

增持（维持）

## 多场景生态环境监测平台与碳计量业务并行发展

雪迪龙（002658）深度报告

2023年4月27日

### 投资要点：

分析师：黄秀瑜

SAC 执业证书编号：

S0340512090001

电话：0769-22119455

邮箱：hxy3@dgzq.com.cn

研究助理：尹浩杨

SAC 执业证书编号：

S0340122070089

电话：0769-22119430

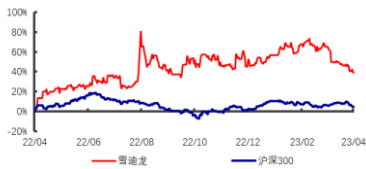
邮箱：

yinhaoyang@dgzq.com.cn

### 主要数据 2023年4月27日

收盘价(元)	7.82
总市值(亿元)	49.27
总股本(亿股)	6.30
流通股本(亿股)	3.42
ROE(TTM)	10.94%
12月最高价(元)	11.06
12月最低价(元)	5.40

### 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFinD

### 相关报告

- **公司主营环境监测服务及工业过程分析。**公司从电力行业烟气在线监测系统以及石化行业过程分析系统起家，深耕20多年逐步发展为现在国内成熟的环境监测与工业过程分析的综合服务商。主要提供生态环境监测、污染排放监测以及温室气体监测等解决方案和技术支持。公司还能提供工业过程分析业务，以及对仪器产品产业链的延伸，提供环保运营维护服务和解决方案等。
- **公司积极布局碳计量相关业务。**公司从2020年开始布局碳计量相关业务，具有例如智能碳排放计量系统、大气温室气体监测系统、碳账户管理平台等一系列相关产品，并参与到生态环境部组织的碳监测排放系统评估试点工作。2022年，公司与中国计量科学研究院设立合资公司北京中计碳汇科技有限公司，公司持股比例为70%。公司将协助中国计量科学研究院完成计量技术研发与应用，完善国家碳计量标准，推动国际互认的碳排放数据测量体系，加速我国与国际碳市场接轨。
- **国内环境监测设备市场有望保持增长。**随着我国环保攻坚战取得进一步成果，各项环境指标有了显著改善，环境政策由污染治理逐步向生态监测防控转移。环境监测设备的保有量以及其价值有望提升，设备价值从2017年的218.8亿元到2020年的595.7亿元，年均复合增长率达23.5%；考虑到我国目前经济发展趋势以及国产技术升级替代有望带来的价格下降，因此保守估计未来几年将按10%增长率，预计到2025年会达到959.38亿元的设备价值规模。
- **公司在行业内具有领先优势。**选取环境监测设备行业的几家上市企业进行对比，雪迪龙作为龙头企业，在2022年营业收入与归母净利润均排名前列，且均同比去年有所增长。而公司投入的研发经费也相对较高，为进一步开发适配不同应用场景需求的组件设备，搭建多场景下的生态环境监测平台。
- **投资建议：**预计公司2023-2024年每股收益分别为0.60元和0.75元，对应估值分别为12.94倍和10.39倍。公司是国内环境监测业务及设备研发龙头企业，预期受益于国内生态文明建设与碳达峰进程推进所带来的环境监测需求增加，同时气体分析仪器等的研发有望替代海外进口高精设备，加上国内CCER交易市场有望重启，公司提前布局碳账户管理等技术储备，未来公司业绩有望上升。维持公司“增持”评级。
- **风险提示。**技术升级替代、政策推进不及预期、项目释放不及预期、回款进度不及预期等风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

## 目 录

1. 公司是国内环境监测龙头企业	4
1.1 提供多情境下环境监测及工业过程分析设备	4
1.2 环境监测与工业过程分析系统是核心业务	6
1.3 业绩成长较好	7
1.4 股权结构集中	7
2. 环境监测行业发展前景可期	8
2.1 生态文明建设促进环境监测发展	8
2.2 “双碳”规划推进碳账户管理平台构建	10
2.3 政策推动环境监测产业发展	10
2.4 国内环境监测设备市场有望保持增长	11
3. 公司竞争优势	13
3.1 公司耕耘 20 余年，聚焦三大业务	13
3.2 业绩保持稳定，有望保持减费增利	13
3.3 公司在行业内具有领先优势	15
4. 投资建议	16
5. 风险提示	16

## 插图目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司各项业务收入构成（单位：亿元）	7
图 3：公司各项业务收入构成（单位：%）	7
图 4：2018-2022 年公司营业收入	7
图 5：2018-2022 年公司归母净利润	7
图 6：2017-2021 年全国监测业务经费	9
图 7：2017-2021 年全国污染源监督性监测企业数	9
图 8：2017-2021 年全国空气环境监测点位	9
图 9：2017-2021 年全国水环境监测点位	9
图 10：碳账户管理平台模式	10
图 11：我国环境监测设备市场规模测算（单位：亿元）	12
图 12：我国环境监测业务经费预算测算（单位：亿元）	12
图 13：雪迪龙 2018-2022 年营业收入	14
图 14：雪迪龙 2018-2022 年归母净利润	14
图 15：雪迪龙 2018-2022 年销售费用率	14
图 16：雪迪龙 2018-2022 年管理费用率	14
图 17：雪迪龙 2018-2022 年研发费用及研发费用率	15
图 18：雪迪龙 2018-2022 年毛利率与净利率	15
图 19：2022 年可比公司营业收入与归母净利润	15
图 20：2022 年可比公司研发经费（单位：百万元）	15

## 表格目录

表 1：公司部分主要产品设备	4
表 2：公司股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）	8
表 3：各领域环境监测标准	8
表 4：推动环境监测产业发展的部分政策	10

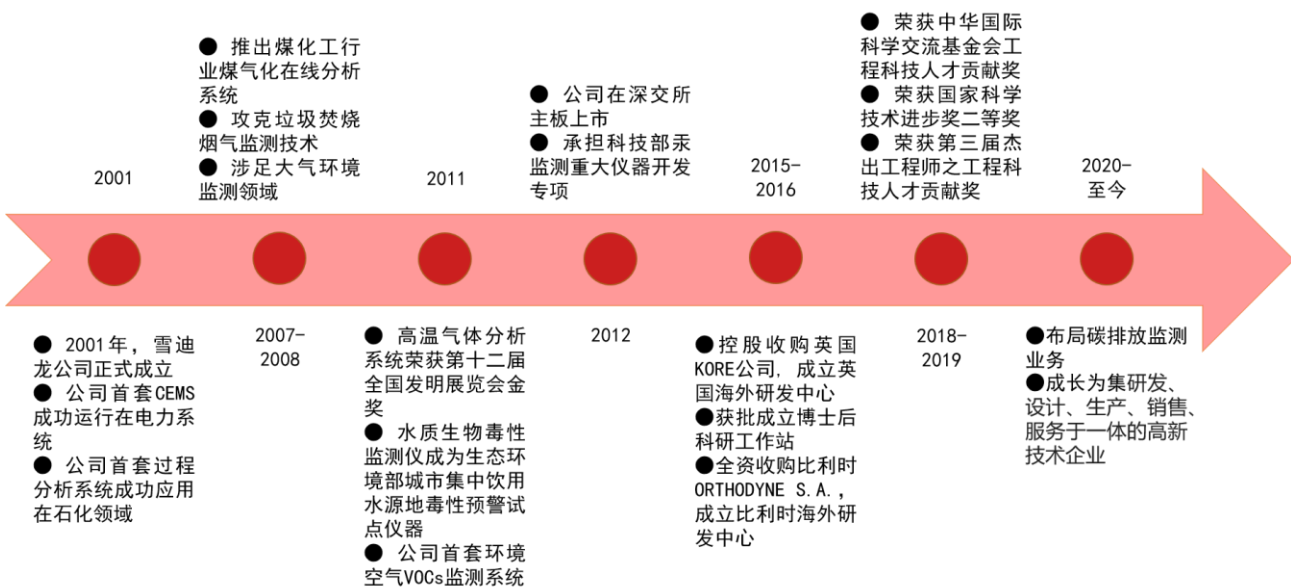
---

表 5：公司盈利预测简表（2023/4/27） ..... 16

## 1. 公司是国内环境监测龙头企业

公司主营环境监测分析仪器及成套系统。公司成立于 2001 年，由电力行业烟气在线监测系统（CEMS）以及石化行业过程分析系统起家，之后逐步通过研发设备、攻克技术以及并购海外高精技术企业，成长为现今具有包括污染源排放监测、大气环境质量监测、水环境质量监测、生态环境大数据、工业过程分析、第三方检测、污染治理与节能七个板块的综合环境监测龙头企业。

图 1：公司发展历程



资料来源：雪迪龙公司官网，东莞证券研究所

### 1.1 提供多情境下环境监测及工业过程分析设备

公司提供多情境下环境监测及工业过程分析设备。针对诸如大气环境、水环境以及工业过程与碳排放等情境，均有适配的环境监测与分析仪器，并且公司还能提供成套的监测分析平台，以更为迅速地给予企业或相关机构整体监测数据以及分析报告，为其提供决策支持。

表 1：公司部分主要产品设备

设备名称	设备外观	设备介绍
红外法烟气连续监测系统 SCS-900/900C		采用冷干完全抽取+除水除尘预处理系统，结合非分散红外气体分析仪，连续在线测量烟气中的 SO <sub>2</sub> 、CO、NO 等污染气体浓度和 CO <sub>2</sub> 、CH <sub>4</sub> 、N <sub>2</sub> O 等温室气体，及烟气参数（温度、压力、流速或流量、湿度、含氧量等）。

<p>原位式激光后散射法粉尘仪 MODEL 2030</p>		<p>适用于火电厂、工业炉窑/锅炉、钢铁冶炼、石油化工、水泥厂、生活垃圾焚烧发电等除尘效率及颗粒物排放监测</p>
<p>固定式水质自动监测系统 WQMS-900</p>		<p>以在线自动分析仪器为核心，运用现代传感器技术、自动测量技术、自动控制技术、计算机应用技术、通讯技术和大数据分析技术组成的综合性水质预警监控体系，主要应用于河流监测断面、湖库监测点位对水环境质量的考核</p>
<p>VOCs 排放连续监测系统 SCS-900VI</p>		<p>采用全程高温抽取式采样方法结合色谱分析技术，自动监测污染源废气中的非甲烷总烃、特征 VOCs 组分浓度及废气参数（烟温、压力、流速、湿度、氧气）</p>
<p>大气无机元素自动监测系统 AQMS-900HM</p>		<p>采用 XRF 技术原理，能够对环境空气中 TSP、PM<sub>10</sub>、PM<sub>2.5</sub> 及 PM<sub>1</sub> 等颗粒物中的铅、砷、铬、镉、汞等多种无机元素实现连续在线监测。对完整的环境空气无机元素进行浓度监测，进行环境空气颗粒物特征分析，实现无机元素污染预测预警并对污染源定位溯源。</p>
<p>大气温室气体监测系统(DID 色谱法) GC500</p>		<p>依托比利时 ORTHODYNE S.A. 的在线气相色谱技术，采用放电离子化检测器 (DID) 监测环境空气中痕量温室气体和污染气体 CO<sub>2</sub>、CH<sub>4</sub>、N<sub>2</sub>O、CO。适用于气象局、生态环境等部门对环境空气温室气体背景浓度监测；碳达峰、碳中和绩效评估；区域间温室气体浓度比较等</p>

<p>便携式气相色谱仪 MODEL 3080GC</p>		<p>采用 GC-FID 原理测定环境空气中或者固定污染源废气中甲烷、总烃、非甲烷总烃含量，可选苯系物（苯、甲苯、邻-二甲苯、间-二甲苯和对-二甲苯）的含量。适用于石油化工、制药、橡胶、涂装、纺织皮革、包装印刷等行业的 VOCs 废气监测、第三方比对监测、实验室监测等</p>
<p>MS-200 便携式飞行时间质谱仪</p>		<p>采用聚环式飞行时间质谱分析技术以及 EI 离子源，能与 NIST 质谱数据库对接，结合仪器所带的混合物自动分析软件，可对浓度范围从 ppb 至百分比（%）的多种气体组分进行快速定性定量分析。适用于各种场景下的 VOCs 排放检测，以及特殊情景下的检测需求。</p>

资料来源：雪迪龙公司官网，东莞证券研究所

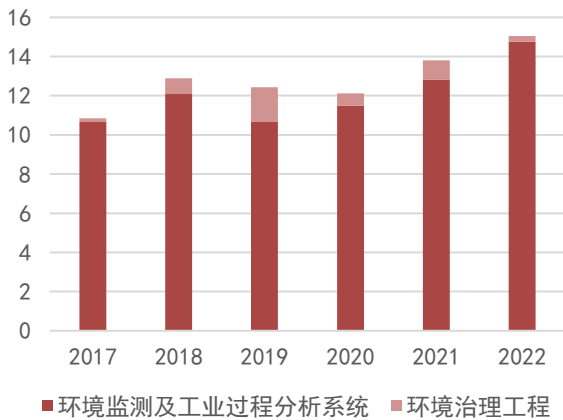
**公司助力开发碳排放监控账户。**在全球推进碳达峰碳中和的背景下，我国碳排放配额（CEA）与国家核证自愿减排量（CCER）市场也逐步从摸索中成型，对于核准各行业与企业碳排放量成为了一个必须面对的问题。公司积极配合生态环境部开展的针对碳排放用户设立监测账户的相关研发项目，完成了一套协助用户开展动态监测和碳资产管理等的区域企业碳账户管理体系，有利于企业与相关部门对于碳排放的监控与核算，并为国家建立低碳环保生态贡献力量。

**公司还提供第三方检测服务。**公司的检测服务主要包括水和废水、土壤、固废、空气和废气、噪声、振动、室内空气质量检测、油气回收检测、排污许可证后监管、环保竣工验收监测等服务。

## 1.2 环境监测与工业过程分析系统是核心业务

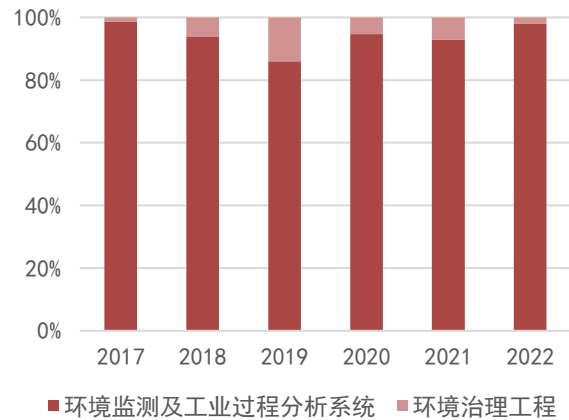
**环境监测与工业过程分析系统是公司的核心业务。**近几年该业务占公司收入的比例一直保持在 85%以上。且从近三年收入来看，业务收入不断增加，显示公司继续扩大销售渠道与业务联系。另一方面环境治理工程占比逐渐下降，预示公司将重心转向设备与设计方案的供应商，减少自身投资建设工程的投入占比。

图 2：公司各项业务收入构成（单位：亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 3：公司各项业务收入构成（单位：%）

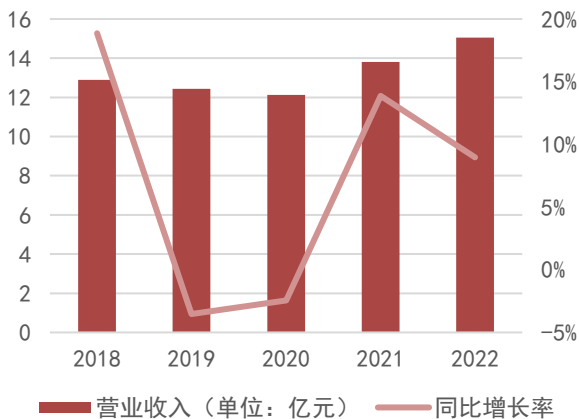


资料来源：iFinD，东莞证券研究所

### 1.3 业绩成长较好

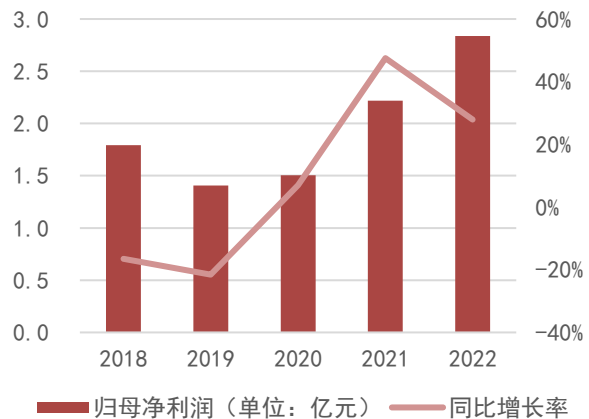
近年业绩整体保持增长。2018-2022 年，公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 6.77% 和 5.72%。2019 年受原材料价格上涨、行业竞争加剧影响，2020 年因受疫情环境影响，环保行业整体承压，项目释放与项目进度均有所减缓，致使公司营业收入与归母净利润均有所下滑。到 2021-2022 年间，受国家对于生态文明建设以及“碳达峰、碳中和”规划的布局影响，探索研究二氧化碳等温室气体排放，对公司的生态环境监测与工业过程排放分析等业务具有极大需求，促进公司业绩保持增长。

图 4：2018-2022 年公司营业收入



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 5：2018-2022 年公司归母净利润



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

### 1.4 股权结构集中

公司创始人持股比例较高，保持对公司控制权。公司实际控制人为敖小强先生，自公司上市以来一直保持着对公司的持续控制权。截至 2022 年 12 月 31 日，股东持股前三名敖小强、北京雪迪龙科技股份有限公司-2021 年员工持股计划、王凌秋分别持有公司 58.35%、1.59%、0.93% 的持股比例。

表 2：公司股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）

股东名称	持股数量(万股)	持股比例 (%)
敖小强	36766.00	58.35%
北京雪迪龙科技股份有限公司-2021 年员工持股计划	1000.42	1.59%
王凌秋	585.00	0.93%
郜武	429.42	0.68%
李旺	362.57	0.58%
赵青	360.48	0.57%
陈宜锋	300.00	0.48%
李希	266.70	0.42%
吕会平	240.00	0.38%
赵爱学	186.09	0.30%
合计	40496.69	64.28%

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

## 2. 环境监测行业发展前景可期

### 2.1 生态文明建设促进环境监测发展

生态文明建设的要求中，生态环境包括大气环境、水环境以及土壤环境等。生态文明建设推动之下，国家与人民对于环境污染治理以及环境保护的重视程度与日俱增，其中包括大气环境、水环境、土壤环境三大领域，近几年通过国家政府的不懈努力，对于各领域污染治理的“三大保卫战”取得了一定成效。随着之后对生态文明建设和幸福社会的进一步推进，环境保护的重视点逐渐向对污染排放的监控以及对已整治区域的监测维护等。对大气环境、水环境以及土壤环境等均提出了相关的监测指标和质量分级标准。

表 3：各领域环境监测标准

领域	监测指标	质量标准（部分）
大气环境	二氧化硫、二氧化氮、一氧化碳、臭氧、悬浮颗粒物（PM <sub>10</sub> 和 PM <sub>2.5</sub> ）、氮氧化物、铅、苯并芘等。	以最优质的一级标准为例，24 小时平均标准为：二氧化硫不超过 50 μg/m <sup>3</sup> ，二氧化氮不超过 80 μg/m <sup>3</sup> ，一氧化碳不超过 4 mg/m <sup>3</sup> ，PM <sub>10</sub> 不超过 50 μg/m <sup>3</sup> ，PM <sub>2.5</sub> 不超过 35 μg/m <sup>3</sup> ，氮氧化物不超过 100 μg/m <sup>3</sup> ，苯并芘不超过 0.0025 μg/m <sup>3</sup> 。臭氧在连续 8 小时平均值不超过 100 μg/m <sup>3</sup> 。
水环境	水温、pH 值、溶解氧、高锰酸钾指数、化学需氧量（COD）、五日生化需氧量（BOD <sub>5</sub> ）、氨氮、总磷（以 P 计）、总氮（以 N 计）、铜、锌、硒、砷、汞、铬、镉、铅、氰化物、挥发酚、石油类、硫化物、粪大肠菌群等。	以最优质的 I 类标准为例：pH 维持 6-9 之间，溶解氧不低于 7.5 mg/L，高锰酸钾指数不超过 2 mg/L，化学需氧量（COD）不超过 15 mg/L，五日生化需氧量（BOD <sub>5</sub> ）不超过 3 mg/L，氨氮不超过 0.15 mg/L，总磷（以 P 计）不超过 0.02 mg/L，总氮（以 N 计）不超过 0.2 mg/L，铜不超过 0.01 mg/L，锌不超过 0.05 mg/L，氟化物（以氟离子计）不超过 1.0 mg/L，硒、砷、铬、铅含量不超过 0.01 mg/L，镉含量不超过 0.001 mg/L，氰化物不超过 0.005 mg/L，大肠菌群含量不超过 200 个/L。

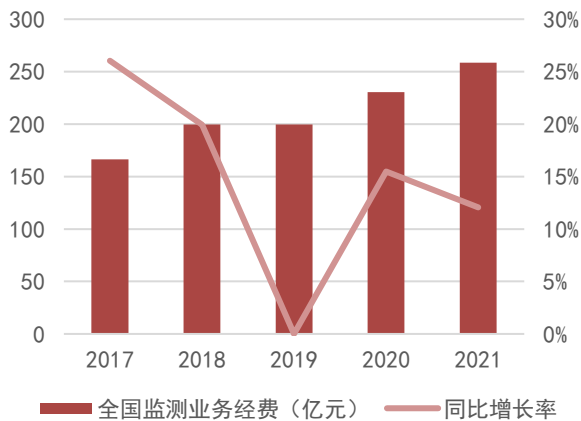


<p><b>土壤环境</b></p>	<p>镉、汞、铜、铅、铬、锌、镍、砷等，以及包括 DDT、六六六等的杀虫剂等</p>	<p>以用于一般农田的标准为例，随当地土壤 pH 值不同其上限有所变化，各指标检出上限分别为：镉、汞（0.3-1.0 mg/kg），砷（20-40 mg/kg），铜（50-200 mg/kg），铅（250-350 mg/kg），铅（150-350 mg/kg），锌（200-300 mg/kg），镍（40-60 mg/kg），六六六、DDT（不超过 0.50 mg/kg）。</p>
--------------------	--	---

资料来源：生态环境部，东莞证券研究所

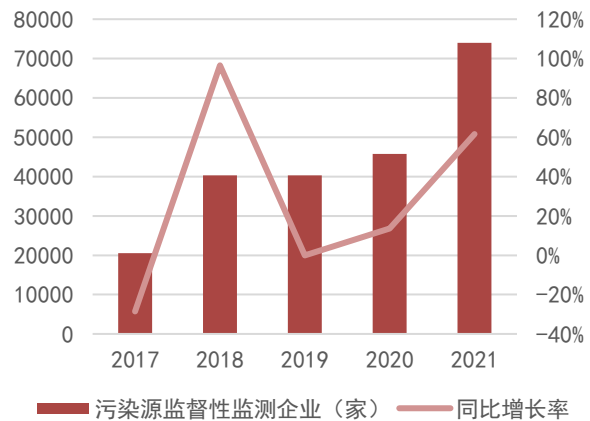
在生态文明建设的推动下，全国环境监测业务也日益发展壮大。近几年随着我国污染防治攻坚战取得关键进展，环境监测行业越发受到重视，以监测与监督保护防治攻坚战成果，协同推动经济高质量发展和生态环境高水平保护，成为我国环境保护产业中的重要组成部分。随着政策与社会角度对于环境监测行业的重视与支持增加，行业总经费逐年上升；更是随着节能减排理念的提出，对于企业排放污染源的监督也逐年加强，同时空气环境以及水环境的监测点位近几年也稳步增加，各地农田及生态保护区内的土地土壤质量监测也日益受到重视。

图 6：2017-2021 年全国监测业务经费



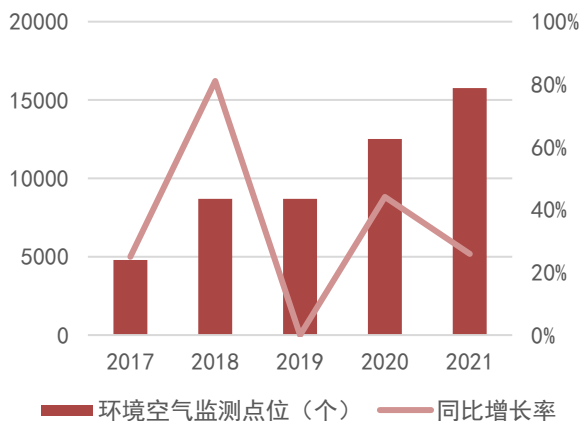
资料来源：生态环境部，东莞证券研究所

图 7：2017-2021 年污染源监督性监测企业数



资料来源：生态环境部，东莞证券研究所

图 8：2017-2021 年全国空气环境监测点位



资料来源：生态环境部，东莞证券研究所

图 9：2017-2021 年全国水环境监测点位



资料来源：生态环境部，东莞证券研究所

## 2.2 “双碳”规划推进碳账户管理平台构建

另一方面全球对于温室效应与碳排放的重视也促进了我国对于“碳中和碳达峰”规划的逐步推进，对碳排放的监测以及各企业用户的碳排放量统计核算也成为需要解决的问题。通过环境监测设备监测路径环境或者企业的碳排放量，结合碳排放核算法以及相关法规标准，建立起企业的碳排放以及碳配额账户，并将统计数据上传至相关部门以构建城市碳排放统计及预测。

图 10：碳账户管理平台模式



资料来源：雪迪龙官网，东莞证券研究所

## 2.3 政策推动环境监测产业发展

自“十三五”以来，随着生态文明建设和污染防治攻坚战推进，全国生态环保产业体系实力也在不断提升，但面对碳达峰目标带动生态环保产业向绿色低碳循环发展升级，以及经济社会发展步上新高度后对生态环保产业要求全面绿色转型等现况，生态环保产业的转型升级也是承压前行。其中，环境监测产业作为其中一个较为新兴的子产业，与生态环保产业新需求以及碳达峰目标等都密切相关，受到了多项政策的鼓励与推进。从构建完善全面的生态环境监测评估平台，到高质量高精度监测工业排放、用户碳排放监控账户等等，环境监测产业发展日益壮大。

表 4：推动环境监测产业发展的部分政策

发布时间	文件	相关内容（节选）
2021/9/24	《碳监测评估试点工作方案》	聚焦区域、城市和重点行业三个层面，开展碳监测评估试点，到 2022 年底，探索建立碳监测评估技术方法体系，发挥示范效应，为应对气候变化工作提供监测支撑。区域层面，基于现有国家环境空气质量监测网背景站及地基遥感站，结合卫星遥感手段，进一步完善监测网络，开展区域大气温室气体浓度天地一体监测、典型区域土地利用年度变化监测和生态系统固碳监测。城市层面，综合考虑城市的能源结构、产业结构、城市化水平、人口规模、区域分布等因素，选取唐山、太原、上海、杭州、盘锦、南通等 16 个

		城市，分基础试点、综合试点和海洋试点三类，开展大气温室气体及海洋碳汇监测。
2021/12/28	《“十四五”生态环境监测规划》	到 2025 年，政府主导、部门协同、企业履责、社会参与、公众监督的“大监测”格局更加成熟定型，高质量监测网络更加完善，以排污许可制为核心的固定污染源监测监管体系基本形成，与生态环境保护相适应的监测评价制度不断健全，监测数据真实、准确、全面得到有效保证，新技术融合应用能力显著增强，生态环境监测现代化建设取得新成效。形成智慧感知“一张网”、真实准确“一套数”、综合评估“一体化”以及顺畅高效“一盘棋”的科学独立权威高效的生态环境监测体系。
2022/3/18	“十四五”生态保护监管规划	强调要建立完善生态质量监测网络体系，“十四五”期间，布设约 300 个生态质量监测站点和监测样地样带，覆盖全国典型生态系统和重要生态空间。鼓励各地按照统一规范开展本区域生态质量监测，加密建设生态质量综合监测站和监测样地，逐步覆盖 80 个生态保护监管重点区域。要加快生态保护监管平台建设，深化生态保护监管平台业务应用，加强平台的生态监测评估业务应用。
2022/6/15	加快推进生态环保产业高质量发展 深入打好污染防治攻坚战 全力支持碳达峰碳中和工作行动纲要（2021-2030 年）	提出主要目标，到 2030 年，适应环境污染防治、生态保护与修复、资源高效循环利用、碳达峰、促进经济社会发展全面绿色转型需求的现代生态环保产业体系基本建立。产业支撑能力不断提高，自身绿色低碳转型取得明显成效，国际化水平显著提升，对国民经济的贡献进一步增强，为实现环境质量根本好转和基本实现美丽中国建设目标提供坚实的产业支撑。到 2025 年，生态环保产业营业收入年复合增长率不低于 10%；培育“十百千”企业，形成 50 家系统解决区域性生态环境问题的大型企业集团、百家综合服务能力较强的专业化骨干企业、千家“专精特新”中小企业。
2022/12/21	企业温室气体排放核算与报告指南 发电设施	本指南规定了发电设施的温室气体排放核算边界和排放源确定、化石燃料燃烧排放核算、购入使用电力排放核算、排放量计算、生产数据核算、数据质量控制计划、数据质量管理、定期报告和信息公开格式等要求。

资料来源：生态环境部，国家发改委，中国环境保护产业协会，东莞证券研究所

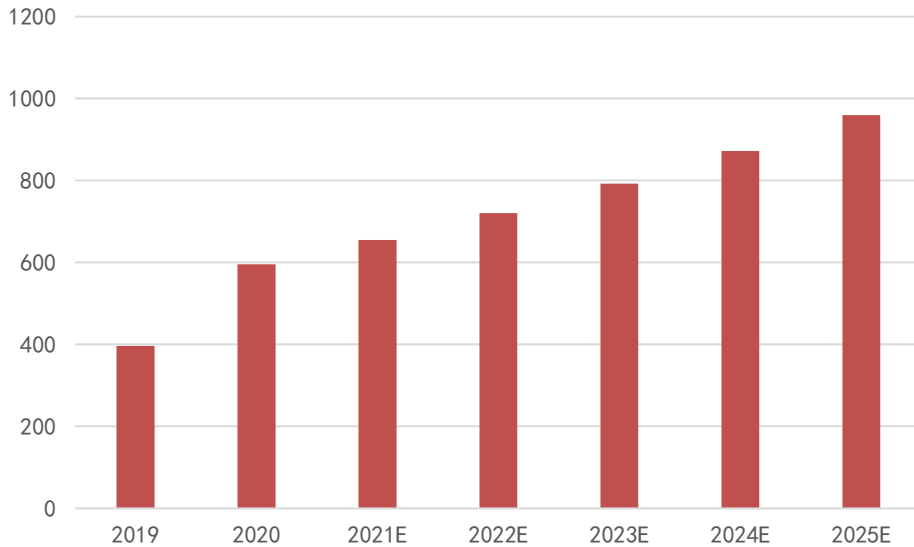
而国内越发的重视也让国家对于环境保护行业以及环境监测业务投入了更多的经费和预算。据《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》及财务部消息，2023 年将有超过总计超过 2400 亿元的资金预算，分别包括水污染防治、大气污染防治、土壤污染防治、农村整体环境整治以及重点生态区域保护等等领域，其中不少领域的相关治理项目都有望刺激环保监测业务的需求量增加。

## 2.4 国内环境监测设备市场有望保持增长

随着我国环保攻坚战取得进一步成果，各项环境指标有了显著改善，环境政策由污染整治逐步向生态监测防控转移。“十四五”生态环境监测规划中对其概括为“四个提升”：一是提升整体性，二是提升系统性与覆盖面，三是提升协同性与平台联通合作，四是提升创新性与现代化能力。环境监测设备的保有量以及其价值有望提升，从 2017 年的 31.7 万套/台环境监测设备，到 2020 年的 33.4 万套/台，年均复合增长率为 1.76%，因综合考虑经济发展趋势与政策推动带来的需求有望增加，保守估计未来几年将按 1% 的增长率，预计到 2025 年将达 35.1 万套/台监测设备的保有量。而其设备价值从 2017 年的 218.8 亿元到 2020 年的 595.7 亿元，年均复合增长率达 23.5%；考虑到我国目前经济发展趋势以及国产技术升级替代有望带来的价格下降，因此保守估计未来几年将按 10% 增

长率，预计到 2025 年会达到 959.38 亿元的设备价值规模。

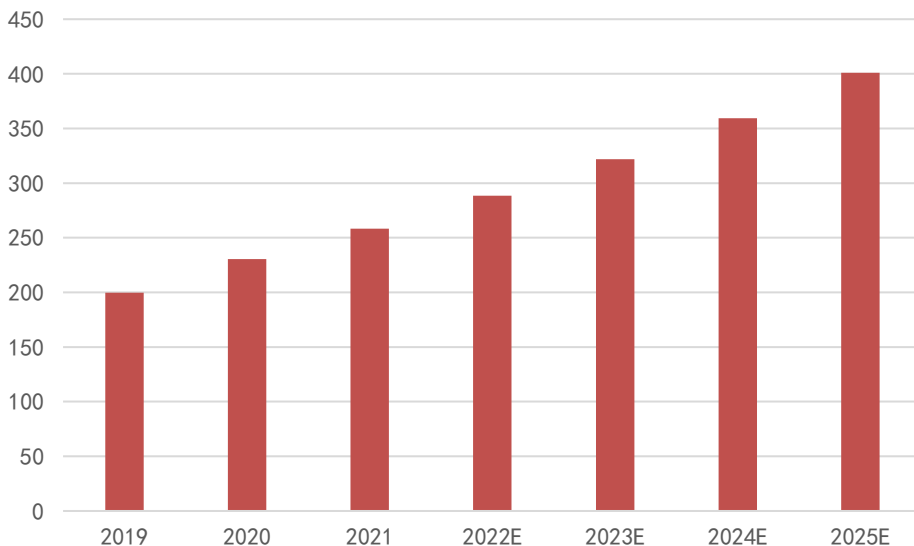
图 11：我国环境监测设备市场规模测算（单位：亿元）



资料来源：生态环境部，东莞证券研究所

而按照国家的环境监测业务投入经费预算来看，从 2017 年仅为 166.5 亿元，到 2021 年 258.4 亿元，年均复合增长率达 11.61%。保守估计其增长率不变，预计到 2025 年全国环境监测业务经费预算可达 401.02 亿元。体现了未来环境监测行业发展可期，也预示着国家对环境监测行业的重视与日俱增，相关设备需求有望增加。

图 12：我国环境监测业务经费预算测算（单位：亿元）



资料来源：生态环境部，东莞证券研究所

环境监测设备国内主要以聚光科技、雪迪龙、先河环保、力合环境、皖仪科技等上市公司和部分非上市公司为主要品牌，而国外则以艾默生、赛默飞以及岛津等企业占主要地位。目前国内环境监测设备的整体技术水平距离海外品牌仍有一定差距。

2020 年被列入《中国环保产业发展状况报告 2021》统计范围的环境监测企业有 5231 家，其总营收达 1014.1 亿元。由于存在未公开披露财务数据的非上市企业，仅以环境监测

领域中的代表上市企业聚光科技、先河环保、雪迪龙、力合科技、皖仪科技、蓝盾光电等企业的营收进行计算，发现这些上市企业的营收占到上述统计范围内企业总营收的比例较低，显示这些上市企业市场占有率处于较低水平。随着我国对于相关设备国产化的支持，加上上市企业的不断投入研发，相对应的技术水平得到提高，有望增加企业所占市场份额。另外，随着国家推动构建全国统一大气、水环境等监控联网平台，以及统一的国家生态环境监测大数据管理平台等，上市企业凭借更高监测精度、更全探测领域以及智慧化、一体化的集成化监测设备与智慧平台，有望获得政府端客户青睐以获得更多的项目机会；同时，上市企业的内部管理规范以及公开披露信息等也有利于其竞争相应的项目，以减少监测数据造假、运维不规范、产品质量等问题的出现。

### 3. 公司竞争优势

#### 3.1 公司耕耘 20 余年，聚焦三大业务

公司从电力行业烟气在线监测系统以及石化行业过程分析系统起家，深耕 20 多年逐步发展为现在国内成熟的环境监测与工业过程分析的综合服务商，聚焦环境监测、工业过程分析以及碳计量相关三大业务。环境监测业务中包括分析仪器、配件、成套系统的生产、销售和服务等环节，提供生态环境监测、污染排放监测以及温室气体监测等解决方案和技术支持。公司还能提供工业过程分析业务，以及对仪器产品产业链的延伸，提供环保运营维护服务和解决方案等。

公司通过海外并购高端质谱仪以及色谱分析仪器公司，拓展其环境监测和分析仪器的产品线，从原有的以运维服务为主逐步向高端分析仪器以及应用方案转型。公司将光谱、色谱、质谱、能谱、传感器五大核心技术整合于一体，结合国家提出的“数字中国”、“智慧环保”规划，积极布局国内生态环境“监测端+云平台+解决方案”综合业务。同时公司利用高精度色谱与质谱分析仪器还能对工业进程中的各项组分的成分与指标进行实时监测与分析，结合在线分析系统和第三方运维服务提供工业过程分析的解决方案，适用于半导体制造商、工业气体生产商以及食品、化工、钢铁、水泥等各项生产上。

公司从 2020 年开始布局碳计量相关业务，具有例如智能碳排放计量系统、大气温室气体监测系统、碳账户管理平台等一系列相关产品，并参与到生态环境部组织的碳监测排放系统评估试点工作，有望随着 CCER 的重启、各领域单位开放碳账户管理以及全面推进碳排放实时监测等而得到业务增长机会。2022 年，公司与中国计量科学研究院设立合资公司北京中计碳汇科技有限公司，公司持股比例为 70%。公司将协助中国计量科学研究院完成计量技术研发与应用，完善国家碳计量标准，推动国际互认的碳排放数据测量体系，加速我国与国际碳市场接轨。

#### 3.2 业绩保持稳定，有望保持减费增利

公司 2019-2020 年因受疫情影响，项目进度与销售情况不及预期导致营业收入有所减少，利润也随着减少。2021 年-2022 年随着国家“碳中和碳达峰”与绿色生态文明理念的进一步推进，非电行业以及火电改造等各行业对污染监测需求增加，整体环境质量监测需

求增加，公司业绩转好；加上部分项目完工验收，公司的营业收入与归母净利润均有所增加。2022 年，公司实现营业收入 15.05 亿元，同比增长 8.97%；实现归母净利润 2.84 亿元，同比增长 27.89%。

图 13：雪迪龙 2018-2022 年营业收入

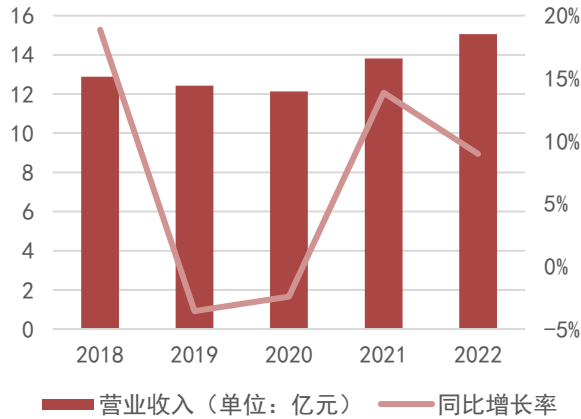
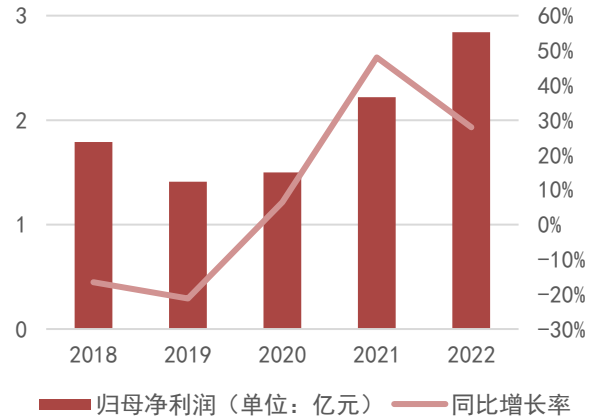


图 14：雪迪龙 2018-2022 年归母净利润



资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

从期间费用率方面来看，公司深耕了 20 余年环境监测与工业过程分析服务，在全国范围内建立了较大的运维网络，同时通过内部改善治理，降低运维成本，提升服务质量，在企业端和政府端客户群体中形成一定的品牌知名度，减少了销售过程的难度与成本。近几年来看公司销售费用率整体呈下行趋势，2022 年销售费用率为 11.37%，同比减少了 1.2 个百分点。在公司持续践行经营战略与深化管理质量的表现中，管理费用率基本维持稳定，2022 年管理费用率为 8.95%，同比减少 0.33 个百分点。

图 15：雪迪龙 2018-2022 年销售费用率

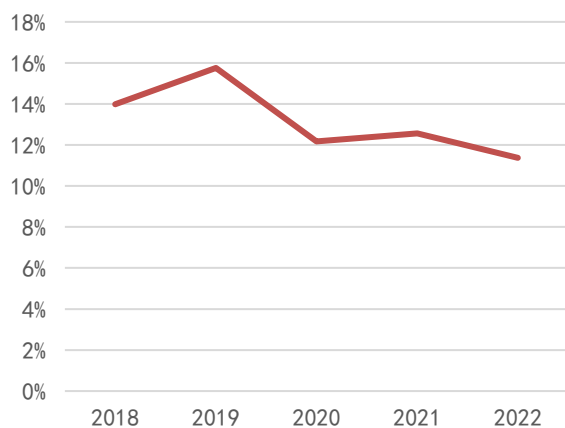
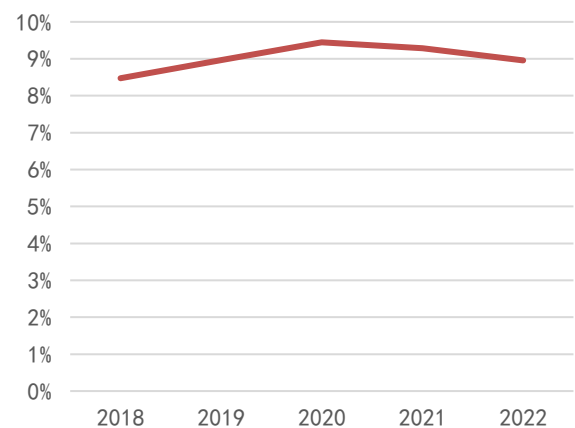


图 16：雪迪龙 2018-2022 年管理费用率



资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

研发投入方面因之前并购了海外高端仪器公司 Orthodyne，在色谱仪、质谱仪等高精度分析仪器的制造工艺上具有一定的技术基础。公司继续投入研发，针对国内多样化的工业流程以及环境情景，开发适配于例如水泥行业排放监测、移动源烟气污染监测、水环境中自动监测管控等不同场景下的特有模块与设备，提升公司产品的核心竞争力与适用范围。近几年维持在一定的研发费用率水平，2022 年研发费用率为 6.44%。

由于具有丰富的技术沉淀以及项目运营经验，公司近年来保持着较高的毛利率和净利率，随着技术研发升级公司产品以及技术水平不断进步，公司产品竞争力不断上升，公司未来毛利率和净利率有望进一步提升。环境监测系统以及工业过程分析系统等分部毛利率基本维持在 50% 左右。2022 年公司整体毛利率为 46.45%，同比增长 3.03 个百分点；净利润率达 18.86%，同比增长 2.87 个百分点。

图 17：雪迪龙 2018-2022 年研发费用及研发费用率

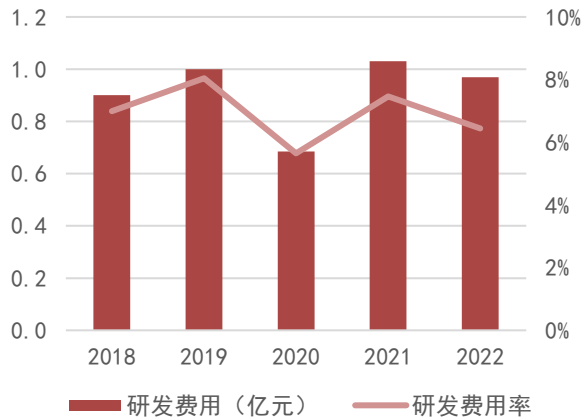
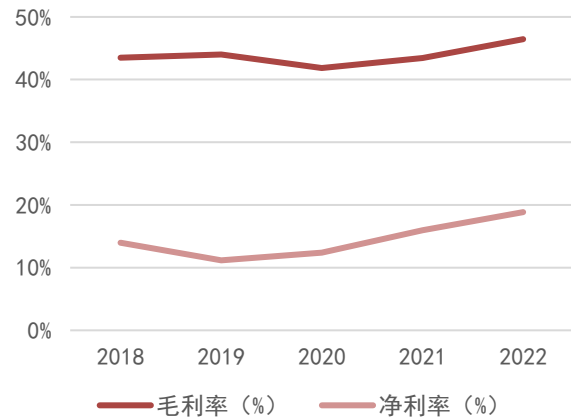


图 18：雪迪龙 2018-2022 年毛利率与净利率



资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

### 3.3 公司在行业内具有领先优势

选取环境监测设备行业的几家上市企业蓝盾光电、力合科技和先河环保等作为可比公司，分析对比其 2022 年的营业收入以及归母净利润，可以发现雪迪龙作为龙头企业的营业收入与归母净利润均排名前列，且 2022 年的营业收入与归母净利润均是同比增长。另一方面对比研发经费投入，雪迪龙以 0.96 亿元排名首位，显示企业在站稳龙头的同时仍然加强研发投入，继续开发适配不同应用场景需求的组件与设备，搭建多场景下的生态环境监测平台。

图 19：2022 年可比公司营业收入与归母净利润

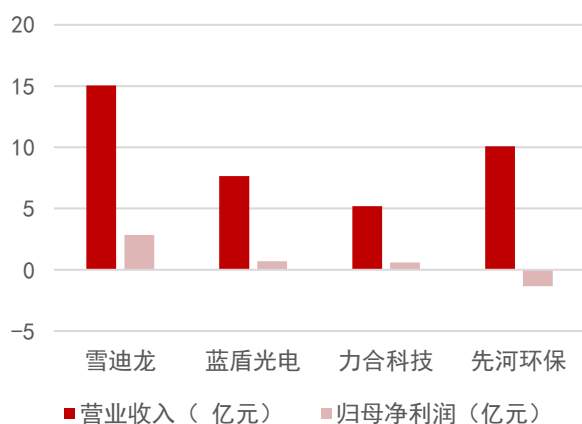
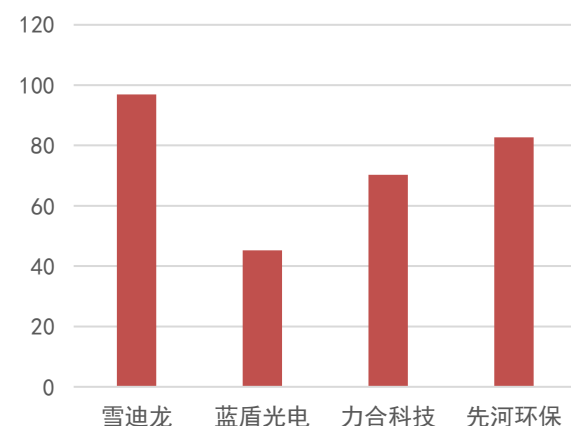


图 20：2022 年可比公司研发经费（单位：百万元）



资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，iFinD，东莞证券研究所

## 4. 投资建议

维持公司“增持”评级。预计公司 2023-2024 年每股收益分别为 0.60 元和 0.75 元，对应估值分别为 12.94 倍和 10.39 倍。公司是国内环境监测业务及设备研发龙头企业，预期受益于国内生态文明建设与碳达峰进程推进所带来的的环境监测需求增加，同时气体分析仪器等的研发有望替代海外进口高精设备，加上国内 CCER 交易市场有望重启，公司提前布局碳账户管理等技术储备，未来公司业绩有望上升。维持公司“增持”评级。

表 5：公司盈利预测简表（2023/4/27）

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,505	1,820	2,153	2,550
营业总成本	1,227	1,453	1,680	1,971
营业成本	806	965	1,117	1,320
营业税金及附加	11	14	17	20
销售费用	171	204	242	288
管理费用	135	146	158	172
财务费用	7	7	7	7
研发费用	97	117	139	164
营业利润	326	432	538	644
加：营业外收入	1	0	0	0
减：营业外支出	2	0	0	0
利润总额	325	432	538	644
减：所得税	41	55	68	81
净利润	284	378	470	563
减：少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	284	377	470	563
摊薄每股收益(元)	0.45	0.60	0.75	0.89
PE（倍）	17.21	12.94	10.39	8.67

数据来源：iFinD，东莞证券研究所

## 5. 风险提示

(1) **技术升级替代风险**。环保监测装备的部分组件是高精技术设备，存在被其他竞争者突破技术后取代其领先优势的风险。

(2) **政策推进不及预期**。环保行业较为依赖国家政策的推进，存在政策推进落实不及预期而影响企业业绩的风险。

(3) **项目释放不及预期**。环保监测等项目需求预期将增加，但存在实际释放数量与频率不及预期的风险。

(4) **回款进度不及预期**。环保监测设备等需求客户多为政府端或承包企业端，有可能存在应收账款未及时回款的风险。



**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

**证券研究报告风险等级及适当性匹配关系**

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测仅提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn