

## 青达环保 (688501.SH)

## 火电环保设备龙头，驶入业绩增长快车道

火电节能环保装备龙头，扩品类、走出去，蓄势待发。公司于2006年成立，2021年，公司科创板挂牌上市，目前已形成较完整的节能、环保产业布局。公司实际控制人王勇及一致行动人直接及间接持有公司股份30.11%，并已全额认购1.5亿元定增，股权相对集中且结构稳定。公司通过加强技术研发，为客户提供覆盖固、液、气废领域全方位的节能、环保解决方案并在节能环保系统设备的多个环节实现技术突破，掌握了拥有自主知识产权的40项核心技术和一系列关键工艺。公司核心业务稳健发展，2024上半年公司实现营业收入5.14亿元，同比增长45.81%；归母净利润达0.24亿元，同比增长86.04%。毛利增速自2022年以来逐年创造新高，2024H1达41.63%，盈利能力提升显著。未来三年公司分红承诺强化股东回报，并进行两年的股权激励计划。

**改造需求接棒煤电新建，辅机&火改持续高增。**公司业务主要来源于电力行业，占比近80%，公司主营业务市场需求与煤电装机正相关。在环保严格要求煤电升级改造，进入设备更新加快周期的背景下，市场需求有望快速释放。我们预测公司传统业务板块2025年-2027年潜在年均新增市场规模或达7亿-29亿元，总体达20-88亿元。受全国火电灵活性改造影响，预计未来3年公司火电灵活性改造相关业务的年均潜在市场空间达7-17亿元，总体潜在市场空间为20-50亿元。公司烟气余热回收业务、除渣业务、全负荷脱硝、电极锅炉&蓄热罐业务有望全面增长。

**走出去、扩品类，撸起袖子加油干，打造成长新引擎。**公司积极开拓海外市场，于2024年设立子公司，与印尼国家电力考察团达成战略合作共识，重点围绕火电环保设备及灵活性改造技术展开合作。同时公司与某韩国企业签订灰渣处理系统订单，合同金额1589.5千万美元，预计有望在2025年实现交付，贡献业绩增量。2023年上半年，公司钢渣业务实现首单突破，合同金额达1.04亿元，当年确认钢渣业务营收9186.7万元，业务毛利率达40.4%，高于电力行业盈利水平。2024年5月，公司与新加坡能源集团合作投建青岛胶州90兆瓦渔光互补项目，配套20兆瓦制氢设备，总投资5.49亿元。脱硫废水市场放量在即，市场空间预计超50亿元。公司掌握脱硫废水核心路线，静待广阔市场空间打开。

**盈利预测与投资建议：**考虑到公司2025年韩国订单、“渔光互补”项目等有望确认收入贡献业绩，我们预计公司2024-2026年收入分别为13.14/19.03/23.75亿元，同比增长27.7%/44.8%/24.8%；归母净利润分别为0.94/2.01/2.68亿元。对应2024-2026年EPS分别为0.76/1.64/2.18元。当前股价20.05元（2025.3.21），对应2024-2026年PE分别为26.3/12.2/9.2倍，2025-2026年预测公司PE水平低于行业平均。公司具有火电灵活性改造核心优势和高速成长性，维持“买入”评级。

**风险提示：**1.火电建设不及预期。2.电力辅助服务市场政策不及预期。3.本报告中有关市场空间的测算存在局限性。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	762	1,029	1,314	1,903	2,375
增长率yoy(%)	21.4	35.0	27.7	44.8	24.8
归母净利润(百万元)	59	87	94	201	268
增长率yoy(%)	4.8	48.0	8.2	114.7	33.2
EPS最新摊薄(元/股)	0.48	0.70	0.76	1.64	2.18
净资产收益率(%)	8.5	10.1	11.1	18.7	20.3
P/E(倍)	42.1	28.5	26.3	12.2	9.2
P/B(倍)	3.1	2.8	2.6	2.2	1.8

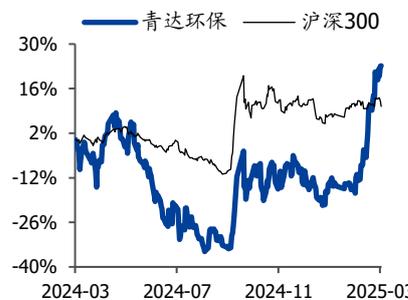
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年03月21日收盘价

## 买入(维持)

## 股票信息

行业	环保设备II
前次评级	买入
03月21日收盘价(元)	20.05
总市值(百万元)	2,467.57
总股本(百万股)	123.07
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	4.13

## 股价走势



## 作者

分析师 张津铭

执业证书编号: S0680520070001

邮箱: zhangjinming@gszq.com

分析师 高紫明

执业证书编号: S0680524100001

邮箱: gaoziming@gszq.com

分析师 刘力钰

执业证书编号: S0680524070012

邮箱: liuliyu@gszq.com

研究助理 廖岚琪

执业证书编号: S0680124070012

邮箱: liaolanqi@gszq.com

## 相关研究

- 《青达环保(688501.SH): 订单增加带动业绩增长, 积极布局新兴业务》 2024-10-29
- 《青达环保(688501.SH): 节能改造驱动主业增长, 烟气余热回收板块高增》 2024-08-29
- 《青达环保(688501.SH): 业绩符合预期, 辅机与火改需求持续释放》 2024-04-27

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1408	1631	2473	3598	4084
现金	256	350	799	1133	1429
应收票据及应收账款	507	655	941	1286	1545
其他应收款	17	17	30	37	47
预付账款	6	15	12	27	22
存货	391	399	490	914	843
其他流动资产	230	194	200	201	199
<b>非流动资产</b>	279	296	337	408	458
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	126	137	186	263	315
无形资产	32	31	29	26	24
其他非流动资产	121	128	122	119	119
<b>资产总计</b>	1687	1926	2794	4007	4542
<b>流动负债</b>	849	997	1775	2784	3045
短期借款	276	385	946	1703	1802
应付票据及应付账款	416	454	685	931	1094
其他流动负债	157	157	143	150	149
<b>非流动负债</b>	13	19	16	18	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	19	16	18	17
<b>负债合计</b>	862	1016	1791	2801	3062
少数股东权益	26	31	48	70	100
股本	95	123	123	123	123
资本公积	341	313	323	323	323
留存收益	364	441	517	671	876
归属母公司股东权益	800	879	956	1135	1380
<b>负债和股东权益</b>	1687	1926	2794	4007	4542

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	65	0	27	-261	357
净利润	71	92	110	224	298
折旧摊销	12	19	19	24	31
财务费用	11	13	36	52	69
投资损失	-2	-1	0	-10	-15
营运资金变动	-49	-147	-141	-548	-24
其他经营现金流	23	24	2	-4	-3
<b>投资活动现金流</b>	-8	18	-71	-89	-66
资本支出	61	57	30	75	46
长期投资	51	74	0	0	0
其他投资现金流	104	149	-41	-14	-19
<b>筹资活动现金流</b>	-15	89	-123	-45	-107
短期借款	-4	110	-55	27	-14
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	28	0	0	0
资本公积增加	0	-27	10	0	0
其他筹资现金流	-11	-22	-78	-73	-94
<b>现金净增加额</b>	42	107	-167	-396	183

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	762	1029	1314	1903	2375
营业成本	505	682	889	1264	1581
营业税金及附加	5	8	10	14	18
营业费用	53	76	94	137	171
管理费用	61	88	114	141	150
研发费用	33	51	64	91	109
财务费用	11	13	36	52	69
资产减值损失	-12	-1	-11	-9	-16
其他收益	5	11	2	15	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	1	0	10	15
资产处置收益	0	0	0	3	3
<b>营业利润</b>	79	100	119	241	321
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	79	99	118	240	320
所得税	8	7	8	16	22
<b>净利润</b>	71	92	110	224	298
少数股东损益	12	6	17	22	30
<b>归属母公司净利润</b>	59	87	94	201	268
EBITDA	100	131	160	316	419
EPS (元)	0.48	0.70	0.76	1.64	2.18

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.4	35.0	27.7	44.8	24.8
营业利润(%)	10.3	25.5	19.9	101.8	33.2
归属于母公司净利润(%)	4.8	48.0	8.2	114.7	33.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.8	33.7	32.3	33.6	33.4
净利率(%)	7.7	8.4	7.1	10.6	11.3
ROE(%)	8.5	10.1	11.1	18.7	20.3
ROIC(%)	7.1	8.1	6.9	9.6	11.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.1	52.7	64.1	69.9	67.4
净负债比率(%)	5.6	6.1	15.5	48.4	25.9
流动比率	1.7	1.6	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	1.5	1.8	1.6	1.7	1.7
应付账款周转率	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.70	0.76	1.64	2.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.00	0.22	-2.12	2.90
每股净资产(最新摊薄)	6.50	7.14	7.68	9.14	11.13
<b>估值比率</b>					
P/E	42.1	28.5	26.3	12.2	9.2
P/B	3.1	2.8	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	24.5	19.5	16.4	9.8	7.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年03月21日收盘价

## 内容目录

1.火电节能环保装备龙头，扩品类、走出去，蓄势待发.....	5
1.1 深耕节能环保行业，持续拓展产品品类.....	5
1.2 董事长全额认购定增，彰显信心.....	5
1.3 全方位节能环保解决方案，技术优势筑牢竞争壁垒.....	6
1.4 核心业务稳健发展，盈利能力显著提升.....	7
1.5 分红承诺强化股东回报，股权激励增强公司活力.....	9
2.改造需求接棒煤电新建，辅机&火改持续高增.....	10
2.1 “十四五”煤电新一轮新建高潮，带动辅机业快增.....	10
2.2 煤电新增与改造需求释放，传统业务持续高增.....	12
2.2.1 烟气余热回收业务.....	13
2.2.2 除渣业务.....	13
2.3 火改政策不断加码，深度调峰需求激增.....	15
2.3.1 全负荷脱硝：火电灵活性改造核心技术.....	16
2.3.2 深度调峰需求将带动电极锅炉&蓄热罐业务明显放量.....	17
3. 走出去、扩品类，撸起袖子加油干，打造成长新引擎.....	18
3.1 走出去，积极开拓海外市场.....	18
3.2 钢渣处理高毛利高附加值，首单落地持续开拓.....	19
3.3 光伏+氢能协同，开辟绿色成长曲线.....	20
3.4 脱硫废水市场放量在即.....	20
4.盈利预测与投资建议.....	21
4.1 核心假设与盈利预测.....	21
4.2 投资建议.....	22
风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1: 青达环保发展历程.....	5
图表 2: 青达环保股权结构.....	6
图表 3: 公司主要产品及技术优势.....	7
图表 4: 公司总营收与同比增速 (单位: 百万元).....	8
图表 5: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 百万元).....	8
图表 6: 分产品营收占比.....	8
图表 7: 分产品毛利占比.....	8
图表 8: 公司总毛利与同比增速 (单位: 百万元).....	9
图表 9: 公司各类业务毛利率.....	9
图表 10: 各项费用率.....	9
图表 11: 火电基本建设投资完成额情况 (单位: 亿元).....	10
图表 12: 新增核准煤电装机规模 (单位: 万千瓦).....	10
图表 13: 我国火电装机规模及 yoy (单位: 万千瓦).....	10
图表 14: 煤电改造相关政策梳理.....	11
图表 15: 公司营销网络.....	12
图表 16: 公司与各大电力集团开展深度合作.....	12
图表 17: 2025E-2027E 公司相关传统业务市场规模测算.....	12
图表 18: 低温烟气余热回收业务 2021 年-2023 年进入新增长周期 (单位: 百万元).....	13
图表 19: 低温烟气余热回收毛利率 2023 年提升至 28.6%.....	13
图表 20: 鳞斗式干渣机工艺图.....	14
图表 21: 湿式炉渣处理系统工艺图.....	14
图表 22: 除渣业务营收受煤电装机量提速而高增 (单位: 万千瓦).....	14
图表 23: 除渣业务毛利率稳步提升.....	14
图表 24: 我国风光装机及占比情况 (单位: 万千瓦).....	15

图表 25:	我国风光发电量及占比情况 (单位: 亿千瓦时)	15
图表 26:	灵活性改造潜在市场空间	16
图表 27:	全负荷脱销业务营收情况 (单位: 百万元)	16
图表 28:	全负荷脱销业务毛利率保持稳健	16
图表 29:	清洁能源消纳系统工作原理图	17
图表 30:	印度尼西亚并网自备运营煤电装机容量	18
图表 31:	港澳台及国外业务营收及 yoy (单位: 百万元)	19
图表 32:	港澳台及国外业务毛利率	19
图表 33:	我国历年粗钢产量 (单位: 亿吨)	19
图表 34:	按每吨粗钢产生 15% 钢渣测算我国钢渣产量 (单位: 亿吨)	19
图表 35:	以空气为载体基于余热蒸发浓缩脱硫废水	20
图表 36:	干燥固化	20
图表 37:	公司营收预测 (单位: 百万)	21
图表 38:	可比公司估值对比 (截至 2025-03-21)	22

## 1. 火电节能环保装备龙头，扩品类、走出去，蓄势待发

### 1.1 深耕节能环保行业，持续拓展产品品类

深耕节能环保行业，业务布局持续优化。公司于2006年成立，初期主营业务为湿式炉渣节能环保处理系统的设计、制造及销售，随着市场开拓、业务范围的扩大，公司与西安交通大学合作，研发低温烟气余热回收产品，2011年公司首台低温省煤器投运。2013年公司在炉渣处理系统技术方向进一步发展，自主研发的鳞斗式干渣机投入运营。2018年公司布局全负荷脱硝和清洁能源消纳业务，开展以来发展迅速，成绩亮眼，成为公司新的业务增长点。2021年，公司科创板挂牌上市，目前已形成较完整的节能、环保产业布局。2023年公司布局钢渣节能环保处理系统业务取得创新性突破，助力公司经营业绩稳定增长。2024年公司采取融资租赁方式投资建设120MW渔光互补项目，积极推进公司在氢能装备领域的技术研发和制造，进一步优化公司产业战略布局，提高公司核心竞争力与综合实力。

图表1：青达环保发展历程



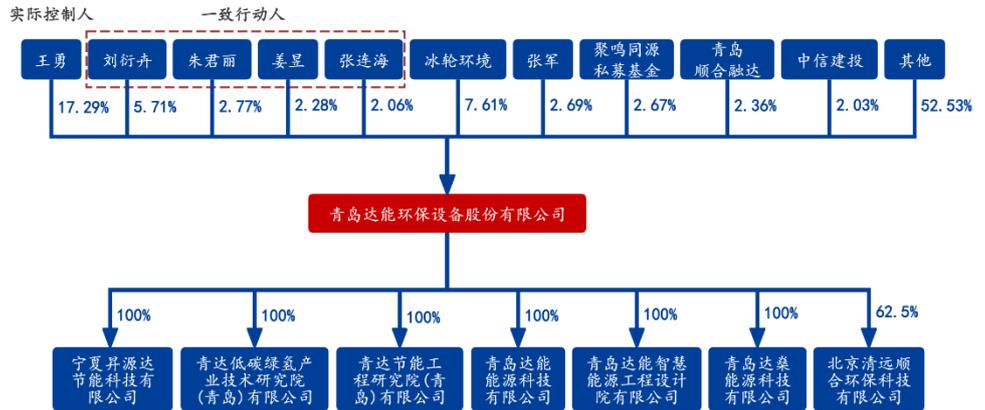
资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

### 1.2 董事长全额认购定增，彰显信心

股权集中结构稳固，资深团队引领发展。截至2025年3月21日，公司实际控制人王勇及一致行动人直接及间接持有公司股份30.11%，股权相对集中且结构稳定。持股7.61%的第二大股东为已上市的冰轮环境技术股份有限公司，其以“冷热同步发展、积极拓展节能环保产业”为发展战略，能够与公司业务发挥协同效应。持股2.36%的第七大股东青岛顺合融达投资中心为公司所设员工持股平台，该平台的设立有利于充分调动公司员工积极性。此外，公司董事长王勇自1997年起从事设备销售及生产经营，具备敏锐的行业判断力与市场把控能力，且拥有丰富的公司管理经验。公司管理团队成员大多来自阿尔斯通四洲电力设备有限公司，具备技术、研发、销售及管理等方面的资深经验，且在节能环保领域拥有多年从业背景，为公司发展提供了坚实的人才支撑。

图表2: 青达环保股权结构

实际控制人及一致行动人持股比例: 30.11%



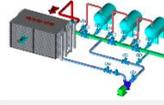
资料来源: 公司公告, iFinD, 国盛证券研究所 (截至 2024-9-30)

实控人全额认购 1.5 亿元定增, 补充流动资金优化资本结构。公司 2024 年 10 月发布向特定对象发行 A 股股票预案, 拟通过定增募资不超过 1.5 亿元, 发行对象为公司实际控制人王勇, 发行价格为 10.29 元/股 (为定价基准日前 20 个交易日股票均价的 80%), 募集资金将全部用于补充流动资金。此次定增旨在缓解公司因应收账款和存货高企导致的资金压力, 截至 2024H1, 公司应收账款及存货合计达 11.29 亿元, 占资产总额的 45.90%, 叠加利息支出逐年攀升, 亟需优化资本结构以支撑业务增长。定增完成后, 王勇及其一致行动人持股比例将从 30.11% 提升至 40.07%, 进一步巩固控制权并增强市场信心

### 1.3 全方位节能环保解决方案, 技术优势筑牢竞争壁垒

多元化产品布局, 构建全方位环保解决方案。公司通过加强技术研发, 为客户提供覆盖固、液、气废领域全方位的节能、环保解决方案。目前, 公司的主要产品为炉渣节能环保处理系统、烟气节能环保处理系统、全负荷脱硝系统、清洁能源消纳系统、脱硫废水环保处理系统、钢渣节能环保处理系统及零配件, 已覆盖包括炉渣、钢渣、灰尘、烟气、细颗粒物、NO<sub>x</sub>、SO<sub>x</sub>、脱硫废水等污染物的防治及锅炉炉渣和烟气余热回收, 同时涉足电厂灵活性改造、清洁能源消纳等领域。

图表3: 公司主要产品及技术优势

主要产品	技术优势	产品示意图
炉渣节能环保处理系统	干式炉渣处理系统	<p>鳞斗干渣机、大倾角一步进仓技术、新型耐冲击渣井、干除渣专用单辊碎渣机、负压抽尘系统</p> 
	湿式炉渣处理系统	<p>机械密封内导轮技术、大渣分离破碎技术、模锻链技术</p> 
烟气节能环保处理系统	低温烟气余热深度回收系统	<p>积灰防控技术、磨损防控技术、低温腐蚀防控技术</p> 
	暖风器系统	
	烟气再热系统	
全负荷脱硝系统	—	<p>工质温度和流量综合调控技术、全负荷段动态校核与性能预测软件工艺包、干湿态自动转换技术、精准的焓值监控技术</p> 
清洁能源消纳系统	电极锅炉系统	电极锅炉液位调节技术
	蓄热器系统	布水器设计技术、过渡层控制技术
脱硫废水环保处理系统	—	<p>换热效率高、灵动调节、多炉一机、灵活回收水、更加环保</p> 
钢渣节能环保处理系统	钢渣辊压破碎及余热回收系统	<p>高温钢渣粒化技术、中温钢渣余热回收技术、低温钢渣常压消解技术</p> 
	废气携渣联淬钢渣原位固碳提质系统	

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国盛证券研究所

**科技创新驱动, 筑牢核心竞争壁垒。**通过多年持续不懈的科技创新, 公司已经在节能环保系统设备的多个环节实现技术突破, 掌握了拥有自主知识产权的 40 项核心技术和一系列关键工艺, 如轴心链技术、鳞斗输送带技术、闭式自清扫技术等。其中部分技术工艺已经或即将投入应用, 助力公司构筑坚实的技术壁垒。随着技术储备的推广和产业化进程的加快, 公司的业务领域有望进一步拓展, 为未来业绩的持续增长提供有力支撑。

### 1.4 核心业务稳健发展, 盈利能力显著提升

**营收增速屡创新高, 盈利能力持续增强。**2017 年前火电企业大规模开展节能改造, 导致公司低温烟气余热回收系统在 2017-2019 年期间营收随改造项目批量完成而有所下滑。自 2020 年以来, 公司营收增速持续提升。2021-2022 年依托火电灵活性改造市场景气度回升及公司产品结构的持续优化, 全负荷脱硝系统销售收入实现连续高增长。2023 年, 低温烟气余热深度回收系统销售收入同比增幅显著。2024 年受益于煤电新增扩建及煤电节能降碳改造, 公司干式除渣系统与低温烟气余热深度回收系统等主营业务销售收入稳健增长。2024H1 公司实现营业收入 5.14 亿元, 同比增长 45.81%; 归母净利润达 0.24 亿元, 同比增长 86.04%。

图表4: 公司总营收与同比增速 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

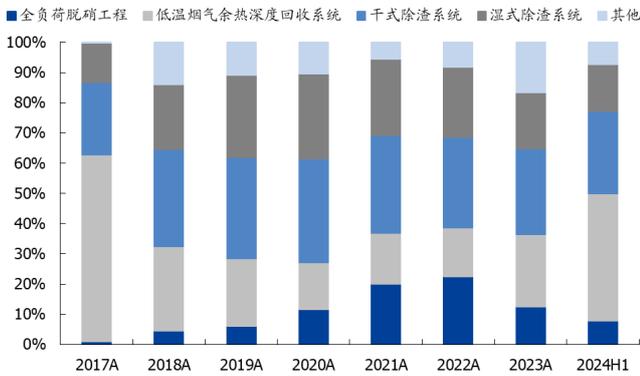
图表5: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

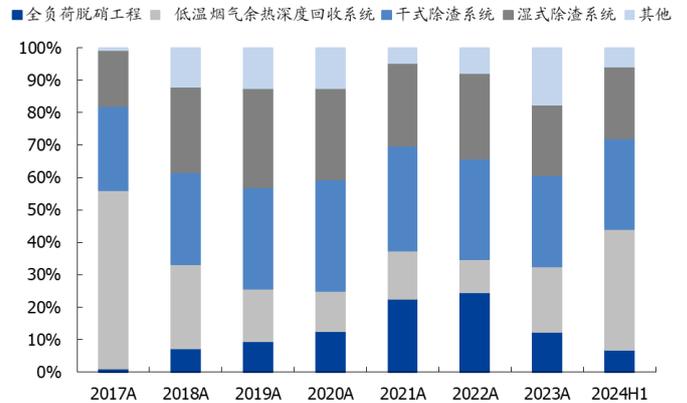
**产品结构持续优化, 核心业务稳健增长。**公司已形成较完善的核心产品体系, 其中烟气节能环保处理系统与炉渣节能环保处理系统共同构成公司营收的主要来源。且 2020 年以来前者营收规模逐渐扩大, 而后者则有所收缩。2024H1 公司总营收中烟气节能环保处理系统占比 49.95%, 炉渣节能环保处理系统占比 42.79%。脱硫废水环保处理系统的营收贡献则稍有提升, 占比由 2022 年的 1.84% 增至 2024H1 的 4.13%。在各细分产品板块中, 低温烟气余热深度回收系统表现尤为亮眼, 2024H1 贡献了 42.02% 的总营收以及 37.27% 的毛利; 湿式除渣系统毛利率从 2020 年的 31.52% 稳步提升至 2024H1 的 45.73%, 成为公司毛利率最高的业务。整体来看, 公司毛利增速自 2022 年以来逐年创造新高, 2024H1 达 41.63%, 盈利能力提升显著。

图表6: 分产品营收占比



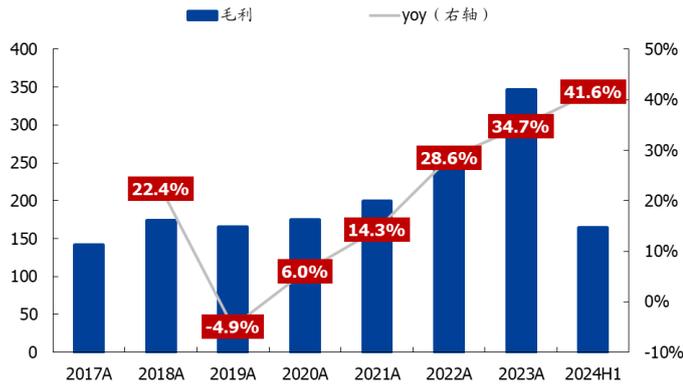
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表7: 分产品毛利占比



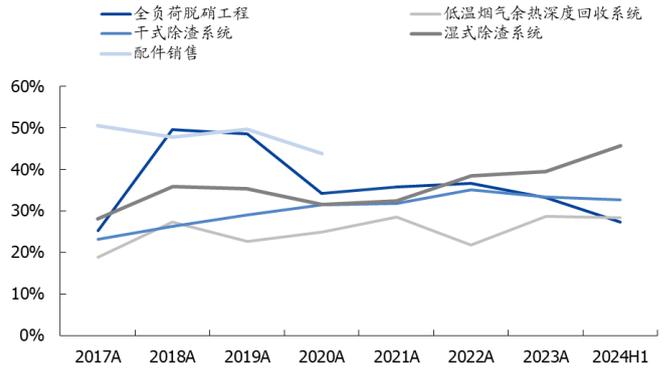
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表8: 公司总毛利与同比增速 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

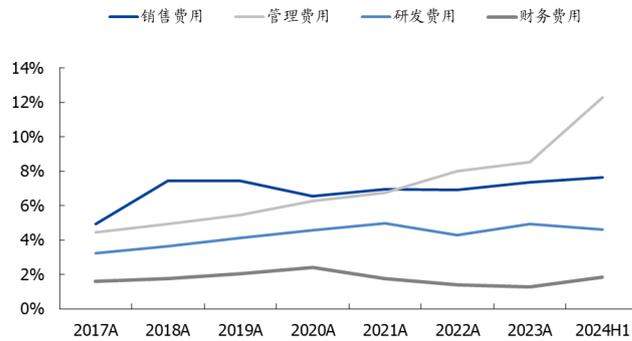
图表9: 公司各类业务毛利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**重视自主研发能力, 夯实创新驱动基础。**近年来公司进一步加大研发投入力度, 2023年研发投入金额 5070.67 万元, 占当年营业总收入的 4.93%, 较上年增加了 0.64 个百分点; 2024H1 研发投入金额 2379.15 万元, 占同期营业总收入的 4.63%。截止 2024H1, 公司累计获得发明专利 55 项, 实用新型专利 126 项, 软件著作权 38 项, 专利实施许可 18 项, 国内商标 55 项、国外商标 30 项, 主持、参与编制行业标准 12 项。此外, 公司近期管理费用上涨幅度较大主因管理人员增加和新增资产折旧、摊销所致。

图表10: 各项费用率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 1.5 分红承诺强化股东回报, 股权激励增强公司活力

**发布未来三年 (2024-2026) 股东分红回报规划, 强化股东回报弹性。**公司 2024 年发布《未来三年 (2024-2026 年) 股东分红回报规划》, 明确以“稳健增长、兼顾发展”为原则, 承诺每年现金分红比例不低于归母净利润的 30%。公司各项业务处于增长期, 叠加海外订单逐步兑现, 为分红提供扎实财务基础。

**2024-2025 两年股权激励计划, 增强公司活力。**公司 2023 年发布限制性股票激励计划, 设置 2024-2025 两年业绩考核期, 要求营收分别不低于 13 亿元 (yoy+26%)、16.5 亿元 (yoy+27%), 拟授予 231 万股, 占总股本 1.88%, 以 9.70 元/股向 45 名核心团队 (含实控人、高管及技术/业务骨干, 约占员工总数 5.42%) 授予激励。通过高增长业绩对赌激励, 实现核心团队与股东利益深度绑定, 彰显管理层对公司战略落地的信心。

## 2.改造需求接棒煤电新建，辅机&火改持续高增

### 2.1 “十四五”煤电新一轮新建高潮，带动辅机业快增

“十四五”煤电迎来新一轮新建高潮，火电投资增速迎来拐点。2022年，国家有关部门明确提出煤电“三个8000万”目标，要求2022年、2023年煤电各开工8000万千瓦、两年投产8000万千瓦，并将“十四五”煤电发展目标12.5亿千瓦调增至13.6亿千瓦，煤电投资进入新高峰。以2020年为转折点，此后火电基本建设投资逐年增长，2024年全国火电投资完成额提升至1588亿元，同比增长32.73%，5年复合增长率达23%。

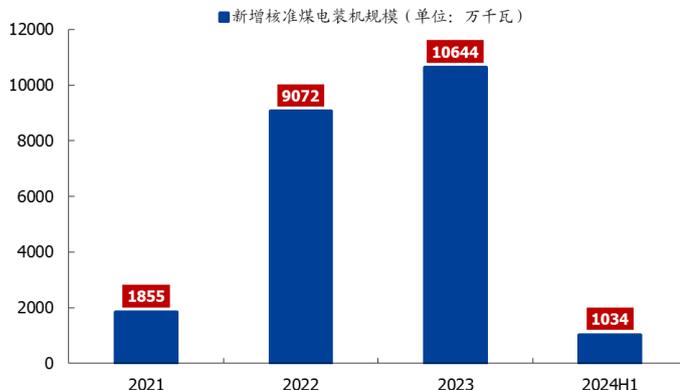
图表11: 火电基本建设投资完成额情况(单位: 亿元)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

2022-2023两年煤电新增核准激增，煤电或在2025-2026年进入投产高峰期。根据绿色和平数据，2021年全国新增核准煤电装机约18.55GW，同比减少了57.66%，比“十三五”期间每年的平均核准装机减少了35.95%，总体反映了2021年4月提出“严控煤电项目”后，企业与地方政府逐步收紧对新煤电项目的审批。但在2021年9月限电频发后，2022和2023两年迎来火电核准高峰，当年煤电核准规模分别超过90GW和106GW。考虑到审批、建设和投产周期，火电有望在2025-2026年达到高峰。

图表12: 新增核准煤电装机规模(单位: 万千瓦)



资料来源: 绿色和平, 国盛证券研究所

图表13: 我国火电装机规模及yoy(单位: 万千瓦)



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

环保严格要求煤电升级改造，进入设备更新加快周期。《火电厂大气污染物排放标准》要求火电机组全面实现超低排放，推动脱硫、脱硝、除尘等环保辅机设备升级改造。2024年《关于加强电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》进一步明确，2027年前需完成存量煤电机组“应改尽改”，调峰深度要求进一步达到30%以下。此后《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》重点强调煤电“三改联动”，直接催生辅机设备更新需求。

图表14: 煤电改造相关政策梳理

时间	文件	重点内容
2024.2	《关于加强电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》	深入开展煤电机组灵活性改造，到2027年存量煤电机组实现“应改尽改”。在新能源占比较高、调峰能力不足的地区，在确保安全的前提下探索煤电机组深度调峰，最小发电出力达到30%额定负荷以下。
2024.8	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	到2027年，能源重点领域设备投资规模较2023年增长25%以上，重点推动实施煤电机组节能改造、供热改造和灵活性改造“三改联动”，输配电、风电、光伏、水电等领域实现设备更新和技术改造。
2024.7	关于印发《煤电低碳化改造建设行动方案(2024—2027年)》的通知	到2025年，首批煤电低碳化改造建设项目全部开工，转化应用一批煤电低碳发电技术；相关项目度电碳排放较2023年同类煤电机组平均碳排放水平降低20%左右。到2027年，相关项目度电碳排放较2023年同类煤电机组平均碳排放水平降低50%左右。
2024.12	《电力系统调节能力优化专项行动实施方案(2025—2027年)》	通过调节能力的建设优化，支撑2025—2027年年均新增2亿千瓦以上新能源的合理消纳利用。着力提升火电调节能力。按照2027年实现存量煤电机组“应改尽改”原则制定灵活性改造推进方案。
2025.3	工业和信息化部等三部门关于促进环保装备制造业高质量发展的若干意见	主要目标是：力争到2027年，先进技术装备市场占有率显著提升；到2030年，环保技术装备产业链“短板”自主可控。聚焦产业链供应链堵点卡点，实施重大环保技术装备三年提升行动，围绕高盐废水处理回用、干式烟气净化、持久性有机物识别监测等关键技术开展“揭榜挂帅”，突破专用传感器、低温脱硝催化剂等一批基础零部件、材料药剂和控制装置短板，加快成套技术装备攻关。

资料来源：发改委，中央人民政府，国盛证券研究所

公司客户以电力行业为主，受益于火电投资增速，相关业务预期增速提高。目前公司的主要客户以电力行业为主，经过十几年的精耕细作，公司在电力行业节能环保设备的细分领域内确立了比较明显的技术优势和竞争优势，根据公司公告，公司业务主要来源于电力行业，占比超80%，公司主营业务市场需求与煤电装机正相关，受益于火电投资加速和营利性修复，市场需求有望快速释放。

图表15: 公司营销网络



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表16: 公司与各大电力集团开展深度合作



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

## 2.2 煤电新增与改造需求释放, 传统业务持续高增

公司的传统业务板块符合煤电改造的必要要求, 煤电装机提速将直接推动相关业务板块未来预期增长。公司传统主业为干式&湿式除渣系统与低温烟气余热深度回收系统, 恰是火电节能的“双核心”。2023年火电投资同比增 15%至 1029 亿元, 2024 年加速至 32.73%, 公司两类业务合计营收占比超 80%, 其中低温烟气系统 2024 年上半年同比激增 157.8%, 印证改造周期启动。政策驱动下, 预计 2025-2027 年每年将有超 3000 万千瓦机组进入改造窗口期, 公司凭借火电环保设备较高的市占率, 有望持续受益。在此基础上假设乐观、中性和保守三种情形, 未来三年年均煤电新增装机分别为 7000 万千瓦、5000 万千瓦和 3000 万千瓦, 并以新建电厂单机组容量平均 600MW 计算, 预测公司传统业务板块 2025 年-2027 年潜在年均新增市场规模或达 7 亿-29 亿元, 总体达 20-88 亿元。

图表17: 2025E-2027E 公司相关传统业务市场规模测算

	乐观	中性	保守
煤电新增装机量 (万千瓦)	7000	5000	3000
单机组容量 (MW)		600	
新增机组数量 (台)	117	83	50
炉渣设备单项目价值 (万元)	1000	800	600
炉渣设备增量市场 (亿元)	12	7	3
低温烟气余热深度回收系项目价值 (万元)	1500	1200	800
低温烟气余热深度回收系市场 (亿元)	18	10	4
年均潜在市场规模 (亿元)	29	17	7
总体潜在市场规模 (亿元)	88	50	20

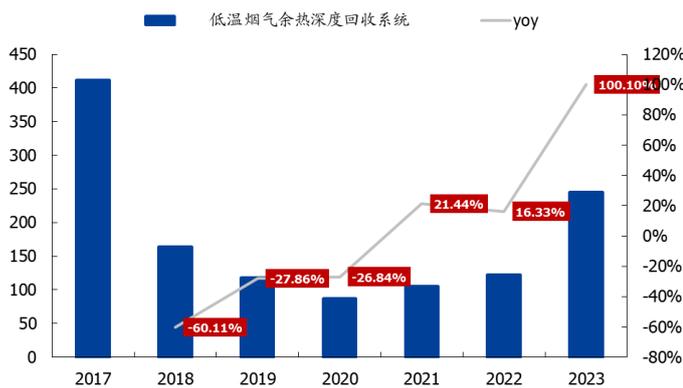
资料来源: 中电联, 统计公报, 国盛证券研究所

### 2.2.1 烟气余热回收业务

烟气余热深度回收系统是公司烟气节能环保处理业务板块的最主要产品。减锅炉排放的烟气中含有大量粉尘、SOX、NOX等有害物质，但同时排放温度约为120℃-160℃，且体积流量大，有较高的余热利用价值。公司自主研发的低温烟气余热深度回收系统，能有效解决锅炉热损失、腐蚀、积灰、磨损等问题，达到节能减排目的。系统的核心设备烟气深度冷却器（“低温省煤器”），是采用冷却工质对烟气进行深度冷却并吸收余热的热能转换装置，能够实现烟气深度回收，实现高效脱除污染物和低温静电除尘，并具有良好的节水效果。

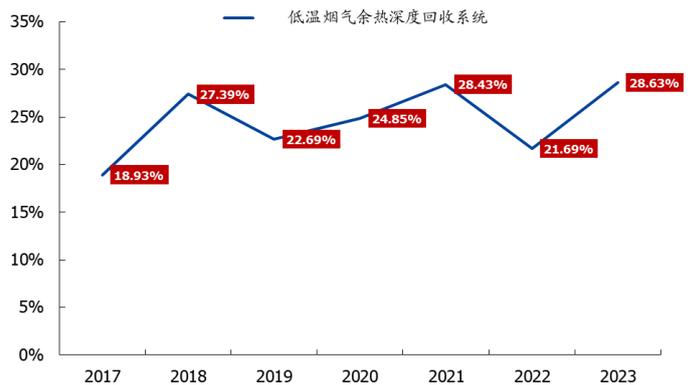
**煤电新增与更新改造需求激增，烟气预热回收业务进入高增长新周期。**自2014年国家发布政策推动节能减排改造，首批烟气节能环保处理系统已接近设计寿命，即将迎来更新改造周期。平均而言，链条等核心部件的使用寿命在2-4年左右，关键零部件的价值占整机设备价值的比例较高。烟气余热回收业务下滑后回暖，盈利能力修复。受益于此前电厂超低排放改造，2017年烟气余热回收业务取得较高营收，因为改造逐渐完成，市场需求收紧造成业务营收连续三年下滑。但是由于早期投放设备接近寿命周期，市场更新需求上升带动业务在2021年回暖。“十四五”期间因煤电新建与更新改造需求高增，2021-2023年连续三年营收正增长，2023年营收翻倍，2020-2023年4年复合增长率高达29.67%。业务毛利率从2017年18.9%波动上涨至2023年28.63%，随着煤电更新换代周期的到来，我们认为该业务未来将进入高增长新周期，潜力巨大。

图表18: 低温烟气余热回收业务 2021 年-2023 年进入新增长周期 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表19: 低温烟气余热回收毛利率 2023 年提升至 28.6%



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 2.2.2 除渣业务

依对炉渣处理方式的不同，公司的炉渣节能环保处理系统分为干式炉渣处理系统和湿式炉渣处理系统。炉渣也称炉底渣，是固体燃料在锅炉等燃烧设备的炉膛中燃烧后，从炉底排渣口排出的灰渣，是我国主要大宗工业固体废物之一。炉渣产生量最大的行业是电力、热力生产和供应业、黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业，合计占比接近90%。

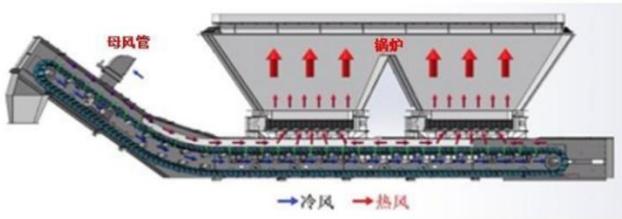
#### (1) 干式炉渣处理系统

干式炉渣处理系统是指依靠炉膛负压和风机，使受控的少量环境空气逆向进入干渣机内部与热渣进行热交换，使热渣在输送带上完成燃烧和冷处理，经碎渣机再次细化破碎后进入渣仓中储存和定时卸料，能够减少有害物质的排放，同时实现炉渣余热回收利用，提高了锅炉热效率，具有节能减排的功能。公司产品以鳞斗式干渣机为主，干式炉渣处理系统系统共获得发明专利10项、实用新型专利31项。

## (2) 湿式炉渣处理系统

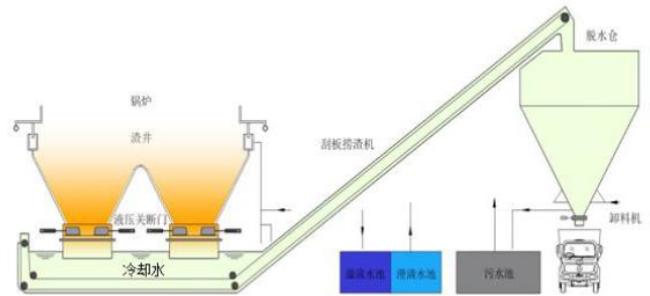
湿式炉渣处理系统是依靠冷却水对高温炉渣进行冷却。湿式炉渣处理系统采用公司自主研发的大渣分离破碎技术、机械密封内导轮技术、模锻链捞渣机技术、真空脱水技术、污水零溢流技术等核心技术，具有耗水少、废水再利用、适应能力强等特点。公司拥有发明专利2项、实用新型专利23项。

图表20: 鳞斗式干渣机工艺图



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表21: 湿式炉渣处理系统工艺图



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

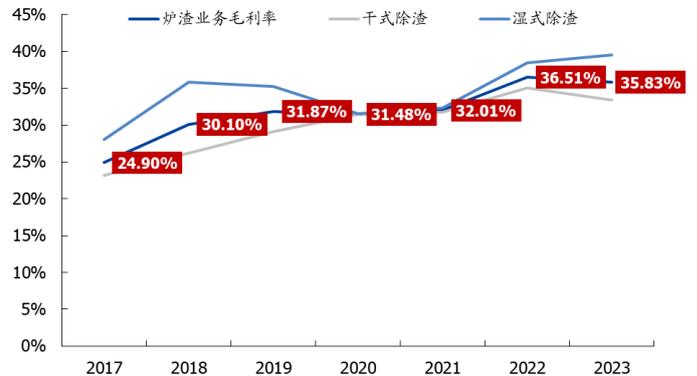
公司炉渣业务稳健增长，毛利率持续提升。炉渣业务是公司的传统业务，其中干式炉渣处理系统最早成熟，湿式炉渣业务后期增速逐渐扩大，但总体上炉渣业务总营收保持稳中有进，由2019年3.2亿元增至2023年4.8亿元，年复合增长率为8.55%，炉渣业务总体毛利率由2017年24.9%增至2023年35.83%。炉渣设备的生命周期在10-15年，核心零部件更换周期在3-5年，更换需求较为稳定，考虑到未来火电新增的趋势和零部件更换的需求，我们预计，炉渣业务或依然延续高增状态，随着公司市占率的提升，高毛利占比的备件销量也会逐步提升，从而带动炉渣业务毛利率或持续提升。

图表22: 除渣业务营收受煤电装机量提速而高增(单位: 万千瓦)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表23: 除渣业务毛利率稳步提升

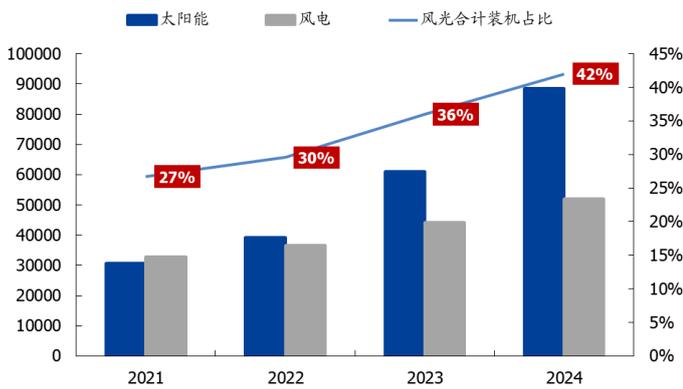


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 2.3 火改政策不断加码，深度调峰需求激增

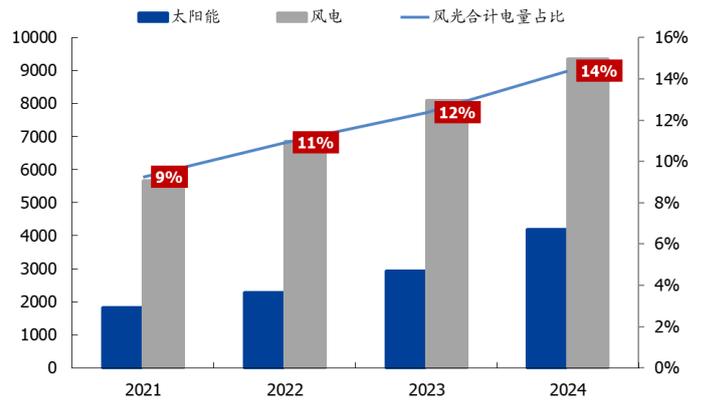
新能源发电占比快速上涨，给电力系统灵活性及安全性带来巨大挑战。2020 年 9 月，习总书记提出“2030 年碳达峰，2060 年碳中和”发展目标，2021 年 10 月国务院下发《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，提出 2025/2030/2060 年国内非化石能源消费比重预计分别达到约 20%、25%、80% 以上。目前我国新能源装机量和发电量快速上涨，2024 年风光发电量占比超 14%，装机量占比 42%。随着新能源的大规模装机，新能源消纳问题日益严重，同时电源结构由可控连续出力的煤电装机占主导向不确定性强、可控出力较弱的新能源发电装机占主导转变，电网运行更加复杂，电力系统对调频、调峰资源的需求将大大增加。

图表24: 我国风光装机及占比情况 (单位: 万千瓦)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表25: 我国风光发电量及占比情况 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

火电灵活性改造正当其时，带动公司业务深度受益，业绩爆发未来可期。《关于开展煤电机组改造升级的通知》中提到，“十四五”期间完成 2 亿千瓦，增加系统调节能力 3000—4000 万千瓦，实现煤电机组灵活制造规模 1.5 亿千瓦。2024 年《煤电“三改联动”实施方案》明确，2027 年前完成 200GW 存量机组灵活性改造。2025 年 3 月，随着国家发改委《关于加快推进煤电灵活性改造促进电力系统调节能力提升的指导意见》落地，火电向灵活性电源加速蜕变，预计市场空间进一步打开。截至 2024 年底，我国存量煤电机组约 11.95 亿千瓦。我们在乐观、中性和保守情况下分别预计 2025-2027 年仍需改造存量机组 3000-7000 万千瓦，新增机组改造需求 1000-3000 万千瓦，以电厂单机组容量平均 600MW 计算，预计未来 3 年公司火电灵活性改造相关业务的年均潜在市场空间达 7-17 亿元，总体潜在市场空间为 20-50 亿元。

图表26: 灵活性改造潜在市场空间

	乐观	中性	保守
需改造存量煤电机组 (万千瓦)	7000	5000	3000
需改造新增煤电机组 (万千瓦)	3000	2000	1000
单机组容量		60	
新增机组数量 (台)	167	117	67
全负荷脱硝单项目价值 (万元)	2000	1500	1000
全负荷脱硝潜在市场 (亿元)	33	23	13
新能源消纳项目价值 (万元)	1000	500	300
新能源消纳市场 (亿元)	17	12	7
潜在市场规模 (亿元)	50	35	20
潜在年均市场规模 (亿元)	17	12	7

资料来源: 中电联, 统计公报, 国盛证券研究所

### 2.3.1 全负荷脱硝: 火电灵活性改造核心技术

**全负荷脱硝技术壁垒较高, 公司拥有核心竞争力。**火电灵活性改造市场多样化、非标化程度高, 难以实现标准化, 需要定制设计、生产、施工。公司掌握全负荷脱硝核心技术, 属于行业内细分龙头, 中标率达 70%-80%。同时客户多为央企大型电力集团, 对于资质和经验要求较高, 公司已取得我国锅炉设计和制造资质、锅炉安装 A 级资质、压力容器的生产资质, 取得了美国 ASME-S (锅炉制造)、ASME-U (压力容器制造) 资质, 行业内品牌影响力较大。

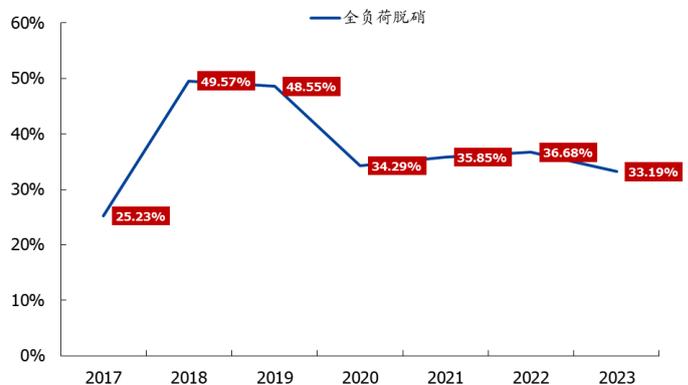
**受益火电灵活性改造需求释放, 业绩有望迎来新一轮高增。**2017 年-2022 年 6 年营业收入连续增长, 从 0.06 亿元提高至 1.7 亿元, 由于基数提升和订单确认节奏原因, 2023 年该项业务营收有所下滑, 但 2019-2023 年 5 年复合增长率仍高达 32%。同时, 该项业务一直波动中保持较高毛利水平, 2023 年毛利率达到 33%。考虑到火电灵活性改造需求将持续释放, 改造深度要求逐步提升, 市场空间释放, 该业务有望迎来新一轮高增长。

图表27: 全负荷脱硝业务营收情况 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表28: 全负荷脱硝业务毛利率保持稳健



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 2.3.2 深度调峰需求将带动电极锅炉&蓄热罐业务明显放量

新能源占比提升，行业对深度调峰需求增加。是应对电网负荷大幅波动，火电厂需降低输出，使发电机超常范围调节的运行方式，通常负荷率降至40%-30%甚至更低到20%，以平衡电网供需矛盾、消纳高比例可再生能源的间歇性出力。传统火电机组设计以稳定高负荷运行为主，深度调峰需通过技术改造和管理优化实现，调峰的数值越低，意味着深度调峰的难度也随之增大。随着新能源占比提升，行业对于深度调峰的需求随之提升，政策层面要求也不断加强。2024年《关于加强电网调峰储能和智能化调度能力建设的指导意见》提出，在新能源占比较高、调峰能力不足的地区，在确保安全的前提下探索煤电机组深度调峰，最小发电出力达到30%额定负荷以下。

清洁能源消纳系统包括电极锅炉系统和蓄热器系统，订单落地二者既可单独使用，又可联合配置使用，将电能转换成热能存储和供给，以实现火力发电机组灵活性调峰、清洁供热、清洁能源消纳等用途，从而减少弃风弃光率、解决热电联供用户热需求与电需求不平衡、促进供电负荷稳定等目标。电极锅炉方面，公司2024年中标新泰2×60万千瓦燃煤项目电极锅炉设备，标志着从辅机向系统集成的突破。

图表29: 清洁能源消纳系统工作原理图



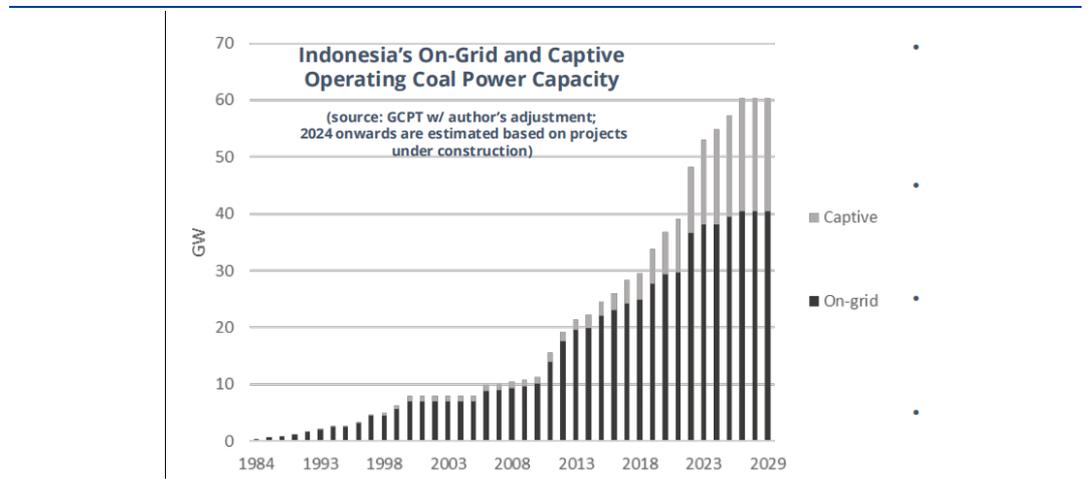
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 3. 走出去、扩品类，撸起袖子加油干，打造成长新引擎

#### 3.1 走出去，积极开拓海外市场

印尼与韩国双线突破，加速推进海外业务布局，即将贡献业绩增量。印尼市场方面，公司于2024年12月正式设立子公司，作为全球化战略的核心窗口，并与印尼国家电力考察团达成战略合作共识，重点围绕火电环保设备及灵活性改造技术展开合作。印尼作为东南亚火电需求增长最快的国家之一，其存量改造与新建项目的潜在市场空间较大，预计公司除渣系统、余热回收设备等产品有望获得份额。根据中国煤炭经济研究会的数据，截至2025年3月，印尼自备煤电装机达1120万千瓦，公共煤电装机达3850万千瓦。据环球能源协会，印度尼西亚已审核通过国家电力发展计划提出到2031年将新建2670万千瓦燃煤电厂，其中包括650万千瓦接入国家电网的公共电厂以及2020万千瓦自备电厂。

图表30: 印度尼西亚并网自备运营煤电装机容量



资料来源: 联合国欧洲经济委员会, 国盛证券研究所

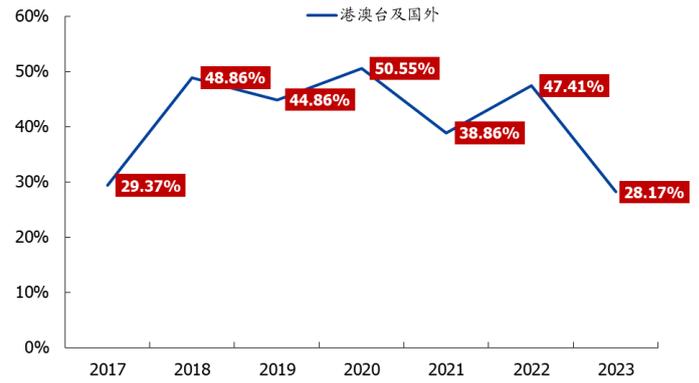
韩国市场方面，公司2022年公告与某韩国企业签订的灰渣处理系统订单，合同金额1589.5千万美元，约1.05亿人民币，原定2023年8月交付，至2025年2月公司表示项目已开始陆续发货，我们预计有望在2025年实现交付，贡献业绩增量。

图表31: 港澳台及国外业务营收及 yoy (单位: 百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表32: 港澳台及国外业务毛利率

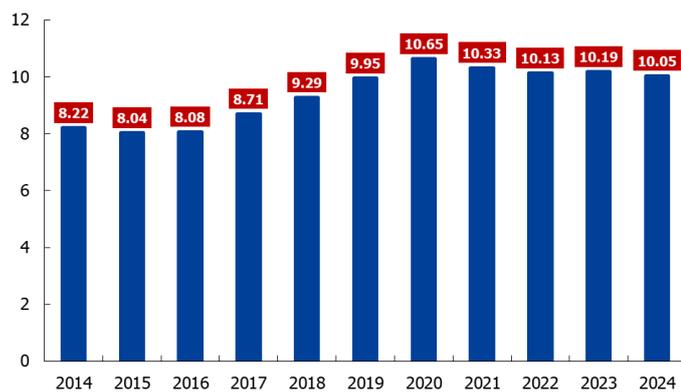


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.2 钢渣处理高毛利高附加值, 首单落地持续开拓

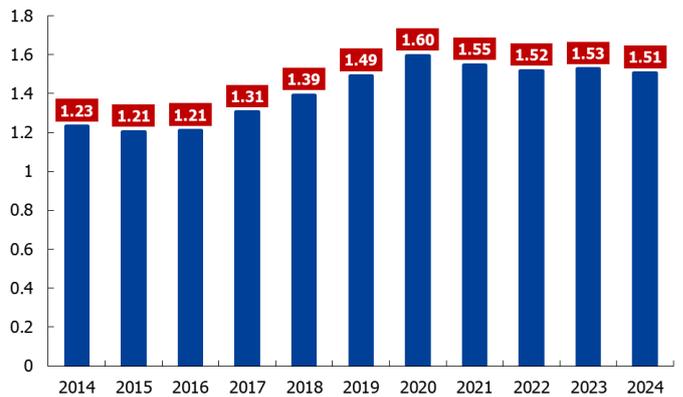
非电行业超低排放改造加码, 潜在市场空间较大。2024年5月, 国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》, 要求强化碳排放强度管理, 推进钢铁、化工、有色金属、建材等行业节能降碳行动。2024年8月, 中共中央、国务院发布《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》, 提出大力推动钢铁、有色、石化、化工、建材、造纸、印染等行业绿色低碳转型, 推广节能低碳和清洁生产技术装备, 推进工艺更新升级。2023年我国粗钢产量为10.19亿吨。假设公司聚焦高附加值领域, 按单吨设备价值约50元计算, 按照50%渗透率计算, 设备市场空间超40亿元。

图表33: 我国历年粗钢产量 (单位: 亿吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表34: 按每吨粗钢产生15%钢渣测算我国钢渣产量 (单位: 亿吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**2023年实现钢渣处理领域0到1突破。**公司通过自主研发的钢渣节能环保处理系统, 实现了钢渣的节能环保处理、余热回收及二次利用, 技术核心包括钢渣辊压破碎技术和余热回收工艺。该系统可节水85%, 余热回收率达30%-40%, 并能高效处理转炉渣等高黏度废料, 符合国家钢铁行业超低排放政策要求。2023年上半年, 公司钢渣业务实现首单突破, 合同金额达1.04亿元, 当年确认钢渣业务营收9186.7万元, 业务毛利率达40.4%, 高于电力行业盈利水平, 标志其技术正式进入商业化阶段, 并成为潜在的新增长曲线。

### 3.3 光伏+氢能协同，开辟绿色成长曲线

加速布局光伏领域，通过“光伏+氢能”协同模式，开辟绿色增长曲线。2024年5月，公司与新加坡能源集团合作投建青岛胶州90兆瓦渔光互补项目，配套20兆瓦制氢设备，总投资5.49亿元，计划2024年年底并网。2025年3月17日，公司发布《关于转让120MW渔光互补项目的公告》公告，青岛兴盛达已完成配套制氢项目剥离，最终确认项目总投资金额为人民币5.47亿，青岛兴盛达不再并表，公司为其提供渔光互补项目EPC服务，预计将增厚公司2025年业绩。

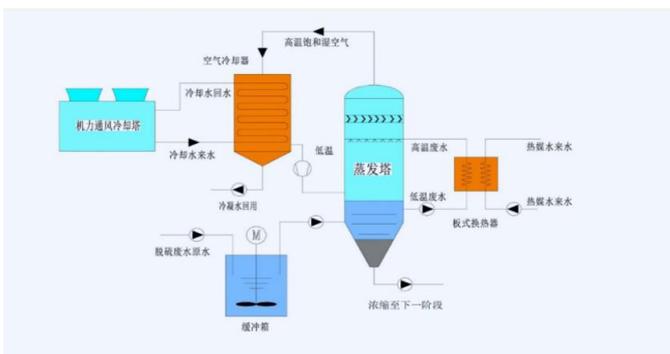
该项目利用坑塘水面实现“上发电、下养殖”，同步推动绿氢制备与就近消纳，技术协同效应显著。此外，公司依托火电环保设备技术积累，开发“光火互补”解决方案，响应煤电容量电价政策红利，提升电网调峰能力。未来，随着全球光伏需求扩容及绿氢产业链成熟，该业务有望成为公司中长期增长驱动。

### 3.4 脱硫废水市场放量在即

政策促进环保装备制造业高质量发展，高盐废水处理回收为关键技术之一。2025年3月，工业和信息化部等三部门发布关于促进环保装备制造业高质量发展的若干意见，提出实施重大环保技术装备三年提升行动，围绕高盐废水处理回用、干式烟气净化、持久性有机物识别监测等关键技术开展“揭榜挂帅”。高盐废水处理回收已成为未来环保装备的重点发展领域。

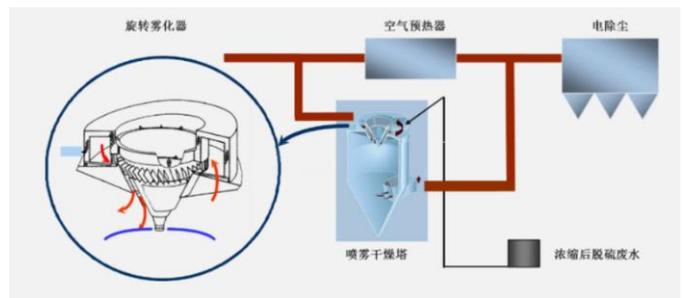
公司掌握脱硫废水核心路线，静待广阔市场空间打开。脱硫废水处于全厂水处理的最末端环节，已成为燃煤电厂中最难处理的高盐废水，为最低成本的实现脱硫废水零排放，公司根据用户需求及现场情况提供不同解决方案，主要工艺路线为浓缩减量+干燥固化，将废水中清洁的水进行分离回用，废水中的石膏、粉尘、杂盐进行干燥固化。随着《火电厂污染防治最佳可行技术指南》等政策加码，叠加火电灵活性改造对废水处理系统的刚性配套需求，脱硫废水零排放市场加速扩容。单台百万千瓦机组改造成本约2000-3000万元，若当前存量机组改造渗透率达50%，对应市场空间超50亿元。

图表35：以空气为载体基于余热蒸发浓缩脱硫废水



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表36：干燥固化



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 核心假设与盈利预测

公司目前形成的三大业务体系中，主要的产品共有四个，分别是炉渣处理系统中的干式和湿式两种系统、低温烟气余热深度回收系统和全负荷脱硝工程，因此主要对这四项主要产品进行假设预测。

(1) 炉渣处理系统：包括干渣与湿渣处理，是公司的传统业务，一直保持稳定增长，有望受益于火电投资建设提速，进一步提高产业增速。我们预测：干渣系统 2024-2026 年收入分别为 3.8/5.1/6.4 亿元，湿渣系统 2024-2026 年收入分别为 2.3/2.8/3.2 亿元。

(2) 低温烟气余热深度回收系统：也是公司传统业务板块，同样受益于火电基建加速和核心零部件更换需求提升，我们预测该项业务 2024-2026 年收入分别为 3.4/4.8/6.3 亿元。

(3) 全负荷脱硝工程：受益于火电基建加速及火电灵活性改造市场爆发在即，我们预测该项业务 2024-2026 年收入分别为 2.2/3.1/4.3 亿元。

图表37: 公司营收预测 (单位: 百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
低温烟气余热深度回收系统					
营业收入	123	245	343	481	625
YOY	16%	100%	40%	40%	30%
营业成本	96	175	247	336	425
YOY	27%	82%	41%	36%	26%
毛利率	22%	29%	28%	30%	32%
全负荷脱硝系统					
营业收入	172	128	218	306	428
YOY	37%	-25%	70%	40%	40%
营业成本	109	86	148	208	291
YOY	35%	-21%	73%	40%	40%
毛利率	37%	33%	32%	32%	32%
干式除渣系统整机					
营业收入	229	293	381	514	642
YOY	12%	28%	30%	35%	25%
营业成本	149	195	255	339	424
YOY	7%	31%	31%	33%	25%
毛利率	35%	33%	33%	34%	34%
湿式除渣系统整机					
营业收入	177	191	229	275	316
YOY	11%	8%	20%	20%	15%
营业成本	109	116	140	165	190
YOY	1%	0.062241	21%	18%	15%
毛利率	38%	40%	39%	40%	40%
其他					
营业收入	49	61	114	286	300
YOY	38%	25%	88%	150%	5%
营业成本	34	42	79	186	207
YOY	32%	24%	87%	135%	11%
毛利率	30%	31%	31%	35%	31%
公司总计					
营业收入	762	1029	1314	1903	2375
YOY	21%	35%	28%	45%	25%
营业成本	505	682	889	1264	1581
YOY	18%	35%	30%	42%	25%
毛利率	34%	34%	32%	34%	33%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4.2 投资建议

公司深耕节能环保行业，作为火电灵活性改造细分龙头，我们选取同样在环保节能设备制造和火电灵活性改造领域优先布局和业务储备的龙净环保、东方电气和西子洁能作为可比公司，公司 PE 水平低于行业平均，同时考虑到公司作为火电灵活性改造细分龙头，有望受益于煤电装机增速和火电灵活性改造空间打开，下游需求预计在未来两年快速释放支持公司盈利成长，同时高成长、高毛利业务占比提升，公司体量虽小但是业绩增速显著，具备较高的成长性，我们认为能够给予更高的估值溢价。

图表38: 可比公司估值对比 (截至 2025-03-21)

代码	公司	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002534.SZ	西子洁能	13.35	98.68	0.07	0.55	0.60	0.66	180.89	24.37	22.43	20.22
600875.SH	东方电气	15.15	472.30	1.14	1.20	1.49	1.67	13.31	12.67	10.18	9.05
600388.SH	龙净环保	13.09	166.25	0.47	0.78	1.02	1.27	27.80	16.76	12.78	10.32
	行业平均									15.13	13.20
688501.SH	青达环保	20.05	24.68	0.70	0.76	1.64	2.18	28.47	26.30	12.25	9.20

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (其中西子洁能、东方电气、龙净环保预测来自于 Wind 一致性预期)

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 13.14/19.03/23.75 亿元，同比增长 27.7%/44.8%/24.8%；归母净利分别为 0.94/2.01/2.68 亿元。对应 2024-2026 年 EPS 分别为 0.76/1.64/2.18 元。当前股价 20.05 元 (2025.3.21)，对应 2024-2026 年 PE 分别为 26.3/12.2/9.2 倍，2025-2026 年预测公司 PE 水平低于行业平均。公司具有火电灵活性改造核心优势和高速成长性，维持“买入”评级。

## 风险提示

1. 火电建设不及预期。

受煤价波动和电价政策不确定性影响，煤电建设有可能不及预期。

2. 电力辅助服务市场政策不及预期。

若辅助服务市场电价补贴不及预期，影响电厂火电灵活性改造意愿。

3. 本报告中有关市场空间的测算存在局限性和误差。

报告中有关市场空间的测算的假设是基于电规总院所发布报告和国家发改委所出具政策中提出的相关目标设置出乐观、中性和保守三种情况，测算范围相差较大，在精确度上存在局限性，同时难以消除主观性影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com