



Research and
Development Center

旺能环境：厚植固废处理行业，出海&数据中心协同带来新生机

——旺能环境（002034.SZ）公司首次覆盖报告

2025 年 8 月 25 日

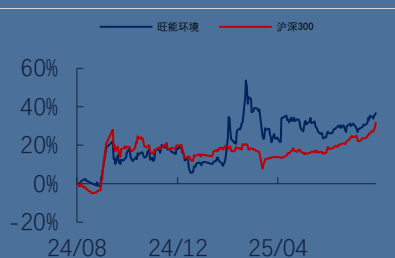
证券研究报告

公司研究

公司首次覆盖报告

旺能环境(002034)

投资评级 买入



资料来源：聚源，信达证券研发中心

郭雪 环保公用联席首席分析师
执业编号：S1500525030002
邮箱：guoxue@cindasc.com

吴柏莹 环保行业分析师
执业编号：S1500524100001
邮箱：wuboying@cindasc.com

公司主要数据

收盘价(元) 18.19
52周内股价波动区间(元) 20.44-13.15
最近一月涨跌幅(%) 4.72
总股本(亿股) 4.34
流通A股比例(%) 78.94
总市值(亿元) 45.26

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座
邮编：100031

旺能环境：厚植固废处理行业，出海&数据中心协同带来新生机

2025年8月25日

本期内容提要：

- **立足浙江拓展全国的固废行业龙头公司。**旺能环境大股东为美欣达集团，单建明先生通过直接和间接方式合计持有公司 47.27%股份，为公司实际控制人。公司深耕固废行业近二十年。截至 2025Q1 公司在运垃圾焚烧产能 21820 吨/日，餐厨垃圾产能 2810 吨/日。产能集中在浙江省，占公司总产能比重超过 40%，并逐步拓展至中部和西部地区。
- **再生资源板块业务拖累有望减弱，23 年实现自由现金流转正，稳健运营属性凸显。**2023-2024 年连续两年出现业绩下滑，主要由于 BOT 项目建造收入减少，以及资源再生板块亏损、计提减值拖累。伴随公司剥离锂电回收业务及优化再生橡胶业务，公司业绩有望维稳向好，2025Q1 收入同比增长 11.1%，归母净利润同比增长 10.62%。运营类业务（垃圾焚烧+餐厨垃圾处理）合计贡献收入超过 80%，贡献毛利达 104%，业绩稳健运营属性凸显。
- **项目质量优异，垃圾焚烧毛利率行业靠前。**2024 年旺能环境垃圾焚烧业务毛利率 48%，在可比公司中处于领先水平，高于行业 43.4% 的平均值。我们认为主要得益于公司高产能利用率和较高的经营效率。（1）高产能利用率：公司 2022-2024 年产能利用率均保持在 120% 左右，处在行业前列；（2）先进技术促进效率提升：新投产的南太湖五期采用超高压再热技术，全厂热效率由 22% 提高至 30%，吨垃圾发电量由原来的 350 度提高到 700 度，达到行业领先水平；（3）二期项目吨投资额低：公司在运产能中有 36.5% 为续建项目，低投资成本+成熟运营经验+规模效应支撑公司保持较高盈利能力；（4）项目调价保持合理收益：2022 年以来，公司公告 15 个项目实现价格调增，保障合理收益率。
- **探索垃圾焚烧+IDC 新模式，出海战略稳步推进。**公司已于 2025 年 3 月 4 日完成了湖州“零碳智算中心”备案审批，为后续建设奠定了政策基础，有望通过与数据中心协同实现双赢。同时公司积极进行境外项目拓展，继 24 年在中国澳门、泰国拓展项目后，2025 年 6 月公司与越南政府签约，拟在太平省建设 600 吨/日垃圾处理项目，暂定垃圾处理单价约 150 元/吨。
- **盈利预测及投资评级：**旺能环境作为浙江省固废龙头公司，项目运营经验丰富，国内及海外产能存扩张空间。同时公司南太湖完成“零碳智算中心”备案，未来与数据中心协同事项进展可期。我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 32.39/34.06/36.31 亿元，归母净利润 6.94/7.6/8.09 亿元，按 8 月 22 日收盘价计算，对应 PE 为 11.38x/10.39x/9.75x。首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**产能推进不及预期；与数据中心合作达成存在不确定性；

应收账款回收风险; 公用事业价格市场化改革进度缓慢。

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,178	3,173	3,239	3,406	3,631
同比(%)	-5.1%	-0.2%	2.1%	5.1%	6.6%
归属母公司净利润 (百万元)	602	561	694	760	809
同比(%)	-17.2%	-6.9%	23.6%	9.5%	6.6%
毛利率(%)	37.3%	38.5%	38.8%	38.5%	37.9%
ROE(%)	9.4%	8.4%	9.9%	10.1%	10.0%
EPS (摊薄) (元)	1.39	1.29	1.60	1.75	1.87
P/E	13.10	14.07	11.38	10.39	9.75
P/B	1.23	1.18	1.12	1.05	0.97
EV/EBITDA	7.59	6.85	8.66	8.07	7.11

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价



投资聚焦

毛利率水平行业靠前，2024 年实现垃圾焚烧板块毛利率 48%。公司产能利用率保持在 120% 左右，行业领先。同时公司二期项目吨投资成本低，叠加技术进步与项目调价，公司实现较好盈利水平，垃圾焚烧板块毛利率 48% 高于行业 43.4% 的平均值。

扰动业绩的再生资源板块影响有望减弱。2024 年公司资源再生板块亏损、计提减值拖累业绩。未来对于锂电回收业务，由于市场环境不佳，公司计划采取出售、关停、破产等措施对板块实现剥离。对于再生橡胶板块，公司计划通过改组销售团队、定制化生产等方式优化运营，并通过产能爬坡实现减亏。

数据中心协同和出海同步拓展。垃圾焚烧项目与数据中心的合作，有助于提高垃圾焚烧项目的收益水平并加快现金流回款。公司正在积极与数据中心对接，目前完成了湖州“零碳智算中心”备案审批，为后续建设奠定了政策基础。出海方面，实现越南太平省 600 吨/日垃圾焚烧项目的签约，出海拓展标记重要一步，未来海外产能的拓展或成为公司扩张的重要方向。

投资聚焦	4
一、旺能环境：厚植固废行业，产能加速推动业绩高增	6
1.1 剥离印染聚焦垃圾焚烧，出海&数据中心协同寻求业务新增长	6
1.2 财务情况：运营类业务贡献主要利润，自由现金流实现转正	7
二、主业经营质量夯实，出海&数据中心协同带来业务新生机	9
2.1 产能释放叠加提质增效，主业经营进一步夯实	9
2.2 探索垃圾焚烧+IDC 新模式，出海战略稳步推进	15
三、盈利预测	17
四、风险提示	18

表 1：不同特许经营权模式特点对比	11
表 2：2022 年以来，公司项目调价情况	11
表 3：公司餐厨垃圾项目产能梳理（截至 2024 年底）	12
表 4：旺能环境分板块营收预测	17
表 5：可比公司估值表	18

图 1：旺能环境发展脉络图	6
图 2：旺能环境股权结构图	6
图 3：2018-2025Q1 旺能环境营业收入	7
图 4：2018-2025Q1 旺能环境归母净利润	7
图 5：2021-2024 年旺能环境营业收入结构图	7
图 6：2021-2024 年旺能环境毛利结构图	7
图 7：2018-2024 年旺能环境现金流量情况	8
图 8：2018-2024 年旺能环境应收账款情况	8
图 9：2018-2024 年旺能环境期间费用率情况	8
图 10：2018-2024 年旺能环境负债率情况	8
图 11：2018 年以来旺能环境分红比例情况	9
图 12：2018 年以来旺能环境每股分红与股息率（元/股；%）	9
图 13：垃圾焚烧项目产能分布（截至 2025Q1）	9
图 14：2019-2024 年旺能环境垃圾入库量情况	10
图 15：2019-2024 年旺能环境吨发电量、吨上网电量情况	10
图 16：2024 年可比公司垃圾焚烧业务毛利率	10
图 17：2022-2024 年可比公司产能利用率	10
图 18：公司项目扩产吨投资额（万元/吨）	11
图 19：部分垃圾焚烧企业供热量情况（万吨）	12
图 20：部分垃圾焚烧企业供热比例（供热量/垃圾处理量）	12
图 21：2021-2024 年公司餐厨垃圾业务收入规模及占比情况	13
图 22：2021-2024 年公司餐厨垃圾毛利及毛利率水平	13
图 23：公司再生橡胶板块收入及盈利情况	14
图 24：公司锂电回收板块收入及盈利情况	15
图 25：越南项目开工仪式	16
图 26：公司越南太平项目效果图	16

一、旺能环境：厚植固废行业，产能加速推动业绩高增

1.1 剥离印染聚焦垃圾焚烧，出海&数据中心协同寻求业务新增长

立足浙江拓展全国，做强主业基础上探索出海&数据中心协同。公司前身美欣达从事印染纺织行业，于 2004 年上市。但由于印染行业竞争加剧、盈利能力持续下滑，因此在 2017 年公司剥离印染相关业务，置入旺能环保 100% 股权，切入垃圾焚烧发电领域。旺能环境总部位于“两山”理念发源地——湖州，主营生活垃圾、餐厨垃圾、市政污泥等固体废弃物综合处置领域，现已发展成为我国固废行业龙头企业之一。2024 年开始进行海外项目拓展，2025 年进行“零碳智算中心”的探索，传统业务焕发新生命力。

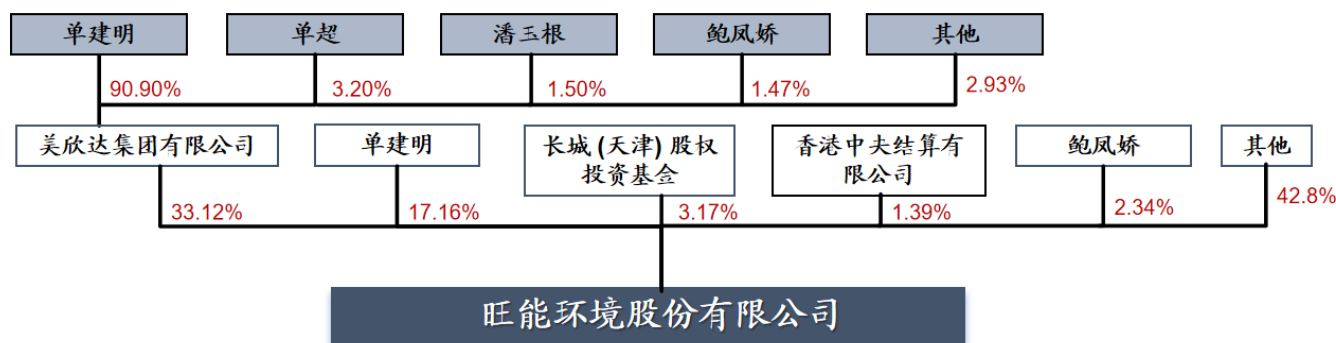
图 1：旺能环境发展脉络图



资料来源：IFinD，公司公告，公司官网，信达证券研发中心

公司实控人为单建明先生，股东背景稳固且高度协同。公司大股东为美欣达集团有限公司，直接持股比例为 33.12%。单建明先生通过直接和间接方式合计持有公司 47.27% 股份，为公司实际控制人。其配偶鲍凤娇持股公司 2.34% 的股权，两人合计持有 49.61% 股权，股权结构较为集中，为公司的长期战略发展提供坚实支撑。

图 2：旺能环境股权结构图（截至 2025Q1）

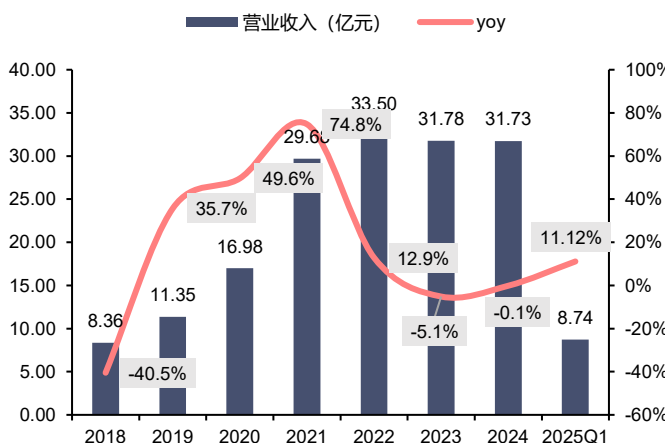


资料来源：IFinD，公司公告，信达证券研发中心 美欣达集团股东持股数据来自 2021 年工商公示

1.2 财务情况：运营类业务贡献主要利润，自由现金流实现转正

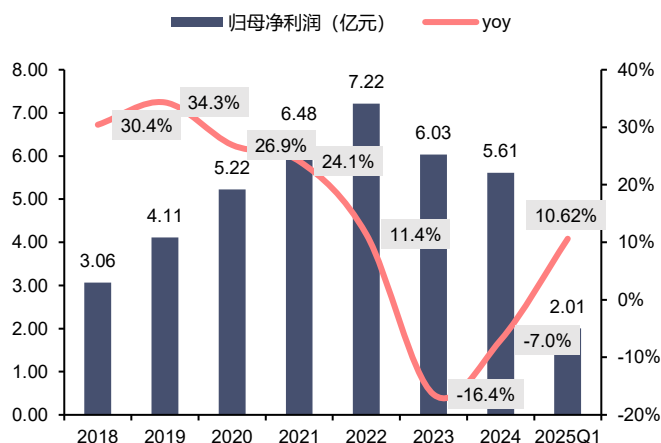
垃圾焚烧产能释放支撑公司业绩上行，再生资源板块短期承压。公司固废业务整体呈现增长态势，2017 年剥离印染纺织业务，并且伴随垃圾焚烧项目投产加速，公司业绩进入跨步增长阶段。2017-2022 年营收 CAGR 为 41.5%，归母净利润 CAGR 为 23.9%。2023-2024 年连续两年出现业绩下滑，主要由于 BOT 项目建造收入减少，以及资源再生板块亏损、计提减值拖累。2025Q1 运营向好，一季度收入同比增长 11.1%，归母净利润同比增长 10.62%。

图 3：2018-2025Q1 旺能环境营业收入



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

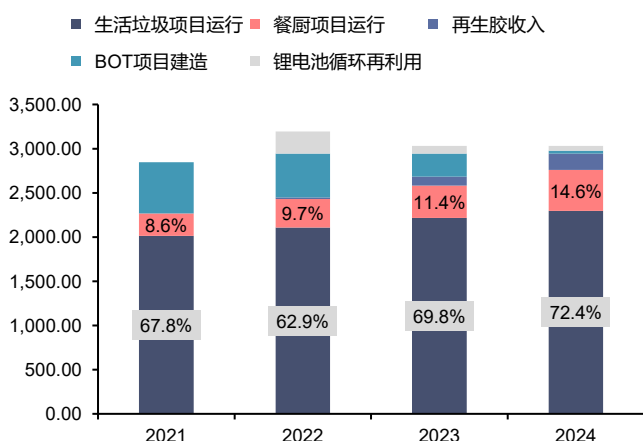
图 4：2018-2025Q1 旺能环境归母净利润



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

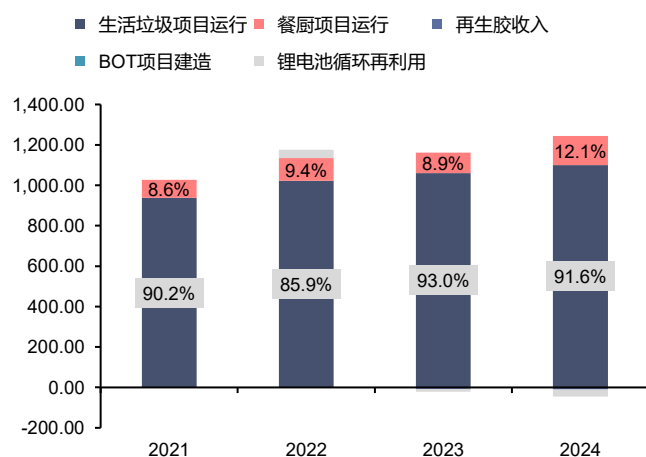
2024 年运营类收入占比达到 87%，毛利占比超 100%。近年来垃圾焚烧行业已经度过大幅扩张阶段，在建项目规模下降，2021-2024 年公司 BOT 项目建造收入规模持续下降，2024 年已经几乎不贡献收入。餐厨垃圾处理收入规模快速扩张，2024 年贡献 14.6% 收入、12.1% 的毛利。2024 年具有业绩波动特点的业务占比缩小，运营类业务（垃圾焚烧+餐厨垃圾处理）合计贡献收入超过 80%，贡献毛利达 104%，业绩稳健运营属性凸显。

图 5：2021-2024 年旺能环境营业收入结构图（百万元）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 6：2021-2024 年旺能环境毛利结构图（百万元）

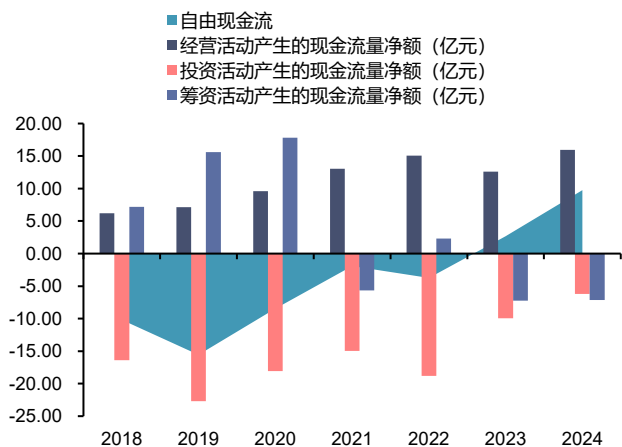


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

资本开支收窄，2023 年公司自由现金流实现转正。2023 年以后，公司新建项目减少，且业务转型至稳定运营期，垃圾焚烧业务和餐厨垃圾业务贡献稳定现金流，自由现金流在 2023 年首次转正并持续优化。2018-2024 年公司应收账款伴随业务规模扩张而扩大，且账

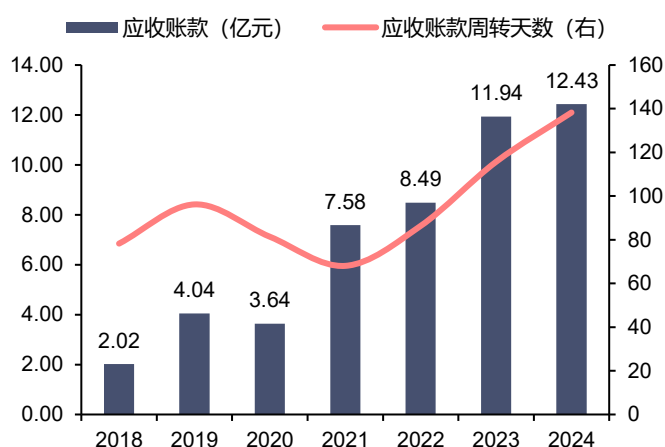
期有延长趋势。2024 年应收账款账龄延长导致减值损失增加 1298.35 万元。应收结构较为健康，2 年以内账龄应收账款占比为 86.8%，我们认为公司应收账款减值风险整体可控。

图 7：2018-2024 年旺能环境现金流量情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：自由现金流=经营活动现金流量净额+投资活动现金流量净额

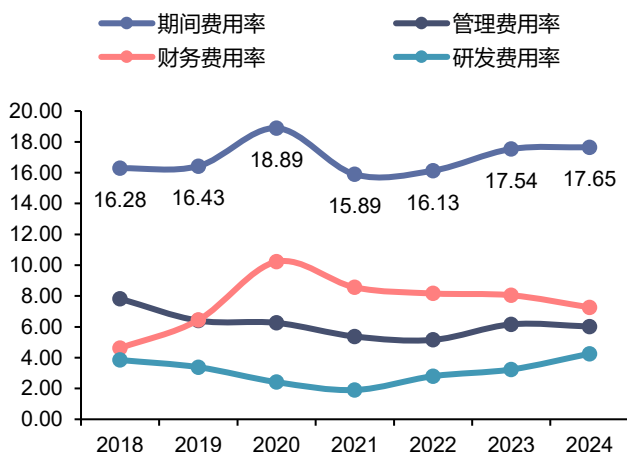
图 8：2018-2024 年旺能环境应收账款情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：应收账款为扣除坏账准备后的账面价值

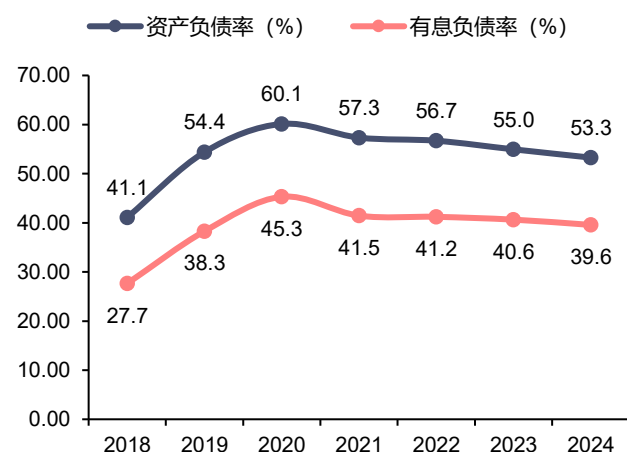
期间费用率稳定在 17% 左右，降本提效促管理费用下降。2017-2020 年公司在建项目逐渐增加，融资规模加大拉高公司财务支出，公司整体的财务费用率维持上升态势，2020 年期间费用率 18.89%，达到近年峰值。2024 年，得益于公司较好的成本控制，例如通过实施“智慧工厂”实现降本增效、深挖供应商资源等手段，公司除研发费用外的期间费用率同比下降 0.95 个 pct。负债方面，公司负债率持续下降，2024 年资产负债率为 53.3%，其中包含可转债 11.58 亿元（截至 2025 年 6 月 30 日），预计 2026 年到期。公司现金流较为充裕，总负债规模有望保持收缩态势。

图 9：2018-2024 年旺能环境期间费用率情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 10：2018-2024 年旺能环境负债率情况

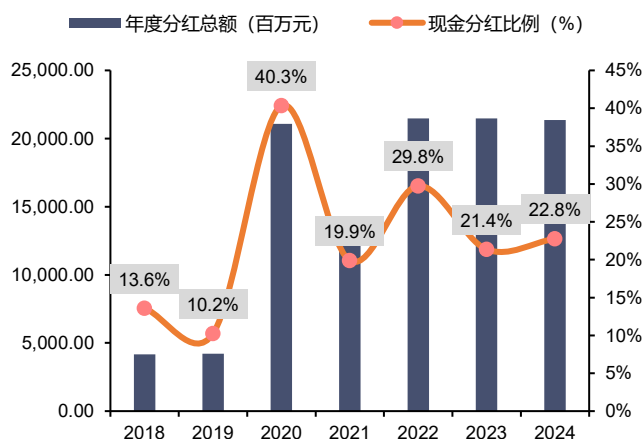


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

24 年两次分红，两次回购彰显公司经营信心。公司 2021-2024 年保持每年 20% 左右分红。2024 年全年实现两次分红，一次回购，其中半年度分红 8590 万元，年底分红 1.28 亿元，2024 年 7 月-11 月累计回购金额 4896 亿元，全年合计现金分红总额 2.63 亿元，现金分红比例 22.8%，2024 年静态股息率为 3.23%。2024 年 12 月，公司公告计划再次进行回购，拟回购金额在 1-2 亿，用于股权激励计划、员工持股计划或可转换公司债券转股，截至 7

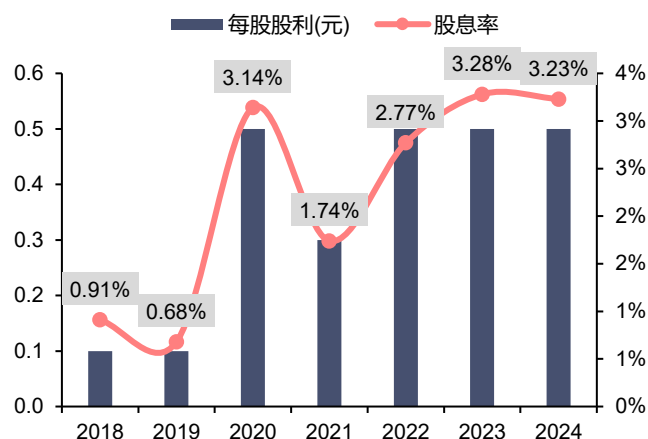
月 31 日，公司累计回购金额 1.5 亿元，连续实施回购体现出股东信心。

图 11：2018 年以来旺能环境分红比例情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 12：2018 年以来旺能环境每股分红与股息率（元/股；%）



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

二、主业经营质量夯实，出海&数据中心协同带来业务新生机

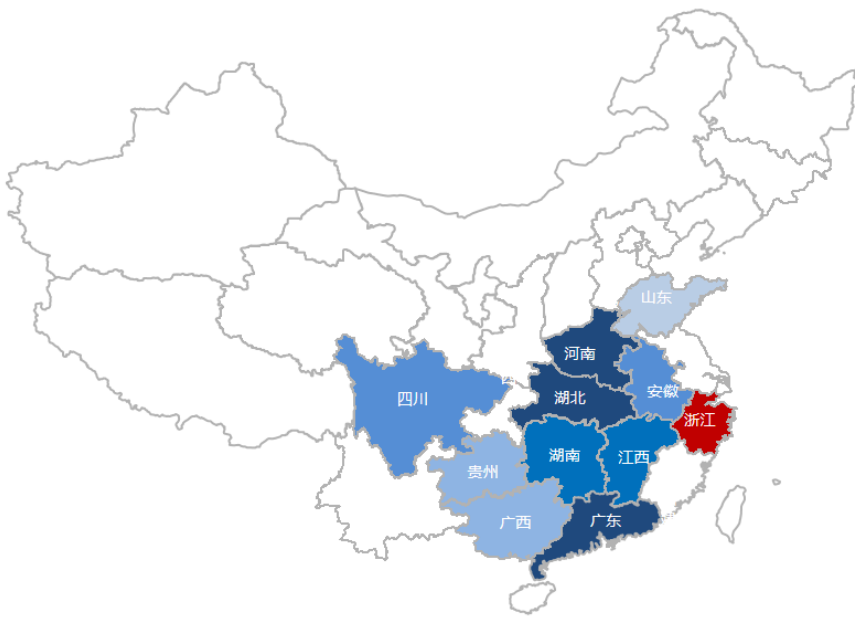
2.1 产能释放叠加提质增效，主业经营进一步夯实

2.1.1 垃圾焚烧发电业务：高产能利用率&提质增效助力实现板块高毛利率

深耕固废行业近二十年，形成“立足浙江，辐射全国”的产能布局。公司主要采用 BOT、BOO 等模式运营全国各地生活垃圾焚烧发电、餐厨垃圾处理、污泥处理项目，连续多年获得全国十大固废运营商称号。公司运营业务主要为垃圾焚烧发电和餐厨垃圾处理。截至 2025Q1 公司在运垃圾焚烧产能 21820 吨/日，筹建安吉改扩建项目 750 吨/日；在运餐厨垃圾产能 2810 吨/日，在建产能 510 吨/日，筹建产能 200 吨/日。从地域来看，产能集中在浙江省，占公司总产能比重超过 40%，并逐步拓展至中部和西部地区。

图 13：垃圾焚烧项目产能分布（截至 2025Q1）

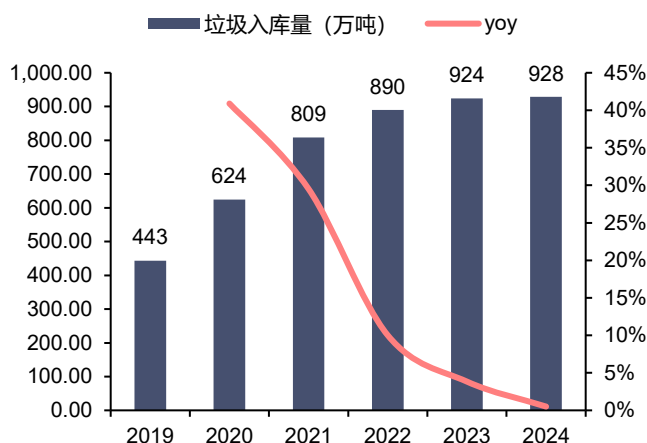
在运产能（吨/日）	
垃圾焚烧产能	餐厨垃圾产能
浙江省：9350 湖北省：3150 河南省：2850 广东省：1520 四川省：1550 安徽省：1500 福建省：700 贵州省：600 广西省：600 合计：21820	浙江省：1460 江苏省：620 河南省：430 安徽省：200 山东省：100 合计：2810
在建产能（吨/日）	
餐厨垃圾：510	
筹建产能（吨/日）	
垃圾焚烧：750 餐厨垃圾：200	



资料来源：IFinD，公司公告，北极星固废网，信达证券研发中心 注：受限于作图版面，中国地图仅为示意图，中国香港、中国澳门、中国台湾、南海诸岛等比例请以官方正式地图为准。

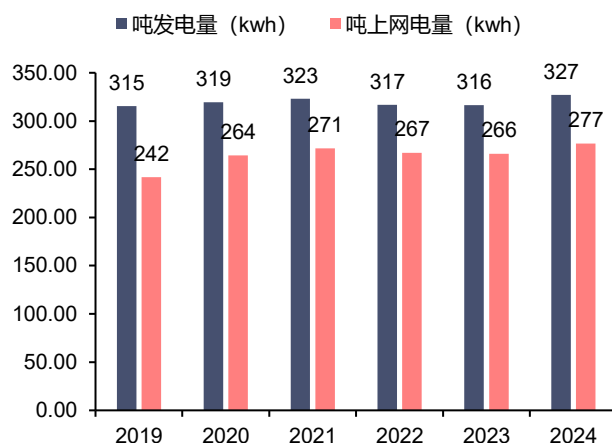
垃圾焚烧发电主业实现产能放量，效率提升。2019-2022 年，伴随公司在建产能加速投产，公司垃圾处理量实现快速增长。2023 年以来投产新项目减少，项目进入稳定运营阶段，2024 年垃圾入库量实现 928 万吨，同比增长 0.5%。公司吨发电量、吨上网电量也呈现增长趋势。新投产的南太湖五期采用超高压再热技术，全厂热效率由 22%提高至 30%，吨垃圾发电量由原来的 350 度提高到 700 度，达到行业领先水平，带动 2024 年吨发电量同比提升 3.4%、吨上网电量同比提升 4%。

图 14：2019-2024 年旺能环境垃圾入库量情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

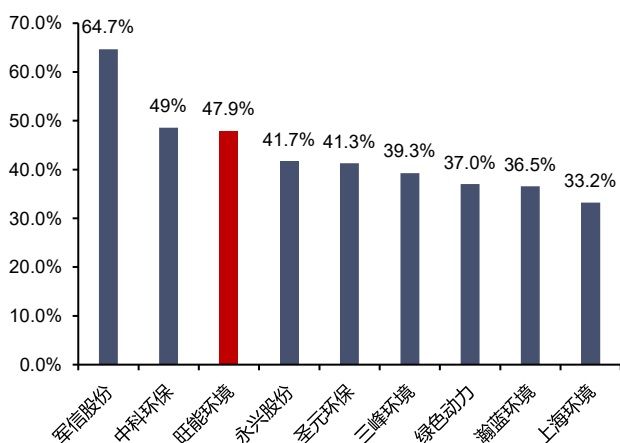
图 15：2019-2024 年旺能环境吨发电量、吨上网电量情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

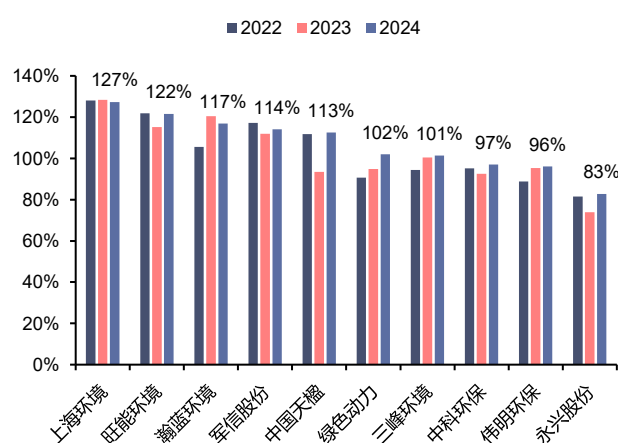
公司垃圾焚烧业务毛利率高，主要得益于几乎满产的产能利用率。2024 年旺能环境垃圾焚烧业务毛利率 48%，在可比公司中处于领先水平，高于行业 43.4% 的平均值。我们认为这主要得益于较高的产能利用率。公司在运产能几乎满产，根据一年运行 350 天进行计算，公司 2022-2024 年产能利用率均保持在 120% 左右，处在行业前列，支撑公司实现较高毛利率。

图 16：2024 年可比公司垃圾焚烧业务毛利率



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

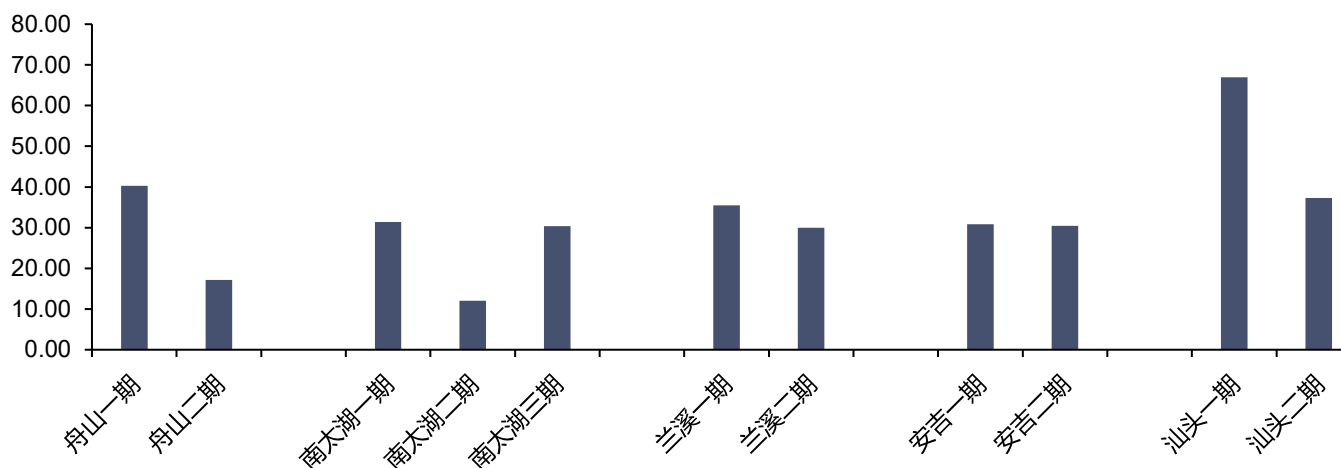
图 17：2022-2024 年可比公司产能利用率



资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：按一年运行 350 天进行计算

公司主要项目二期的单位产能投资额均小于一期，有效提增整体项目的盈利水平。2018 年来公司多个二期三期以及扩建项目投产，由于续建项目部分可以与一期共用土地、公用设施，单位产能投资额大多远低于一期项目。公司在运产能中有 36.5% 为续建项目，低投资成本+成熟运营经验+规模效应支撑公司保持较高盈利能力。

图 18：公司项目扩产吨投资额（万元/吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

BOO 模式经营永续性强，公司以 BOO 项目模式为主，产能占比超过 60%。BOO 模式下企业拥有项目的所有权，在项目到期后无需无偿移交政府，一般政府会延长经营期或补偿收回，相较于 BOT 模式到期无偿移交，经营久期更长。截至 2024 年，公司 BOO 模式项目产能为 13400 吨/日，占总产能比重 61.4%，体现公司项目经营的永续性和稳定性更强。

表 1：不同特许经营权模式特点对比

项目	BOT 模式	BOO 模式
授予	与政府有关部门签订特许经营协议，准许在协议规定的特许经营期限、有效区域范围以及项目处理规模内建设、运营垃圾焚烧发电项目及污泥处置项目	
建设运营	企业自行筹措资金进行建设，项目建成后通过为政府部门处理生活垃圾、污泥等获得垃圾处理收入；通过向电网销售电力及向用户供热，获得电力和供热销售收入	
到期后处置	仅拥有项目的运营权，在特许经营期到期之后，将项目维持在特定的可供服务水平或将其恢复至特定的条件下，无偿移交给政府	拥有项目的所有权，在特许经营期到期之后， 无需无偿移交政府 ，一般情况下，政府有关部门在特许经营权到期时，会以延长项目的经营期或价值补偿等方式收回垃圾焚烧发电项目的所有权

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

项目调价较为频繁，保障合理收益率。特许经营权协议一般约定，当影响盈利的关键因素如上网电价、物价水平、政策补贴等有较大变动时，可以与地方政府协商调整垃圾处理费，维持合理回报。2022 年以来公司大范围项目纷纷实现调价，2024 年公司通过垃圾处理费调价、炉渣出售调价，实现年度增效 1407.09 万元。

表 2：2022 年以来，公司项目调价情况

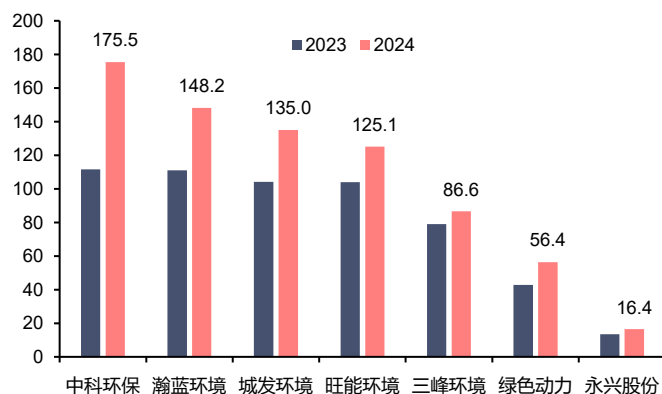
项目	调价时间	调价前 (元/吨)	调价后 (元/吨)	增幅
台州污泥	2022	100	290	190%
南太湖环保		100	155	55%
长葛旺能		60	80	33%
襄城旺能		60	80	33%
监利旺能	2023	58	68	17%
台州旺能		83	103	24%
攀枝花旺能		38.49	42.55	11%
台州项目	2024	83	103	24%

德清污泥		180	260	44%
监利炉渣		20	24	20%
丽水炉渣		8	15	88%
安吉炉渣		15	18	20%
青田炉渣		5.1	8	57%
禹州旺能	2025Q1	60	80	33%
汕头旺能		72	88	22%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

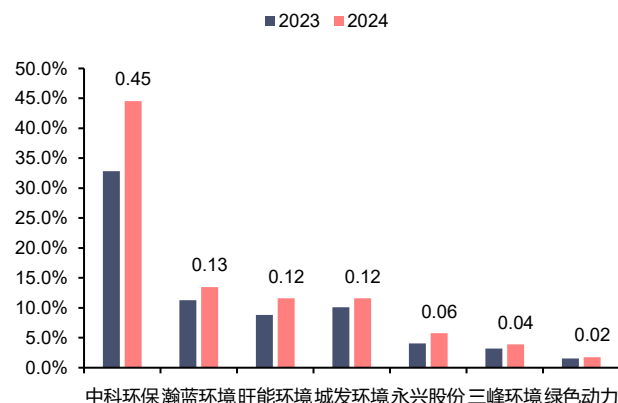
积极拓展供热业务，对项目收益形成一定补充。截至 2024 年底，公司共有 14 个项目实现对外供热，合计供热量为 125.12 万吨。在行业中供热规模较为靠前。从供热比例来看，中科环保从 2010 年开始就布局热电联产业务，吨垃圾蒸汽量处于行业领先地位。2024 年旺能环境吨垃圾蒸汽量为 0.12 吨，仍有进一步的扩大空间，公司未来也将努力探索将电厂的热能与城市普通居民和商业企业用户的供热供冷市场有机结合，实现电厂热能再利用。

图 19：部分垃圾焚烧企业供热量情况（万吨）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 20：部分垃圾焚烧企业供热比例（供热量/垃圾处理量）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

2.1.2 餐厨垃圾业务：发展势头较好，为公司业绩提供有效补充

2017 年以来公司抓住机遇，大力拓展餐厨垃圾业务。公司现有餐厨垃圾多依托生活垃圾焚烧项目，即将餐厨垃圾破碎后的余渣转运至就近的生活垃圾焚烧发电厂焚烧处理，以实现协同发展并提高经济效益。截至 2024 年末，公司已经在浙江、安徽等六个省份布局餐厨垃圾处置业务，目前已经建成运营项目 2810 吨/日，在建项目 510 吨/日，筹建项目 200 吨/日。2025 年 7 月，公司新增洛阳餐厨垃圾技改项目，扩建产能 200 吨/天，为餐厨业务规模稳定增长提供长期储备。

表 3：公司餐厨垃圾项目产能梳理（截至 2024 年底）

餐厨垃圾在运项目			
项目名称	项目地区	产能规模（吨/日）	类型
舟山餐厨项目	浙江	100	BOO
湖州餐厨项目	浙江	700	BOO
丽水餐厨项目	浙江	100	PPP（BOT）
安吉餐厨项目	浙江	200	BOO
荥阳餐厨项目	河南	140	BOT
邹城餐厨项目	山东	100	PPP（BOT）
洛阳餐厨项目	河南	230	PPP（BOT）

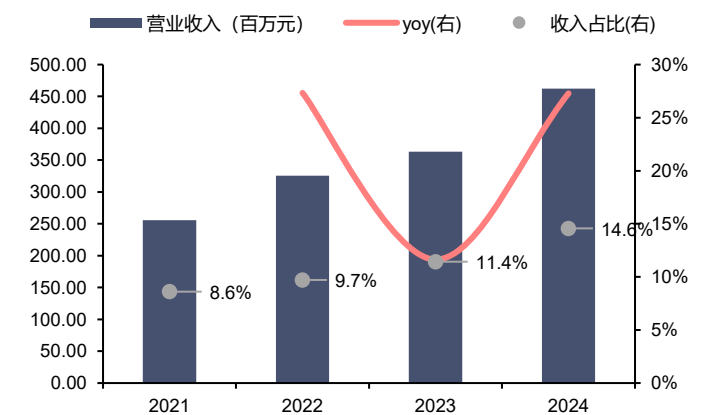
蚌埠餐厨项目	安徽	200	BOT
德清餐厨项目	浙江	100	BOO
青田餐厨项目	浙江	80	PPP (BOT)
鹿邑餐厨项目	河南	60	BOT
兰溪餐厨项目	浙江	80	BOT
苏州华益洁	江苏	620	
德清餐厨二期		100	
合计		2810	
餐厨垃圾在建项目			
项目名称	项目地区	产能规模 (吨/日)	类型
台州餐厨		400	
监利餐厨		110	
合计		510	
餐厨垃圾筹建项目			
项目名称	项目地区	产能规模 (吨/日)	类型
舟山餐厨二期		200	
合计		200	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

餐厨业务发展势头良好，年复合增速约 20%，贡献约 15% 收入。2021-2024 年公司餐厨垃圾业务收入年复合增长率为 22%，占公司总收入比例提升至 14.6%。2024 年贡献归母净利润 6659.60 万元，占比约 11.9%，毛利率稳定在 30% 左右。未来伴随垃圾分类的推进，以及公司在建产能投产，公司餐厨板块有望获得进一步增长。

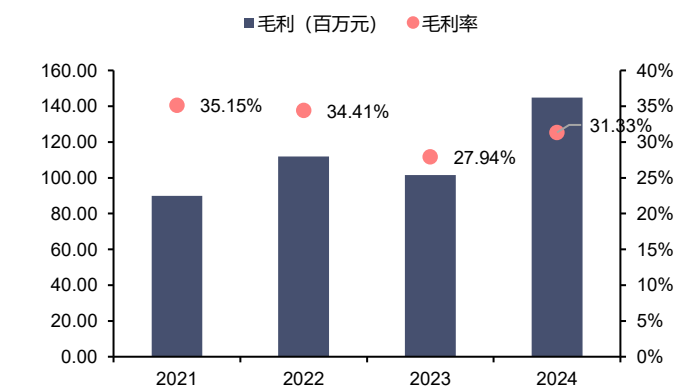
业务模式上，正在向轻资产服务方向延伸。公司持续探索产业链延伸，积极拓展“EPC+O”第三方托管运营，依托阿里智慧焚烧系统等数字化技术，实现运营降本增效，快速抢占市场。2024 年 7 月，公司中标三门峡餐厨垃圾委托运营项目，负责区域餐厨垃圾和废弃油脂的收运和处置。

图 21：2021-2024 年公司餐厨垃圾业务收入规模及占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 22：2021-2024 年公司餐厨垃圾毛利及毛利率水平



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.1.3 再生橡胶业务：经营向好，24 年实现减亏

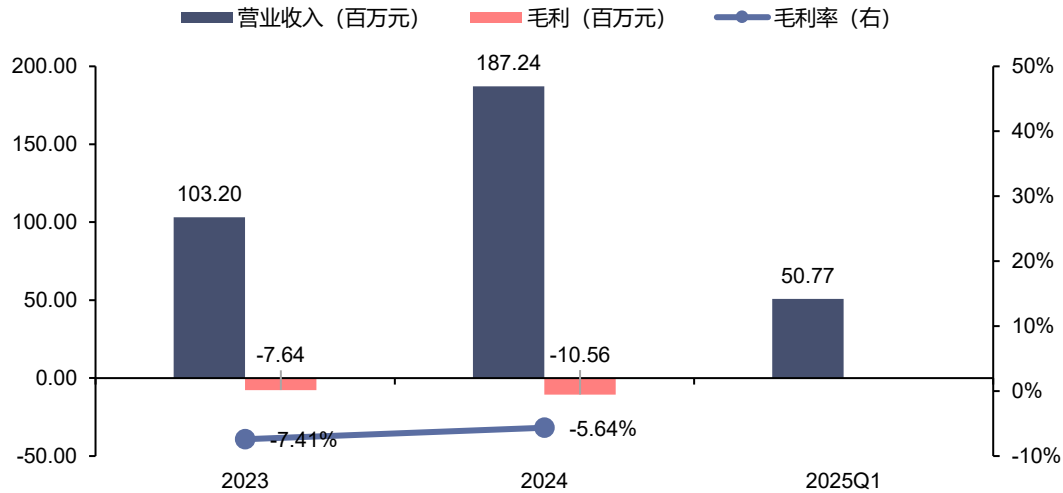
收购南通回力，拓展再生板块业务。2022 年 7 月和 2023 年 1 月，公司分别以人民币 3.3 亿元和 5590 万元收购南通回力 77% 和 13% 的股权，目前持有南通回力 90% 股权。南通回力是目前国内规模最大的再生胶生产企业，也是全球最具品牌影响力的废旧轮胎综合处置服务商之一，产品销售网络覆盖全国，被多家国际轮胎巨头列为合格供应商，产品远销欧洲、美洲、亚太及非洲等地区。

产能利用率制约盈利释放，2024 年已经实现减亏。2024 年公司再生胶产能 9 万吨/年，产

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 13

量 36076 吨，实现营业收入 1.87 亿元，同比增长 81.18%，毛利率为-5.64%，归母亏损 3681 万元。增收不增利主要由于（1）产能利用率低。2023 年因为主厂房搬迁停产后，客户有所流失，客户回流较慢导致产能利用率不足。伴随着产能和客源的恢复，2024 年已经实现进一步减亏。（2）行业竞争格局不佳。小作坊低价竞争导致竞争恶化。

图 23：公司再生橡胶板块收入及盈利情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

再生橡胶在国内发展空间大，收购有望加强美欣达集团内部业务协同。中国橡胶资源相对短缺，每年 70%以上的天然橡胶和 40%以上的合成橡胶依赖进口。同时，伴随汽车保有量增加，废旧轮胎处理需求旺盛，生产再生胶作为处理废旧轮胎的主要方式，面临较大的市场空间。此外，再生橡胶业务有望和美欣达集团旗下汽车拆解板块形成有效协同，提升综合竞争力。

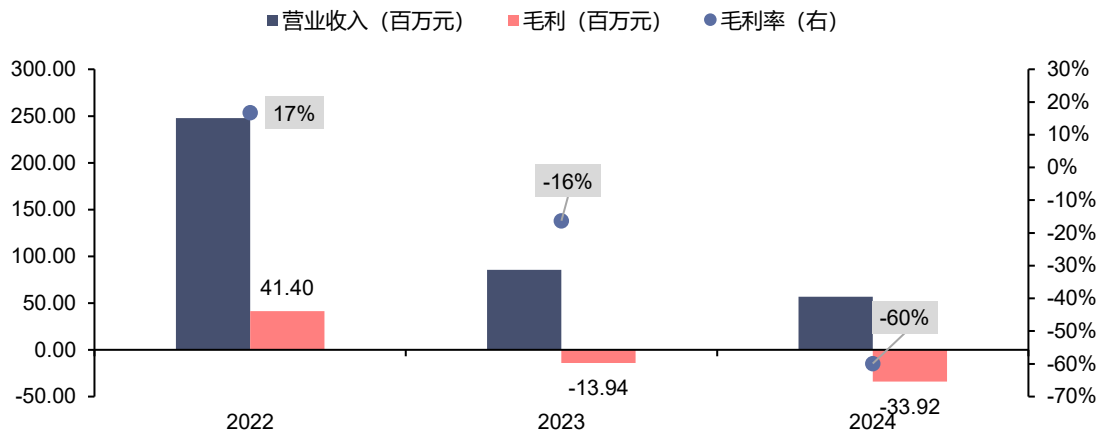
通过加强运营及产能爬坡，公司再生橡胶板块有望向好。公司表示未来将通过三方面来优化运营：(1) 销售端：改组团队，通过分区考核激励方式，强化华东、华南、华西市场；(2) 成本端：布局国内外回收渠道，争取碳足迹认证溢价；(3) 技术端：深化定制化生产以满足轮胎厂商需求，目标实现扭亏为盈。我们认为南通回力作为行业内规模最大的企业，有望伴随行业规范程度提升以及集中度提高，实现经营情况的逐步向好。

2.1.4 锂电回收业务：受市场环境影响经营不佳，未来或进行剥离

2022 年 1 月，公司以 9450 万元收购立鑫新材料 60%股权，正式布局新能源锂电材料循环利用产业，公司采用回收代加工模式，在上游与国内动力电池生产头部企业合作回收废旧电池，对其提纯后将产出的钴镍锂等电池材料出售。

锂电回收市场低迷，板块连续亏损及减值拖累业绩。由于我国动力电池退役量未达到预期规模，锂电回收市场产能过剩。2024 年公司废电池再生业务营业收入 5662 万元，同比下降 33.9%。亏损规模继续扩大，毛利亏损 3392 万元，毛利率-60%，归母亏损 1.08 亿元。其中 2024 年公司对立鑫子公司的房屋建筑物和设备计提固定资产减值 5615 万元、对原材料计提存货跌价减值 417 万元，对当年的业绩形成一定拖累。未来公司将对锂电回收业务采取出售、关停、破产等措施，我们预计亏损对公司长期发展影响有限。

图 24：公司锂电回收板块收入及盈利情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2 探索垃圾焚烧+IDC 新模式，出海战略稳步推进

2.2.1 数据中心协同：南太湖完成“零碳智算中心”备案

绿电直连政策发布，为垃圾焚烧发电与数据中心协同提供政策支撑。5 月 21 日，国家发改委、国家能源局联合印发《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》，政策首次明确绿电直连的定义，并提出新增负荷可直接配套建设新能源项目，存量负荷也有机会参与绿电直连。绿电直连政策有助于优化电网调配机制，推动新能源发电和数据中心直接对接，为垃圾焚烧发电与数据中心进行用能与节能方面的协同提供政策上的支撑。

垃圾焚烧发电企业与数据中心协同实现双赢：

- ✓ 对数据中心：垃圾焚烧发电的年利用小时普遍超过 6000 小时，由于生活垃圾产生量受季节波动影响较小，焚烧发电的电力输入稳定性显著优于风、光等间歇性能源。这一特性与 IDC 对电力供应稳定性的高要求相匹配，使垃圾焚烧发电成为 IDC 电力直供的优选方案。同时，垃圾焚烧项目多分布于城市生活区边缘，与人口密集区域的距离既能降低垃圾运输成本，又便于配套建设计算中心。区域优势可有效减少算力调用时延，满足城市级实时数据处理需求，同时避免与城市扩张产生用地冲突。
- ✓ 对垃圾焚烧企业：盈利方面，垃圾焚烧企业向 IDC 供电，可通过长期协议锁定稳定收益，同时利用余热资源降低供冷成本，形成“发电+供冷”的复合收入模式。现金流方面，IDC 业务介入后企业的商业模式从 ToG 转向 ToB，相比于政府补贴，IDC 客户的付款周期更短、确定性更高有助于减少减值风险，减少对国补等政府性支付延迟的依赖，市场化的供电、供冷服务能够改善现金流结构。

公司已于 2025 年 3 月 4 日完成了湖州“零碳智算中心”备案审批，为后续建设奠定了政策基础。目前，项目正处于客户对接的关键阶段。通过使用可再生能源和高效的冷却系统，该中心预计将实现低碳运营，为客户提供更加环保的算力服务。

2.2.2 出海拓展：泰国&越南市场两地开花

中国澳门

中国澳门**落地餐厨垃圾项目**。2024 年 5 月，子公司旺能环保联合方环境、中铁一局、澳马建筑（旺能环保占比 40%）与中国澳门政府签署协议，通过“EPC+O”的方式在中国澳门建设有机资源回收中心，项目设计和建设金额 11.47 亿澳门元，经营批给金额 7.2 亿澳门元。项目设计日处理 150 吨厨余垃圾、230 立方米厕所废水和 190 立方米油脂废水。公司中国澳门项目的成功签署，体现在固废领域的专业化实力和丰富经验，标志全球化产能布局再进一步。

泰国

泰国**EP+项目落地，海外拓展垃圾焚烧项目**。2024 年 9 月，公司与 SPNS、SPNK 公司签署合同，由旺能环保为泰国呵叻府 NONGSARAI 9.9 MW 和 NAKLANG 9.9 MW 的两座城市生活垃圾焚烧发电厂项目提供设备、安装、测试等服务。合同金额合计 3.94 亿元，标志公司首个海外垃圾发电 EP+安装项目落地。

越南

越南**市场签订首个垃圾焚烧项目**。2024 年 8 月公司越南河内办事处成立，标志公司出海迈入新阶段。2025 年 6 月，公司与越南太平省签署《生活固体废物处理服务原则性合同》，由旺能环境与 Dragonventures 投资开发股份公司共同作为投资方，在越南太平省太瑞县建设生活垃圾处理项目，规模不低于 600 吨/日。项目暂定垃圾处理单价约 150 元/吨，项目建成后年实现处理垃圾约 219000 吨，年绿色发电约 1.2 亿千瓦时。

图 25：越南项目开工仪式



资料来源：旺能环境公众号，信达证券研发中心

图 26：公司越南太平项目效果图



资料来源：旺能环境公众号，信达证券研发中心

三、盈利预测

盈利假设:

- 1、垃圾焚烧发电板块: 公司目前在运产能 21820 吨/日, 筹建安吉扩建 750 吨/日, 我们预计扩建项目于 2026 年实现投产; 同时考虑产能投产后的爬坡阶段, 我们预测 2025-2027 年公司垃圾入库量为 916.4/924.2/947.9 万吨; 由于公司机组技术进步驱动发电效率提升, 我们预测 2025-2027 年公司吨发电量年增速分别为 3%/1.5%/1%、吨上网电量为 3.2%/1.7%/1.5%。毛利率保持在 47.5% 的水平。
- 2、餐厨垃圾板块: 公司目前在运餐厨垃圾产能 2810 吨/日, 在建及筹建产能 710 吨/日。我们预测 2025-2027 年伴随产能陆续投产, 餐厨垃圾板块收入增速为 15%/10%/10%, 毛利率稳定在 28%。
- 3、污泥处置板块: 2024 年德清污泥项目实现调价, 我们假设公司污泥处理项目尚存调价空间, 我们预测 2025-2027 年收入增速在年均 5%, 毛利率稳定在 20% 水平。
- 4、再生资源板块: **(1) 再生橡胶:** 南通回力是目前国内规模最大的再生胶生产企业, 再生橡胶在国内仍有较大需求空间; 同时, 公司通过加强运营及产能爬坡, 板块毛利有望向好。我们预测 2025-2027 年收入增速在 30%, 毛利率为 -3%/-2%/2%。**(2) 锂电池回收:** 由于锂电回收市场产能过剩, 公司计划对锂电回收业务采取关闭措施, 我们预测 25 年或存小规模亏损, 26、27 年关闭业务, 收入为零。

表 4: 旺能环境分板块营收预测

业绩预测					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3177.6	3173.0	3297.1	3405.7	3631.4
营业总成本 (百万元)	1991.1	1950.2	2011.8	2093.0	2255.2
毛利 (百万元)	1186.5	1222.8	1285.3	1312.7	1376.2
毛利率	37.3%	38.5%	39.0%	38.5%	37.9%
垃圾焚烧发电					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2217.8	2296.0	2383.1	2379.5	2445.6
yoy	5.3%	3.5%	3.8%	-0.1%	2.8%
毛利 (百万元)	1060.7	1099.5	1132.0	1130.3	1161.7
yoy	3.8%	3.7%	3.0%	-0.1%	2.8%
毛利率 (%)	47.8%	47.9%	47.5%	47.5%	47.5%
垃圾焚烧处理量 (万吨)	923.7	928.4	939.4	924.2	947.9
发电量 (亿度)	29.22	30.36	31.65	31.60	32.74
上网电量 (亿度)	24.57	25.68	26.81	26.83	27.93
吨发电量 (度)	316.29	327.08	336.89	341.94	345.36
吨上网电量 (度)	24.57	25.68	26.81	26.83	27.93
餐厨垃圾运营					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	363.20	462.31	531.66	584.82	643.30
yoy	11.6%	27.3%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利 (百万元)	101.48	144.84	148.86	163.75	180.13
yoy	-9.3%	42.7%	2.8%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	27.9%	31.3%	28.0%	28.0%	28.0%
污泥处置					

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	110.47	113.27	118.93	124.88	131.12
yoy	9.9%	2.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利（百万元）	45.87	22.93	23.79	24.98	26.22
yoy	6.4%	-50.0%	3.7%	5.0%	5.0%
毛利率（%）	41.5%	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%
再生橡胶业务					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	103.20	187.24	243.42	316.44	411.38
yoy	506.7%	81.4%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利（百万元）	-7.64	-10.56	-7.30	-6.33	8.23
yoy	0.0%	38.1%	-30.8%	-13.3%	-230.0%
毛利率（%）	-7.4%	-5.6%	-3.0%	-2.0%	2.0%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

伴随公司在建产能陆续投产，公司收入有望呈现小幅增长。我们预测 2025-2027 年，公司营业收入为 32.39 亿元、34.06 亿元、36.31 亿元；归母净利润为 6.94 亿元、7.6 亿元、8.09 亿元；

我们选取行业可比公司，分别为地处国家算力中心枢纽的，且积极进行数据中心协同的永兴股份，以及在海外进行产能拓展和设备出口的公司，如瀚蓝环境、三峰环境、伟明环保。截至 8 月 22 日，2025-2027 年行业可比公司 PE 平均值为 12.35x、11.34x、10.52x，高于旺能环境估值。旺能环境作为浙江省固废龙头公司，项目运营经验丰富，国内及海外产能存扩张空间。同时公司南太湖完成“零碳智算中心”备案，意味着在监管层面取得较大进展，未来与数据中心协同事项进展可期，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 5：可比公司估值表

公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE (x)				PB (x)	股息率 (%)
		2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E		
永兴股份*	143.10	8.21	9.32	10.60	11.83	16.86	14.85	13.05	11.70	1.34	3.77
瀚蓝环境*	215.74	16.64	16.80	17.06	17.65	9.88	12.84	12.66	12.25	1.56	3.02
三峰环境	143.12	11.68	12.56	13.20	14.11	12.28	11.41	10.84	10.19	1.23	2.86
伟明环保	331.03	27.04	32.17	37.59	41.85	13.64	10.30	8.81	7.93	2.38	2.47
平均值						13.17	12.35	11.34	10.52	1.63	
旺能环境*	78.94	5.61	6.94	7.60	8.09	13.86	11.38	10.39	9.75	1.17	2.75

资料来源：iFinD，信达证券研发中心 注：截止至 2025.8.22；*盈利预测为信达证券研发中心预测，其他公司参考同花顺一致预期

四、风险提示

- 1、产能推进不及预期。公司在国内及海外均有在建/筹建产能，若工期延长导致投产时间之后，可能对公司盈利有一定影响。
- 2、与数据中心合作达成存在不确定性。垃圾焚烧发电与数据中心合作仍在探索阶段，需要政府、数据中心、电厂三方合作，最终合作形式与成果存在不确定性。
- 3、应收账款回收风险。公司应收款主要来自地方政府，受到地方财政情况影响较为明显。存在应规模扩大、账期延长或不能按期收回的风险，对公司现金流和经营业绩造成负面影响；

4、公用事业价格市场化改革进度缓慢。水价、气价、垃圾处理费向下游用户端进行成本疏导为改革趋势，但调价的流程一般较长，且可能存在舆论压力，价格的调整的时间及幅度存在不确定性。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
流动资产	2,092	2,438	2,626	2,947	3,436
货币资金	411	676	807	871	1,101
应收票据	0	1	0	1	0
应收账款	1,194	1,243	1,236	1,532	1,636
预付账款	14	24	19	23	23
存货	115	79	131	59	191
其他	358	416	434	461	485
非流动资产	12,421	12,042	12,351	12,533	12,403
长期股权投资	40	44	49	51	151
固定资产(合计)	5,374	5,664	5,769	5,760	5,642
无形资产	6,156	5,834	6,034	6,234	6,134
其他	850	501	499	488	476
资产总计	14,513	14,480	14,977	15,480	15,839
流动负债	2,326	2,360	2,693	2,840	2,811
短期借款	177	275	333	411	478
应付票据	2	15	7	16	9
应付账款	1,246	1,052	1,260	1,298	1,207
其他	901	1,019	1,093	1,116	1,116
非流动负债	5,657	5,353	5,192	5,031	4,870
长期借款	3,872	3,542	3,342	3,142	2,942
其他	1,785	1,811	1,850	1,889	1,928
负债合计	7,983	7,714	7,886	7,872	7,681
少数股东权益	95	84	70	55	38
归属母公司股东权益	6,435	6,682	7,021	7,553	8,120
负债和股东权益	14,513	14,480	14,977	15,480	15,839

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
营业总收入	3,178	3,173	3,239	3,406	3,631
同比(%)	-5.1%	-0.2%	2.1%	5.1%	6.6%
归属母公司净利润	602	561	694	760	809
同比(%)	-17.2%	-6.9%	23.6%	9.5%	6.6%
毛利率(%)	37.3%	38.5%	38.8%	38.5%	37.9%
ROE%	9.4%	8.4%	9.9%	10.1%	10.0%
EPS(摊薄)(元)	1.39	1.29	1.60	1.75	1.87
P/E	13.10	14.07	11.38	10.39	9.75
P/B	1.23	1.18	1.12	1.05	0.97
EV/EBITDA	7.59	6.85	8.66	8.07	7.11

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
营业总收入	3,178	3,173	3,239	3,406	3,631
营业成本	1,991	1,950	1,981	2,093	2,255
营业税金及附加	49	71	73	76	82
销售费用	4	3	4	4	4
管理费用	196	191	197	206	221
研发费用	103	135	146	149	161
财务费用	256	231	162	158	154
减值损失合计	-93	-66	-30	-10	0
投资净收益	3	13	8	11	10
其他	140	119	139	156	169
营业利润	630	658	792	876	934
营业外收支	-1	-13	6	-3	-3
利润总额	629	645	798	874	931
所得税	69	96	118	130	138
净利润	560	549	679	744	793
少数股东损益	-42	-11	-14	-16	-17
归属母公司净利润	602	561	694	760	809
EBITDA	1,587	1,701	1,480	1,567	1,731
EPS(当年)(元)	1.40	1.31	1.60	1.75	1.87

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
经营活动现金流	1,259	1,596	1,459	1,264	1,251
净利润	560	549	679	744	793
折旧摊销	690	755	506	520	629
财务费用	260	234	171	167	165
投资损失	-3	-13	-8	-11	-10
营运资金变动	-355	-59	41	-207	-366
其它	107	130	70	51	41
投资活动现金流	-1,006	-621	-807	-702	-501
资本支出	-984	-623	-810	-711	-411
长期投资	-36	0	-5	-2	-100
其他	14	2	9	11	10
筹资活动现金流	-713	-714	-522	-499	-521
吸收投资	9	1	-147	0	0
借款	-151	-231	-142	-122	-132
支付利息或股息	-511	-386	-379	-395	-407
现金流净增加额	-459	254	131	64	230

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作，现任信达证券研发中心负责人。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。