生产线	公司与能源巨头长期合作正式启动，逐步切入SAF产业链。

资料来源：公司官网，公司公告，招股书，国投证券证券研究所

3.2. 设备+运营双轮驱动蓄势待发，公司把握核心环节

设备业务是公司技术能力商业化的主要载体。公司主要向客户提供工业连续化热裂解成套生产线，根据废弃物种类、处理规模及产物要求进行定制化设计，产品覆盖固废热裂解、危废热裂解及资源综合利用三个场景。其中，在生产环节，公司采用“以销定产、以产定购”的模式，核心部件由公司自主生产，一般性部件在公司提供技术标准及制造图纸的基础上委托外协，并由公司负责关键节点质量控制、整线组装、安装指导和运行调试。通过上述模式，公司将自主研发的连续化热裂解技术转化为可稳定运行的工业产品。

服务范围向项目运营延伸，由设备交付升级为全生命周期价值参与。在设备销售基础上，公司逐步通过自主产业项目和BOO运营服务介入生产线投产后的长期运营环节，其中自主产业项目主要通过控股或参股项目公司的方式开展，公司统筹上游废弃物采购、中游热裂解处置以及下游裂解产物提质和销售，由一次性设备收益进一步延伸至资源化产品销售及项目运营收益；BOO模式下，公司负责设备投放、生产线建设及日常运营管理，合作方依托本地资源优势提供废弃物原料及下游销售渠道，公司则按照长期协议收取运营服务费。

公司于2024年收购山东合晟环保，正式落地首个自主产业运营项目。2025年，合晟环保实现首个完整年度并表，项目运营与公司技术研发、装备制造及下游市场资源的协同效应逐步显现，“销售+运营”模式一方面延伸公司在产业链中的价值获取范围，作为设备性能释放案例以降低客户技术验证成本的同时有助于平滑订单周期波动引发的利润表波动；另一方面，运营项目可积累不同原料条件下的能耗、收率、产品品质及设备运行数据，持续反哺工艺优化和装备迭代，最终形成“装备输出-项目运营-数据反馈-技术升级-新增订单”的业务闭环。

2026年3月，公司公告拟投资2.2亿元用于合晟环保10万吨/年轮胎热裂解资源化综合利用项目扩产，项目建成达产后，合晟环保轮胎处置总产能将从6万吨提升至16万吨。合晟环保热裂解资源化综合利用项目产物主要包括裂解油、炭黑、钢丝、可燃气等，根据我们的测算，项目扩产后合晟环保业务体量有望实现有效提升。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

表11：合晟环保扩产后项目收入测算

	2025E	2026E	2027E	2028E
股权比例	55%	55%	55%	55%
营业收入（亿元）	1.11	1.66	3.54	4.42
产能（万吨）	6	6	16	16
产物（万吨）				
裂解油（假设占比43%）*	2.58	2.58	6.88	6.88
炭黑（假设占比35%）*	2.1	2.1	5.6	5.6
钢丝（假设占比10%）*	0.6	0.6	1.6	1.6
可燃气（假设占比12%）*	0.72	0.72	1.92	1.92
产物售价（元/吨）*				
裂解油	4000	4000	4000	4000
炭黑	800	2500	2500	2500
钢丝	1700	1700	1700	1700
一吨废轮胎裂解产物售价（元）	2170	2765	2765	2765

资料来源：公司公告，炭黑产业网，国投证券证券研究所测算；注：2025年除营业收入之外，其余数据系测算数据，炭黑售价明显提升系公司2025年底将炭黑产线升级为深加工炭黑，产品附加值提升；假设2027年产能利用率80%；“”系结合实际情况假设数据*

3.3.持续扩展更大体量场景应用，污油泥+钛铁矿项目蓄势待发

在废轮胎领域完成“设备销售+项目运营”商业模式的同时，公司依托既有技术与项目运营能力向污油泥、矿产资源综合利用等更多大体量场景拓展，推动成熟技术与商业模式由单一场景向多领域复制。

3.3.1.油气产业持续产生刚性需求，连续化热解技术打开规模化资源化空间

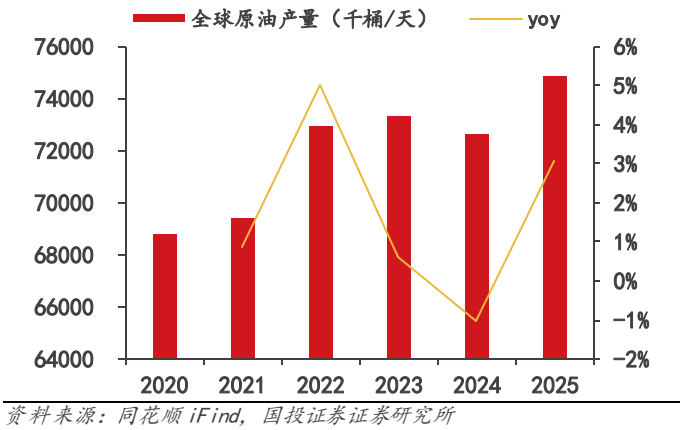
国内污油泥处置市场规模超1000亿元，且新增需求稳定。含油污泥贯穿原油开采、集输、储运及炼化全过程，兼具危废强制处置与油品资源回收双重属性，油气产业长期运行决定其具备持续、刚性的处理需求。当前油气开采与炼化活动规模较大，全球原油产量整体保持高位，2020-2025年由68837.09千桶/日提升至74852.88千桶/日；我国原油生产量/原油加工量也同步增长，分别由2020年的19476.86/67440.80万吨提升至2025年的21608.66/73758.84万吨，油田开采与炼化活动均持续扩张，为污油泥处置与资源化利用市场提供长期稳定的需求支撑与新增来源。在这一基础上，污油泥市场形成“大体量存量+稳定新增”的需求特征，目前全球污油泥存量超过10亿吨，2025年市场规模约480亿美元，预计2030年增至770亿美元；国内污油泥存量超过1.4亿吨，对应存量处置市场规模超过1000亿元，每年新增产生量在700万吨以上，对应新增处置市场规模60亿元以上，到2030年市场规模预计在百亿以上。

公司较早布局污油泥领域，其工业连续化污油泥热解生产线可同时实现油品回收与固体无害化，处理后固体产物矿物油含量可稳定控制在3‰以内、最低达到0.5‰以下。公司相关装备已在全国多地实现产业化应用，其中新疆克拉玛依项目是全球最大的单体工业连续化热解工程之一，年处置能力超百万吨，证明公司相关领域工程实力。

2026年5月，公司与大庆油普正式签约污油泥综合处置项目公司将推进大庆项目，鉴于当地原料供给充足、页岩油气产业持续发展、多类含油物料处理所需技术复杂等因素，该项目也预计具备较好的项目经济性。未来，在油气产业规模保持高位、油田绿色开发推进和危废高标准处置需求提升的背景下，污油泥有望成为公司在废轮胎之外具有较大市场容量和复制潜力的重要业务方向。

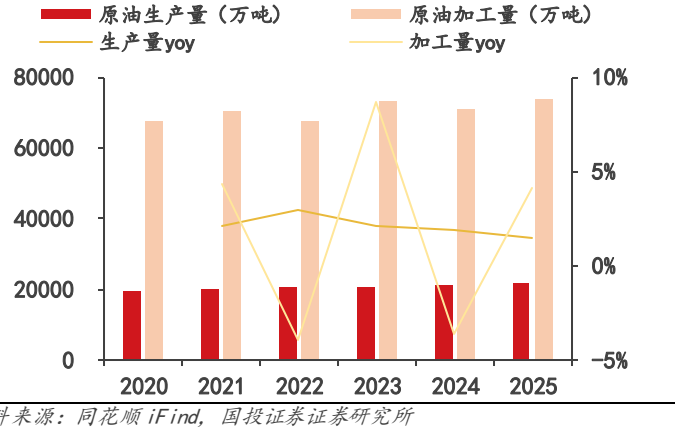
下载日志已记录，仅供内部参考

图24. 2020-2025 年全球原油产量变化趋势



资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

图25. 2020-2025 年我国原油生产量及加工量



资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

3.3.2. 钛铁尾矿资源规模庞大，高值化回收需求形成市场

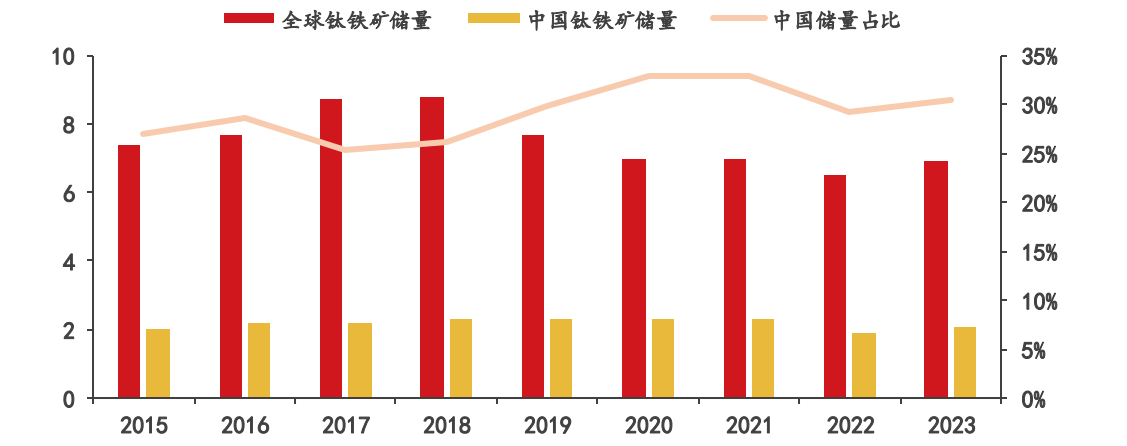
我国尾矿资源丰富，二次回收与再富集需求大。钛兼具强度高、耐腐蚀、耐高温等性能，广泛应用于航空航天、石油、化工、海洋工程、生物医疗等领域，是高端制造领域重要金属材料，随着高端制造产业发展其资源保障和高效利用的重要性持续提升；其中，钛铁矿是全球钛资源最重要的赋存形式。

从资源储量看，全球钛铁矿资源基础稳定，针对历史统计 2015-2023 年全球钛铁矿储量基本维持在 6.5-8.8 亿吨间，同期我国钛铁矿储量长期保持在 1.9-2.3 亿吨左右，占全球储量比重约 25%-33%，在全球钛资源体系中占据重要地位；然而，资源禀赋并不等同于高资源利用效率，我国钛资源具有低品位、复杂共伴生等特征，增加了有价组分分选与回收难度，传统选矿后仍有部分钛、铁等有价组分残留于尾矿，由此形成较大的二次回收和再富集需求。

尾矿产生方面，全球钛铁尾矿年产生量约 1.35 亿吨，2025 年相关市场价值规模约 200 亿美元，预计 2030 年进一步增长至约 300 亿美元；而国内具备经济回收价值的钛铁尾矿存量超过 3.5 亿吨，每年新增约 4000 万吨，存量资源再开发叠加新增尾矿持续产生，为处置装备提供广阔的潜在市场。

公司尾矿回收技术落地形成新增长支点。公司已将长期积累的连续化热处理技术进一步延伸至金属矿资源利用领域，通过裂解还原过程将金属矿中部分难分离物质转化为易分离物质，再结合后续分选实现钛、铁等有价组分进一步富集。公司已将工业连续化金属矿还原生产线列为新的应用场景，并于 2025 年与山东域潇锆钛矿业股份有限公司签约年处理 30 万吨尾矿制备高端富钛材料示范项目，标志着核心技术由有机固废进一步向矿产资源综合利用延伸。未来，随着该示范项目稳定运行并形成标准化方案，公司有望沿用相似商业模式向攀西、承德等资源集聚区域复制，验证公司核心技术向更广泛工业资源综合利用领域迁移的能力，将成为新的公司业务增长点。

图26. 全球及中国钛铁矿储量（亿吨）



注：USGS 自 2025 年版起对多国钛铁矿储量进行较大幅度修订，因此 2024 年后数据与历史口径可比性有限
资料来源：同花顺 iFind，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测核心假设

1） **裂解生产线业务：**公司 2025 年新签设备销售订单 4.6 亿元，结合公司设备交付周期和在手订单，我们预计这部分订单将于 2026 年集中释放，叠加近期公司进一步与海外能源巨头签署裂解产线设备订单，以及全球范围内废弃物热裂解项目持续增加，我们认为公司有望凭借多年设备优势持续获得海外设备销售；我们预计公司 2026-2028E 裂解生产线业务收入分别为 5.18/10.36/15.54 亿元，增速为 200%/100%/50%；毛利率为 48%/50%/52%；

2） **运营项目与服务：**公司 3 月公告控股子公司合晟环保热裂解资源化项目将扩产 10 万吨，项目达产后产能为 16 万吨，叠加 30 万吨尾矿制备高端富钛材料示范项目等运营项目投产，公司运营业务未来几年有望迎来高增，我们预计公司 2026-2028E 运营业务收入分别为 1.66/5.31/15.93 亿元，增速为 38.59%/220%/200%；毛利率为 15%/16%/18%。

3） **综上，受益于裂解设备订单景气度提升，运营业务高速增长，我们预计公司 2026-2028E 实现营业收入 6.87/15.7/31.5 亿元，增速为 132.59%、128.53%、100.62%；综合毛利率为 40.09%/38.53%/34.82%。**

表12：公司分业务盈利预测

		2025	2026E	2027E	2028E
裂解生产线	收入（亿元）	1.73	5.18	10.36	15.54
	yoy	44.67%	200.00%	100.00%	50.00%
	毛利润（亿元）	0.79	2.49	5.18	8.08
	毛利率	45.53%	48.00%	50.00%	52.00%
运营项目与服务	收入（亿元）	1.20	1.66	5.31	15.93
	yoy	246.07%	38.59%	220.00%	200.00%
	毛利润（亿元）	0.12	0.25	0.85	2.87
	毛利率	10.23%	15.00%	16.00%	18.00%
其他	收入（亿元）	0.03	0.03	0.03	0.04
	yoy	205.94%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利润（亿元）	0.02	0.02	0.02	0.02
	毛利率	61.65%	42.00%	44.00%	46.00%
合计	收入（亿元）	2.95	6.87	15.70	31.50
	yoy	90.67%	132.59%	128.53%	100.62%
	毛利润（亿元）	0.93	2.75	6.05	10.97
	毛利率	31.39%	40.09%	38.53%	34.82%

资料来源：同花顺 iFind，公司年报，国投证券证券研究所

4.2. 可比公司估值

鉴于公司当前以废弃有机物裂解设备和运营业务为主的业务结构，我们选取惠城环保（主业为废催化剂资源利用）、山高环能（主业为有机餐厨固废领域的无害化处理与废弃油脂资源化利用）、朗坤科技（主业为生物质资源再生）作为可比公司。可比公司 2026 年平均 PE 为 69 倍，考虑到公司热裂解设备业务在国内外优势突出，海外订单释放在即，运营项目陆续投产，业绩有望迎来快速增长。我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 1.57 亿、2.92 亿、6.04 亿，增速分别为 369.4%、86.3%、106.6%，给予 2027 年 25 倍 PE，对应目标价 92.1 元，首次覆盖给予公司买入-A 的投资评级。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

表13：可比公司估值水平（截止日期2026年8月7日）

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	EPS（元）			PE			股价（元）
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
300779.SZ	惠城环保	222.24	0.00	0.00	0.00	-	-	-	74.75
000803.SZ	山高环能	33.06	0.32	0.52	0.69	103.87	63.58	47.69	7.09
301305.SZ	朗坤科技	54.95	1.57	1.97	2.50	34.93	27.89	21.98	22.71
平均值						69.40	45.74	34.83	-
688309.SH	恒誉环保	55.61	1.98	3.68	7.61	32.53	17.46	8.45	70.04

资料来源：同花顺iFind，国投证券证券研究所

注：以2026年8月7日收盘价为基准；可比公司均值剔除惠城环保，归母净利润预测除恒誉环保为国投证券证券研究所预测外，其余均采取同花顺iFind一致预期。

5. 风险提示

（1）**项目进度不及预期风险：**公司正处于“设备销售+项目运营”双轮驱动的战略扩张期，多个重大项目同步推进，若运营项目存在变更、经营、市场、财务和项目进程及效益不达预期风险，可能会对公司未来几年收入利润造成影响；

（2）**订单交付不及预期风险：**公司热裂解设备定制化程度高，客户集中在海外，订单交付需经历发货、安装、调试等周期，若订单交付节奏未能如预期推进，可能会影响公司业绩释放节奏；

（3）**政策推进不及预期风险：**公司主业热裂解设备应用领域与环保行业内资源化、无害化政策密切相关，若国内外资源化政策推进放缓或有变更，可能会导致公司后续业务增长动力受限；

（4）**国际贸易政策风险：**公司境外客户占比较高，在国际贸易中若出现技术标准改变、关税政策波动等因素，可能会影响公司境外业务拓展；

（5）**盈利预测及假设不及预期风险：**盈利预测基于当前公司业务规划、市场价格等测算，若实际业务拓展与预期不符，市场价格出现波动，可能会出现盈利预测不及预期情况；

（6）**测算误差风险：**正文中测算基于公开数据合理假设，若与公司实际情况有所出入可能会导致测算存在一定误差。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	155	295	687	1,570	3,150
减:营业成本	91	203	412	965	2,053
营业税费	3	5	11	28	54
销售费用	9	13	16	53	107
管理费用	23	28	34	124	141
研发费用	10	15	26	65	96
财务费用	-2	-1	-2	-2	-2
加:资产/信用减值损失	-14	-6	5	-5	2
公允价值变动收益	0	0	-19	-1	-11
投资和汇兑收益	1	1	2	1	1
营业利润	19	41	177	333	693
加:营业外净收支	0	0	0	0	0
利润总额	20	41	178	333	693
减:所得税	2	6	18	33	69
净利润	17	33	157	292	604

资产负债表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	211	294	72	126	252
交易性金融资产	96	50	31	29	18
应收帐款	33	48	352	420	997
应收票据	9	3	125	120	279
预付帐款	3	19	21	69	136
存货	53	42	264	443	891
其他流动资产	61	88	69	73	77
可供出售金融资产	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0
长期股权投资	15	14	14	14	14
投资性房地产	15	4	4	4	4
固定资产	292	289	419	589	670
在建工程	26	47	31	46	29
无形资产	33	51	58	67	78
其他非流动资产	68	69	66	67	67
资产总额	916	1,019	1,527	2,066	3,512
短期债务	0	0	0	54	117
应付帐款	83	93	526	807	1,761
应付票据	6	0	18	33	55
其他流动负债	69	104	84	89	113
长期借款	0	12	0	0	0
其他非流动负债	8	10	8	9	9
负债总额	167	218	636	992	2,055
少数股东权益	11	32	35	42	62
股本	80	79	79	79	79
留存收益	664	683	777	953	1,315
股东权益	749	801	891	1,074	1,456

现金流量表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	18	35	157	292	604
加:折旧和摊销	17	22	34	50	60
资产减值准备	10	3	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	-19	-1	-11
财务费用	0	4	-2	-2	-2
投资收益	1	-1	-2	-1	-1
少数股东损益	0	2	3	7	20
营运资金的变动	91	-49	-199	9	-256
经营活动产生现金流量	105	10	-28	354	414
投资活动产生现金流量	-25	-4	-115	-240	-111
融资活动产生现金流量	-8	9	-79	-61	-176

财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	-5.5%	90.7%	132.6%	128.5%	100.6%
营业利润增长率	-2.2%	115.7%	329.2%	87.7%	108.1%
净利润增长率	-4.0%	91.9%	369.4%	86.3%	106.6%
EBITDA 增长率	-77.8%	127.3%	336.7%	82.0%	97.2%
EBIT 增长率	-93.6%	401.7%	573.1%	88.9%	108.8%
NOPLAT 增长率	-2.0%	126.5%	365.2%	88.9%	108.8%
投资资本增长率	-1.4%	10.0%	78.2%	24.9%	36.0%
净资产增长率	3.2%	6.9%	11.3%	20.5%	35.6%
利润率					
毛利率	41.2%	31.4%	40.1%	38.5%	34.8%
营业利润率	12.4%	14.0%	25.8%	21.2%	22.0%
净利润率	11.2%	11.3%	22.8%	18.6%	19.2%
EBITDA/营业收入	13.6%	16.2%	30.4%	24.2%	23.8%
EBIT/营业收入	3.3%	8.8%	25.5%	21.1%	21.9%
运营效率					
固定资产周转天数	606	354	186	116	72
流动营业资本周转天数	81	3	55	46	37
流动资产周转天数	1,104	616	388	254	225
应收帐款周转天数	111	49	105	88	81
存货周转天数	104	58	80	81	76
总资产周转天数	2,054	1,179	667	412	319
投资资本周转天数	879	480	301	190	124
投资回报率					
ROE	2.4%	4.3%	18.3%	28.3%	43.3%
ROA	1.9%	3.5%	10.5%	14.5%	17.8%
ROIC	3.9%	9.0%	38.2%	40.5%	67.6%
费用率					
销售费用率	5.8%	4.5%	2.3%	3.4%	3.4%
管理费用率	15.1%	9.6%	4.9%	7.9%	4.5%
研发费用率	6.6%	5.1%	3.9%	4.2%	3.1%
财务费用率	-1.6%	-0.5%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
四费/营业收入	25.9%	18.7%	10.8%	15.3%	10.9%
偿债能力					
资产负债率	18.2%	21.4%	41.6%	48.0%	58.5%
负债权益比	22.2%	27.2%	71.3%	92.3%	141.2%
流动比率	2.95	2.77	1.49	1.30	1.30
速动比率	2.61	2.55	1.07	0.85	0.86
利息保障倍数	-2.14	-18.41	-79.73	-164.52	-368.67
分红指标					
DPS(元)	0.09	0.17	0.79	1.47	3.04
分红比率	40.1%	40.4%	40.0%	40.0%	40.0%
股息收益率	0.1%	0.2%	1.1%	2.1%	4.3%

业绩和估值指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	0.22	0.42	1.98	3.68	7.61
BVPS(元)	9.29	9.69	10.79	13.00	17.56
PE(X)	319.2	166.3	35.4	19.0	9.2
PB(X)	7.5	7.2	6.5	5.4	4.0
P/FCF	236.4	725.1	-31.3	34.1	16.5
P/S	35.9	18.8	8.1	3.5	1.8
EV/EBITDA	30.1	32.6	26.0	14.3	7.2
CAGR(%)	157.8%	160.6%	106.5%	157.8%	160.6%
PEG	2.0	1.0	0.3	0.1	0.1
ROIC/WACC	0.4	0.9	3.6	3.9	6.4
REP	4.5	4.4	2.0	1.5	0.7

资料来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

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；

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。

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。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

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