

2025 年 08 月 04 日

创业环保(600874.SH)

投资评级：买入（首次）

——自由现金流持续改善 分红提升值得期待

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
蔡思
SAC: S1350524070005
caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 01 日

收盘价(元)	5.92
一年内最高/最低(元)	6.46/4.68
总市值(百万元)	9,296.88
流通市值(百万元)	9,296.88
总股本(百万股)	1,570.42
资产负债率(%)	56.59
每股净资产(元/股)	6.32

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **天津市属水务企业，深耕行业 20 余年。**公司成立于 1993 年，前身为天津渤海化工集团，2000 年前后资产重组后业务转变为水务，经过 20 余年的经营发展，公司逐步发展为行业内资深水务企业，主营业务包括污水处理、再生水供应、自来水供应。其中污水处理及建设成为公司核心盈利来源，2024 年贡献近八成的营收与毛利。当前公司第一大股东为天津市政投资，实际控制人为天津市国资委。
- **污水处理项目分布集中，公司盈利稳定性较高。**截至 2024 年底，公司拥有在手水务产能 606.51 万吨/日，其中污水处理产能 527.01 万吨/日（不含委托运营），再生水处理产能 48 万吨/日，自来水供应产能 31.5 万吨/日，其中污水处理厂主要分布于天津、安徽、浙江、湖北等地，四省占据公司污水处理产能的近 7 成，项目分布较为集中，可见天津市外主要向华中或华东地区进行拓展，近几年天津地区污水处理价格调整顺畅，公司污水处理价格逐年提升，**受此影响，2019-2024 年公司毛利率稳中有升，净利率维持在 17%左右，ROE 维持在 8%-10%，盈利稳定性较强。**
- **应收账款回款改善弹性高，分红率存在提升基础。**水务行业进入存量运营期，行业资本开支持续收缩，2024 年公司投资活动现金流净额下降至-7.5 亿元，自由现金流达到 6.4 亿元，实现转正。展望未来，考虑到公司在建项目较少（在建项目剩余资本投入仅 4.6 亿元），未来自由现金流有望持续改善。另一方面，全行业应收账款拖欠严重，**我们以应收账款/市值这一指标对比企业应收账款拖欠程度，天津创业环保这一比值达到 144%，位于行业首位，2024 年地方政府化债提上日程，若企业应收账款回款加速，将大幅改善公司现金流水平。**
- **公司近几年分红率维持在 30%附近，远低于行业内其他公司，**按照 2024 年分红进行测算，**公司当前股息率 2.9%。**我们预计，未来随着资本开支持续收缩，应收账款回款加速，公司自由现金流将持续改善，为提高公司分红率奠定基础。
- **资产减值影响消退，预计 2025 年减少负向影响约 1.5 亿元。**公司从 2015 年开始布局危废处置项目（自建+收购），近几年由于危废业务竞争逐步激烈，公司危废项目持续亏损，同时逐年对收购项目计提商誉减值，收购之初确认商誉 5.05 亿元，2021-2024 年逐年计提 1 亿元左右的商誉减值损失，截至 2024 年底公司商誉账面价值已经减值至 0，预计 2025 年起不再产生相应减值，相较于 2024 年将带来约 1.5 亿元的正向业绩影响。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 48.64、49.04、50.35 亿元，同比增长率分别为 0.8%、0.8%、2.7%，归母净利润分别为 9.58、9.95、10.27 亿元，同比增长率分别为 18.65%、3.89%、3.19%。当前股价对应的 PE 分别为 10、9、9 倍，我们选取北控水务集团、洪城环境、重庆水务作为可比公司进行估值，2025 年可比公司估值平均为 17 倍，公司当前估值水平远低于行业平均，按照 2024 年分红率进行计算，**公司 2025 年股息率 3.4%，首次覆盖给予“买入”评级。**除此之外，港股天津创业环保当前估值更低，2025 年股息率 5.9%，建议关注港股平台。
- **风险提示。**应收账款回款不及预期、污水处理量存在波动风险、新增项目投产进度存在不确定性、跨市场选择可比公司的风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,665	4,827	4,864	4,904	5,035
同比增长率（%）	3.16%	3.48%	0.76%	0.82%	2.68%
归母净利润（百万元）	865	807	958	995	1,027
同比增长率（%）	15.17%	-6.70%	18.65%	3.89%	3.19%
每股收益（元/股）	0.55	0.51	0.61	0.63	0.65
ROE（%）	9.48%	8.35%	9.29%	9.07%	8.80%
市盈率（P/E）	10.75	11.52	9.71	9.34	9.06

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 48.64、49.04、50.35 亿元，同比增长率分别为 0.8%、0.8%、2.7%，归母净利润分别为 9.58、9.95、10.27 亿元，同比增长率分别为 18.65%、3.89%、3.19%。当前股价对应的 PE 分别为 10、9、9 倍，我们选取北控水务集团、洪城环境、重庆水务作为可比公司进行估值，2025 年可比公司估值平均为 17 倍，公司当前估值水平远低于行业平均，按照 2024 年分红率进行计算，公司 2025 年股息率 3.4%，首次覆盖给予“买入”评级。除此之外，港股天津创业环保当前估值更低，2025 年股息率 5.9%，建议关注港股平台。

关键假设

1) 2025-2027 年新增污水处理产能分别为 9、5.5、6 万吨/日，污水处理单价均为 1.92 元/吨（不含税），污水处理厂产能利用率分别为 90%、91%、92%；

2) 2025-2027 年再生水处理产能利用率分别为 53%、54%、55%（注：产能利用率定义为售水量/产能）；

3) 2025-2027 年供水厂产能利用率分别为 53%、54%、55%（注：产能利用率定义为售水量/产能）；

4) 2025-2027 年供冷供热业务收入增长率均为 15%。

投资逻辑要点

公司为天津市属水务企业，主营污水处理、再生水处理、自来水供应等业务，2019-2024 年公司毛利率稳中有升，净利率维持在 17%左右，ROE 维持在 8%-10%，盈利稳定性较高。

公司现金流有望持续改善，一方面，全行业进入资本开支收缩期，企业自由现金迎来陆续转正，公司 2024 年投资活动现金流净额下降至-7.5 亿元，自由现金流达到 6.4 亿元；另一方面，全行业应收账款拖欠严重，而公司拥有全行业最大的应收账款改善弹性（其应收账款/市值的比例达到 144%，位于行业首位），两者综合下，公司现金流有望持续改善。**而公司近几年分红率维持在 30%附近，远低于行业内其他公司（行业其他大部分公司分红率 50%-60%左右），未来随着资本开支持续收缩，应收账款回款加速，公司自由现金流将持续改善，为提高公司分红率奠定基础。**

资产减值影响消退，预计 2025 年减少负向影响约 1.5 亿元。由于危废业务竞争逐步激烈，公司逐年对收购危废项目计提商誉减值，截至 2024 年底公司商誉账面价值已经减值至 0，预计 2025 年起不再产生相应减值。我们预计 2025 年公司实现归母净利润 9.6 亿元，**按照 2024 年 33.1%的分红率进行计算，公司当前股息率 3.4%，进一步我们假设公司分红率提升至 40%，则公司股息率将达到 4.1%，股息价值凸显。**

核心风险提示

应收账款回款不及预期、污水处理量存在波动风险、新增项目投产进度存在不确定性、跨市场选择可比公司的风险

内容目录

1. 天津国资委旗下水务企业 自由现金流已然转正	5
1.1. 天津市属水务企业，深耕行业 20 余年	5
1.2. 应收账款回款改善弹性高，分红率存在提升基础	6
2. 立足天津面向全国 商誉减值影响已然消退	7
3. 盈利预测与评级	10
4. 风险提示	11

图表目录

图表 1： 2019-2024 年公司营收结构（亿元）	5
图表 2： 2019-2024 年公司毛利结构（亿元）	5
图表 3： 2019-2024 年公司毛利率和净利率	6
图表 4： 2019-2024 年公司 ROE 表现	6
图表 5： 2019-2024 年公司主要业务毛利率表现	6
图表 6： 2021-2024 年公司现金流表现（亿元）	7
图表 7： 主要水务企业各类应收账款/市值	7
图表 8： 2006-2024 年公司每股股利（元/股，左轴）和股利支付率（右轴）	7
图表 9： 截至 2024 年底公司污水处理产能分布及占比（万吨/日）	8
图表 10： 截至 2024 年底公司再生水产能分布（万吨/日）	8
图表 11： 截至 2025 年 3 月底公司供水厂产能分布（万吨/日）	8
图表 12： 污水处理项目经营数据梳理	8
图表 13： 截至 2025 年 3 月底公司在建、拟建项目（单位：亿元）	9
图表 14： 2021-2024 年公司每年商誉减值（亿元）	10
图表 15： 2021-2024 年商誉账面价值（亿元）	10
图表 16： 核心假设	10
图表 17： 可比公司估值	11

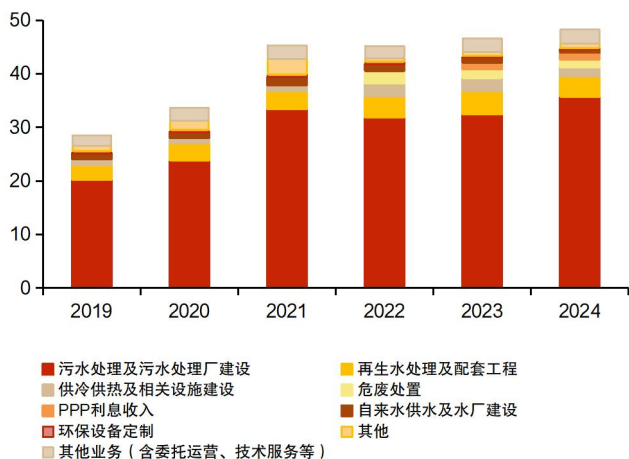
1. 天津国资委旗下水务企业 自由现金流已然转正

1.1. 天津市属水务企业，深耕行业 20 余年

天津市国资委旗下水务企业，深耕行业 20 余年。公司成立于 1993 年，前身为天津渤海化工集团，1994、1995 年分别在港股、A 股两地上市，2000 年前后由于渤海化工连续亏损，天津市国资委决定对其进行资产重组（置出渤海化工股份，置入道路收费站、污水处理厂等市政资产），随后经过 20 余年的经营发展，公司逐步发展为行业内资深水务企业，主营业务包括污水处理、再生水供应、自来水供应。截至 2024 年底，公司拥有污水处理产能 527 万吨/日，再生水产能 48 万吨/日，自来水供应产能 31.5 万吨，同时向供热供冷、危废等业务进行拓展。截至 2025 年 3 月 31 日，公司第一大股东为天津市政投资有限公司，持股比例 45.57%，实际控制人为天津市国资委。

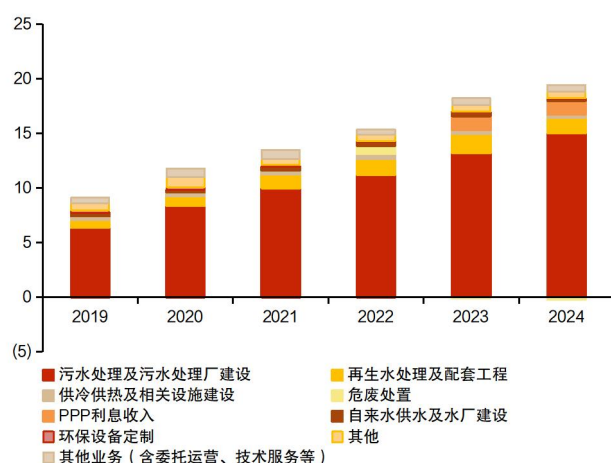
污水处理及建设业务是公司核心盈利来源，2024 年为公司贡献近八成营收与毛利。公司业务包括污水处理、再生水处理、供冷供热、自来水供应及危废处置等，2024 年污水处理及建设板块实现收入 35.8 亿元（若加上利息收入，其收入达到 37.06 亿元），占据公司收入的比例达到 77%，实现毛利 15.04 亿元（若加上利息收入，其毛利达到 16.3 亿元），占据公司毛利的比重达到 85%，是公司的最主要盈利来源；其次影响较大的业务为再生水处理，其 2024 年实现营收 3.82 亿元，占比 8%，实现毛利 1.42 亿元，占比 7.4%。

图表 1：2019-2024 年公司营收结构（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

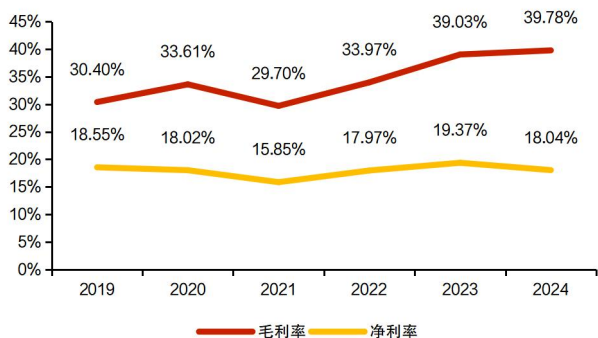
图表 2：2019-2024 年公司毛利结构（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

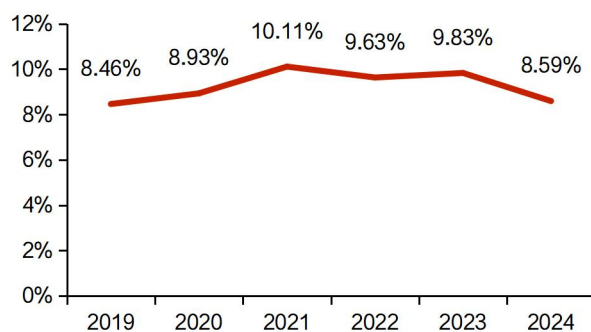
从公司盈利表现来看，2019-2024 年公司毛利率稳中有升，净利率维持在 17% 左右，ROE 维持在 8%-10%，盈利稳定性较强。正如我们在此前报告中一直强调的，水务企业遵循准许收益率原则，其盈利稳定性远超其他行业，2019-2024 年公司毛利率稳中有升，净利率维持在 17% 左右，ROE 维持在 8%-10%。分业务来看，污水处理业务毛利率稳步提升，2024 年毛利率达到 44%（含利息收入），主因其建设收入占比下降，运营收入占比提升；近几年再生水业务和自来水供应业务毛利率较为稳定，供冷供热业务、环保设备定制业务和危废业务毛利率波动较大，主因建造收入确认节奏、危废处置业务竞争激烈等影响。

图表 3：2019-2024 年公司毛利率和净利率



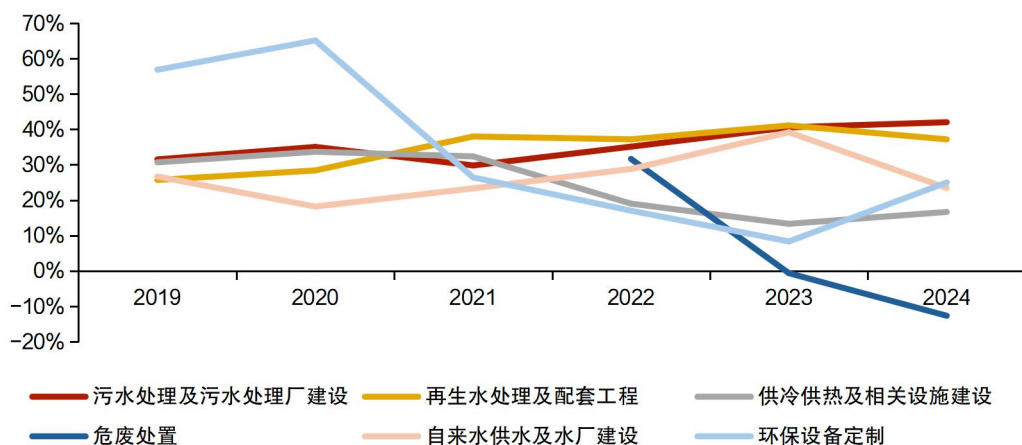
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：2019-2024 年公司 ROE 表现



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：2019-2024 年公司主要业务毛利率表现



资料来源：公司公告，华源证券研究所

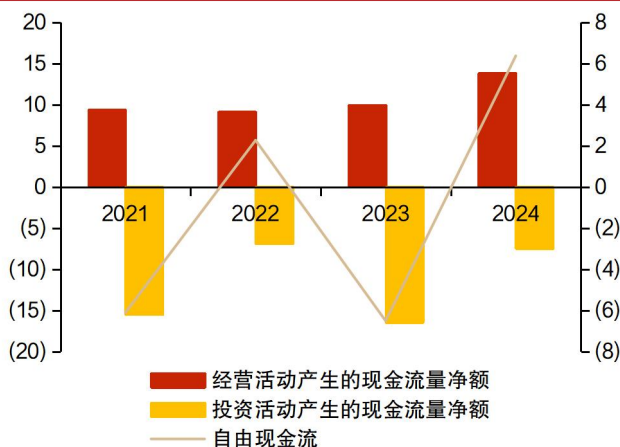
1.2. 应收账款回款改善弹性高，分红率存在提升基础

2024 年自由现金流已然转正，未来资本开支有望进一步收缩。我们将经营活动现金流净额+投资活动现金流净额近似看作公司自由现金流，2024 年公司经营活动现金流净额增长至 13.8 亿元，主因回款增加、运营成本下降，与此同时公司资本开支持续收缩，2024 年投资活动现金流净额降至-7.5 亿元，受此影响公司 2024 年自由现金流达到 6.4 亿元，实现转正。展望未来，我们认为，水务行业已经进入存量运营期，资本开支被动收缩，公司当前在建项目较少，未来自由现金流有望持续改善。

应收账款拖欠严重，若政府化债推进，公司现金流预计将大幅好转。由于污水处理费由政府负担较高比例，历史上污水处理企业面临较高的应收账款拖欠，我们以应收账款/市值这一指标对比企业应收账款拖欠程度，以 2025 年 6 月 16 日收盘价进行计算，天津创业环保这一比值达到 144%，位于行业首位，2024 年地方政府化债提上日程，若企业应收账款回款加

速，将大幅改善公司现金流水平。（注：截至 2025 年 3 月 31 日，天津创业环保应收账款 40.6 亿元，长期应收款 51.5 亿元，其他应收款 1 亿元）

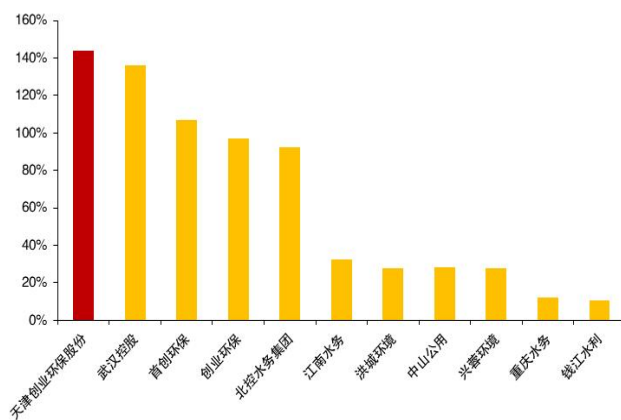
图表 6：2021-2024 年公司现金流表现（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

注：自由现金流=经营活动现金流净额+投资活动现金流净额
自由现金流为右轴，其余为左轴

图表 7：主要水务企业各类应收账款/市值



资料来源：wind，华源证券研究所

注：港股公司应收账款为截至 2024 年底余额，A 股公司应收账款为截至 2025 年 3 月底余额；各类应收账款包括应收账款、合同资产和其他应收款；市值采用 2025 年 6 月 16 日收盘价

公司近几年分红率维持在 30% 附近，远低于行业内其他公司，按照 2024 年分红进行测算，公司当前股息率 2.9%。我们预计，未来随着资本开支持续收缩，应收账款回款加速，公司自由现金流将持续改善，为提高公司分红率奠定基础。

图表 8：2006-2024 年公司每股股利（元/股，左轴）和股利支付率（右轴）



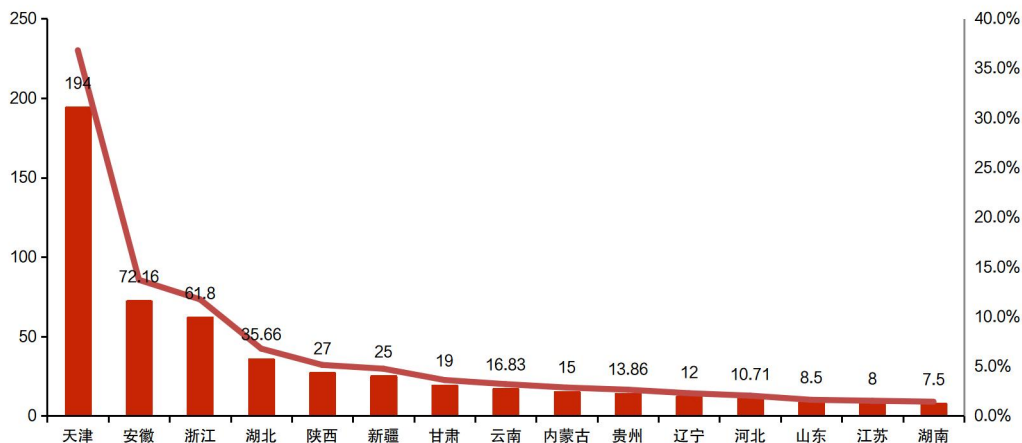
资料来源：wind，华源证券研究所

2. 立足天津面向全国 商誉减值影响已然消退

截至 2024 年底，公司拥有在手水务产能 606.51 万吨/日，其中污水处理产能 527.01 万吨/日（不含委托运营），再生水处理产能 48 万吨/日，自来水供应产能 31.5 万吨/日。

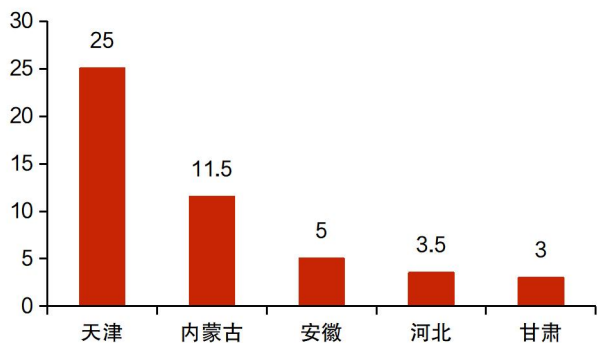
从项目分布来看，1) 污水处理厂主要分布于天津、安徽、浙江、湖北等地，这四省占据公司污水处理产能的近 7 成，其产能占比分别为 37%、14%、12%、7%；2) 再生水处理厂分布于天津、内蒙古、安徽、河北、甘肃 5 省，其中天津市内产能占比 52%；3) 自来水厂主要分布于云南、内蒙古和湖南，其产能占比分别为 63.5%、27%、9.5%。

图表 9：截至 2024 年底公司污水处理产能分布及占比（万吨/日）



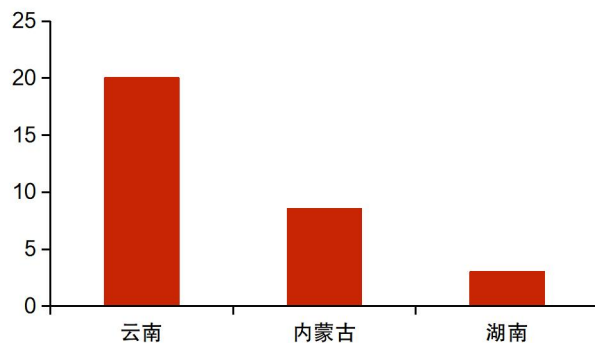
资料来源：公司公告，华源证券研究所
注：图中数字表示产能规模，单位万吨/日

图表 10：截至 2024 年底公司再生水产能分布（万吨/日）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 11：截至 2025 年 3 月底公司供水厂产能分布（万吨/日）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

污水处理价格调整顺畅，测算下来 2021-2024 年污水处理单价从 1.7 元/吨提升至 1.92 元/吨。以天津项目为例，2018 年公司对位于天津的四座污水处理厂进行提标改造，改造完成后其污水处理单价从 1.76 元/吨提升至 2.13 元/吨（中间存在过渡期单价），该价格从 2024 年 1 月 1 日开始执行。综合来看，2021-2024 年公司污水处理单价持续提升，从 1.7 元/吨提升至 1.92 元/吨，年均增长率 4.2%。

图表 12：污水处理项目经营数据梳理

污水处理项目	2021	2022	2023	2024
--------	------	------	------	------

产能（万吨/日）	477.81	478.31	506.38	527.01
新增产能（万吨/日）		0.5	28.07	20.63
产能利用率	89.8%	90.2%	88.9%	88.7%
处理总量（亿吨）	15.7	15.7	16.4	17.1
单价（元/吨，不含税）	1.70	1.82	1.86	1.92
运营收入（亿元）	26.6	28.71	30.54	32.77
建设收入（亿元）	6.91	3.22	1.95	3.03

资料来源：公司公告，华源证券研究所

注：产能利用率=处理总量/（产能*365）*10000；单价=运营收入/处理总量

公司当前在建项目较少，短期内在建项目所需资本开支仅 4.6 亿元。根据公司公告，截至 2025 年 3 月底，公司在建及拟建项目主要为污水处理和再生水项目，其中污水处理项目 6 个，再生水项目 1 个（主要为管网投资），考虑到在建项目持续投入，预计短期内在建项目所需资本投入约 4.6 亿元，资本支出压力较小，而这些项目预计将在 2025 年-2026 年陆续投产，为公司贡献利润增量。

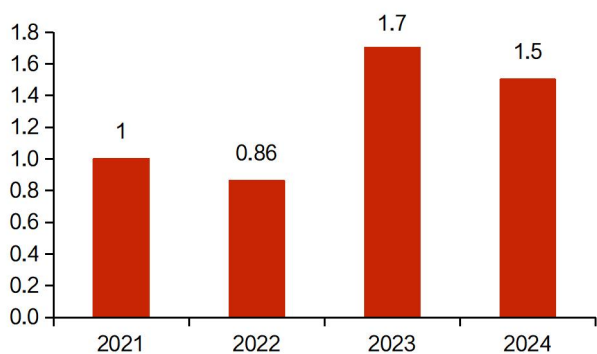
图表 13：截至 2025 年 3 月底公司在建、拟建项目（单位：亿元）

项目名称	项目类别	总投资额	已投资额	建设周期
在建项目				
天津市主城区再生水管网连通工程第二批项目	再生水	3.41	1.74	2022/10-2025/12
恩施市谭家坝污水处理厂及配套管网工程	污水处理	3.62	1.81	2023/08-2026/07
瓮安县三期污水处理厂建设项目二期工程	污水处理	0.45	0.36	2024/05-2025/04
会泽县城污水处理厂三期建设(扩容)	污水处理	0.67	0.40	2024/05-2025/05
克拉玛依市南郊污水处理厂项目	污水处理	1.81	1.08	2023/12-2025/10
合计		9.96	5.39	--
拟建项目				
金钟河大街南侧片区城市更新能源站项目	能源站	1.56		2025-2026
芜湖市滨江污水处理厂二期工程	污水处理	3.70		2025-2026
宝应仙荷污水处理厂提标改造工程	污水处理	0.89		2025-2026
合计		6.15	--	

资料来源：公司公告，华源证券研究所

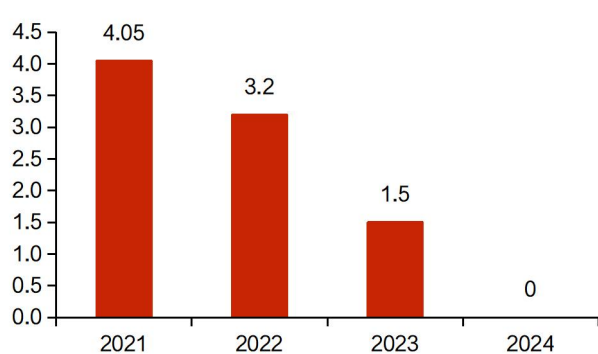
资产减值影响消退，预计 2025 年减少负向影响约 1.5 亿元。公司从 2015 年开始布局危废处置项目，截至 2024 年 3 月末公司拥有处置能力 18.13 万吨/年（包括投资和收购），主要分布在山东、江苏，其在地方政府指导价的引导下，自行选择产废单位，为其提供危废处置服务，收取危废处置服务费。近几年由于危废业务竞争逐步激烈，公司危废项目持续亏损，同时逐年对收购项目计提商誉减值，2021-2024 年逐年计提 1 亿元左右的商誉减值损失，截至 2024 年底公司商誉账面价值已经减值至 0，预计 2025 年起不再产生相应减值，相较于 2024 年将带来约 1.5 亿元的正向业绩影响。

图表 14：2021-2024 年公司每年商誉减值（亿元）



资料来源：公司公司，华源证券研究所
注：正值表示减值损失

图表 15：2021-2024 年商誉账面价值（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

根据公司当前在建项目，我们对公司的核心假设如下：

1) 2025-2027 年新增污水处理产能分别为 9、5.5、6 万吨/日，污水处理单价均为 1.92 元/吨（不含税），污水处理厂产能利用率分别为 90%、91%、92%；

2) 2025-2027 年再生水处理产能利用率分别为 53%、54%、55%（注：产能利用率定义为售水量/产能）；

3) 2025-2027 年供水厂产能利用率分别为 53%、54%、55%（注：产能利用率定义为售水量/产能）；

4) 2025-2027 年供冷供热业务收入增长率均为 15%。

图表 16：核心假设

	2025E	2026E	2027E
污水处理厂新增产能（万吨/日）	9	5.5	6
污水处理厂产能利用率	90%	91%	92%
污水处理厂单价（元/吨，不含税）	1.92	1.92	1.92
再生水产能利用率	53%	54%	55%
供水厂产能利用率	53%	54%	55%
供冷供热业务收入增速	15%	15%	15%

资料来源：华源证券研究所

在上述假设下，我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 48.64、49.04、50.35 亿元，同比增长率分别为 0.8%、0.8%、2.7%，归母净利润分别为 9.58、9.95、10.27 亿元，同比增长率分别为 18.65%、3.89%、3.19%。当前股价对应的 PE 分别为 10、9、9 倍，我们选取北控水务集团、洪城环境、重庆水务作为可比公司进行估值，2025 年可比公司估值平均为 17 倍，公司当前估值水平远低于行业平均，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 17：可比公司估值

证券代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			PB（lf）
		2025/8/1	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
0371.HK	北控水务集团	248.4	16.1	16.8	17.5	15.4	14.8	14.2	0.88	
600461.SH	洪城环境	120.5	12.6	13.2	13.9	9.6	9.1	8.7	1.25	
601158.SH	重庆水务	225.6	8.5	8.8	9.3	26.7	25.6	24.4	1.30	
	均值					17.2	16.5	15.7		
600874.SH	创业环保	93.0	9.58	9.95	10.27	9.7	9.3	9.1	0.94	

资料来源：wind，华源证券研究所

注：北控水务集团、洪城环境、重庆水务盈利预测来源于 wind 一致预测；北控水务集团采用人民币计价；汇率为人民币：港元=1.08

4. 风险提示

- 1) 应收账款回款不及预期。公司应收账款回款能否加速受地方政府影响较大，可能存在应收账款回款速度不及预期的风险；
- 2) 污水处理量存在波动风险。污水处理规模受经济、人口等因素影响，可能存在波动；
- 3) 新增项目投产进度存在不确定性。公司当前在建项目及拟建项目投产进度均为预估，可能出现投产节奏较慢的风险；
- 4) 跨市场选择可比公司的风险。北控水务集团为港股上市公司，创业环保为 A 股上市公司，两地市场会计披露准则、市场环境、监管政策存在差异，可能带来估值偏差。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,757	3,082	3,535	4,091
应收票据及账款	3,631	4,033	4,334	4,588
预付账款	22	22	23	23
其他应收款	97	98	99	102
存货	41	41	41	42
其他流动资产	308	311	313	321
流动资产总计	6,857	7,586	8,345	9,168
长期股权投资	190	192	193	195
固定资产	1,493	1,422	1,345	1,147
在建工程	240	125	5	5
无形资产	10,946	10,511	10,216	9,909
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	5,429	5,576	5,573	5,571
非流动资产合计	18,298	17,826	17,332	16,827
资产总计	25,155	25,412	25,677	25,995
短期借款	29	29	30	30
应付票据及账款	947	805	685	499
其他流动负债	3,611	3,648	3,656	3,770
流动负债合计	4,588	4,482	4,370	4,299
长期借款	7,915	7,561	7,195	6,816
其他非流动负债	1,855	1,855	1,855	1,855
非流动负债合计	9,770	9,416	9,050	8,671
负债合计	14,358	13,898	13,420	12,969
股本	1,570	1,570	1,570	1,570
资本公积	1,115	1,115	1,115	1,115
留存收益	6,983	7,625	8,290	8,978
归属母公司权益	9,669	10,310	10,976	11,663
少数股东权益	1,128	1,204	1,282	1,363
股东权益合计	10,797	11,514	12,258	13,026
负债和股东权益合计	25,155	25,412	25,677	25,995

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	871	951	991	1,025
折旧与摊销	757	784	805	817
财务费用	345	300	284	268
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-812	-510	-418	-339
其他经营现金流	223	99	99	99
经营性现金净流量	1,382	1,622	1,760	1,868
投资性现金净流量	-745	-327	-327	-327
筹资性现金净流量	-543	-971	-980	-986
现金流量净额	94	325	454	556

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,827	4,864	4,904	5,035
营业成本	2,907	2,938	2,941	3,035
税金及附加	61	62	62	64
销售费用	10	10	10	11
管理费用	249	251	253	259
研发费用	65	66	66	68
财务费用	345	300	284	268
资产减值损失	-148	0	0	0
信用减值损失	-94	-95	-96	-98
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	94	94	94	94
营业利润	1,043	1,239	1,287	1,328
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,047	1,242	1,291	1,332
所得税	176	209	217	224
净利润	871	1,033	1,073	1,107
少数股东损益	63	75	78	81
归属母公司股东净利润	807	958	995	1,027
EPS(元)	0.51	0.61	0.63	0.65

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	3.48%	0.76%	0.82%	2.68%
营业利润增长率	-5.39%	18.72%	3.90%	3.20%
归母净利润增长率	-6.70%	18.65%	3.89%	3.19%
经营现金流增长率	39.31%	17.39%	8.49%	6.16%
盈利能力				
毛利率	39.78%	39.61%	40.03%	39.73%
净利率	18.04%	21.24%	21.88%	21.99%
ROE	8.35%	9.29%	9.07%	8.80%
ROA	3.21%	3.77%	3.87%	3.95%
估值倍数				
P/E	11.52	9.71	9.34	9.06
P/S	1.93	1.91	1.90	1.85
P/B	0.96	0.90	0.85	0.80
股息率	2.87%	3.41%	3.54%	3.65%
EV/EBITDA	8	7	6	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。