

➤ **事件概述：**10月25日，公司发布2023年三季报，2023年前三季度实现营业收入3.51亿元，同比下降28.57%；归母净利润0.23亿元，同比下降67.28%；扣非归母净利润0.22亿元，同比下降65.28%。3Q23，公司实现营业收入0.50亿元，同比下降77.96%；归母净利润-0.24亿元，同比盈转亏；扣非归母净利润-0.20亿元，同比盈转亏。

➤ **地方财政压力导致业绩短期承压：**2022年、2023年，受地方财政压力较大、资金面紧张等影响，公司应收账款回款周期普遍延长，同时部分重点跟踪项目招标进度迟滞，进而导致公司业绩出现下滑。三季度公司计提信用减值损失2429.26万元，主要由于上海泰和项目应收账款账龄由2-3年滚动至3年以上，坏账计提比例由30%变为100%。该项目是上海市重大工程项目，业主方为上海城投，偿付能力较优，如果未来款项拨付，则此次计提的减值有望冲回。另外，受地方财政影响，公司部分项目实施、验收进度延后，收入确认进度不及预期。考虑到近期从中央到地方的一系列财政政策，公司老项目回款及新项目推进有望显著改善。

➤ **股权激励，彰显长期发展信心：**9月11日，公司发布《股票激励计划（草案）》，拟向激励对象授予183.45万股（总股本1.80%）限制性股票激励，授予价格为10.00元/股（除权除息前）。以2020-2022年毛利润平均值或净利润平均值为业绩基数，激励计划各年度公司层面业绩考核目标为2023年、2023~2024年、2023~2025年毛利润平均值增长率分别为48%、52%、56%；净利润平均值增长率分别为48%、50%、54%。

➤ **布局碳资产、氢储运，探寻业绩增长点：**CCER逐步开启，公司旗下捷碳科技业务涵盖碳咨询、碳资产开发与交易，已深度参与鄂尔多斯市林草碳汇项目及地方工业领域碳达峰课题研究，未来有望受益。依靠北京铂陆氢储运技术，公司在研城镇污水厂“制氢-储氢-热电联供”全链条中试项目，利用沼气高效制取氢气、储存及应用氢气，提高城镇污水厂可再生能源利用效率。

➤ **投资建议：**受地方财政压力影响，公司业绩短期承压；股权激励提升员工积极性，彰显长期发展信心；依托控、参股子公司捷碳、铂陆，前瞻布局“双碳”、“氢能”两大潜力产业。结合公司经营情况，调整对公司的盈利预测，预计23/24/25年EPS分别为0.28/0.67/0.87元/股（前值0.75/0.97/1.22元/股，除息除权后），对应2023年10月25日收盘价PE分别为52/21/16倍。考虑到近期财政政策，公司新、老项目均有望改善，“双碳”、“氢能”布局或贡献增量，给予2024年24.0倍PE，目标价16.08元/股，维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业政策风险；原材料价格波动；行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 789 | 404 | 498 | 603 |
| 增长率（%） | 152.2 | -48.8 | 23.1 | 21.2 |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 115 | 41 | 99 | 129 |
| 增长率（%） | 78.6 | -64.7 | 143.8 | 29.9 |
| 每股收益（元） | 0.78 | 0.28 | 0.67 | 0.87 |
| PE | 18 | 52 | 21 | 16 |
| PB | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年10月25日收盘价）

谨慎推荐
维持评级
当前价格：
14.26元
目标价：
16.08元

分析师 严家源

执业证书：S0100521100007

邮箱：yanjiayuan@mszq.com

研究助理 尚硕

执业证书：S0100122030008

邮箱：shangshuo@mszq.com

相关研究

1.复洁环保 (688335.SH) 2023 年中报点评：
设备应用场景打开，碳资产、氢储运业务值期待-2023/08/19

2.复洁环保 (688335.SH) 2023 年半年度业绩快报点评：主业进展顺利，氢储运、碳资产业务加速推进-2023/08/05

3.复洁环保 (688335.SH) 事件点评：氢能主体有望落地上海，积极布局双碳领域-2023/07/12

4.复洁环保 (688335.SH) 首次覆盖报告：夯实主业、放眼氢能，打造节能降碳综合平台-2023/05/05

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业总收入 | 789 | 404 | 498 | 603 |
| 营业成本 | 544 | 273 | 328 | 398 |
| 营业税金及附加 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 销售费用 | 12 | 12 | 15 | 18 |
| 管理费用 | 43 | 28 | 35 | 42 |
| 研发费用 | 32 | 24 | 30 | 36 |
| EBIT | 129 | 42 | 103 | 136 |
| 财务费用 | -4 | -10 | -6 | -6 |
| 资产减值损失 | -11 | -9 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 8 | 4 | 5 | 6 |
| 营业利润 | 133 | 47 | 114 | 148 |
| 营业外收支 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 132 | 47 | 114 | 148 |
| 所得税 | 18 | 6 | 15 | 19 |
| 净利润 | 114 | 41 | 99 | 129 |
| 归属于母公司净利润 | 115 | 41 | 99 | 129 |
| EBITDA | 194 | 109 | 205 | 239 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 850 | 557 | 565 | 655 |
| 应收账款及票据 | 138 | 80 | 130 | 157 |
| 预付款项 | 9 | 8 | 10 | 12 |
| 存货 | 82 | 51 | 72 | 87 |
| 其他流动资产 | 161 | 525 | 545 | 568 |
| 流动资产合计 | 1,240 | 1,221 | 1,322 | 1,480 |
| 长期股权投资 | 0 | 7 | 7 | 7 |
| 固定资产 | 117 | 52 | 95 | 108 |
| 无形资产 | 47 | 47 | 47 | 47 |
| 非流动资产合计 | 305 | 351 | 366 | 355 |
| 资产合计 | 1,544 | 1,572 | 1,687 | 1,835 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 225 | 112 | 135 | 164 |
| 其他流动负债 | 76 | 68 | 73 | 89 |
| 流动负债合计 | 301 | 180 | 208 | 253 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 14 | 160 | 162 | 169 |
| 非流动负债合计 | 14 | 160 | 162 | 169 |
| 负债合计 | 315 | 341 | 370 | 422 |
| 股本 | 102 | 148 | 148 | 148 |
| 少数股东权益 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 股东权益合计 | 1,229 | 1,232 | 1,317 | 1,413 |
| 负债和股东权益合计 | 1,544 | 1,572 | 1,687 | 1,835 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|------------|-------------|------------|------------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 152.21 | -48.79 | 23.11 | 21.21 |
| EBIT 增长率 | 148.10 | -67.49 | 145.65 | 32.22 |
| 净利润增长率 | 78.63 | -64.70 | 143.78 | 29.90 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 31.14 | 32.43 | 34.07 | 33.95 |
| 净利润率 | 14.61 | 10.07 | 19.94 | 21.37 |
| 总资产收益率 ROA | 7.47 | 2.59 | 5.88 | 7.03 |
| 净资产收益率 ROE | 9.44 | 3.33 | 7.58 | 9.17 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 4.12 | 6.77 | 6.35 | 5.85 |
| 速动比率 | 3.32 | 5.73 | 5.25 | 4.80 |
| 现金比率 | 2.82 | 3.09 | 2.71 | 2.59 |
| 资产负债率 (%) | 20.41 | 21.66 | 21.94 | 23.01 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 60.28 | 90.00 | 90.00 | 90.00 |
| 存货周转天数 | 54.94 | 80.00 | 80.00 | 80.00 |
| 总资产周转率 | 0.54 | 0.26 | 0.31 | 0.34 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.78 | 0.28 | 0.67 | 0.87 |
| 每股净资产 | 8.27 | 8.29 | 8.87 | 9.51 |
| 每股经营现金流 | 1.11 | 0.62 | 0.95 | 1.38 |
| 每股股利 | 0.38 | 0.09 | 0.23 | 0.29 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 18 | 52 | 21 | 16 |
| PB | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 9.37 | 16.69 | 8.85 | 7.59 |
| 股息收益率 (%) | 2.66 | 0.65 | 1.58 | 2.05 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 净利润 | 114 | 41 | 99 | 129 |
| 折旧和摊销 | 65 | 67 | 102 | 103 |
| 营运资金变动 | -42 | -41 | -57 | -23 |
| 经营活动现金流 | 164 | 92 | 140 | 203 |
| 资本开支 | -103 | -92 | -102 | -72 |
| 投资 | 0 | -397 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -92 | -480 | -97 | -66 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 0 | 1 | -7 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -29 | 95 | -35 | -47 |
| 现金净流量 | 43 | -293 | 8 | 90 |

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|-------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026