

分析师：陈拓
登记编码：S0730522100003
chentuo@ccnew.com

污水处理收入占比持续提升，带动净利润逆势增长

——中原环保(000544)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

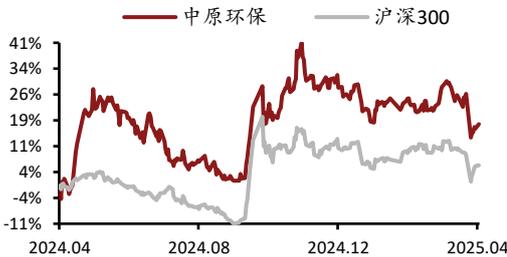
市场数据(2025-04-14)

收盘价(元)	8.08
一年内最高/最低(元)	9.69/6.74
沪深300指数	3,759.14
市净率(倍)	0.94
流通市值(亿元)	78.75

基础数据(2024-12-31)

每股净资产(元)	8.55
每股经营现金流(元)	-0.63
毛利率(%)	44.31
净资产收益率_摊薄(%)	10.49
资产负债率(%)	73.22
总股本/流通股(万股)	97,468.45/97,468.45
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《中原环保(000544)中报点评：污水处理收入占比提升，现金流有望改善》 2024-09-11

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路10号18楼

地址：上海浦东新区世纪大道1788号T1座22楼

发布日期：2025年04月15日

投资要点：

中原环保发布2024年年报，全年实现营业收入54.43亿元，同比减少30.33%，归母净利润10.32亿元，同比增长20.00%。其中第四季度实现营业收入13.55亿元，同比减少46.98%；归母净利润0.34亿元，同比增长44.15%。

● PPP项目收入减少影响公司营收规模，污水处理业务带动净利润逆势增长

自2024年起，公司PPP项目陆续由建设期转入运营期，建造服务收入减少，对公司整体营业收入规模造成影响。2024年，公司PPP项目收入22.09亿元，同比减少54.98%，占营业收入比重由2023年的62.81%下降至40.58%。与此同时，作为公司基本盘的污水处理业务，2024年收入25.24亿元，同比增长20.11%，占营业收入比重由2023年的26.89%提升至46.36%。另外，2024年，污泥处理处置费收入4.26亿元，同比减少2.78%；供热销售收入1.54亿元，同比增长10.38%。

2024年，公司毛利率提升幅度较大，较2023年提升16.14个百分点。公司污水处理业务相较于公司其他业务属于高毛利率业务，2024年公司污水处理业务毛利率为49.62%，高于PPP项目收入的43.14%，污水处理业务占比的提升带动公司整体毛利率由2023年的28.17%提升至44.31%。

从经营数据看，2024年，公司累计处理污水9.36亿吨，累计供应再生水6284.23万吨，污泥处理量76.8万吨，累计供热面积695万平方米，入网面积1305万平方米。

● 收购净化公司带来业绩增量，公司污水处理项目相继投运

公司于2023年收购净化公司，2024年标的公司实际完成净利润6.54亿元，完成率190.55%。标的公司郑州污水净化有限公司下属郑州新区污水处理厂(二期)污水处理项目、郑州新区污水处理厂提标改造项目(于2024年1月1日正式商业运营；郑州新区污水处理厂二期污泥处理项目于2025年1月1日正式商业运营；南曹污水处理厂一期工程已完成土建、主工艺路线设备安装工作，正在进行通风、除臭、有害气体检测、照明等辅助系统安装调试工作。

● 污水处理行业进入高质量发展期

随着《关于推进污水资源化利用的指导意见》、《关于推进污水处理减污降碳协同增效的实施意见》等多项政策文件，污水处理行业政策体系持

续完善。污水处理行业已进入成熟期，各细领域的政策指导更加精准具体，随着环保企业综合服务能力和运行效率的提升，有望推动环保行业高质量发展。根据住建房数据，截至 2023 年底，全国污水处理厂 2967 座；2023 年全国污水处理总量 651.87 亿立方米。

● **财务费用率、管理费用率提升，研发投入持续增加**

2024 年，公司财务费用为 7.62 亿元，同比增长 1.29%；财务费用率为 14%，较 2023 年提升 4.37 个百分点。管理费用为 2.72 亿元，同比增长 19.97%；管理费用率为 5.00%，较 2023 年提升 2.10 个百分点。销售费用为 112.60 万元，同比减少 20.40%；销售费用率为 0.02%，较 2023 年下降 0.02 个百分点。研发费用为 1.15 亿元，同比增长 1.87%；研发费用率为 2.11%，较 2023 年提升 0.67 个百分点。

● **公司回款方面仍存一定压力**

截至 2024 年 12 月末，公司应收账款达 67.86 亿元，同比增长 65.27%，对公司的现金流产生压力，需关注应收账款回收情况。公司全年各类资产减值损失计提 1.05 亿元。公司出台《应收款项管理办法》，加大应收款项回款力度。

● **盈利预测和估值**

预计公司 2025—2027 年归属于上市公司股东的净利润分别为 12.38 亿元、14.24 亿元和 15.74 亿元，对应每股收益为 1.27、1.46 和 1.61 元/股，按照 2025 年 4 月 14 日 8.08 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 6.36X、5.53X 和 5.00X，考虑到公司估值水平和行业发展前景，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：宏观经济波动风险；行业竞争风险；应收账款回款不及预期风险；系统风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,813	5,443	5,684	6,167	6,788
增长比率（%）	-0.50	-30.33	4.41	8.51	10.08
净利润（百万元）	860	1,032	1,238	1,424	1,574
增长比率（%）	20.47	20.00	19.90	15.04	10.53
每股收益(元)	0.88	1.06	1.27	1.46	1.61
市盈率(倍)	9.16	7.63	6.36	5.53	5.00

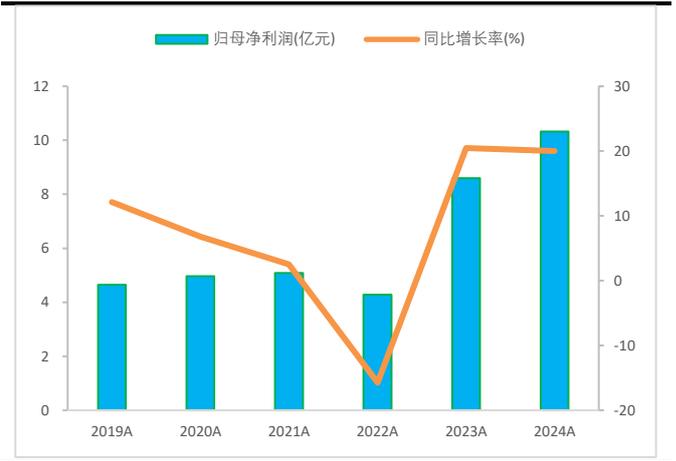
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业总收入情况



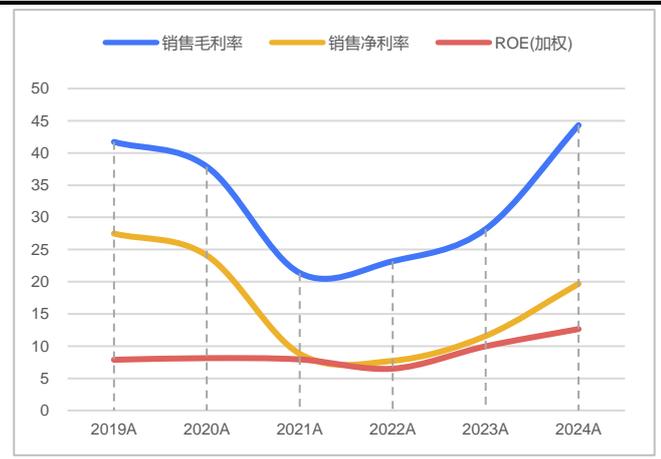
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 2：公司归母净利润情况



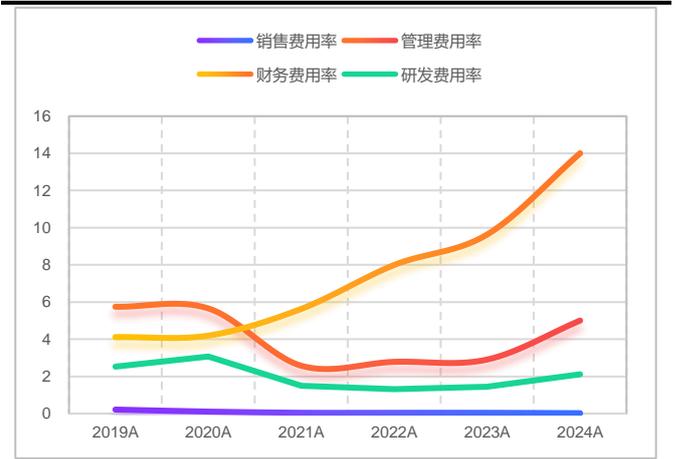
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 3：公司主要盈利能力指标对比 (%)



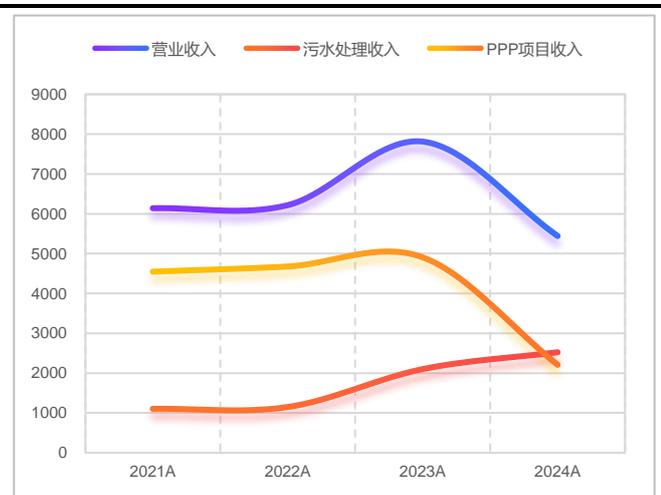
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 4：公司期间费用率情况 (%)



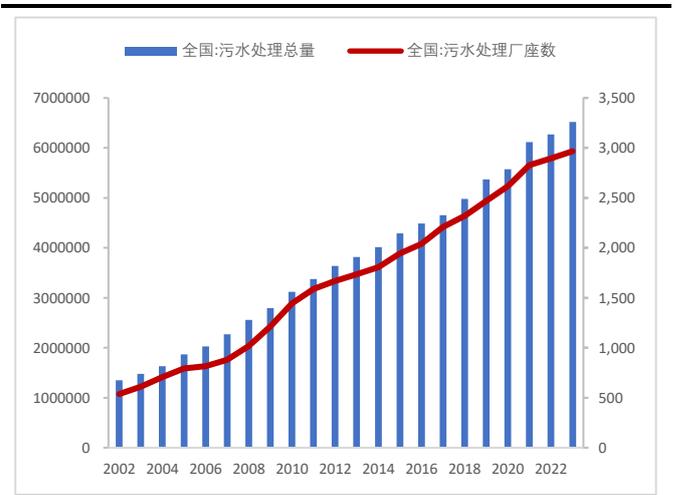
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 5：公司分业务收入情况 (百万元)



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 6：污水处理总量及污水处理厂数量(万立方米；座)



资料来源：住建部，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,902	9,831	10,280	10,932	11,238
现金	1,599	1,509	1,836	2,542	2,795
应收票据及应收账款	4,112	6,791	6,815	6,639	6,593
其他应收款	42	29	33	34	39
预付账款	18	6	15	20	18
存货	41	21	37	42	44
其他流动资产	1,091	1,475	1,544	1,654	1,748
非流动资产	29,925	30,231	30,815	31,261	31,830
长期投资	17	16	19	20	21
固定资产	2,408	2,319	2,848	3,271	3,748
无形资产	9,855	10,095	10,117	10,127	10,183
其他非流动资产	17,645	17,801	17,830	17,844	17,877
资产总计	36,828	40,062	41,095	42,193	43,068
流动负债	7,975	7,723	7,785	7,969	7,775
短期借款	606	538	550	515	327
应付票据及应付账款	3,859	3,701	3,753	3,901	3,873
其他流动负债	3,510	3,484	3,482	3,553	3,575
非流动负债	20,449	21,612	21,619	21,414	21,278
长期借款	16,272	18,447	19,003	19,149	19,025
其他非流动负债	4,177	3,165	2,615	2,265	2,253
负债合计	28,425	29,335	29,404	29,382	29,053
少数股东权益	900	891	946	1,007	1,070
股本	975	975	975	975	975
资本公积	3,941	3,947	3,947	3,947	3,947
留存收益	2,537	3,360	4,269	5,328	6,469
归属母公司股东权益	7,503	9,836	10,745	11,804	12,944
负债和股东权益	36,828	40,062	41,095	42,193	43,068

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-2,022	-609	2,228	2,846	2,762
净利润	905	1,071	1,292	1,485	1,637
折旧摊销	406	474	245	314	401
财务费用	769	770	771	781	790
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-4,190	-3,022	-72	273	-59
其他经营现金流	88	98	-7	-8	-6
投资活动现金流	-1,347	-871	-820	-753	-963
资本支出	-1,343	-872	-818	-752	-962
长期投资	0	1	-3	-1	-1
其他投资现金流	-4	0	0	0	0
筹资活动现金流	981	1,374	-1,065	-1,387	-1,546
短期借款	-275	-69	13	-36	-188
长期借款	3,633	2,175	556	146	-123
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-4,421	6	0	0	0
其他筹资现金流	2,043	-739	-1,634	-1,497	-1,235
现金净增加额	-2,389	-105	343	706	253

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,813	5,443	5,684	6,167	6,788
营业成本	5,613	3,031	3,077	3,305	3,694
营业税金及附加	53	50	52	56	61
营业费用	1	1	2	2	3
管理费用	227	272	278	316	362
研发费用	113	115	120	131	139
财务费用	753	762	756	764	770
资产减值损失	-138	-105	7	6	4
其他收益	52	31	31	51	46
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	68	0	0	1
营业利润	1,009	1,124	1,437	1,650	1,811
营业外收入	3	1	1	3	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	1,010	1,124	1,438	1,652	1,812
所得税	105	53	145	167	175
净利润	905	1,071	1,292	1,485	1,637
少数股东损益	45	39	55	61	63
归属母公司净利润	860	1,032	1,238	1,424	1,574
EBITDA	2,305	2,394	2,438	2,730	2,982
EPS (元)	0.88	1.06	1.27	1.46	1.61

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-0.50	-30.33	4.41	8.51	10.08
营业利润 (%)	13.75	11.40	27.95	14.75	9.78
归属母公司净利润 (%)	20.47	20.00	19.90	15.04	10.53
获利能力					
毛利率 (%)	28.15	44.31	45.87	46.40	45.58
净利率 (%)	11.01	18.96	21.77	23.09	23.18
ROE (%)	11.46	10.49	11.52	12.06	12.16
ROIC (%)	6.05	5.46	5.72	6.14	6.43
偿债能力					
资产负债率 (%)	77.18	73.22	71.55	69.64	67.46
净负债比率 (%)	338.27	273.48	251.52	229.37	207.31
流动比率	0.87	1.27	1.32	1.37	1.45
速动比率	0.72	1.08	1.12	1.16	1.21
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.14	0.14	0.15	0.16
应收账款周转率	2.52	1.00	0.84	0.92	1.03
应付账款周转率	1.47	0.81	0.84	0.88	0.96
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.88	1.06	1.27	1.46	1.61
每股经营现金流 (最新摊薄)	-2.07	-0.63	2.29	2.92	2.83
每股净资产 (最新摊薄)	7.70	10.09	11.02	12.11	13.28
估值比率					
P/E	9.16	7.63	6.36	5.53	5.00
P/B	1.05	0.80	0.73	0.67	0.61
EV/EBITDA	10.79	12.44	11.83	10.22	9.16

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。