

上海洗霸（603200.SH）
环境治理

证券研究报告/公司点评报告

2025 年 08 月 17 日

评级： 增持（首次）

分析师：曾彪

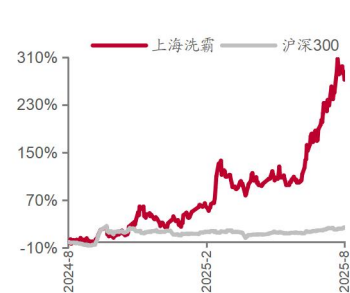
执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	175.48
流通股本(百万股)	175.48
市价(元)	66.93
市值(百万元)	11,744.88
流通市值(百万元)	11,744.88

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	541	510	572	832	1,489
增长率 yoy%	-11%	-6%	12%	45%	79%
归母净利润（百万元）	39	43	140	206	558
增长率 yoy%	-8%	10%	227%	47%	170%
每股收益（元）	0.22	0.24	0.80	1.18	3.18
每股现金流量	0.29	0.17	0.60	0.33	0.33
净资产收益率	4%	4%	12%	16%	30%
P/E	301.4	273.4	85.7	58.3	21.6
P/B	12.7	12.2	11.0	9.5	6.8

备注：股价截止自2025 年 08 月 16 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- **事件：**7 月 26 日，上海洗霸公司公告确认以不低于 1.1 亿元受让有研稀土的硫化锂业务相关资产，包括专利、专有技术、设备及产线安装配套投入。7 月 31 日签署正式合同。
- **有研稀土转让资产包括硫化锂合成方法、工艺及设备。**转让资产包括有研稀土自行研发、单独所有的固态电解质用硫化锂生产技术，该技术主要包括固态电解质用硫化锂生产技术相关的高纯硫化锂合成方法、工艺及设备，目前已经建成了吨级固态电解质用硫化锂材料生产线，实现小批量生产销售。公司表示，转让原因包括硫化锂不属于其主营业务，且该材料为大宗危险化学品，仍处于早期应用阶段，发展周期较长等。
- **上海洗霸近年不断加码固态电池。**上海洗霸以水处理为主业，自 2022 年起逐步切入固态电池材料赛道。公司依托与中科院上海硅酸盐研究所的合作，不断推进固态电池粉体先进材料工业化标准线设计及试产工作。截至 2024 年底已在浙江建成百吨级固态电池粉体产线并通过客户验厂，松江基地一期进入试产阶段，湖州基地 500 吨级硅碳负极材料产线也处于调试中。今年 Q1 公司向 12 家客户交付 13 批次固态电解质材料，向 15 家客户交付 19 批次硅碳负极材料，业务虽呈增长态势，但目前对整体营收贡献仍有限。
- **战略补强技术链条，产能扩张提速。**随着硫化锂业务资产的纳入，公司将具备硫化锂生产能力，得以打通从电解质粉体到上游关键材料的完整技术链条。结合已有的硅碳负极材料产能，公司有可能构建性能更优的固态电池材料组合，完善固态电池材料产能布局。公司预计 2025 年完成硫化锂百吨级扩产并投入市场，2026 年加快推进千吨级项目，为后续大规模订单与业绩爆发做足产能与运营准备。
- 我们预计公司 25-27 年归母净利润 1.4、2.1、5.6 亿，对应 PE 估值 86、58、22 倍，考虑到公司硫化锂业务成长空间大利润可观，我们认为公司转型后发展可期，看好投资价值，给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、固态电池发展不及预期、产能扩张不及预期、市场波动、行业竞争加剧风险、原材料价格变动风险、研报信息更新不及时等

内容目录

1、以水处理技术为基石，打造新能源第二成长曲线	3
2、盈利预测与投资建议	3
2.1 盈利预测	3
2.2 投资建议	4
风险提示	6

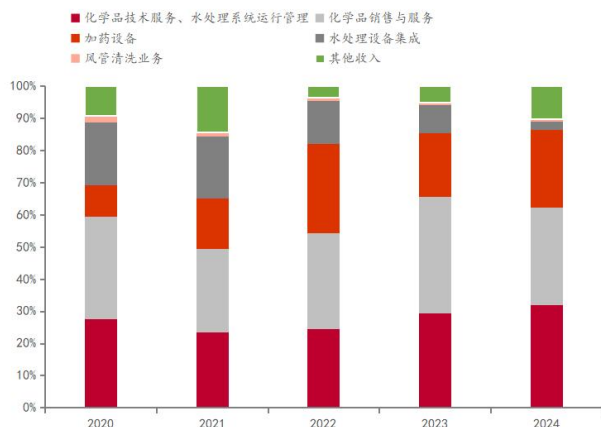
图表目录

图表 1： 公司收入拆分	3
图表 2： 公司毛利润拆分	3
图表 3： 公司业务盈利拆分（单位：亿元）	4
图表 4： 可比公司 2025-2027 年盈利预测及估值对比	5

1、以水处理技术为基石，打造新能源第二成长曲线

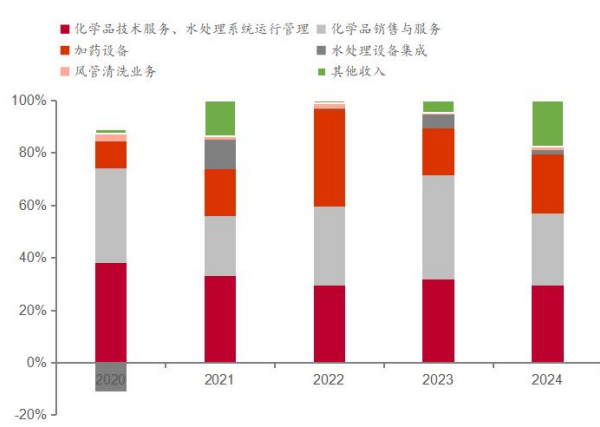
- 上海洗霸以水处理特种化学品和系统解决方案为根基，覆盖工业及民用领域。公司主营业务，按产品或服务类型分，包括化学品销售与服务、水处理系统运行管理、加药设备销售与安装和水处理系统集成等，或进一步分为水处理特种化学品、过程特种化学品、电池材料特种化学品等特种化学品业务以及水处理设备、消毒设备与其他设备等定制化装备业务。

图表 1：公司收入拆分



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 2：公司毛利润拆分



来源：WIND，中泰证券研究所

- 在新能源领域，公司依托在化学、化工、材料等领域的技术储备和专业人才以及与外部科研机构的合作，逐步开展了以新能源锂离子电池固态电解质粉体（氧化物、卤化物、硫化物）、近零膨胀硅碳负极材料为代表的先进材料相关业务，目前应用场景主要在消费电子、低空飞行器、无人机、AI 机器人、大数据储能、智能电网侧储能、人工智能等领域。截止目前已完成多批次、多形态固态电解质、新型硅碳负极材料的试生产、客户送样和产品验证，并获得多个客户少量持续性订单。
- 目前，公司松江基地建设进程顺利推进，一期工程已经完工，进入试生产阶段。浙江湖州基地 500 吨级硅碳负极材料已处于生产调试及稳产的最后阶段。

2、盈利预测与投资建议

2.1 盈利预测

- 我们对公司 2025-2027 年盈利预测做出如下假设：

■ **1、水处理业务与整体解决方案服务：**2023 雄安水运营等多个项目进入结算阶段导致高基数；2024 年承接或分包参与的重庆、安徽、天津、浙江等地电厂、材料制造等行业的环保工程及材料供应等业务按照工程进度，大部分收入成本确认在以前年度，且部分项目毛利率较低，导致水处理业务同比下降。我们预计公司化学销售与服务业务以及加药设备业务随新产能落地稳定增长，其他业务相对稳定。合计对应 2025-2027 年营收分别为 5.09/5.74/6.37 亿元，同比分别+11%/+13%/+11%。同时 2025-2027 年对应毛利率为 31.7%、30%、30%。

■ **硅碳业务：**硅碳负极材料（近零膨胀）年十吨级产线已于 2023 年初完成安装与调试，并已稳产一年以上，产品的性能与品质测试结果处于国内先进水平，合格样品已得到国内消费电池大厂的技术和商务认可，放大百吨级产线已安装结束，现处于设备调试的最后阶段。我们预计百吨级产线 2 年左右达产，2025-2027 年营收分别为 0.07/0.55/2 亿元，同时 2025-2027 年对应毛利率分别为 40%、40%、30%。

■ **固态电池业务：**2024 年，公司牵头建设的吨到十吨级/年锂离子固态电池粉体先进材料产线已稳产一年以上，产线放大工艺和装备优化进展符合预期。公司松江基地固态电池电解质粉体 2500 平方米甲类厂房已于 2024 年底初步建成，根据规划，一期达产后将实现年产五十吨级固态电池氧化物电解质粉体产能；年产二十吨级固态电池卤化物电解质粉体产线已完成设计，目前处于设备选型及安装前的各项准备阶段。此外，公司收购有研稀土转让资产包括硫化锂合成方法、工艺及设备。公司预计 2025 年完成硫化锂百吨级扩产并投入市场 2026 年加快推进千吨级项目。2025-2027 年营收分别为 0.03/1.5/6 亿元，新产品毛利率较高，2025-2027 年分别为 80%、80%、70%。

■ **其他业务：**假设其他业务 2025-2027 年营收平稳，均为 0.53 亿元，同时假设毛利率均为 61%。

■ 综上，我们预计公司 25-27 年分别实现营业收入 5.7/8.3/14.9 亿元，同比分别+12%/+45%/+79%；25-27 年归母净利润 1.4、2.1、5.6 亿，对应 PE 估值 86、58、22 倍。

图表 3：公司业务盈利拆分（单位：亿元）

年份	2024	2025E	2026E	2027E
水处理业务与整体解决方案服务				
收入	4.57	5.09	5.74	6.37
YOY	-11.02%	11.40%	12.73%	10.88%
成本	3.09	3.37	3.77	3.96
毛利率(%)	32.4%	31.7%	30.0%	30.0%
其中：化学品技术服务、水处理系统运行管理				
收入	1.63	1.68	1.73	1.78
YOY	2.45%	3.00%	3.00%	3.00%
成本	1.11	1.14	1.21	1.25
毛利率(%)	32.16%	32.00%	30.00%	30.00%
化学品销售与服务				
收入	1.54	1.90	2.31	2.54
YOY	-21.33%	22.94%	21.64%	10.00%
成本	1.05	1.29	1.62	1.78
毛利率(%)	32.08%	32.00%	30.00%	30.00%
加药设备				
收入	1.23	1.35	1.54	1.88
YOY	16.19%	9.60%	13.87%	22.22%
成本	0.82	0.82	0.82	0.82
毛利率(%)	33.33%	31%	30.00%	30.00%
水处理设备集成				
收入	0.12	0.12	0.12	0.12
YOY	-75.20%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	0.09	0.09	0.09	0.09
毛利率(%)	26.98%	26.89%	26.89%	26.89%
风管清洗业务				
收入	0.04	0.04	0.04	0.04
YOY	15.55%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	0.03	0.03	0.03	0.03
毛利率(%)	38.28%	38.05%	38.05%	38.05%
其他收入				
收入	0.53	0.53	0.53	0.53
YOY	91.57%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	0.20	0.20	0.20	0.20
毛利率(%)	61.29%	61.29%	61.29%	61.29%
硅碳				
收入		0.07	0.55	2
成本		0.04	0.33	1.40
毛利率(%)		40.00%	40.00%	30.00%
固态电池				
收入		0.03	1.50	6.00
成本		0.01	0.30	1.80
毛利率(%)		80.00%	80.00%	70.00%

来源：WIND，公司公告，中泰证券研究所

2.2 投资建议

■ 可比公司方面，我们选择布局固态电池设备的公司曼恩斯特，布局硅碳的公司翔丰华以及布局硫化锂的公司厦钨新能。

■ 我们预计公司 25-27 年分别实现营业收入 5.7/8.3/14.9 亿元，同比分别+12%/+45%/+79%；25-27 年归母净利润 1.4、2.1、5.6 亿，对应 PE 估值 86、58、22 倍。公司是领先的水处理综合服务商，并聚焦布局硅碳负极、全固态电解质等下一代电池材料，并通过收购资产进军硫化锂。**首次覆盖，给予“增持”评级。**

图表 4：可比公司 2025-2027 年盈利预测及估值对比

公司代码	公司名称	收盘价(元)	EPS (元/股)				归母净利润 (亿元)				净利润 CAGR	PEG	PE				市值
		2025/8/17	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			24A	25E	26E	27E	亿元
301325.SZ	曼恩斯特	61.78	0.21	0.62	1.74	2.18	0.31	1.67	2.50	3.14	37.14%	2.67	294	99	53	35	89
300890.SZ	翔丰华	30.52	0.45	0.73	0.64	0.75	0.50	0.58	0.76	0.88	23.29%	1.80	67	46	62	48	36
688778.SH	厦钨新能	51.43	1.18	1.25	1.82	2.23	4.94	7.53	9.17	11.26	22.28%	1.85	44	50	34	28	260
	平均值	47.91	0.61	0.87	1.40	1.72	1.91	3.26	4.15	5.10	27.57%	2.11	135	65	50	37	128
603200.SH	上海洗霸	66.93	0.24	0.80	1.18	3.18	0.43	1.40	2.06	5.58	99.64%	0.86	273	86	58	22	117

来源：WIND，公司公告，中泰证券研究所
 可比公司盈利预测为 wind 一致预期

风险提示

- 下游需求不及预期
- 固态电池发展不及预期
- 产能扩张不及预期
- 市场波动、行业竞争加剧风险
- 原材料价格变动风险
- 研报信息更新不及时

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	166	114	150	238	营业收入	510	572	832	1,489
应收票据	9	10	15	26	营业成本	330	362	460	737
应收账款	303	341	432	662	税金及附加	3	3	4	7
预付账款	16	4	6	9	销售费用	20	22	40	45
存货	106	116	125	211	管理费用	72	75	80	80
合同资产	93	119	155	283	研发费用	45	50	55	60
其他流动资产	341	266	368	665	财务费用	2	10	6	9
流动资产合计	941	852	1,095	1,812	信用减值损失	-5	0	-10	-5
其他长期投资	3	3	3	3	资产减值损失	-3	0	0	0
长期股权投资	94	94	94	94	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	58	56	64	73	投资收益	4	86	31	45
在建工程	187	197	197	197	其他收益	6	15	15	15
无形资产	190	219	221	223	营业利润	39	151	223	607
其他非流动资产	110	111	112	112	营业外收入	2	3	3	3
非流动资产合计	642	680	691	702	营业外支出	0	1	1	1
资产合计	1,583	1,532	1,786	2,514	利润总额	41	153	225	609
短期借款	294	134	217	299	所得税	4	13	19	51
应付票据	30	30	41	61	净利润	37	140	206	558
应付账款	114	125	160	259	少数股东损益	-6	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	43	140	206	558
合同负债	37	1	1	1	NOPLAT	39	149	212	566
其他应付款	5	0	0	0	EPS (摊薄)	0.24	0.80	1.18	3.18
一年内到期的非流动负债	7	10	10	10	主要财务比率				
其他流动负债	20	22	26	36	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动负债合计	505	321	455	666	成长能力				
长期借款	0	0	0	0	营业收入增长率	-5.8%	12.2%	45.4%	79.0%
应付债券	0	0	0	0	EBIT 增长率	-3.1%	273.7%	42.2%	166.9%
其他非流动负债	49	49	3	3	归母公司净利润增长率	10.2%	226.7%	47.1%	170.2%
非流动负债合计	49	49	3	3	获利能力				
负债合计	554	370	458	669	毛利率	35.4%	36.7%	44.7%	50.5%
归属母公司所有者权益	961	1,094	1,260	1,777	净利率	7.2%	24.5%	24.8%	37.4%
少数股东权益	68	68	68	68	ROE	4.2%	12.1%	15.5%	30.2%
所有者权益合计	1,029	1,162	1,328	1,845	ROIC	3.5%	14.0%	17.0%	31.6%
负债和股东权益	1,583	1,532	1,786	2,514	偿债能力				
现金流量表					资产负债率	35.0%	24.1%	25.7%	26.6%
单位: 百万元					债务权益比	34.0%	16.5%	17.3%	16.9%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	1.9	2.7	2.4	2.7
经营活动现金流	31	106	57	59	速动比率	1.7	2.3	2.1	2.4
现金收益	64	181	246	602	营运能力				
存货影响	-23	-10	-9	-86	总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
经营性应收影响	79	-27	-97	-245	应收账款周转天数	237	202	167	132
经营性应付影响	8	7	46	119	应付账款周转天数	122	119	112	102
其他影响	-97	-45	-130	-331	存货周转天数	103	110	95	82
投资活动现金流	-181	17	-13	-2	每股指标 (元)				
资本支出	-168	-69	-44	-47	每股收益	0.24	0.80	1.18	3.18
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	0.18	0.60	0.32	0.34
其他长期资产变化	-13	86	31	45	每股净资产	5.47	6.23	7.18	10.13
融资活动现金流	26	-174	-9	32	估值比率				
借款增加	33	-157	84	81	P/E	273	86	58	22
股利及利息支付	-21	-23	-147	-228	P/B	12	11	10	7
股东融资	8	0	0	0	EV/EBITDA	149	53	39	16
其他影响	6	6	54	179					

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。