

## 青达环保 (688501.SH)

## 主业景气驱动业绩高增，布局海外空间广阔

公司发布 2025 年三季度报告。公司 2025 年前三季度实现营收 14.70 亿元，同比+91.1%；归母净利润 1.24 亿元，同比+267.1%；扣非归母净利润 1.20 亿元，同比+309.2%。Q3 单季度，公司实现营收 2.84 亿元，同比+11.2%；归母净利润 0.16 亿元，同比+60.7%。前三季度业绩高增主要系炉渣节能环保处理、全负荷脱硝、低温烟气余热回收系统收入增长，以及新增光伏项目收入确认所致。

**辅机业务受益煤电新建与改造，灵活性改造重回高增赛道。**公司传统主业炉渣处理、低温省煤器等作为煤电必备辅机，充分受益于“十四五”以来新一轮的煤电建设高潮与存量机组的设备更新改造。据 wind，2024 年火电基本投资完成额累计 1588 亿元，同比+33%；全国煤电装机 11.95 亿千瓦，同比增长 2.6%。我们测算，公司传统主业市场潜在空间未来 3 年内预计年均 7 亿-29 亿元。**灵活性改造方面**，政策要求不断加码。2025 年 4 月，国家发展改革委、国家能源局联合印发《新一代煤电升级专项行动实施方案（2025—2027 年）》，提出深度调峰改造目标为现役机组最小出力 25%—40%额定负荷，新建机组纯凝工况下≤25%，新一代示范机组≤20%。随着新能源装机高增，电力系统对调节能力需求日益迫切，公司核心的全负荷脱硝业务在经历两年的平稳增长后，再度释放弹性，2025H1，该板块实现营收 1.3 亿元，同比大幅增长 209%。我们预计，伴随火电向调节性电源转变以及盈利改善，灵活性改造需求将持续释放，预计未来 3 年相关业务的年均潜在市场空间达 7-17 亿元，全负荷脱硝有望保持高增，电极锅炉业务有望放量。

**走出去、扩品类，多元发展打造成长新引擎。**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。2025 年 10 月，公司公告与越南两大知名企业组成联合体，与越南国家工业与能源集团（PetroVietnam）旗下隆福发电厂正式签约，成功拿下越南隆福 2×600MW 电厂灰渣系统总包合同，公司合同金额合计约 2547.55 万美元，约合人民币 1.81 亿元（含税）。此外，公司还有脱硫废水、钢渣处理等新兴业务有望成为未来业绩增长新引擎。

**投资建议。**公司作为火电辅机设备龙头，深度受益于煤电新基建与灵活性改造的双重景气周期。传统业务稳健增长，灵活性改造业务重回高增，同时海外市场、钢渣处理、AI 赋能等新业务打开长期成长空间。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 19.87/23.84/27.85 亿元，同比增长 51.2%/20.0%/16.8%；归母净利分别为 2.12/2.59/3.10 亿元。对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.71/2.09/2.49 元，对应 PE 分别为 16.5/13.5/11.3 倍，维持“买入”评级。

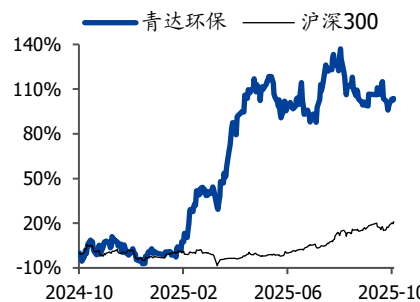
**风险提示：**1.火电建设不及预期；2.电力辅助服务市场政策不及预期；3.火电灵活性改造需求释放不及预期。

买入（维持）

## 股票信息

行业	环保设备 II
前次评级	买入
10月29日收盘价(元)	28.10
总市值(百万元)	3,490.75
总股本(百万股)	124.23
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	1.80

## 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
分析师	张卓然
执业证书编号:	S0680525080005
邮箱:	zhangzhuoran@gszq.com
分析师	鲁昊
执业证书编号:	S0680525080006
邮箱:	luhao@gszq.com

## 相关研究

- 《青达环保 (688501.SH): 灵活性改造放量高增, 辅机设备延续高景气》 2025-08-27
- 《青达环保 (688501.SH): 项目交付贡献增量, 主营有望持续高增》 2025-04-28
- 《青达环保 (688501.SH): 龙头产品毛利率逆市提升, 业绩高增可期》 2025-04-22

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,029	1,314	1,987	2,384	2,785
增长率 yoy (%)	35.0	27.7	51.2	20.0	16.8
归母净利润 (百万元)	87	93	212	259	310
增长率 yoy (%)	48.0	7.3	128.2	22.2	19.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.70	0.75	1.71	2.09	2.49
净资产收益率 (%)	9.9	9.7	19.2	20.2	20.8
P/E (倍)	40.3	37.5	16.5	13.5	11.3
P/B (倍)	4.0	3.6	3.2	2.7	2.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1631	2423	2479	3083	3494
现金	350	327	134	148	186
应收票据及应收账款	655	692	892	1059	1244
其他应收款	17	25	35	44	51
预付账款	15	20	29	36	41
存货	399	983	920	1225	1340
其他流动资产	194	377	468	571	633
<b>非流动资产</b>	296	653	803	946	1058
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	137	266	332	423	494
无形资产	31	134	129	124	119
其他非流动资产	128	253	342	399	445
<b>资产总计</b>	1926	3076	3283	4029	4552
<b>流动负债</b>	997	1681	2108	2666	2962
短期借款	385	510	628	749	868
应付票据及应付账款	454	865	1085	1419	1566
其他流动负债	157	306	394	498	528
<b>非流动负债</b>	19	399	23	24	24
长期借款	0	1	1	2	2
其他非流动负债	19	398	22	22	22
<b>负债合计</b>	1016	2081	2131	2689	2987
少数股东权益	31	37	48	59	74
股本	123	123	123	123	123
资本公积	313	325	325	325	325
留存收益	441	507	652	829	1040
归属母公司股东权益	879	958	1104	1281	1492
<b>负债和股东权益</b>	1926	3076	3283	4029	4552

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	0	-186	272	174	194
净利润	92	96	223	270	324
折旧摊销	22	34	34	40	46
财务费用	13	20	17	21	24
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-146	-366	5	-154	-196
其他经营现金流	20	31	-6	-3	-3
<b>投资活动现金流</b>	18	-349	-178	-179	-153
资本支出	-57	-329	-117	-162	-139
长期投资	74	-20	0	0	0
其他投资现金流	1	1	-61	-18	-15
<b>筹资活动现金流</b>	89	424	-287	19	-3
短期借款	110	125	117	121	119
长期借款	0	1	0	1	1
普通股增加	28	0	0	0	0
资本公积增加	-27	12	0	0	0
其他筹资现金流	-22	287	-405	-103	-123
<b>现金净增加额</b>	107	-110	-192	14	38

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	1029	1314	1987	2384	2785
营业成本	693	880	1325	1575	1821
营业税金及附加	8	14	19	21	27
营业费用	65	78	122	144	169
管理费用	88	137	188	237	284
研发费用	51	57	92	114	131
财务费用	13	21	15	20	24
资产减值损失	-1	-15	0	0	0
其他收益	11	24	29	25	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	1	1
资产处置收益	0	0	3	3	4
<b>营业利润</b>	100	116	259	302	369
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	99	116	259	302	369
所得税	7	20	36	31	45
<b>净利润</b>	92	96	223	270	324
少数股东损益	6	3	11	11	15
<b>归属母公司净利润</b>	87	93	212	259	310
EBITDA	130	183	307	362	438
EPS (元/股)	0.70	0.75	1.71	2.09	2.49

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	35.0	27.7	51.2	20.0	16.8
营业利润(%)	25.5	16.7	122.9	16.6	22.2
归属母公司净利润(%)	48.0	7.3	128.2	22.2	19.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.7	33.0	33.3	33.9	34.6
净利率(%)	8.4	7.1	10.7	10.9	11.1
ROE(%)	9.9	9.7	19.2	20.2	20.8
ROIC(%)	7.7	8.1	12.6	13.3	13.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	52.7	67.6	64.9	66.7	65.6
净负债比率(%)	5.3	21.3	50.2	51.2	49.1
流动比率	1.6	1.4	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.1	0.6	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.6
应收账款周转率	2.0	2.1	2.7	2.6	2.6
应付账款周转率	1.9	1.5	1.6	1.4	1.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.75	1.71	2.09	2.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	-1.50	2.19	1.40	1.56
每股净资产(最新摊薄)	7.08	7.71	8.88	10.31	12.01
<b>估值比率</b>					
P/E	40.3	37.5	16.5	13.5	11.3
P/B	4.0	3.6	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	16.2	10.6	13.2	11.5	9.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价

### 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