



热裂解设备先行者，双轮驱动迎成长新局

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司为国内工业连续化热裂解技术唯一规模化龙头，环保设备行业迈向万亿级、工艺向连续化升级，2025年公司营收增速达91%，有望成长为固废处置核心企业，成长空间广阔；2) 设备+运营双轮驱动模式成型，2025年运营营收1.2亿元同增246%，海外高毛利订单与国内运营项目协同，平滑业绩波动、释放盈利弹性；3) 依托134项热裂解专利与行业标准话语权，技术壁垒高，废轮胎领域的成功经验有望复制至废塑料、危废等多元场景，成长路径清晰。
- **恒誉环保是国内工业连续化热裂解技术唯一实现规模化应用的龙头。**其产品覆盖废轮胎、废塑料等多元固废资源化场景，2025年营收2.95亿元，同比增长90.67%，归母净利润0.33亿元，同比增长91.91%。公司“设备+运营”双轮驱动战略拐点成型：设备端，2025年海外营收占比44%，海外高毛利订单持续放量；运营端，2024年控股合晟环保切入废轮胎自营，2025年运营收入占比41%且同比增速高达246.07%，成为全新增长极。实控人牛斌技术出身，管理层稳定，并引入地方国资持股4%，为项目拓展提供资源赋能。
- **在双碳战略与全球循环经济政策共振下，我国环保装备制造业正迈入万亿级成长周期。**2025年目标产值1.3万亿元，三年复合增速约10.6%。固废资源化需求持续扩容，2020-2024年我国工业固废产生量由36.75亿吨增至44.02亿吨，2025年我国废轮胎年产生量超1450万吨、废塑料年产生量超6000万吨，而传统物理回收技术受限，回收率接近瓶颈，为热裂解技术创造了广阔应用场景。国内外多项政策推动热裂解市场化，且全球热裂解设备市场预计2025-2032年实现近29%的年复合增速，行业增长确定性增强，为技术领先企业打开成长空间。
- **恒誉环保构建起“设备销售+项目运营”双轮驱动模式，运营板块收入占比突破40%，正式进入实质盈利阶段。**两大业务双向赋能，海外设备外销持续贡献高毛利增量，2025年海外收入占比达44%，同时自有运营项目形成商业化样板，反向推动装备工艺迭代，构筑起独特的产业闭环壁垒。公司依托134项热裂解专利与行业标准话语权，技术实力获国家级权威认证，2025年订单储备持续高增超80%，应用场景从废轮胎、废塑料拓展至危废、医疗固废等新兴领域，海外项目在越南、丹麦等多国落地验证，全球化拓展成效显著，成长确定性持续增强。
- **盈利预测与投资建议:** 公司为A股稀缺热裂解设备标的，技术领先、海外业务基础扎实，多场景布局叠加业务模式升级，长期受益全球固废资源化发展。预计未来三年归母净利润复合增长率为168.41%，给予2026年56xPE，对应目标价为111.44元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 核心技术领先优势丧失风险，运营项目进展不及预期风险，新经营模式效果不及预期风险，热裂解技术市场化不及预期风险，客户集中度较高风险，项目合同调整、延期、取消风险，外汇汇率波动风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	295	748	1,600	3,029
增长率	90.67%	153.24%	113.85%	89.31%
归属母公司净利润(百万元)	33	158	292	647
增长率	91.91%	373.21%	84.65%	121.30%
每股收益EPS(元)	0.42	1.99	3.68	8.14
净资产收益率ROE	4.35%	18.34%	28.12%	45.33%
PE	57.45	31.87	17.26	7.80
PB	2.49	5.84	4.85	3.53

数据来源: Wind, 西南证券

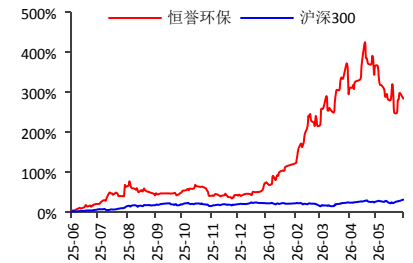
西南证券研究院

分析师: 王倜

执业证号: S1250526050001

邮箱: wangti@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.79
流通A股(亿股)	0.79
52周内股价区间(元)	17.08-88.59
总市值(亿元)	50.17
总资产(亿元)	10.87
每股净资产(元)	10.24

相关研究

目 录

1 恒誉环保：中国高端热解技术领军企业	1
1.1 热裂解装备技术龙头，构建装备+项目双轮驱动格局	1
1.2 技术型创始人领航，股权结构稳定	2
1.3 营收及利润大幅改善，战略拐点显现	3
2 政策与需求双轮驱动，热裂解装备确定性成长	4
2.1 行业向万亿规模迈进，政策红利释放长期增长动能	5
2.2 政策与需求共振，热裂解打开增量空间	6
3 双轮+全球化拓展成长空间，技术专利护城河深厚	11
3.1 设备+运营协同发力，构筑全产业链闭环壁垒	11
3.2 专利技术构筑护城河，全球化拓展贡献业绩增量	13
4 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测	15
4.2 相对估值	15
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 恒誉环保发展历程	2
图 2: 恒誉环保股权架构	3
图 3: 恒誉环保营业收入及增速	4
图 4: 恒誉环保归母净利润及增速	4
图 5: 恒誉环保毛利率与净利率	4
图 6: 恒誉环保期间费用率	4
图 7: 环保装备行业产业链	5
图 8: 环保设备行业上市企业收入规模及增速	6
图 9: 26Q1 环保设备上市企业营收份额分布	6
图 10: 废弃物分类图	7
图 11: 固废处理行业细分领域市场规模 (单位: 亿元)	7
图 12: 我国工业固废产生量及增速	7
图 13: 我国工业固废综合利用量及增速	7
图 14: 我国机动车报废量及增速	8
图 15: 我国废轮胎回收量及增速	8
图 16: 我国塑料产品产量及增速	9
图 17: 我国废塑料回收量及增速	9
图 18: 工业连续化废轮胎裂解生产线工艺流程图	10
图 19: 单一设备模式与设备+运营双轮驱动模式对比	12
图 20: 恒誉环保分业务收入结构 (单位: 百万元)	12
图 21: 恒誉环保分地区收入结构 (单位: 百万元)	13
图 22: 恒誉环保高端装备销售新签合同总额及增速	14
图 23: 恒誉环保合同负债及增速	14

表 目 录

表 1: 恒誉环保主要产品及其应用场景	1
表 2: 恒誉环保管理团队介绍	2
表 3: 国内外环保设备制造业相关政策梳理	5
表 4: 废轮胎相关政策梳理	8
表 5: 主要废弃物处置方式对比	9
表 6: 工业连续化废轮胎裂解生产线内各系统作用	10
表 7: 国内外热裂解技术相关政策梳理	11
表 8: 连续化热裂解设备技术门槛	13
表 9: 恒誉环保代表性项目	14
表 10: 恒誉环保海外项目梳理	14
表 11: 分业务收入及毛利率	15
表 12: 可比公司估值	16
附表: 财务预测与估值	17

1 恒誉环保：中国高端热解技术领军企业

1.1 热裂解装备技术龙头，构建装备+项目双轮驱动格局

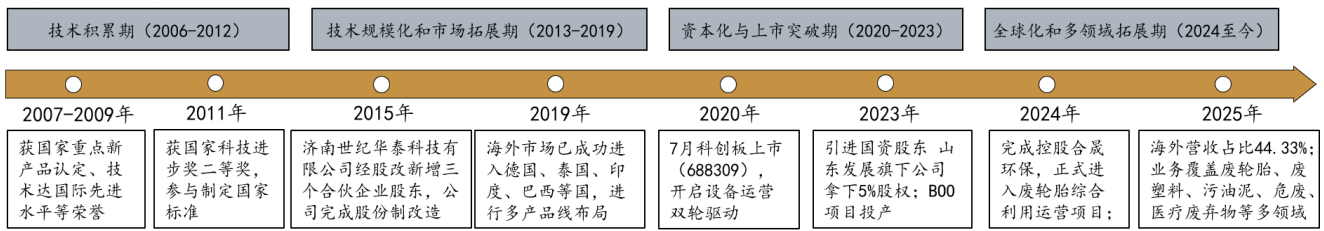
全球化运营的热裂解一体化解决方案供应商。公司主要从事废弃物热裂解技术装备研发、高端装备销售和产业项目建设与运营。公司依托自研连续化热裂解核心工艺，不断丰富产品矩阵，在传统橡塑固废处置设备之外，延伸布局危废资源化、矿产富集、生物质综合利用等多系列工业化热裂解产线，产品覆盖污油泥、废盐、焦油渣、医疗废弃物、金属矿、农林生物质等多元固废原料的资源化处置场景，构建多层次、宽领域的资源化装备产品体系。2024年公司工业连续化固废热解生产线营收占比 74.11%，其中废轮胎生产线占比 59.59%，废塑料生产线占比 14.52%。

表 1：恒誉环保主要产品及其应用场景

主要产品	细分产线	应用场景
工业连续化固废热解生产线	工业连续化废轮胎热裂解生产线	用于对废轮胎进行资源化综合利用，热裂解后产出废轮胎再生油、热裂解再生炭黑、钢丝和不凝可燃气
	工业连续化废塑料热裂解生产线	用于对废塑料进行资源化综合利用，适用于各类废塑料，如 PP、PE 等单一或混合塑料，不需要分拣、清洗、脱水等特殊处理
工业连续化危废热解生产线	工业连续化污油泥热解生产线	用于对污油泥进行减量化、无害化处理及资源化利用，实现土壤修复，同时最大化回收污油泥中的油品资源
	工业连续化废盐热解生产线	用于对有机废盐进行资源化利用，获得符合标准要求的再生工业盐
	工业连续化焦油渣热解生产线	用于对焦油渣进行资源化综合利用，获得热解油和焦炭
	工业连续化医疗废弃物热解生产线	用于对医疗废弃物进行资源化综合利用，产出热解油、固体燃料
	工业连续化油漆渣热解生产线	用于对油漆桶/油漆渣进行资源化综合利用
工业连续化资源综合利用热解生产线	工业连续化金属矿还原富集生产线	用于提高某些金属矿的品质，实现金属矿的高效开发和合理利用
	工业连续化生物质热解生产线	用于对生物质进行资源化综合利用，产出木焦油、生物炭
	工业连续化炭黑活化生产线	工业连续化炭黑活化生产线可用于提高热裂解炭黑的品质

数据来源：公司年报，西南证券整理

公司深耕多年构建了以核心技术为支撑、装备制造与项目运营双轮驱动的发展格局。2006-2012 年公司处在技术积累期，聚焦热裂解底层工艺研发并斩获多项国家级荣誉、参与国标制定以筑牢技术地基，在 2013-2019 年公司完成股份制改造并顺利开拓德国、泰国等海外多国市场、落地多产品线布局，推进技术规模化和市场拓展。随后于 2020-2023 年借助科创板上市实现资本化突破，同时国资入股为公司发展带来国资资源赋能。2024 年公司首个 BOO 项目投产从而正式开启“设备+项目”双轮驱动转型，并依托控股合晟环保切入废轮胎自营运营。2025 年公司海外营收占比达 44.33%，业务同步拓展至废塑料、污油泥、危废、医废等多个资源化细分领域，推动全球化发展和多领域应用拓展。

图 1：恒誉环保发展历程


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 技术型创始人领航，股权结构稳定

创始人深耕行业多年，核心团队专业稳定。公司以创始人牛斌为核心搭建管理层团队，其深耕热裂解资源化产业数十年，兼具化工技术研发与实业创业经验。同时，核心高管多拥有十余年以上在岗履历，副总经理、财务、内审等关键岗位人员长期稳定任职，团队分别覆盖化工工艺、财务管理、产业运营等多元专业领域。其中独立董事朱军拥有国家级物资管理及轮胎循环利用行业资深从业背景，可从行业资源、产业政策维度为公司战略落地提供专业赋能。成熟稳固的管理层团队为公司技术迭代、海内外业务扩张筑牢管理根基。

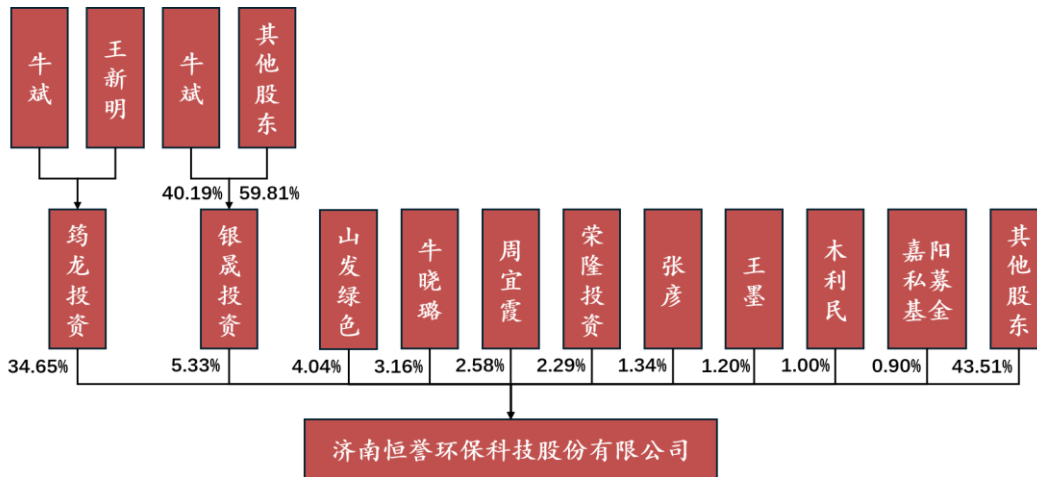
表 2：恒誉环保管理团队介绍

姓名	职位	主要经历
牛斌	董事长、总经理、技术研发中心负责人	1976-1983年，任职于济南宏华化工总厂技术科；1984-1993年，任济南市惠通玻璃钢厂厂长；1994-2008年，自主创业并先后任济南天桥先达裂解炭黑厂厂长、济南友邦兴元科贸有限公司执行董事兼经理；2005-2010年，任济南友邦恒誉科技开发有限公司董事长；2006年至今就职于公司
牛晓璐	董事、副总经理、董事会秘书	2008年至今就职于公司，现任济南友邦恒誉科技开发有限公司执行董事兼总经理。任济南总商会副会长，济南市优秀青年学术技术带头人，济南市高层次人才
王忠诚	公司审计部负责人、公司董事	1988-1990年，任济南市石油化工四厂会计；1991-1992年，任济南顶利油脂食品有限公司采购主管；1992-2003年，任珠海经济特区鲁海经济技术开发公司财务经理；2003-2005年，任正源和信会计师事务所业务经理；2006年至今就职于公司
杨景智	公司董事、副总经理	2000-2006年，任中山市小鸭空调有限公司财务总监兼总经理助理；2006-2010年，任山东建邦投资有限公司项目公司财务总监；2010-2013年，任山东鼎超供热设备有限公司财务总监；2013年至今就职于公司，历任公司财务总监
朱军	独立董事	1974年6月参加工作，1976年12月加入中国共产党；1980-1999年任国家物资总局、物资部、国内贸易部处长、高级工程师；1999-2008年任中国物资开发投资总公司领导班子成员，高级工程师；2009-2023年任中国轮胎循环利用协会（原中国轮胎翻修与循环利用协会）会长、法定代表人、教授级高级工程师，兼任中国轮胎资源综合利用杂志社社长、法定代表人，中共中国物流与采购联合会纪律检查委员会委员；2023年9月至今，任公司独立董事

数据来源：公司年报，西南证券整理

实控人控制权稳定，引入地方国资形成战略协同。实控人牛斌通过筠龙投资持有上市公司 34.65% 股份，并作为银晟投资第一大出资人，借助该平台间接持股 5.33%，两层持股平台合计间接持股 39.98%，同时牛晓璐直接持股 3.16%，为共同实际控制人，实现对上市公司的深度把控，稳固经营决策主导权。在自然人股东层面，牛晓璐、周宜霞等内部关键人员直接持股，实现管理层与上市公司发展深度绑定。同时，山发绿色作为国资背景股东持股 4.04%，为公司项目落地、产业拓展带来地方国资资源赋能。

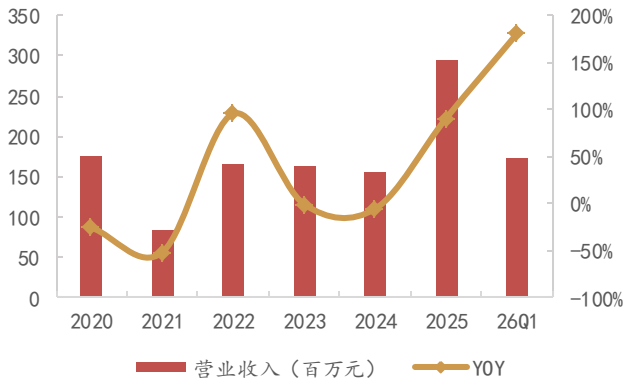
图 2：恒誉环保股权架构



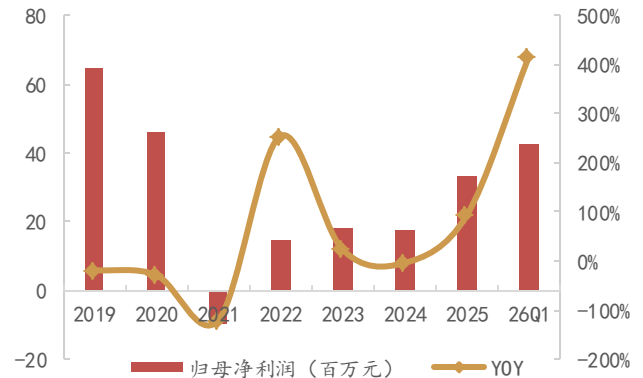
数据来源：公司公告，iFinD，西南证券整理

1.3 营收及利润大幅改善，战略拐点显现

2025 年公司业绩摆脱周期波动实现高速放量，26Q1 维持高景气态势。2020-2023 年公司业绩受单一设备订单落地节奏扰动而呈现波动性，而 2024 年公司控股合晟环保、多个 BOO 运营项目落地标志设备+运营双轮模式正式成型，也成为业绩走势关键转折点。受益于运营板块并表叠加在手订单增加，2025 年公司营收大幅攀升至 2.95 亿元，同比增速高达 90.67%，归母净利润同步高增高达 91.91%，而 26Q1 依旧延续高景气增长态势，营收增速高达 180.55%，归母净利润增速高达 414.07%，双主业协同效应持续释放，运营业务由前期投入期转向实质盈利贡献、海外高毛利设备订单持续放量两大因素共同驱动公司业绩突破过往依赖单笔设备订单的周期波动，打开中长期业绩上行空间。

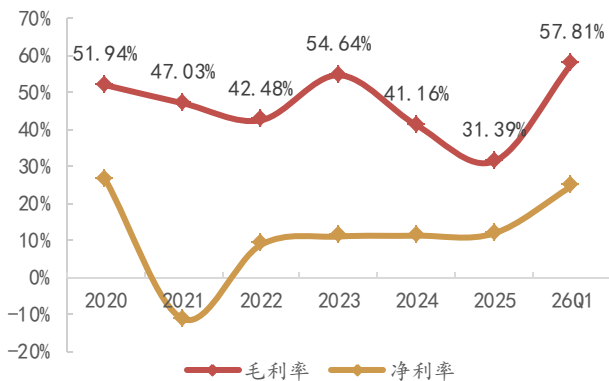
图 3：恒誉环保营业收入及增速


数据来源: iFinD, 西南证券整理

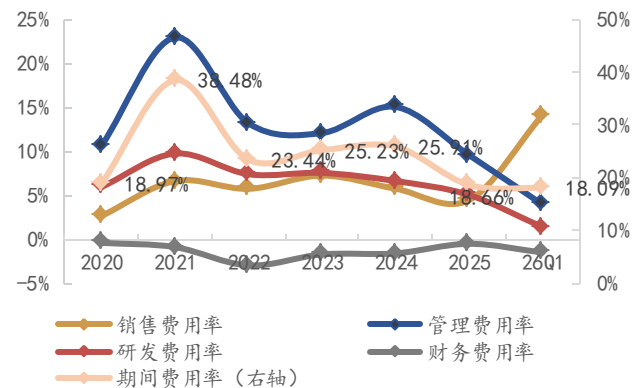
图 4：恒誉环保归母净利润及增速


数据来源: iFinD, 西南证券整理

公司净利率水平较 2022 年大幅改善并保持稳定，成本管控能力有所提高。2021 年受疫情影响导致项目交付不及预期、营收体量偏低拖累，公司净利率落入负值区间，毛利率同步下滑至 47.03%。伴随海外高附加值设备订单落地与运营业务逐步落地放量，2023-2025 年净利率水平稳步回暖，2025 年毛利率阶段性承压至 31.39% 主要系作为主营业务的裂解设备业务因个别异常项目冲减收入导致毛利率走低，而 26Q1 毛利率大幅回升至 57.81%、净利率同步走高，盈利水平大幅改善。同时，公司成本管控能力有所提高，整体期间费用率自 2021 年抵达峰值呈回落趋势，至 2025 年销售、管理、研发费用率同步平稳下行，持续增厚盈利空间。

图 5：恒誉环保毛利率与净利率


数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 6：恒誉环保期间费用率


数据来源: iFinD, 西南证券整理

2 政策与需求双轮驱动，热裂解装备确定性成长

废弃物资源化产业需求系于废轮胎、废塑料等大宗固废供给，两类固废年产生规模稳步扩容，催生处置刚需，自下而上传导至上游环保设备端，拉动环保设备采购需求。热裂解技术在多品类有机固废与危废处置中性能优势显著，行业正处于由技术示范向规模化、产业化成熟应用跨越的关键阶段。

2.1 行业向万亿规模迈进，政策红利释放长期增长动能

环保专用设备是绿色治理的硬件载体，全产业链分工明确并形成完整供需体系。环保设备是指用于控制环境污染、改善环境质量而由生产单位或建筑安装单位制造和建造出来的机械产品、构筑物及系统。其产业链主要包括上游为钢材、机电元器件等原辅材料与核心零部件配套供应；中游聚焦各类环保装备生产制造，产品涵盖固废处置、水气治理、土壤修复等专用设备；下游面向市政、工业环保等项目，负责设备投建运营与环保运维服务。

图 7：环保装备行业产业链



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

在绿色低碳转型的战略背景下，环保设备制造业正迎来全方位政策加持与市场需求共振的黄金发展期。2025 年以来，从工信部等部门印发纲领性文件明确具备国际优势的万亿级产业目标、将热裂解装备纳入鼓励推广目录，到设备更新、环保税改革、固体废物综合治理等政策相继落地，形成了从顶层设计到落地执行的完整政策支持体系。叠加“十五五”期间全面绿色转型的长期导向，全球热解设备市场更预计在 2025-2032 年实现近 29% 的年复合增速，行业增长确定性显著增强，为恒誉环保等技术型企业带来持续的发展机遇。

表 3：国内外环保设备制造业相关政策梳理

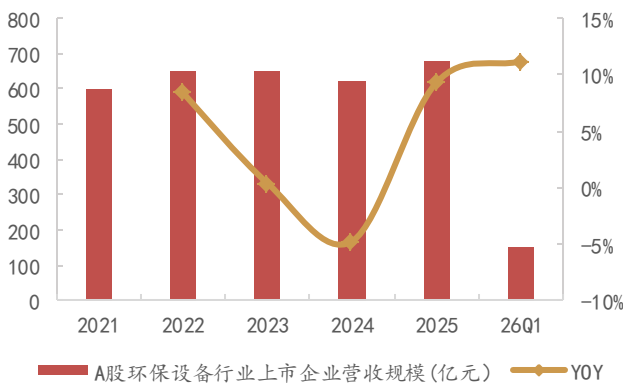
政策	时间	核心内容	影响
《促进环保装备制造业高质量发展的若干意见》	2025 年 3 月	提出将环保装备制造业打造为万亿级产业，力争到 2027 年提升先进装备市场占有率，补齐产业链短板、形成优势装备出口格局	明确行业顶层目标，为热裂解等细分赛道的技术升级与市场扩张提供政策指引
《国家鼓励发展的重大环保技术装备目录（2025 年版）》	2025 年 9 月	聚焦 11 个细分领域，有机固体废物热裂解资源化处置关键技术及装备入选	直接利好热裂解设备的推广应用，提升行业认可度与政策支持力度
《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	2025 年 1 月	加强回收循环利用能力建设，推动资源回收利用行业高质量发展，支持再生材料应用	释放固废回收利用设备需求，推动企业更新环保设备，带动热裂解设备订单增长
《中华人民共和国环境保护税法》（修订）	2025 年 10 月	授权试点扩大挥发性有机物环保税征收范围	倒逼企业节能减排、淘汰落后产能，推动企业采购热裂解等环保设备降低排放
《固体废物综合治理行动计划》	2025 年 12 月	加大落后工艺装备淘汰力度，引导资本投入固体废物综合治理项目，补齐处置设施短板	直接推动固废处理设备需求，为热裂解资源化处置设备提供市场空间
二十届四中全会（“十五五”规划相关部署）	2025 年 10 月	提出“十五五”期间加快全面绿色转型，推进污染防治攻坚、碳达峰等目标	确立长期绿色发展基调，为环保设备行业提供持续政策动力，利好热裂解赛道长期

政策	时间	核心内容	影响
			发展
欧盟《循环经济法》(征求意见稿)	2025年8月	筹建欧盟统一废弃物与再生材料流通市场, 通过配额、产业扶持等举措提振再生料供需, 法案拟2026年正式落地	长期利于抬升废塑料、废轮胎化学再生刚需, 热裂解作为合规再生路径, 海外订单增长确定性增强
欧盟《清洁工业新政》	2025年2月	将循环经济确立为欧盟工业提质与碳中和落地的核心抓手, 从顶层制度推动固废资源化产业扩容落地	刺激欧盟本土处置项目扩建, 拉动热裂解成套环保设备采购需求, 利好国产装备出口欧洲

数据来源: 中华人民共和国生态环境部, 公司年报, 西南证券整理

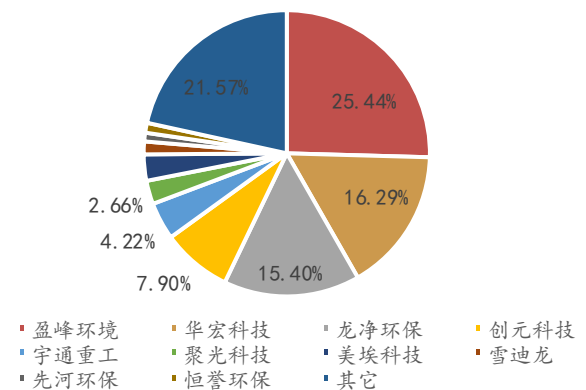
国内环保设备行业在政策驱动下规模有望扩张。根据工信部数据, 2022年我国环保装备制造制造业产值已达9600亿元, 并于《环保装备制造制造业高质量发展行动计划(2022-2025)》中设定2025年目标为1.3万亿元, 年复合增长率约为10.6%, 彰显国家对环保装备产业高质量发展的明确支持与信心, 推动行业向万亿级规模迈进。从营收规模来看, 环保设备行业A股企业营收规模在经历阶段性调整后, 增速自2024年触底后快速反弹, 2025年呈现明确回升态势, 增长9.31%至679.13亿元, 主要系2025年环保装备制造制造业高质量发展政策出台, 以及环保政策下环保标准提升强制设备更新换代。此外, 从A股市场企业营收结构来看, 26Q1盈峰环境、龙净环保、华宏科技三家头部企业合计营收占比高达57.13%, 营收资源向头部聚拢。

图8: 环保设备行业上市企业收入规模及增速



数据来源: iFinD, 西南证券整理

图9: 26Q1 环保设备上市企业营收份额分布



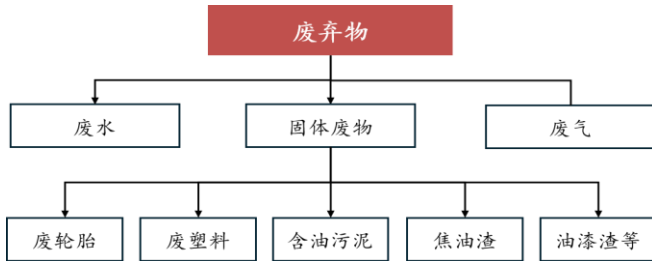
数据来源: iFinD, 西南证券整理

2.2 政策与需求共振, 热裂解打开增量空间

废弃物资源化利用行业是环保装备最直接的下游需求领域, 其中固废领域市场规模庞大。该行业是通过各种工程技术方法和管理措施, 将各类废弃物转化为可再利用资源或能源的产业体系。从废弃物的分类来看, 整体可分为废水、废气、固体废物三大品类, 固废内部涵盖废轮胎、废塑料、含油污泥、焦油渣、油漆渣等多个细分品类。从固废处理行业市场规模来看, 2017年国内固废处理整体市场规模为8959.4亿元, 至2023年小幅增至9343亿元, CAGR仅0.70%, 扩容节奏平缓, 市场内部结构分化特征突出。从其细分领域市场规模看, 2023年工业固废处置以5333亿元领跑全品类, 是固废行业第一大细分市场, 其次为农业垃圾处置3038亿元、城市生活垃圾处置830亿元, 而建筑垃圾处置仅140亿元。工业固废拥

有庞大基数，是拉动固废处理行业规模上行的核心支柱。而废轮胎、废塑料、含油污泥等废弃物均归属于工业固废范畴，行业扩容或将带动环保设备的采购刚需，为环保设备行业提供稳定的下游市场支撑。

图 10：废弃物分类图



数据来源：中国环境新闻网，公司年报，西南证券整理

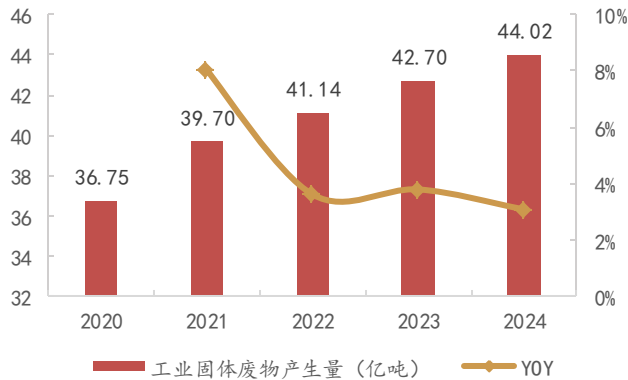
图 11：固废处理行业细分领域市场规模（单位：亿元）

年份	工业固废 处置	城市生活 垃圾处理	农业垃圾 处理	建筑垃圾 处理
2023	5333	830	3038	140
2025 (预测)	6979	973	4260	499
增速	31%	17%	40%	256%

数据来源：生态环境部，中国循环经济协会，智汇无废，西南证券整理

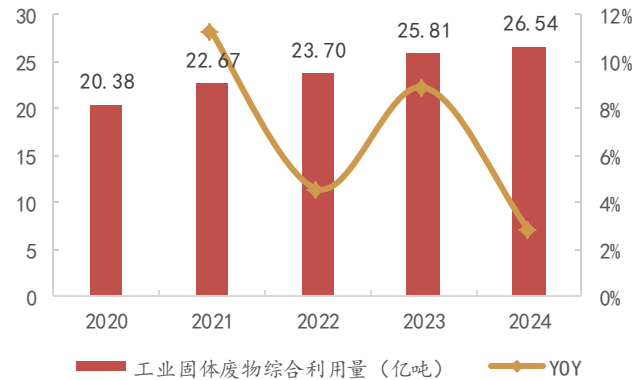
固废产能与资源化规模双增，支撑环保设备需求上行。2020-2024 年我国工业固废产生量逐年稳健上行，产生量从 36.75 亿吨增长至 44.02 亿吨，CAGR 达 4.61%。2021 年固废产量同比增速超 8%，而后增速回落至 3%-4% 区间，整体上产生量保持平稳扩容态势。对应综合利用端，工业固废综合利用量由 2020 年 20.38 亿吨持续增长至 2024 年 26.54 亿吨，2021 年受益于国内循环经济新政落地、各地资源化项目集中开工，综合利用同比增速高达 11.22%，2022 年各地项目建设进度分化，综合利用增速阶段性回落，而 2023 年随着环保设备更新、存量处置设施改造落地，利用率增速有所提高。整体来看 2020-2024 年工业固废产生量与资源化利用量双扩容，叠加落后填埋、粗放焚烧工艺加速淘汰，持续拉动热裂解等先进资源化环保装备的采购需求。

图 12：我国工业固废产生量及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 13：我国工业固废综合利用量及增速

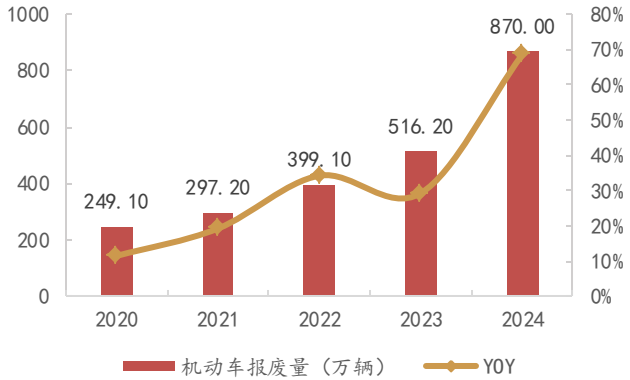


数据来源：iFinD，西南证券整理

废轮胎作为重要工业固废品类，供给扩容与回收率提升利于带动环保处理设备需求释放。从供给端来看，中国废轮胎产生量受我国机动车报废量持续增长影响，据中国橡胶信息显示，我国废旧轮胎产生量超过 3 亿条且以每年 6%-8% 的速度增长。从回收端来看，2020 年后回收量持续攀升，主要系无废城市推进、环保督察趋严，正规回收体系逐步打通，更多废轮胎从产生端进入合规处理渠道，使得 2024 年废轮胎回收量增速高达 20%，说明行业正步入规范化提速阶段。从回收率来看，据中国化工信息周刊数据，2024 年我国废旧轮胎回收率约 50%，虽远落后于发达国家，但目前头部企业加紧搭建垂直回收体系，伴随行业监管规范化

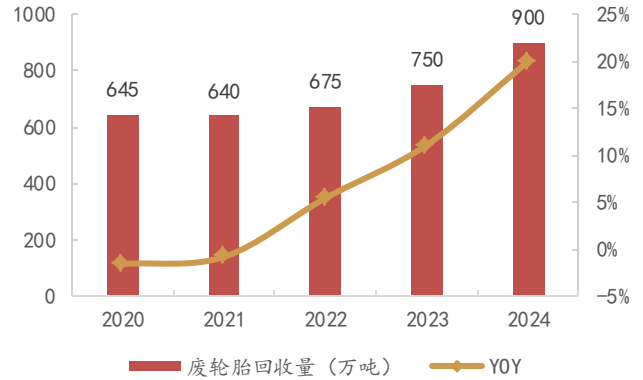
发展，回收效率有望稳步提高。从全球市场来看，全球轮胎产生量达 25 亿条，废轮胎高度集中于亚太（42%）、欧洲（28%）和北美（22%）三大区域，合计占比超九成。全球轮胎回收市场规模预计以 7.2% 的年复合增长率从 2026 年 108 亿美元增至 2034 年 188 亿美元，利于带动环保处理设备需求释放。

图 14：我国机动车报废量及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 15：我国废轮胎回收量及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

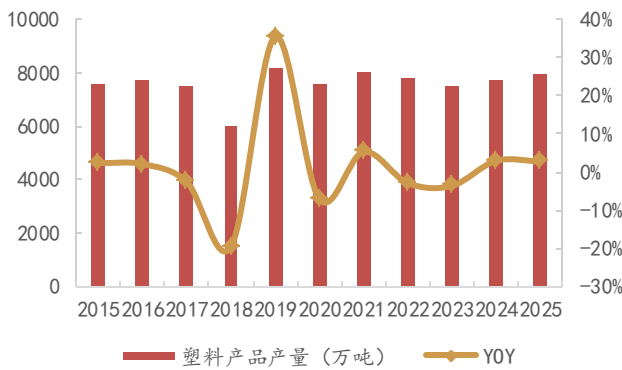
国内逐渐形成产业鼓励、准入约束、税收扶持三位一体的废轮胎资源化政策体系。2020 年工信部出台《废旧轮胎综合利用行业规范条件》，硬性划定热裂解仅可采用连续自动化生产装备，同步设定热裂解综合能耗 $\leq 200\text{kWh}/\text{吨}$ 等的运营门槛，从生产端淘汰落后小产能。2024 版的《产业结构调整指导目录》进一步将工业连续化废轮胎热裂解装备划入鼓励类，从投资源头限制落后产能扩张。税收层面配套强力红利，2021 年的资源综合利用增值税优惠政策规定，废轮胎热裂解产出再生油、裂解炭黑项目，在废胎原料占比 $\geq 70\%$ 、产品达标、具备双体系认证、土地与能耗指标合规的前提下，可享受增值税即征即退 70%，手工等落后工艺无法满足申报条件。政策层层加码下行业加速产能出清，具备连续化设备技术与规模化运营能力的龙头企业将充分受益。

表 4：废轮胎相关政策梳理

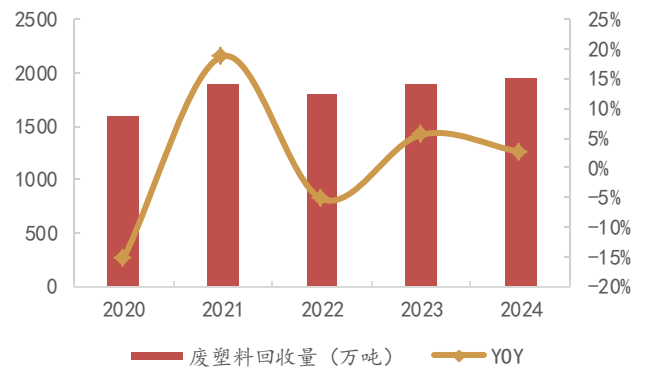
政策/规范	时间	核心内容
《产业结构调整指导目录》	2024 年	鼓励类： 废橡胶、废轮胎等城市典型废弃物循环利用、技术设备开发及应用；工业连续化废轮胎热裂解装备、连续脱硫再生橡胶技术 淘汰类： 废旧橡胶和塑料土法炼油工艺
资源综合利用增值税即征即退政策	2021 年	产品原料 70% 以上来自废旧轮胎、废橡胶制品；利用废旧轮胎、废橡胶热裂解生产再生油与裂解炭黑，满足原料中废轮胎占比 70% 以上、产品符合对应国标、企业拥有 ISO9000 与 ISO14000 认证、厂区土地租赁年限不少于 15 年、热裂解综合能耗不高于 200 千瓦时/吨废轮胎（破碎工序 ≤ 120 千瓦时/吨、裂解工序 ≤ 80 千瓦时/吨），即可享受增值税即征即退 70%
《废旧轮胎综合利用行业规范条件》	2020 年	要求热裂解环节仅允许连续自动化装备；再生橡胶、橡胶粉也限定自动化连续生产线，淘汰手工等落后工艺，同时配套管理办法落地监管；要求连续化热裂解必须全密闭负压、尾气达标、单位能耗 $\leq 200\text{kWh}/\text{吨}$ ；

数据来源：中国政府网，橡胶助剂专业协会，西南证券整理

废塑料供给充足、回收瓶颈凸显，为热裂解等技术创造了广阔的应用场景。我国塑料产品产量长期维持在 7500-8000 万吨的高位区间，支撑了每年约 6000 万吨以上的废塑料产生量，原料供给充足稳定。从回收端看，2020-2024 年我国废塑料回收量虽从约 1600 万吨稳步增长至近 2000 万吨，但增速在 2021 年达到约 19% 的峰值后持续回落，近年已降至 2%-6% 的低位，反映出传统物理回收模式受限于分拣成本等因素，已难以进一步提升回收效率，尤其是 PP/PE 混合废塑料、低值污染料等难回收料缺口显著。从全球市场来看，废塑料污染问题严峻，2025 年全球废塑料产生量高达 3.62 亿吨，但回收率仅约 15%，大量未被回收的废塑料形成持续增长的存量污染源，使得技术转型成为核心驱动力，有望带动热裂解等新型资源化技术的落地需求加速释放。

图 16：我国塑料产品产量及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 17：我国废塑料回收量及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

在固废的处置方式中，热裂解技术作为近年来有机废弃物处理领域的新兴高效方法，是实现有机废弃物无害化、减量化、资源化协同处置的关键路径之一。区别于填埋（占用土地、污染土壤）、焚烧（产生二噁英、碳排放高）等传统方式，热裂解技术具备无害化、减量化、资源化三重优势，可将有机废弃物高效率转化为裂解油、炭黑、钢丝/燃气等高价值产物，实现“变废为宝”的闭环循环。在国家鼓励先进技术、淘汰落后产能、推动设备更新升级、环保监管趋严的大背景下，具备连续化运行、低排放、高资源化效率的先进热裂解装备，已成为行业规模化、合规化发展的必然选择。

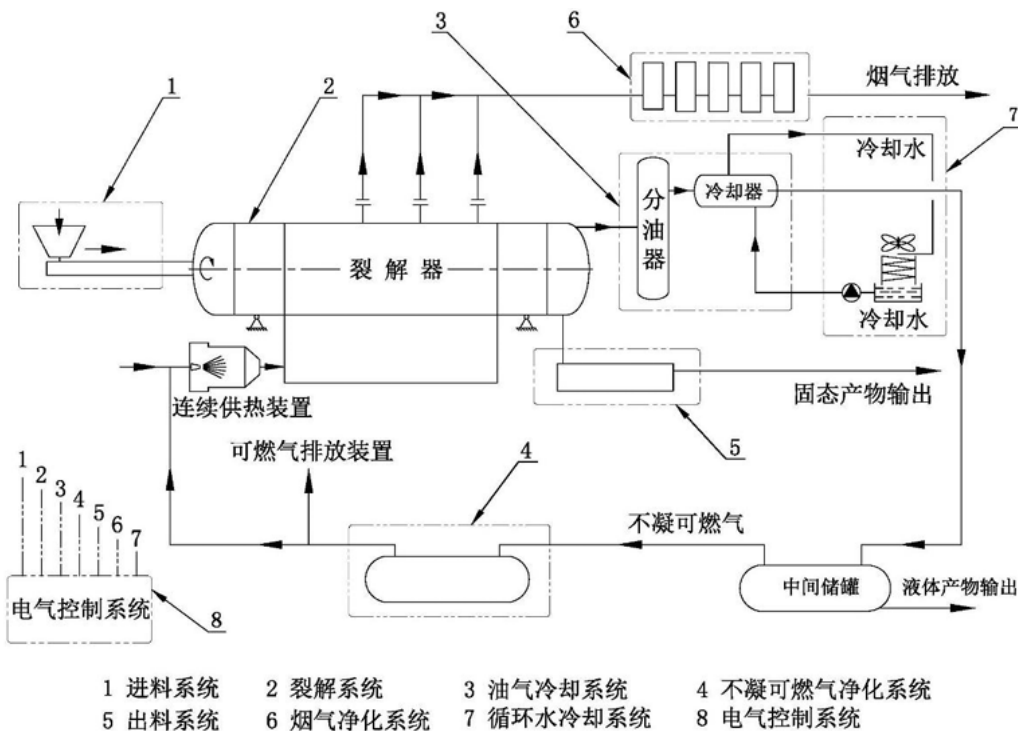
表 5：主要废弃物处置方式对比

对比维度	填埋	焚烧	热裂解
资源化率	极低（生活垃圾自然降解，基本无回收）	低（回收一部分热能，彻底分解有机物，无法回收油品、炭黑等）	高（燃料油得率 43-48%；炭黑得率 32-36%；可燃气得率 8-12%；钢丝得率 11-13%；余热利用率 > 90%，可实现废轮胎资源的 100% 利用）
环保性	低（填埋过程中会产生恶臭物质、高浓度渗滤液和温室气体）	中（可彻底分解有害有机物，但会产生具有较强的毒性和致癌特性的二噁英）	高（无有毒气体二噁英生成；无废水、废气、废渣产生）
适用原料	几乎所有形态和性质的固体废物	要求焚烧对象具备一定热值	废轮胎、废塑料、污油泥、有机危废、医疗废弃物、油漆渣、生物质、金属矿尾矿等 30 余种
政策导向	限制和逐步淘汰的技术政策	排放标准趋严	废轮胎等热解技术及装备明确列入鼓励类；国家工业资源综合利用先进适用工艺技术设备目录重点推广
技术门槛与成熟度	低（技术成熟，但属于落后产能）	中（技术成熟，但尾气处理系统复杂，运营要求高）	高（需解决物料结焦、动态密封、产物聚合、恒温控制四大行业难题）

数据来源：中华人民共和国生态环境部，公司年报，西南证券整理

连续化热裂解的能耗优势源于热能闭环利用与工艺连续性两大核心机制，从根本上颠覆了传统间歇式工艺高能耗、高排放的技术范式。以工业连续化废轮胎裂解生产线为例，在热能利用层面，裂解过程产生的不凝可燃气经净化后返回燃烧室作为燃料，替代外部能源输入，实现自产自用的能源平衡，同时综合能耗降至约 14.4 kgce/吨，较行业准入红线节能约 60%。在工艺连续性层面，连续进料、连续排渣的运行模式彻底消除了间歇式工艺中频繁的停炉—冷炉—再加热循环所带来的显热损失，配合 PLC 自动控制系统、变频节能电机及烟气余热回收装置，系统热效率得到显著提升。两大机制协同作用，使连续化热裂解在能耗维度上实现了从被动达标到主动优化的跨越，为其在双碳环保背景下的规模化推广奠定了坚实的技术基础。

图 18：工业连续化废轮胎裂解生产线工艺流程图



- | | | | |
|--------|----------|-----------|-------------|
| 1 进料系统 | 2 裂解系统 | 3 油气冷却系统 | 4 不凝可燃气净化系统 |
| 5 出料系统 | 6 烟气净化系统 | 7 循环水冷却系统 | 8 电气控制系统 |

数据来源：生态环境部，西南证券整理

表 6：工业连续化废轮胎裂解生产线内各系统作用

系统	作用
进料系统	废轮胎块定量连续输送至裂解器
裂解系统	物料在微负压、设定温度、无氧或贫氧的裂解器内完成裂解反应
油气冷却系统	裂解所得油气经冷却分离后，裂解油泵送至罐区，不凝可燃气进入后续净化系统
不凝可燃气净化系统	在压力控制装置的作用下，不凝可燃气经净化、稳压后，输送至连续供热装置燃烧，给废轮胎裂解提供热量
出料系统	裂解所得固态产物经冷却、磁选分离后获得钢丝和炭黑
烟气净化系统	循环利用后的废烟气经冷却净化后，达标外排
循环水冷却系统	水泵将循环水送至各工艺设备与产物或者烟气进行换热，热交换后的温水返回冷却水塔降温，循环使用
电气控制系统	集中控制，根据工艺要求对设备自动控制，具有数据采集、运算、记录、打印报表、自动纠偏及安全预警等功能，确保生产线的安全、稳定、连续运行

数据来源：生态环境部，西南证券整理

多层政策协同赋能，加快热裂解装备市场化应用。国内层面，2024年《产业结构调整指导目录》将废旧橡胶、废塑料连续热裂解资源化装备归入鼓励类，政策导向明确利好工业连续化技术路线。《绿色低碳转型产业指导目录》进一步规定废轮胎热解应采用连续自动化生产装备，催生大规模设备更新需求。海外层面，法国、泰国等国相继推出专项资助计划，加速热裂解技术商业化落地。国内外政策共振，为恒誉环保工业连续化热裂解装备的市场化应用提供确定性增长环境，公司有望持续受益于全球废弃物资源化升级浪潮。

表 7：国内外热裂解技术相关政策梳理

政策	时间	核心内容
《绿色低碳转型产业指导目录(2024年版)》	2024年	明确规定废轮胎热解应采用连续自动化生产装备，催生大规模设备更新需求，推动行业技术升级
《产业结构调整指导目录(2024年本)》	2024年	废旧橡胶、废塑料连续热裂解资源化装备归入鼓励类
《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录(2022年版)》	2022年	为废轮胎热裂解企业提供税收优惠政策，从政策、行业发展和税收优惠等多方面推动连续化废轮胎裂解技术及装备的发展
《“十四五”工业绿色发展规划》	2021年	鼓励废塑料化学循环利用，并鼓励低值废塑料热裂解等技术推广应用
《废旧轮胎综合利用行业规范条件(2020年本)》	2020年	鼓励采用连续化密闭裂解工艺装备处置废旧轮胎，严禁新建间歇式土法炼油类废旧轮胎裂解装置
欧盟批准的法国5亿欧元废塑料计划	2025年	欧盟批准5亿欧元用于法国废塑料化学回收，为热裂解等化学循环技术提供政策支持
泰国国家循环经济行动计划	2025年	把热裂解定为国家循环经济战略关键部分；设立1.5亿美元循环经济基金，优先扶持废塑料热裂解生产SAF可持续航空燃料项目
泰国BCG生物循环绿色经济基金	2025年	BCG基金补贴先进连续热裂解技术使用者15%设备成本，降低中小企业建厂门槛

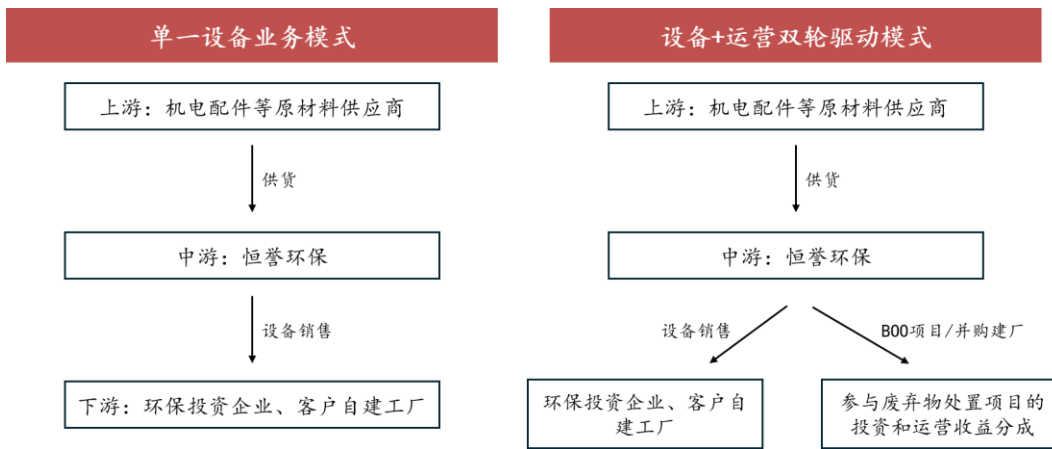
数据来源：公司年报，中华人民共和国政府，工业和信息化部，ALFA，西南证券整理

3 双轮+全球化拓展成长空间，技术专利护城河深厚

3.1 设备+运营协同发力，构筑全产业链闭环壁垒

单一设备业务短板凸显，公司主动延伸产业链。过去公司收入高度依靠成套裂解装备外销，业绩跟随订单落地节奏大幅波动，同时仅停留在设备制造环节，无法获取固废副产品变现收益。为挖掘产业链附加值、平滑业绩波动，公司顺势向下游资源化运营领域拓展，构建双主业经营框架。公司采取小项目先行试水、成熟资产并购落地的分步拓展策略，依托小型BOO项目完成不同品类固废运营工艺与盈利模型验证，再通过收购合晟环保获取成熟在产处置基地，落地规模化废轮胎资源化产能，正式打通装备制造到终端处置全链条，推动“设备+运营”双轮驱动战略正式落地，推进从单一设备供应商向全产业链服务商转型。

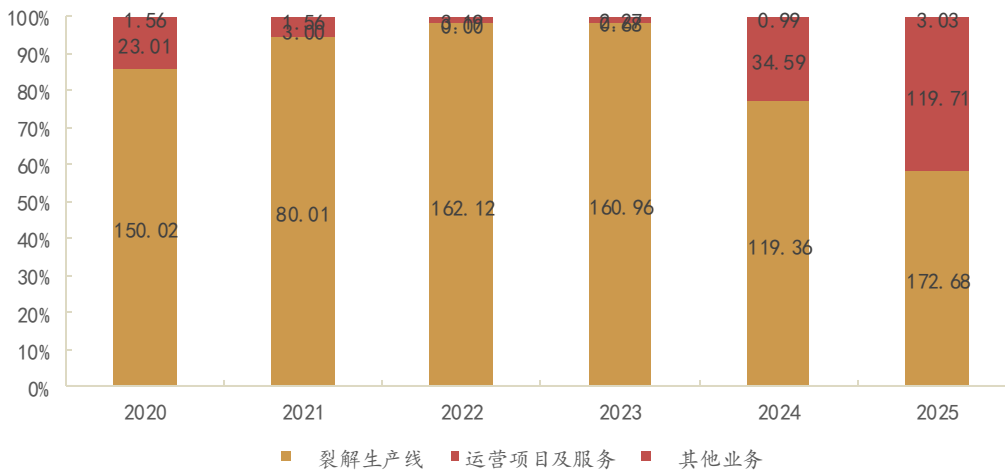
图 19：单一设备模式与设备+运营双轮驱动模式对比



数据来源：公司年报，西南证券整理

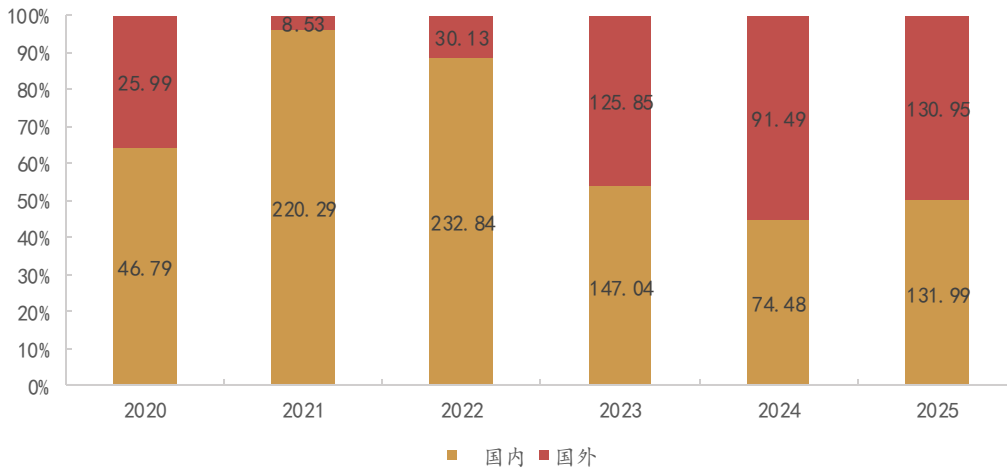
业务结构持续优化，运营板块成为全新增长极。2025 年是恒誉环保双轮驱动战略经财务数据全面落地验证的关键年份，营收达 2.95 亿元，同比大增 90.67%。其中裂解生产线收入 1.73 亿元，同比增长 44.67%，传统主业稳健增长。运营项目及服务收入 1.20 亿元，同比高涨 246.07%，营收占比突破 40%。从盈利端来看，2025 年裂解生产线业务毛利率为 45.53% 维持高盈利属性，运营板块受整合磨合影响毛利率较低为 10.23%，但其收入规模快速扩张，业务结构持续优化，标志着运营板块从前期投入阶段迈入规模化运营阶段，双轮驱动战略进入实质落地期。

图 20：恒誉环保分业务收入结构（单位：百万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

两大业务双向赋能，构筑独有产业闭环壁垒。1) 自有运营项目持续输出原料、设备运维、产物销售一手实景数据，利于反向指导装备工艺迭代升级；2) 自有落地项目为海内外客户提供成熟商业化样板，公司由单纯设备供应商升级为整体解决方案提供商，增强客户信任度与品牌影响力；3) 海外设备外销持续贡献业绩增量，2025 年海外收入达 1.31 亿元，同比增长高达 43.12%，利于支撑运营业务协同发展，实现两大业务双向赋能。

图 21：恒誉环保分地区收入结构（单位：百万元）


数据来源：公司年报，西南证券整理

3.2 专利技术构筑护城河，全球化拓展贡献业绩增量

研发积淀、专利壁垒及标准话语权三重优势共筑公司深厚技术护城河。在研发投入方面，公司持续加大投入，2025 年研发费用同比增长 45.48% 至 0.15 亿元，为技术迭代提供坚实保障。在专利方面，公司依托 134 项热裂解领域专利（含国内发明专利 39 项、海外专利 27 项），成功攻克热裂解量产中最难的连续运转、环保与经济性平衡等行业痛点，实现装备稳定连续工业化落地。在行业标准方面，公司作为多项国标及行标第一起草单位，产品先后入选工信部、生态环境部先进技术目录及产业鼓励类清单，技术实力斩获国家科技进步二等奖与专精特新“小巨人”等权威认证，三重优势共同铸就公司难以复制的技术竞争壁垒。

表 8：连续化热裂解设备技术门槛

行业难题	具体内容
各技术关键要素匹配难	供热温度、换热面积、传热效率、系统压力、物料停留时长及防聚合工艺六大参数相互耦合牵制，多参数协同优化设计是热裂解反应平稳进行的核心前提，亦是连续化裂解装备实现长周期高效低耗稳定运转的关键技术
裂解系统易结焦	物料普遍存在传热性能差、受热不均等问题，极易在设备导热表面形成结焦与积碳，形成绝热层，导致导热效率降低、堵塞，并需进一步提高供热温度，造成设备寿命降低、裂解不完全等问题，甚至引发重大安全隐患
进出料难以动态密封	动态密封即需在物料连续进出裂解器的同时，防止空气进入及油气泄露，确保物料在无氧或贫氧条件下安全稳定连续裂解。因物料组成差异、含水率变化等因素导致压力波动，增加了动态密封难度。
产出物易聚合	裂解产生的以烯烃为主的小分子有机物易发生聚合反应，生成大分子链物质如胶质、沥青质等，易造成设备及管道的堵塞，影响生产线的长期稳定运行

数据来源：公司年报，西南证券整理

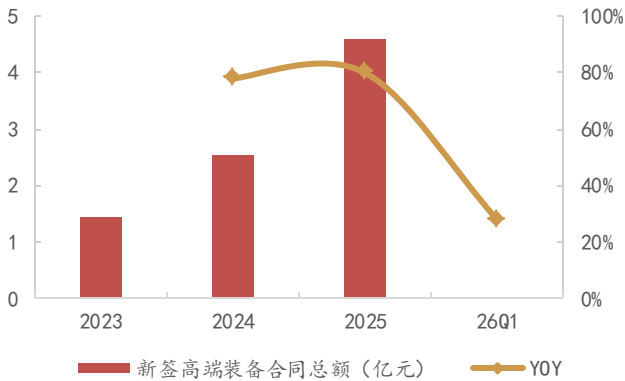
新应用领域不断拓展，打开增量空间。恒誉环保的热裂解技术已实现多元化拓展，其应用从传统废轮胎、废塑料延伸至危废、医疗固废、尾矿等新兴难处理品类，覆盖 30 余种有机废弃物资源化处理场景。公司通过定制化解决方案满足不同物料特性和项目需求，例如在废塑料领域，技术解决了混合废塑料化学循环中的结焦和产物聚合难题，实现高值化油品产出；在污泥泥处置中，热解后固体产物矿物油含量稳定控制在 3% 以内，显著优于行业标准，支持无害化与资源化双重目标。

表 9：恒誉环保代表性项目

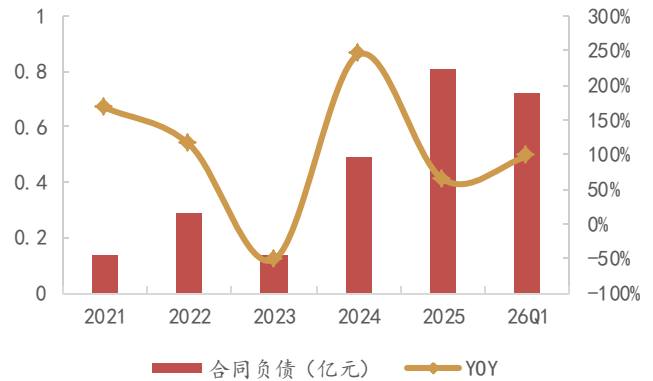
应用领域	地域范围	项目/特点
废塑料	越南、英国	越南化学循环工厂，年处理规模定制，为大量低值混合废塑料资源化利用提供了高效低碳的处置方式
废轮胎	中国	合晟环保扩产 10 万吨/年热裂解资源化项目，产出再生油与炭黑
污油泥	中国大庆	大庆油泥处置标杆项目，矿物油去除率高效稳定

数据来源：公司年报，西南证券整理

公司订单储备维持高景气扩容态势，业绩增长确定性持续提高。2024 年新签高端装备合同金额同比增长约 78% 至 2.6 亿元，2025 年延续高增态势，同比增幅超 80% 至 4.6 亿元，连续两年保持强劲扩张。同时从合同负债方面来看，2026 年 3 月末合同负债达 7197.70 万元，充裕的预收款为收入转化提供坚实保障。此外，在产能配套方面，控股子公司合晟环保启动 10 万吨/年轮胎热裂解扩产项目，产能扩容以保障订单交付，通过订单扩容、资金锁定、产能支撑三者环环相扣，共同筑牢公司业绩增长的基本盘。

图 22：恒誉环保高端装备销售新签合同总额及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 23：恒誉环保合同负债及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

恒誉环保在全球范围内的项目拓展战略已实现显著成效。公司产品已成功出口至德国、英国、韩国、丹麦、巴西、匈牙利等数十个国家和地区，形成全球化市场布局。标杆项目方面，越南废塑料化学循环工厂顺利投产并高效连续运行，成为可验证、可复制、可推广的国际示范案例；丹麦项目获全球化工巨头巴斯夫投资认可；德国废轮胎裂解项目成功交付标志着公司装备已达到欧盟严苛要求。客户复购方面，2025 年公司与欧洲某长期客户签订 1400 万美元废轮胎热裂解生产线合同，系该客户年内第二次、累计第四次合作，印证海外客户对公司技术装备的持续认可。海外高附加值设备销售持续贡献业绩增量，2025 年海外收入占比为 44.33%，公司已形成“设备出口+项目运营”的全球化双轮驱动格局。

表 10：恒誉环保海外项目梳理

应用领域	地域范围	项目/特点
废塑料化学循环工厂	越南	已顺利投产并高效连续运行数月，裂解产物各项指标均达预期，实现从废塑料—新塑料的完整化学循环闭环
废塑料裂解项目	丹麦	获全球化工巨头巴斯夫投资认可，采用公司热裂解技术
废轮胎裂解项目	德国	成功交付，标志着公司装备已达到欧盟和德国的严苛要求
废轮胎裂解项目	匈牙利	系欧盟资助工程，一次性获得欧盟授权机构检测认证
废轮胎热裂解生产线	欧洲（某长期客户）	2025 年签订 1400 万美元合同，系该客户年内第二次、累计第四次合作，两单

应用领域	地域范围	项目/特点
		合计超 1.6 亿元
废轮胎裂解项目	韩国	韩国现代集团投资, 已完成满负荷生产验收并进入商业化运营阶段

数据来源: 公司年报, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 裂解生产线业务为公司传统核心高毛利板块, 随着海外订单持续放量, 产能扩充支撑交付提速, 2026-2028 年营收增速分别为 120%、80%、75%, 毛利率分别为 62.86%、62.86%、61.80%。

假设 2: 裂解后产品及服务 (运营业务) 为公司双轮驱动模式中的核心增量之一, 并购产能落地带动规模化运营, 副产品变现增厚盈利, 毛利率持续修复上行, 2026-2028 年营收增速分别为 200%、150%、100%, 毛利率分别为 19.21%、25.67%、29.39%。

基于以上假设, 我们预测公司 2026-2028 年分业务收入及毛利率如下表:

表 11: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2025	2026E	2027E	2028E
裂解生产线	收入	172.68	379.89	683.80	1,196.65
	增速	44.67%	120.00%	80.00%	75.00%
	毛利率	45.53%	62.86%	62.86%	61.80%
裂解后产品及服务	收入	119.71	359.12	897.81	1,795.62
	增速	246.07%	200.00%	150.00%	100.00%
	毛利率	10.23%	19.21%	25.67%	29.39%
其他业务	收入	3.03	9.10	18.20	36.40
	增速	205.94%	200.00%	100.00%	100.00%
	毛利率	61.65%	85.94%	92.27%	95.75%
合计	收入	295.42	748.11	1,599.81	3,028.67
	增速	90.67%	153.24%	113.85%	89.31%
	毛利率	31.39%	42.19%	42.33%	42.99%

数据来源: iFinD, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取环保设备行业的三家公司作为可比公司, 三家公司 2025 年平均 PE 为 161.05 倍。其中, 惠城环保作为危废处置及废塑料裂解领域代表性企业, 技术路线与恒誉环保最为接近, 反映了热裂解资源化行业的估值水平; 山高环能主营餐厨废弃物资源化利用及无害化处理, 与恒誉环保在有机废弃物资源化赛道存在一定交集, 具备有限估值参考价值; 盈峰环境作为环卫装备及服务龙头, “装备+服务”双轮驱动模式与恒誉环保“设备+运营”战略路

径相似，反映了环保装备企业向运营端延伸的估值逻辑。2026 年公司估值为 31.87x，低于可比公司平均估值 74.66x。考虑到恒誉环保作为工业连续化热裂解设备唯一 A 股标的，技术稀缺性显著，且海外收入占比超 40%、客户复购率高，随着“设备+运营”模式持续放量，有望长期受益于全球化学循环及废弃物资源化升级红利。此外，公司在废塑料、废轮胎、油泥等多领域布局，技术平台化能力强，预计未来三年归母净利润复合增长率为 168.41%，给予 2026 年 56xPE，对应目标价为 111.44 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
000803.SZ	山高环能	7.38	0.06	0.27	0.48	0.70	123.00	27.33	15.38	10.54
300779.SZ	惠城环保	58.97	0.20	0.39	0.48	0.59	294.85	151.21	122.85	99.95
000967.SZ	盈峰环境	10.45	0.16	0.23	0.28	0.34	65.31	45.43	37.32	30.74
可比公司平均值							161.05	74.66	58.52	47.08
688309.SH	恒誉环保	63.50	0.42	1.99	3.68	8.14	57.45	31.87	17.26	7.80

数据来源：iFinD，西南证券整理

5 风险提示

1) **核心技术领先优势丧失风险**：若行业内同类企业通过技术研发、反向拆解等方式对公司核心技术进行模仿，或开发出性能更优的替代性技术及成套装备，将直接冲击公司现有技术壁垒与市场领先地位。

2) **运营项目进展不及预期风险**：公司 BOO 模式投资运营的有机废弃物资源化项目受工艺调试、复杂物料适应、产能爬坡进度及市场环境变化等多重因素影响，建设、达产及盈利实现进度存在不确定性。

3) **新经营模式效果不及预期风险**：运营项目尚处起步阶段，公司长期运营管理经验相对有限，前期资金投入量较高，项目业绩成效高度依赖废源质量与供应稳定性，现金流回收与利润实现周期可能较长。

4) **热裂解技术市场化不及预期风险**：热裂解技术在污油泥等处理领域应用尚处起步阶段，且下游市场存在化学热洗、焚烧处理等多种替代技术路线，市场推广存在不确定性。

5) **客户集中度较高风险**：工业连续化热裂解生产线单项投资金额较大，客户数量少且需求非每年连续稳定，若开拓新客户不利或存量客户需求显著下降，将对业绩产生显著不利影响。

6) **项目合同调整、延期、取消风险**：单个合同金额较大、项目周期长，受宏观经济形势、政策调整、客户资金状况、环保审批等诸多因素影响，合同执行过程中可能出现变更调整、延期甚至终止。

7) **外汇汇率波动风险**：海外业务收入占整体营收比重较高，且主要以美元计价结算，若人民币兑美元汇率出现大幅波动，将直接影响海外业务营收、利润核算及汇兑损益。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	295	748	1,600	3,029	净利润	35	167	308	681
营业成本	203	433	923	1,727	折旧与摊销	23	22	24	29
营业税金及附加	5	13	32	51	财务费用	4	0	0	0
销售费用	13	31	80	136	资产减值损失	1	0	0	0
管理费用	28	72	168	291	经营营运资本变动	-52	-14	6	-62
财务费用	-1	-2	-3	-4	其他	-1	-7	-6	-18
资产减值损失	-3	-2	-2	-2	经营活动现金流净额	10	168	331	629
投资收益	1	4	6	18	资本支出	-52	-40	-55	-70
公允价值变动损益	-0	0	0	0	其他	48	19	6	18
其他经营损益	9	26	48	106	投资活动现金流净额	-4	-21	-49	-52
营业利润	41	194	362	801	短期借款	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0	长期借款	12	5	0	0
利润总额	41	194	362	801	股权融资	18	0	0	0
所得税	6	27	54	120	支付股利	-8	-64	-118	-261
净利润	35	167	308	681	其他	-13	1	0	0
少数股东损益	2	8	15	34	筹资活动现金流净额	9	-58	-118	-261
归属母公司股东净利润	33	158	292	647	现金流量净额	11	85	165	316
资产负债表 (百万元)	2025	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	294	379	543	859	成长能力				
应收和预付款项	65	85	112	125	销售收入增长率	90.67%	153.24%	113.85%	89.31%
存货	42	60	64	58	营业利润增长率	115.67%	368.69%	86.82%	121.30%
其他流动资产	48	58	58	58	净利润增长率	91.91%	373.21%	84.65%	121.30%
长期股权投资	14	14	14	14	EBITDA 增长率	61.44%	224.95%	79.83%	115.30%
投资性房地产	4	3	3	2	获利能力				
固定资产和在建工程	337	337	356	391	毛利率	31.39%	42.19%	42.33%	42.99%
无形资产和开发支出	51	69	81	88	三费率	13.59%	13.39%	15.31%	13.96%
其他非流动资产	1	2	2	2	净利率	11.92%	22.26%	19.22%	22.47%
资产总计	1,019	1,194	1,427	1,870	ROE	4.35%	18.34%	28.12%	45.33%
短期借款	0	0	0	0	ROA	3.64%	15.05%	23.47%	41.29%
应付和预收款项	75	109	131	149	ROIC	4.47%	17.84%	27.37%	44.08%
长期借款	12	17	17	17	EBITDA/销售收入	22.20%	28.48%	23.95%	27.24%
其他负债	132	165	185	188	营运能力				
负债合计	218	291	332	354	总资产周转率	0.31	0.68	1.22	1.84
股本	79	79	79	79	固定资产周转率	1.02	2.63	5.73	10.57
资本公积	445	445	445	445	应收账款周转率	8.20	13.94	24.24	49.59
留存收益	238	331	507	895	存货周转率	4.23	8.45	14.86	28.39
归属母公司股东权益	769	863	1,039	1,426	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	32	40	55	89	资本结构				
股东权益合计	801	903	1,094	1,516	资产负债率	21.40%	24.40%	23.30%	18.92%
负债和股东权益合计	1,019	1,194	1,427	1,870	带息债务/总负债	6.78%	6.77%	5.94%	5.58%
					流动比率	2.77	2.63	2.94	3.97
					速动比率	2.01	1.86	2.19	3.00
					股利支付率	40.37%	40.37%	40.37%	40.37%
					每股指标				
					每股收益	0.42	1.99	3.68	8.14
					每股净资产	9.69	10.87	13.08	17.96
					每股经营现金	0.12	2.11	4.17	7.92
					每股股利	0.17	0.80	1.49	3.29
业绩和估值指标	2025	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	66	213	383	825					
PE	57	32	17	8					
PB	2	6	5	4					
PS	6	7	3	2					
EV/EBITDA	25	22	12	5					
股息率	0.70%	1.27%	2.34%	5.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
