



增持（维持）

所属行业：公用事业/环保工程及服务
当前价格(元)：11.46

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

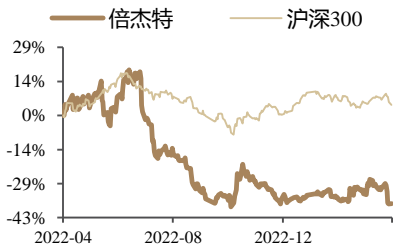
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
|-----------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -8.32 | -3.78 | -5.13 |
| 相对涨幅(%) | -6.92 | -0.83 | -0.38 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《倍杰特（300774.SZ）：拟与苏青集团在盐湖提锂等领域开展全面合作，加速盐湖提锂布局》，2023.4.7
- 《倍杰特（300774.SZ）：好风凭借力，随“锂”上青云》，2023.3.25

倍杰特（300774.SZ）：计提减值拖累 2022 全年业绩，主业+提锂双重驱动助力持续增长

投资要点

- 事件：**公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 8.39 亿元，同比增长 17.7%，实现归母净利润 3295.06 万元，同比减少 81.1%。2023Q1 实现营业收入 1.96 亿元，同比增长 24.0%，实现归母净利润 4694.55 万元，同比增长 26.3%。
- 计提减值拖累 22 年业绩，23Q1 毛利率明显改善。**2022 年公司实现归母净利润 0.33 亿元，同比下降 81.1%；毛利率 31.58%，同比下降 5.18pct，净利率 3.97%，同比下降 20.64pct。归母净利润大幅度下滑的原因主要有三点：（1）由于原材料、能源成本上涨，公司个别客户陷入经营困境，公司对其单项计提信用减值损失 8570.11 万元；同时，上游客户整体经营情况不及预期，对公司项目进度及回款造成一定影响，公司对此计提其他资产减值及信用减值损失 9649.03 万元；合计计提减值损失 1.82 亿元；（2）由于宏观经济增速放缓、投资需求低迷、市场竞争加剧，公司毛利承压明显；（3）公司积极开展盐湖提锂等领域的研发投入，研发费用达 3211.34 万元，同比增长 61.5%。我们认为，随着宏观经济环境的逐步恢复以及计提减值影响的消除，凭借在污水资源化再利用领域的龙头地位，公司有望快速实现业绩的恢复。2023Q1 公司毛利率达 35.87%，相比 2022 年增长 4.29pct，盈利能力明显改善。
- 聚焦主营业务，技术创新夯实可持续增长。**2022 年公司聚焦污水资源化再利用领域，在废水资源化再利用领域承接东源科技及东景生物 BDO 废水资源化再利用项目、内蒙古久泰新材料有限公司年产 100 万吨乙二醇项目浓盐水回收等项目，以乌海园区 EPC 项目及乌海城区 EPC 项目模式探索“市政污水+工业园区污水联动处理”市场；在工业领域水深度处理领域，承接埃克森美孚惠州乙烯项目的化学水、凝结水处理项目，为向海外发展奠定了坚实的基础。公司在手订单充足，根据公司年报，截至 2022 年末，公司在手 EPC、EP、BOT 订单共 30 个。同时，公司持续加大研发投入，成立第二研发中心，引进清华大学博士后站，针对氢能产生及应用等研究方向展开研发，以技术优势夯实增长动力。
- 深入盐湖提锂布局，打造第二增长级。**自切入盐湖提锂领域以来，公司已中标扎布耶盐湖提锂核心设备 5 个工段、拉果错盐湖 2 个膜法工艺段，承接盐湖提锂相关订单达 2.73 亿元。公司膜法提锂技术优势明显，并与西藏矿业、万华化学、地科院资源所共同设立联合实验室，继续巩固核心优势。2023 年 4 月，公司同江苏苏青水处理工程集团有限公司签订了《战略合作框架协议》，完善公司在盐湖提锂吸附技术方面的布局。我们认为未来凭借公司受到认可的技术优势以及不断拓展的工艺路线有望承接更多的盐湖提锂工艺标段，打造第二增长曲线。
- 投资建议与估值：**我们调整公司 2023 年-2024 年的盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现销售收入为 11.64 亿元、13.51 亿元、15.96 亿元，增速分别达到 38.8%、16.0%、18.1%，实现归母净利润分别为 2.46 亿元、2.86 亿元、3.5 亿元，增速分别达到 646.1%、16.5%、22.1%，维持“增持”投资评级。

- **风险提示：** 客户集中度较高风险、应收账款余额占比较高风险、市场竞争加剧风险。

| 股票数据 | | 主要财务数据及预测 | | | | | |
|---------------|-------------|-------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 总股本(百万股): | 408.76 | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流通 A 股(百万股): | 123.67 | 营业收入(百万元) | 713 | 839 | 1,164 | 1,351 | 1,596 |
| 52 周内股价区间(元): | 11.21-21.64 | (+/-)YOY(%) | 22.8% | 17.7% | 38.8% | 16.0% | 18.1% |
| 总市值(百万元): | 4,684.43 | 净利润(百万元) | 174 | 33 | 246 | 286 | 350 |
| 总资产(百万元): | 2,464.45 | (+/-)YOY(%) | 16.7% | -81.1% | 646.1% | 16.5% | 22.1% |
| 每股净资产(元): | 3.51 | 全面摊薄 EPS(元) | 0.43 | 0.08 | 0.60 | 0.70 | 0.86 |
| 资料来源: 公司公告 | | 毛利率(%) | 36.8% | 31.6% | 30.5% | 31.0% | 31.5% |
| | | 净资产收益率(%) | 12.1% | 2.4% | 15.0% | 14.9% | 15.4% |

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.08 | 0.60 | 0.70 | 0.86 |
| 每股净资产 | 3.40 | 4.00 | 4.70 | 5.56 |
| 每股经营现金流 | 0.17 | 0.77 | 0.56 | 1.49 |
| 每股股利 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 145.13 | 19.05 | 16.35 | 13.39 |
| P/B | 3.42 | 2.87 | 2.44 | 2.06 |
| P/S | 5.58 | 4.02 | 3.47 | 2.94 |
| EV/EBITDA | 77.25 | 15.25 | 12.08 | 8.66 |
| 股息率% | 0.9% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 31.6% | 30.5% | 31.0% | 31.5% |
| 净利润率 | 4.0% | 21.4% | 21.4% | 22.2% |
| 净资产收益率 | 2.4% | 15.0% | 14.9% | 15.4% |
| 资产回报率 | 1.3% | 8.8% | 9.1% | 8.7% |
| 投资回报率 | 2.3% | 12.2% | 12.8% | 13.2% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 17.7% | 38.8% | 16.0% | 18.1% |
| EBIT 增长率 | -79.5% | 527.7% | 22.4% | 20.6% |
| 净利润增长率 | -81.1% | 646.1% | 16.5% | 22.1% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 39.4% | 36.7% | 34.8% | 39.8% |
| 流动比率 | 1.7 | 1.9 | 2.1 | 1.9 |
| 速动比率 | 1.3 | 1.4 | 1.6 | 1.5 |
| 现金比率 | 0.2 | 0.4 | 0.6 | 0.8 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 186.4 | 160.0 | 130.0 | 131.0 |
| 存货周转天数 | 79.7 | 79.1 | 77.8 | 78.9 |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 固定资产周转率 | 8.9 | 9.2 | 9.8 | 10.4 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 33 | 246 | 286 | 350 |
| 少数股东损益 | 0 | 4 | 3 | 4 |
| 非现金支出 | 202 | 31 | 33 | 38 |
| 非经营收益 | -49 | -35 | -23 | -30 |
| 营运资金变动 | -115 | 71 | -71 | 245 |
| 经营活动现金流 | 71 | 316 | 229 | 608 |
| 资产 | -95 | -56 | -45 | -67 |
| 投资 | -29 | -13 | -17 | -10 |
| 其他 | 10 | 35 | 23 | 30 |
| 投资活动现金流 | -115 | -34 | -40 | -47 |
| 债权募资 | 0 | 5 | 5 | 6 |
| 股权募资 | 90 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -82 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | 8 | 5 | 5 | 6 |
| 现金净流量 | -35 | 287 | 194 | 567 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 24 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 839 | 1,164 | 1,351 | 1,596 |
| 营业成本 | 574 | 809 | 932 | 1,093 |
| 毛利率% | 31.6% | 30.5% | 31.0% | 31.5% |
| 营业税金及附加 | 6 | 8 | 9 | 11 |
| 营业税金率% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| 营业费用 | 8 | 12 | 11 | 12 |
| 营业费用率% | 0.9% | 1.0% | 0.8% | 0.8% |
| 管理费用 | 32 | 47 | 51 | 61 |
| 管理费用率% | 3.8% | 4.0% | 3.8% | 3.8% |
| 研发费用 | 32 | 44 | 49 | 59 |
| 研发费用率% | 3.8% | 3.8% | 3.6% | 3.7% |
| EBIT | 40 | 249 | 305 | 368 |
| 财务费用 | -11 | -1 | -4 | -6 |
| 财务费用率% | -1.3% | -0.1% | -0.3% | -0.4% |
| 资产减值损失 | -28 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 8 | 35 | 23 | 30 |
| 营业利润 | 34 | 285 | 332 | 404 |
| 营业外收支 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 38 | 285 | 332 | 404 |
| EBITDA | 60 | 280 | 338 | 406 |
| 所得税 | 4 | 36 | 42 | 50 |
| 有效所得税率% | 11.6% | 12.5% | 12.7% | 12.3% |
| 少数股东损益 | 0 | 4 | 3 | 4 |
| 归属母公司所有者净利润 | 33 | 246 | 286 | 350 |

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 145 | 432 | 626 | 1,193 |
| 应收账款及应收票据 | 572 | 467 | 511 | 654 |
| 存货 | 177 | 178 | 224 | 255 |
| 其它流动资产 | 730 | 796 | 846 | 920 |
| 流动资产合计 | 1,625 | 1,874 | 2,207 | 3,022 |
| 长期股权投资 | 39 | 52 | 69 | 79 |
| 固定资产 | 94 | 127 | 138 | 154 |
| 在建工程 | 95 | 105 | 121 | 148 |
| 无形资产 | 303 | 285 | 269 | 253 |
| 非流动资产合计 | 888 | 926 | 956 | 995 |
| 资产总计 | 2,513 | 2,800 | 3,163 | 4,016 |
| 短期借款 | 10 | 14 | 19 | 25 |
| 应付票据及应付账款 | 498 | 716 | 618 | 977 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 457 | 272 | 439 | 572 |
| 流动负债合计 | 965 | 1,002 | 1,076 | 1,575 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它长期负债 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 非流动负债合计 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 负债总计 | 990 | 1,028 | 1,101 | 1,600 |
| 实收资本 | 409 | 409 | 409 | 409 |
| 普通股股东权益 | 1,389 | 1,635 | 1,921 | 2,271 |
| 少数股东权益 | 134 | 137 | 140 | 145 |
| 负债和所有者权益合计 | 2,513 | 2,800 | 3,163 | 4,016 |

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|-------------------------------|
| 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现5%以下。 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。