



垃圾焚烧行业：把握出海与 IDC 绿电协同发展机遇

2025 年 12 月 18 日

看好/维持

电力及公用事业

行业报告

分析师	洪一 电话：0755-82832082 邮箱：hongyi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480516110001
分析师	侯河清 电话：010-66554108 邮箱：houhq@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480524040001
分析师	吴征洋 电话：010-66554045 邮箱：wuzhy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480525020001

投资摘要：

垃圾焚烧行业步入成熟期，存量竞争时代运营为王。截至 2024 年，我国垃圾焚烧厂建设总数量为 1064 座，行业市场规模约为 730 亿。处理能力的快速饱和，使得垃圾焚烧发电行业市场的增量空间收缩，行业已进入运营为王和存量优质项目的整合阶段。在此背景下，行业发展呈现两大核心趋势：一方面，主业并购重组将成为环保企业继续发展、做优做强的重要途径；另一方面，龙头企业开始从“拼规模”转向“拼效率”，从“粗放扩张”迈向“精细化运营”。

资本开支下降+供热收入增加，现金流改善助力分红潜力兑现。随着垃圾焚烧行业进入成熟期，板块资本开支已进入下行通道，新建项目扩张高峰褪去，叠加存量项目进入稳定运营期，行业整体自由现金流转正并持续增厚，为企业分红提供了坚实的资金基础。与此同时，供热业务的快速提升成为现金流优化的重要助力，进一步提升了现金流质量。现金流的充裕与稳定为企业提升分红比例奠定了坚实基础，叠加行业龙头运营效率提升，龙头企业的分红能力与意愿都在逐步增强，部分企业已通过提高分红比例、稳定分红节奏向市场传递信心。这一变化也推动板块类债配置属性持续增强，有望提升板块的市场吸引力与估值中枢。

出海加速+绿电直供，开启行业新价值增长点。一方面，依托国内多年积累的成熟技术体系、规模化运营经验及成本控制能力，国内垃圾焚烧企业具备显著的出海竞争优势。且从市场需求角度来看，中亚和东南亚近年来快速发展，城市化进程不断加速带来垃圾产生量的急剧增加，叠加当地垃圾焚烧处理率普遍偏低，为国内企业提供了广阔的海外市场空间。另一方面，数据中心对电力供应稳定性、经济性及地理布局邻近性的刚性诉求，与垃圾焚烧发电持续稳定的能源输出、就近消纳的资源化属性形成天然契合。垃圾焚烧直供 IDC，可在增厚发电收益的同时仍帮助 IDC 降本，通过电力直供、算力协同实现环保资产的价值升级。随着国内电力市场化改革的持续深化、绿电交易机制的不断完善，“隔墙售电”的政策约束弱化，有望进一步降低垃圾焚烧企业与 IDC 运营商的合作门槛，推动双方在电力直供、成本分摊、收益共享等方面形成更成熟的合作机制，加速行业融合从试点探索走向规模化推广。

投资策略：看好该板块核心逻辑在于，一是存量项目进入稳定运营期，龙头企业资本开支下行叠加供热等业务拓展，自由现金流持续增厚，高分红类债属性凸显；二是政策推动下，“垃圾焚烧+IDC”绿电直供模式打开价值重估空间，垃圾焚烧发电的稳定能源输出特性与 IDC 的绿电需求高度契合，带来远期盈利增量；三是行业供给侧整合加速，头部企业凭借运营效率与资源整合优势，拓展海外市场，进一步提升市场份额。垃圾焚烧相关代表性龙头瀚蓝环境(600323.sh)、光大环境(0257.hk)、军信股份(301109.SZ)将受益。

风险提示：部分区域垃圾清运量不足、产能过剩行业竞争加剧、电价等行业政策变化、新收入来源拓展受阻、海外拓展不及预期等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
瀚蓝环境	2.04	2.46	2.81	2.99	14.60	12.11	10.61	9.98	1.71	未评级
军信股份	1.04	0.98	1.06	1.12	23.16	16.04	14.91	14.06	1.63	未评级
光大环境	0.52	0.54	0.57	0.59	8.84	8.54	8.07	7.78	0.53	未评级

资料来源：公司财报、iFinD 一致预期、东兴证券研究所

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1. 垃圾焚烧行业步入成熟期，存量竞争时代运营为王.....	3
2. 资本开支下降+供热收入增加，现金流改善助力分红潜力兑现.....	5
3. 出海加速+绿电直供，开启行业新价值增长点.....	7
3.1 聚焦中亚、东南亚，垃圾焚烧出海进行时.....	7
3.2 垃圾焚烧+IDC 协同，浦东黎明模式有望复制推广.....	8
4. 投资策略.....	10
5. 风险提示.....	10
相关报告汇总.....	11

插图目录

图 1： 全国历年新建生活垃圾焚烧发电厂数量.....	3
图 2： 2005 年全国垃圾处理方式占比图.....	4
图 3： 2023 年全国垃圾处理方式占比图.....	4
图 4： 全国生活垃圾焚烧发电厂数量与垃圾焚烧炉数量.....	4
图 5： 生活垃圾焚烧收入模式.....	5
图 6： 垃圾焚烧流程示意图.....	6
图 7： 烟气余热利用方案系统示意图.....	6
图 8： 低温吸收式制冷机组溴化锂制冷示意图.....	6
图 9： 上市公司年度现金分红比例变化比较（单位：%）.....	7
图 10： 中企海外垃圾焚烧项目数量分布.....	8
图 11： 中企海外垃圾焚烧项目处置规模分布（吨/日）.....	8
图 12： 中企海外垃圾焚烧项目数量分布.....	8
图 13： 中企海外垃圾焚烧项目处置规模分布（吨/日）.....	8
图 14： 浦东黎明智算中心能源供给示意图.....	9

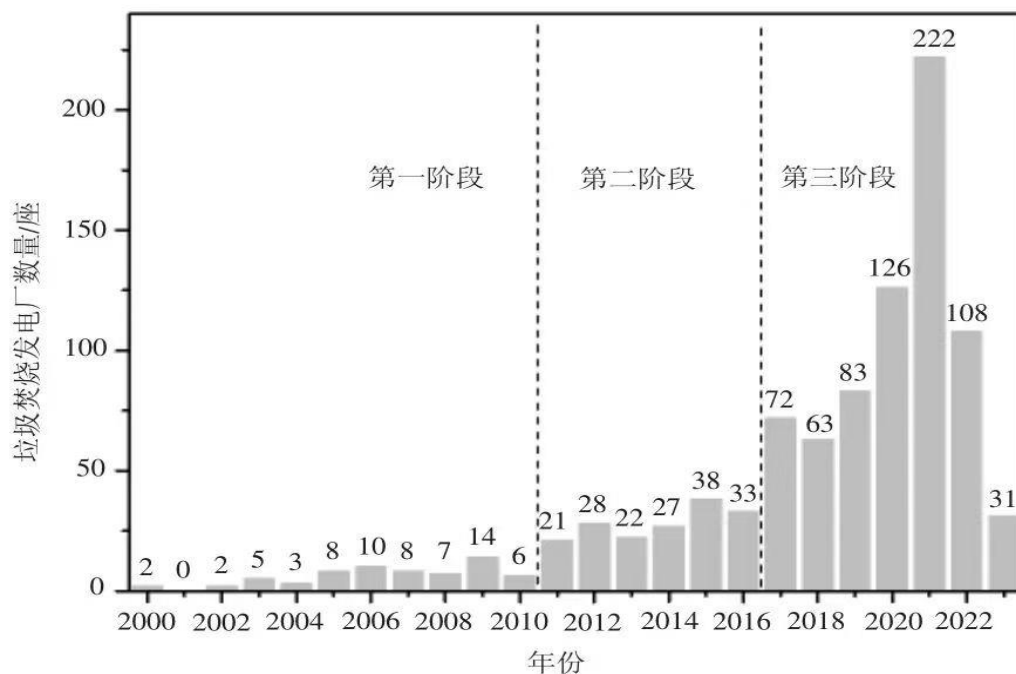
表格目录

表 1： 垃圾焚烧+IDC 协同相关政策.....	9
---------------------------	---

1. 垃圾焚烧行业步入成熟期，存量竞争时代运营为王

2003-2009 年，我国垃圾焚烧行业处于起步期。2003 年是我国垃圾焚烧产业的重要分水岭。《关于推进城市污水、垃圾处理产业化发展的意见》等政策发布，从制度层面打破了垃圾焚烧处理由政府单一投资、建设、运营的传统模式。政策明确企业可通过公开招标方式获取项目特许经营权，同时允许以特许经营权、垃圾处理费收费权作为质押进行贷款，为社会资本参与项目融资打通了关键路径。在此基础上，国家大力推广垃圾焚烧发电 BOT 模式，大幅降低民间资本的入局门槛与投资风险，为产业发展注入了强劲活力。2006 年《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》出台，明确垃圾焚烧发电的补贴标准，显著提升项目盈利确定性，政策红利的持续释放，吸引更多企业加速布局垃圾焚烧赛道。在此期间，虽然垃圾焚烧厂的数量增长相对较为缓慢，但产业基础逐步奠定。垃圾焚烧厂的数量从 03 年的 47 座增加至 09 年的 93 座。垃圾焚烧处理能力有了一定程度的提升，但卫生填埋在这一时期仍占据主导地位。

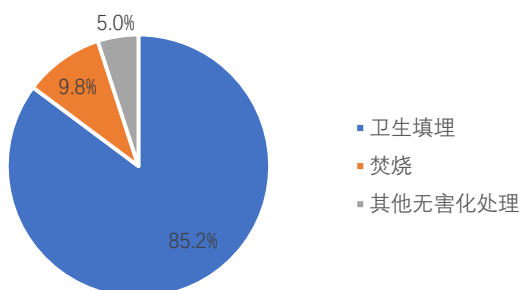
图1：全国历年新建生活垃圾焚烧发电厂数量



资料来源：《中国生活垃圾焚烧厂的发展与现状》、王乐乐等，东兴证券研究所

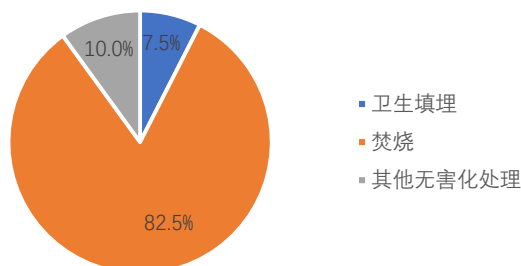
2010-2021 年，伴随多项污染控制标准出台与实施，垃圾焚烧行业迈入爆发式扩张期。2010 年《生活垃圾填埋场污染控制标准》《农村生活污染防治技术政策》《关于加强二恶英污染防治的指导意见》等多项污染控制标准出台，一方面大幅提升了填埋、堆肥等传统垃圾处理方式的环保合规成本，使其面临严格的排放约束压力；另一方面，垃圾焚烧技术在减量化、无害化及资源化方面的显著优势愈发凸显，成为地方政府破解“垃圾围城”难题的优选方案，直接推动各地加大垃圾焚烧处理设施的投资建设力度。2014 年《生活垃圾焚烧污染控制标准》的正式发布，进一步完善了烟气、渗滤液、飞灰等污染物的排放限值与监测要求，有效回应了公众对二次污染的核心关切，显著缓解了垃圾焚烧项目建设中的“邻避效应”，为行业规模化发展扫清了关键障碍。在一系列利好政策的综合推动下，垃圾焚烧厂迎来了黄金发展期。据统计，2017-2021 年我国平均每年新投运垃圾焚烧电厂约 103 座，到 2021 年底我国投运垃圾焚烧电厂约 743 座。

图2：2005 年全国垃圾处理方式占比图



资料来源：住房和城乡建设部，东兴证券研究所

图3：2023 年全国垃圾处理方式占比图



资料来源：住房和城乡建设部，东兴证券研究所

2021 年后，垃圾焚烧行业逐渐迈入成熟期。2021 年国家发改委、财政部、国家能源局联合印发《2021 年生物质发电项目建设工作方案》，确定 2021 年 1 月 1 日后新开工的项目为竞争配置项目，上网电价不再完全执行 0.65 元/千瓦时的标准，同时确定补贴资金实行央地分摊。与此同时 2021 年底，我国城市+县城生活垃圾焚烧处理能力达 89.12 万吨/日，已超“十四五”规划目标。截至 2024 年，我国垃圾焚烧厂建设总数量为 1064 座，行业市场规模约为 730 亿。处理能力的快速饱和，使得垃圾焚烧发电行业市场的增量空间收缩，行业已进入运营为王和存量优质项目的整合阶段。在此背景下，行业发展呈现两大核心趋势：一方面，主业并购重组将成为环保企业继续发展、做优做强的重要途径；另一方面，龙头企业开始从“拼规模”转向“拼效率”，从“粗放扩张”迈向“精细化运营”。

图4：全国生活垃圾焚烧发电厂数量与垃圾焚烧炉数量

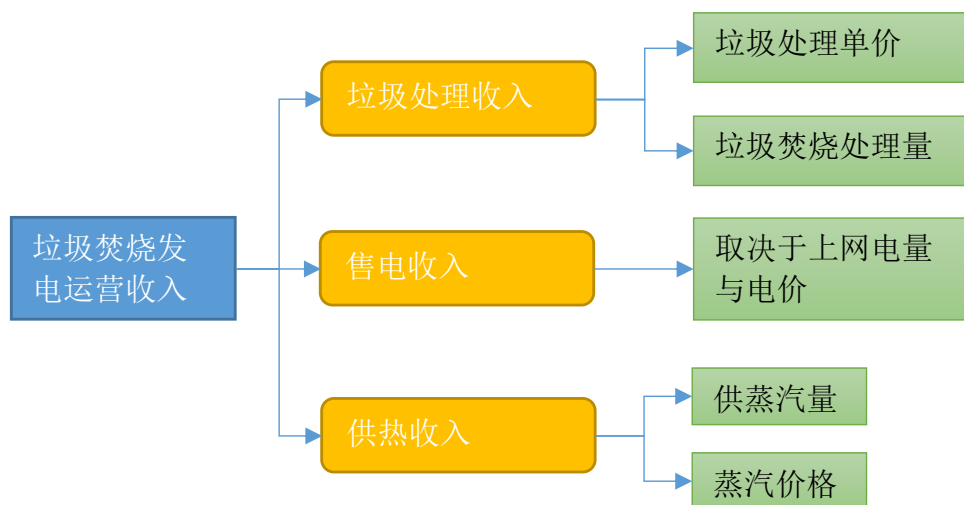


资料来源：澎湃新闻，东兴证券研究所

2. 资本开支下降+供热收入增加，现金流改善助力分红潜力兑现

垃圾焚烧发电项目的运营收入主要由三部分构成，即垃圾处理服务费收入、上网电费收入和供热收入。其中垃圾处理服务费收入=垃圾处理单价×垃圾焚烧处理量。政府或相关部门依据与运营企业签订的协议，按照垃圾处理量向企业支付费用。垃圾处理服务费单价通常根据不同地区的实际情况，综合考虑多种因素来确定。这些因素包括但不限于当地的物价水平、垃圾处理成本（如设备投资、运营成本、人力成本等）、环保要求以及项目的投资回报率等。垃圾发电收入取决于电量与电价。发电量取决于垃圾的热值和发电设备的效率。高热值的垃圾能释放更多能量用于发电，先进高效的发电设备则能将更多热能转化为电能。电价由多个部分构成。现行垃圾焚烧上网电价大致由当地脱硫燃煤机组标杆上网电价、省级电网负担及可再生能源补贴这三部分组成。2021年起新开工项目补贴电价通过竞争配置确定，补贴资金实行“央地分担”机制（东部地区中央承担20%、中部40%、西部及东北地区60%）。

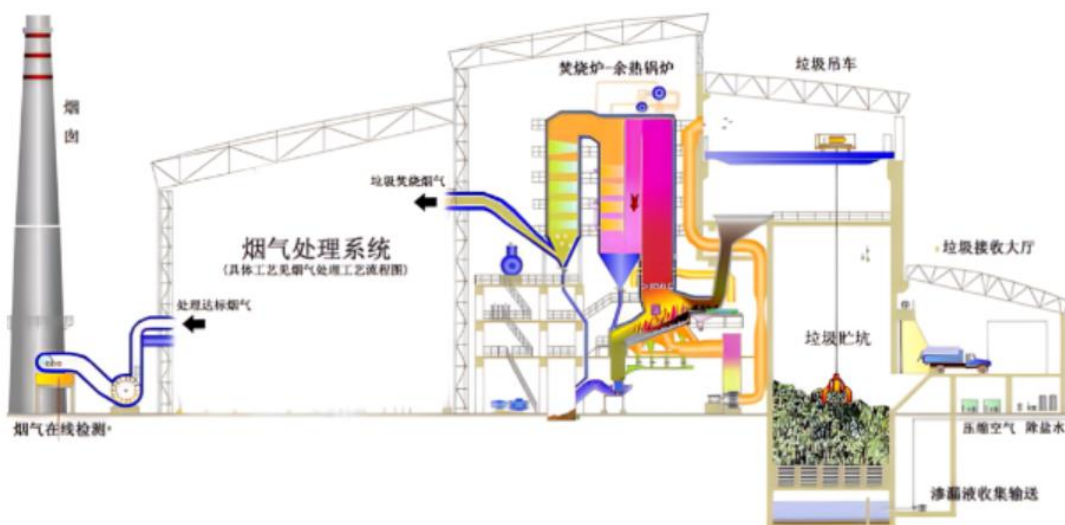
图5：生活垃圾焚烧收入模式



资料来源：海涵财经，东兴证券研究所

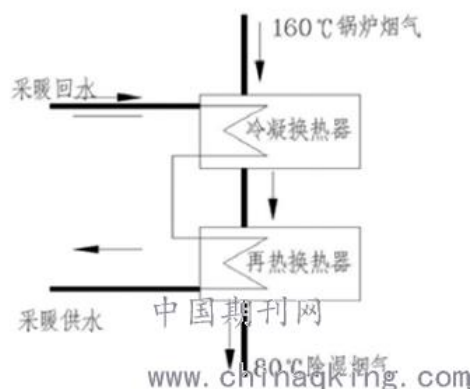
开拓供热收入是垃圾焚烧企业提升利润空间和现金流水平的有效路径。垃圾焚烧产生的烟气余热可通过以下方式利用：①蒸汽供热：高温蒸汽直接供应工业用户或居民供暖。②溴化锂制冷：利用余热驱动制冷机组，为数据中心供冷，例如浦东黎明智算中心通过垃圾焚烧厂直供绿电，并利用余热供冷，显著降低运营成本。其中供热的核心逻辑是将垃圾焚烧产生的余热蒸汽直接对外供应，实现能源的高附加值利用。从业务模式来看，供热客户以周边工业园区的纺织、造纸、化工、制药等工业企业为主（蒸汽温度、压力可满足工业生产需求），部分项目兼顾居民冬季供暖，供应方式以管道输送为主，受温度压强衰减限制，理想供应半径约10公里，适合就近消纳。随着环保行业进入存量时代，供热业务已成为垃圾焚烧发电项目提升盈利能力的关键突破口。相比焚烧发电，热电联产的能源利用效率更高，盈利空间更大，纯发电项目的IRR通常在8%-9%，而成熟的热电联产垃圾处理项目IRR可达11%-13%。同时，由于供热通常由用户预交款，相比滞后的电价补贴，供热业务回款效率更高。

图6：垃圾焚烧流程示意图



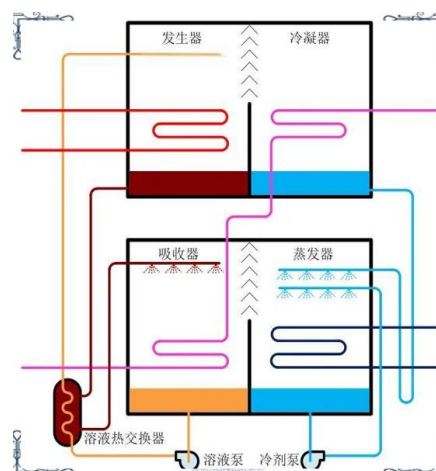
资料来源：杭州市生态环境局，东兴证券研究所

图7：烟气余热利用方案系统示意图



资料来源：《论生活垃圾焚烧余热锅炉设计》，赵颖，东兴证券研究所

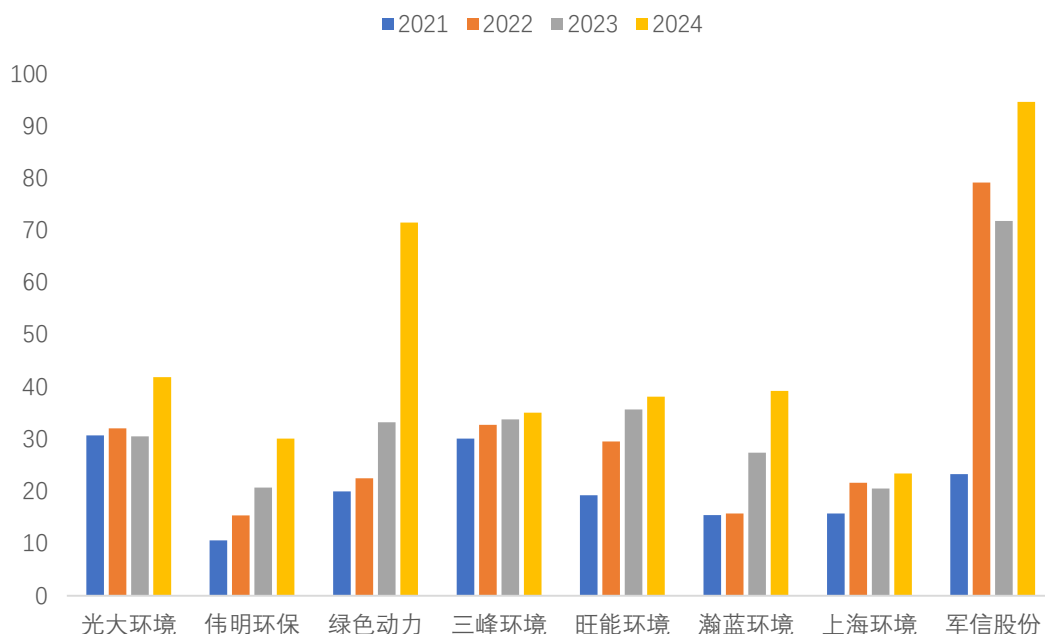
图8：低温吸收式制冷机组溴化锂制冷示意图



资料来源：视界之窗，东兴证券研究所

现金流改善有望助力龙头企业分红潜力兑现。随着垃圾焚烧行业进入成熟期，板块资本开支已进入下行通道，新建项目扩张高峰褪去，叠加存量项目进入稳定运营期，行业整体自由现金流转正并持续增厚，为企业分红提供了坚实的资金基础。与此同时，供热业务的快速提升成为现金流优化的重要助力：一方面，供热业务带来稳定的增量收入，拓宽了企业盈利来源；另一方面，其短账期、稳需求的特性显著降低了回款风险，加速资金周转效率，进一步提升了现金流质量。现金流的充裕与稳定为企业提升分红比例奠定了坚实基础，叠加行业龙头运营效率提升，龙头企业的分红能力与意愿都在逐步增强，部分企业已通过提高分红比例、稳定分红节奏向市场传递信心。这一变化也推动板块类债配置属性持续增强，有望提升板块的市场吸引力与估值中枢。

图9：上市公司年度现金分红比例变化比较（单位：%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

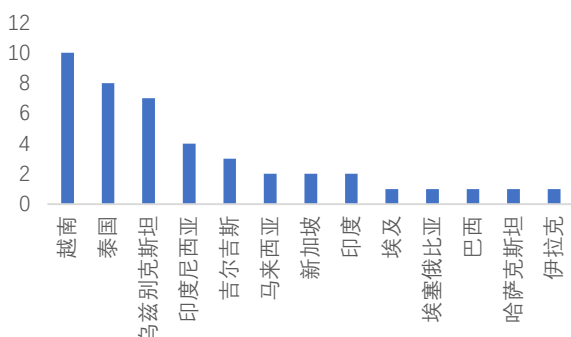
3. 出海加速+绿电直供，开启行业新价值增长点

3.1 聚焦中亚、东南亚，垃圾焚烧出海进行时

国内垃圾焚烧企业具备显著的出海竞争优势。依托国内多年积累的成熟技术体系、规模化运营经验及成本控制能力，国内龙头在海外市场具备显著的竞争优势。业务模式上，龙头企业多采用“EPC+运营”一体化输出模式，既输出核心设备与工程建设服务，又承接长期运营管理业务，可实现短期工程收益与长期运营收益的双重兑现。经环卫科技网统计数据，截至 2025 年 6 月，中国企业投资、建设、运营的海外垃圾焚烧项目共有 43 座，总处理设计规模达 5.77 万吨/日。其中 35 个能查到投资额的项目，合计投资总额约 64.3 亿美元，总设计处理规模 4.46 万吨/日。

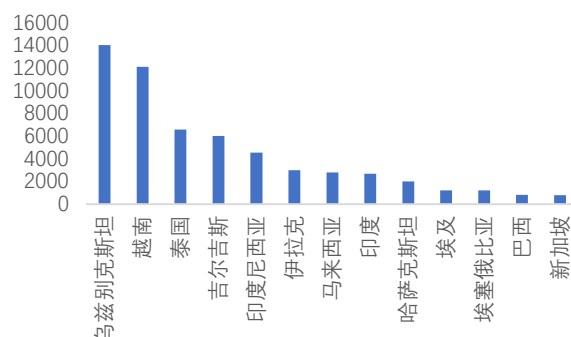
中国垃圾焚烧企业“出海”聚焦于中亚、东南亚。从目标市场来看，这些项目分布在 13 个国家，遍及亚洲、南美洲和非洲。其中，越南项目数量最多，达到了 10 个，泰国以 8 个项目位列第二。乌兹别克斯坦项目的垃圾处置规模最大，7 个项目的总设计处理能力达到 14,000 吨/日；越南项目的处置规模也突破了万吨级，以 12,100 吨/日的处理能力紧随其后。从市场需求角度来看，中亚和东南亚近年来快速发展，城市化进程不断加速，大量人口涌入城市推动城市规模持续扩张，直接带动垃圾产生量急剧增加。与此同时，该地区垃圾处理方式相对粗放，焚烧处理率普遍较低，为垃圾焚烧企业提供了广阔的市场。在政策方面，多个国家对于垃圾焚烧发电产业给予了明确的政策支持。像越南、泰国、马来西亚、印度尼西亚，均出台了涵盖垃圾处理费政策、垃圾焚烧发电开发流程、上网电价的标杆指导电价等在内的相关政策。上述地区诸多利好因素叠加，为垃圾焚烧技术出海提供了广阔的市场空间。

图10：中企海外垃圾焚烧项目数量分布



资料来源：环卫科技网，东兴证券研究所

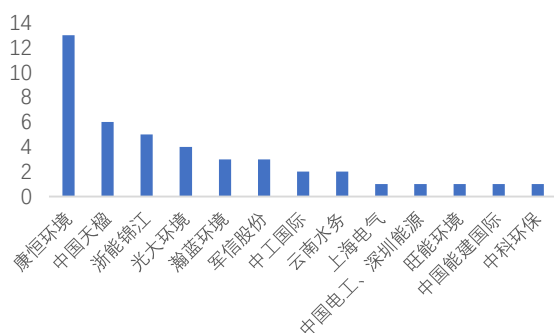
图11：中企海外垃圾焚烧项目处置规模分布（吨/日）



资料来源：环卫科技网，东兴证券研究所

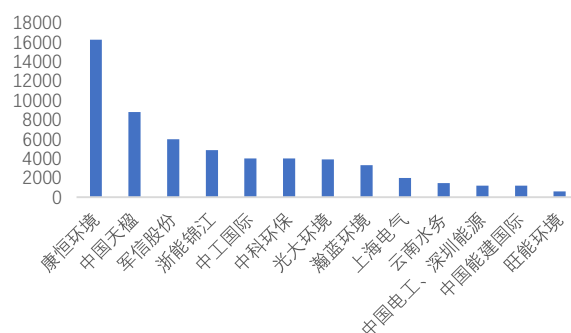
出海布局已成为垃圾焚烧行业龙头企业突破国内存量市场瓶颈、打开长期增长空间的重要方向。经统计，目前共有 10 余家中国企业投资建设了海外垃圾焚烧发电项目，光大环境、康恒环境、瀚蓝环境、中国天楹、军信股份等国内知名垃圾焚烧企业悉数在列。其中，康恒环境投资签约的海外垃圾焚烧项目数量（13 个）、处置规模（16,260 吨/日）均处于前列，排名第一；排在第二的是中国天楹，海外垃圾焚烧项目数量为 6 个，处置规模达到 8,800 吨/日。军信股份位列第三，公司在吉尔吉斯签约了 3 个垃圾焚烧发电项目，总设计规模达到 6000 吨/日，仅次于康恒和天楹。光大、瀚蓝、中工国际、深圳能源等大型国企，也凭借深厚的资本优势、丰富的运营经验，纷纷抢占海外市场。相较于国内项目，海外垃圾焚烧项目的盈利水平优势显著，以中国天楹越南河内垃圾焚烧项目为例，该项目上网电价达 10.05 美分/千瓦时（约合人民币 0.71 元/千瓦时），高于国内，该项目毛利率稳定保持在 60% 以上。随着国内龙头海外项目的逐步落地与复制，出海业务有望成为行业新的价值增长引擎。

图12：中企海外垃圾焚烧项目数量分布



资料来源：环卫科技网，东兴证券研究所

图13：中企海外垃圾焚烧项目处置规模分布（吨/日）



资料来源：环卫科技网，东兴证券研究所

3.2 垃圾焚烧+IDC 协同，浦东黎明模式有望复制推广

IDC 用电需求与垃圾焚烧发电高度契合。AI 时代算力需求的爆发式增长，推动 IDC 行业进入高速扩容期，而数据中心对电力供应稳定性、经济性及地理布局邻近性的刚性诉求，与垃圾焚烧发电持续稳定的能源输出、就近消纳的资源化属性形成天然契合。政策端也给了垃圾焚烧+IDC 良好的发展契机，《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》明确 2025 年新建数据中心绿电占比需超 80%，为垃圾焚烧发电的绿电属性开辟了核心应用场景；今年 5 月国家发改委、国家能源局印发的《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》，支持

生物质发电等新能源通过直连线路向单一电力用户供电，进一步打通了垃圾焚烧发电直供 IDC 的技术与政策通道，大幅降低双方合作的能源传输损耗与成本。垃圾焚烧直供 IDC，可在增厚发电收益的同时帮助 IDC 降本，通过电力直供、算力协同实现环保资产的价值升级。

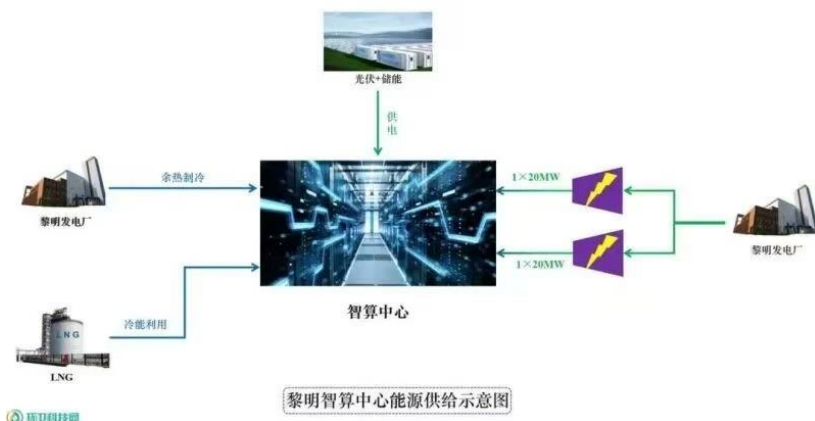
表1：垃圾焚烧+IDC 协同相关政策

政策名称	发布时间	发布部门	核心相关内容	对垃圾焚烧 + IDC 模式的助力
《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	2024 年 7 月 23 日	国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局、国家数据局	1. 到 2025 年底，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%；2. 同期全国数据中心平均 PUE 降至 1.5 以下，新建及改扩建大型和超大型数据中心 PUE 降至 1.25 以内，国家枢纽节点数据中心 PUE 不得高于 1.2；3. 引导新建数据中心与可再生能源发电协同布局。	1. 垃圾焚烧发电属于可再生能源，政策对 IDC 绿电占比的硬性要求，为其开辟了核心电力输出场景；2. 垃圾焚烧发电可搭配余热供冷等技术，助力 IDC 降低 PUE，契合政策对能效的严格标准，提升 IDC 项目审批通过率。
《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》	2025 年 5 月 21 日	国家发展改革委、国家能源局	1. 以提升新能源就近就地消纳水平为目标，推动绿电直连项目建设运行；2. 支持生物质发电等新能源通过直连线路向单一电力用户供电；3. 明确绿电直连项目按安全优先、源荷匹配等原则建设，规范规划管理与价格机制。	1. 打通垃圾焚烧发电直供 IDC 的政策通道，解决传统电力传输中的环节障碍；2. 直连供电减少能源传输损耗，同时降低垃圾焚烧厂和 IDC 双方的能源成本；3. 为两者长期稳定的电力合作提供规范指引，助力商业化落地。

资料来源：国家发改委，东兴证券研究所

当前，浦东黎明智算中心项目是国内首个“垃圾焚烧发电+IDC”协同示范工程。根据浦东发布公众号消息，项目位于浦发零碳绿谷园区，总建筑面积 2 万平方米，设计总功率 18MW，采用 8kW-30kW 高密度机柜部署，建成后提供 12.7EFLOPS 高性能算力。项目创新性地整合园区内 2000 吨/日垃圾焚烧发电设施，实现 70%绿电就近直供，并配套蒸汽余热溴化锂制冷、LNG 相变余冷及“光伏+储能”系统，形成多能互补的供能体系。通过产权一体化设计突破“隔墙售电”限制，年均可减少输配电损耗 4%，节省电费 500 万元。该项目于 2023 年 5 月获批能耗指标，2024 年 7 月开工建设，计划 2025 年 10 月投入运营，其超低 PUE 设计和资源循环利用模式，为东部地区破解绿电资源约束、发展低碳算力提供了创新解决方案。

图14：浦东黎明智算中心能源供给示意图



资料来源：环卫科技网，东兴证券研究所

上市公司正推动垃圾焚烧与 IDC 的融合从概念走向规模化落地。今年 3 月，伟明环保与温州市龙湾区人民政府签署战略合作协议，共同探索“垃圾焚烧+数据中心（IDC）”协同模式。今年 3 月及 5 月，军信股份先后签订海外吉尔吉斯奥什市及伊塞克湖州垃圾科技处置项目框架协议，构建“垃圾焚烧发电+蒸汽供热+算力服务”的一体化业务模式。政策层面，“隔墙售电”政策限制仍然是垃圾焚烧发电直供智算中心的核心障碍，国内跨产权主体的电力直接供应仍面临落地障碍，制约了商业模式的规模化复制。随着国内电力市场化改革的持续深化、绿电交易机制的不断完善，“隔墙售电”的政策约束弱化，有望进一步降低垃圾焚烧企业与 IDC 运营商的合作门槛，推动双方在电力直供、成本分摊、收益共享等方面形成更成熟的合作机制，加速行业融合从试点探索走向规模化推广。

4. 投资策略

当前垃圾焚烧行业已步入运营为王和存量优质项目的整合阶段。主业并购重组成为环保企业做优做强的重要途径。在此背景下，行业发展呈现两大核心趋势：一方面，龙头企业开始从“拼规模”转向“拼效率”，从“粗放扩张”迈向“精细化运营”。另一方面，垃圾焚烧与 IDC 的融合从概念走向规模化落地，同时出海布局成为突破增长瓶颈的重要方向。看好该板块核心逻辑在于：一是存量项目进入稳定运营期，龙头企业资本开支下行叠加供热等业务拓展，自由现金流持续增厚，高分红类债属性凸显；二是政策推动下，“垃圾焚烧+IDC”绿电直供模式打开价值重估空间，垃圾焚烧发电的稳定能源输出特性与 IDC 的绿电需求高度契合，带来远期盈利增量；三是行业供给侧整合加速，头部企业凭借运营效率与资源整合优势，拓展海外市场，进一步提升市场份额。

重点看好具备三类核心优势的龙头企业：其一，核心项目布局于长三角、珠三角等经济发达地区，垃圾收运稳定、负荷率高，具备精细化运营能力与稳定现金流；其二，积极布局商业模式创新，在算力枢纽节点推进绿电直供、余热利用等协同项目，具备电力市场化运营与资源对接能力；其三，资本实力雄厚，或在东南亚、中亚等海外高需求市场已完成项目落地，具备“EPC+运营”一体化输出能力，同时拥有明确高分红政策或持续成长动能。垃圾焚烧相关代表性龙头，瀚蓝环境（600323.sh）、光大环境（0257.hk）、军信股份（301109.SZ）将受益。

5. 风险提示

部分区域垃圾清运量不足、产能过剩行业竞争加剧、电价等行业政策变化、新收入来源拓展受阻、海外拓展不及预期等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	电力及公用事业行业：雅江水电布局或将 重构更稳定高效的能源系统	2025-08-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2016 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源、环保等研究领域，从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围，2020 年 wind 金牌分析师第 5。

侯河清

金融学硕士，3 年产业投资经验，2022 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电新行业的研究。

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士，CFA，5 年投资研究经验，2022 年加入东兴证券研究所，主要覆盖汽车及零部件、电力设备新能源等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526