仅供内部参考，请勿外传

浙富控股（002266.SZ）

乘“算力”东风，金属再生龙头拐点已至

金属再生第一梯队，盈利能力进入高增长通道。浙富控股成立于 2004 年，主营水轮发电机组制造，2019 年起入局再生金属回收利用，围绕贵金属、稀散金属及其他战略性金属，逐步推进相关产品的高纯化和材料化布局。公司具备“收集—贮存—无害化处理—资源深加工”前后端一体化全产业链能力，可实现铜、金、银、钯、锡、镍、铅、锌、锑等十几种有价金属的梯级富集与深度提纯。2021 至 2025 年，公司营收稳步增至 232.1 亿元，复合增长率达 13.2%；受金属价格下行及套保因素影响，归母净利润自 2021 年 23.1 亿元持续回落至 2024 年 9.7 亿元，2025 年伴随危废产能爬坡及有色金属价格上涨公司净利润提升至 11.2 亿元，同比增长 15.1%。2026 年继续高增长态势，H1 实现归母净利润 13.6 亿元，同比增长 139.5%。随着金属资源化向算力稀贵、稀散金属延伸、清洁能源装备在水电及核电领域持续升级，公司营收与利润水平有望稳步提升。

稀缺的 AI 金属平台。公司 AI 算力金属业务以“火法富集—湿法分离”联合提炼工艺为技术底座，形成了区别于传统铜冶炼企业的多金属协同回收禀赋优势，本质上是基于“城市矿山”的深度开发而非依赖铜精矿冶炼。2025 年公司核心算力金属已形成规模化产量，包括铜 18.5 万吨、锡 5310.9 吨、铂 1.3 吨及钌铑铱合计 146.0 千克，下游广泛覆盖 AI 服务器先进封装焊料及芯片制造等算力基础设施。伴随全球算力市场加速扩张，算力金属如铜、锡价格 2025 年至今分别上涨约 63.9%与 90.5%，未来供需缺口持续走扩，价格中枢有望维持高位，为公司盈利注入新动能。

“十五五”核电水电双景气周期确立，双线布局充分受益。算力需求的高速增长正倒逼电力供给体系加速重构，2030 年我国数据中心用电量将突破 7000 亿千瓦时，而 AI 算力 7×24 小时不间断运行的刚性用电需求，使核与水电的稳定属性成为最可靠的能源底仓。“算电协同”已上升为政策行动，为核电与水电装机打开了确定性增长空间：“十五五”明确核电装机达 1.1 亿千瓦、水电达 5.7 亿千瓦，对应 2026—2030 年核电复合增速约 12.0%，水电复合增速约 4.8%。公司前瞻卡位、双线布局——核电端卡位“华龙一号”控制棒驱动机构唯一供应商，四代快堆主泵样机已通过试运行；水电端覆盖全系列机组、年产 20 台套抽蓄产能。在核电审批常态化、抽蓄集中投产与“算电协同”落地的三重共振下，公司高端能源装备业务后续订单有望进一步增厚。

投资建议：公司当前具备业绩高弹性，金属回收利用业务受益于有色金属价格上涨，高端能源装备业务受益于“十五五”核电大规模建设目标。此外，AI 算力金属需求高速增长，有望打造新盈利增长极。我们预计公司 2026/2027/2028 实现归母净利润 23.3/26.6/29.8 亿元，对应 PE10.6/9.2/8.3X，给予“买入”评级。

风险提示：金属价格波动及库存减值风险、政策及行业监管风险、技术研发及应用风险、原材料与运营管理风险、行业竞争加剧风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	20,912	23,214	28,818	32,997	34,646
增长率 yoy（%）	10.3	11.0	24.1	14.5	5.0
归母净利润（百万元）	971	1,118	2,326	2,659	2,978
增长率 yoy（%）	-5.3	15.1	108.1	14.3	12.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.19	0.21	0.45	0.51	0.57
净资产收益率（%）	8.6	9.3	17.0	17.0	16.7
P/E（倍）	25.3	22.0	10.6	9.2	8.3
P/B（倍）	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4

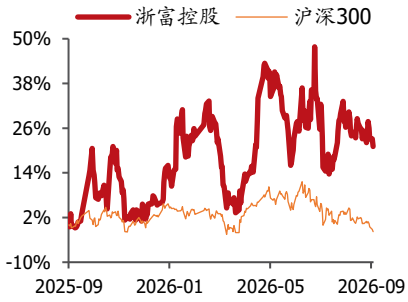
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 09 月 15 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	环境治理
09 月 15 日收盘价（元）	4.71
总市值（百万元）	24,582.77
总股本（百万股）	5,219.27
其中自由流通股（%）	92.78
30 日日均成交量（百万股）	66.50

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

研究助理 黄琛睿

执业证书编号：S0680125100005

邮箱：huangchenrui@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	15722	18907	22488	26659	30323
现金	4484	4443	6437	7570	9596
应收票据及应收账款	804	1414	1202	1555	1731
其他应收款	113	88	161	184	193
预付账款	265	358	463	472	514
存货	8425	10666	12253	14666	16030
其他流动资产	1630	1938	1972	2212	2259
非流动资产	8920	8803	8768	8834	8906
长期投资	383	362	362	362	362
固定资产	4543	4831	4913	4996	5078
无形资产	796	726	726	726	726
其他非流动资产	3198	2884	2766	2749	2740
资产总计	24642	27710	31256	35493	39230
流动负债	11925	14856	16561	18679	20051
短期借款	2335	3399	4532	5122	6052
应付票据及应付账款	7200	9000	9090	10361	10824
其他流动负债	2391	2457	2939	3195	3175
非流动负债	1238	602	687	775	863
长期借款	896	263	351	439	526
其他非流动负债	342	339	336	336	336
负债合计	13163	15458	17248	19454	20914
少数股东权益	197	217	289	397	522
股本	5219	5219	5219	5219	5219
资本公积	3	3	3	3	3
留存收益	6517	7376	9056	10978	13131
归属母公司股东权益	11282	12035	13719	15641	17793
负债和股东权益	24642	27710	31256	35493	39230

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1540	31	1786	1842	2513
净利润	1008	1179	2398	2768	3103
折旧摊销	564	593	417	417	417
财务费用	109	69	131	161	187
投资损失	-3	41	-49	7	7
营运资金变动	-230	-1971	-1200	-1510	-1196
其他经营现金流	92	121	89	-1	-4
投资活动现金流	-743	-633	-201	-489	-493
资本支出	-817	-647	-487	-482	-486
长期投资	-17	-69	0	0	0
其他投资现金流	91	84	286	-7	-7
筹资活动现金流	-7	478	409	-219	5
短期借款	-425	1064	1133	591	929
长期借款	-131	-633	88	88	88
普通股增加	-25	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	574	47	-811	-898	-1012
现金净增加额	786	-130	1994	1133	2025

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	20912	23214	28818	32997	34646
营业成本	18394	20388	24506	27788	28854
营业税金及附加	120	129	170	211	239
营业费用	32	28	43	82	121
管理费用	561	585	761	888	949
研发费用	941	1000	1251	1432	1504
财务费用	93	65	116	138	160
资产减值损失	-85	-4	-17	-17	-10
其他收益	365	501	527	604	634
公允价值变动收益	46	-1	0	0	0
投资净收益	-4	-49	49	-7	-7
资产处置收益	8	1	3	7	3
营业利润	1095	1389	2534	3045	3439
营业外收入	6	5	27	29	31
营业外支出	12	7	16	18	20
利润总额	1090	1387	2544	3056	3450
所得税	82	208	147	288	347
净利润	1008	1179	2398	2768	3103
少数股东损益	36	61	72	109	125
归属母公司净利润	971	1118	2326	2659	2978
EBITDA	1712	2099	3078	3611	4028
EPS（元/股）	0.19	0.21	0.45	0.51	0.57

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	10.3	11.0	24.1	14.5	5.0
营业利润(%)	9.4	26.8	82.5	20.2	13.0
归属母公司净利润(%)	-5.3	15.1	108.1	14.3	12.0
获利能力					
毛利率(%)	12.0	12.2	15.0	15.8	16.7
净利率(%)	4.6	4.8	8.1	8.1	8.6
ROE(%)	8.6	9.3	17.0	17.0	16.7
ROIC(%)	6.8	7.5	12.5	12.7	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	53.4	55.8	55.2	54.8	53.3
净负债比率(%)	-3.6	3.1	-3.0	-5.5	-10.3
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
应收账款周转率	32.6	21.0	22.1	24.1	21.2
应付账款周转率	12.6	11.4	11.6	11.8	11.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.21	0.45	0.51	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.01	0.34	0.35	0.48
每股净资产(最新摊薄)	2.16	2.31	2.63	3.00	3.41
估值比率					
P/E	25.3	22.0	10.6	9.2	8.3
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.3	10.5	7.8	6.6	5.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 15 日收盘价

内容目录

一、聚焦金属再生，差异化布局高端能源装备 4
1.1 从水电龙头到金属资源再生深耕 4
1.2 公司股东结构及管理层稳定成熟 8
1.3 金属资源化业务盈利显著反弹，高端能源装备稳定增长 9
二、稀缺的 AI 算力小金属平台 14
2.1 提前布局算力金属全产业链回收体系 14
2.2 算力金属待价值重估 14
2.3 锡：AI 驱动供需缺口延续 15
2.4 铜：AI 重塑成长属性 16
三、“十五五”规划提升高端能源装备行业景气度 19
3.1 核电行业进入确定性增长通道 19
3.2 抽水蓄能装备将贡献核心增量 20
四、盈利预测 21
4.1 盈利预测假设与业务拆分 21
4.2 估值分析 22
风险提示 23

图表目录

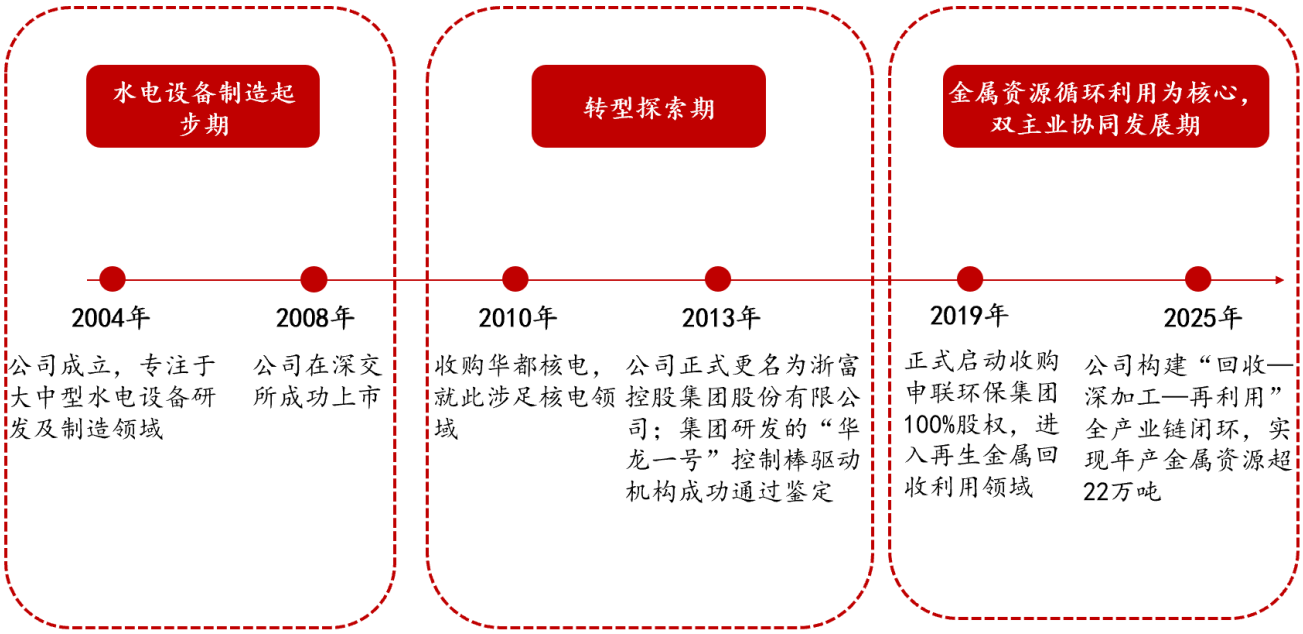
图表 1：浙富控股发展历程 4
图表 2：金属资源化业务全产业链布局 5
图表 3：核电装备产品 6
图表 4：水电装备产品 7
图表 5：浙富控股股权结构及核心业务主体（股东持股截至 2026 年 8 月 7 日） 8
图表 6：核心管理层情况（截至 2026 年 9 月 10 日） 8
图表 7：公司营收及增速 9
图表 8：公司归母净利润及增速 9
图表 9：2022-2024 年铜价变动 9
图表 10：2025 年危废处置及资源化产品占总营收 94.4%（亿元） 10
图表 11：2025 年危废处置及资源化产品占总毛利 82.4%（亿元） 10
图表 12：公司毛利率与净利率情况 10
图表 13：2025 年公司子公司申联环保集团营业收入（亿元） 11
图表 14：2025 年公司子公司申联环保集团净利润（亿元） 11
图表 15：公司 2025 年金属资源化产量 11
图表 16：2025 再生金属产销量变动 12
图表 17：2025 年公司清洁能源设备业务毛利润温和上行 12
图表 18：2025 年公司清洁能源设备业务节奏性波动回落 12
图表 19：公司费用率 13
图表 20：公司现有主要算力金属产能 14
图表 21：中国算力市场规模预测 15
图表 22：全球 AI 服务器出货量 15
图表 23：全球精锡消费量 15
图表 24：全球精锡产量 16
图表 25：LME 锡价格 16
图表 26：全球数据中心铜消费量预测（万吨） 17
图表 27：全球精炼铜需求量 17
图表 28：全球精炼铜产量 17
图表 29：LME 铜价格 18
图表 30：我国核电新增装机容量 19
图表 31：我国核电发电量及占比 19
图表 32：我国水电新增装机呈阶段性波动 20
图表 33：浙富控股盈利预测表 21
图表 34：可比公司估值分析（2026/9/15） 22

一、聚焦金属再生，差异化布局高端能源装备

1.1 从水电龙头到金属资源再生深耕

公司成立于 2004 年，以水轮发电机组制造起家，2010 年后开展多元化转型，先后切入核电装备与金属再生赛道，现已完成从单一设备制造商向“资源循环 + 高端制造”格局的战略升级。回看公司的发展历程，共经历三个发展阶段：1）2004-2010 年：公司发展初期，专注大中型水电设备研发与制造，逐步成长为国内水电设备制造龙头；2）2010-2019 年：从单一水电业务向核电、清洁能源装备多元化拓展；3）2019-至今：入局再生金属回收利用，围绕贵金属、稀散金属及其他战略性金属，逐步推进相关产品的高纯化和材料化布局。

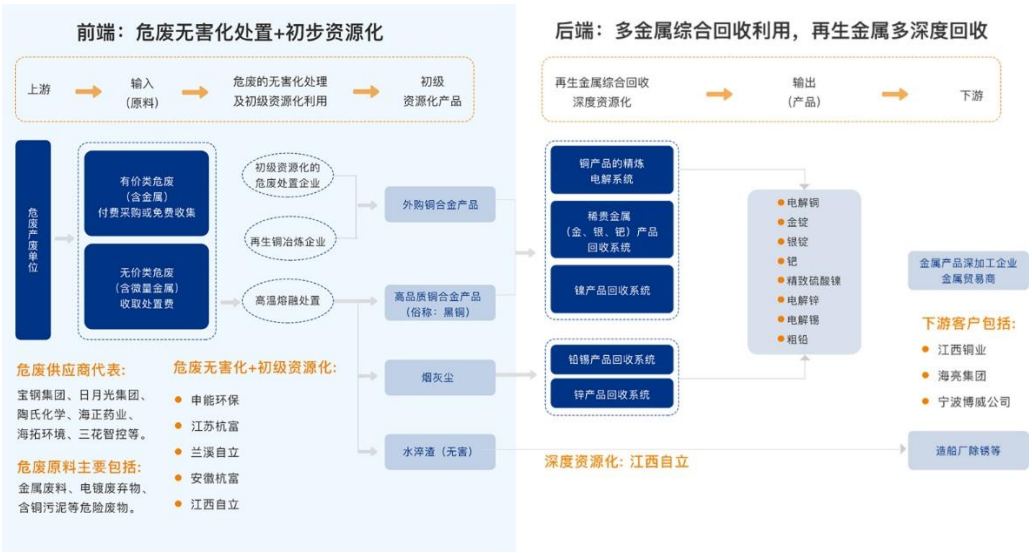
图表1：浙富控股发展历程



资料来源：浙富控股官网，公司公告，国盛证券研究所

再生金属回收利用业务：自 2020 年 6 月完成收购后由全资子公司申联环保集团承载，为国内少数具备“收集—贮存—无害化处理—资源深加工”前后端一体化全产业链能力的平台。公司针对上游产废企业产生的各类危废及固废，进行差异化处置，在实现无害化的同时，将铜、金、银、钯、镍、锡、锌、铅、铂、锑、铋、铑、钌、铱共 14 种有价金属进行梯级富集与深度提纯，后端产品品位高于同业。

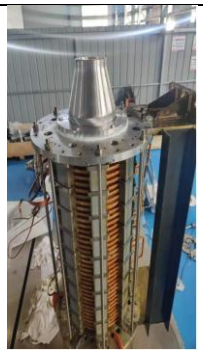
图表2：金属资源化业务全产业链布局



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

核电装备业务：主要通过四川华都核设备制造有限公司（华都核电）与杭州浙富核电设备有限公司（浙富核电）两大主体运营。为国内拥有自主知识产权的三代核电技术“华龙一号”控制棒驱动机构的唯一供应商，同时具备四代商用核反应堆核心部件、可控核聚变关键部件的研制能力。核电产品主要分为控制棒驱动机构、核主泵及其他核岛设备、核聚变相关设备三大类。

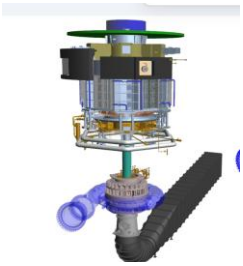
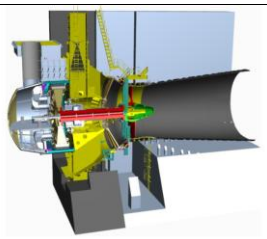
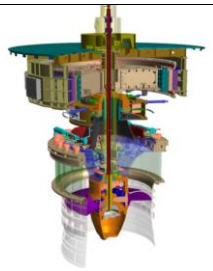
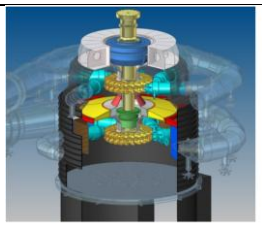
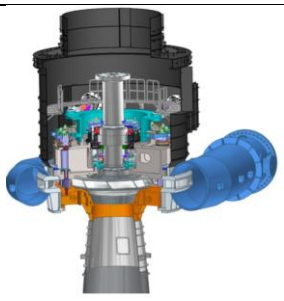
图表3：核电装备产品

产品系列及示例		产品介绍
华都控制棒驱动机构	 福清 5、6#机组控制棒驱动机构部件	**产品特点：**公司通过子公司四川华都为“华龙一号”福清 5、6 号机组提供具有完全自主知识产权的 ML-B 型控制棒驱动机构（CRDM）。该产品通过了三代标准的抗震试验并满足 60 年使用寿命，且在热态极限寿命试验中创下 1512 万步的世界最高运行记录。
液态金属反应堆主泵	 钠冷快中子反应堆	**产品特点：**钠冷快中子反应堆是目前实际投入商业运行的技术最为成熟的第四代核反应堆。公司为国内第一个获得钠冷快中子反应堆一回路主循环泵制造许可的单位，也是第一个获得供货业绩的单位。该产品是当前全球体型最大的核主泵，公司攻克了超大面积硬质合金堆焊技术、高同轴度多分段主轴加工技术、大型复杂离心泵叶轮整体加工技术。
	 铅铋冷却快中子反应堆	**产品特点：**铅铋冷却快中子反应堆是国家重点研发的第四代核反应堆堆型，具有体积小、固有安全性高的特点。公司利用自身在快中子反应堆核主泵研制上的技术基础，持续推进铅铋冷却快中子反应堆核主泵的研制，迄今已完成了兆瓦级、十兆瓦级核主泵原理样机的研制，百兆瓦级核主泵的设计论证。
核聚变设备	 液态金属反应堆用电磁泵	**产品特点：**公司是国内鲜有的核安全级电磁泵供应商，具有完整、独立的电磁泵设计、制造、试验能力。浙富核电已经拥有了钠介质电磁泵和铅铋介质电磁泵的供货业绩，综合性能指标处于世界先进。同时公司已完成研发适配聚变堆工艺回路的液态金属电磁泵等核聚变产品。

资料来源：公司官网，公司公告，中国证券报，国盛证券研究所

水电装备业务：公司全资子公司浙富水电是国内领先的大中型成套水
产品矩阵覆盖贯流式、轴流式、混流式三大常规机型，并延展至抽
程机电总承包及电站机电设备总承包等多元业务领域，形成了从单
付的综合服务能力。

图表4：水电装备产品

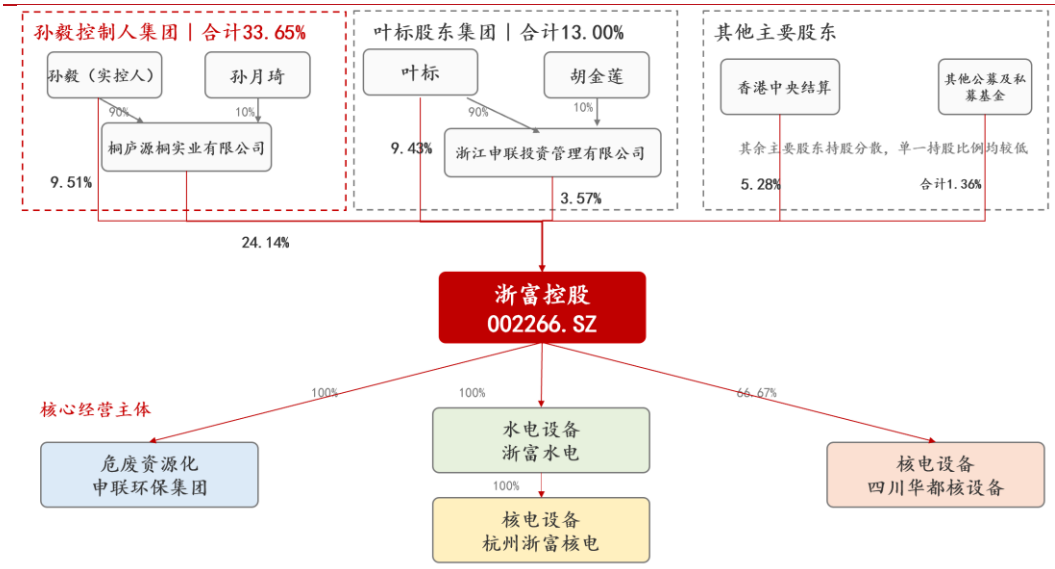
产品系列及示例		产品介绍
混流式机组	 老挝 XPXN 水轮发电机组	**产品特点：**混流式水轮机产品型谱全面覆盖 50~700m 水头段，单机容量达 700MW 级，转轮直径突破 10m，累计供货超 130 台套；典型业绩如老挝 XPXN 水电站 3×126MW 超高水头机组，最高水头 689.6m（全球第二、亚洲第一），转轮直径 2.5m，充分验证公司在超高水头、大容量等复杂工况下的设计制造能力与长期服役可靠性。
灯泡贯流式机组	 犍为水轮发电机组	**产品特点：**灯泡贯流式机组一般应用于 2～30m 水头范围，公司灯泡贯流式机组设计制造能力可完全覆盖该水头范围，单机容量可达 80MW 左右，转轮直径可达 9m。目前已供货灯泡贯流式机组约 100 多台套。
轴流式机组	 格拉芙水轮发电机组	**产品特点：**轴流式水轮机产品型谱全面覆盖 3~50m 低水头段，单机容量达 220MW 级，转轮直径突破 12m，累计供货超 80 台套，充分体现公司在低水头、大流量工况下的设计制造能力及规模化工程交付实力。
冲击式机组	 冲击式机组	**产品特点：**冲击式机组适用水头范围较广，一般应用水头多高于 400m，甚至可高达 2000m 以上。目前公司已供货各类立式和卧式大型冲击式机组约 10 多台套。
抽水蓄能机组	 水泵水轮机	**产品特点：**抽水蓄能技术路线已高度成熟，具备极高的可靠性与安全性，开发前景广阔。抽水蓄能机组正加速向高水头、大容量、大型化方向迭代升级，技术参数持续突破，发展趋势明确。

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.2 公司股东结构及管理层稳定成熟

控制权清晰，股权集中度较高。截至 2026 年 8 月 7 日，公司总股本 52.2 亿股，控股股东桐庐源桐直接持股 24.1%，实际控制人孙毅直接持股 9.5%，并持有桐庐源桐 90%股权，实际控制人一方合计控制表决权比例达 33.7%，控制链条清晰且权责集中。第二大股东叶标直接持股 9.4%，并通过控股浙江申联投资（持股 90%）间接持有 3.2%股权，一致行动关系下合计持股 13.0%。两大股东阵营合计掌控 46.7%的表决权，实际控制人集团领先第二大股东阵营 20.7 个百分点，控制权优势显著，决策效率具备制度性保障。

图表5：浙富控股股权结构及核心业务主体（股东持股截至 2026 年 8 月 7 日）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

团队展现出深厚的产业积淀与技术基因。在核电方面，公司副总裁方静辉先生（浙江大学机械工程专业科班出身）系公司完全内生培育的核电核心技术领军人才，从基层设计岗位逐步成长至核电业务负责人，为公司核电业务的持续创新与前沿技术攻关提供了稳定的技术掌舵人保障。在传统水电领域，多名高管出身于富春江水电设备总厂体系，如副总裁郑怀勇等，确保了公司在传统水电领域的核心技术传承与生产经验。

图表6：核心管理层情况（截至 2026 年 9 月 10 日）

姓名	现任职务	出生年份/学历	关键履历与产业经验
孙毅	董事长	1967 年；硕士；高级经济师	公司控股股东、实际控制人；兼任申联环保集团董事长、浙富水电执行董事、华都核设备董事长。
李劼	董事、总裁	1984 年；清华大学硕士；法律职业资格	历任公司首席风险官、亚洲清洁能源集团总经理、印尼巴丹图鲁水电公司董事长等。
郑怀勇	董事、副总裁	1972 年；工商管理硕士	现兼任浙富水电总经理、富安水力研究所董事长；长期从事水电设备市场和经营管理。
方静辉	副总裁	1982 年；浙江大学机械工程硕士	现兼任新产品研发中心总经理、浙富核电董事长；历任设计师、副总设计师、核电设计部部长。
孙峰民	副总裁	1968 年；工商管理硕士	历任桐庐县旅游局、经贸局主要负责人及桐庐经济开发区管委会主任等。
李娟	董事、财务总监	1972 年；注册会计师、注册税务师	曾任职于浙江天孚、浙江正大会计师事务所及信永中和杭州分所。
王芳东	董事会秘书	1990 年；谢菲尔德大学财务与金融硕士	现兼任证券管理中心总经理；拥有投资助理与董秘助理经验。

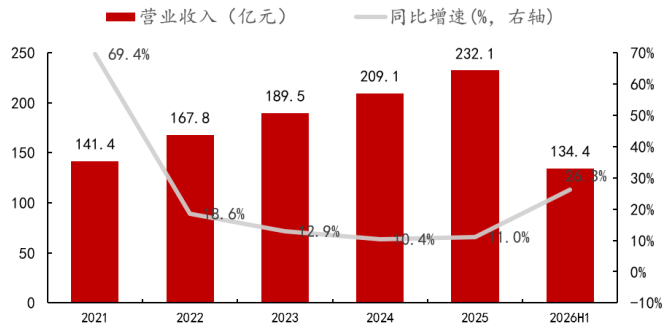
资料来源：Choice，国盛证券研究所

整体看，公司股权结构呈现创始人深度绑定与战略投资者并重的特征，股权结构稳定、控制权清晰。高管团队则体现“创业元老 + 高学历专业化 + 产业协同”的组合，兼具产业积淀与专业素养，为公司“聚焦金属再生，发展特色高端能源装备业务”战略的推进提供了坚实的治理保障。

1.3 金属资源化业务盈利显著反弹，高端能源装备稳定增长

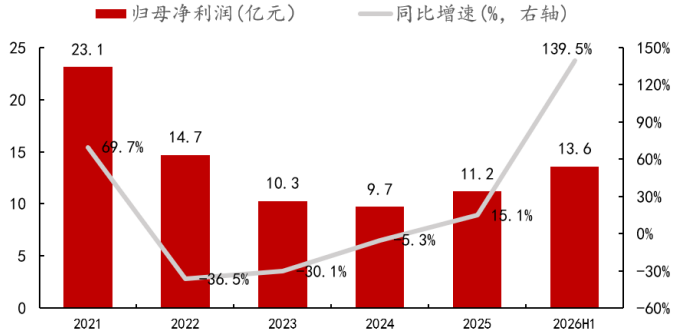
2025 年公司实现归母净利润 11.2 亿元，同比上升 15.1%。2021-2025 年，浙富控股营业收入从 141.4 亿元攀升至 232.1 亿元，4 年复合增长率达 13.2%，呈现持续增长趋势。利润端则承压明显，归母净利润自 2021 年 23.1 亿元高点回落至 2024 年 9.7 亿元，主因金属价格下行及上游原材料价格上涨，其中占金属产量逾 80%的铜在 2022-2024 年间均价下跌约 9.9%，双重挤压下盈利中枢显著下移。2025 年，伴随金属价格上行及清洁能源设备订单加速兑现，公司业绩迎来回暖，营收及归母净利润分别同比上涨 11.0%、15.1%；2026 年 H1 公司营收和归母净利润同比分别大幅增长 26.3%、139.5%。随公司延申布局算力稀贵及稀散金属，清洁能源装备在水电、核电赛道持续升级，上行空间已然打开。

图表7：公司营收及增速



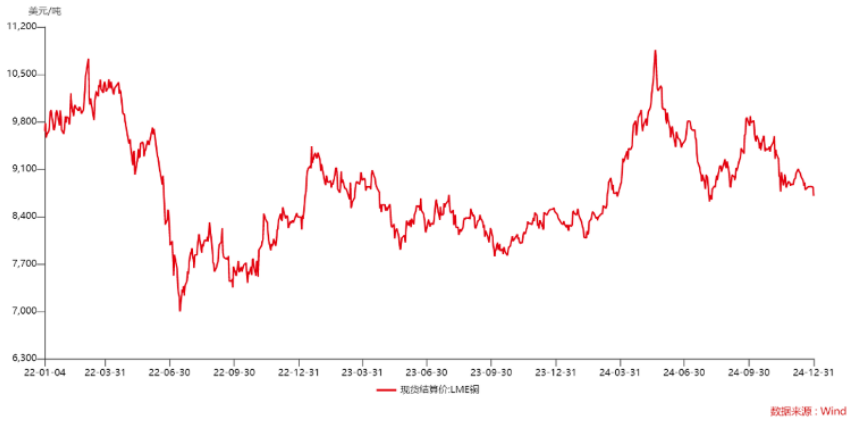
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

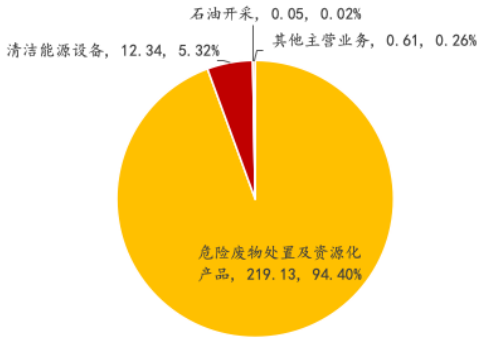
图表9：2022-2024 年铜价变动



资料来源：Wind，国盛证券研究所

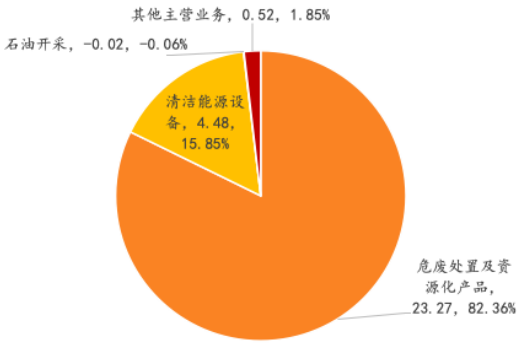
“金属资源循环利用 + 高端能源设备”双轮驱动格局。公司主营业务系危废资源化及清洁能源设备。危废资源化业务 2025 年实现 219.1 亿元的营业收入，占公司总营收比例达 94.4%；清洁能源设备业务营收 12.3 亿元，占比 5.3%；石油开采等其他主营业务业绩表现不佳已于 2025 年 7 月出清，不再形成收入贡献，公司后续或将持续择机处置不良资产。

图表10：2025 年危废处置及资源化产品占总营收 94.4%（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

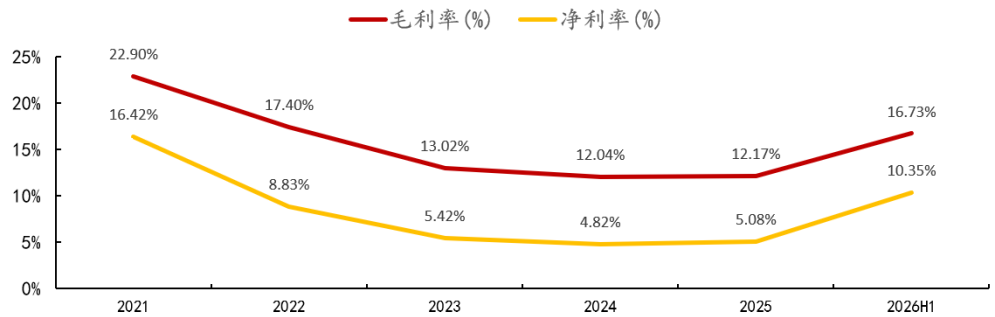
图表11：2025 年危废处置及资源化产品占总毛利 82.4%（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2021-2024 年，公司毛利率及净利率持续走低，2025 年迎来回暖。2021-2024 年由于受公共事件影响，上游产废量有所回落。供给趋紧背景下，公司收料竞争有所加剧，原材料采购价格相应上行；与此同时，部分稀贵金属产品价格承压走弱，成本端与收入端双向挤压，致使公司资源化业务毛利率出现较大幅度下滑。公司近年计划向更高附加值的稀贵金属领域延伸，2025 年后由于经济复苏，上游电子行业企业产能提升使得原料供应成本降低，叠加有色金属价格上涨形成盈利能力回暖。

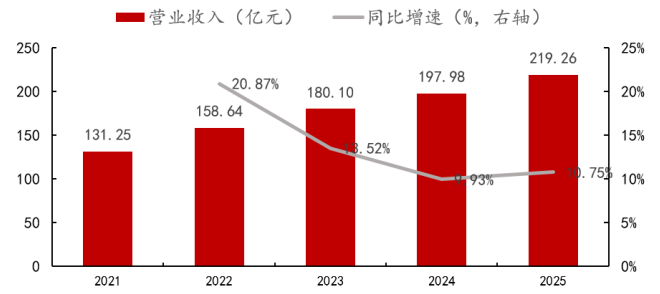
图表12：公司毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

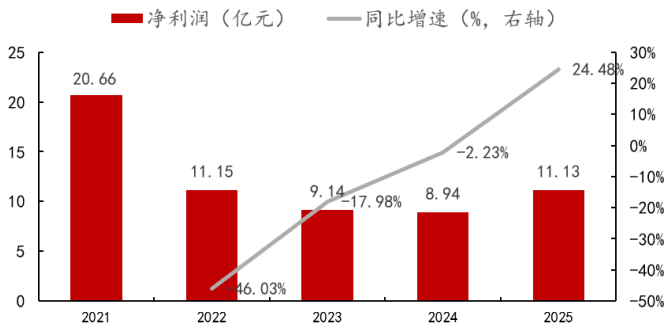
公司核心业务聚焦危废处置及资源化产品，该板块营收主要由公司旗下子公司申联环保集团公司贡献。从业绩表现来看，申联环保集团公司业绩呈稳健增长趋势，2025 年营业收入达 219.3 亿元，实现净利润 11.1 亿元，同比增速达 24.5%。2021-2024 年盈利能力持续下降，2025 年有所回升，主要源于 2025 年稀贵金属（铑、铱、钌）及稀散金属（铋）的产量释放构成结构升级方向，对公司盈利质量提升形成支撑。2025 年公司再生金属板块已覆盖铜、镍、铅、锌、锡、铋、锑、金、银、铂、钯、钌、铑、铱等 14 种主要金属，共销售铜 18.4 万吨，金 4.1 吨，银 122.5 吨，镍 7,489.8 吨等金属，产销率维持高位。

图表13：2025 年公司子公司申联环保集团营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表14：2025 年公司子公司申联环保集团净利润（亿元）



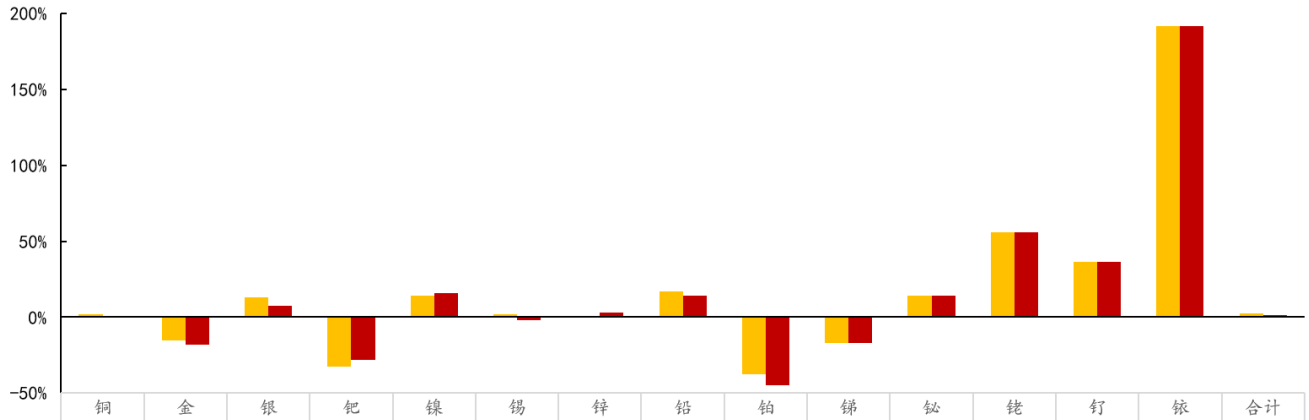
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表15：公司 2025 年金属资源化产量

产品名称	单位	产量	销量	产销率
铜	吨	185,217.20	183,860.13	99.27%
金	克	4,093,801.93	4,077,858.29	99.61%
银	千克	121,638.45	122,511.03	100.72%
钯	克	2,408,439.19	2,587,384.92	107.43%
镍	吨	7,410.55	7,489.82	101.07%
锡	吨	5,310.94	5,326.21	100.29%
锌	吨	17,649.91	17,644.44	99.97%
铅	吨	6,814.30	6,800.81	99.80%
铂	克	1,296,753.68	1,296,937.24	100.01%
锑	吨	291.10	291.10	100.00%
铋	吨	117.39	117.39	100.00%
铑	克	79,821.09	79,821.09	100.00%
钌	克	34,654.83	34,654.83	100.00%
铱	克	31,530.25	31,530.25	100.00%
合计	吨	222,940.97	221,660.52	99.43%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表16：2025 再生金属产销量变动

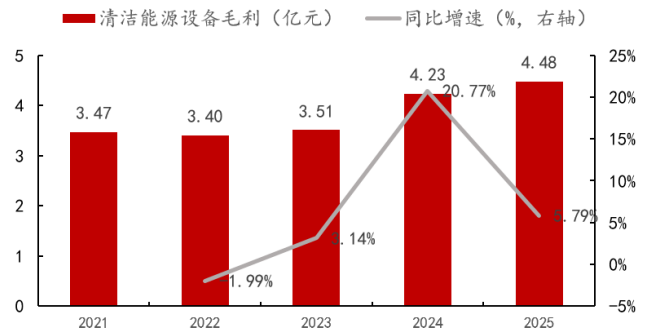


	铜	金	银	钯	镍	锡	锌	铅	铂	锑	钛	铑	钌	铱	合计
产量同比	2.03%	-15.24%	12.92%	-32.47%	13.91%	1.82%	0.05%	17.25%	-37.82%	-16.73%	14.14%	55.96%	36.52%	191.98%	2.60%
销量同比	0.24%	-17.94%	7.68%	-28.35%	15.94%	-2.04%	2.82%	14.30%	-45.01%	-16.73%	14.14%	55.96%	36.52%	191.98%	1.21%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

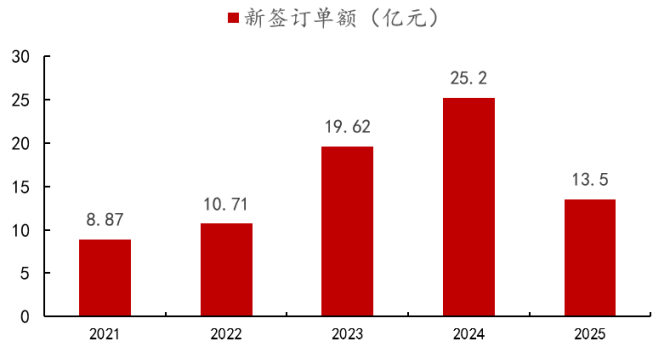
公司特色业务聚焦高端能源设备，2025 年高端能源设备业务收入 12.3 亿元，毛利率达 36.3%，成为高利润引擎。受核电常态化审批、抽水蓄能集中投运、雅鲁藏布江水电长期增量等长期需求共同支撑，公司清洁能源装备业务订单、利润同步兑现，2025 年该板块业务利润上行至 4.5 亿元，新签合同额有所回落属节奏性波动，对应利润端同比增长约 5.8%，较上年（+20.8%）有所回落。水电设备销量同比增长 42.7%，带动清洁能源设备收入上升。

图表17：2025 年公司清洁能源设备业务毛利润温和上行



资料来源：Wind，国盛证券研究所

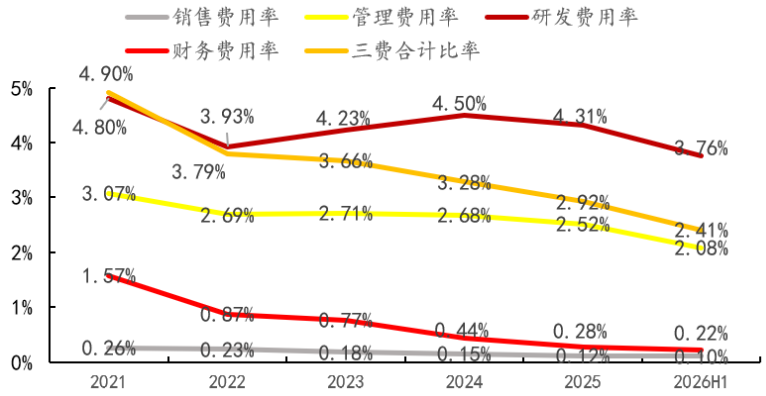
图表18：2025 年公司清洁能源设备业务节奏性波动回落



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司成本控制能力良好。2021-2025 年，公司三费合计比率呈持续下降趋势，主要得益于财务费率的持续下降，2025 年公司三费合计 6.8 亿元，同比下降 1.2%，占营业收入的比例为 2.9%，体现出公司较强的成本控制能力。公司 2025 年持续加码研发投入，研发费用达 10 亿元，研发人员增至 1,084 人，同比增长 23.7%，累计持有专利 387 项，加速构筑技术壁垒。

图表19：公司费用率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

二、稀缺的 AI 算力小金属平台

2.1 提前布局算力金属全产业链回收体系

浙富控股的核心竞争力在于其全产业链稀贵金属综合回收体系，该体系以“火法富集—湿法分离” 的联合提炼工艺为技术底座。首先通过高温熔融技术将工业危废（如电镀污泥、金属废料等）中的有价金属进行物理态富集，生成富含铜、金、银、钯、锡等多金属的中间合金产物即黑铜，随后依托多金属定向分离与梯级萃取技术，对黑铜进行深度资源化处理，实现其中伴生的二十余种元素的逐级分离与高纯化提纯。
区别于传统的单一铜冶炼企业，公司的冶炼流程天然具备多金属协同回收的禀赋优势，并非单纯依赖铜精矿的冶炼加工，而是基于“城市矿山”的深度开发。其终端产品矩阵已广泛覆盖 AI 算力产业链上游的关键金属品种。根据公司 2025 年度产量数据，其核心算力金属年产量已形成规模化体量，其中铜 18.5 万吨、锡 5310.9 吨、铂 1.3 吨、钌铑铱合计 146.0 千克。这使公司在 AI 算力资本开支上行周期中，具备了稀缺的资源属性和量价弹性。

图表20：公司现有主要算力金属产能

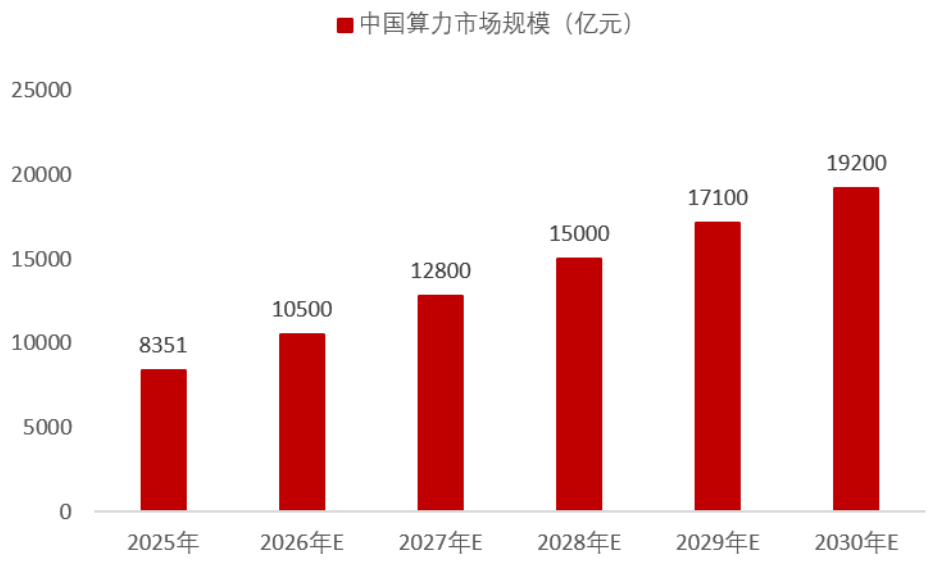
产品名称	应用范围	2025 年产量
铜	AI 服务器配电、高速铜缆互联、液冷散热	18.5 万吨
锡	先进封装焊料、PCB 焊接	5310.9 吨
铂	数据存储（HDD）、数据中心	1.3 吨
钌铑铱	芯片制造、新型存储器件（如 HBM）	共 146.0 千克

资料来源：新浪财经，上海金属网，期货日报网，公司公告，国盛证券研究所

2.2 算力金属待价值重估

算力金属指的是在 AI 算力基础设施的硬件制造与封装过程中，具备高导电导热性、高稳定性等关键物化特性，构成 AI 服务器、数据中心及光模块等基础设施建设不可替代或难以替代的金属材料。涵盖了铜、锡、铟、镓、锗、钨、钼、锑以及铂族金属在内。据中商产业研究院预测，中国算力产业市场规模有望自 2025 年的 8,351 亿元攀升至 2030 年的 19200 亿元，对应期间复合增速达 18.1%，算力基础设施正步入加速扩张周期。在此带动下，算力金属价格迎来系统性上行，以铜、锡为代表，2025 年至今现货均价分别取得约 65.7%与 93.7%的显著涨幅。从工业时代的"战略矿产"到智能时代的"算力底座"，稀贵金属正在被 AI 产业链重新定义，资源稀缺性溢价有望持续释放，对于公司而言，依托现有金属资源化技术积淀向算力稀贵金属回收领域延伸，有望充分受益于这一资源价值重估窗口期，为公司盈利增长注入新动能。

图表21：中国算力市场规模预测



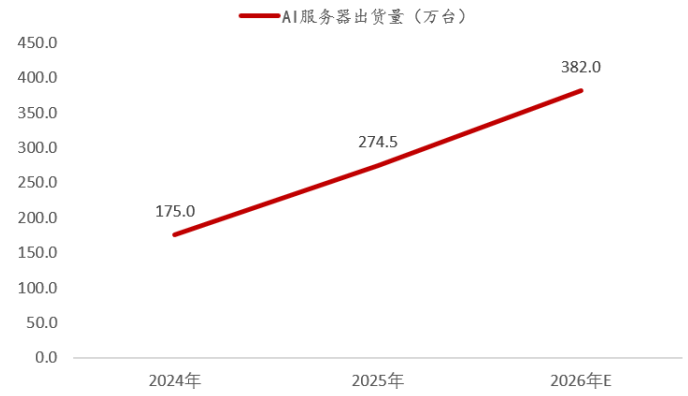
资料来源：中商产业研究院，国盛证券研究所

2.3 锡：AI 驱动供需缺口延续

需求端：AI 算力贡献近半数精锡消费增量

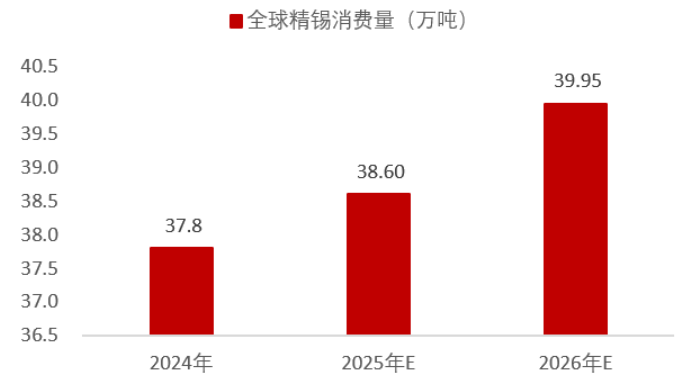
当前，算力金属行业正处于由全球 AI 竞赛驱动的快速扩张期，需求增长的核心驱动力已由镀锡板等传统应用领域，全面切换至 AI 算力基础设施建设所催生的结构性增量需求。以浙富控股核心产品精锡为例，2025 年全球精锡消费量预计同比增长 2%至 38.6 万吨，净增量约 0.8 万吨。需求结构层面，单台 AI 服务器用锡量可达 3.7-4.7KG，显著高于传统服务器；2025 年全球 AI 服务器出货量由 175 万台跃升至 274.5 万台，净增 99.5 万台，对应精锡需求增量约 0.4-0.5 万吨，占全球精锡需求增量的 46.3%-62.5%。这意味着，当前锡消费的边际增量中，近半数由 AI 算力单因素驱动，充分印证算力金属正从传统周期性品种向成长性战略资源进行估值体系的重塑。

图表22：全球 AI 服务器出货量



资料来源：中商产业研究院，TrendForce，国盛证券研究所

图表23：全球精锡消费量

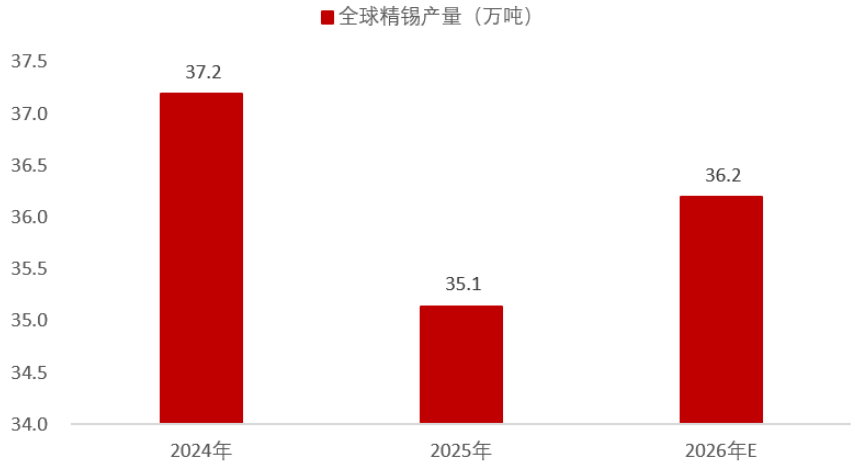


资料来源：Coface，九方智投，国盛证券研究所

供给端：供给持续收紧，价格进入上涨通道

从精锡供给情况看，由于上游矿端供给约束：缅甸佤邦复产进程缓慢，截止 26 年 3 月产能仅恢复至停产前的 40%-50%；印尼持续收紧矿业政策；刚果（金）核心矿区武装冲突风险延续等多重供给限制下，精锡产量增长弹性极为有限。2025 年全球精锡产量约为 35.1 万吨，供需缺口约 3.5 万吨，较 2024 年缺口 0.6 万吨大幅增长。进入 2026 年，尽管产量有所修复，但增幅极为温和，Coface 预测全球精锡产量增长 3%，供需缺口进一步扩大。

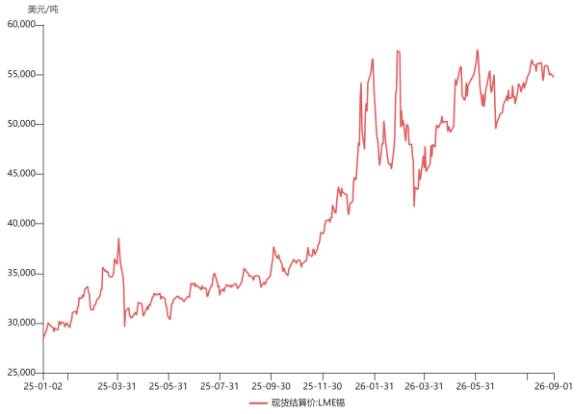
图表24：全球精锡产量



资料来源：上海金属网，Coface，国际锡业协会，国盛证券研究所

综合来看，2026 年全球锡市场的供需缺口预计将延续，供应端增量有限与需求端强劲增长的矛盾仍存，锡价中枢有望维持高位波动，而公司作为国内重要的锡生产商，受益涨价红利。

图表25：LME 锡价格



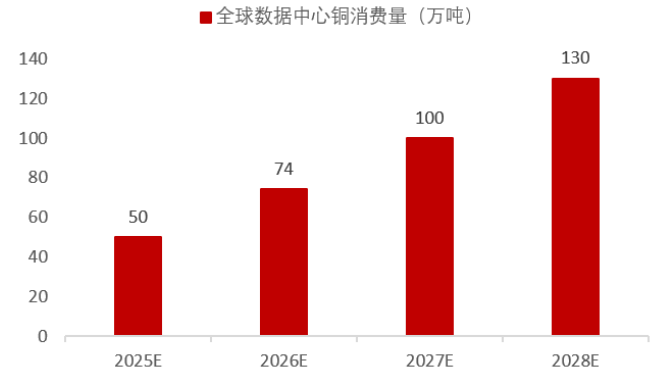
资料来源：wind，国盛证券研究所

2.4 铜：AI 重塑成长属性

需求端：由宏观周期驱动转为产业刚需决定。算力中心及其配套基础设施的资本开支持续加码，正为铜需求开辟显著的增量蓝海。据行业测算，单台 AI 服务器用铜量约 15–20 公斤，达传统服务器的 3–4 倍；大型智算中心在供电、布线及液冷系统建设中，单个项目耗铜量可达数十吨量级。AI 算力行业已然成为铜消费增长的核心引擎：据摩根士丹利预测，2025 年全球数据中心铜消费量约 50 万吨，预计 2026 年攀升至 74 万吨，2028 年

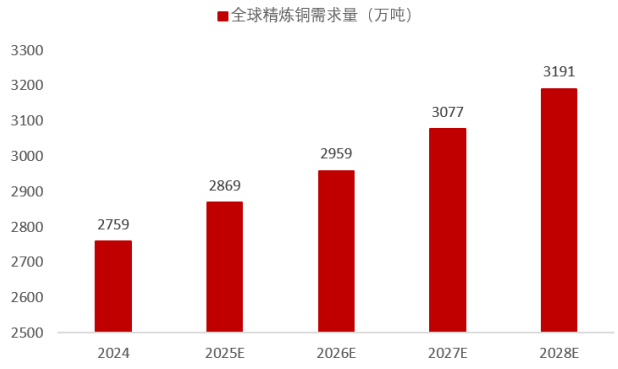
有望突破 130 万吨。同期，全球精炼铜需求量预计自 2025 年的 2,869 万吨增至 2028 年的 3,191 万吨，累计增量约 322 万吨，下游算力数据中心对增量的贡献约 24.8%，已成为支撑铜需求扩张的关键驱动力。

图表26：全球数据中心铜消费量预测（万吨）



资料来源：人民日报，上海国际铜工业展，摩根士丹利，国盛证券研究所

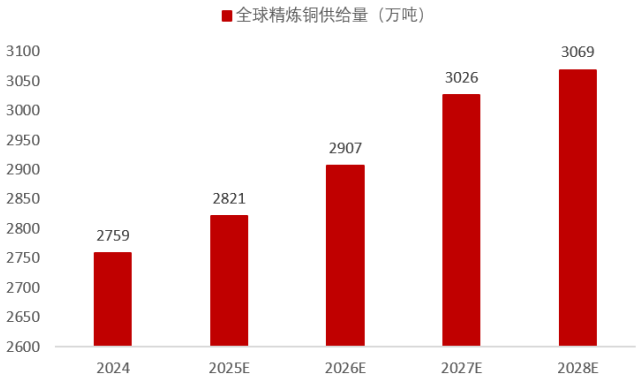
图表27：全球精炼铜需求量



资料来源：Wind，Ifind，Southern Copper，SMM，GWEC，Mysteel，CPIA，BNEF，International Copper，macquarie，IEA，Tcu，国盛证券研究所

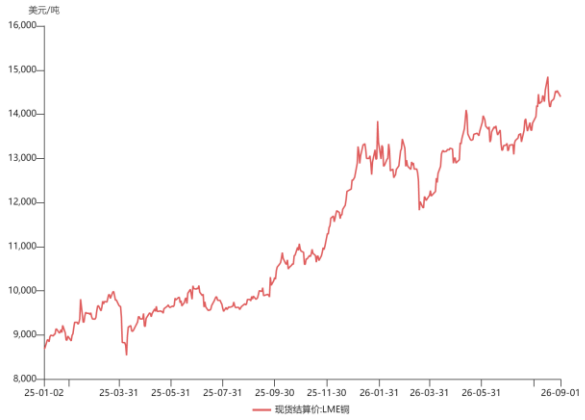
供给端：全球电解铜供应低于需求增速，供需缺口扩大。全球铜供给约 65%来源于原生铜，原生铜的主导地位意味着铜市场的长期供给弹性高度依赖于矿产端释放节奏。然而，全球铜资源正面临储量增长放缓与产量释放乏力的双重约束——2020–2024 年间全球铜储量增速显著换挡，2024 年储量录得 9.8 亿吨，同比下降 2%，且全球铜矿的平均品位持续走低，优质接续资源储备相对匮乏，“量减质降”进一步强化了矿产端供给刚性。向后看，全球电解铜供给量预计从 2024 年的 2759 万吨增长至 2028 年的 3069 万吨，期间复合增长率约为 2.7%，但这一增速已系统性低于需求端扩张节奏。供需缺口持续走扩，预计至 2028 年全球电解铜市场将出现约 122 万吨的供需缺口。在矿端增量释放有限、品位持续下行等多重供给约束下，叠加下游新兴产业如算力行业的需求刚性支撑，铜市场“供弱需强”的底层逻辑趋于巩固，将对铜价中枢形成持续高位支撑，为公司业绩提供穿越周期的价格红利。

图表28：全球精炼铜产量



资料来源：ifind，SMM，国盛证券研究所

图表29：LME 铜价格



资料来源：wind，国盛证券研究所

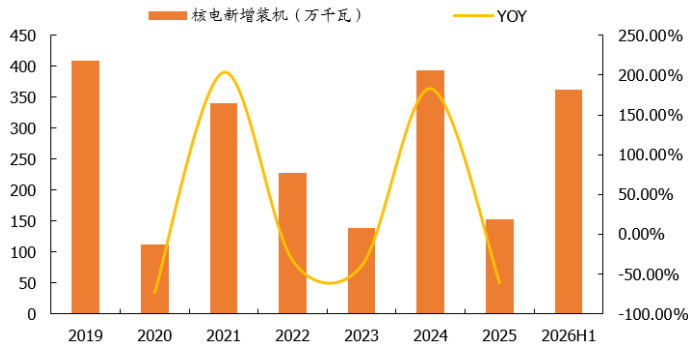
三、“十五五”规划提升高端能源装备行业景气度

算力需求的高速增长，正倒逼电力供给体系加速重构，数据显示，我国数据中心用电量从 2022 年的 1300 亿千瓦时增长至 2025 年的 1960 亿千瓦时，占全社会用电量比例从 1.5%提升至 1.9%。预计到 2030 年，数据中心用电量或将超过 7000 亿千瓦时，占全社会用电量 5%以上。同时，数据中心 24 小时不间断运行的特性，对能源稳定性提出极高要求，使核电与水电的稳定属性成为最可靠的能源底仓。在此需求背景下，国家发改委、国家能源局等四部门已明确“探索核电、氢能等能源以直连方式为算力设施供能。而浙富控股作为国内核电控制棒驱动机构与核主泵的核心供应商、抽水蓄能装备的先行者，正处于这一结构性机遇的最前沿。

3.1 核电行业进入确定性增长通道

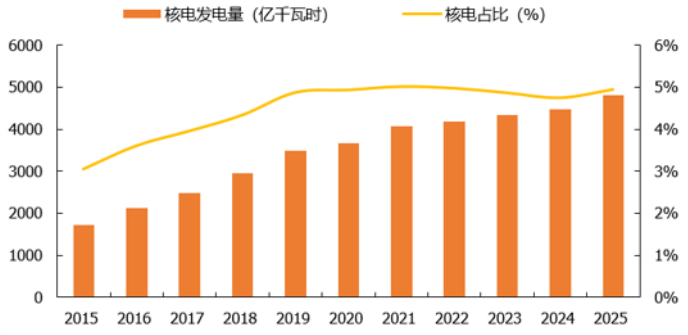
《新型能源体系建设“十五五”规划》提出积极安全有序发展核电，以三代压水堆技术为主，保持核电平稳建设节奏，同时推进先进堆型研发示范和核能综合利用，并明确到 2030 年在运核电装机达到 1.1 亿千瓦左右。截至 2025 年末，我国商运核电机组 59 台、装机容量 6248 万千瓦。以 2025 年末在运规模测算，达到 2030 年目标仍需新增约 4752 万千瓦，累计增幅约 76.1%，对应 2026—2030 年复合增速约 12.0%；现有在建规模相当于目标所需净增量的 88.2%，为未来数年的设备交付和装机增长提供了较高确定性。同时，“保持核电平稳建设节奏”意味着后续仍需持续核准并开工新项目，以滚动补充中长期项目储备。预计行业景气度有望延续，其中成熟三代堆将率先贡献批量订单，先进堆示范及核能综合利用则打开中长期增量空间。

图表30：我国核电新增装机容量



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表31：我国核电发电量及占比



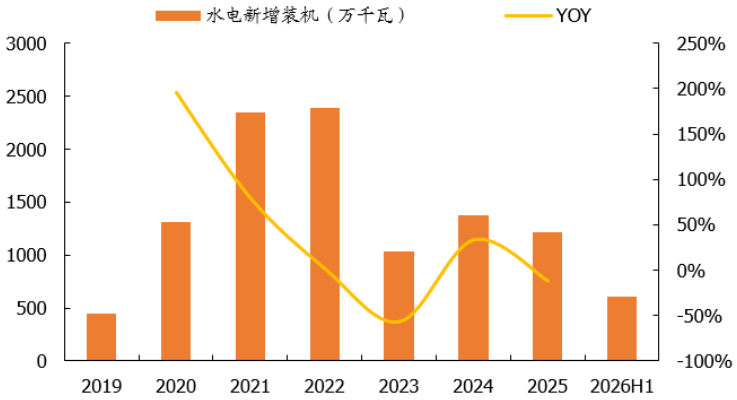
资料来源：Wind，国盛证券研究所

浙富控股已形成“三代堆批量供货、先进堆前瞻布局”的产品结构，与“十五五”核电建设路径相匹配。三代堆方面，控股子公司四川华都是“华龙一号”控制棒驱动机构的唯一供应商，已形成年产 6 座百万千瓦级压水堆所需控制棒驱动机构的综合能力；2025 年公司新签核电业务订单 4.6 亿元，同比增长 9.3%，相关产品已进入持续商业化供货阶段，有望直接受益于三代压水堆平稳建设。先进堆方面，浙富核电聚焦钠冷快堆、铅基堆和熔盐堆所需的液态金属核主泵、电磁泵等关键设备，是国内首家取得钠冷快堆主泵制造许可并承担示范快堆工程一回路主泵供货任务的单位；公司承制的中国首台 600MW 第四代商用快堆液态金属核主泵工程样机已通过试运行测试，四川华都亦承担了示范快堆、熔盐堆及小型堆控制棒驱动系统的研制任务。由此，公司核电业务近期增长主要由“华龙一号”等成熟三代堆建设兑现，四代堆和小型堆相关产品则构成中长期订单储备。

3.2 抽水蓄能装备将贡献核心增量

《可再生能源发展“十五五”规划》明确以水风光一体化为重点推进水电开发，并提出到 2030 年全国水电装机达到 5.7 亿千瓦，其中常规水电 4.1 亿千瓦、抽水蓄能 1.6 亿千瓦。以规划列示的 2025 年末 4.5 亿千瓦水电装机量和 0.7 亿千瓦抽水蓄能装机量为基期测算，2026—2030 年水电总装机仍需净增 1.2 亿千瓦，累计增幅约 26.7%，对应复合增速约 4.8%；其中抽水蓄能需净增 0.9 亿千瓦，累计增幅约 142.4%，对应复合增速约 19.4%，约占水电装机净增量的 78.3%，将成为“十五五”期间水电设备需求的核心增量。常规水电方面，规划提出高质量建设雅鲁藏布江下游水电工程，持续推进重点流域重大项目，并支持既有水电站扩机和老旧机组增容改造；抽水蓄能方面，规划提出五年新增投产 1 亿千瓦左右，并推动其与西南水风光基地、“三北”新能源基地及沿海核电协同布局。预计水电设备需求将形成“大型常规水电建设+存量机组改造+抽水蓄能集中投产”的多重驱动，其中抽水蓄能有望率先贡献更高弹性的设备订单。

图表32：我国水电新增装机呈阶段性波动



资料来源：Wind，国盛证券研究所

浙富控股已在常规水电和抽水储能两方面均进行完整布局。常规水电方面，全资子公司浙富水电是国内三大自主水电设备制造企业之一，具备贯流式、轴流式、混流式和冲击式机组的研发制造能力，其中混流式机组单机容量可达 700MW、轴流式可达 220MW；公司承制的广西大藤峡水电站左岸 3×200MW 轴流转桨式机组已验证其大型机组设计制造能力，为承接西南重大水电及存量扩机改造项目奠定基础。抽水蓄能方面，公司已实现 70—750m 水头段抽蓄机组从技术引进到自主研发制造的跨越，并形成年产 20 台套抽水蓄能发电机组的综合能力。2025 年，公司承制的国网浙江紧水滩混合式抽水蓄能电站水泵水轮机模型通过第三方验收，综合水力性能达到行业先进水平；松阳抽蓄项目首台机组座环蜗壳完成验收并吊装就位，表明相关产品已由研发验证进入持续交付阶段。2025 年公司新签水电业务订单 8.9 亿元，随着重大常规水电、抽蓄集中建设和设备更新需求释放，水电业务订单储备有望进一步增厚。

四、盈利预测

4.1 盈利预测假设与业务拆分

作为金属价格敏感度极高的危废资源化企业，受益于铜、锡等有色金属价格上行及 AI 算力金属需求快速增长，浙富控股 2026 年上半年归母净利润达 13.6 亿元，同比增长 139.5%，结合危废资源化行业景气度及公司战略布局实际情况，我们作出以下假设：

➢**危险废物处置及资源化产品业务**：金属价格上行叠加 AI 算力金属需求快速增长，公司产能逐步释放，公司盈利能力持续改善，假设公司危废资源化业务营收增速为 25%/15%/5%，对应营收分别为 273.9/315.0/330.8 亿元。算力金属价格预计持续维持高位，预计 2026-2028 年资源化毛利率小幅增长，2026-2028 年分别为 13.6%/14.6%/15.6%。

➢**高端能源装备业务**：公司已形成“三代堆批量供货、先进堆前瞻布局”的核电产品结构与常规水电、抽蓄完整布局的水电产品结构。“十五五”核电及抽水蓄能规划提供长期确定性需求，假设 2026—2028 年清洁能源装备订单增速分别为 10%/5%/5%，对应营收分别为 13.6/14.3/15.0 亿元；考虑到核电及抽蓄为高毛利率业务，毛利率取过去三年平均值分别为 38.8%/38.4%/37.8%。

公司是稀缺的算力小金属平台，算力金属产能释放有望打开第二增长曲线，预计公司业绩将持续稳定增长。我们预计公司 2026/2027/2028 实现归母净利润 23.3/26.6/29.8 亿元，对应 PE10.6/9.2/8.3X。

图表33：浙富控股盈利预测表

单位（百万元）	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
危废资源化	**18,001.4**	**19,787.9**	**21,913.2**	**27,391.5**	**31,500.2**	**33,075.2**
同比（%）		9.9%	10.7%	25.0%	15.0%	5.0%
毛利率（%）	11.5%	10.4%	10.6%	13.6%	14.6%	15.6%
毛利（百万元）	**2,070.5**	**2,052.0**	**2,327.2**	**3,730.7**	**4,605.3**	**5,166.3**
清洁能源设备	**876.7**	**1,055.1**	**1,234.0**	**1,357.4**	**1,425.3**	**1,496.6**
同比（%）		20.4%	17.0%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利率（%）	40.0%	40.1%	36.3%	38.8%	38.4%	37.8%
毛利（百万元）	**350.6**	**423.4**	**447.9**	**526.7**	**547.4**	**566.2**
石油采掘	**18.9**	**16.9**	**5.3**	**4.8**	**4.3**	**3.9**
同比（%）		(10.5%)	(68.6%)	(10.0%)	(10.0%)	(10.0%)
毛利率（%）	(7.6%)	(9.4%)	(34.1%)	(17.0%)	(20.2%)	(23.8%)
毛利（百万元）	**(1.4)**	**(1.6)**	**(1.8)**	**(0.8)**	**(0.9)**	**(0.9)**
其他主营业务	**53.9**	**52.1**	**61.0**	**64.1**	**67.3**	**70.7**
同比（%）		(3.3%)	17.2%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率（%）	90.2%	84.5%	85.7%	86.8%	85.6%	86.0%
毛利（百万元）	**48.6**	**44.0**	**52.3**	**55.6**	**57.6**	**60.8**
总营收（百万元）	**18,950.8**	**20,911.9**	**23,213.6**	**28,817.8**	**32,997.1**	**34,646.3**
同比（%）		10.3%	11.0%	24.1%	14.5%	5.0%
毛利率（%）	13.0%	12.0%	12.2%	15.0%	15.8%	16.7%
毛利（百万元）	**2,468.2**	**2,517.8**	**2,825.5**	**4,312.2**	**5,209.5**	**5,792.4**
成本（百万元）	16,482.56	18,394.15	20,388.05	24,505.58	27,787.65	28,853.93

资料来源：choice，国盛证券研究所

4.2 估值分析

我们使用 PE 和 PEG 相对估值法对公司进行估值，在危废、固废资源化领域，选取可比公司高能环境、华友钴业和格林美，高能环境以固废危废资源循环利用为核心，覆盖环保运营与工程服务；华友钴业布局废旧锂离子电池及电池废料的回收利用，通过拆解、冶炼提取钴、镍、锂等关键金属，并再生为电池级原材料；格林美主打“城市矿山”开采与新能源材料制造，回收废旧电池、电子废弃物等，提取关键金属并加工为电池前驱体。这三家可比公司在相关经营领域具备代表性。根据可比公司估值情况，2026/2027/2028 年可比公司 PE 均值分别为 12.6/9.7/7.8 倍，2026 年 PEG 均值 0.3。我们预计公司 2026/2027/2028 实现归母净利润 23.3/26.6/29.8 亿元，同比增长 108.1%/14.3%/12.0%，同期 EPS 为 0.4/0.5/0.6 元/股，对应 PE 10.6/9.2/8.3X，公司 PE 预计 26-27 年低于行业平均水平，28 年略高于平均水平。从 PEG 估值角度看，2026 年公司 PEG 估值为 0.3，与可比公司 2026 年 PEG 平均数据持平，行业内 PEG 分化较大。考虑公司作为危废资源化龙头企业，下游 AI 行业需求扩张，算力金属布局有望打开第二增长曲线，我们看好公司业绩的持续稳定增长。因此基于公司业绩成长性而言，公司估值低于行业可比公司均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表34：可比公司估值分析（2026/9/15）

股票简称	总市值（亿元）	股价	EPS（元）			PE（倍）			CAGR2026-2028	PEG
			26E	27E	28E	26E	27E	28E		2026E
高能环境	228.9	15.0	1.1	1.3	1.5	13.6	11.5	9.8	101.2%	0.1
华友钴业	668.6	35.3	4.3	5.5	6.6	8.3	6.4	5.4	31.9%	0.3
格林美	317.9	6.2	0.4	0.6	0.8	16.0	11.2	8.3	26.0%	0.6
平均值			1.9	2.5	2.9	12.6	9.7	7.8		0.3
浙富控股	245.8	4.7	0.4	0.5	0.6	10.6	9.2	8.3	38.6%	0.3

资料来源：：Wind，国盛证券研究所测算，注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，其中浙富控股 CAGR 基于公司预期值，可比公司 CAGR 基于 Wind 一致预期

风险提示

1、金属价格波动及库存减值风险
公司危废资源化业务的核心盈利模式之一，是从危废中回收铜、金、银、钯、锡、镍等金属并销售。该业务具有显著的顺周期属性，金属价格的波动将直接影响公司毛利率和利润水平。若铜、金、银等大宗商品价格出现短期大幅回调，公司将面临存货跌价减值风险，对板块盈利形成阶段性扰动。

2、政策及行业监管风险
公司危废资源化业务与环保政策、危废监管体系高度绑定。当前危废处置利用行业存在结构性产能过剩，若未来危废产生量增长不及预期，或行业监管政策在执行层面出现松动，将直接影响公司原材料（危废）的收料量，导致产能利用率下降。同时，危废处理价格已出现持续下滑，企业效益显著下降，若行业监管政策未能有效遏制非法倾倒等乱象，正规危废处置企业的盈利空间将持续受到挤压。

3、技术研发及应用风险
公司拥有集危废“收集—贮存—无害化处理—资源深加工”前后端一体化的全产业链技术与设施，若公司在高温熔融技术、深度资源化金属回收体系等方面的研发投入未能持续转化为实际应用成果，或在处理新型危废（如新能源电池回收）时技术适配性不足、成本控制未达预期，可能导致技术迭代滞后于行业发展，削弱公司的核心竞争力。

4、原材料与运营管理风险
危废资源化业务对上游原材料的依赖度较高，原材料采购的稳定性直接决定产能利用率和盈利能力。当前危废处置利用行业产能过剩，可能导致原材料采购端竞争加剧。若公司上游产废企业的产废量因经济波动而减少，或公司未能有效拓展海外原料渠道，将直接影响收料量和产能利用率。此外，公司业务涵盖危废收集、运输、贮存、无害化处理及资源深加工等多个环节，全链条运营对安全管理、环保合规、质量控制的要求极高，任何环节的管理疏漏都可能引发运营风险。

5、行业竞争加剧风险
随着危废资源化成为环保行业的重要赛道，同业企业纷纷加大投入，行业竞争不断加剧。危废无害化和前端初步资源化的利润空间持续收窄。高能环境、飞南资源等竞争对手已完成或正在推进后端深加工项目布局，行业内技术同质化趋势显现。若竞争对手通过产能扩张、技术跟随或价格策略抢占市场份额，将压缩公司的盈利空间，影响其行业龙头地位的稳固性。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com