仅供内部参考，请勿外传！

财通证券 CAITONG SECURITIES

高分红筑底，存量焕新启长风

永兴股份（601033）

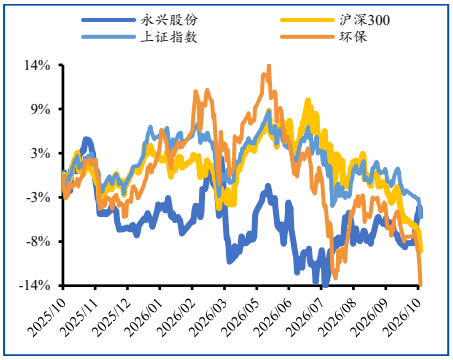
证券研究报告

环保 / 公司深度研究报告 / 2026.10.15

投资评级:买入（首次）

基本数据	2026-10-15
收盘价（元）	14.72
流通股本（亿股）	2.40
每股净资产（元）	11.97
总股本（亿股）	9.00

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

- **广州市垃圾焚烧发电龙头，现金分红比例不低于 60%：**公司依托广州六大循环经济产业园构建核心项目集群，目前控股运营 16 个垃圾焚烧发电项目，设计处理能力达 34,690 吨/日。自上市以来，公司年度现金分红率保持在 60%以上，且公司进一步承诺 2026—2028 年每年现金分红不低于归母净利润的 60%，高比例分红的持续性较强。

- **运营效率领先，收入结构健康：**2025 年公司产能利用率约为 93.6%，吨垃圾收入和毛利分别达到 385 元和 158 元，处于行业较高水平。根据 2024 年单吨收入结构测算，国补收入占比仅 6.68 %，较低的国补依赖度有助于增强收入及现金流的稳定性。

- **存量资源加快盘活，多元业务打开增量空间：**广州主要填埋场存量陈腐垃圾合计约 7,667 万吨，为公司提升焚烧产能利用率提供潜在来源；公司生物质产能爬坡有望补充运营收益。供热方面，公司 2025 年供汽量仅约 21 万吨，广州市现有需求约为公司当前供汽规模的 24 倍，随着固定管网与移动储能供热项目推进，发电转供热有望提高单位垃圾综合能源收益。

- **绿电融算，打开成长边界：**广州作为国家算力枢纽节点核心城市，2026 年 4 月广州 4 个获批算力项目集中开工，规划新增智算规模 4 万 P，全市一体化算力平台计划纳管算力扩展至 7 万 P，算力扩张将增加电力和制冷需求。作为广州市垃圾焚烧发电项目的唯一投资和运营主体，公司拥有较大市场空间。

- **投资建议：**预计公司 2026—2028 年分别实现营业收入 49.97/52.18/53.72 亿元，归母净利润 10.28/11.18/11.87 亿元，对应 PE 分别为 13/12/11 倍；考虑公司广州区域项目基础稳固、运营效率较高，陈腐垃圾、生物质及供热业务有望贡献增量，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**垃圾处理费及上网电价下调；固废来源不足；供热业务拓展不及预期。

盈利预测

币种（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,765	4,287	4,997	5,218	5,372
收入增长率（%）	6.4	13.9	16.6	4.4	3.0
归母净利润（百万元）	821	861	1,028	1,118	1,187
净利润增长率（%）	11.7	4.9	19.4	8.7	6.2
EPS（元）	0.92	0.96	1.14	1.24	1.32
PE	15.7	15.8	12.9	11.9	11.2
ROE（%）	7.8	8.0	9.2	9.7	9.9
PB	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1

数据来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 10 月 15 日收盘价计算）

内容目录

1 深耕广州，国资赋能铸龙头 5
1.1 背靠广州市政府，是广环投下属唯一垃圾焚烧发电平台 5
1.2 运营稳健，承诺分红比例 60% 6
2 运营效率行业领先，收入结构健康 8
2.1 “高吨发+高上网电价+高垃圾处理费”助力公司运营效率领先行业 8
2.2 收入结构健康，对国补依赖度低 13
3 存量焕新增收益，多元协同拓增量 14
3.1 生物质产能释放，补充运营收益 14
3.2 掺烧陈腐垃圾，提高产能利用率 16
3.3 拓展供热业务，To B 商业模式改善现金流 18
4 绿电融算，打开成长边界 21
5 盈利预测与估值 22
5.1 盈利预测 22
5.1.1 项目运营板块 22
5.1.2 其他业务 24
5.1.3 费用假设 24
5.2 估值 25
6 风险提示 25

图表目录

图 1：公司历史沿革 5
图 2：公司股权结构（截至 2026H1） 6
图 3：2026H1 公司营收同比+9.1% 6
图 4：2026H1 公司归母净利润同比+13.24% 6
图 5：2025 年项目运营营收占比达 98.6% 7
图 6：2025 年项目运营毛利贡献占比 98.4% 7
图 7：2022 年以来公司的毛利率整体保持在 40%之上 7
图 8：2019-2026H1 公司各项费用率变动情况 8
图 9：2025 年公司研发投入持续增长，同比+16.6% 8
图 10：公司自由现金流自 2023 年起持续为正 8
图 11：2023-2025 年公司现金分红比例不低于 60% 8

图 12: 2020-2025 年公司垃圾处理量持续增长 10
图 13: 2025 年公司产能利用率超 90% 10
图 14: 2025 年公司吨垃圾营收行业领先 11
图 15: 2025 年公司吨垃圾盈利水平行业领先 11
图 16: 2025 年公司吨垃圾发电量行业领先 11
图 17: 2025 年公司吨垃圾上网电量行业领先 11
图 18: 2019 年广东省垃圾热值仅次于浙江省 12
图 19: 全国各地脱硫煤电价（截至 2026 年 2 月） 12
图 20: 公司垃圾处理价格显著高于行业平均水平 13
图 21: 2020-2025 年广州市常住人口量总体呈增长趋势 13
图 22: 广州市生活垃圾处理量具备自然增长潜力 13
图 23: 公司生物质处理工艺流程 15
图 24: 公司生物质处理量总体呈增长趋势 16
图 25: 公司生物质处理项目产能利用率整体呈增长趋势 16
图 26: 2026H1 公司对外供热量同比+50% 18
图 27: 公司垃圾焚烧项目区位及产能分布（截至 2025 年 6 月末） 19
图 28: 公司供热能力有较大提升潜力（2025 年） 20
图 29: 垃圾焚烧发电与 IDC 能源协同模式 22

表 1: 截至 2026H1 公司运营的垃圾焚烧发电项目 9
表 2: 垃圾焚烧发电项目收入构成 14
表 3: 公司 2024 年吨垃圾收入结构 14
表 4: 截至 2026H1 公司运营的生物质处理项目 15
表 5: 广州市陈腐垃圾腾退政策梳理 17
表 6: 广州市存量陈腐垃圾梳理 17
表 7: 广州市存量陈腐垃圾及市场空间测算 18
表 8: 供热放量有望带来可观增量收入 19
表 9: 公司主要供热项目 20
表 10: 公司管网供热项目梳理（截至 2026 年 9 月） 20
表 11: 数据中心绿色化、低碳化发展大势所趋 21
表 12: 核心经营假设 23
表 13: 2026-2028 年公司项目运营板块盈利预测 24
表 14: 2026-2028 年公司其他业务板块盈利预测 24

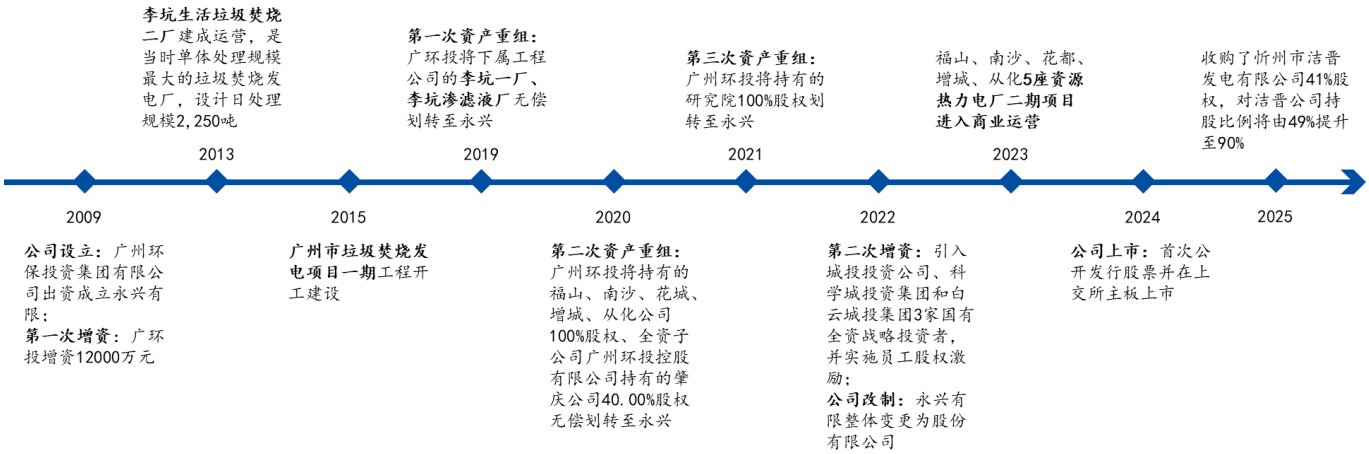
表 15: 2026-2028 年公司费用假设 24
表 16: 2026-2028 年公司盈利预测 25
表 17: 可比公司估值 25

1 深耕广州，国资赋能铸龙头

1.1 背靠广州市政府，是广环投下属唯一垃圾焚烧发电平台

焚烧发电区域龙头，逐步拓展生物质处理业务。公司由广州环保投资集团有限公司于 2009 年 5 月 21 日出资设立，是广州市垃圾焚烧发电项目的唯一投资和运营主体。公司自成立之初便聚焦垃圾焚烧发电项目，运营包括李坑一厂、李坑二厂、福山电厂等在内的 16 个垃圾焚烧发电项目，目前在运营垃圾焚烧发电产能已达到 34,690 吨/日，是广东省垃圾焚烧发电领域龙头。2021 年以来，随着南沙餐厨项目和从化餐厨项目的陆续投产，公司将主营业务范围进一步拓展至餐饮垃圾、厨余垃圾等生物质处理业务，实现了从单一板块向综合性环保能源企业的跨越式发展。历经十余年的稳健发展与国有资产的战略整合，公司在 2022 年整体变更为股份有限公司，于 2024 年 1 月 9 日在上海证券交易所主板成功公开发行股票上市。为了进一步扩大公司业务区域布局和业务覆盖范，公司在 2025 收购了忻州市洁晋发电有限公司 41%股权，对洁晋公司持股比例将由 49%提升至 90%。

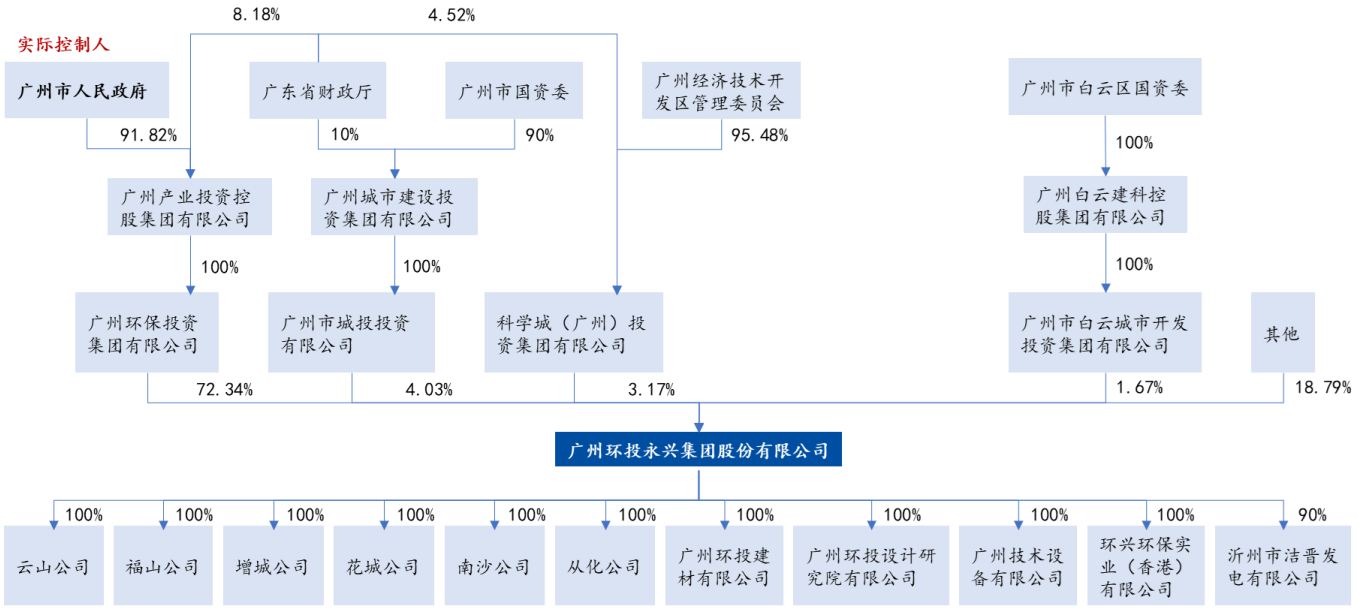
图1: 公司历史沿革



数据来源：公司招股说明书，广环投官网，中国新闻网，公司公告，财通证券研究所

股权结构集中且呈现显著的国有控股特征，实际控制人为广州市人民政府。广州市人民政府通过广州产业投资控股集团有限公司间接控制广州环保投资集团有限公司，后者直接持有永兴股份 72.34% 的股份，为公司的绝对控股股东。这一高度集中的国资股权架构，确立并巩固了公司作为广州市垃圾焚烧发电项目唯一投资和运营主体的战略地位，也为其承接大湾区核心环保资产提供了强有力的信用背书。此外，公司股东还包括广州城投（持股 4.03%）、科学城投资（持股 3.17%）及白云城投（持股 1.67%）等地方国有企业，形成了以环投集团为主导的地方国资股东阵营。在下属资产端，公司对云山、福山、增城、南沙等核心业务子公司均实现 100%全资控股，具备较强的资产控制力。整体而言，深厚的国资背景与完善的子公司控制架构，为公司业务的稳定运营与资本结构提供了支撑。

图2: 公司股权结构（截至 2026H1）

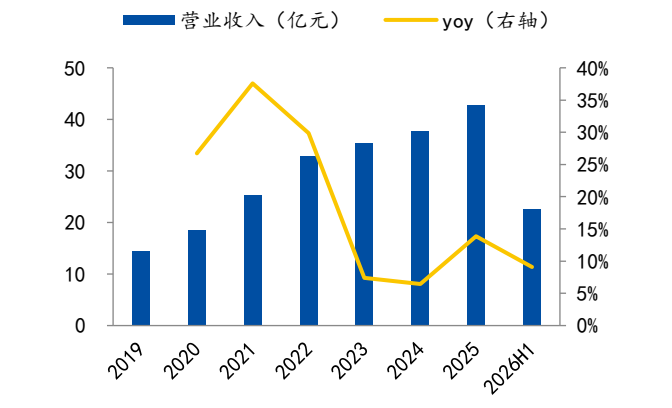


数据来源：iFind，财通证券研究所

1.2 运营稳健，承诺分红比例 60%

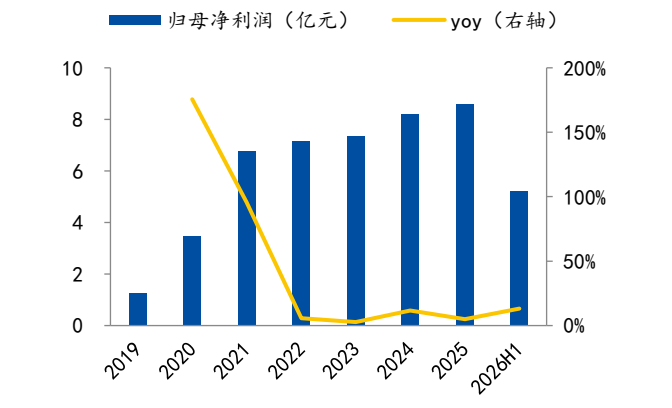
通过大本营产能释放、存量效率优化与外延并购拓疆，推动业绩由建设期迈入高效收获期。2019-2025 年公司的营收及归母净利润整体保持增长态势，复合增速分别达到 19.74%、37.81%。分阶段来看，2019-2022 年，公司重大项目的密集投产以及部分一期项目纳入国补目录带来的一次性收益确认带动营业收入及归母净利润显著增长，从 2019 年的 14.54 亿元快速增长至 2022 年的 32.93 亿元；2023-2024 年，公司通过陈腐垃圾掺烧与热电联产等方式提升存量效率，2024 年实现营业收入 37.65 亿元、归母净利润 8.21 亿元。进入 2025 年，公司推进“内生运营优化+外延区域扩张”模式，大本营垃圾进厂量同比增加 18%，整体产能利用率提升 14pct 至 94%，推动 2025 年全年营业收入达到 42.87 亿元、归母净利润达到 8.61 亿元，分别同比增加 13.88%、4.87%。2026 年上半年，这一经营趋势得到延续，实现营业收入 22.53 亿元，同比增长 9.10%，实现归母净利润 5.22 亿元，同比增长 13.24%。

图3: 2026H1 公司营收同比+9.1%



数据来源：iFind，财通证券研究所

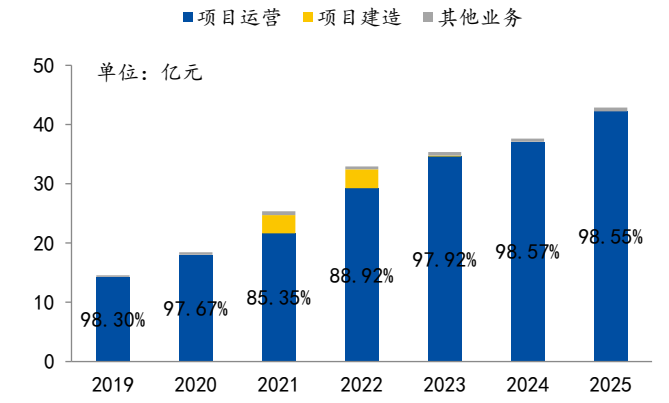
图4: 2026H1 公司归母净利润同比+13.24%



数据来源：iFind，财通证券研究所

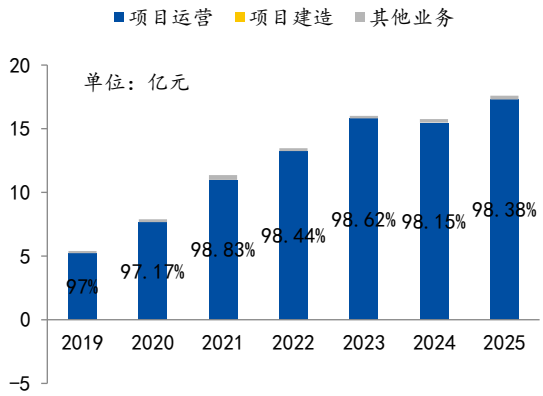
运营收入占主导，业绩稳健。公司营业收入以项目运营为主，其中，运营收入可细分为垃圾处理服务收入和生物质处理服务收入，2025 年贡献收入 42.25 亿元，占比 98.55%，贡献毛利 17.30 亿元，占比 98.38%。公司其他业务主要为环保设备及材料销售、技术咨询与服务收入等，2025 年贡献收入 0.62 亿元，占比 1.45%。毛利率方面，2022 年以来，公司二期项目陆续投产，但项目未纳入国补目录，一定程度上导致公司 2024-2025 年毛利率略有下降，但整体仍保持在 40%之上；2025 年项目运营业务实现毛利率 40.49%，是公司业绩的压舱石。

图5: 2025 年项目运营营收占比达 98.6%



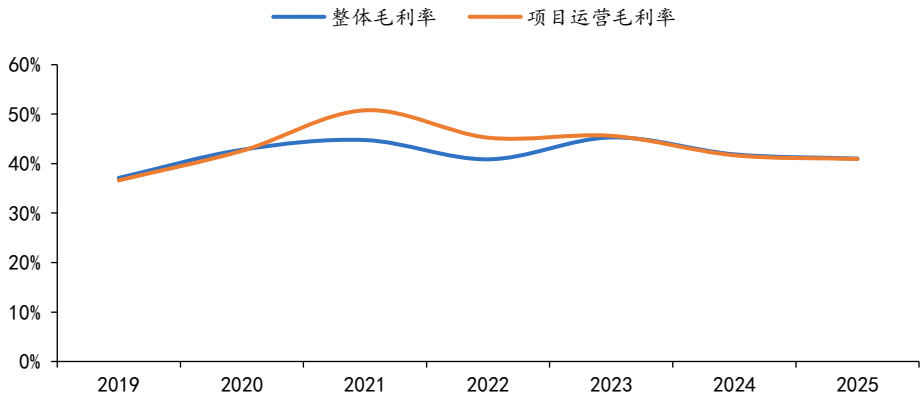
数据来源：iFind，财通证券研究所

图6: 2025 年项目运营毛利贡献占比 98.4%



数据来源：Wind，财通证券研究所

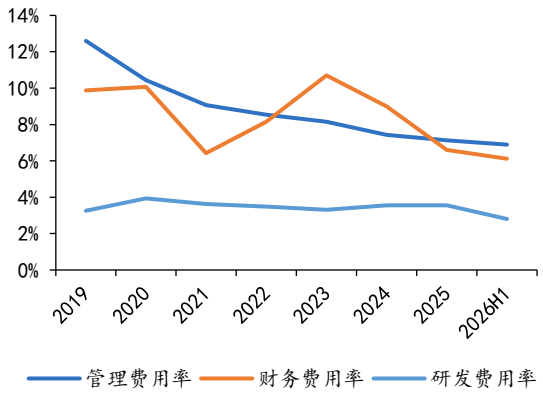
图7: 2022 年以来公司的毛利率整体保持在 40%之上



数据来源：iFind，财通证券研究所

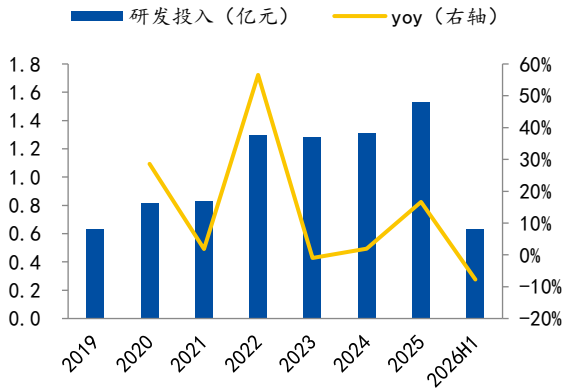
管理费用控制成效显著，研发能力持续加强。管理费用方面，2019 年以来，公司持续推进数智化和精细化管理，管理费用由 2019 年的 12.60%持续下降至 2025 年的 7.14%，财务费用方面，2022-2023 年由于二期项目转固，同期借款利息费用化，导致财务费用上升；2024 年以来，随着大规模资本开支结束后，公司开始持续偿还银行贷款，叠加 LPR 下行带动平均融资成本下降，2024 年和 2025 年财务费用率持续下降，2026H1 进一步降低至 6.12%。研发费用方面，公司持续加强研发投入，2025 年研发费用分别同比增长 16.63%至 1.53 亿元，研发费用率为 3.56%。

图8: 2019-2026H1 公司各项费用率变动情况



数据来源：iFind，财通证券研究所

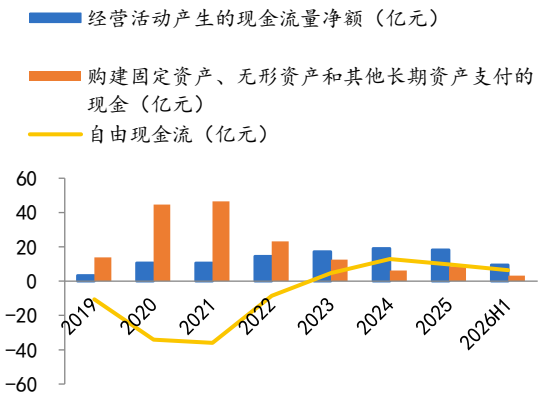
图9: 2025 年公司研发投入持续增长，同比+16.6%



数据来源：iFind，财通证券研究所

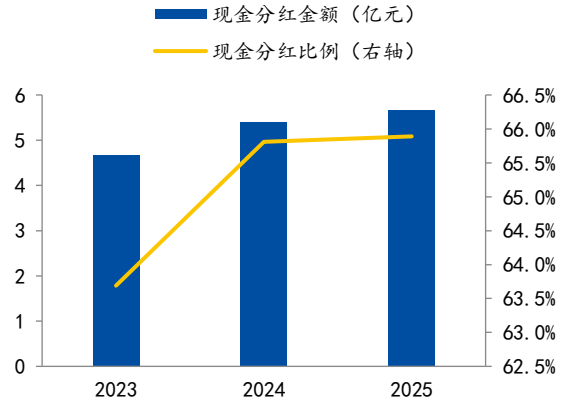
资本开支回落推动自由现金流转正，高比例分红具备现金流支撑。随着广州垃圾焚烧项目集中建设期结束，公司购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金由 2021 年的 46.6 亿元降至 2025 年的约 8.59 亿元，经营活动现金流净额由 10.61 亿元增长至 18.26 亿元，CAGR 为 14.53%，自由现金流自 2023 年起持续为正，其中 2024 年达到 12.89 亿元，充裕的自由现金流为股东回报提供保障。2023—2025 年公司现金分红金额由 4.68 亿元增至 5.67 亿元，分红比例由 63.69%提升至 65.89%。根据《未来三年（2026-2028 年）股东分红回报规划》，公司进一步承诺 2026—2028 年每年现金分红不低于归母净利润的 60%，高比例分红的持续性较强。

图10: 公司自由现金流自 2023 年起持续为正



数据来源：iFind，财通证券研究所

图11: 2023-2025 年公司现金分红比例不低于 60%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2 运营效率行业领先，收入结构健康

2.1 “高吨发+高上网电价+高垃圾处理费”助力公司运营效率领先行业

垃圾焚烧产能规模领先，多源固废拓展推动产能利用率明显提升。截至 2026H1，永兴股份控股运营 16 个垃圾焚烧发电项目，分布于广州、雷州、邵东和忻州等地，设计处理能力合计 34,690 吨/日，其中 2600 吨/日为 2025 年新增产能。2025 年公司扩大业务区域布局，完成对山西省忻州市洁晋公司控股股权收购并将其纳入合并范围，洁晋公司及其子公司运营的 2 个垃圾焚烧发电项目（产能合计 2,600 吨/日）及 1 个生物质处理项目（产能 200 吨/日）也成为公司控股运营项目。

表1: 截至 2026H1 公司运营的垃圾焚烧发电项目

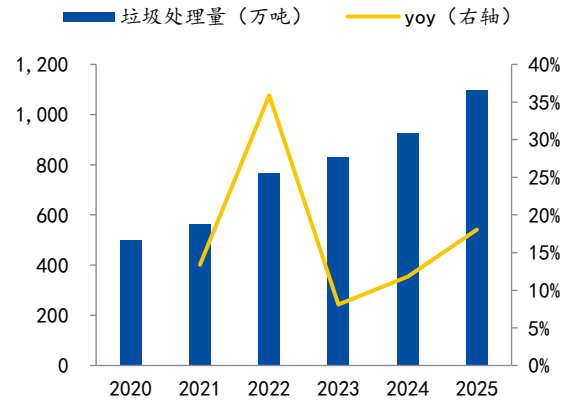
序号	项目名称	经营主体	服务采购方	运营模式	运营年限	服务区域	设计垃圾处理能力	发电装机容量
1	广州市李坑生活垃圾焚烧发电厂项目	云山公司	广州市城管局	政府采购服务	15 年	广州市越秀区、荔湾区、海珠区、天河区、黄埔区、白云区等	1,040 吨/日	1*22MW
2	广州市李坑生活垃圾焚烧发电二厂项目	云山公司	广州市城管局	政府采购服务	25 年	广州市越秀区、荔湾区、海珠区、天河区、黄埔区、白云区等	2,000 吨/日	2*25MW
3	广州市第三资源热力电厂项目	福山公司	广州市城管局	政府采购服务	3 年	广州市越秀区、荔湾区、海珠区、天河区、黄埔区、白云区等	4,000 吨/日	4*25MW
4	广州市第四资源热力电厂项目	南沙公司	广州市南沙区城管局、广州市番禺区城管局	政府采购服务	25 年	广州市南沙区、番禺区等	2,000 吨/日	2*25MW
5	广州市第五资源热力电厂项目	花城公司	广州市花都区城管局	政府采购服务	25 年	广州市花都区等	2,000 吨/日	2*25MW
6	广州市第六资源热力电厂项目	增城公司	广州市增城区城管局	政府采购服务	26 年	广州市增城区、番禺区等	2,000 吨/日	2*22MW
7	广州市第七资源热力电厂项目	从化公司	广州市从化区城管局	政府采购服务	28 年	广州市从化区、番禺区等	1,000 吨/日	2*12MW
8	雷州市生活垃圾综合处理项目	清新公司	雷州市城管局	特许经营权	28 年	广东省雷州市	1,000 吨/日	1*25MW
9	广州市第四资源热力电厂二期工程及配套设施项目	南沙公司	广州市城管局	政府采购服务	3 年	广州市越秀区、荔湾区、海珠区、天河区、黄埔区、白云区、南沙区、番禺区等	3,000 吨/日	2*50MW
10	广州市第五资源热力电厂二期工程及配套设施项目	花城公司	广州市城管局	政府采购服务	3 年	广州市越秀区、荔湾区、海珠区、天河区、黄埔区、白云区、花都区等	3,000 吨/日	2*50MW
11	广州市第六资源热力电厂二期工程及配套设施项目	增城公司	广州市城管局	政府采购服务	3 年	广州市越秀区、荔湾区、海珠区、天河区、黄埔区、白云区、增城区等	3,000 吨/日	2*50MW
12	广州市第七资源热力电厂二期工程及配套设施项目	从化公司	广州市城管局	政府采购服务	3 年	广州市越秀区、荔湾区、海珠区、天河区、黄埔区、白云区、从化区等	3,000 吨/日	2*50MW

序号	项目名称	经营主体	服务采购方	运营模式	运营年限	服务区域	设计垃圾处理能力	发电装机容量
13	福山循环经济产业园生活垃圾应急综合处理项目	福山公司	广州市城管局	政府采购服务	3 年	广州市越秀区、荔湾区、海珠区、天河区、黄埔区、白云区等	4,000 吨/日	3*50MW
14	邵东市生活垃圾焚烧发电 PPP 项目	邵东公司	邵东市住房和城乡建设局	特许经营权	28 年	湖南省邵东市	1,050 吨/日	一期 15MW，二期 10MW
15	忻州市垃圾焚烧发电项目	洁晋公司	忻州市住房和城乡建设局	特许经营权	未披露	山西省忻州市	2,600 吨/日	60MV
			合计				34,690 吨/日	1000MW

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

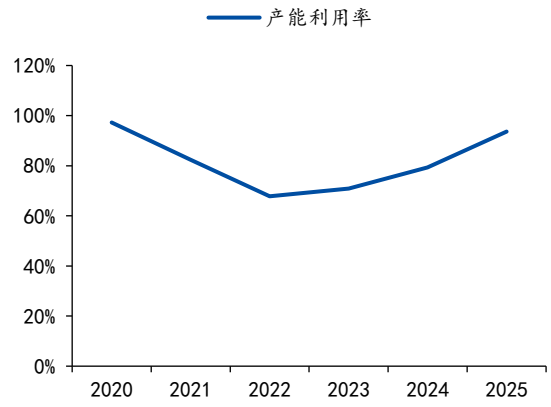
掺烧陈腐垃圾提高产能利用率。2025 年，公司垃圾进厂量达到 1,096.43 万吨，同比增长 18.1%;按照年末设计产能折算,产能利用率约为 93.6%,同比提升 14.3pct。产能利用率提升主要得益于生活垃圾自然增长、陈腐垃圾腾退以及一般工业固废和市政污泥等多源固废协同处置，其中 2025 年陈腐垃圾处理量约 160 万吨，占公司全年进厂量的 14.6%。随着多源固废导入及项目运营效率持续优化，公司存量焚烧产能仍具备进一步释放空间，有望通过增加垃圾处理费收入、摊薄单位固定成本并提高发电设备负荷，带动项目盈利能力稳步改善。

图12: 2020-2025 年公司垃圾处理量持续增长



数据来源：iFind，公司公告，财通证券研究所

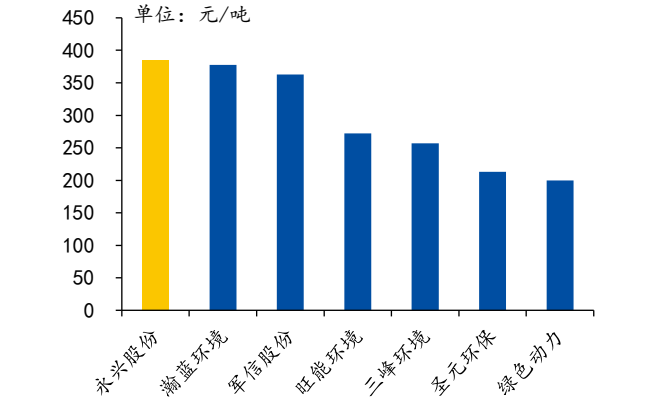
图13: 2025 年公司产能利用率超 90%



数据来源：iFind，公司公告，财通证券研究所

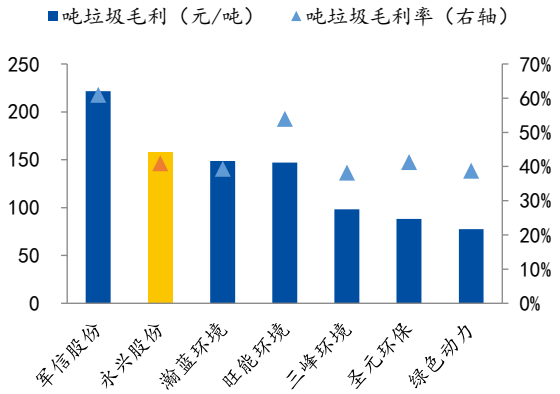
吨垃圾收入行业领先，单位盈利保持较高水平。2025 年，公司吨垃圾焚烧收入为 385 元，位居可比公司首位；吨垃圾毛利达到 158 元，仅次于军信股份，对应毛利率为 41%，整体处于行业前列。

图14：2025 年公司吨垃圾营收行业领先



数据来源：iFind，财通证券研究所

图15：2025 年公司吨垃圾盈利水平行业领先

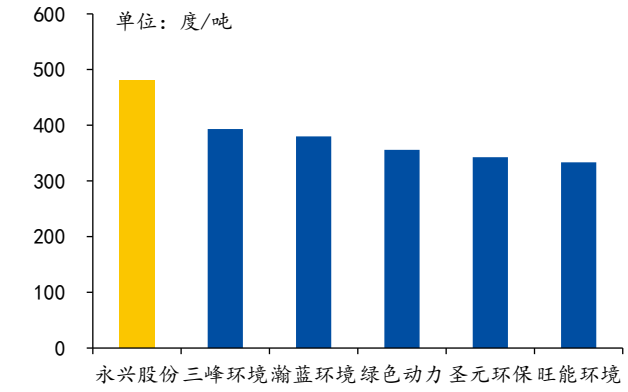


数据来源：iFind，财通证券研究所

公司垃圾焚烧项目盈利水平处于领先地位主要得益于：

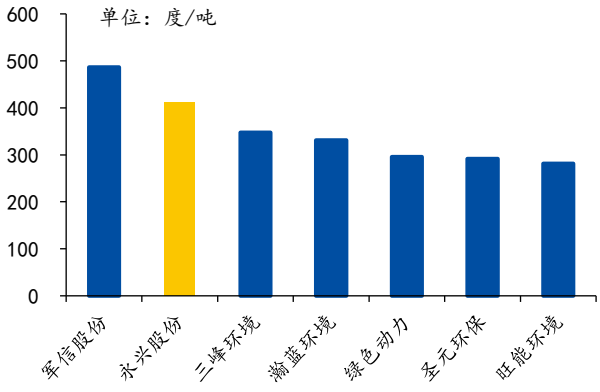
1）高吨发电量及上网电量：2025 年公司吨垃圾发电量为 481 度/吨，上网电量 411 度/吨，位居行业前列。

图16：2025 年公司吨垃圾发电量行业领先



数据来源：iFind，财通证券研究所

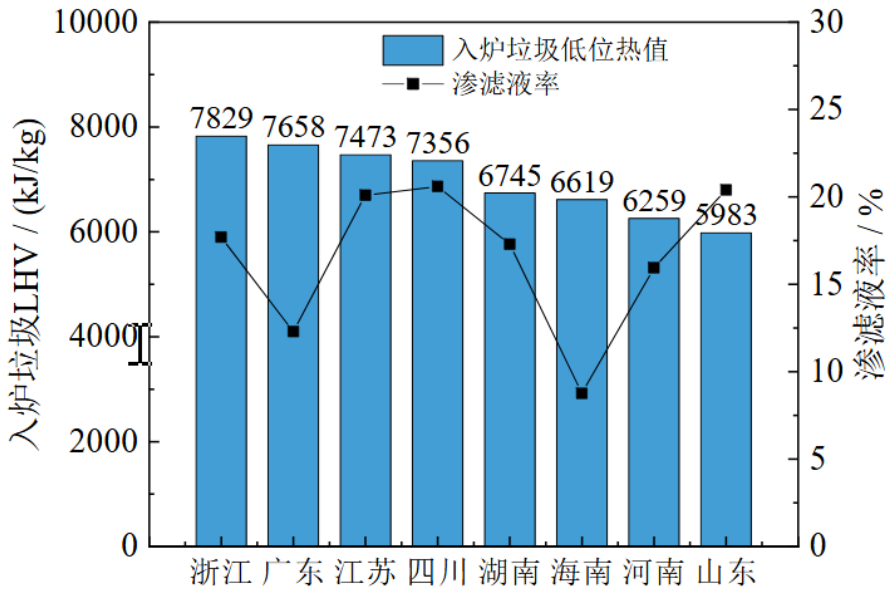
图17：2025 年公司吨垃圾上网电量行业领先



数据来源：iFind，财通证券研究所

a. 垃圾含水率低、热值高：公司核心项目深耕广州等粤港澳大湾区核心超一线城市。由于当地居民生活水平较高、经济发达，生活垃圾中塑料、纸类等高热值组分占比相对更高，且垃圾分类推进导致含水率较低，使得入炉垃圾的平均热值显著高于全国平均水平。根据朱真真等对国内 46 座代表性垃圾焚烧发电厂 2019 年运营数据的研究，广东样本项目入炉垃圾低位热值约为 7,658kJ/kg，在样本省份中仅次于浙江，为提高吨垃圾发电量和项目能源转化效率提供了较好的燃料条件。

图18: 2019 年广东省垃圾热值仅次于浙江省

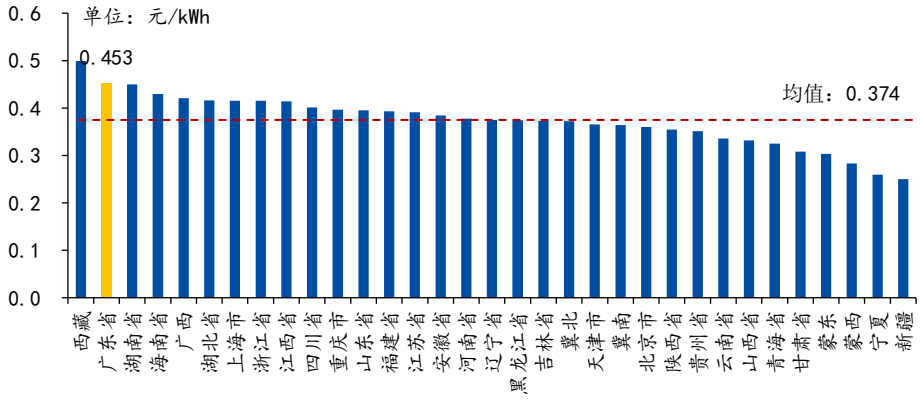


数据来源：能源进展（朱真真等，《中国城市入炉生活垃圾热值分析》），财通证券研究所

b. 掺烧陈腐垃圾等固废：公司积极拓展包括存量垃圾、工业固废、市政污泥等多元固废处理业务，持续强化垃圾焚烧发电项目多源废物协同处置能力，有效提升了整体运营效率与项目产能利用率。

2）高上网电价：公司的垃圾焚烧发电项目集中分布在广东省。从全国各地脱硫煤标杆电价的分布来看，广东省脱硫煤电价为 0.453 元/kWh，高于 0.374 元/kWh 的全国均值。在可再生能源国补政策调整的背景下，燃煤基准电价的高低直接影响项目的基础电价收益。由于广东省的基准电价在全国各省份中处于较高水平，这使得公司垃圾焚烧项目在上网电价结算上具备基数优势，从而为其垃圾焚烧发电收入提供了相对扎实的财务支撑。

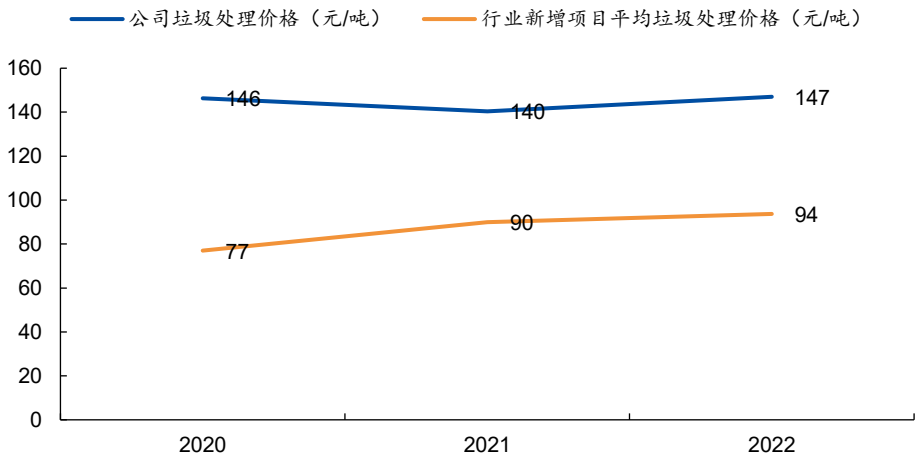
图19: 全国各地脱硫煤电价（截至 2026 年 2 月）



数据来源：新浪财经，财通证券研究所

3）高垃圾处理费：公司垃圾处理费一直高于行业平均水平，2020-2022 年公司垃圾焚烧发电项目平均垃圾处理价格分别为 146、140、147 元/吨，分别较行业当年新增招投标项目平均垃圾处理费高出 90%、56%、57%。

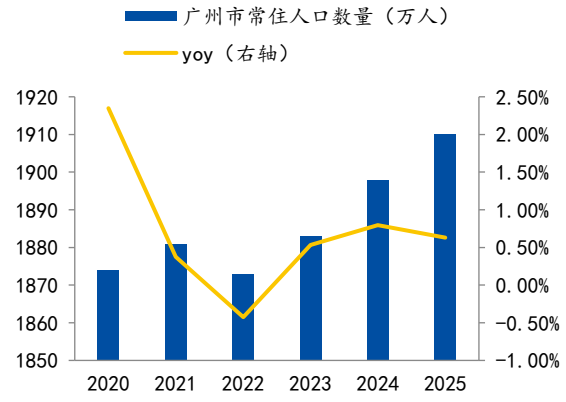
图20: 公司垃圾处理价格显著高于行业平均水平



数据来源：公司招股说明书，北极星垃圾发电网，财通证券研究所

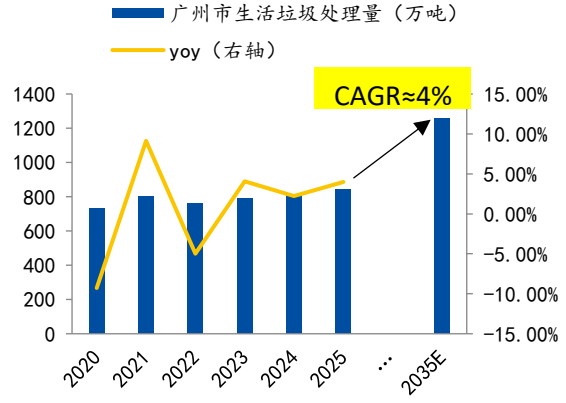
广州市原生垃圾具备自然增长潜力，公司产能利用率有望进一步提高。公司在广州市控股运营 12 个垃圾焚烧项目，合计产能 30,040 万吨/日，占公司总产能比例 86.6%。广州为人口净流入区域，2025 年末，广州市常住人口 1910 万人，同比增加 12 万人，在全国人口负增长的背景下，广州通过增强经济活力吸引外地人口持续流入。生活垃圾量与当地人口和经济发展水平紧密挂钩，2022—2025 年广州市生活垃圾量连续三年保持正增长，由 760.75 万吨增至 841.49 万吨，根据《广州市大中型生活垃圾转运站暨主城区环卫停车场布局规划（2020—2035）（征求意见稿）》，预计 2035 年垃圾处理规模将达到 1255.82 万吨/日，2025-2035 年复合增长率约 4%，可助力公司垃圾焚烧产能利用率提高约 3.7pct。

图21: 2020-2025 年广州市常住人口量总体呈增长趋势



数据来源：广州市统计局，财通证券研究所

图22: 广州市生活垃圾处理量具备自然增长潜力



数据来源：广州市生态环境局，广州荔湾发布，财通证券研究所

2.2 收入结构健康，对国补依赖度低

垃圾焚烧发电项目收入主要来自发电收入（占比约 65-75%）和垃圾处置费（占比约 25-35%）。根据《国家发展改革委关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》的

规定，存量项目发电补贴为国补+省补两级分摊：1）以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目，均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千瓦时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元（含税）；其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。2）垃圾焚烧发电上网电价高出当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分实行两级分摊。其中，当地省级电网负担每千瓦时 0.1 元，电网企业由此增加的购电成本通过销售电价予以疏导；其余部分纳入全国征收的可再生能源电价附加解决。

表2: 垃圾焚烧发电项目收入构成

收入构成	价格标准	付费单位	结算方式	资金来源
垃圾处置费	70-80 元/吨	环卫/城管部门	月结/季结	地方财政收入
电费	吨垃圾折算上网电量为 280 度，执行全国统一补贴价 0.65 元/度，其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价			
其中：当地燃煤标杆电价	0.25-0.45 元/度	当地电网	月度结算	电力消费
省补	0.1 元/度	省级电网	季度或半年结算	电力消费
国补	补齐 0.65 元/度差额	财政部	进入补贴目录后，原则上实行按季拨付、年终清算	可再生能源基金

数据来源：国家发改委，21 经济网，千际投行，财通证券研究所

公司垃圾焚烧发电收入对国补依赖度低。根据我们对公司 2024 年单吨垃圾收入结构的测算，在单吨合计 406.40 元的运营收入中，国补收入占比仅 6.68%，在可再生能源国补退坡及结算周期较长的行业背景下，公司超过 90% 的收入来源于回款确定性更高、刚性更强的基准电费，对国补的低依赖度有效保障了其整体经营现金流的健康度。

表3: 公司 2024 年吨垃圾收入结构

上网电量划分	度电结构	电价（元）	对应收入（元/吨）	吨垃圾收入结构
280 度内	国补	0.097	27.16	6.68%
	省补	0.1	28.00	6.89%
	标杆电价（燃煤基准）	0.453	126.84	31.21%
280 度外	标杆电价（燃煤基准）	0.453	74.40	18.31%
垃圾处理费	-	-	150	36.91%
合计			406.40	

数据来源：公司公告，公司招股说明书，财通证券研究所
注：吨垃圾处理费参考 2023 年垃圾处理单价 152.58 元/吨，假设为 150 元/吨

3 存量焕新增收益，多元协同拓增量

3.1 生物质产能释放，补充运营收益

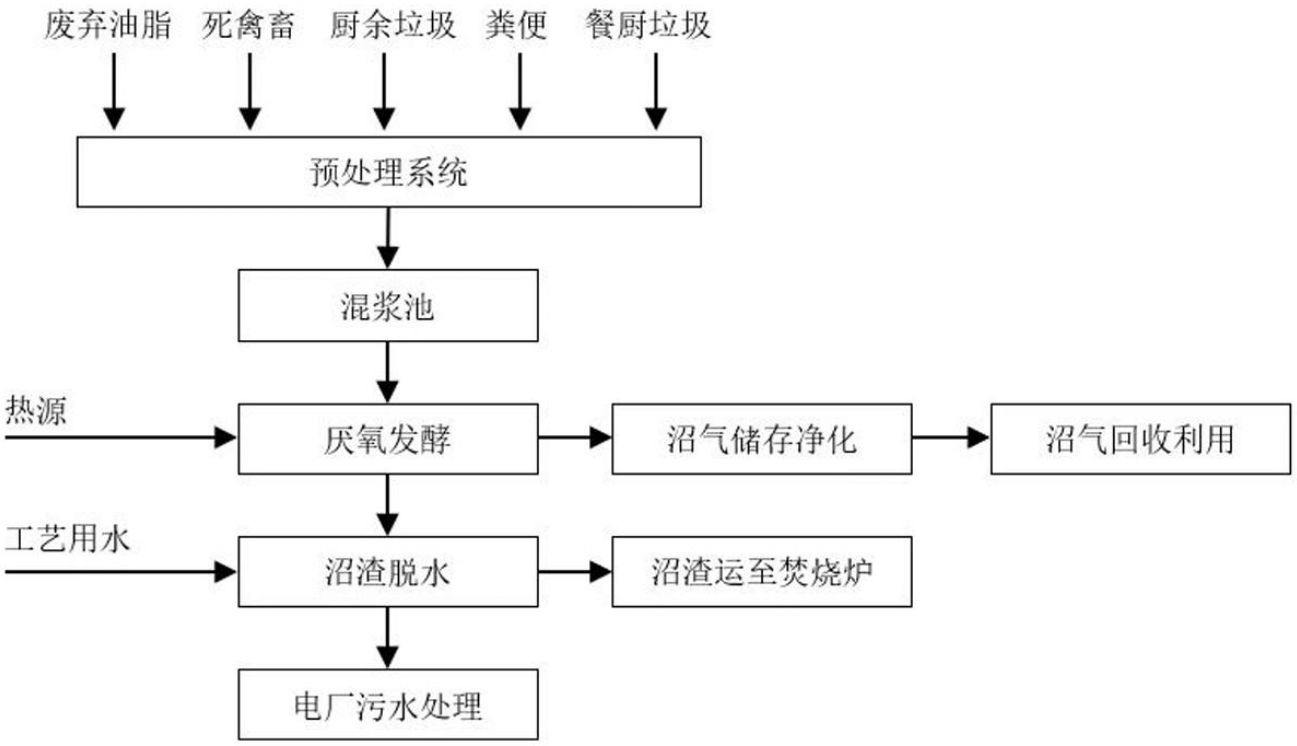
2021 年以来，随着南沙餐厨项目和从化餐厨项目的陆续投产，公司主营业务范围拓展至生物质处理。公司接收餐饮垃圾、厨余垃圾、废弃油脂、死禽畜和粪便等生物质废弃物，对其进行预处理、油水分离，满足联合厌氧的进料要求后进行厌氧处理。厌氧处理产生的沼气经净化后回收利用。收入主要由两部分构成：

1）生物质处理服务费：公司与广州市城管局签订《广州市中心城区厨余垃圾、死禽畜、粪便生化处理服务合同》并收取服务费。

2）资源化产品销售收入：公司与收运单位签订前端收集、运输合同，由收运单位收集并运输至公司生物质处理厂进行处置，经筛选分离后产生的油脂进行外售并产生收入。

此外，生物质处理业务能够与垃圾焚烧发电业务形成协同。在生物质处理过程中，产生的污水将在园区内配套污水处理设施进行协同处理；预处理产生的固渣将被送入园区内垃圾焚烧炉进行协同焚烧处置。

图23：公司生物质处理工艺流程



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

生物质业务形成多元处置布局。截至 2026 年上半年，公司控股运营 5 个生物质处理项目及 1 个生物质协同处理项目，分布于广州、忻州等地，设计处理能力合计 3,290 吨/日。

表4：截至 2026H1 公司运营的生物质处理项目

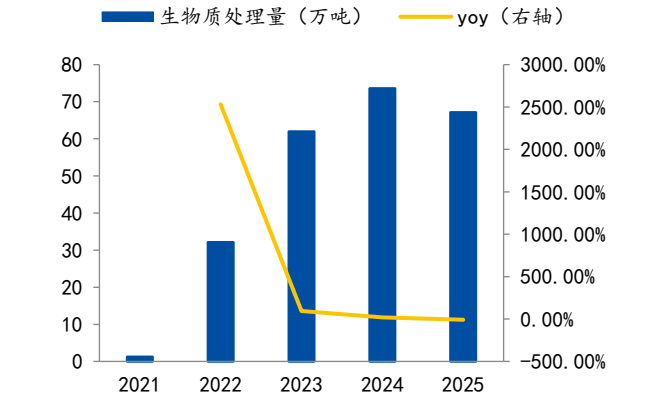
序号	项目名称	经营主体	服务采购方	运营模式	运营年限	服务区域	设计垃圾处理能力
1	南沙区餐厨垃圾处理厂项目	南沙公司	广州市城管局	政府采购服务	3 年	广州市南沙区、番禺区、白云区、越秀区、荔湾区、天河区、海珠区等	餐厨垃圾 600 吨/日
2	从化固体废弃物综合处理中心餐厨垃圾及易腐有机废弃物处理厂项目	从化公司	广州市城管局	政府采购服务	3 年	广州市从化区、白云区、越秀区、荔湾区、天河区、海珠区、番禺区等	餐厨垃圾 100 吨/日
3	广州东部固体资源再生中心（萝岗福山循环经济产业园）生物质综合处理厂二期工程项目	福山公司	广州市城管局	政府采购服务	3 年	广州市越秀区、荔湾区、海珠区、天河区、白云区等	餐饮垃圾 1,200 吨/日、死禽畜 60 吨/日、废弃食用油脂 120 吨/日

序号	项目名称	经营主体	服务采购方	运营模式	运营年限	服务区域	设计垃圾处理能力
4	花都区生物质综合处理厂项目	花城公司	广州市城管局	政府采购服务	3 年	广州市花都区、白云区、越秀区、荔湾区、天河区、海珠区等	餐饮垃圾 250 吨/日、厨余垃圾 50 吨/日、粪便 500 吨/日、死禽畜 5 吨/日、废弃油脂 5 吨/日
5	忻州市餐厨废弃物资源化利用项目	洁晋公司	-	-	-	-	餐厨垃圾 200 吨/日、污泥无害化处置 200 吨/日
			合计				3290 吨/日

数据来源：公司公告，公司招股说明书，广州市生态环境局，财通证券研究所

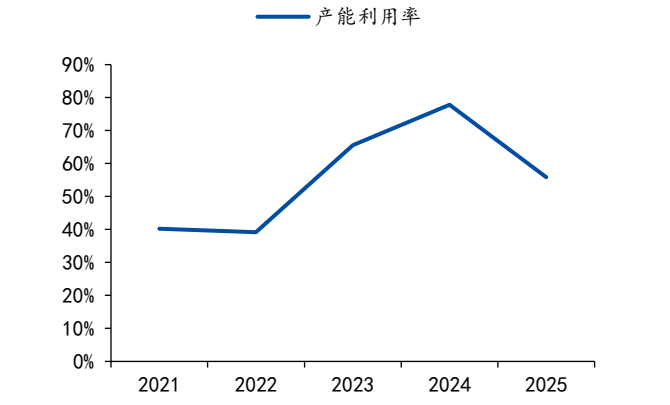
生物质业务已成为公司稳定的盈利补充。2025 年公司生物质处理量达 67.12 万吨，参考公司 2020-2022H1 平均生物质处理单价 240 元/吨测算，仅处理服务费收入约 1.61 亿元，占 2025 年营收的 3.7%；未来随着 3,290 吨/日处理能力逐步释放，产能利用率每提升 10pct，预计可新增处理服务收入约 0.29 亿元，并同步带动资源化产品收益增长。

图24: 公司生物质处理量总体呈增长趋势



数据来源：iFind，公司公告，财通证券研究所

图25: 公司生物质处理项目产能利用率整体呈增长趋势



数据来源：iFind，公司公告，财通证券研究所

3.2 掺烧陈腐垃圾，提高产能利用率

针对历史遗留的垃圾填埋场问题，2023 年起，广州市相关部门探索开挖陈腐垃圾入厂焚烧，通过“存量筛分+焚烧”模式修复土地生态。在 2023 年 4 月发布的《广州市生活垃圾卫生填埋场陈腐垃圾治理项目》决策草案（征求意见稿）中，已计划采用“稳定化-开挖-筛分-分类资源化利用”方案对试点填埋场进行陈腐垃圾治理。2024 年 9 月，广州市黄埔区公布《广州市兴丰应急填埋场存量垃圾开挖项目环境影响报告书报批前公示》，计划用 4 年时间将其中的陈腐垃圾复挖焚烧；根据《广州市城市管理和综合执法局 2025 年工作总结和 2026 年工作计划》，2025 年广州市有序推进兴丰应急填埋场存量垃圾开挖项目，已处置存量垃圾 97.1 万吨。

表5: 广州市陈腐垃圾腾退政策梳理

文件名称	发文单位	发文日期	相关规定
广州市生活处理设施建设“十四五”专项规划（征求意见稿）	广州市城管局	2022 年 3 月	结合“十四五”期间广州市垃圾焚烧处理能力，充分利用垃圾终端处理设施产能，**研究利用资源热力电厂富余焚烧能力逐步掺烧陈腐垃圾**，释放土地资源，腾退库容。
关于印发广州市“无废城市”建设试点实施方案的通知	广州市人民政府办公厅	2022 年 4 月	加快资源热力电厂二期建设，应对生活垃圾增长需求，确保到 2023 年全市生活垃圾四分类体系中其他垃圾全量焚烧，实现原生垃圾零填埋，形成“焚烧为主、生化为辅、循环利用”的垃圾处理新格局。**探索利用富余焚烧能力处理陈腐垃圾新路径。**
《广州市生活垃圾卫生填埋场陈腐垃圾治理项目》决策草案（征求意见稿）	广州市城市管理和综合执法局	2023 年 4 月	计划通过“稳定化-开挖-筛分-分类资源化利用”的方式实施陈腐垃圾治理和土地综合开发再利用，治理试点为已实施封场的增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场，上述填埋场已填埋生活垃圾存量合计约 1856 万吨。

数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

广州市存量陈腐垃圾资源庞大，可有效保障公司未来焚烧产能利用需求。经梳理，广州市内主要填埋场存量垃圾合计约 7,667 万吨。其中：1）从化潭口填埋场预计开挖存量垃圾总量约 183 万吨，公司已获批在前期 20 万吨规模的基础上，计划以 1 年为周期继续开挖 50 万吨开展焚烧试验。2）花都区生活垃圾填埋场生活垃圾存量约 780 万吨，公司已获批实施筛分及掺烧试验，开挖规模达到 2,000 吨/天。3）增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场已实施封场，生活垃圾存量合计约 1,856 万吨。4）兴丰生活垃圾卫生填埋场存量约 4,848 万吨，是国内乃至亚洲地区规模最大（单日填埋能力）的生活垃圾填埋场之一。5）兴丰应急垃圾填埋场，预估需处理的存量垃圾数量 237 万吨。

表6: 广州市存量陈腐垃圾梳理

填埋场名称	存量陈腐垃圾(万吨)	具体计划与实施
兴丰生活垃圾卫生填埋场	4848（含旧场及应急场）	可用于满足公司未来焚烧产能利用需求，暂无具体计划。
兴丰应急垃圾填埋场	237	项目服务期限为 3 年，预估需处理的存量垃圾数量 237 万吨，广州市城市管理和综合执法局支付的存量垃圾综合处理单价为 291.52 元/吨。其中公司下属子公司均为兴丰项目的掺烧处理方，负责对运至子公司的存量垃圾进行资源化和无害化处理，所获得的收入单价为 160.05 元/吨。
增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场	1856	已实施封场。
花都区生活垃圾卫生填埋场	780	预计开挖存量垃圾总量约 500 万吨，实施筛分及掺烧试验工作，开挖规模为 2000 吨/天。
从化潭口填埋场	183	预计开挖存量垃圾总量约 183 万吨，在前期 20 万吨开挖规模的基础上继续开展试验工作，继续开挖规模为 50 万吨，计划实施周期为 1 年。
合计	7667	

数据来源：公司公告，广州市生态环境局，财通证券研究所

假设：1）未公布开挖计划的垃圾填埋场可复挖存量垃圾比例为 40%；2）原生垃圾每吨发电量为 481 度，陈腐垃圾的热值为原生垃圾的 75%；3）上网电量比例按 2025 年公司上网电量比率设定为 85%；4）上网电价方面，每吨生活垃圾折算上网电量为 280 千瓦时，并执行全国统一垃圾发电标杆电价每千瓦时 0.65 元（含税）；其余上网电量执行广东省脱硫煤上网电价 0.453 元/kWh。我们测算得到，公司掺烧存量陈腐垃圾的潜在收入空间 144 亿元。

表7: 广州市存量陈腐垃圾及市场空间测算

填埋场名称	存量陈腐垃圾（万吨）	可复挖陈腐垃圾（万吨）	垃圾处理收入（亿元）	发电量（度）	发电收入（亿元）	总收入（亿元）
兴丰生活垃圾卫生填埋场	4,848	1,939	29	699,566	49	78
兴丰应急垃圾填埋场	237	237	4	85,498	6	9
增城区陈家林、黄埔区大田山、番禺区火烧岗三座填埋场	1,856	742	11	267,821	19	30
花都区生活垃圾卫生填埋场	500	500	8	180,375	13	20
从化潭口填埋场	183	183	3	66,017	5	7
合计	7,624	3,602	54	1,299,277	90	144

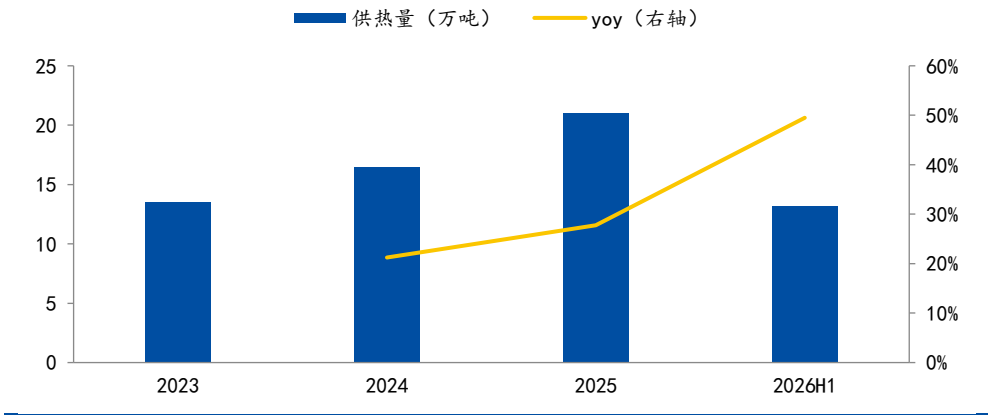
数据来源：国家发改委，iFind，财通证券研究所

3.3 拓展供热业务，To B 商业模式改善现金流

垃圾焚烧项目在满足厂内用汽和发电需求后，可将剩余蒸汽对外销售，新增投资主要集中于蒸汽管网、换热及输送设施，能够依托既有焚烧炉、余热锅炉和汽轮机实现存量资产的二次开发。

公司供热业务加速放量，逐步形成第二能源产品。2025 年，公司对外供汽量约 21 万吨，同比增长 49.5%；2026 年上半年进一步达到 13.20 万吨，同比增长约 50%，已相当于 2025 年全年供汽量的 62.86%。目前，公司正推进从化、增城、南沙、花都等区域供热管网，其中从化项目规划建设万力线和明珠线，管网总长 18.44 公里、总投资约 1.73 亿元，建成后将覆盖汽车零部件、生物医药及新材料等工业客户，供热业务正由移动供热验证阶段迈向规模化管网供热阶段。

图26: 2026H1 公司对外供热量同比+50%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

供热可提升垃圾焚烧项目的综合能源收益。假设每吨蒸汽结算价格为 200 元、每外供 1 吨蒸汽减少约 200 千瓦时发电量，并按广东燃煤发电基准价 0.453 元/千瓦时测算，每吨蒸汽可实现销售收入 200 元、对应少发电收入约 90.6 元，扣除少发电损失后的能源销售净增收入约 109.40 元。由此测算，100 万吨、200 万吨和 300 万吨供汽量可分别贡献蒸汽收入 2 亿元、4 亿元和 6 亿元，扣除少发电损失后分别净增收入分别约 1.09 亿元、2.19 亿元和 3.28 亿元，分别占公司 2025 年营收 2.55%、5.10%、7.66%。

表8: 供热放量有望带来可观增量收入

供热量（万吨）	Δ供热收入（亿元）	Δ发电收入（亿元）	Δ营业收入（亿元）	营收较2025年增长率
50	1.00	-0.45	0.55	1.28%
100	2.00	-0.91	1.09	2.55%
150	3.00	-1.36	1.64	3.83%
200	4.00	-1.81	2.19	5.10%
250	5.00	-2.27	2.74	6.38%
300	6.00	-2.72	3.28	7.66%

数据来源：公司公告，广州市国资委，财通证券研究所

商业模式 To B 改善现金流。工业蒸汽价格通常具备市场化定价基础，在供热价格能够覆盖少发电损失、管网折旧及运维成本的情况下，有望提高单位垃圾的综合能源收入和项目整体盈利水平。同时，供热收入不依赖垃圾发电国补，且主要由工业客户支付，有助于优化收入结构、缩短部分业务的回款周期并增强经营现金流的稳定性。

广州市绿色热能市场空间广阔，公司产业园协同优势显著。广州市已系统梳理出300余家工业用热企业，合计年用汽需求超过500万吨，覆盖食品饮料、生物医药、汽车零部件、新材料等多个行业。相比之下，公司2025年供汽量仅约21万吨，全市现有需求约为公司当前供汽规模的24倍。公司六大循环经济产业园靠近增城、从化、南沙、花都等产业集聚区，能够通过固定管网服务连续用汽的大型客户，并以移动储能覆盖管网暂未触达的分散客户，具备将区域用热需求转化为供汽增量的区位基础。

图27: 公司垃圾焚烧项目区位及产能分布（截至2025年6月末）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表9: 公司主要供热项目

热源	项目	供热能力	主要覆盖区域及客户	项目进展（截至 2026 年 8 月）
广州市第七资源热力电厂	从化万力线、明珠工业园区项目	481 吨/小时	从化明珠工业园、万力轮胎，以及食品、美妆、生物制药企业	已于 2026 年 7 月开工，计划 2026 年底投运
广州市第六资源热力电厂	增城仙村线项目	年产热能力超 400 万吨	增城仙村生物医药产业园	已于 2026 年 8 月开工建设，预计 2027 年初建成投产
广州市第六资源热力电厂	增城奔迪供热管网项目	未披露	广东奔迪新材料科技有限公司等	建设中
广州市第四资源热力电厂	南沙生物谷供热管网	年最大产汽量超 400 万吨	珠江啤酒、王老吉及生物医药等产业客户	建设中
广州市第四资源热力电厂	南沙大岗镇集中供热项目		穗港先进制造基地	已于 2026 年 8 月开工建设

数据来源：北极星垃圾发电网，证券日报网，21 世纪经济报道，南方财经网，易创汇科技园，广环投，财通证券研究所

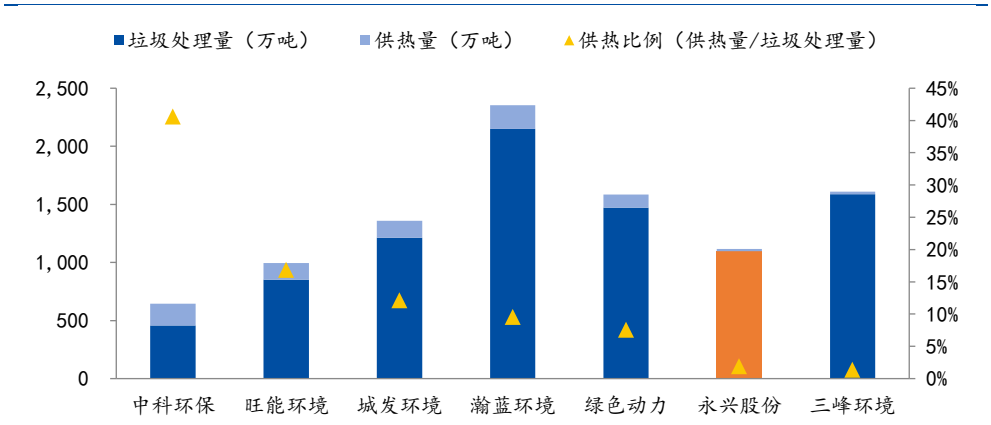
表10: 公司管网供热项目梳理（截至 2026 年 9 月）

热源	项目	主要覆盖区域及客户	项目进展
广州市第七资源热力电厂	从化万力线、明珠工业园区项目	从化明珠工业园、万力轮胎，以及食品、美妆、生物制药企业	已于 2026 年 7 月开工，计划 2026 年底投运
广州市第六资源热力电厂	增城仙村线项目	增城仙村生物医药产业园	已于 2026 年 8 月开工建设，预计 2027 年初建成投产
广州市第六资源热力电厂	增城奔迪供热管网项目	广东奔迪新材料科技有限公司等	建设中
广州市第四资源热力电厂	南沙生物谷供热管网	珠江啤酒、王老吉及生物医药等产业客户	建设中
广州市第四资源热力电厂	南沙大岗镇集中供热项目	穗港先进制造基地	已于 2026 年 8 月开工建设

数据来源：北极星垃圾发电网，证券日报网，21 世纪经济报道，易创汇科技园，广环投，财通证券研究所

公司存量热能转化率仍有较大提升空间。公司六大循环经济产业园年产绿色蒸汽超过 3000 万吨，而 2025 年实际对外供汽量仅约 21 万吨，占蒸汽产量的 0.07%；尽管大部分蒸汽仍需用于厂内生产和汽轮机发电，但较低的外供比例表明存量热能尚未充分市场化。按垃圾处理量计算，公司吨垃圾供汽量已由 2025 年的 0.019 吨提升至 2026 年上半年的 0.024 吨，提升约 26%；同期垃圾焚烧供热领先企业中科环保 2025 年吨垃圾供热量约 0.41 吨，约为公司的 22 倍，公司供热能力具有较大提升潜力。

图28: 公司供热能力有较大提升潜力（2025 年）



数据来源：各公司公告，iFinD，财通证券研究所

4 绿电融算，打开成长边界

数据中心将成为耗能大户，绿色化、低碳化发展大势所趋。随着人工智能和云计算发展，数据中心用电及制冷需求持续增加，绿色低碳成为算力基础设施建设的重要约束。2024 年 7 月，国家发展改革委等部门印发《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》，提出到 2025 年底全国数据中心平均 PUE 降至 1.5 以下、可再生能源利用率年均增长 10%。广东省也响应国家号召出台了一系列政策推动数据中心的绿色化发展。2026 年 5 月，国家发展改革委、国家能源局将生物质发电纳入多用户绿电直连范围，并明确优先支持算力设施开展绿电直连，为垃圾焚烧企业与 IDC 合作提供政策支撑。

表11: 数据中心绿色化、低碳化发展大势所趋

时间	政策文件	印发部门	核心内容
2022 年 2 月	《关于同意粤港澳大湾区启动建设全国一体化算力网络国家枢纽节点的复函》	国家发展改革委、中央网信办、工业和信息化部、国家能源局	同意在粤港澳大湾区启动建设全国一体化算力网络国家枢纽节点；规划设立韶关数据中心集群，积极承接广州、深圳等地实时性算力需求；要求发展高密度、高能效、低碳数据中心集群，集群 PUE 控制在 1.25 以内，可再生能源使用率显著提升。
2022 年 12 月	《广东省发展改革委、广东省工业和信息化厅关于加强数据中心布局建设的意见》	广东省发展改革委、广东省工业和信息化厅	国家枢纽节点集群外的地市，主要建设承载极低时延业务、规模在 3000 机架以下的城市数据中心和边缘计算中心；省内其他地区新建项目平均 PUE 不超过 1.3；探索利用电厂直供冷（热）、冰（水）蓄冷等方式，提高大型、超大型数据中心能效水平。
2024 年 7 月	《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局、国家数据局	新建及改扩建大型、超大型数据中心 PUE 降至 1.25 以内，国家枢纽节点数据中心项目 PUE 不得高于 1.2；引导新建数据中心与可再生能源发电协同布局；探索数电联营模式，支持电厂为新建数据中心提供电力、蒸汽、水等资源服务。
2025 年 5 月	《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》	国家发展改革委、国家能源局	绿电直连是指风电、太阳能发电、生物质发电等新能源不直接接入公共电网，通过直连线路向单一电力用户供给绿电；项目电源与负荷不是同一主体的，应签订多年期购电协议或合同能源管理协议。
2025 年 11 月	《广东省国家数字经济创新发展试验区建设方案（2025—2027 年）》	广东省人民政府	打造绿色协同算力“一张网”，建立算力基础设施发展统筹协调机制，优化全省算力布局，推进算、电、网协同；支持广州、深圳建设与超大城市经济发展相匹配的算力供给体系。
2026 年 3 月	《广州市促进人工智能产业高质量发展实施方案》	广州市人民政府办公厅	规范“城市数据中心+园区算力中心”阶梯式布局；按照“城市+边缘”总体布局建设城市智算中心和分布式边缘计算中心体系；引导存量数据中心通过绿色节能改造转型升级为智算中心。
2026 年 5 月	《关于有序推动多用户绿电直连发展有关事项的通知》	国家发展改革委、国家能源局	多用户绿电直连是指风电、太阳能发电、生物质发电等新能源通过专用线路和变电设施向多个用户供给绿电；优先支持算力设施、绿色氢氨醇等新兴产业和未来产业开展绿电直连。
2026 年 5 月	《广州市国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》	广州市人民政府	规划建设高密度数据中心、边缘数据中心、智能计算中心等下一代新型高性能数据中心；推动绿色电力与算力设施协同布局，探索绿色低碳发展新模式。

数据来源：国家发改委，国家能源局，中国政府网，广东省发改委，财通证券研究所

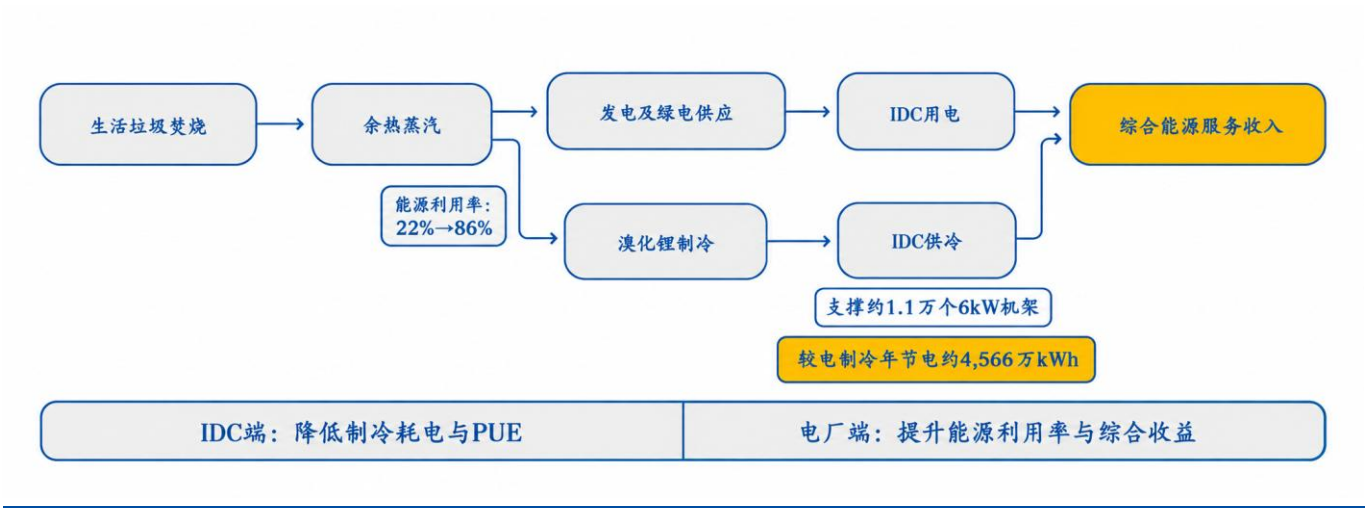
垃圾焚烧发电有望通过“绿电供应+余热制冷”与 IDC 形成能源协同：

1）垃圾焚烧电厂同时具备电力、蒸汽和水等能源资源，与 IDC 持续用电、全年制冷的需求具有较强互补性。国家发展改革委等部门印发的《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》明确提出，探索“数电联营”模式，支持电厂为新建数据中心提供电力、蒸汽、水等资源服务，并鼓励数据中心与可再生能源协同布局、探索绿电直供。技术上，垃圾焚烧产生的蒸汽除用于发电外，还可驱动溴化锂吸收式制冷机组，将低品位余热转化为数据中心所需冷冻水，从而减少电制冷设备耗

电。广东省政策也明确提出探索利用电厂直供冷（热）提高数据中心能效，为“垃圾焚烧电厂—数据中心”协同提供了直接政策依据。

2）公司运营的福山垃圾焚烧电厂的官方研究已经为该模式提供了较明确的量化依据。2022 年，广州市发展改革委会同广州环投集团、广州移动，以福山垃圾焚烧电厂为样本开展新型数据中心协同研究；初步测算显示，通过加装溴化锂制冷设备利用发电余热，电厂能源利用率可由单纯发电情景下的 22%提高至 86%，新增供冷能力可支持约 1.1 万个 6kW 机架，并可较同规模电制冷数据中心节约用电约 4,566 万千瓦时。该研究表明，协同模式的核心收益并非简单将上网电量转售给 IDC，而是将原本未充分利用的余热转化为冷量：数据中心可降低制冷耗电和 PUE，垃圾焚烧电厂则有望获得供冷或综合能源服务收入，提高单位垃圾的能源产出。

图29: 垃圾焚烧发电与 IDC 能源协同模式



数据来源：广州市发改委、财通证券研究所

公司所在广州市是国家算力枢纽节点粤港澳大湾区的核心城市之一，垃圾焚烧发电与 IDC 合作潜力较大。2026 年 4 月广州 4 个获批算力项目集中开工，规划新增智算规模 4 万 P，全市一体化算力平台计划纳管算力扩展至 7 万 P，算力扩张将增加电力和制冷需求。作为广州市垃圾焚烧发电项目的唯一投资和运营主体，公司拥有较大市场空间。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

5.1.1 项目运营板块

公司主要业务为垃圾焚烧发电和生物质处理项目运营。

截至 2025 年年底，公司控股项目基本已实现投运，针对 2026-2028 年，我们做如下假设：

1）受产能爬坡、广州市垃圾内生增长、陈腐垃圾处理等因素影响，公司产能利用率稳步提升，生活垃圾处理量（不含餐厨垃圾等）分别为 1111.46 万吨、1157.86 万吨、1207.01 万吨；垃圾焚烧发电量分别为 53.55、55.20、56.58 亿度；

2）吨垃圾处理费参考 2023 年 152.58 元/吨的价格，并考虑调价因素以及部分陈腐垃圾无处理费，谨慎假设 2026-2028 年垃圾处理费为 150 元/吨；

3）厂自用电率保持 14.60%；售电单价均值参考 2023 年 0.48 元/度，假设保持不变；

4）2025 年公司供热量约 21 万吨，2026 年上半年已完成 13.20 万吨，同比增长约 50%，考虑下半年移动储能供热客户继续增加，但集中管网尚未形成明显贡献，预计 2026 年全年完成约 27 万吨；从化万力线、明珠工业园线预计 2026 年底全面投用、增城仙村线计划 2027 年初投产，考虑客户接入和负荷爬坡，计 2027—2028 年供热量分别达到 50 万吨和 80 万吨；叠加存量及移动供热 35 万吨；

5）热价为 200 元/吨；

6）生物质处理产能保持 3290 吨/日不变，产能利用率分别为 60%、65%、70%，处理价格参考 2021-2023H1（244.69 元/吨、236.11 元/吨、237.72 元/吨）均值 239.51 元/吨，假设稳定在 240 元/吨；

7）其他运营收入：参考 2023 年 4.35 亿元，假设每年以同比 2%的增速增长，2026-2028 年分别为 4.62/4.71/4.80 亿元。

表12: 核心经营假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
生活垃圾处理量（万吨）	928.56	1,096.43	1,111.46	1,157.86	1,207.01
垃圾处理单价（元/吨）	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00
发电量（亿度）	46.71	52.75	53.55	55.20	56.58
厂自用电率	11.7%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
售电单价（元/度）	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48
供热量（万吨）	13.56	16.44	27	50	80
热价（元/吨）	200	200	200	200	200
生物质处理量（万吨）	73.57	67.12	72.05	78.06	84.06
生物质处理单价（元）	240.00	240.00	240.00	240.00	240.00
其他运营收入（亿元）	4.44	4.53	4.62	4.71	4.80

数据来源：iFind，财通证券研究所

公司项目运营毛利率由 2023 年的 45.62%下降至 2024 年的 41.69%和 2025 年的 40.94%，主要受二期项目转固增加折旧等固定成本、域外项目并表以及业务结构变化影响；2026 年上半年板块毛利率回升至 43.27%，表明盈利水平已基本企稳。展望 2026—2028 年，预计垃圾处理量保持增长、焚烧产能利用率维持较高水平，同时供热收入增加有助于摊薄固定成本；但考虑新增管网投运初期仍将产生折旧和运维费用，且供热收入占公司总收入比例较低，毛利率改善预计较为平缓。据此，假设公司 2026—2028 年项目运营板块毛利率分别为 41.14%、41.56%和 42.03%。

综上所述，结合其他业务经营情况，得到公司 2026-2028 项目运营营业收入分别为 45.97/48.18/49.72 亿元，分别同比增长 8.81%/4.80%/3.20%。

表13: 2026-2028 年公司项目运营板块盈利预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	37.11	42.25	45.97	48.18	49.72
yoy	7.16%	13.86%	8.81%	4.80%	3.20%
毛利率	41.69%	40.94%	41.14%	41.56%	42.03%

数据来源：iFind，财通证券研究所

5.1.2 其他业务

2023—2025 年，公司其他业务收入分别为 0.59、0.54 和 0.62 亿元，规模有所波动但未形成明确增长趋势；2026 年上半年实现收入 2.1 亿元，年化约 4 亿元。考虑该板块并非公司核心收入来源，且公开资料未披露明确的增量项目，假设 2026—2028 年其他业务收入均为 4 亿元。毛利率方面，2026 年上半年其他业务毛利率为 22.24%，较 2025 年的 45.87%明显回落，因此参考最新经营水平，假设 2026—2028 年毛利率均为 23.00%。

表14: 2026-2028 年公司其他业务板块盈利预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	0.54	0.62	4.00	4.00	4.00
yoy	-8.13%	15.46%	542.36%	0.00%	0.00%
毛利率	54.09%	45.87%	23.00%	23.00%	23.00%

数据来源：iFind，财通证券研究所

5.1.3 费用假设

销售费用方面，公司核心业务以政府采购及特许经营模式为主，客户主要为政府部门和电网企业，对传统销售渠道依赖较低，假设 2026—2028 年销售费用率维持 0.01%。

管理费用率方面，考虑项目集群化运营及数字化管理有望提升效率，但洁晋公司并表、供热业务拓展及境外项目筹备将增加管理支出，假设 2026—2028 年管理费用率稳定在 7.20%。

研发费用率方面，公司持续推进焚烧提效、飞灰减量、协同脱硝及智慧电厂等技术研发，参考历史水平，假设 2026—2028 年研发费用率均为 3.50%。

所得税方面，公司部分子公司适用 15%的高新技术企业所得税率，部分环保项目享受免税或 12.5%的“三免三减半”优惠，同时研发费用加计扣除进一步降低实际税负；综合考虑部分项目优惠期逐步变化，假设 2026—2028 年综合所得税率均为 10.00%。

表15: 2026-2028 年公司费用假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
管理费用率	7.44%	7.14%	7.20%	7.20%	7.20%
研发费用率	3.48%	3.56%	3.50%	3.50%	3.50%
所得税税率	9.64%	10.77%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：iFind，财通证券研究所

综上，预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 49.57/51.48/53.47 亿元，同比增长 15.63%/3.85%/3.87%；归母净利润分别为 10.28/11.18/11.87 亿元，同比增长 19.44%/8.73%/6.18%。

表16: 2026-2028 年公司盈利预测

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	37.65	42.87	49.97	52.18	53.72
yoy	6.45%	13.88%	16.56%	4.42%	2.95%
毛利率	41.87%	41.02%	39.69%	40.14%	40.61%
归母净利润（亿元）	8.21	8.61	10.28	11.18	11.87
yoy	11.67%	4.87%	19.44%	8.73%	6.18%

数据来源：iFind，财通证券研究所

5.2 估值

从同业对比角度，我们选取瀚蓝环境、绿色动力、中科环保和旺能环境作为可比公司。上述公司均以生活垃圾焚烧发电为核心业务，并在固废综合治理、生物质处理、供热及资源化利用等领域形成差异化布局，与公司在业务模式和盈利结构方面具有较强可比性。

以 2026 年 10 月 15 日收盘价计算，6 家可比公司 2026 年 PE 均值为 17 倍，永兴股份 2026 年 PE 为 13 倍，低于行业平均水平。我们认为，公司广州区域项目基础稳固，吨垃圾发电量、处理费及现金分红水平具有一定优势，未来存量垃圾协同处置、生物质项目提效和供热业务放量有望贡献增量，当前估值具备一定修复空间。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）				
		（2026/10/15）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
600323.SH	瀚蓝环境	30.00	2.04	2.24	2.79	3.08	3.27	14.7	13.4	10.8	9.7	9.2
601330.SH	绿色动力	8.04	0.42	0.43	0.54	0.58	0.61	19.1	18.7	14.9	13.9	13.2
301175.SZ	中科环保	5.37	0.22	0.26	0.32	0.37	0.43	24.4	20.7	16.8	14.5	12.5
002034.SZ	旺能环境	13.66	1.32	1.66	1.53	1.63	1.74	10.3	8.2	8.9	8.4	7.9
000967.SZ	盈峰环境	7.08	0.16	0.17	0.24	0.27	0.3	44.3	41.6	29.5	26.2	23.6
000035.SZ	中国天楹	4.49	0.11	0.12	0.21	0.27	0.28	40.8	37.4	21.4	16.6	16.0
			均值					25.6	23.3	17.0	14.9	13.7
601033.SH	永兴股份	14.72	0.92	0.96	1.14	1.24	1.32	16.0	15.3	12.9	11.9	11.2

数据来源：iFinD，财通证券研究所
注：可比公司 EPS 采用 iFinD 一致预期

6 风险提示

垃圾处理费及上网电价下调：垃圾处理费及上网电价下调可能削弱项目盈利能力。

固废来源不足：生活垃圾、陈腐垃圾及工业固废进厂量不及预期，可能制约项目产能利用率提升。

供热业务拓展不及预期：管网建设、客户接入及用汽需求不足，可能影响供热业务放量。

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	**3764.54**	**4287.00**	**4996.99**	**5217.71**	**5371.87**
减:营业成本	2188.36	2528.67	3013.62	3123.51	3190.42
营业税费	80.52	81.87	99.94	104.35	107.44
销售费用	0.38	0.24	0.50	0.52	0.54
管理费用	279.93	305.90	359.78	375.67	386.77
研发费用	131.01	152.80	174.89	182.62	188.02
财务费用	338.53	283.05	364.18	353.14	348.09
资产减值损失	-1.15	-63.31	0.00	0.00	0.00
加:公允价值变动收益	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
投资和汇兑收益	95.36	30.10	99.94	104.35	107.44
营业利润	**922.90**	**981.04**	**1158.97**	**1260.51**	**1338.61**
加:营业外净收支	-0.05	1.89	4.00	4.00	4.00
利润总额	**922.85**	**982.93**	**1162.97**	**1264.51**	**1342.61**
减:所得税	88.98	105.82	116.30	126.45	134.26
净利润	**820.57**	**860.55**	**1027.83**	**1117.57**	**1186.60**
资产负债表（百万元）	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
货币资金	1131.52	629.43	1121.29	2161.54	3300.67
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	1921.04	2700.95	3150.88	3304.55	3417.11
应收票据	1.17	0.00	1.39	1.45	1.49
预付账款	9.16	13.29	15.07	15.62	15.95
存货	70.46	95.97	117.20	130.15	141.80
其他流动资产	418.23	394.44	394.44	394.44	394.44
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期股权投资	683.99	326.28	295.28	248.28	199.28
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	12218.24	11738.32	9899.93	7978.00	6010.56
在建工程	20.64	421.85	335.92	242.96	196.48
无形资产	5770.37	7398.35	8840.33	10205.42	11493.60
其他非流动资产	415.66	502.33	408.88	408.88	408.88
资产总额	**24226.72**	**24948.17**	**25331.91**	**25872.28**	**26391.63**
短期债务	0.00	165.09	0.00	0.00	0.00
应付账款	2286.82	1844.84	2176.50	2229.84	2251.02
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	149.53	196.44	243.34	290.24	337.14
长期借款	8826.69	9262.37	8949.63	8949.63	8949.63
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债总额	**13590.59**	**13901.58**	**13908.03**	**14046.69**	**14139.52**
少数股东权益	**148.59**	**234.10**	**252.94**	**273.43**	**295.18**
股本	900.00	900.00	900.00	900.00	900.00
留存收益	1509.89	1830.43	2180.97	2562.19	2966.96
股东权益	**10636.13**	**11046.59**	**11423.88**	**11825.59**	**12252.11**
现金流量表（百万元）	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
净利润	820.57	860.55	1027.83	1117.57	1186.60
加:折旧和摊销	954.92	979.94	2818.89	2912.88	3003.61
资产减值准备	-23.18	45.55	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	367.79	290.53	367.33	358.75	358.90
投资收益	-95.36	-30.10	-99.94	-104.35	-107.44
少数股东损益	13.29	16.56	18.84	20.49	21.75
营运资金的变动	-130.67	-325.02	68.41	-46.85	-50.52
经营活动产生现金流量	**1907.68**	**1826.44**	**4192.73**	**4254.47**	**4408.91**
投资活动产生现金流量	**-1171.34**	**-526.42**	**-2123.61**	**-2121.65**	**-2131.56**
融资活动产生现金流量	**-271.72**	**-2025.24**	**-1412.10**	**-1092.58**	**-1138.21**

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	6.4%	13.9%	16.6%	4.4%	3.0%
营业利润增长率	15.4%	6.3%	18.1%	8.8%	6.2%
净利润增长率	11.7%	4.9%	19.4%	8.7%	6.2%
EBITDA 增长率	8.4%	7.3%	90.8%	4.2%	3.6%
EBIT 增长率	6.4%	11.1%	17.7%	5.9%	4.5%
NOPLAT 增长率	4.5%	9.8%	18.7%	5.9%	4.5%
投资资本增长率	9.1%	5.5%	-0.7%	1.9%	2.0%
净资产增长率	33.8%	3.9%	3.4%	3.5%	3.6%
利润率					
毛利率	41.9%	41.0%	39.7%	40.1%	40.6%
营业利润率	24.5%	22.9%	23.2%	24.2%	24.9%
净利润率	22.2%	20.5%	20.9%	21.8%	22.5%
EBITDA/营业收入	56.4%	53.1%	87.0%	86.8%	87.4%
EBIT/营业收入	31.0%	30.3%	30.6%	31.0%	31.5%
运营效率					
固定资产周转天数	1201	1006	779	617	469
流动营业资本周转天数	**-207**	**-59**	**-34**	**-32**	**-28**
流动资产周转天数	359	349	313	375	448
应收账款周转天数	162	194	211	223	225
存货周转天数	12	12	13	14	15
总资产周转天数	2300	2065	1811	1766	1751
投资资本周转天数	1854	1745	1532	1476	1462
投资回报率					
ROE	7.8%	8.0%	9.2%	9.7%	9.9%
ROA	3.5%	3.6%	4.2%	4.4%	4.6%
ROIC	5.2%	5.4%	6.5%	6.7%	6.9%
费用率					
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	7.4%	7.1%	7.2%	7.2%	7.2%
财务费用率	9.0%	6.6%	7.3%	6.8%	6.5%
三费/营业收入	16.4%	13.7%	14.5%	14.0%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	56.1%	55.7%	54.9%	54.3%	53.6%
负债权益比	127.8%	125.8%	121.7%	118.8%	115.4%
流动比率	1.04	1.00	1.15	1.40	1.66
速动比率	0.80	0.87	1.03	1.27	1.53
利息保障倍数	3.17	4.47	4.16	4.51	4.71
分红指标					
DPS(元)	0.60	0.63	0.75	0.82	0.87
分红比率	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66
股息收益率	4.1%	4.2%	5.1%	5.6%	5.9%

业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	0.92	0.96	1.14	1.24	1.32
BVPS(元)	11.65	12.01	12.41	12.84	13.29
PE(X)	15.7	15.8	12.9	11.9	11.2
PB(X)	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1
P/FCF					
P/S	3.5	3.2	2.7	2.5	2.5
EV/EBITDA	10.1	10.2	5.0	4.6	4.2
CAGR(%)					
PEG	1.3	3.2	0.7	1.4	1.8
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 10 月 15 日收盘价计算）

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。