

倍杰特 (300774)

持续深耕水处理，政策加持成长可期

深耕水处理领域，值得信赖的环保管家

公司自2004年成立起，始终聚焦于水处理领域，依托自主研发的技术承接了EPC、EP、BOT等诸多水处理工程，且以高质量水平完成了诸多标志性的项目，已成为国内工业领域领先的水处理整体解决方案的提供商。2021年8月公司成功上市于深交所，目前处于快速发展阶段。**2022H1分别实现营业收入4.19亿元与归母净利润0.79亿元，分别同比增加34.25%与9.88%。**

顺政策之势，掘水处理市场之契机

“十四五”以来，国家陆续出台诸多与“水”相关的政策，明确提及了行业及区域水处理的要求与规划；更是强调“治国先治水”；同时，在“双碳”的政策目标驱动下，水处理行业如何实现低碳污水处理，及如何协同相关行业持续绿色发展，如市政污水处理、石油化工、电力等行业，这些为实现可持续发展的高质量经济的重要环节。**公司主要客户以及核心技术聚集在污废水处理高难度的行业，随着这些行业市场需求的规模不断扩大，公司未来将拥抱更多的机遇，市场价值有望会进一步释放。**

持核心技术之剑，迎业绩增长之光

通过研究人员多年努力，针对不同行业水处理的痛点，公司自主研发了诸多领先的业内技术，包括废水零排放、中水高效回用、高含盐废水分盐等技术，这些针对性强且先进的技术铸就了公司差异化的竞争力。核心技术不仅赢得了客户的信赖，而且降低了运行成本，使得公司毛利率在行业内领先，盈利能力较强。同时，公司业务不断扩大，利用自身的优势已进军不同新兴领域，如盐湖提锂、氢能等新能源行业，不断迭代的技术加以深谋远虑的战略规划为公司未来业绩新的增长点奠定基础。2021年较2020年新增24个订单，合同金额为16.38亿元，在手订单充沛，业绩增长值得期待。

盈利预测与投资建议：公司聚焦于水处理业务，我们看好公司在未来污水资源化发展的市场以及多业务拓展的战略；我们预计公司2022-2024年年收入9.21、11.73、13.47亿元，2022-2024年实现归母净利润1.97、2.70、3.15亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：技术创新风险、市场竞争风险、客户集中风险、应收账款余额占比风险高、疫情反复风险

投资评级

行业	环保/环境治理
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	13.68元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	408.76
流通A股股本(百万股)	123.75
A股总市值(百万元)	5,591.89
流通A股市值(百万元)	1,692.91
每股净资产(元)	3.51
资产负债率(%)	30.98
一年内最高/最低(元)	25.13/13.50

作者

郭丽丽 分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	580.53	712.77	920.58	1,173.38	1,347.92
增长率(%)	21.97	22.78	29.16	27.46	14.87
EBITDA(百万元)	221.81	249.94	251.01	339.94	393.10
归属母公司净利润(百万元)	149.40	174.42	196.50	270.03	315.20
增长率(%)	25.18	16.75	12.66	37.42	16.73
EPS(元/股)	0.37	0.43	0.48	0.66	0.77
市盈率(P/E)	37.43	32.06	28.46	20.71	17.74
市净率(P/B)	5.01	3.89	3.52	3.12	2.75
市销率(P/S)	9.63	7.85	6.07	4.77	4.15
EV/EBITDA	0.00	32.25	17.72	12.42	10.45

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 深耕水处理领域，值得信赖的环保管家	4
1.1. 聚焦水处理，国内领先的水处理方案供应商	4
1.1. 聚焦主营业务，实现持续发展	4
1.2. 规模利润稳增长，运营能力渐提高	6
2. 顺行业政策之势，掘市场之契机	8
2.1. 人均资源仍缺乏，污废水排放较多	8
2.2. 行业政策助推器，市场蕴藏契机	9
2.3. 行业需求持续释放，市场空间仍存在	10
2.3.1. 工业废水处理	10
2.3.2. 市政污水处理	11
3. 持核心技术之剑，迎业绩增长之光	12
3.1. 软硬并施，打磨核心技术	12
3.2. 核心技术行业内领先	12
3.3. 在手订单充沛，未来业绩可期	15
4. 盈利预测	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：股权结构图（截至 2022H1）	4
图 3：运营模式	5
图 4：倍杰特生产基地	5
图 5：公司主要市场领域（橙色部分为公司业务覆盖领域）	5
图 6：主营业务营收逐年递增	5
图 7：2021 年营收构成占比	5
图 8：2017-2021 营收稳步增长	6
图 9：2022H1 年实现归母净利润 0.79 亿元	6
图 10：2017-2021 公司毛利率与净利率	6
图 11：2017-2021 主营业务细分领域毛利率	6
图 12：应收账款与应收账款周转率	7
图 13：账龄分布	7
图 14：资产负债率稳定，ROE 稳步发展	7
图 15：规模效应渐现，费用率下降	7
图 16：2004-2021 我国人均水资源量	8
图 17：2021 我国地表水分类	8
图 18：2007-2017 全国废水排放量（亿吨）	8

图 19: 2000-2020 城市与县城污水排放量 (亿立方米)	8
图 20: 2000-2020 我国环境污染治理投资总额 (亿元)	9
图 21: 2016-2020 我国环保产业营业收入 (亿元)	9
图 22: 2016-2020 年, 工业源废水治理取得成效	10
图 23: “十四五” 工业废水循环利用具体领域目标	10
图 24: 2016-2021 原油加工量 (亿吨)	10
图 25: “十四五” 末, 煤化工主要产品目标	10
图 26: 2017-2021 全国火电装机容量 (亿万千瓦)	11
图 27: 2021 年全国发电装机容量方式比例	11
图 28: 2000-2020 年城市县城污水处理率不断提升	11
图 29: 再生水利用率提升空间大	12
图 30: 2025 年具体区域再生水利用率目标	12
图 31: 员工的研发人员占比	12
图 32: 高效提标过程	13
图 33: 核心技术	13
图 34: 2018-2020 公司水处理解决方案业务应用行业收入 (亿元)	14
图 35: 水处理解决方案的毛利率高于行业平均值	14
图 36: 运营管理与技术服务的毛利率高于行业平均值	14
图 37: 2021 年新增重大订单项目类型占比	15
图 38: 2020 年全球锂矿储量占比分布	15
图 39: 碳酸锂 99.5%电价格近年来持续上升	15
图 40: BDO 产量逐年递增	16
表 1: 重点政策频出台	9
表 2: 核心技术对比	13
表 3: 多行业代表性项目	13
表 4: 业务拆分	16

1. 深耕水处理领域，值得信赖的环保管家

1.1. 聚焦水处理，国内领先的水处理方案供应商

倍杰特前身系 2004 年成立的北京倍杰特国际环境技术有限公司。自成立以来，公司聚焦于水处理领域，重视自主研发；2008 年成立废水再利用事业部，主攻废水零排放和高含盐废水分盐等课题，2014 年投运了国内首套全自主产权煤化工零排放项目。随着战略投资者的引入，于 2018 年增资扩股至 3.7 亿元。深耕水处理领域十八年，公司已发展成为国内工业领域领先的水处理整体解决方案的提供者，并于 2021 年 8 月成功登陆深交所。

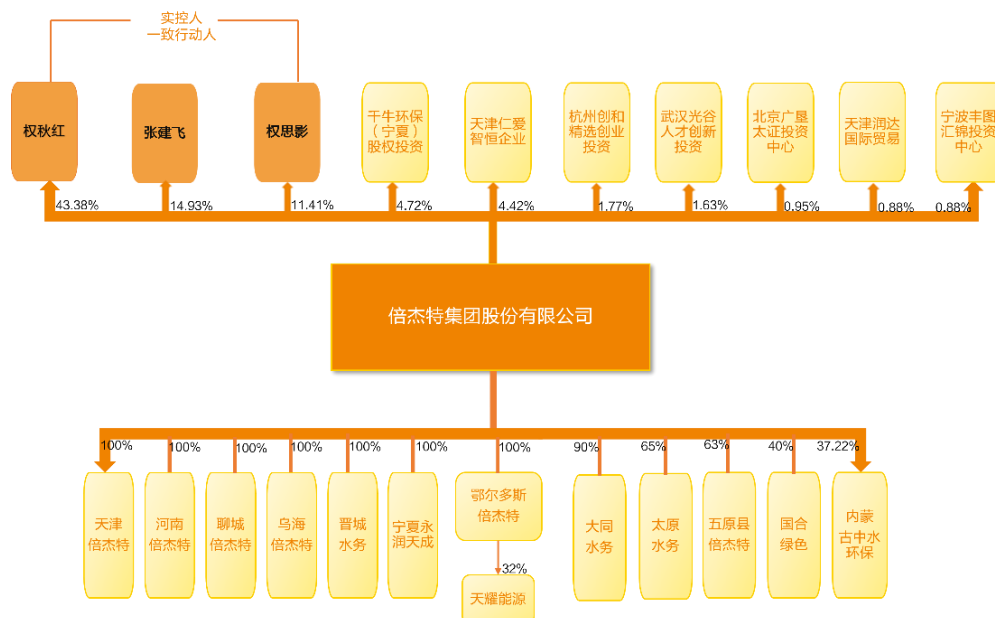
图 1：公司发展历程



资料来源：倍杰特招股说明书，年度报告，天风证券研究所

股权结构稳定集中。实际控制人权秋红、张建飞夫妇及权思影，三人持股比例合计 69.72%，同为公司一致行动人。权秋红担任公司董事长，张建飞担任公司总经理及核心技术负责人；股权集中且稳定，管理层人员行业经验丰富，利于公司长远发展及战略规划。**子公司覆盖主营业务**，利于以客户为中心提供全方位的一体化服务。

图 2：股权结构图（截至 2022H1）



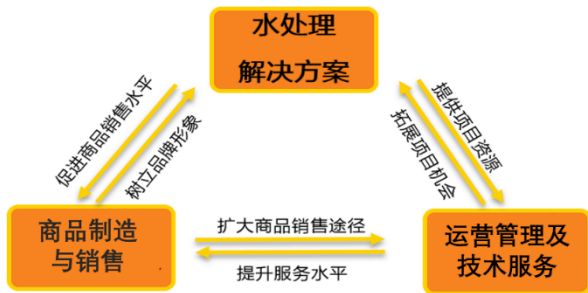
资料来源：wind，天风证券研究所

1.1. 聚焦主营业务，实现持续发展

三大板块互助力，提供综合服务一体化。主营业务分为三部分：水处理解决方案、运营管理及技术服务、商品制造与销售。公司以 EP、EPC 等主要模式承担水处理综合解决方案项

目，同时积极拓展机会，通过 BOT、PPP 等方式承担运营期的运营管理业务；公司拥有专业生产制造基地，不仅在为水处理解决方案提供核心设备的同时，也对外直接销售公司生产制造的药剂、配套设备等。良性互动的经营模式为公司可持续发展提供强劲动力。

图 3：运营模式



资料来源：倍杰特招股说明书，天风证券研究所

图 4：倍杰特生产基地



资料来源：倍杰特招股说明书，天风证券研究所

从公司主要市场领域覆盖看，(1)污水再利用：工业污水回用率 $\geq 90\%$ ；进一步处理高浓度盐分水达到无机盐循环利用；(2)水深度处理：高难度污水处理及给水处理及化学水处理。公司凭借多年技术经验及业内口碑积累，已完成多个标志项目，累计服务客户数百家，其中包括中国石化、中沙石化、中天合创等高端客户。

图 5：公司主要市场领域（橙色部分为公司业务覆盖领域）

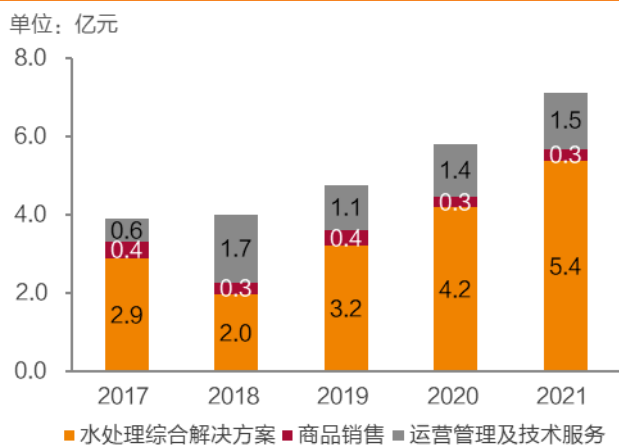


资料来源：倍杰特招股说明书，天风证券研究所

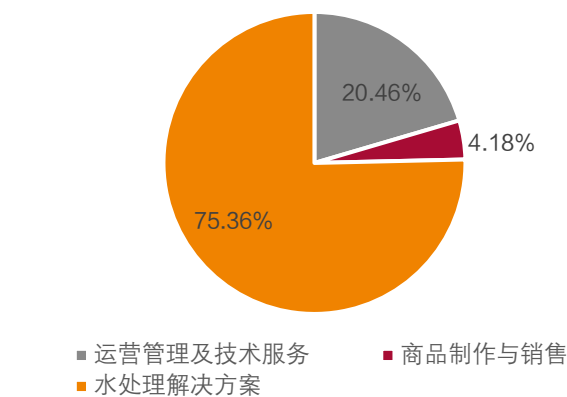
从营收结构看，主营业务的营收为公司收入全部来源，呈明显上升趋势；从业务板块看，2021 年水处理解决方案营收为 5.4 亿元，运营管理及技术服务营收为 1.5 亿元，营收共占比约 96%，为公司的主要创收来源。

图 6：主营业务营收逐年递增

图 7：2021 年营收构成占比



资料来源: wind, 天风证券研究所



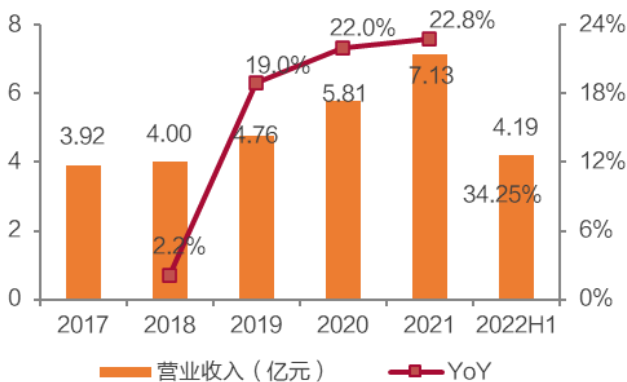
资料来源: wind, 天风证券研究所

1.2. 规模利润稳增长，运营能力渐提高

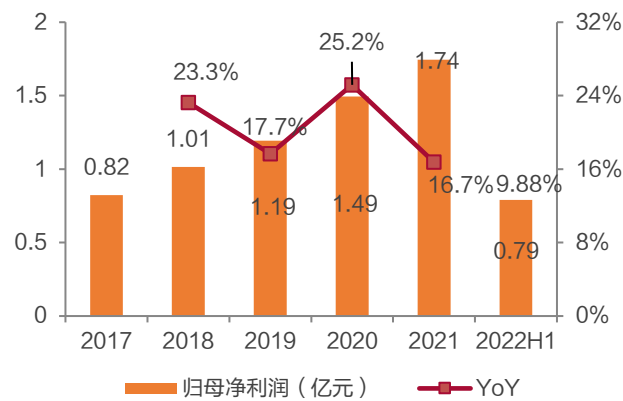
营收利润稳步增长。2021 年公司实现营收 7.13 亿元，同比增加 22.8%，2017-2021 年 CAGR 为 16%；归母净利润 1.74 亿元，同比增加 16.7%，2017-2021 年 CAGR 为 21%。根据最新半年报告，2022H1 分别实现营收 4.19 亿元与归母净利润 0.79 亿元，分别同比增加 34.25% 与 9.88%，营收规模增加；公司营收较归母净利润增长较快，主要系水处理相关业务部分原材料价格上涨所致以及承接的山西合成生物产业园和东景的污水项目还有余款未结算完，同时计提的工程履约进度减值较上年增加。

图 8: 2017-2021 营收稳步增长

图 9: 2022H1 年实现归母净利润 0.79 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

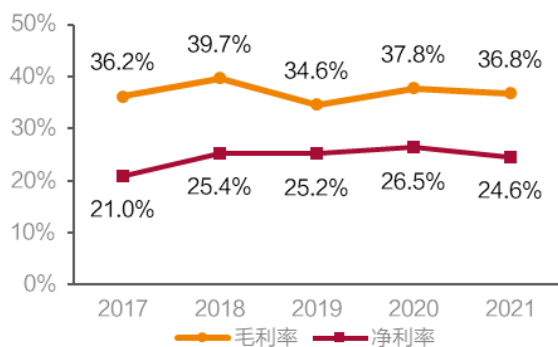


资料来源: wind, 天风证券研究所

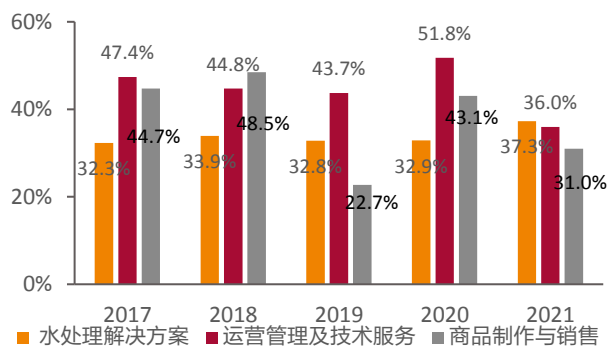
2017-2021 年，公司毛利率维持在 34.6%-39.7%之间，净利率维持在 21%-26.5%之间，盈利能力稳定发展；公司聚焦水处理板块拉动整体毛利率，水处理解决方案毛利率由 32.3%增至 37.3%；由于疫情影响，2020 年度水电费减免较多，2021 年度相关疫情优惠政策较少，因此 2021 年运营水电费同比增加 64.8%，运营服务的毛利率同比减少 15.8pct，毛利率有所下滑。

图 10: 2017-2021 公司毛利率与净利率

图 11: 2017-2021 主营业务细分领域毛利率



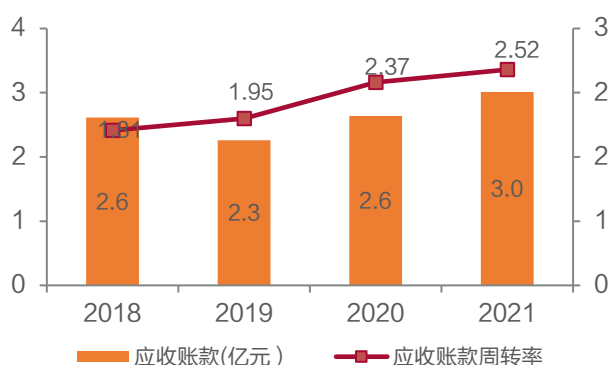
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

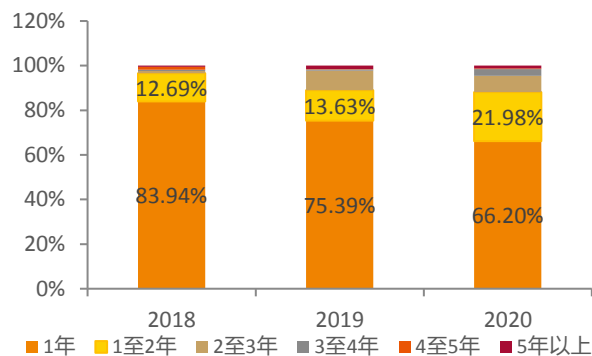
随着营收增加, 应收账款逐步增加, 2021 年应收账款额为 3.01 亿元, 同比增加 14%; 但同时应收账款周转率也在逐年变高, 整体运转效率提升。主要客户为国企及事业单位, 有一定信用保障, 项目周期长, 账龄分布较均衡健康, 以 1 年左右为主。

图 12: 应收账款与应收账款周转率



资料来源: wind, 天风证券研究所

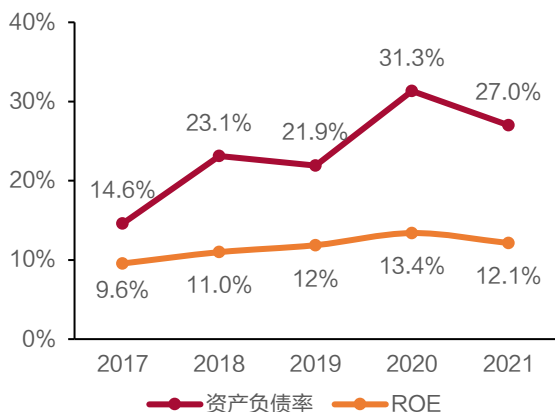
图 13: 账龄分布



资料来源: wind, 天风证券研究所

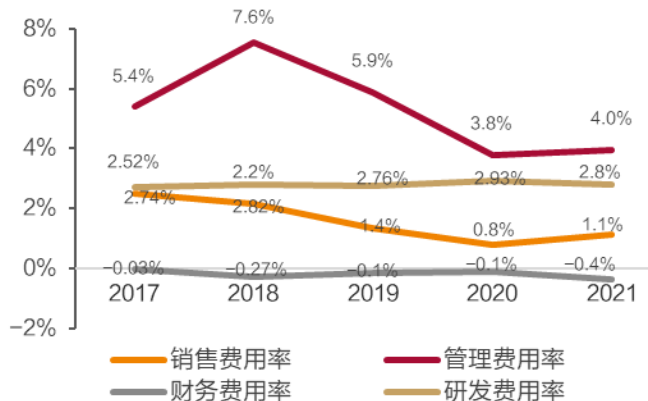
资产负债结构稳定。公司规模逐渐扩大, 业务不断扩张, 但资产负债率整体稳定, 2018-2021 年维持在 23.1%-31.3%之间。财务杠杆平稳, 2017-2021 年 ROE 稳步发展。**规模效应逐渐显现,** 2018-2021 年, 管理费用率 7.6%降至 4.0%, 销售费用率也处于下降态势。

图 14: 资产负债率稳定, ROE 稳步发展



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 规模效应渐现, 费用率下降



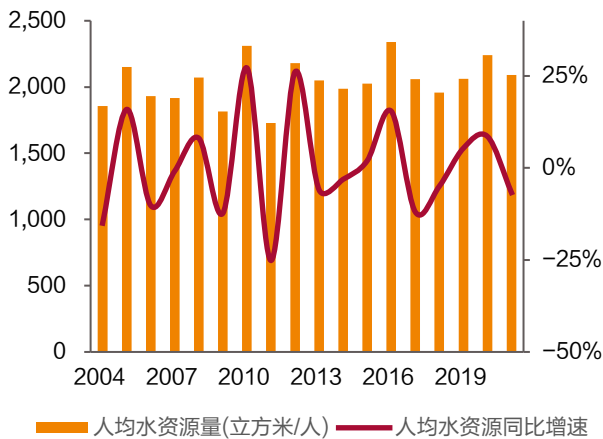
资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 顺行业政策之势，掘市场之契机

2.1. 人均资源仍缺乏，污废水排放较多

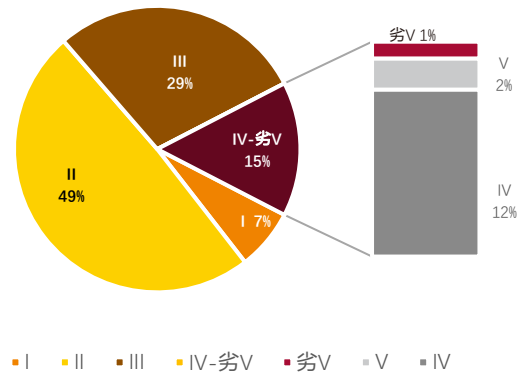
从量看，截止 2021 年，我国人均水资源为 2090.1 立方米，自 2004-2021 年，人均水资源同比增速未见明显增势；根据国际人均水资源量标准，人均资源量低于 2000 立方米为缺水地区，目前我国处于此警戒线；从质看，2021 年我国全年地表水 IV 类-劣 V 类（无法作为饮用水源）合计占比达 15%，同比下降 1.4%，水质有所改善，但仍有提升空间。

图 16：2004-2021 我国人均水资源量



资料来源：wind，国家统计局，天风证券研究所

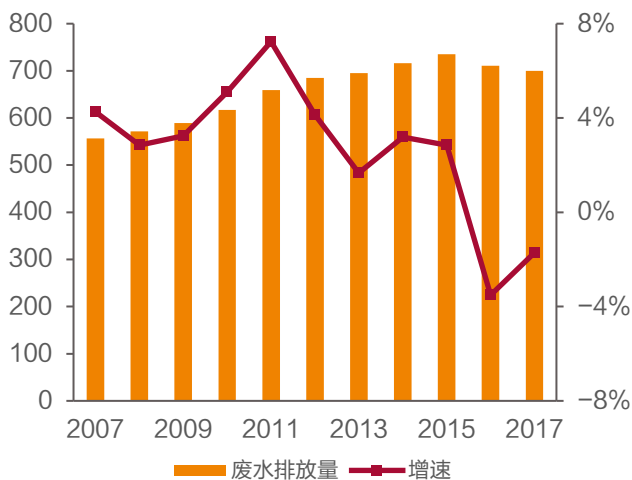
图 17：2021 我国地表水分类



资料来源：中国生态环境部，天风证券研究所

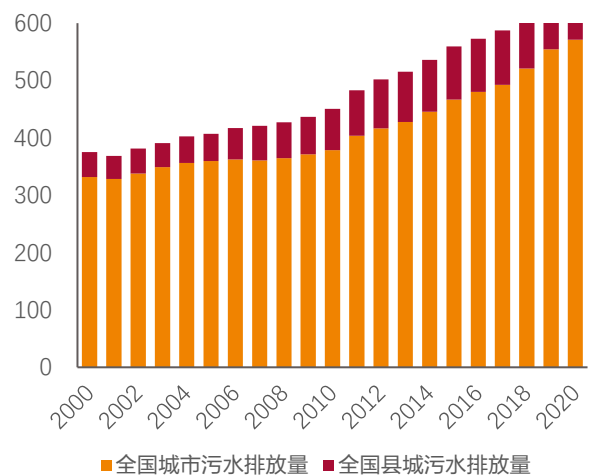
根据国家统计局数据，全国常住人口城镇化率从 2017 年的 60.2% 增至 2021 年的 64.7%，城镇化率逐步提升；2017 年，全国总废水排放量约 700 亿吨；全国城市总污水排放量由 2000 年的 331.8 亿 m^3 增至 2020 年的 571.4 亿 m^3 。在人多水少、水资分布不均的基本国情背景下，污废水排放量不断增加，水资源污染更严重，水资源紧缺的压力变大；污水资源化则是缓解水资源短缺的重要且必要的环节。

图 18：2007-2017 全国废水排放量（亿吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：2000-2020 城市与县城污水排放量（亿立方米）

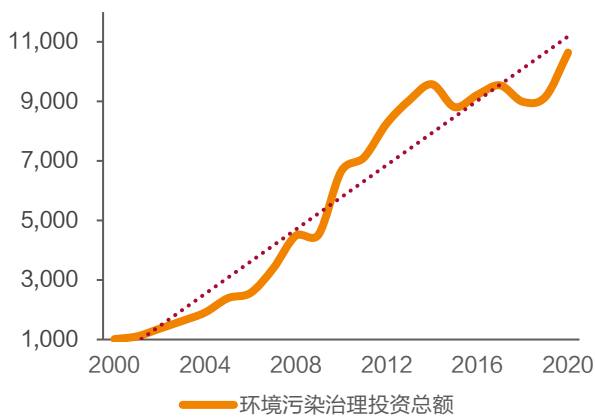


资料来源：2020 年城乡建设统计年鉴，天风证券研究所

2.2. 行业政策助推器，市场蕴藏契机

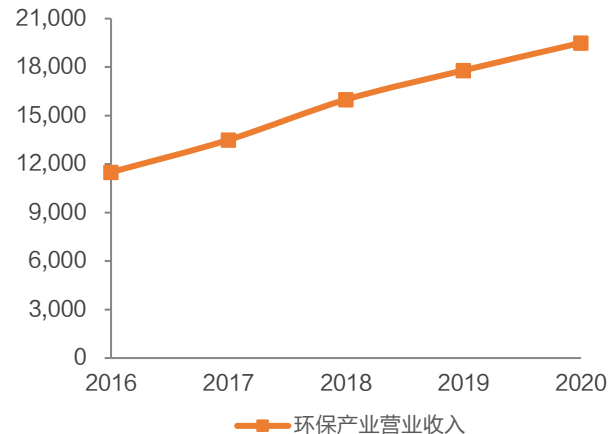
2020 年环境污染治理投资总额约 1.06 万亿元，占 GDP 约 1%；2020 年全国环保产业营收约 1.95 万亿元，2016-2020 年，环保产业营收平均年增长率约 14%，整体环保行业处于快速发展态势。2021 年下半年，国家发改委联合多部门印发了《“十四五”节水型社会建设规划》，明确提及：到 2025 年节水型社会建设需取得显著成果，再次强调工业废水循环利用、“零排放”等规划和理念多项政策及相应目标的规划，奠定了水处理行业的基调，公司未来有望拥抱更多机遇

图 20：2000-2020 我国环境污染治理投资总额（亿元）



资料来源：wind，中国生态环境部，天风证券研究所

图 21：2016-2020 我国环保产业营业收入（亿元）



资料来源：中国环境保护产业协会，天风证券研究所

表 1：重点政策频出台

时间	政策	内容
2018.1.10	《排污许可管理办法（试行）》 (2019.8.22 修订)	强化排污单位污染治理主体责任，要求纳入固定污染源排污许可分类管理名录的企业事业单位和其他生产经营者必须持证排污，无证不得排污。
2018.6.16	《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	明确目标；2020 年，全国地表水 I ~ III 类水体比例达到 70% 以上，劣 V 类水体比例控制在 5% 以内；近岸海域水质优良比例达到 70% 左右；受污染耕地安全利用率达到 90% 左右。
2019.4.15	《国家节水行动方案》	明确提及，到 2022 年，万元国内生产总值用水量、万元工业增加值用水量较 2015 年分别降低 30% 和 28%；全国用水总量控制在 6,700 亿立方米内；到 2035 年，全国用水总量控制在 7,000 亿立方米内。
2020.7.28	《城镇生活污水处理设施补短板强弱项实施方案》	提升城镇生活污水收集处理能力，加大生活污水收集管网配套建设和改造力度，促进污水资源化利用。明确提及：到 2023 年，县级及以上城市设施能力基本满足生活污水处理需求。
2021.1.4	《关于推进污水资源化利用的指导意见》	目标：到 2025 年，污水资源化利用政策体系和市场机制基本建立。明确提及：到 2025 年，全国地级及以上缺水城市再生水利用率达到 25% 以上，京津冀地区达 35% 以上等。
2022.1.24	《“十四五”节能减排综合工作方案》	大力推动节能减排，深入打好污染防治攻坚战。明确提及：到 2025 年，农村生活污水治理率达到 40%；长江流域总体水质保持为优，干流水质稳定达到 II 类。
2022.2.10	《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》	明确提及：到 2025 年，新增污水处理能力 2000 万 m ³ /日，新增和改造收集管网 8 万 km，新建、改建和扩建再生水生产能力 ≥ 1500 万 m ³ /日，县城污水处理率 ≥ 25%，地级及以上缺水城市污水资源化利用率 ≥ 90%

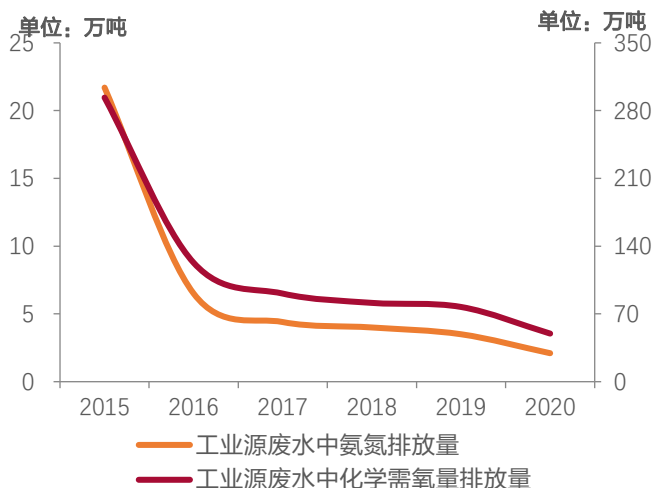
资料来源：国家发改委，生态环境部，工业和信息化部，中国政府，天风证券研究所

2.3. 行业需求持续释放，市场空间仍存在

2.3.1. 工业废水处理

工业源 COD 排放量及氨氮排放量 2020 年较 2015 年分别下降 83%和 90%，“十三五”期间我国工业废水治理取得成效，为生态环境质量改善做出贡献；“十四五”规划提及继续深入污染防治，实现生态环境质量改善由量变到质变，因此也对工业废水治理进一步提出新方案。2021 年年底，六部门联合发布了《工业废水循环利用实施方案》，明确了加快推进工业废水循环利用，到 2025 年，规上工业用水重复利用率达到约 94%，以及工业用市政再生水量大幅提高，工业增加值用水量较 2020 年下降 16%，基本形成主要用水行业废水高效循环利用新格局等要求。

图 22：2016-2020 年，工业源废水治理取得成效



资料来源：中国生态环境部，天风证券研究所

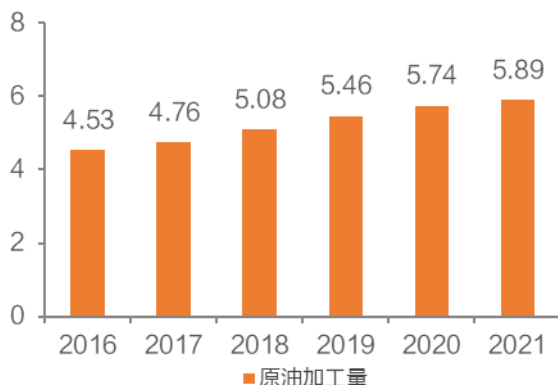
图 23：“十四五”工业废水循环利用具体领域目标

行业	2020年规上工业用水重复利用率	2025年规上工业用水重复利用率
钢铁	97%	>97%
石化化工	93%	>94%
有色	94%	>94%
造纸	82%	>87%
纺织	73%	>78%
食品	60%	>68%
全国	93%	94%左右

资料来源：工业废水循环利用实施方案，天风证券研究所

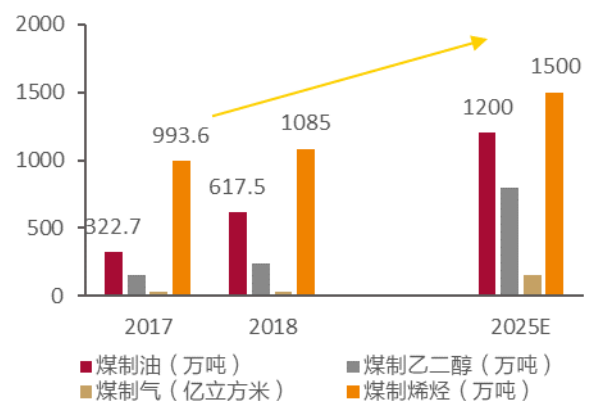
石油化工行业是国民经济的支柱。2016-2021 年原油加工量从 4.53 亿吨增至 5.89 亿吨，原油加工量维持较高增长率，污水处理市场较大；**现代煤化工行业**是石油化工的重要补充，以煤为主要原料生产清洁能源和化工产品，比如煤制油、煤制天然气等；在碳达峰、碳中和的背景下，国家继续会推进石油化工、煤化工业协同发展；《煤炭工业“十四五”现代煤化工发展指导意见》明确了“十四五”末，现代煤化工主要产品产量的明确目标，比如煤制油产能达到 1200 万吨等；在此背景下，现代煤化工行业会继续蓬勃发展。**煤化工行业具有高耗水、与我国水资源逆分布的特点。**煤资源位于水资源较匮乏地区，在这些区域发展煤化工项目且要达到不断提高的排放标准的情况下，对水处理技术提出更高的要求，如再生水利用工艺、分盐零排放技术等，因此整体污水处理领域的市场规模也进一步扩大。

图 24：2016-2021 原油加工量 (亿吨)



资料来源：wind，天风证券研究所

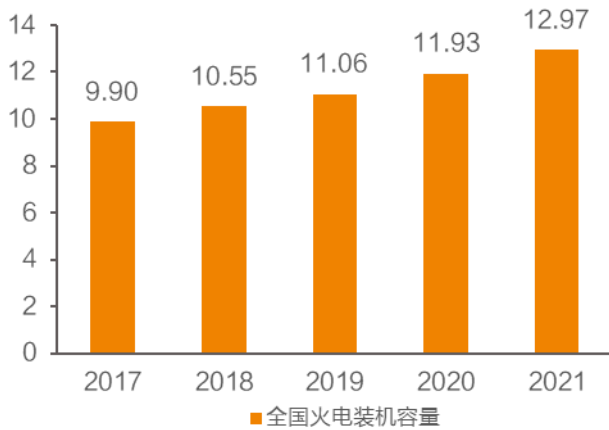
图 25：“十四五”末，煤化工主要产品目标



资料来源：倍杰特招股说明书，CPCIF，中国煤炭工业协会，天风证券研究所

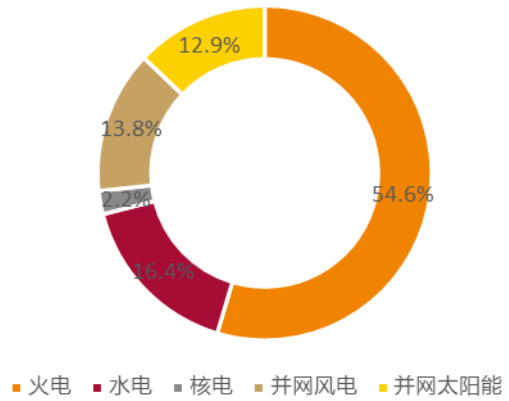
电力行业水处理集中于火电行业，而火力发电厂不仅是用水大户而且也是排水大户。2021年全国火电装机容量 12.97 亿万千瓦，同比增长 4.1%；其中火电装机容量占全部装机容量 54.6%，火力发电仍为主要发电形式。火力发电过程中，多个环节产生处理难度较高的工业废水，火电行业短时间内水处理需求仍较大；且由于国家对污染治理及节水要求提高，新增改造和零排放会进一步带来广阔的市场空间。

图 26：2017-2021 年全国火电装机容量（亿万千瓦）



资料来源：wind，国家统计局，天风证券研究所

图 27：2021 年全国发电装机容量方式比例

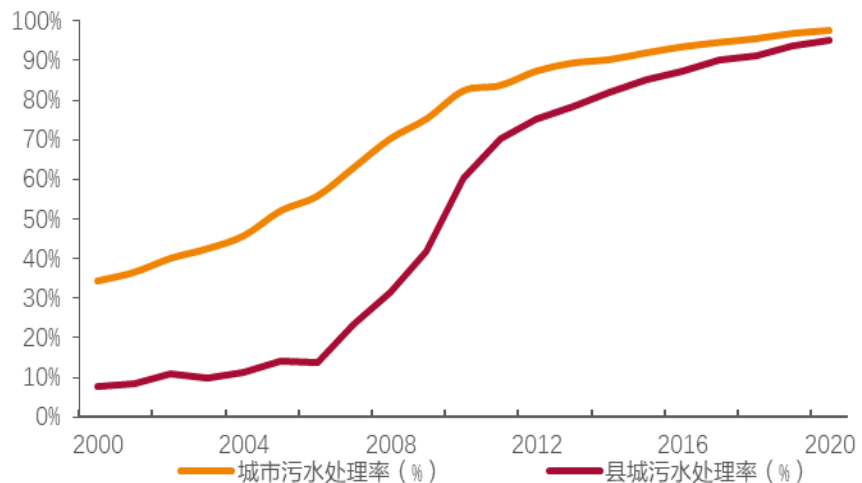


资料来源：北极星电力网，国家统计局，天风证券研究所

2.3.2. 市政污水处理

城市污水处理设施提标改造：从量看，2020 年，城市污水处理率为 97.5%，县镇污水处理率为 95.1%；近年来，污水处理能力已大幅度提高，处理率继续提升空间有限。《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》（以下简称《规划》），明确了“十四五”水环境敏感地区污水处理基本达到一级 A 排放标准等目标，由此可见，对水质进一步提出要求；因此，污水处理厂提标改造应用范围更具体。

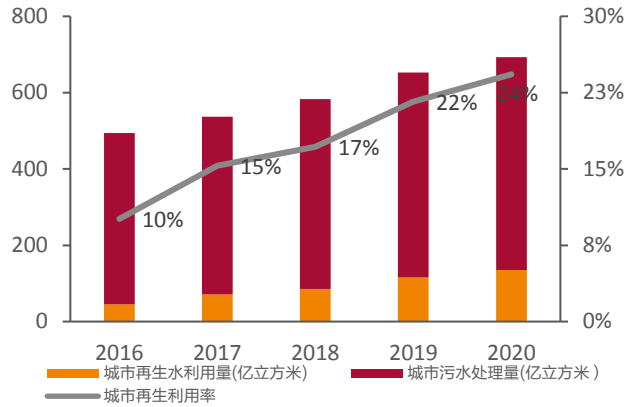
图 28：2000-2020 年城市县城污水处理率不断提升



资料来源：城乡建设统计年鉴，天风证券研究所

再生水是指污水经处理达到规定的水质标准，在一定范围内可再次使用的水，对水资源循环利用有着重要意义。目前我国再生水利用量逐年增加，但再生水利用率较低，2020 年全国城市的市政再生水利用率为 23.69%；《规划》明确 2025 年地级及以上缺水城市再生水利用率达 25%等要求；“十四五”期间，新建、改建和扩建再生水生产能力不少于 1500 万 m³，再生水整体市场空间得到进一步释放。

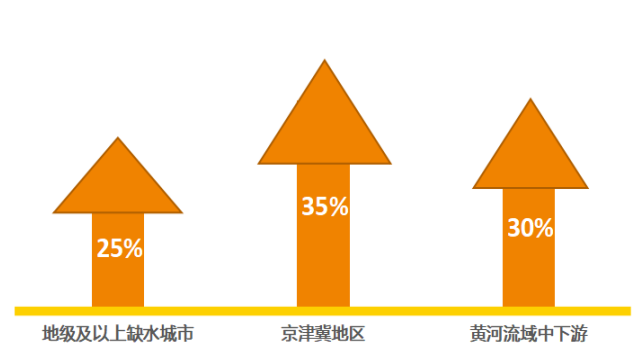
图 29：再生水利用率提升空间大



资料来源：wind，住房和城乡建设部，天风证券研究所

注：城市再生利用率=城市再生水利用量/城市污水处理量

图 30：2025 年具体区域再生水利用率目标



资料来源：国家发展改革委员会，天风证券研究所

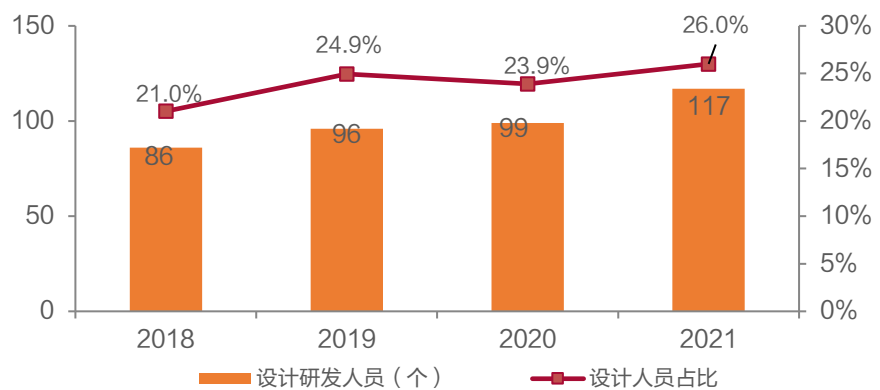
3. 持核心技术之剑，迎业绩增长之光

3.1. 软硬并施，打磨核心技术

截至 2022 年上半年，公司拥有发明专利 44 项，实用新型专利 106 项，其中 PCT 国际专利 2 项；自 2018 年以来，设计研发人员从 86 人扩充到 2021 年 117 人，约占公司总人数 26%；核心技术团队是以总经理张建飞为首带领的 6 人，皆是水处理行业经验丰富的精英人士。技术团队核心力量强且稳，为公司不断技术迭代更新提供了基础。

核心设备装置优势突出。公司核心产品为高难度污水处理系统、中水回用系统和高盐水减量化及零排放系统。先进的核心装置为水处理工程系统运作给予了强有力的支持，为项目的高质量完成提供了保障，为技术研发奠定了基础。

图 31：员工的研发人员占比



资料来源：倍杰特招股说明书，2021 年年度报告，天风证券研究所

3.2. 核心技术行业内领先

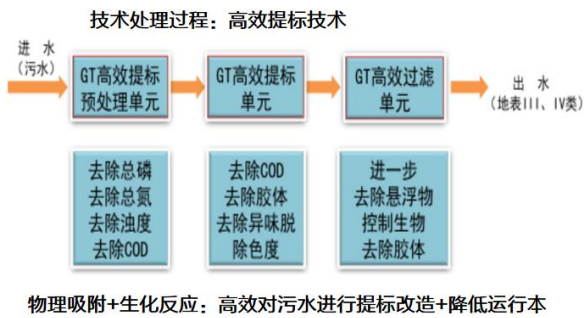
差异化竞争力：公司着力解决工业及市政处理系统的实际问题，攻关不同行业的水处理方案的痛点，自主研发高效提标、中水高效回用、高盐复杂废水减量化、高含盐废水零排放分盐等多项核心技术，各项核心技术达到业内领先水平；其中，高含盐废水零排放分盐被中国环保化工协会组织的鉴定会评定“总体达到国际先进水平、部分单元达到国际领先水平”。

表 2：核心技术对比

	公司核心技术	业内传统技术	公司核心技术	业内传统技术
中水高效回用技术			高盐复杂废水减量化工艺	
适应性	适应城市、工业中水或任何混合水；承受实际水质波动范围 > 50%	一般承受实际水质波动范围 ≤ 20%	耐高盐、高悬浮物、高污泥浓度	对水质及其稳定性要求严格
水质进 出	抗冲击负荷能力强，承受 COD < 120 优	抗冲击负荷能力一般，承受 COD < 60 良	水回收率达 95%	水回收率 < 85%
水回收率				
工艺关键	GTN 系列超滤膜、GTR 系列反渗透膜	普通超滤膜及普通反渗透膜	浓盐缩倍率高	浓盐缩倍率一般
使用寿命	膜易清洗恢复，耐高污染，寿命 > 5 年	膜清洗恢复能力一般，寿命 < 4 年	膜使用寿命 > 5 年	膜使用寿命约 3 年
自动化程度	高	一般	高	一般
处理成本	中	高	低	能源、水消耗大成本高

资料来源：倍杰特招股说明书，天风证券研究所

图 32：高效提标过程



资料来源：倍杰特招股说明书，天风证券研究所

图 33：核心技术

	高含盐废水零排放分盐	含盐含酚废水达标排放
核心工艺	电驱动膜+MVR 浓缩+冷冻/纳滤耦分盐及蒸发结晶进水	SMBR 单元+臭氧氧化+二级生化
优势	水质要求宽松，处理成本低、杂盐率低	废水达到《城镇污水处理厂污染物排放标准》的一级 A 标准，降低运行成本

资料来源：倍杰特招股说明书，天风证券研究所

凭借核心技术和前瞻性地技术储备广泛应用于各个不同行业的项目，完成了很多代表性佳作；多数客户因 EPC、EP 等水处理解决方案项目过往服务质量与技术，继续委托公司运营服务项目，客户粘性高。

表 3：多行业代表性项目

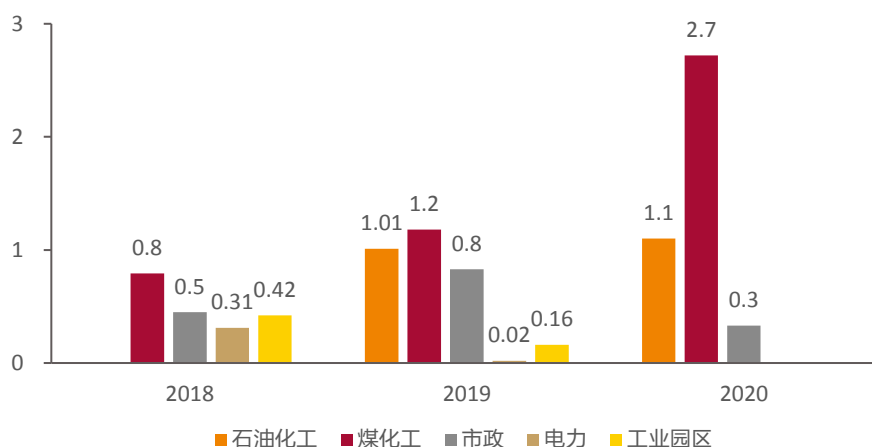
项目名称	主要特色	水处理规模 m ³ /d
乌海园区 EPC	实现“市政污水+工业园区污水联动”+100%回用	5.2 万
石炼中水回用	高难度工业园区污水回用示范性项目	2.88 万
五原 PPP	高效提标技术替代双膜技术 污水回用 100%	3 万
中天废水	高难度废水处理回用率达 92%	4.8 万
延长回用水	大规模中水回用项目	5.88 万
中科炼化回用水	大规模石油化工废水再生利用项目	1.92 万
宁能化	采用全国产自主技术的高盐	1.08 万/ 分盐 2.11 万 t
中煤远兴综合水	大型零排放分盐结晶项目【国内先进水平】	2.88 万

张家港联峰钢铁净水	解决水质波动对处理效果的影响	11.2 万
中科炼化凝结水	大型炼化企业凝结水回收技术应用	6.96 万
中天化学水	煤化工领域大型化学水处理	12.72 万
天津中沙 BOT	突破性处理工艺实现水处理成本降幅 70%	0.288 万

资料来源：倍杰特招股说明书，天风证券研究所

2018-2020 年，**煤化工与石油化工行业**是公司水处理解决方案的收入占比最大的下游应用行业；这些行业要求水处理技术较高，是较能体现水处理技术优势的行业。公司的项目与技术主要集中于煤化工、石油化工、市政等多个未来会进一步释放的行业，整体符合市场趋势。

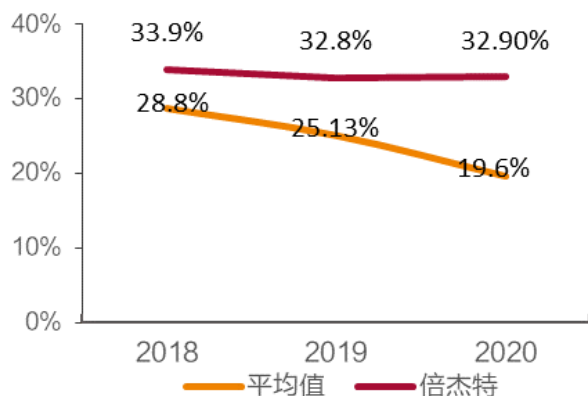
图 34：2018-2020 公司水处理解决方案业务应用行业收入（亿元）



资料来源：倍杰特招股说明书，天风证券研究所

核心技术降本增效，提高公司盈利能力。水处理解决方案的毛利率与运营管理的毛利率处于行业内较前列；依托自主研发技术，不仅给客户带来了高质量服务，也降低了运行成本。

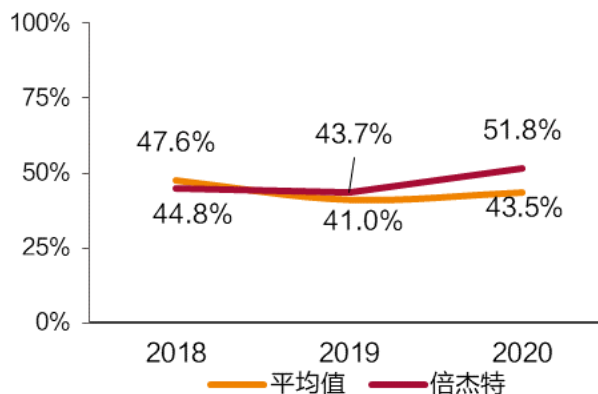
图 35：水处理解决方案的毛利率高于行业平均值



资料来源：倍杰特招股说明书，天风证券研究所

注：行业平均值取自金科环境、京源环保、万邦达、中环环保、上海洗霸

图 36：运营管理与技术服务的毛利率高于行业平均值



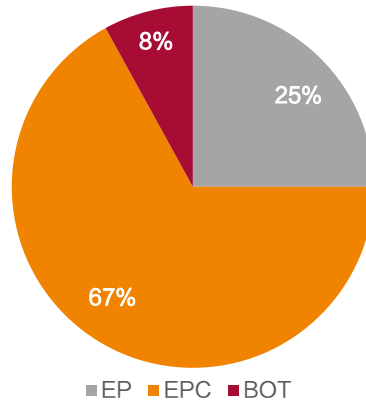
资料来源：倍杰特招股说明书，天风证券研究所

注：行业平均值取自金科环境、万邦达、上海洗霸、中环环保

3.3. 在手订单充沛，未来业绩可期

2021 年新增 24 个重大订单，合同额总计约为 16.38 亿元。2021 年新增订单以 EPC、EP 为主，公司核心业务强劲。截至 2022H1，公司新增节能环保工程订单 10 笔，共计 3.89 亿元，期末在手订单共 30 笔，待确认收入 12.58 亿元，未来收入值得期待。

图 37：2021 年新增重大订单项目类型占比



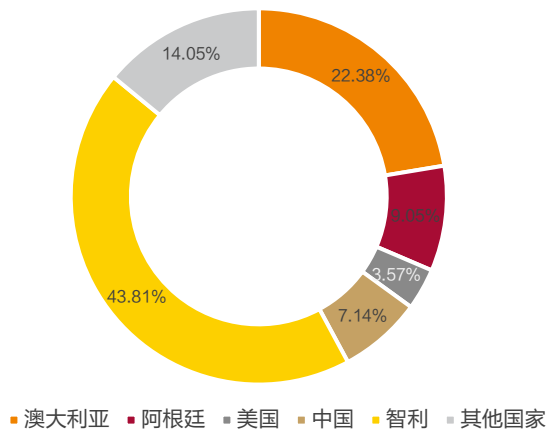
资料来源：2021 年年度报告，天风证券研究所

目前公司利用已有的领先技术和丰富的项目经验，着手布局不同领域，向氢能、光伏、焦化废水等市场领域进军。新增订单中，不乏公司新进领域。

>盐湖提锂：2021 年中标了东华工程科技有限公司的西藏扎布耶盐湖万吨提锂项目的全部 5 个标段，合同金额达到 2.76 亿元。2020 年中国锂矿储量约 150 万公吨，占全球 7.14%；而我国锂盐湖资源储量丰富，其中 90% 为盐湖卤水。与公司中标项目相关的扎布耶盐湖位于西藏，是世界锂矿盐湖三大之一，亚洲第一大锂矿盐湖，资源丰富。在碳中和、碳达峰的背景下，新能源产业加速发展，下游端对碳酸锂的需求增加，碳酸锂价格也持续上升，盐湖提锂技术前景广阔，潜在市场规模大。

中标 5 个标段为东华公司-**西藏碳酸锂-沉锂碳酸钠回收纳滤系统、一段纳滤系统、纳滤预处理系统、碳酸钠回收纳滤系统及多级纳滤系统**，公司具备核心技术及专有定制化高强度膜，辅以高盐水分盐领域的技术和经验积累的优势，有望降低提锂项目投运成本，为在盐湖提锂领域扩大企业影响力起到很好的开端作用。

图 38：2020 年全球锂矿储量占比分布



资料来源：wind，天风证券研究所

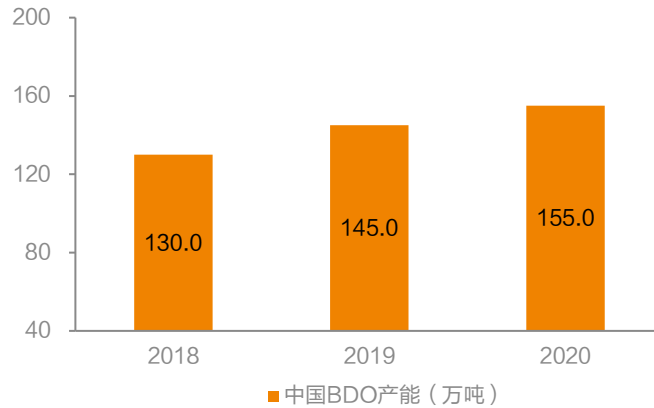
图 39：碳酸锂 99.5% 电价格近年来持续上升



资料来源：wind，天风证券研究所

>BDO 废水处理: BDO 是一种重要的有机和精细化工原料, 被广泛用于医药、化工、纺织等领域, 也是可降解塑料重要原料之一。公司 2021 年进军 BDO 废水处理领域, 获得了 2.35 亿元中水回用和污水处理装置合同。2021 年 7 月国家发改委印发《“十四五”循环经济发展规划》, 明确了要积极稳妥推广可降解塑料。随着可降解塑料的推广, 可降解塑料 PBAT 需求上升, BDO 需求将上升, 公司进军此领域为未来开局新的业绩增长点。

图 40: BDO 产量逐年递增



资料来源: 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

4. 盈利预测

我们对公司的主营业务分为三部分进行盈利预测, 分别是水处理解决方案、运营管理与技术服务以及商品销售。

- 1) 水处理解决方案:** 目前, 在手订单量充足, 且公司未来仍持续关注煤化工、石油化工、新能源等领域大型工业废水零排放, 契合国家政策导向; 同时, **公司持续拓宽服务领域, 布局盐湖提锂等业务**, 目前进展正常。我们预测未来营收规模继续扩大, 2022-2024 年实现营收 7.23/9.37/10.66 亿元, 同比增长 35%/30%/14%。
- 2) 运营管理及技术服务:** 2022H1 因公司进行技术改造, 运营收入减少, 毛利率才有所下滑; 待技术改造恢复, 我们预估 2023 年后的毛利率有望恢复正常。我们预计未来 2022-2024 年收入为 1.68/2.01/2.42 亿元, 同比增长 15%/20%/20%。
- 3) 商品制造与销售:** 2022H1 此块业务营收较同期减少, 但毛利率同比+24.8pct, 因此我们预估 2022 营收增速放缓, 但毛利率抬升较多; 公司自有专业的生产制造基地, 待公司的业务领域拓宽, 各类设备的配件、药剂等销售有望进一步增加。综上, 我们预估 2022-2024 年收入为 0.30/0.35/0.40 亿元, 同比增长 2%/15%/15%。

表 4: 业务拆分

单位: 万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	47,596.5	58,053.0	71,277.0	92,058.5	117,338.3	134,792.4
yoy	19%	22%	23%	29%	27%	15%
营业成本	31,127.1	36,125.6	45,070.9	62,059.6	76,775.1	87,474.6
毛利润	16,469.4	21,927.5	26,206.1	29,998.9	40,563.2	47,317.8
毛利率	35%	38%	37%	33%	35%	35%
水处理综合解决方案						
收入	32,084.76	41,852.80	53,715.68	72,250.00	93,720.00	106,625.00
yoy	63%	30%	28%	35%	30%	14%
成本	21,548.2	28,083.1	33,675.0	48,046.3	62,323.8	70,372.5
毛利	10,536.6	13,769.7	20,040.7	24,203.8	31,396.2	36,252.5

毛利率	33%	33%	37.31%	33.5%	33.5%	34.0%
业务收入比例	67%	72%	75%	78%	80%	79%
运营管理及技术服务						
收入	11,471.59	13,537.37	14584.17	16,771.80	20,126.15	24,151.39
yoy	-34%	18%	8%	15%	20%	20%
成本	6456.68	6526.2	9341.75	12,494.99	12,478.22	14,853.10
毛利	5,014.9	7,011.2	5,242.4	4,276.81	7,647.94	9,298.28
毛利率	44%	52%	35.95%	25.5%	38.0%	38.5%
业务收入比例	24%	23%	20%	18%	17%	18%
商品制造与销售						
收入	4,040.14	2,662.87	2,977.13	3,036.67	3,492.17	4,016.00
yoy	35%	-34%	12%	2%	15%	15%
成本	3,122.17	1,516.32	2,054.14	1,518.34	1,973.08	2,248.96
毛利	917.97	1,146.54	923.00	1,518.34	1,519.10	1,767.04
毛利率	23%	43%	31.00%	50.0%	43.5%	44.0%
业务收入比例	8%	5%	4%	3%	3%	3%

资料来源: wind, 天风证券研究所

综上, 预计公司 2022-2024 年年收入 9.21、11.73、13.47 亿元, 我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 1.97、2.70、3.15 亿元, 同比增速分别为 29%, 27%, 15%, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

5. 风险提示

- 技术创新风险:** 公司所处行业为技术与知识密集型行业, 市场竞争激烈, 如果产品技术更新迭代未能及时跟上市场需求, 且毛利率无法继续保持, 降本增效的作用下降, 那么从而会影响公司持续盈利能力。
- 市场竞争风险:** 行业市场集中度不高, 竞争激烈, 随着国家政策日益重视水处理行业, 提供产品及服务的市场份额可能下降, 对业绩造成不利影响。
- 客户集中风险:** 公司的客户较集中, 主要聚焦于规模较大的石油化工、煤化工等下游行业, 项目规模大且金额高, 对客户有一定的依赖性; 如果未能维系好客户关系, 对经营业绩有影响。
- 应收账款余额占比高风险:** 主营业务的建设规模大、周期长, 随着公司规模扩大, 应收账款余额及占比可能持续保持较高水平, 从而影响公司的现金流; 若后续公司收款措施不力, 相应的发生坏账可能性会同步增大, 从而影响业绩和造成公司资产损失。
- 疫情影响:** 目前国内疫情反复, 若后续持续反复发生, 会导致工程项目延迟交付等、影响经营活动政策。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	629.19	161.24	787.58	969.79	1,031.63
应收票据及应收账款	263.80	301.00	451.96	492.81	601.09
预付账款	18.40	19.72	33.15	28.59	44.19
存货	109.94	76.81	182.17	148.00	219.02
其他	51.78	537.28	633.74	598.24	707.75
流动资产合计	1,073.11	1,096.06	2,088.60	2,237.42	2,603.69
长期股权投资	0.85	38.96	38.96	38.96	38.96
固定资产	71.34	68.13	63.22	58.30	53.39
在建工程	58.90	38.07	38.07	38.07	38.07
无形资产	303.88	331.46	316.95	302.44	287.92
其他	31.82	360.22	135.57	173.98	221.71
非流动资产合计	466.78	836.84	592.76	611.74	640.05
资产总计	1,648.54	1,992.87	2,681.36	2,849.16	3,243.73
短期借款	0.00	0.00	50.00	50.00	50.00
应付票据及应付账款	345.39	331.95	586.94	554.30	738.83
其他	60.92	96.84	327.72	317.12	281.12
流动负债合计	406.32	428.78	964.66	921.42	1,069.96
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.62	12.48	8.80	9.63	10.31
非流动负债合计	7.62	12.48	108.80	109.63	110.31
负债合计	516.46	537.95	1,073.46	1,031.05	1,180.26
少数股东权益	15.99	16.98	19.50	22.96	27.00
股本	367.89	408.76	408.76	408.76	408.76
资本公积	405.63	512.18	512.18	512.18	512.18
留存收益	342.58	517.00	667.45	874.20	1,115.53
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,132.08	1,454.92	1,607.89	1,818.10	2,063.47
负债和股东权益总计	1,648.54	1,992.87	2,681.36	2,849.16	3,243.73

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	153.59	175.41	196.50	270.03	315.20
折旧摊销	18.22	20.06	19.43	19.43	19.43
财务费用	0.10	0.02	(2.84)	(2.93)	(3.20)
投资损失	(14.40)	(7.83)	(12.46)	(11.56)	(10.61)
营运资金变动	11.84	(644.36)	268.43	(40.46)	(193.45)
其它	(31.55)	364.20	3.74	5.52	6.78
经营活动现金流	137.80	(92.49)	472.79	240.03	134.14
资本支出	83.19	55.73	3.68	(0.83)	(0.67)
长期投资	(0.00)	38.11	0.00	0.00	0.00
其他	25.46	(606.26)	43.84	4.42	0.28
投资活动现金流	108.65	(512.42)	47.52	3.59	(0.39)
债权融资	0.58	2.67	152.84	2.93	3.20
股权融资	0.94	65.68	(46.82)	(64.34)	(75.10)
其他	(41.62)	78.62	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(40.10)	146.96	106.02	(61.41)	(71.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	206.35	(457.95)	626.34	182.21	61.84

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	580.53	712.77	920.58	1,173.38	1,347.92
营业成本	361.26	450.71	625.05	767.75	874.75
营业税金及附加	3.78	4.01	5.59	7.12	7.99
销售费用	4.63	8.19	10.12	11.91	13.68
管理费用	22.02	28.16	35.64	45.89	52.45
研发费用	17.03	19.88	26.02	33.44	38.04
财务费用	(0.58)	(2.67)	(2.84)	(2.93)	(3.20)
资产/信用减值损失	(14.41)	(9.42)	(7.17)	(8.51)	(7.78)
公允价值变动收益	0.00	1.05	0.45	1.00	1.50
投资净收益	14.40	7.83	12.46	11.56	10.61
其他	(0.57)	0.20	0.00	0.00	0.00
营业利润	172.99	204.82	226.74	314.25	368.55
营业外收入	2.31	0.07	3.13	1.84	1.68
营业外支出	0.92	0.79	0.85	0.82	0.84
利润总额	174.38	204.10	229.02	315.26	369.39
所得税	20.79	28.69	29.23	40.71	48.92
净利润	153.59	175.41	199.79	274.55	320.47
少数股东损益	4.19	0.99	3.29	4.52	5.28
归属于母公司净利润	149.40	174.42	196.50	270.03	315.20
每股收益(元)	0.37	0.43	0.48	0.66	0.77

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	21.97%	22.78%	29.16%	27.46%	14.87%
营业利润	32.13%	18.40%	10.70%	38.59%	17.28%
归属于母公司净利润	25.18%	16.75%	12.66%	37.42%	16.73%
获利能力					
毛利率	37.77%	36.77%	32.10%	34.57%	35.10%
净利率	25.74%	24.47%	21.35%	23.01%	23.38%
ROE	13.39%	12.13%	12.37%	15.04%	15.48%
ROIC	33.99%	37.16%	38.58%	61.18%	74.45%
偿债能力					
资产负债率	31.33%	26.99%	40.03%	36.19%	36.39%
净负债率	-55.58%	-11.08%	-39.65%	-45.09%	-42.73%
流动比率	2.32	2.20	2.17	2.43	2.43
速动比率	2.11	2.05	1.98	2.27	2.23
营运能力					
应收账款周转率	2.37	2.52	2.45	2.48	2.46
存货周转率	6.96	7.63	7.11	7.11	7.35
总资产周转率	0.39	0.39	0.39	0.42	0.44
每股指标(元)					
每股收益	0.37	0.43	0.48	0.66	0.77
每股经营现金流	0.34	-0.23	1.16	0.59	0.33
每股净资产	2.73	3.52	3.89	4.39	4.98
估值比率					
市盈率	37.43	32.06	28.46	20.71	17.74
市净率	5.01	3.89	3.52	3.12	2.75
EV/EBITDA	0.00	32.25	17.72	12.42	10.45
EV/EBIT	0.00	34.90	19.20	13.17	10.99

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com