仅供内部参考，请勿外传

财通证券 CAITONG SECURITIES

资源循环增动能，进军上游拓新篇

高能环境（603588）

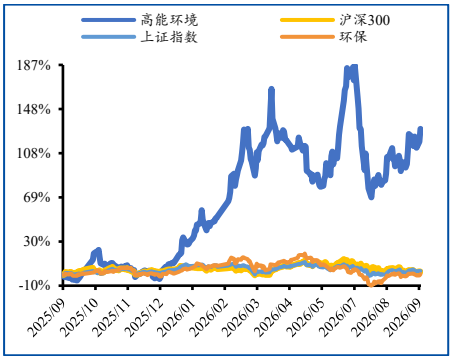
证券研究报告

环保 / 公司深度研究报告 / 2026.09.09

投资评级:买入（首次）

基本数据	2026-09-08
收盘价（元）	15.86
流通股本（亿股）	15.23
每股净资产（元）	6.84
总股本（亿股）	15.23

最近 12 月市场表现



分析师 严家源
SAC 证书编号：S0160525110004
yanjy@ctsec.com

相关报告

核心观点

- **资源转型，业绩跃升：**2025 年公司实现营收 147.32 亿元、归母净利润 8.38 亿元，同比增长 1.60%和 73.94%；2026H1 营收 103.19 亿元、归母净利润 10.22 亿元，同比增长 54.02%和 103.37%，其中，资源化业务收入占比 87.55%，毛利占比 62.19%，成为公司增长核心。
- **运营固本，出海破局：**公司垃圾焚烧发电项目运营效率行业领先，2021-2026H1 板块毛利率稳定在 40%以上。2025 年公司拓展“热电一体化”业务并部署 AI 燃烧优化系统，吨垃圾发电量提升 4.1%，全年供热量接近 60 万吨。此外，公司前后中标泰国和印尼项目，东南亚市场有望贡献新增量。
- **多金属共振，量利齐升：**公司已形成覆盖铜、金、银及铂族金属等 14 种金属回收体系，目前核心项目基本投产完毕，产能爬坡及工艺优化加快兑现。2026H1 江西鑫科、金昌高能净利润分别为 4.21 亿元和 2.62 亿元，同比增长 902.4%和 151.3%。同时，资源安全需求提升叠加多金属价格中枢上行，有望进一步释放盈利弹性。
- **向上寻矿，赴港拓局：**公司向上游拓展产业链，收购湖南“金腰带”四大金矿探矿权，有望与既有多金属深加工体系形成协同，增强原料保障能力。我们测算得到，当金价上涨 10%时，公司毛利润将增厚 3,760.07 万元，较 2025 年增长 1.35%。同时，公司筹划发行 H 股，募集资金拟投向资源化扩产、上游矿产开发及海外垃圾焚烧项目，有望拓宽国际融资渠道，并推动资源循环属性的价值重估。
- **投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 154.93/182.18/198.41 亿元，归母净利润 14.34/16.60/18.51 亿元，对应 PE 分别为 17/15/13 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 金属价格大幅波动；产能爬坡不及预期；金矿“探转采”审批滞后、采矿前景不及预期；H 股发行及海外经营具有不确定性。

盈利预测

币种（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14,500	14,732	15,493	18,218	19,841
收入增长率（%）	37.0	1.6	5.2	17.6	8.9
归母净利润（百万元）	482	838	1,434	1,660	1,851
净利润增长率（%）	-4.5	73.9	71.1	15.8	11.5
EPS（元）	0.32	0.55	0.94	1.09	1.21
PE	16.4	14.0	16.8	14.6	13.1
ROE（%）	5.3	8.7	13.3	13.7	13.6
PB	0.9	1.2	2.2	2.0	1.8

数据来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 09 月 08 日收盘价计算）

内容目录

1 环保运营稳基底，资源化迎量价齐升 5
1.1 环境修复起家，持续拓展资源化利用产业链 5
1.2 量价齐升，现金流与盈利迎拐点 6
1.3 环保运营行业领先，出海打造新增长 9
1.3.1 垃圾焚烧发电树立行业标杆，无害化处置牌照丰富 9
1.3.2 精细运营效益彰显，出海构筑成长新翼 10
2 政策拓边界，深加工闭环筑壁垒 11
2.1 “双碳”与资源安全共振，政策催生高景气 12
2.1.1 供需错配推升价格中枢，金属资源化赛道打开向上盈利空间 12
2.1.2 循环经济发展“十五五”规划拓宽资源化边界 13
2.2 全产业链深加工闭环与多金属协同构筑公司竞争壁垒 14
2.2.1 横纵双向拓展产业链，一体化布局实现回收利益最大化 15
2.2.2 跨区域收运网络+稀有牌照构筑竞争护城河 16
2.2.3 技改助力降本增效 17
3 金属涨价，产能释放驱动高增长 17
3.1 主金属赚“杠杆”，稀贵金属赚“纯利” 17
3.2 稀贵金属产能领跑，毛利率反超同行 20
3.3 子公司产能释放，资源化业务引领业绩增长 22
3.3.1 靖远高能：精铋产能全球领先，产品拓展至高附加值的三氧化二铋 22
3.3.2 江西鑫科：以含铜废料深加工为核心，规模效应逐步显现 24
3.3.3 金昌高能：铂族金属提纯技术突破，驱动资源化板块量质提升 25
3.4 整合上游矿产&赴港上市，打造新增长极 26
3.4.1 进军上游原生矿产勘探与开采，进一步完善金属深加工全产业链闭环 26
3.4.2 筹划 H 股上市，募资赋能拓新局 28
4 盈利预测与估值 28
4.1 盈利预测与业务拆分 29
4.1.1 固废危废资源化利用 29
4.1.2 环保运营服务 29
4.1.3 环保工程服务 30
4.1.4 费用假设 30
4.2 估值 31

5 风险提示 31

图表目录

图 1：公司发展历程 5
图 2：公司的业务覆盖固废危废资源化利用、环保运营服务和环保工程三大板块 6
图 3：公司股权结构（截至 2026H1） 6
图 4：2014 年以来公司营收持续扩张 7
图 5：2026H1 公司归母净利润超 10 亿元，同比+103.37% 7
图 6：2025 年-2026H1 年公司资源化板块营收占比超 80% 7
图 7：2025 年公司资源化板块毛利贡献超 60% 8
图 8：2026H1 公司资源化板块毛利率超 18% 8
图 9：公司管理费率和销售费率中枢显著下移 8
图 10：2018 年以来公司持续加强研发投入 8
图 11：2024 年公司经营性现金流转正 9
图 12：2024 年公司环保运营项目区位布局及产能分布情况 10
图 13：2025 年公司垃圾焚烧业务毛利率居行业前列 11
图 14：2025 年吨垃圾上网电量居行业前列 11
图 15：2025 年我国铜、镍、铅矿产储量占全球储量的比重 12
图 16：我国铜对外依存度较高 12
图 17：2024 年我国精炼铜消费量全球第一 12
图 18：公司资源化板块已实现前后全一体化布局 15
图 19：2024 年公司资源化项目区位布局及产能分布情况 17
图 20：2025 年公司主要金属产品销售收入营收占比过半 19
图 21：公司金属产品销售收入主要由铜、金、银和铂族金属支撑 19
图 22：2025 年高能环境、浙富控股与飞南资源化业务营收占比均超 80% 21
图 23：2025 年高能环境、浙富控股与飞南资源资源化业务毛利占比均超 60% 22
图 24：2025 年高能环境资源化业务毛利率首次超越浙富控股和飞南资源 22
图 25：2023 年以来靖远高能营收稳健增长 22
图 26：2023 以来靖远高能净利润增速维持在 10%以上 22
图 27：2021 年以来靖远高能净利润率基本维持在 8%以上 23
图 28：靖远高能精铋产能规模业内领先 23
图 29：我国铋主要应用于医药化工领域 23
图 30：2022 年以来全球铋消费量增速显著上升 24

图 31: 2024 年以来精铋价格中枢显著上移 24
图 32: 2026H1 江西鑫科营收同比+63.73% 25
图 33: 2026H1 江西鑫科净利润同比+902.42% 25
图 34: 2026H1 江西鑫科净利润率同比+8pct 25
图 35: 2026H1 金昌高能营收同比+112% 26
图 36: 2026H1 金昌高能净利润同比+151.33% 26
图 37: 2025 年金昌高能净利润及净利润率断层领先其余主要子公司 26
图 38: 公司取得的四个金矿探矿权对应的金矿开采条件优越 27

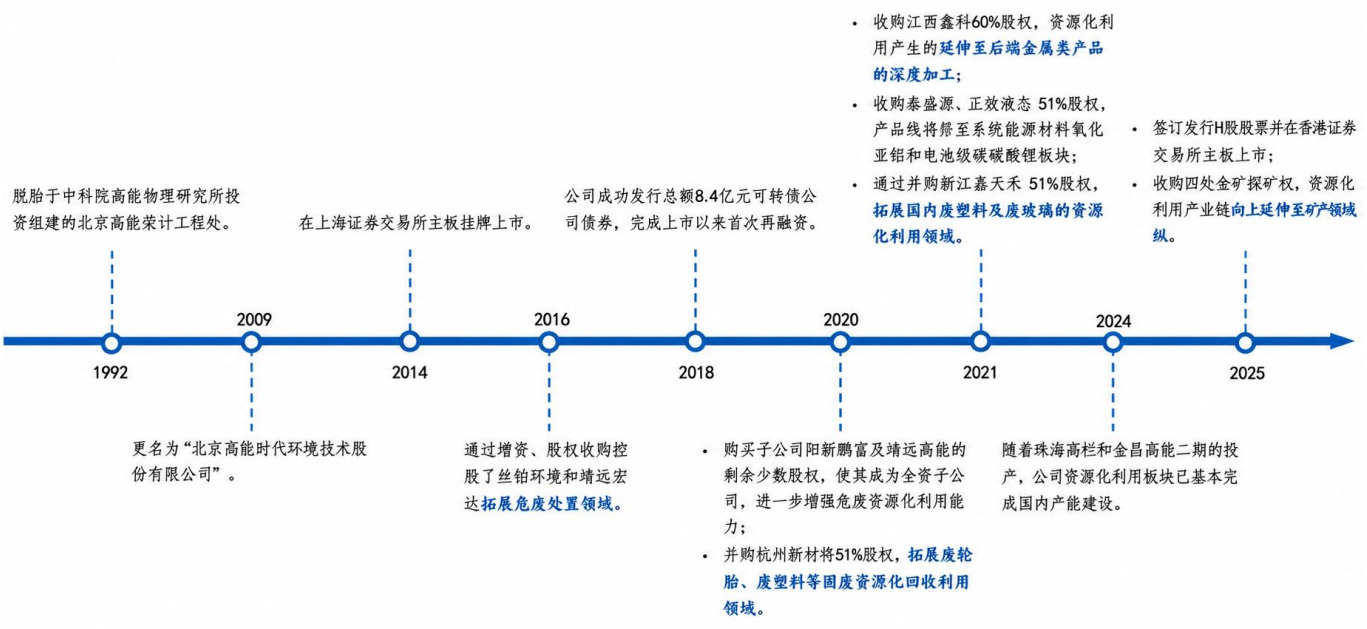
表 1: 2025 年公司固废无害化处置项目牌照持有情况 10
表 2: 2026 年全球铜矿资源分布情况 13
表 3: 再生金属节能减排效益显著 13
表 4: “十四五”以来资源化利用领域政策加速出台 14
表 5: 2025 年公司固废危废资源化利用项目牌照持有情况 16
表 6: 不同情境下金属价格上涨对电解铜和稀贵金属利润的影响 18
表 7: 电解铜及稀贵金属产品对金属价格变动的价格弹性 20
表 8: 2025 年高能环境在铅、铂族金属、铋、锑领域具备产量优势 21
表 9: 金矿找矿前景好 27
表 10: 公司营收和毛利对金价的敏感性分析 28
表 11: 募资投向紧扣产业链延伸与海外扩张 28
表 12: 2026-2028 年公司固废危废资源化利用板块盈利预测 29
表 13: 2026-2028 年公司环保运营服务板块盈利预测 30
表 14: 2026-2028 年公司环保工程服务板块盈利预测 30
表 15: 2026-2028 年公司费用预测 31
表 16: 2026-2028 年公司盈利预测 31
表 17: 可比公司估值 31

1 环保运营稳基底，资源化迎量价齐升

1.1 环境修复起家，持续拓展资源化利用产业链

公司以环境修复起家，通过投资并购持续发力资源化利用市场，开启“A+H”国际化新征程。公司于 1992 年 8 月成立，脱胎于中科院高能物理研究所投资组建的北京高能垫衬工程处，是国内最早专业从事固废污染防治技术研究、成果转化和提供系统解决方案的国家级高新技术企业之一；2014 年 12 月 29 日在上交所主板上市。在业务版图扩张方面，公司成立初期业务结构和收入构成以工程承包为主；2016 年通过增资、股权收购控股了新德环保和靖远宏达，全面进军危废处置领域；2021 年 11 月通过收购江西鑫科，将资源化利用产业链从前端固危废回收处理延伸至后端金属类产品的深度加工，通过并购多家公司将产业链延伸至深加工产品、新能源材料及医用废塑料与废玻璃资源化领域。2025 年 11 月，公司通过收购三家公司各 45.2%的股权，获得四个金矿探矿权，进一步延伸固废危废资源化利用产业链至上游矿业领域，同年 10 月，公司正式公告筹划发行 H 股并在香港联交所主板上市，有望深化公司海外业务布局。

图1: 公司发展历程



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司目前的业务发展战略呈现出重点发力资源化利用、深耕拓展环保运营业务、调整环保工程业务的特征。公司的资源化利用业务以金属资源化为主，兼顾再生塑料、再生橡胶等非金属资源化领域；环保运营服务板块以生活垃圾焚烧发电项目运营为主，兼顾固废危废无害化处置；环保工程板块聚焦于环境修复、固废填埋、水处理、有机垃圾治理等领域，服务对象以政府客户为主逐步转向大企业客户，业务模式由单一工程承包向“工程承包+运维服务”方向拓展。

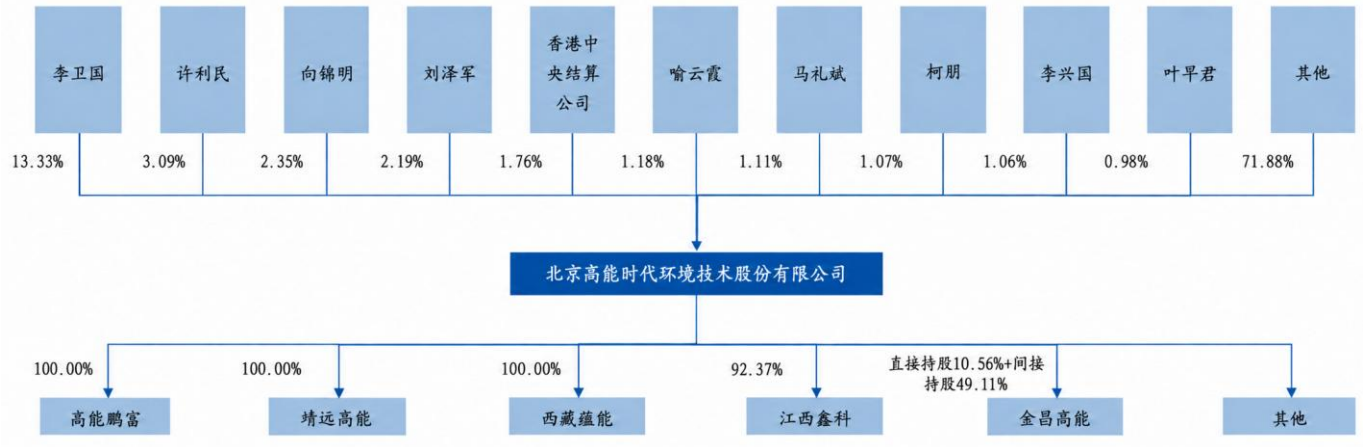
图2: 公司的业务覆盖固废危废资源化利用、环保运营服务和环保工程三大板块



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司的前十大股东中包括李卫国、许利民、向锦明三位东方雨虹系创始高管，其中，李卫国先生为公司的实际控制人，截至 2026 年 H1 持股比例为 13.33%，许利民和向锦明分别持股 3.09%和 2.35%。东方雨虹是国内防水材料市场龙头，其实际控制人也为李卫国先生，自成立 20 多年以来，经营稳健，核心管理层的经营能力得到市场的验证。子公司方面，公司全资控股高能鹏富、靖远高能，持有江西鑫科 92.37%股权，对金昌高能直接持股 10.56%，间接持股 49.11%。核心资源化业务主要通过上述子公司开展，公司对核心资源化资产控制力较强。

图3: 公司股权结构（截至 2026H1）



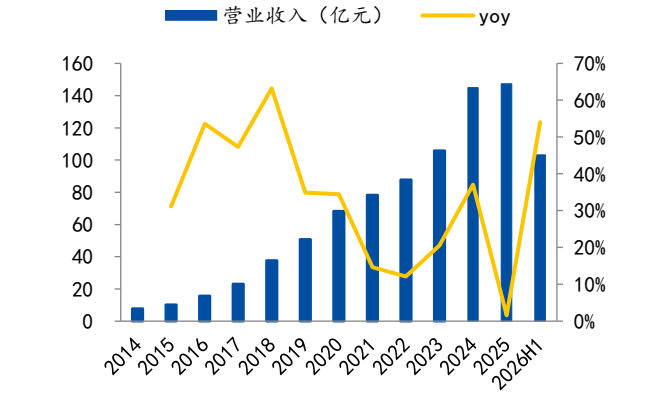
数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 量价齐升，现金流与盈利迎拐点

公司营收高速增长，“量价齐升”带动业绩反弹。公司在 2015-2021 年充分享受政策红利，营收与归母净利润 CAGR 分别达 40.48%和 37.73%。2022-2024 年，受高毛利工程业务收缩、江西鑫科等重资产项目投产初期的折旧压力及贵州宏发等子公司商誉减值拖累，公司经历盈利阵痛期，但项目密集投产维系了营收的扩张。2025 年，受上半年江西鑫科、靖远高能等阶段性的工艺优化和改造，相关工段阶

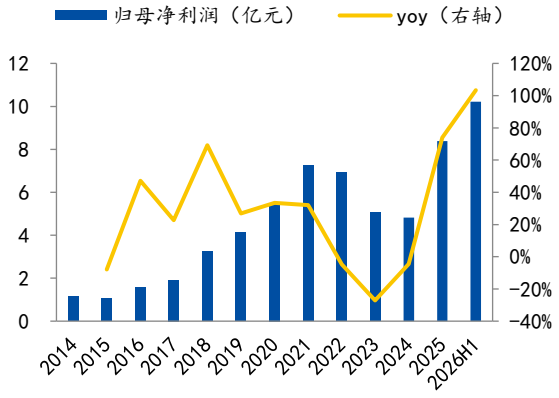
段性停产的影响，营收增速有所放缓，全年营收为 147.32 亿元，同比增长 1.60%；2026H1 营收增速回升至 54.02%，营收达到 103.19 亿元。随着经营调整以及工艺改造的完成，叠加珠海新虹与金昌高能产能释放与金属牛市共振，公司迎来业绩反弹，2025 年实现归母净利润 8.38 亿元，同比大幅增长 73.94%；2026H1 实现归母净利润 10.22 亿元，同比增长 103.37%，超过 2025 年全年盈利。

图4: 2014 年以来公司营收持续扩张



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

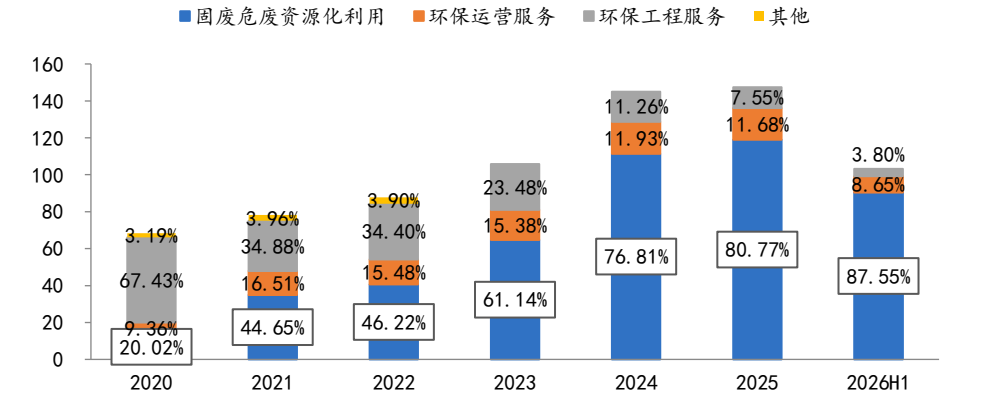
图5: 2026H1 公司归母净利润超 10 亿元，同比+103.37%



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

从营收结构来看，公司已全面完成由传统工程依赖向“资源化成长+运营筑底”的战略转型。昔日占据主导的传统高毛利环保工程业务已被战略性收缩，其营收占比从 2020 年的 67.43%大幅压降至 2025 年的 7.55%，有效出清了该板块带来的利润拖累；与此同时，固废危废资源化利用业务作为核心发力点迅速扩张，营收占比从 2020 年的 20.02%提升至 2025 年的 80.77%，2026 年上半年进一步提升至 87.55%，完成了业务重心的切换；而作为公司底盘的环保运营服务板块则表现稳健，2020-2026H1 营收占比维持在 10%左右，是公司业绩的“压舱石”。

图6: 2025 年-2026H1 年公司资源化板块营收占比超 80%

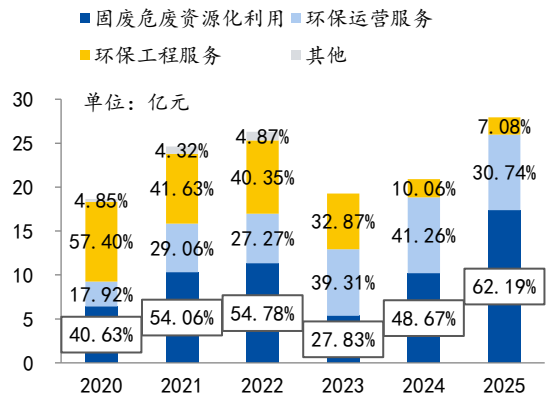


数据来源：公司公告，财通证券研究所

资源化利用成为盈利增长引擎，环保运营服务稳健运营。2025 年公司整体毛利率为 18.96%，同比增加 4.53pcts。其中，资源循环利用板块毛利率为 14.60%，同比增加 5.46pcts，毛利占比 62.19%，同比扩大 13.51pcts；环保服务运营实现毛利率 49.89%，同比减少 0.03pcts，毛利贡献占比 30.74%；环保工程服务实现毛利率 17.78%，毛利贡献占比 7.08%。2026 年上半年，得益于产能释放及工艺优化，资源化产品单位成本下降，同时金属资源价格上行，公司资源化产品盈利能力持续

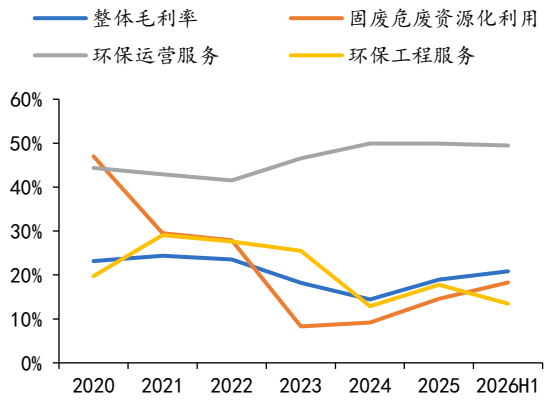
加强，资源化利用板块实现毛利率 18.30%，同比增长 4.89pct；环保运营服务毛利率保持相对稳定，实现毛利率 49.43%，同比减少 0.28pct；环保工程服务业务随着公司战略调整，专注于高品质的项目，盈利能力持续改善，实现毛利率 13.46%，同比提升 1.1pct。

图7: 2025 年公司资源化板块毛利贡献超 60%



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

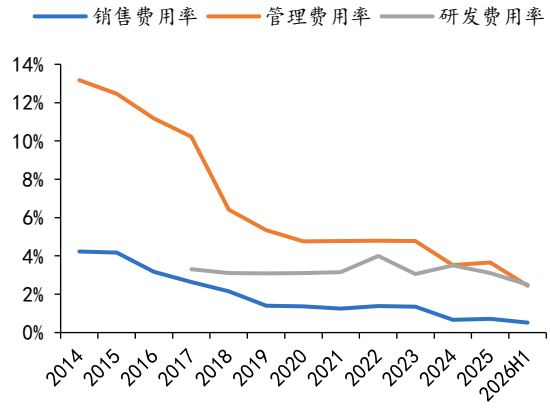
图8: 2026H1 公司资源化板块毛利率超 18%



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

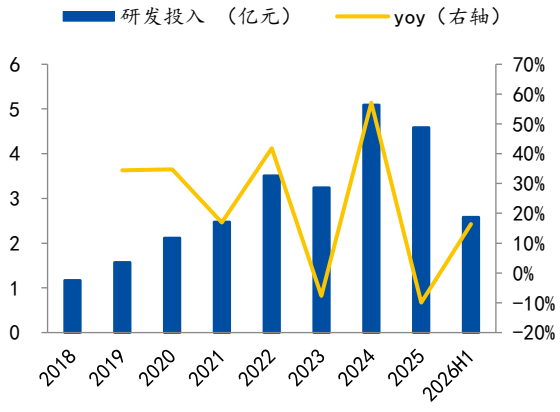
费用控制成效显著，研发投入持续增加。公司通过技术改造提升、优化内部管理等措施实现降本增效，销售费用率和管理费用率中现显著下移。2025 年公司销售费用率和管理费用率分别为 0.72%和 3.66%，分别较 2016 年下降 2.46pct 和 7.51pct。研发费用方面，受环保技术升级和资源化业务扩张的驱动，公司自 2018 年以来持续加强研发投入，研发费用率基本维持在 3%以上。2024 年由于资源化子公司产能释放与技改升级，公司研发投入同比增长 57.12%至 5.09 亿元；2025 年研发费用 4.59 亿元，研发费用率为 3.11%。公司在金属资源循环利用领域持续进行技术创新，对具有高附加值的贵金属尤其是铂族金属的分离提纯能力已跻身行业领先水平，有助于巩固行业技术优势。

图9: 公司管理费率和销售费率中枢显著下移



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

图10: 2018 年以来公司持续加强研发投入



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

经营性现金流持续改善，短期备货及资本开支形成阶段性扰动。2024 年，公司加强环保工程项目回款管理，同时资源循环利用板块产能逐步释放、存货周转加快，经营活动现金流量净额由负转正至 7.60 亿元。2025 年，受益于金属资源循环利用业务规模扩大、盈利能力提升及回款改善，公司经营活动现金流量净额进一步增至 11.73 亿元，同比增长 54.50%。2026H1，随着资源循环利用业务规模扩大，公

司加强原料储备，期末存货较 2025 年末增加 18.65 亿元，营运资金占用上升，经营活动现金流量净额阶段性转负至-6.07 亿元。展望后续，随着存货逐步转化为产品销售、重点项目释放产能，公司经营性现金流有望逐步修复。

图11: 2024 年公司经营性现金流转正



数据来源：iFinD，财通证券研究所

1.3 环保运营行业领先，出海打造新增长

1.3.1 垃圾焚烧发电树立行业标杆，无害化处置牌照丰富

公司环保运营服务板块以生活垃圾焚烧发电项目为主，兼顾固废危废无害化处置和有机垃圾处理。

生活垃圾焚烧发电：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。截止 2026H1，公司环保运营服务板块在手运营 13 个生活垃圾焚烧发电精品项目，合计日处理能力达到 11,800 吨/日，其中岳阳垃圾焚烧发电项目和濮阳高能项目被中国城市环境卫生协会评为“AAA 级生活垃圾焚烧厂”，达到国内最高运营水平。

图12: 2024 年公司环保运营项目区位布局及产能分布情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

固废危废无害化处置：是指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。截止 2025 年底，公司环保运营服务板块在手运营 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。

表1: 2025 年公司固废无害化处置项目牌照持有情况

子公司名称	是否已核准	处理规模	合计（万吨/年）
滕州高能	是	7.500 万吨/年	
宁波大地	是	4.680 万吨/年	16.18
乐山高能	是	4.000 万吨/年	
桂林高能	是	12.00 吨/日	/
贺州医废	是	10.00 吨/日	/

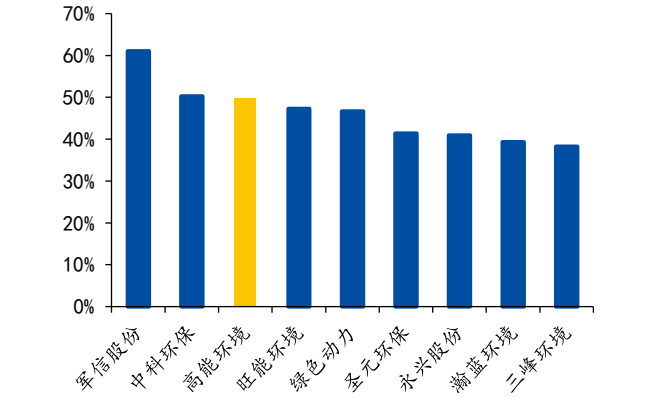
数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3.2 精细运营效益彰显，出海构筑成长新翼

公司垃圾焚烧发电项目运营效率持续提升，毛利率位居行业前列。公司在持续优化管理的同时维持了较高的盈利稳定性，2021-2026H1 环保运营服务板块毛利率始终稳定在 40%以上。在产能利用率方面，公司具备显著的行业领先优势：根据

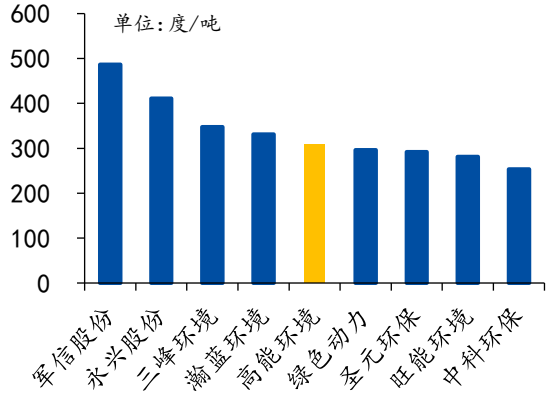
生态环境部公开数据，2024 年公司是近 1200 个项目中唯一实现全量项目 100%达到 8000 小时满负荷运行的企业，且旗下 11 个自建项目全年总停炉时间不足一月。2025 年，公司进一步深化精细化运营，通过“预防性维护+状态检修”双机制、拓展“热电一体化”业务及部署 AI 燃烧优化系统，吨垃圾发电量提升 4.1%，全年供热量接近 60 万吨；2026 年上半年，公司实现供热量近 40 万吨，量效齐升逻辑持续兑现。

图13: 2025 年公司垃圾焚烧业务毛利率居行业前列



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所
注：由于披露口径的差异，瀚蓝环境垃圾焚烧业务毛的利率用其固废处理业务（包括垃圾焚烧业务和工程与装备业务）的毛利率代替；永兴股份垃圾焚烧业务的毛利率用其项目运营业务（包括垃圾焚烧业务和生物质处理业务）的毛利率代替

图14: 2025 年吨垃圾上网电量居行业前列



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所
注：高能环境未披露 2024 年和 2025 年的上网电量，2025 年的上网电量由 2023 年发电-上网电量比率 83.03%计算得出

入选印尼环境友好型废物转化能源项目全球供应商名单，打开出海增量市场。印尼是全球人口第四大国，正面临严峻的垃圾治理挑战与能源转型压力，垃圾焚烧发电项目建设将成为同时解决环境治理与能源供应问题的战略突破口。印度尼西亚主权基金发起规模约 66-99 万亿印尼盾（约合人民币 28-43 亿元）的投资计划，拟在全国县市布局 33 个垃圾焚烧发电项目，并基于此遴选开发商企业作为潜在合作伙伴，纳入"基于环保技术的城市废弃物转化为可再生能源管理项目"潜在合作方的精选供应商名录。2025 年 11 月，公司成功入选供应商名单，获得海外官方资金对其投建营一体化综合实力的背书，这有助于提高公司在国际市场上的输出溢价。截至 2026H1，公司已联合印尼本土企业组建项目联合体，先后取得西冷都市圈（日处理 1161 吨）、棉兰都市圈（日处理 1700 吨）两座大型垃圾焚烧发电项目有条件授标函，待相关前置条件达成后，联合体将正式负责两大项目整体开发与长期运营。

中标泰国焚烧发电项目，海外布局取得突破性进展。2025 年 11 月，公司中标泰国北大年府亚灵县日处理 500 吨生活垃圾焚烧发电项目。从项目基本面来看，在未来长达 25 年的合作期内，依托每日 500 吨的处理规模和 9 兆瓦的售电容量，该项目将提供持续且高确定性的运营现金流底座。此次中标标志着公司在东南亚核心市场落地标志性大型环保基建项目，海外业务从资质准入阶段迈入项目实质落地新阶段，不仅充分验证了公司在技术研发、装备制造及投资运营等全产业链环节的综合出海壁垒，更为后续深耕“一带一路”沿线市场树立了标杆。东南亚地区垃圾产生量年均增长 5%以上，垃圾焚烧发电市场需求旺盛，海外业务有望成为公司业绩的重要增长点。

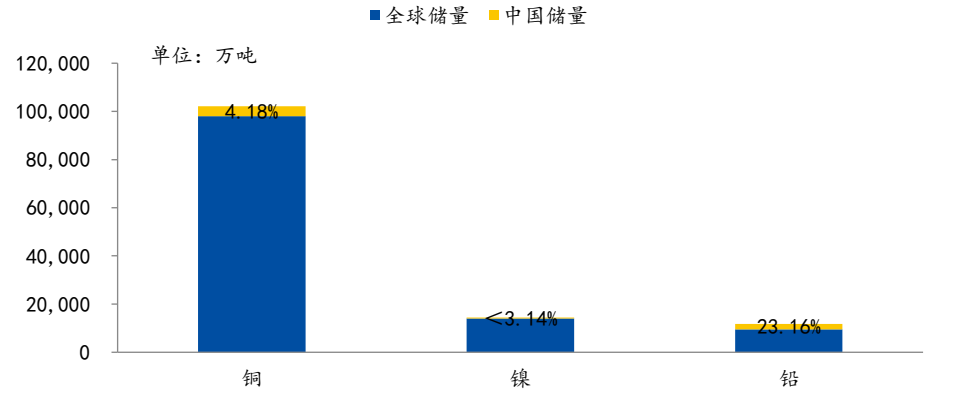
2 政策拓边界，深加工闭环筑壁垒

2.1 “双碳”与资源安全共振，政策催生高景气

2.1.1 供需错配推升价格中枢，金属资源化赛道打开向上盈利空间

我国有色金属矿产资源整体储量丰富，但铜、铝、镍等部分资源相对匮乏。截至2025年，我国铜、镍、铅矿产储量分别为4100万吨、440万吨、2200万吨，占世界储量比重分别为4.18%、<3.14%，23.16%，国内供应潜力较小。

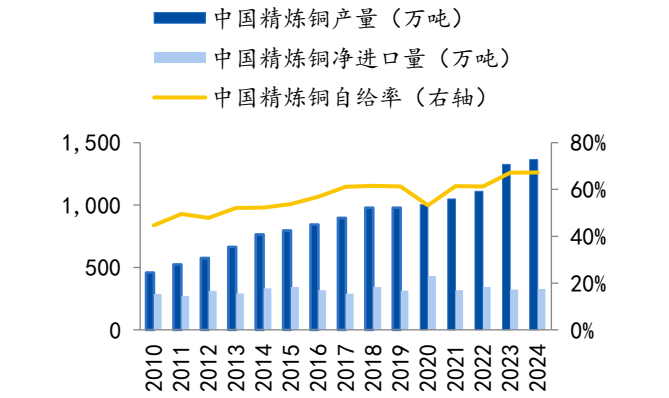
图15: 2025年我国铜、镍、铅矿产储量占全球储量的比重



数据来源：iFinD，美国地质调查局，财通证券研究所
注：根据美国地质调查局的披露，2025年全球镍的储量为“>14,000万吨”

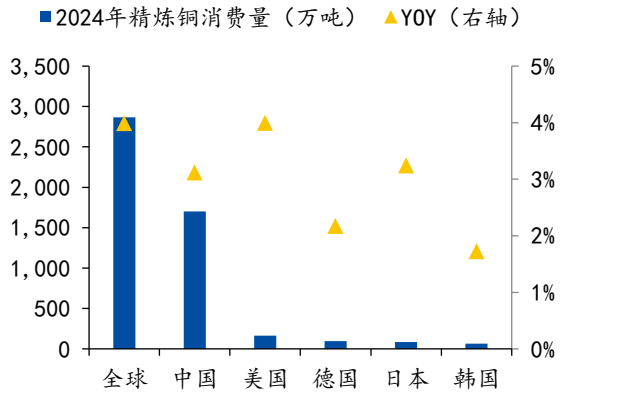
以铜为例，我国精炼铜消费量全球第一，但铜矿资源禀赋不足，对外依存度较高。2024年，我国精炼铜消费量为1700.45万吨，同比增长3.12%，占全球精铜消费量的59.36%；产量为1364.43万吨，同比增长2.93%，低于消费量增速；净进口量为328.09万吨，精炼铜自给率为67.26%。尽管近年来我国铜产业链与稀贵金属综合回收体系日益成熟，但铜产业供不应求的风险依然较高。在供给端，我国铜精矿对外依存度高达80%左右，国内自有矿山增量极度匮乏，在海外主力矿山老化及地缘博弈加剧的背景下，我国铜产业链存在着较高的原料供应风险。从需求端来看，作为全球能源转型的核心主阵地，我国新能源汽车、风光储装机以及新型电力系统建设的纵深推进，赋予了铜极为刚性的结构性需求爆发；此外，AI数据中心建设带来的电网升级，正在成为新的耗铜“巨兽”。在上游原生资源供给缺乏弹性与下游高端制造需求强劲的剧烈错配下，以铜为代表的大宗金属价格中枢长期易涨难跌，进而为金属资源化行业打开了向上的盈利空间。

图16: 我国铜对外依存度较高



数据来源：iFinD，国家统计局，财通证券研究所

图17: 2024年我国精炼铜消费量全球第一



数据来源：iFinD，财通证券研究所

表2: 2026 年全球铜矿资源分布情况

	储量(万吨)	储量占全球储量比重	产量(万吨)	产量占全球产量比重	可开采年限(年)
中国	4,100	4.18%	180	8%	22.78
美国	4,700	4.80%	110	5%	42.73
澳大利亚	10,000	10.20%	80	3%	125
智利	19,000	19.39%	530	23%	35.85
印度尼西亚	2,100	2.14%	110	5%	19.09
哈萨克斯坦	2,000	2.04%	74	3%	27.03
墨西哥	5,300	5.41%	70	3%	75.71
秘鲁	10,000	10.20%	260	11%	38.46
波兰	3,400	3.47%	41	2%	82.93
俄罗斯	8,000	8.16%	930	40%	86.02
全球	98,000	100.00%	2,300	100%	42.61

数据来源：Choice，财通证券研究所

从产业链安全与低碳转型的战略维度来看，再生铜的补充作用具有不可替代性。再生金属直接以固废危废为原料进行熔炼或深加工，在终端消费端能够实现对原生金属的替代，有效弥补了原生精矿供给不足导致的实物缺口。此外，相较于原生采选冶炼环节，再生铜工艺在能耗和碳排放上具有不可替代的优势。根据有色金属协会和再生金属分会的统计数据，生产 1 吨再生铜可节约 73%的能耗、99%的水耗，减排 380 吨固废、0.14 吨 SO_2、3.5 吨 CO_2。在“双碳”目标下，这种绿色低碳属性赋予了再生金属长期的政策红利与产能扩张的合法性，也为掌握核心提纯技术的资源化龙头企业构筑了坚实的壁垒。

表3: 再生金属节能减排效益显著

金属名称	能耗（千克煤/吨）			水耗（立方米/吨）			固废排放减少量(吨)	SO2 排放减少量(吨)	CO2 排放减少量(吨)
	原生金属能耗(千克煤/吨)	再生金属能耗(千克煤/吨)	节能量(千克煤/吨)	原生金属水耗(立方米/吨)	再生金属水耗(立方米/吨)	节能量(立方米/吨)			
铜	1,444	390	1,054	397	2	395	380	0.137	3.5
铝	3,916	150	3,766	22.7	0.5	22	20	-	-
锌	1,223	-	-	78	-	-	52	0.062	-
铅	844	185	659	235.5	0.5	235	128	0.03	-

数据来源：浙富控股公司公告，有色金属协会和再生金属分会，财通证券研究所

2.1.2 循环经济发展“十五五”规划拓宽资源化边界

站在“十五五”规划全面启航的历史节点，资源化产业核心逻辑正由传统的末端环保治污向保障国家资源供给安全全面收敛。《循环经济发展“十五五”规划》已明确部署传统再生资源、稀贵金属，以及以新能源汽车、锂离子蓄电池、光伏产品为代表的 “新三样”固体废物等回收利用重点举措，以完善保障体系，进一步提高资源利用效率，强化资源安全保障，支撑绿色低碳转型。对于布局多金属综合回收、具备全产业链深加工能力的龙头企业而言，该规划不仅从总量上锁定了未来五年的广阔需求基本盘，更通过不断强化的废弃物循环利用体系硬约束，实质性抬高了行业准入门槛，将加速单一处置型落后产能的出清，为优质合规龙头在未来五年实现市场份额集中与业绩的长效释放，构筑了宏观政策底座。

表4：“十四五”以来资源化利用领域政策加速出台

发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
2026 年 7 月	国家发改委	《循环经济发展“十五五”规划》	到 2030 年，覆盖生产、消费、回收、利用全链条的循环经济体系更加完善，主要资源产出率比 2025 年提高 16%左右，大**宗固体废弃物年综合利用量达到 45 亿吨左右**，主要再生资源年循环利用量达到 5.1 亿吨，资源循环利用产业产值达到 8 万亿元（相较 2025 年的 5 万亿元规模的目标，CAGR 约 10%）。到 2035 年，循环经济高质量发展体系基本建立，主要资源利用效率达到国际先进水平。**充分释放传统“城市矿产”资源潜能，加快补齐“新三样”等固体废弃物循环利用短板。**
2026 年 7 月	工信部	《工业绿色低碳发展“十五五”规划》	主要再生资源年循环利用量达到 5.1 亿吨（相较 2025 年 3.8 亿吨的目标，CAGR 为 6 %）;**大宗工业固废综合利用率达到 62%（相较 2025 年 57%的目标，同比增加 5pct）**
2026 年 1 月	国家发改委等七部门	《再生材料应用推广行动方案》	到 2030 年，废弃物循环利用体系进一步健全，再生材料推广应用等标准和认证体系逐步建立，再生有色金属、再生塑料年产量分别超过 2500 万吨、1950 万吨，再生材料应用对保障资源安全、促进节能降碳的作用进一步增强。
2026 年 1 月	国家发改委	《固体废物综合治理行动计划》	到 2030 年，重点领域固体废物专项整治取得明显成效，固体废物历史堆存量得到有效管控，非法倾倒处置高发态势得到遏制，大宗固体废弃物年综合利用量达到 45 亿吨，主要再生资源年循环利用量达到 5.1 亿吨，固体废物综合治理能力和水平显著提升。
2025 年 9 月	工信部等八部门	《有色金属行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》	2025—2026 年，有色金属行业增加值年均增长 5%左右，经济效益保持向好态势，十种有色金属产量年均增长 1.5%左右，铜、铝、锂等国内资源开发取得积极进展，再生金属产量突破 2000 万吨，高端产品供给能力不断增强，绿色低碳、数字化发展水平持续提升。
2025 年 9 月	国家发改委	《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》	支持园区循环化改造、国家“城市矿产”示范基地和资源循环利用基地等建设和改造；支持规模化规范回收站点和绿色分拣中心建设；支持再生资源循环利用和大宗固体废弃物综合利用，以及退役设备再制造。
2025 年 1 月	国家金融监督管理总局办公厅、中国人民银行办公厅	《银行业保险业绿色金融高质量发展实施方案》	促进资源高效循环利用，支持园区循环化改造、大宗固体废弃物综合利用。
2024 年 8 月	国务院	《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	大力发展循环经济，推广资源循环型生产模式，提高再生材料质量，扩大对原生资源替代。到 2030 年，大宗固体废弃物年利用量达到 45 亿吨左右。
2024 年 5 月	国务院	《2024-2025 年节能降碳行动方案》	大力发展再生金属产业，到 2025 年底再生金属供应占比达到 24%以上。
2022 年 1 月	工信部等八部门	《关于加快推动工业资源综合利用的实施方案》	到 2025 年大宗工业固废综合利用率达 57%（冶炼渣达 73%），主要再生资源品种利用量超过 4.8 亿吨，其中废钢铁 3.2 亿吨，废有色金属 2000 万吨
2021 年 7 月	国家发改委	《“十四五”循环经济发展规划》	到 2025 年，主要资源产出率比 2020 年提高约 20%，再生有色金属产量达 2000 万吨，资源循环利用产业产值达 5 万亿元。

数据来源：中国政府网，国家发改委，工信部，财通证券研究所

2.2 全产业链深加工闭环与多金属协同构筑公司竞争壁垒

资源循环利用是公司的核心业务，也是资源回收及循环经济战略的基础。此业务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。

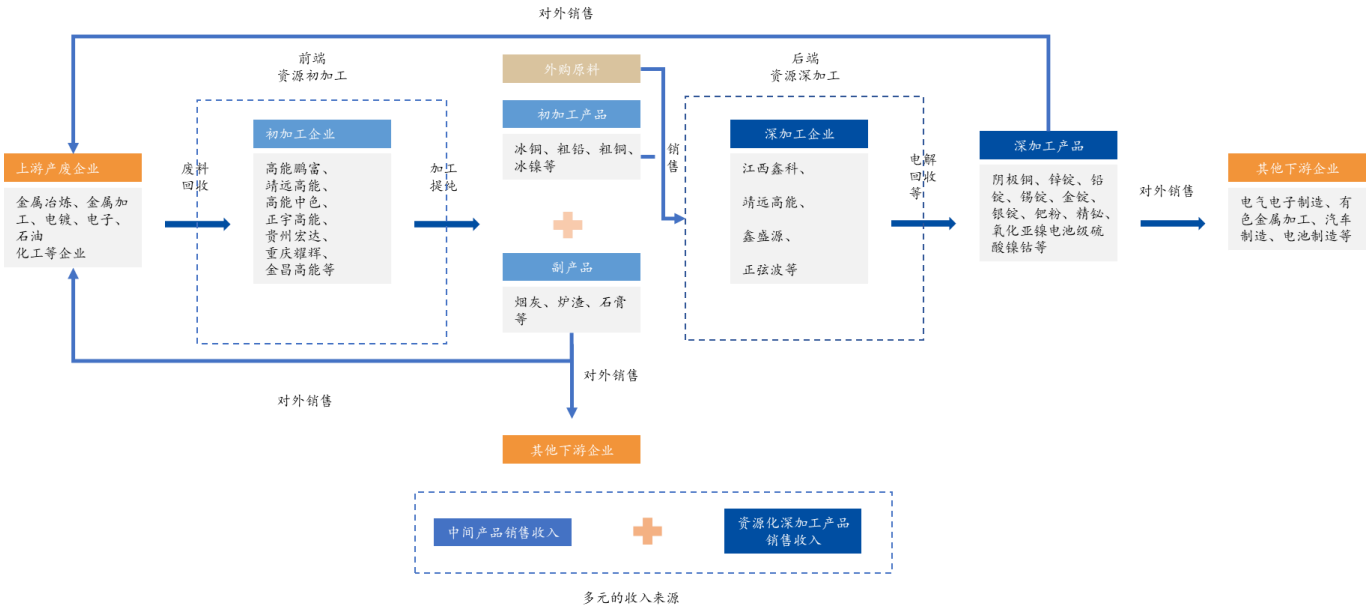
金属类资源化：固危废经过脱水、浓缩、熔炼、提纯等工序后，提炼其中的金属，形成如冰铜、粗铜、粗铅、冰镍等合金产品（包含计价贵金属），部分合金产品如粗铜、粗铅等可进一步提取形成电解铜、电解铅、金锭、银锭、精铋、锑等金属产品，提炼过程中生成的造渣副产品出售用于建筑材料，实现资源的循环利用。固废危废金属类资源化再生利用产业链上游为各类型产废企业，包括金属冶炼、电镀、电子、化工和医药等企业，同时也包括商贸公司等经销商。下游则是以金属为材料的行业，包括有色金属和有色冶炼深加工、金属制品等行业。

非金属类资源化：主要包含废橡胶、废塑料等资源化利用。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。

2.2.1 横纵双向拓展产业链，一体化布局实现回收利益最大化

公司在固废危废资源化利用领域实现了前后端一体化全产业链布局，是国内少数兼具前后端生产能力的资源化利用企业。公司资源化板块形成了以“铜、铅、镍”为主要金属，同时以金、银、“铂族”、铋、锑等稀贵金属为盈利核心的总体经营策略。公司成功打通了“初级废料—粗炼—深加工”的全链条，前端项目产生的合金产品可直接由后端产线深度加工利用，充分发挥内部项目协同效应，进一步拓展了多金属资源化利用的盈利空间。同时，公司针对含铜工业废料、含铅工业废料和含镍工业废料形成了三条既相对独立、也可协同合作的金属资源化综合回收闭环，实现资源回收利益最大化。其中，江西鑫科与高能鹏富、珠海新虹、重庆耀辉、金昌高能等公司相互协同，建立了以含铜工业废料为主的资源化利用产业闭环；靖远高能已实现含铅工业废料从资源循环利用的初加工到深加工的一体化生产，精铋年产 6,000 吨的产能规模已居全球领先；金昌高能、高能中色、正宇高能、鑫盛源等公司互为上下游，建立了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高冰镍、硫酸镍、氧化镍等下游深加工与镍工业产品。

图18: 公司资源化板块已实现前后全一体化布局



数据来源：公司公告，财通证券研究所

产业链横向拓展至橡胶、废塑料等非金属资源化利用领域，业务向外拓展至拉美地区。2020 年，公司通过并购杭州新材料 51%的股权将资源化领域扩展至废橡胶资源化利用领域；2021 年，通过并购浙江嘉天禾 51%的股权，扩展至医用废塑料及废玻璃的资源化利用领域，并于 2022 年公司完成对高能利嘉的投资收购，与浙江嘉天禾的医用废塑料回收利用形成协同互补，形成医疗废弃物的回收—处置—再生—制品—回销闭环。2023 年公司收购安徽中鑫宏伟 51%股权，拓展 PA、PET 等再生塑料细分品类的资源综合利用回收业务。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。

2.2.2 跨区域收运网络+稀有牌照构筑竞争护城河

覆盖全国的收运网络和稀缺牌照打造公司先发优势。危险废弃物的跨省转移需要严格的环保行政审批，且多品类危废处理资质的审批周期长、环保准入门槛高。要在全国范围内建立起稳定的废料回收网络，需要长期的重资产投入与区域深耕。公司通过前期的内生建设与外延并购，目前已在甘肃、江西、贵州、浙江、广东等核心工业产废大省完成了重资产产能卡位，形成了涵盖铜、镍、铅、锌、锡、铋、锑、金、银、铂、钯、钌、铑、铵等多种金属等多品类的危废经营资质矩阵，截止 2025 年底，公司固废危废资源化利用项目核准危废处理牌照合计 89.115 万吨/年。这种横跨多省的收运网络和合规产能“蓄水池”，保障了旗下各深加工基地前端原料的稳定供给和设备高负荷运转率，形成了新进入者短期内难以用资本直接跨越的时间与合规壁垒。

表5: 2025 年公司固废危废资源化利用项目牌照持有情况

子公司名称	是否已核准	处理规模（万吨/年）	合计（万吨/年）
靖远高能	是	17.5	89.115
高能鹏富	是	9.915	
高能中色	是	11.72	
贵州宏达	是	7.8	
重庆耀辉	是	10	
金昌高能	是	10.2	
江西鑫科	是	6.48	
珠海新虹	是	15.5	

数据来源：公司公告，财通证券研究所

资源化项目多点布局，区域协同优势突出。江西鑫科项目位于拥有再生铜、铝、塑料及稀贵金属四大产业集群的江西省；靖远高能等子公司位于甘肃省，甘肃金昌被称为“祖国镍都”，拥有世界级的镍钴生产基地，固废资源综合利用已发展出尾矿、镍钴冶炼渣等多达 8 条的细分产业链；非金属类资源化项目则位于长三角经济圈，长三角经济圈制造业发达，为全国废塑料主要生产地，同时对高性能再生塑料等非金属材料有较大的需求。

图19: 2024 年公司资源化项目区位布局及产能分布情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.2.3 技改助力降本增效

公司持续进行技术升级和改造，调整产品结构，提升产品附加值。金昌高能在 2024 年调整经营策略和团队，并聚焦“铂族金属”等稀贵小金属，提升和优化采购渠道，确保原料供应正常；同时生产工艺基本拉通，产能在不断提升，2025 年盈利能力快速提升。江西鑫科在 2025 年上半年重组经营团队，并在新团队带领下重新确定经营思路，基于新思路优化采购渠道和工艺，相关的优化和改造正在进行中，调整后的效果在 2025 年下半年逐步显现。

3 金属涨价，产能释放驱动高增长

3.1 主金属赚“杠杆”，稀贵金属赚“纯利”

资源化企业的本质是赚取前端废料采购与后端金属销售之间的“加工费与折扣利差”。公司原材料价格和产成品销售价格均需要考虑计价系数，即单价≈市场金属价格*折扣率。公司主要参考约定期限内的 SMM（上海金属网）或 SHFE（上海期货交易所）价格作为金属定价基准；折扣率在产品定价及原材料采购过程中通过协商决定，折扣率的差异反映金属含量的波动。

金属价格上行阶段，公司产品销售价格随市场价格调整，而部分原料采购成本受库存、长协及套期保值等因素影响存在一定锁价或传导时滞。在加工成本相对稳

定的情况下，销售端涨价形成的增量价差可较多转化为毛利，从而形成一定的经营杠杆。

相比之下，稀贵金属产品价格上涨则为对应金属产品带来了更为丰厚的利润绝对增量。在金属资源化业务中，金、银、铂、钯、铑、铱及钌等稀贵金属是从主金属在电解精炼过程中自然沉降到底部的副产物(主要是铜阳极泥)中提炼出来的，是工业废料回收中主金属的伴生物，其在采购端的折扣率和金属基准价格锚定主金属，而在销售端按稀贵金属市场价格定价。因此，当稀贵金属自身现货价格发生独立上涨时，其边际采购成本变化恒定为零，新增销售收入得以100%无损耗转化为毛利润增量，带来了更多的利润绝对增量，使其在数学上失去了依托“小分母”博取高额百分比弹性的条件，其利润单边增速平滑回归至与现货价格近乎同频的共振状态。在此机制下，无论是否考虑采销时间差，利润弹性相同。

表6: 不同情境下金属价格上涨对电解铜和稀贵金属利润的影响

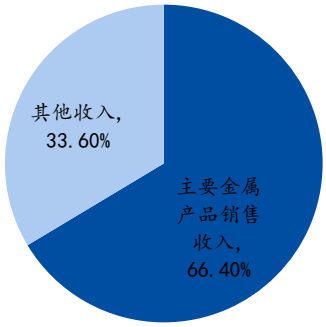
	情景一：不考虑采销时间差，金属在采购端的价格和销售端的价格同步波动	情景二：考虑采销时间差，金属在采购端的价格被前置锁定
电解铜对市场铜价变动的价格弹性	$\frac{P_0(铜)\times x\%\times(1-D)}{P_0(铜)\times(1-D)-F}$	$\frac{P_0(铜)\times x\%}{P_0(铜)\times(1-D)-F}$
稀贵金属产品对稀贵金属市场价格变动的价格弹性	$\frac{P_0(稀贵金属)\times x\%}{P_0(稀贵金属)-P_0(主金属)\times D-F}$	$\frac{P_0(稀贵金属)\times x\%}{P_0(稀贵金属)-P_0(主金属)\times D-F}$

注：1）金属基准价格P_0；金属价格变动幅度x%；采购折扣率D；固定加工费F
2）电解铜毛利润=铜市场价格-铜市场价格×折扣率
3）稀贵金属产品毛利润=稀贵金属市场价格-主金属市场价格×折扣率

数据来源：公司公告，财通证券研究所

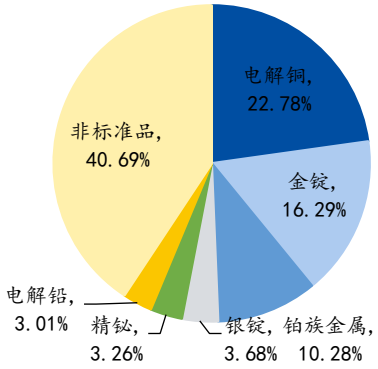
2025年公司金属产品销售收入占总营收的比重为66.40%，主要由电解铜、金锭、铂族金属和银锭支撑。2025年，公司回收14种金属元素并出售超过15种产品。在公司的产品组合中，标准品包括电解铜、金锭、银锭、铂族金属产品，非标准产品包括铜合金、金银合金、锑镍基产品（包括硫酸镍、碳酸镍和低冰镍）。从销售收入占比来看，公司的金属资源化业务的收入主要由电解铜、金锭、铂族金属和银锭支撑，2025年销售收入分别为22.29亿元、15.94亿元、10.05亿元、3.60亿元，占主要金属产品销售收入比重分别为22.78%、16.29%、10.28%、3.68%；占总营收比重分别为15.13%、10.82%、6.82%、2.44%。

图20: 2025 年公司主要金属产品销售收入营收占比过半



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图21: 公司金属产品销售收入主要由铜、金、银和铂族金属支撑



数据来源：公司公告，财通证券研究所

参考上海期货交易所铜、金、银 2025 年金属结算均价以及上海金属市场 2025 年铂族金属的均价，我们测算得到，当金属价格中枢上涨 10%时，在不考虑采销时间差的情境下，公司电解铜、金锭、银锭、铂族金属的单位毛利分别上涨 14.47%、10.53%、10.50%、10.51%；在考虑采销时间差的情景下，每吨电解铜的毛利润将上涨 72.36%。

表7：电解铜及稀贵金属产品对金属价格变动的价格弹性

金属价格上涨幅度	电解铜毛利上涨幅度		金锭毛利上涨幅度	银锭毛利上涨幅度	铂族金属毛利上涨幅度
	情景一	情景二	情景一、二	情景一、二	情景一、二
1%	1.45%	7.24%	1.05%	1.05%	1.05%
2%	2.89%	14.47%	2.11%	2.10%	2.10%
3%	4.34%	21.71%	3.16%	3.15%	3.15%
4%	5.79%	28.94%	4.21%	4.20%	4.20%
5%	7.24%	36.18%	5.26%	5.25%	5.25%
6%	8.68%	43.42%	6.32%	6.30%	6.31%
7%	10.13%	50.65%	7.37%	7.35%	7.36%
8%	11.58%	57.89%	8.42%	8.40%	8.41%
9%	13.02%	65.12%	9.47%	9.45%	9.46%
10%	14.47%	72.36%	10.53%	10.50%	10.51%
11%	15.92%	79.60%	11.58%	11.55%	11.56%
12%	17.37%	86.83%	12.63%	12.60%	12.61%
13%	18.81%	94.07%	13.69%	13.65%	13.66%
14%	20.26%	101.30%	14.74%	14.70%	14.71%
15%	21.71%	108.54%	15.79%	15.75%	15.76%

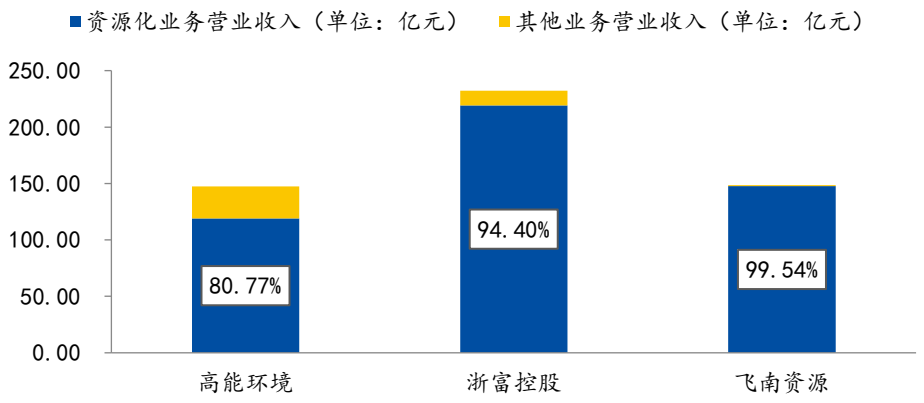
关键假设：
1）原料采购折扣率为 80%，销售折扣率为 100%；
2）电解铜、金锭、银锭、铂金属的固定加工价格分别为：5000 元/吨、40 元/克、0.4 元/克、35 元/克；
3）铜（8904.57 元/吨）、金（799.81 元/克）、银（9738.96 元/千克）的基准价格参考上期所 2025 年期货结算价格均价，铂族金属铂（318.32 元/克）、钯（304.86 元/克）、铑（1654.83 元/克）、钌（197.20 元/克）、铱（1144.27 元/克）的基准价格参考上海有色市场 2025 年铂（99.95%）、钯（99.95%）、铑（99.95%）、钌（99.95%）、铱（99.95%）的均价，并以均值 723.90 元/克作为铂族金属的基准价格。

数据来源：公司公告，iFinD，Choice，上海有色市场，财通证券研究所

3.2 稀贵金属产能领跑，毛利率反超同行

国内金属资源化业务呈现差异化竞争格局，稀贵金属资源化构筑公司盈利护城河。高能环境、浙富控股、飞南资源为金属资源化领域的头部公司，资源化业务收入均过百亿元，营收占比超过 80%。综合比较这三家公司经营情况，从金属种类角度看，高能环境在铅、铂族金属、铋、锑领域具备产量优势；浙富控股和飞南资源在大宗金属（铜、锌、锡）生产方面有显著优势。截止 2025 年，高能环境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、金锭 4 吨、银锭 200 吨、精铋 6,000 吨、锑白 2,000 吨、铂 3 吨、钯 3 吨、钌 3 吨、铑 500 公斤、铱 500 公斤、镍基产品 20,000 吨的产能规模。

图22: 2025 年高能环境、浙富控股与飞南资源化业务营收占比均超 80%



数据来源：高能环境、浙富控股、飞南资源公司公告，iFinD，财通证券研究所

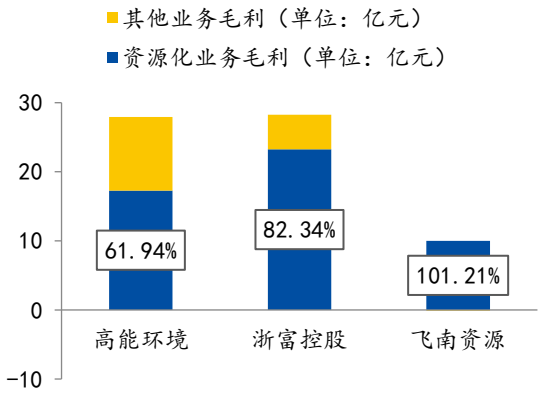
表8: 2025 年高能环境在铅、铂族金属、铋、锑领域具备产量优势

金属种类	单位	高能环境	浙富控股	飞南资源
铜	吨	31,032.18	185,217.20	126,169.15
金	克	1,995,184.79	4,093,801.93	1,183,957.48
银	千克	36,963.26	121,638.45	77,957.58
铅	吨	20,071.21	6,814.30	11,981.32
铂族金属	克	3,694,744.86	3,851,199.04	868,907.18
铋	吨	4,021.41	117.39	197.18
锑	吨	1,217.24	291.1	532.94
镍	吨	4,141.54	7,410.55	14,508.37
锌	吨	-	17,649.91	35,288.31
锡	吨	-	5,310.94	6,915.34
钴	吨	-	-	281.88
碲	吨	-	-	4.53
铟	千克	-	-	32130.63
硒	吨	-	-	29.48

数据来源：高能环境、浙富控股、飞南资源公司公告，iFinD，财通证券研究所
注：1）高能环境的铜为电解铜，金为金锭，银为银锭，铋为精铋，镍为低冰镍；2）铂族金属包括：铂、钯、铑、铱、钌

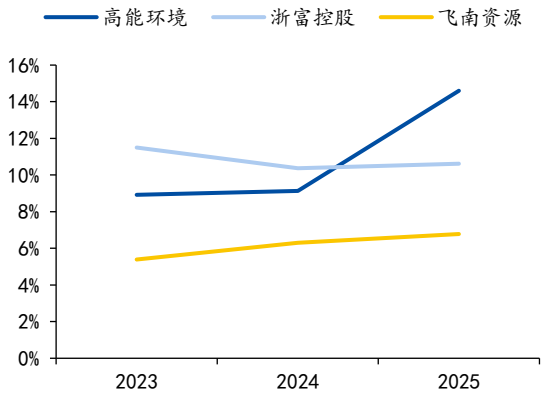
受益于珠海新虹和金昌高能二期产能释放，以及金昌高能聚焦“铂族金属”等稀贵小金属的经营策略，2025 年公司资源化业务板块毛利率达到 14.60%，同比提升 5.46 个百分点，首次超过浙富控股以及飞南资源。

图23：2025 年高能环境、浙富控股与飞南资源资源化业务毛利占比均超 60%



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

图24：2025 年高能环境资源化业务毛利率首次超越浙富控股和飞南资源



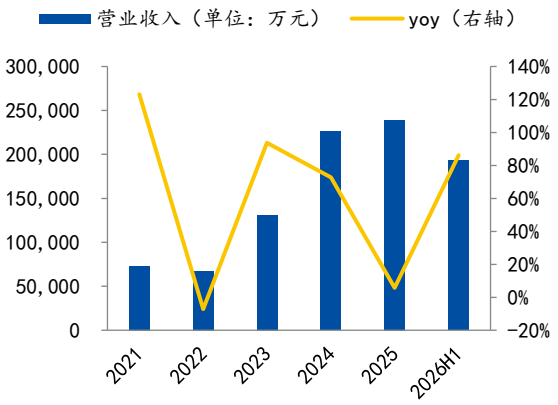
数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

3.3 子公司产能释放，资源化业务引领业绩增长

3.3.1 靖远高能：精铋产能全球领先，产品拓展至高附加值的三氧化二铋

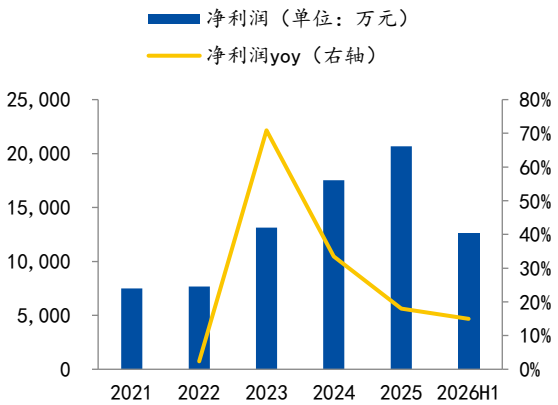
“技改+扩产+产业链延伸”共同拉动盈利增长，实现含铅工业废料从资源循环利用的初加工到深加工的一体化生产。公司于 2016 年收购靖远高能（原名“靖远宏达”）51%股权，于 2020 年收购剩余股权，实现对靖远高能全资控股。2022 年靖远高能一期项目完成富氧熔炼技改，实现燃料使用比例下降，危废使用量同比增长约 23%；二期项目实施扩建电解铅和贵金属两条生产线并投产，利润开始进入上升通道。2025 年实现净利润 2.07 亿元，同比增长 18%，实现净利润率 8.64%，同比增加 0.89pct。2026 年上半年，靖远高能持续加大后端贵金属富集与提炼力度，粗银产出规模实现同比显著增长，带动营收同比增长 86.17%至 19.32 亿元，净利润同比增长 14.93%至 1.26 亿元。

图25：2023 年以来靖远高能营收稳健增长



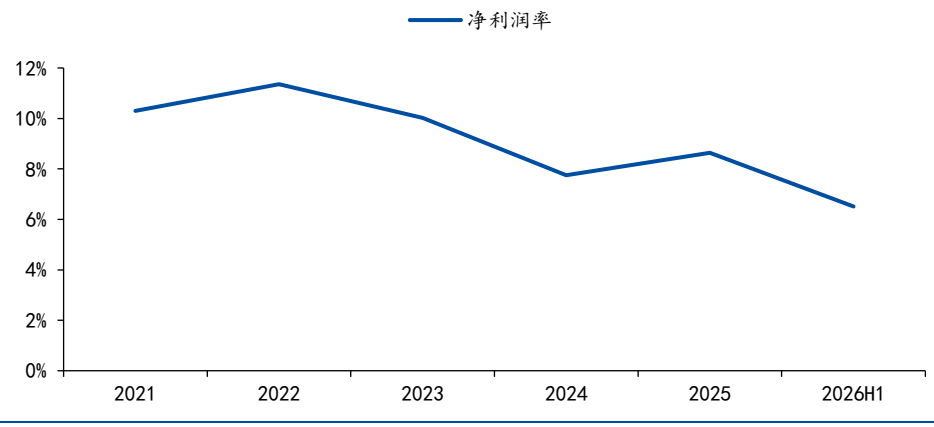
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图26：2023 以来靖远高能净利润增速维持在 10%以上



数据来源：公司公告，财通证券研究所

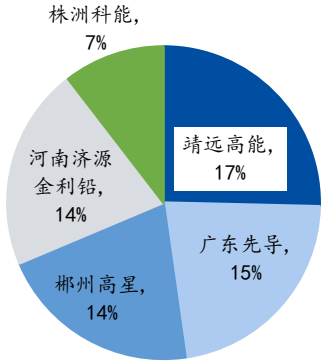
图27: 2021 年以来靖远高能净利润率基本维持在 8%以上



数据来源：公司公告，财通证券研究所

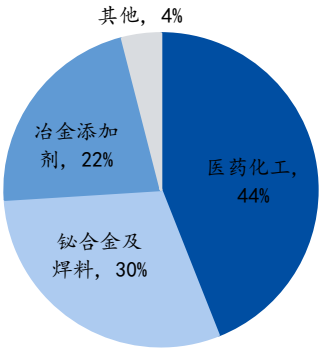
靖远高能具备精铋产能 6,000 吨/年，产能规模已居全球领先。精铋是一种小金属，是胃必治药物的主要成分之一，也是对人体有益的绿色重金属。根据安泰科的数据，全球铋储量为 37 万吨，主要分布在中国、越南等国家和地区。其中，中国铋资源储量约为 24 万吨，约占世界总储量的 2/3，位居第一，产量占全球产量的 75%以上。下游应用方面，目前我国铋主要应用于医药化工、铋合金及焊冶金添加剂领域。

图28: 靖远高能精铋产能规模业内领先



数据来源：株洲科能招股书，安泰科，财通证券研究所
注：数据为 2024 年

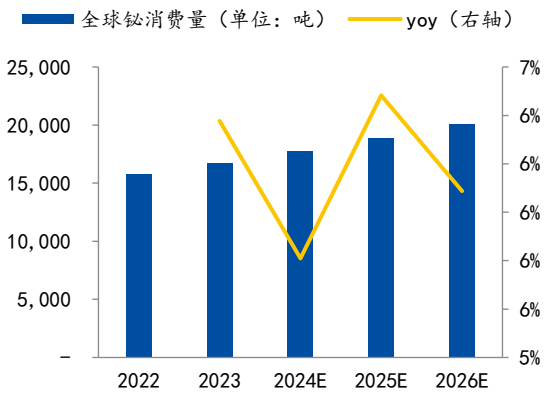
图29: 我国铋主要应用于医药化工领域



数据来源：株洲科能招股书，安泰科，财通证券研究所
注：数据来源未披露时间

从供给端看，铋极少有独立矿床，全球约 90%的铋是作为铅、铜、锌冶炼过程中的伴生副产品存在的，这意味着精铋的供给缺乏弹性，同时，受制于环保政策对传统铅冶炼产能的持续出清，以及中国对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制，全球供应缺口预期进一步扩大，拉动铋价上涨。从需求端看，铋在工业和医药领域维持着刚性需求；在新兴领域，由于铋对铅的替代作用，其应用领域也不断延伸到半导体、阻燃剂、化妆品、核工业、蓄电池等领域。随着铋电子材料、铋基纳米材料等领域的研究和应用不断进步，在加强国内大循环、扶持高端制造业的大背景下，在高端制造领域，对高品质铋产品的需求将迎来提升。

图30: 2022 年以来全球钪消费量增速显著上升



数据来源：株洲科能招股书，安泰科，财通证券研究所

图31: 2024 年以来精钪价格中枢显著上移



数据来源：iFinD，财通证券研究所

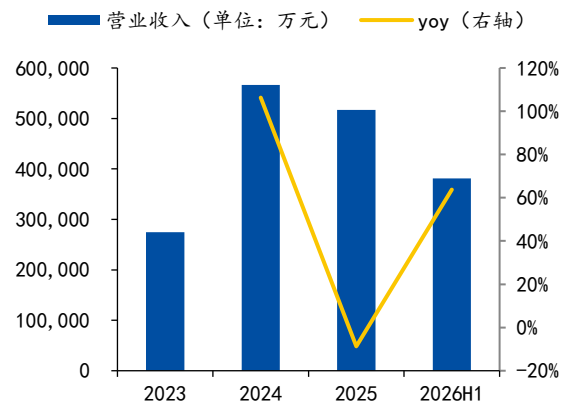
钪产业链进一步延伸至高端新材料领域，产品附加值提升。2025 年靖远高能“精钪深加工生产超纯微米级 4N 三氧化二钪项目”顺利投产，满产后预计年产 4N 级三氧化二钪约 4000 吨。公司产品从精钪延伸至三氧化二钪，实现了从基础金属回收向高端新材料延伸的关键突破，进一步完善稀有金属高值化利用链条，提升产品附加值与核心竞争力，为公司在全球钪产业链中巩固领先地位、抢占高端材料市场奠定基础。

3.3.2 江西鑫科：以含铜废料深加工为核心，规模效应逐步显现

已形成含铜工业废料的资源化利用产业闭环，构筑公司营收的基本盘。2021 年公司收购江西鑫科 80%的股权，计划新建年处理 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。2022 年项目开工建设，2023 年顺利完成项目建设并逐步进入试生产阶段，当年实现电解铜、贵金属（金、银、铂、钯等）、铅锡回收系统产线的陆续投运，标志着公司金属资源化领域已形成了前后端一体化全产业链布局。2024 年珠海新虹投产，与高能鹏富、重庆耀辉、珠海新虹共同为江西鑫科提供含铜合金原料，形成上下游产业协同。截至 2024 年底，江西鑫科已具备年产阴极铜约 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。

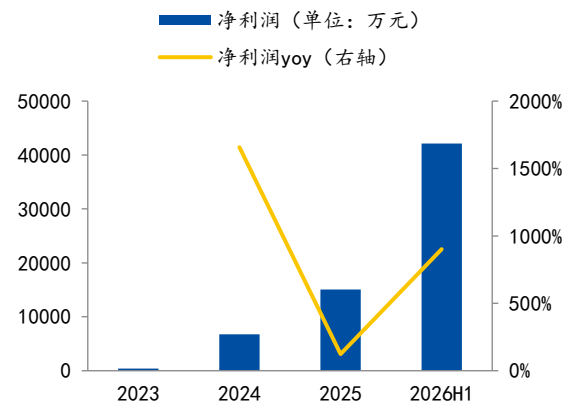
产能稳健爬坡叠加经营重整，经营效益逐步释放。作为金属资源循环利用板块的核心项目与战略支点，江西鑫科业绩展现出较强的增长弹性。目前江西鑫科项目已全面度过调试磨合期，正以稳健态势进入产能爬坡阶段，规模效应逐渐显现。2024 年，江西鑫科完成技术改造升级，全年连续运营，实现营收 56.63 亿元，同比增长 106.29%；2025 年，江西鑫科重组经营团队、变革经营思路，通过采取优化人员结构、实施股权激励、优化采购渠道和工艺等举措，带动经营效益逐步释放，全年实现净利润 1.51 亿元，同比大幅增长 123.7%；2026 年上半年，江西鑫科项目产能稳步释放，整体生产运行效能持续提升，实现营收 38.90 亿元，同比增长 63.73%，实现净利润 4.21 亿元，同比增长 902.42%，实现净利率 11.06%，较 2025 年底提升 8pct。

图32: 2026H1 江西鑫科营收同比+63.73%



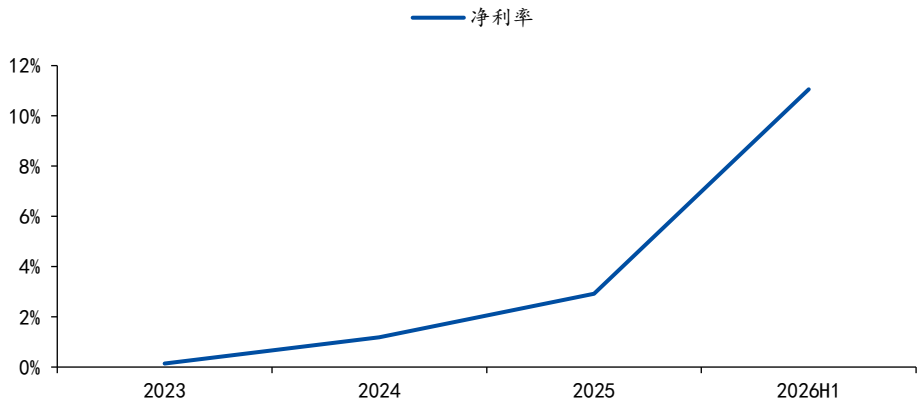
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图33: 2026H1 江西鑫科净利润同比+902.42%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图34: 2026H1 江西鑫科净利润率同比+8pct



数据来源：公司公告，财通证券研究所

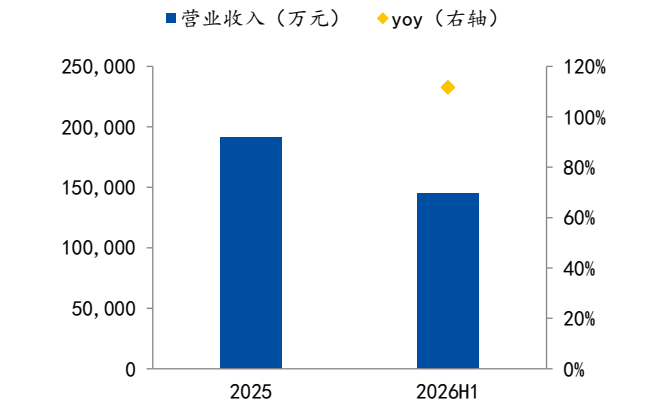
3.3.3 金昌高能：铂族金属提纯技术突破，驱动资源化板块量质提升

二期深度资源化项目投产，含镍废料资源化利用完成产业闭环。金昌高能由公司全资子公司高能香港在 2020 年 11 月投资设立，出资比例 71%。2021 年 12 月，公司分别收购金昌鑫盛源金属材料有限公司及金昌正弦波环保科技有限公司各 51%股权，与公司既有含镍危废处置板块形成产业协同发展，将产品线延伸至氧化亚镍和电池级硫酸镍钴领域，进一步拓展公司的产业链至新能源材料领域。金昌高能一期项目于 2022 年 8 月投产，二期项目于 2024 年 4 月投产，形成 20 万吨/年危废的处置产能，贵金属尤其是铂族金属（铂、钯、铑、钌、铱）的分离提纯能力显著提升。截止 2024 年底，金昌高能已具备年产金 2 吨、铂 2 吨、钯 2 吨、钌 2 吨、铑 500 公斤、铱 500 公斤、银 50 吨，附带回收铜、镍、铅、锌、铋、锑等金属的生产能力。同时，金昌高能和高能中色均位于金昌基地，二者在区域内相互协同，形成以含镍工业废料为主的资源化利用产业闭环，构筑了同行难以逾越的成本与规模护城河。此外，公司产品已由低冰镍延伸至硫酸镍、碳酸镍等镍基产品，并在 2025 年实现销售收入 2.70 亿元，占公司金属产品总销售额的 2.76%。

工艺全线拉通驱动业绩爆发，2025 年业绩断层领先其余主要子公司。随着金昌高能生产工艺的全面磨合与产线拉通，叠加高纯度铂族金属产线带来的产品溢价，公司整体盈利弹性在 2025 年集中释放，全年实现净利润达 3.63 亿元，净利率

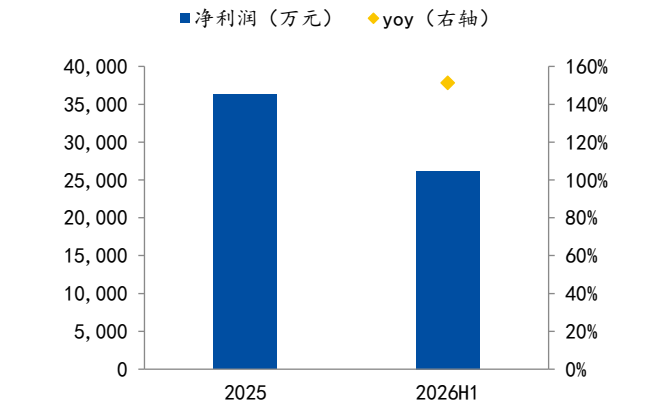
18.98%，在公司各参控股子公司中脱颖而出。2026 年上半年，金昌高能项目已实现全面达产稳产，通过深度优化生产工艺结构、精准压缩工序衔接周期，推动产能稳步爬坡与高效释放，实现营收 14.50 亿元，同比增长 111.63%，实现净利润 2.62 亿元，同比增长 151.33%。高净利率叠加产能扩张，将持续拉升公司资源化板块的平均盈利水平，公司整体盈利潜力有望进一步释放。

图35: 2026H1 金昌高能营收同比+112%



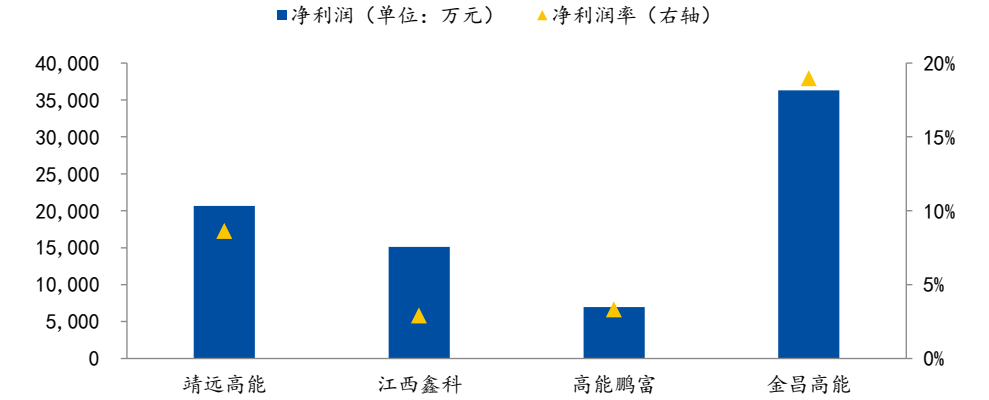
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图36: 2026H1 金昌高能净利润同比+151.33%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图37: 2025 年金昌高能净利润及净利润率断层领先其余主要子公司



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.4 整合上游矿产&赴港上市，打造新增长极

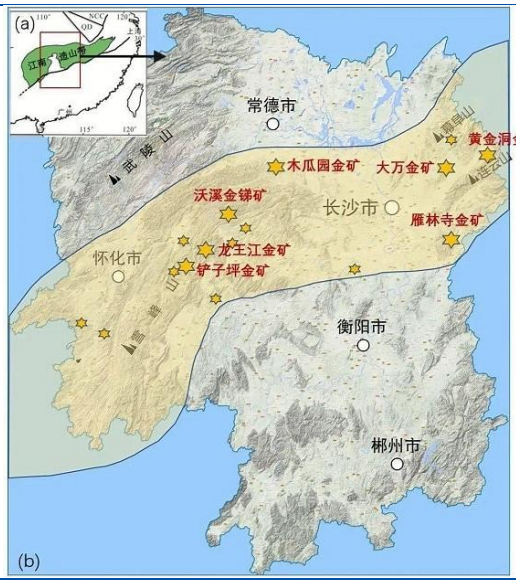
3.4.1 进军上游原生矿产勘探与开采，进一步完善金属深加工全产业链闭环

取得四座湖南优质金矿探矿权，实现矿业布局的首次突破。2025 年 11 月公司联合李鲁湘、关联方怀化蕴峰共同投资收购怀化天源持有的天鑫矿业、岳坪矿业、瑞岳矿业各 59%股权，交易完成后，取得青山洞、芭蕉湾、大坪、母溪四大金矿探矿权。这四座金矿位于被誉为湖南省的“金腰带”的雪峰弧形构造带中段，是国家重点资源勘探区域，金矿成矿地质条件有利，矿化普遍且强烈，矿点矿化点信息丰富，未来找矿前景较好。收购完成后将在三家公司各持股 45.2%，实现控股地位。

优质探矿权+金属深加工全产业链闭环，产业协同平滑周期波动。目前在“金腰带”内已发现大型（含超大型）金矿床 9 个，中型矿床 20 个，小型矿床 29 个；累计探明金资源储量达 600 t，占湖南 90%以上的金资源量，且多数矿床勘查深度不足

500 m，深部找矿与远期增储潜力极其巨大。公司自有金矿步入开采阶段后，其产出的原矿或金精矿可无缝导入公司现有的多金属深加工闭环体系，提供稳定且低成本的原料供应。这不仅能够平滑前端收料市场的价格博弈与周期波动风险，更能将原生矿产的资源红利与精深加工的提纯溢价全面截留于表内。

图38: 公司取得的四个金矿探矿权对应的金矿开采条件优越



数据来源：石材网，财通证券研究所

在四座矿山中，青山洞金矿探矿权目前已经完成了详查工作，全区保有（332+333）矿石量 725,585 吨，金属量 2,445 千克，平均品位 3.37×10^{-6}。桐溪金矿探矿权正在开展详查工作，在普查报告中估算出（333+334）矿石量 337,600 吨，金属量 2,029 千克，平均品位 6.01×10^{-6}。

表9: 金矿找矿前景好

矿区名称	探矿权面积（单位：平方公里）	矿石量（单位：吨）	金属量（单位：千克）	平均品位	勘察阶段
青山洞	3.0465	（332+333）725,585	2,445	3.37×10^{-6}	完成详查
芭蕉湾	2.63	-	-	-	普查中
桐溪	5.67	（333+334）337,600	2,029	6.01×10^{-6}	详查中
母溪	3.99	-	-	-	详查中

数据来源：公司公告，财通证券研究所

注：1）“332”代表“控制资源量”，是指经系统取样工程圈定并估算的资源量；矿体的空间分布、形态、产状和连续性已基本确定；其数量、品位或质量是基于较多的取样工程和信息数据来估算的，地质可靠程度较高。2）“333”代表“推断资源量”，是指经稀疏取样工程圈定并估算的资源量，以及控制资源量或探明资源量外推部分；矿体的空间分布、形态、产状和连续性是合理推测的；其数量、品位或质量是基于有限的取样工程和信息数据来估算的，地质可靠程度较低。3）“334”代表“潜在矿产资源”。

我们假设：1）项目未来顺利完成“探转采”审批并建厂投产，规划设计年选产规模为 10 万吨；2）实际开采中的贫化率为 15%；3）选冶综合回收率为 90%。

青山洞和大坪详查矿区两个矿区按储量加权平均得到综合品位约为 4.21×10^{-6}，而芭蕉湾与母溪金矿因处于勘查早期暂不计入基准储量，在满产情况下，对应测算出年产金量约为 322 千克。（年产能×品位×（1-贫化率）×综合回收率）

以上期所黄金期货结算均价 799.81 元/克为基准，我们测算得到，当金价上涨 10%时，公司的营收增厚 23.81 亿元，较 2025 年增长 16.16%；假设资源化利用板块的

毛利润保持 14.6%的水平不变，公司的毛利润将增厚 3,760.07 万元，较 2025 年增长 1.35%。

表10: 公司营收和毛利对金价的敏感性分析

金价涨幅	Δ营业收入（万元）	营收增幅	Δ毛利润（万元）	毛利润增幅
1%	23,809.68	1.62%	376.01	0.13%
2%	47,619.36	3.23%	752.01	0.27%
3%	71,429.04	4.85%	1,128.02	0.40%
4%	95,238.72	6.46%	1,504.03	0.54%
5%	119,048.39	8.08%	1,880.03	0.67%
6%	142,858.07	9.70%	2,256.04	0.81%
7%	166,667.75	11.31%	2,632.05	0.94%
8%	190,477.43	12.93%	3,008.05	1.08%
9%	214,287.11	14.55%	3,384.06	1.21%
10%	238,096.79	16.16%	3,760.07	1.35%
11%	261,906.47	17.78%	4,136.07	1.48%
12%	285,716.15	19.39%	4,512.08	1.62%
13%	309,525.83	21.01%	4,888.09	1.75%
14%	333,335.50	22.63%	5,264.09	1.88%
15%	357,145.18	24.24%	5,640.10	2.02%
16%	380,954.86	25.86%	6,016.11	2.15%
17%	404,764.54	27.47%	6,392.11	2.29%
18%	428,574.22	29.09%	6,768.12	2.42%
19%	452,383.90	30.71%	7,144.13	2.56%
20%	476,193.58	32.32%	7,520.13	2.69%

数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

3.4.2 筹划 H 股上市，募资赋能拓新局

2025 年 10 月，公司公告拟筹划发行 H 股并在香港联交所主板挂牌上市；2026 年 3 月 27 日，公司正式向香港联交所递交上市申请。

募资投向紧扣产业链延伸与海外扩张。根据港股招股书，公司拟将募集资金用于提升资源循环利用业务竞争力、收购相关企业及升级现有生产基地；同时布局境内外金矿、铜矿等矿产资源，覆盖项目收购、勘探、采矿基础设施及设备投入；此外，部分资金将用于东南亚垃圾焚烧发电项目以及补充营运资金。上述投向与公司“资源循环利用—上游矿产开发—海外环保运营”的发展方向高度契合，有望增强原料保障能力、拓展高附加值产品，并培育新的海外利润增长点。

表11: 募资投向紧扣产业链延伸与海外扩张

募集资金投向	具体用途
资源循环利用业务	收购相关企业以扩大产能和产品组合；升级现有生产基地的设备及公用设施
上游矿产资源布局	收购境内外金矿、铜矿等矿产资源，并投入勘探、采矿基础设施及设备
海外垃圾焚烧发电项目	重点布局东南亚，用于海外业务设立、项目土建及设备购置安装
营运资金及一般企业用途	补充日常经营所需资金，增强资金保障能力

数据来源：公司公告，财通证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测与业务拆分

4.1.1 固废危废资源化利用

2025 年公司资源化板块营业收入 118.99 亿元，同比增长 6.84%。截止 2025 年底，公司资源化利用板块各子公司主要项目已投产完成，进入全面生产运营阶段。未来三年增长主要来自三方面：（1）产能爬坡与效益释放：江西鑫科历经 2025 年管理层重组与工艺优化后，产能利用率正处于持续爬坡的上升通道，经营效益稳步释放；同时，金昌高能项目全线贯通，伴随产能释放，高附加值贵金属的提取与收入占比显著提升，进一步打开盈利空间；（2）产业链纵深延伸与产品结构升级：2025 年底，靖远高能“4N 级三氧化二铋项目”顺利投产，将产业链进一步延伸至高端新材料领域，产品附加值相对于金属产品进一步提升；（3）核心金属价格高位景气：金属产品价格处于上行或高位震荡周期，为公司金属回收产品的盈利弹性提供了良好的宏观 Beta 支撑。

综上，我们提出如下假设：1）公司 2026-2028 年主要金属（电解铅、氧化锑、精铋、氧化铋、金银合金、电解铜、金锭、银锭、硫酸镍、碳酸镍、铂族金属）产能综合利用率分别由 2025 年的 42.76%提升至 49.05%、53.80%、61.34%；2）2026-2028 年主要金属产品综合售价由 2025 年的 10.06 万元/吨分别提升至 13.93/10.98/12.12 万元/吨； 3）完善的套保机制有效锁定了加工利差、熨平了有色及贵金属的周期波动，毛利率稳定在 18%的水平。

基于此，我们预计 2026-2028 年该板块将分别实现营收 129.61/159.08/175.25 亿元，分别同比增长 8.92%/22.74%/10.16%。

表12: 2026-2028 年公司固废危废资源化利用板块盈利预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
金属深加工实际产能（万吨/年）	9.08	6.94	7.96	8.73	9.95
金属深加工综合产能利用率	63.77%	42.76%	49.05%	53.80%	61.34%
金属产品综合售价(万元/吨)	8.62	10.06	13.93	10.98	12.12
金属产品销售收入（亿元）	80.43	72.80	90.73	111.36	122.68
主要金属产品销售收入占资源化板块营收比重	72.22%	61.18%	70.00%	70.00%	70.00%
营业收入（亿元）	111.37	118.99	129.61	159.08	175.25
yoy	72.17%	6.84%	8.92%	22.74%	10.16%
营业成本（亿元）	101.186	101.62	106.28	130.45	143.71
毛利率	9.14%	14.60%	18.00%	18.00%	18.00%

数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所

4.1.2 环保运营服务

公司环保运营板块以生活垃圾焚烧发电为核心，是保障公司稳定现金流的“压舱石”。目前，公司在手并稳定运营的 13 个焚烧发电项目合计产能已达 1.1 万吨/日，主业规模效应显著。在存量基本盘稳固的基础上，公司正积极挖掘资产的多元化增量：2025 年公司成功切入供热市场，全年实现供热量近 60 万吨；2026 年上半年实现供热量 40 万吨，显著提升了单体项目的综合能源利用效率；同时，海外业务拓展亦取得实质性突破。

综上，我们提出如下假设：

1）随着管网建设完成，2026-2028 年分别实现对外供热 70/80/90 万吨；2）泰国项目和印尼项目在 2028 年贡献收入；3）随着推行精细化管理、部署 AI，生活垃圾

焚烧发电项目毛利率企稳在 49%的水平；4）垃圾焚烧发电项目运营收入占环保运营服务板块的比率企稳在 77%的水平。

基于此，我们预计 2026-2028 年该板块分别实现营收 17.53/17.65/19.34 亿元，分别同比增长 1.86%/0.69%/9.60%。

表13: 2026-2028 年公司环保运营服务板块盈利预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	17.29	17.21	17.53	17.65	19.34
yoy	4.73%	0.49%	1.86%	0.69%	9.60%
营业成本（亿元）	8.66	8.62	8.94	9.00	9.87
毛利率	49.92%	49.89%	49.00%	49.00%	49.00%

数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所

4.1.3 环保工程服务

公司自 2023 年起调整经营战略，精选高附加值赛道，规避低毛利、长周期项目，工程类业务加速出清，同时加强风险管控，降低回款风险，提升盈利水平。基于此，我们假设：1）2026-2028 年公司该板块业务营业收入每年下降 30%；2）且毛利率企稳在 18%的水平。由此预计 2026-2028 年该板块分别实现营收 7.79/5.45/3.81 亿元。

表14: 2026-2028 年公司环保工程服务板块盈利预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	16.33	11.12	7.79	5.45	3.81
yoy	-34.26%	-31.90%	-30.00%	-30.00%	-30.00%
营业成本（亿元）	14.23	9.15	6.38	4.47	3.13
毛利率	12.89%	17.78%	18.00%	18.00%	18.00%

数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所

4.1.4 费用假设

考虑到公司资源循环利用业务规模扩大、客户开拓及产品销售服务需求增加，预计 2026—2028 年销售费用率均维持 0.70%，较 2025 年基本稳定。

管理费用方面，公司于 2025 年完成子公司江西鑫科经营团队重组，重组后管理团队逐步配齐，叠加新项目投产、产业链延伸及海外业务拓展带来的人员薪酬、运营管理和专业服务支出增加，预计 2026—2028 年管理费用率相较 2025 年小幅上升至 4.00%。

研发方面，随着前期资源循环利用技术逐步成熟并实现产业化，公司研发投入由集中建设期转向常态化工艺优化，叠加收入规模扩大带来的摊薄效应，预计 2026—2028 年研发费用率为 3.50%。

所得税方面，公司及多家核心子公司享受高新技术企业、西部大开发、资源综合利用及研发费用加计扣除等税收优惠，预计 2026—2028 年实际所得税率均维持 8.50%。

表15: 2026-2028 年公司费用预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.80%	0.72%	0.70%	0.70%	0.00%
管理费用率	3.52%	3.66%	4.00%	4.00%	4.00%
研发费用率	3.51%	3.11%	3.50%	3.50%	3.50%
所得税税率	10.75%	7.22%	8.50%	8.50%	8.50%

数据来源：公司公告，iFind，财通证券研究所

综上，预计公司 2026-2028 年公司营业收入分别为 154.93/182.18/198.41 亿元，分别同比增长 5.16%/17.59%/8.91%；净利润分别为 14.34/16.60/18.51 亿元，分别同比增长 71.08%/15.77%/11.48%。

表16: 2026-2028 年公司盈利预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	145.00	147.32	154.93	182.18	198.41
yoy	37.04%	1.60%	5.16%	17.59%	8.91%
营业成本（亿元）	124.07	119.39	121.60	143.92	156.70
毛利率	14.43%	18.96%	21.51%	21.00%	21.02%
净利润（亿元）	4.82	8.38	14.34	16.60	18.51
yoy	-4.52%	73.94%	71.08%	15.77%	11.48%
EPS(元)	0.32	0.55	0.94	1.09	1.21

数据来源：公司公告，iFinD，财通证券研究所

4.2 估值

从同业对比的角度，我们选取了 4 家固废综合治理相关企业。其中，中国天楹深耕垃圾焚烧发电领域；浙富控股聚焦危险废物无害化处置及资源化回收利用领域，已实现后端多金属的深度资源化；伟明环保以垃圾焚烧发电运营及设备制造为基础，并向新能源材料领域延伸；盈峰环境主要布局智慧环卫装备与服务、垃圾焚烧发电等业务。

以 2026/9/8 收盘价计算，预计 4 家可比公司 2026 年 PE 均值为 21 倍。公司 2026 年 PE 为 17 倍，低于行业平均水平。我们认为，当前公司金属资源循环利用主要项目基本投产完成，随着产能利用率持续提升，叠加稀贵金属产业链延伸推动产品附加值提升，公司盈利能力有望进一步提升。首次覆盖，给予“买入”评级。

表17: 可比公司估值

股票代码	公司简称	股价(元)	EPS（元）					PE（倍）				
		（2026/09/08）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
000035.SZ	中国天楹	5.03	0.11	0.12	0.21	0.27	0.28	46	42	24	19	18
002266.SZ	浙富控股	4.82	0.19	0.21	0.34	0.36	0.4	25	23	14	13	12
603568.SH	伟明环保	14.29	1.59	1.29	1.26	1.44	1.65	9	11	11	10	9
000967.SZ	盈峰环境	8.06	0.16	0.17	0.23	0.28	0.32	50	47	35	29	25
	均值							33	31	21	18	16
603588.SH	高能环境	15.86	0.32	0.55	0.94	1.09	1.21	50	29	17	15	13

数据来源：iFinD，财通证券研究所
注：可比公司盈利预测采用 iFinD 一致预期

5 风险提示

金属价格大幅波动：若未来宏观经济复苏不及预期，导致以铜为代表的大宗金属或稀贵金属终端市场价格大幅回落，或者出现前端“铜价锚定”成本与后端多金属销售价格的走势错配，将可能挤压公司的固定加工利差与综合毛利率空间。

产能爬坡不及预期：江西鑫科及金昌高能二期为关键业绩引擎。若遭遇工艺调试延迟、技改磨合期拉长或高品位原料短缺，导致产能利用率落后预期，将面临较大的重资产折旧压力，拖累业绩释放节奏。

金矿“探转采”审批滞后、采矿前景不及预期：探矿权“探转采”审批存在时间与政策的不确定性；实际储量可能与勘探存在差异；同时伴生元素超标等环保压力可能推高开采成本，且存在矿山安全管理风险。

H 股发行及海外经营具有不确定性：H 股发行受两地监管审批及市场情绪影响，存在延期或中止可能；印尼、泰国等海外固废项目面临地缘政治、汇率波动及东道国环保政策突变等潜在风险。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**14499.55**	**14732.26**	**15492.53**	**18218.18**	**19841.07**
减:营业成本	12407.34	11938.79	12160.48	14391.77	15670.00
营业税费	68.77	79.96	77.46	91.09	99.21
销售费用	97.68	106.42	108.45	127.53	138.89
管理费用	510.93	538.69	619.70	728.73	793.64
研发费用	509.08	458.55	542.24	637.64	694.44
财务费用	450.75	456.14	347.89	358.35	341.08
资产减值损失	-122.16	-105.83	-3.15	0.00	0.00
加:公允价值变动收益	**74.66**	**-24.98**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
投资和汇兑收益	120.85	87.24	77.46	91.09	99.21
营业利润	**620.16**	**1164.57**	**1865.54**	**2156.35**	**2401.43**
加:营业外净收支	-12.30	-44.27	-22.00	-22.00	-22.00
利润总额	**607.86**	**1120.30**	**1843.54**	**2134.35**	**2379.43**
减:所得税	65.34	80.88	156.70	181.42	202.25
净利润	**481.82**	**838.10**	**1433.82**	**1659.99**	**1850.60**

资产负债表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2022.99	2101.57	2078.67	2341.21	2500.26
交易性金融资产	7.03	35.16	35.16	35.16	35.16
应收账款	2173.29	2483.60	3873.13	4301.51	4409.13
应收票据	10.21	6.14	8.61	9.11	8.27
预付账款	599.34	538.98	547.22	647.63	705.15
存货	5165.27	5996.96	7262.51	8395.20	9140.84
其他流动资产	883.02	826.74	826.74	826.74	826.74
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期股权投资	216.84	180.64	180.64	180.64	180.64
投资性房地产	49.94	48.31	42.31	36.31	30.31
固定资产	4109.90	3834.03	3803.79	3836.95	3840.99
在建工程	138.59	110.79	70.39	50.20	40.10
无形资产	7758.68	7403.35	7291.97	7026.60	6728.72
其他非流动资产	20.70	42.46	70.93	70.93	70.93
资产总额	**27267.77**	**26958.48**	**30238.08**	**32437.27**	**33485.38**
短期债务	6372.71	6319.39	6687.40	6702.84	5745.83
应付账款	2774.97	2302.38	3040.12	3398.06	3482.22
应付票据	107.44	94.33	135.12	119.93	87.06
其他流动负债	18.82	14.86	14.86	14.86	14.86
长期借款	4823.77	4334.53	4556.19	4556.19	4556.19
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债总额	**17371.79**	**16284.86**	**18213.74**	**18758.79**	**17962.83**
少数股东权益	**849.87**	**1026.61**	**1279.64**	**1572.58**	**1899.15**
股本	1523.23	1523.23	1523.23	1523.23	1523.23
留存收益	3702.21	4433.68	5613.98	6975.18	8492.67
股东权益	**9895.98**	**10673.62**	**12024.34**	**13678.48**	**15522.55**

现金流量表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	481.82	838.10	1433.82	1659.99	1850.60
加:折旧和摊销	625.13	639.88	660.56	685.13	704.80
资产减值准备	177.98	150.03	3.15	0.00	0.00
公允价值变动损失	-74.66	24.98	0.00	0.00	0.00
财务费用	450.34	459.81	373.11	383.30	369.17
投资收益	-120.85	-87.24	-77.46	-91.09	-99.21
少数股东损益	60.71	201.33	253.03	292.94	326.58
营运资金的变动	-814.93	-1038.58	-2622.34	-1667.16	-1037.82
经营活动产生现金流量	**759.51**	**1173.44**	**45.36**	**1285.11**	**2136.13**
投资活动产生现金流量	**-507.98**	**195.46**	**-448.01**	**-355.91**	**-317.79**
融资活动产生现金流量	**-241.49**	**-1199.88**	**7.15**	**-682.10**	**-702.28**

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	37.0%	1.6%	5.2%	17.6%	8.9%
营业利润增长率	9.8%	87.8%	60.2%	15.6%	11.4%
净利润增长率	-4.5%	73.9%	71.1%	15.8%	11.5%
EBITDA 增长率	9.4%	44.0%	22.9%	11.4%	7.8%
EBIT 增长率	7.2%	70.4%	30.4%	13.7%	9.1%
NOPLAT 增长率	5.3%	77.1%	28.6%	13.7%	9.1%
投资资本增长率	1.1%	0.8%	10.1%	6.8%	3.4%
净资产增长率	-2.3%	7.9%	12.7%	13.8%	13.5%
利润率					
毛利率	14.4%	19.0%	21.5%	21.0%	21.0%
营业利润率	4.3%	7.9%	12.0%	11.8%	12.1%
净利润率	3.7%	7.1%	10.9%	10.7%	11.0%
EBITDA/营业收入	11.1%	15.8%	18.4%	17.4%	17.3%
EBIT/营业收入	6.8%	11.4%	14.1%	13.7%	13.7%
运营效率					
固定资产周转天数	96	97	89	75	70
流动营业资本周转天数	**164**	**181**	**211**	**219**	**225**
流动资产周转天数	335	347	378	380	383
应收账款周转天数	50	57	74	81	79
存货周转天数	146	168	196	196	201
总资产周转天数	670	663	665	619	598
投资资本周转天数	549	546	548	505	486
投资回报率					
ROE	5.3%	8.7%	13.3%	13.7%	13.6%
ROA	2.0%	3.8%	5.9%	6.2%	6.6%
ROIC	4.0%	6.9%	8.1%	8.6%	9.1%
费用率					
销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用率	3.5%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%
财务费用率	3.1%	3.1%	2.2%	2.0%	1.7%
三费/营业收入	7.3%	7.5%	6.9%	6.7%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	63.7%	60.4%	60.2%	57.8%	53.6%
负债权益比	175.5%	152.6%	151.5%	137.1%	115.7%
流动比率	1.23	1.34	1.46	1.58	1.80
速动比率	0.40	0.47	0.53	0.57	0.62
利息保障倍数	2.16	3.82	5.87	6.50	7.37
分红指标					
DPS(元)	0.40	0.10	0.17	0.20	0.22
分红比率	1.26	0.18	0.18	0.18	0.18
股息收益率	7.6%	1.3%	1.1%	1.2%	1.4%

业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	0.32	0.55	0.94	1.09	1.21
BVPS(元)	5.94	6.33	7.05	7.95	8.94
PE(X)	16.4	14.0	16.8	14.6	13.1
PB(X)	0.9	1.2	2.2	2.0	1.8
P/FCF					
P/S	0.6	0.8	1.6	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.4	9.2	12.2	10.9	9.7
CAGR(%)					
PEG	—	0.2	0.2	0.9	1.1
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 09 月 08 日收盘价计算）

仅供内部参考，请勿外传

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：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。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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邀请或向他人作出邀请。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。