

优质水务运营商，H 股高股息价值凸显

华泰研究

2025 年 8 月 10 日 | 中国内地/中国香港

首次覆盖

环保及水务

首次覆盖创业环保，予以“买入”评级，给予公司 A 股 2025E 12.3x PE，对应目标价 7.25 元，基于近三个月 A/H 溢价率给予港股目标价 4.62 港元。创业环保背靠天津市国资委，业务涵盖污水处理、再生水制售、新能源、危废处理等多个领域。污水处理主业立足天津服务全国，2024 年产能利用率达 90%（可比公司排名#1），2018-24 年污水处理量/价复合增速 6.3/6.1%，且未来仍有提升潜力。H 股股息率价值凸显，我们测算 2025/26/27 年 H 股股息率有望达 6.0/6.5/6.9%，具备较强吸引力。

污水处理主业立足天津服务全国，未来量&价仍有提升潜力

污水处理行业竞争格局相对分散，据我们测算，2024 年我国污水处理行业 CR10 为 22.3%，公司位列第 5（市占率 1.8%）。随城镇化推进及污水厂提标改造，我国城市/县城污水年排放量逐年增加（2013-2023 年 CAGR 4.3/3.2%）；36 城市居民生活用水污水处理费稳步上涨（2004/10 至 2024/7 复合增速 4.1%）。公司核心业务为水处理和水资源利用，2024 年污水处理业务营收/净利贡献占比均超 76%。立足天津服务全国，2024 年末公司权益类污水处理业务规模达 527.01 万吨/日（天津占比 37%），产能利用率达 90%（可比公司排名#1）。随产能扩张与提标改造，2018-24 年公司污水处理量/价复合增速 6.3/6.1%。考虑到 1) 公司 24 年末在建/拟建项目将陆续投产（涉及产能 24.5 万吨/日）；2) 宝应仙荷污水处理厂将于 2025-26 年进行提标改造，我们认为公司未来污水处理量与污水处理单价仍有提升潜力。

战略新业务业绩贡献有望提升，2025 年 H 股股息率或达 6%

公司战略新业务为新能源开发与利用、污泥与有机固废协同处置，2024 年新能源供冷供热量域齐增，服务面积同比+78%至 696 万平方米，我们测算 2025 年有望贡献收入/毛利 2.1/0.3 亿元（同比+30.0/+14.7%）；危废行业承压，2024 年危废处置业务毛利层面仍亏损，考虑 2021 年收购资产带来的商誉已于 24 年减值至 0，我们期待看到危废处置业务净利层面的改善。公司分红比例自 2021 年起逐年提升，2024 年达 33.07%，A/H 股股息率 2.85/5.58%（每股股利/年末收盘价）。据我们测算，2024 年公司可供分派现金流（经营性净现金流-资本开支-财务费用）可支撑分红比例达 43%，若 2025-27 年分红比例达 36%（同比+3pct），将对应 H 股股息率 6.0/6.5/6.9%（以 2025/8/8 收盘价测算），具备较强吸引力。

我们与市场观点不同之处

市场对创业环保的定位为“传统水务运营商”，对其“综合环境服务商”的定位认知不够充分。我们认为创业环保 1) 已经构建了“新能源+固废”的第二成长曲线，跳出“地方水务运营商”标签，成为“综合环境服务商”；2) 分红层面具备吸引力，我们测算 2025/26/27 年 H 股股息率有望达 6.0/6.5/6.9%。

盈利预测与估值

我们预计公司 2025-27 年归母净利 9.3/10.0/10.7 亿元，对应 2025 年 EPS/BPS 0.59/6.58 元。因公司 1) 25-27 年归母净利 CAGR (10%) 高于可比均值 (2%，剔除负值后为 8%)；2) 污水处理业务产能利用率领先同行，且未来量价仍有提升潜力，我们给予 A 股目标价 7.25 元，对应 2025E12.3xPE，较可比公司 Wind 一致预期 (11.0x) 溢价 12%；参考近 3 个月 A/H 溢价率 (73%) 给予 H 股目标价 4.62 港元，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：污水处理单价调整风险、危废市场竞争加剧、回款低于预期。

	1065 HK	600874 CH
投资评级:	买入(首评)	买入(首评)
目标价:	港币: 4.62	人民币: 7.25

王玮嘉 研究员
SAC No. S0570517050002 wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090 +(86) 21 2897 2079

黄波 研究员
SAC No. S0570519090003 huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122 +(86) 755 8249 3570

李雅琳 研究员
SAC No. S0570523050003 liyalin018092@htsc.com
SFC No. BTC420 +(86) 10 6321 1166

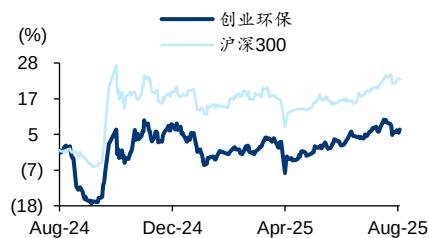
胡知* 研究员
SAC No. S0570523120002 huzhi019072@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

康琪* 联系人
SAC No. S0570124070105 kangqi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

(港币/人民币)	1065 HK	600874 CH
目标价	4.62	7.25
收盘价 (截至 8 月 8 日)	3.90	5.97
市值 (百万)	6,125	9,375
6 个月平均日成交额 (百万)	3.19	55.88
52 周价格范围	2.72-4.23	4.77-6.31
BVPS	6.32	6.32

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	4,827	4,988	5,128	5,281
+/-%	3.48	3.33	2.80	2.98
归属母公司净利润 (百万)	807.21	925.13	999.01	1,069
+/-%	(6.70)	14.61	7.99	7.05
EPS (最新摊薄)	0.51	0.59	0.64	0.68
ROE (%)	8.59	9.25	9.37	9.42
PE (倍)	11.61	10.13	9.38	8.77
PB (倍)	0.97	0.91	0.85	0.80
EV EBITDA (倍)	8.65	8.26	7.60	6.74
股息率 (%)	2.85	3.55	3.84	4.11

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,236	6,857	7,004	8,199	9,826
现金	2,613	2,757	2,984	3,890	5,577
应收账款	3,262	3,590	3,592	3,791	3,812
其他应收账款	20.77	97.35	24.70	100.78	28.44
预付账款	19.81	22.31	21.21	23.53	22.55
存货	35.69	40.54	37.40	41.87	38.83
其他流动资产	284.87	349.64	344.99	351.44	346.96
非流动资产	18,225	18,298	18,315	18,099	17,945
长期投资	188.65	190.20	190.55	190.60	190.75
固定投资	1,287	1,489	1,514	1,547	1,592
无形资产	10,895	10,946	10,787	10,421	10,131
其他非流动资产	5,855	5,673	5,823	5,941	6,031
资产总计	24,461	25,155	25,319	26,298	27,771
流动负债	4,307	4,588	4,392	4,661	5,431
短期借款	1.99	29.23	29.23	29.23	29.23
应付账款	668.89	946.97	855.60	873.05	886.70
其他流动负债	3,636	3,611	3,507	3,759	4,515
非流动负债	9,938	9,770	9,399	9,364	9,274
长期借款	7,258	7,414	7,043	7,009	6,918
其他非流动负债	2,680	2,356	2,356	2,356	2,356
负债合计	14,245	14,358	13,791	14,025	14,705
少数股东权益	1,094	1,128	1,201	1,280	1,364
股本	1,570	1,570	1,570	1,570	1,570
资本公积	1,115	1,115	1,115	1,115	1,115
留存公积	6,437	6,983	7,622	8,312	9,050
归属母公司股东权益	9,122	9,669	10,327	10,993	11,703
负债和股东权益	24,461	25,155	25,319	26,298	27,771

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	992.02	1,382	2,159	1,610	2,468
净利润	903.44	870.66	997.85	1,078	1,154
折旧摊销	659.81	756.98	680.92	727.31	751.75
财务费用	213.14	344.98	266.45	256.71	260.22
投资损失	4.26	(1.55)	(1.55)	(1.55)	(1.55)
营运资金变动	(1,179)	(811.87)	118.00	(550.24)	201.10
其他经营现金	389.98	222.82	97.17	99.90	102.88
投资活动现金	(1,643)	(745.37)	(696.07)	(510.07)	(595.80)
资本支出	(1,666)	(686.44)	(695.77)	(509.11)	(597.58)
长期投资	0.00	(8.89)	(0.35)	(0.05)	(0.15)
其他投资现金	23.23	(50.04)	0.05	(0.91)	1.93
筹资活动现金	34.11	(542.51)	(1,236)	(193.26)	(184.85)
短期借款	0.99	27.24	0.00	0.00	0.00
长期借款	160.32	156.78	(370.91)	(34.98)	(90.46)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3.64	0.17	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(130.84)	(726.70)	(865.29)	(158.28)	(94.39)
现金净增加额	(616.98)	94.14	226.57	906.32	1,687

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,665	4,827	4,988	5,128	5,281
营业成本	2,845	2,907	2,972	3,023	3,078
营业税金及附加	47.36	61.26	63.30	65.08	67.02
营业费用	11.47	10.07	10.41	10.70	11.02
管理费用	240.13	248.72	257.00	264.21	272.09
财务费用	213.14	344.98	266.45	256.71	260.22
资产减值损失	(169.75)	(148.16)	(143.12)	(121.49)	(98.71)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(4.26)	1.55	1.55	1.55	1.55
营业利润	1,103	1,043	1,196	1,292	1,383
营业外收入	6.13	5.08	5.08	5.08	5.08
营业外支出	2.58	1.30	1.30	1.30	1.30
利润总额	1,106	1,047	1,200	1,296	1,387
所得税	202.77	176.40	202.17	218.31	233.71
净利润	903.44	870.66	997.85	1,078	1,154
少数股东损益	38.24	63.45	72.72	78.53	84.06
归属母公司净利润	865.21	807.21	925.13	999.01	1,069
EBITDA	1,988	2,164	2,163	2,296	2,416
EPS (人民币, 基本)	0.55	0.51	0.59	0.64	0.68

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	3.16	3.48	3.33	2.80	2.98
营业利润	13.68	(5.39)	14.66	8.01	7.07
归属母公司净利润	15.17	(6.70)	14.61	7.99	7.05
获利能力 (%)					
毛利率	39.03	39.78	40.41	41.04	41.72
净利率	19.37	18.04	20.00	21.01	21.84
ROE	9.83	8.59	9.25	9.37	9.42
ROIC	6.10	6.39	6.84	7.17	7.84
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.24	57.08	54.47	53.33	52.95
净负债比率 (%)	90.52	83.79	70.42	61.99	48.64
流动比率	1.45	1.49	1.59	1.76	1.81
速动比率	1.38	1.41	1.51	1.68	1.74
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.19	0.20	0.20	0.20
应收账款周转率	1.55	1.41	1.39	1.39	1.39
应付账款周转率	4.82	3.60	3.30	3.50	3.50
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.51	0.59	0.64	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.88	1.37	1.02	1.57
每股净资产(最新摊薄)	5.81	6.16	6.58	7.00	7.45
估值比率					
PE (倍)	10.84	11.61	10.13	9.38	8.77
PB (倍)	1.03	0.97	0.91	0.85	0.80
EV EBITDA (倍)	9.50	8.65	8.26	7.60	6.74

正文目录

投资要点	5
污水处理业务产能利用率领先同行，且未来量价仍有提升潜力	5
H 股股息率具备较强吸引力，我们测算 2025 年 H 股股息率或达 6%.....	5
有别于市场的观点	5
老牌综合环境服务商，立足水业拓展新布局.....	6
立足水行业，国内水处理和水资源利用领域一流专业服务商.....	6
历史收入稳中有升，H 股股息率具备较强吸引力	7
污水处理行业：竞争格局相对分散，量&价均有增长空间.....	12
竞争格局：行业集中度较低，区域垄断和行业龙头并存	12
水量：随城镇化推进，全国污水排放量与水务公司污水处理量均不断增长	12
水价：污水处理费目前仍需政府补贴，调价需求具备合理性.....	14
锚定“城市环境综合服务商”定位，“一体两翼”协同发展	15
一体：专注水处理主业，2024 年相关业务营收/净利贡献占比均超 85%.....	15
污水处理：公司最主要的收入及盈利来源，特许经营+委托运营模式并行.....	15
再生水：业务规模保持增长态势，天津地区拥有专营优势.....	18
两翼：战略新业务态势向好，具备增长潜力	19
新能源：供冷供热、分布式光伏、储能多轮驱动	19
危废：行业整体承压，期待未来实现减亏甚至扭亏.....	20
盈利预测与估值	22
关键假设.....	22
A/H 目标价 7.25 元/4.62 港元，首次覆盖予以“买入”评级	24
风险提示.....	24

图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：公司股权结构	6
图表 3：2017-1Q25 公司营收情况	7
图表 4：2017-1Q25 公司归母净利情况	7
图表 5：2017-2024 年公司分业务营收构成.....	8
图表 6：2017-2024 年公司分业务净利润构成	8
图表 7：2019-2024 年公司综合毛利率及污水处理相关业务毛利率情况	8
图表 8：2019-2024 年公司主营业务毛利率情况	8
图表 9：2019-2024 年公司费用率情况.....	9
图表 10：2017-2024 年公司应收账款及应收账款周转天数情况.....	9
图表 11：2024 年主要水务公司应收账款与长期应收款之和占年末市值比例情况	9
图表 12：2017-2024 年公司资产负债率情况.....	10

图表 13: 2017-2024 年公司流动比率情况	10
图表 14: 2019-2024 年公司现金流情况	10
图表 15: 2019-2027 年公司现金分红总额与分红比例情况	11
图表 16: 2019-2027 年公司每股股息与股息率情况	11
图表 17: 2024 年污水处理行业市占率	12
图表 18: 2012-2023 年全国城市污水排放量及增速	13
图表 19: 2012-2023 年全国县城污水排放量及增速	13
图表 20: 2012-2023 年全国城市污水处理率	13
图表 21: 2012-2023 年全国县城污水处理率	13
图表 22: 主要水务公司 2017 年以来污水处理量变化	13
图表 23: 2010 年 7 月-2024 年 7 月全国 36 城市居民用水污水处理费	14
图表 24: 2017-2024 年主要水务公司污水处理均价 (不含税)	14
图表 25: 2017-2024 年公司水务行业相关业务营收贡献占比	15
图表 26: 2017-2024 年公司水务行业相关业务净利润贡献占比	15
图表 27: 2017-2024 年公司污水处理业务规模情况	16
图表 28: 2020-2024 年主要污水处理公司污水产能利用率情况	16
图表 29: 公司特许经营污水处理项目情况 (截至 2024 年底)	16
图表 30: 2017-2024 年公司污水处理及水厂设施建设业务营收情况	17
图表 31: 2017-2024 年公司污水处理量及处理单价情况	17
图表 32: 2017-2024 年公司污水处理及水厂设施建设业务毛利率情况	18
图表 33: 公司再生水项目情况 (截至 2024 年底)	18
图表 34: 2018-2024 年公司再生水处理收入及毛利率情况	19
图表 35: 2018-2024 年公司再生水处理量、销量及产能利用情况	19
图表 36: 2018-2024 年公司管道接驳收入及毛利率情况	19
图表 37: 2017-2024 年公司供冷供热及相关设施建设业务收入及毛利率情况	20
图表 38: 2017-2024 年公司供冷供热服务面积情况	20
图表 39: 公司分布式光伏项目情况 (以天津本土 4 个项目为例, 截至 2024 年底)	20
图表 40: 2022-2024 年公司危废处置业务收入及毛利率情况	21
图表 41: 2022-2024 年公司危废处置量及单位价格情况	21
图表 42: 2020-2024 年公司商誉及商誉减值情况	21
图表 43: 创业环保收入和毛利率预测	23
图表 44: 创业环保期间费用率和归母净利预测	24
图表 45: 可比公司估值表	24
图表 46: 创业环保 PE-Bands	25
图表 47: 创业环保 PB-Bands	25

投资要点

创业环保是天津国资委旗下的 A+H 两地上市老牌综合环境服务商，业务涵盖污水处理、再生水制售、新能源、危废处理等多个领域。我们认为公司主要的看点为：1) 污水处理业务产能利用率领先同行，且未来量价仍有提升潜力；2) H 股股息率具备较强吸引力。

污水处理业务产能利用率领先同行，且未来量价仍有提升潜力

我国污水处理行业竞争格局相对分散，区域垄断和行业龙头并存。据我们测算，2024 年我国污水处理行业 CR10 为 22.3%，公司位列第 5（对应市占率 1.8%）。随城镇化推进及污水厂提标改造，我国城市/县城污水年排放量逐年增加（2013-2023 年 CAGR 4.3/3.2%）；36 城市居民生活用水污水处理费由 2004 年 10 月的 0.46 元/吨逐步上涨至 2024 年 7 月的 1.02 元/吨（复合增速 4.1%）。考虑到当前我国 36 个重点城市水价（含自来水费、污水处理费、水资源费（税）、附加费）支出占比仍低于《水利建设项目经济评价规范》（SL72—2013）规定的用水户可承受范围下限（1.5%），我们认为水价仍存在一定上涨空间。此外，目前我国污水处理费/供水/污水管网大部分成本由政府承担，未来或逐步通过提高水价提升使用者付费占比，我们预计水务行业或将迎来新一轮调价周期。

公司核心业务为水处理和水资源利用，2024 年水处理相关业务营收/净利贡献占比均超 85%，其中污水处理贡献占比均超 76%。公司污水处理项目运营稳定、资产质量优异，立足天津服务全国，截至 2024 年底共拥有特许经营污水处理项目 53 个，权益类污水处理业务规模 527.01 万立方米/日（天津占比 37%），产能利用率达 90%（可比公司中排名第一）。随产能扩张与提标改造，2018-24 年公司污水处理量/价复合增速 6.3/6.1%。考虑到 1) 公司 24 年末在建/拟建项目将陆续投产（涉及产能 24.5 万吨/日）；2) 宝应仙荷污水处理厂将于 2025-26 年进行提标改造，我们认为公司未来污水处理量与污水处理单价仍有提升潜力。

H 股股息率具备较强吸引力，我们测算 2025 年 H 股股息率或达 6%

公司分红比例自 2021 年起逐年提升，2024 年达 33.07%，A/H 股股息率 2.85/5.58%（每股股利/年末收盘价）。据我们测算，2024 年公司可供分派现金流（经营性净现金流-资本开支-财务费用）可支撑分红比例达 43%。若公司 2025-2027 年分红比例达 36%，在我们的盈利预测下，公司 2025-2027 年将派发每股股利 0.21/0.23/0.25 元，对应 A 股股息率 3.55/3.84/4.11%，H 股股息率 5.98/6.46/6.91%（以 2025/8/8 收盘价测算）。

有别于市场的观点

市场对创业环保的定位为“传统水务运营商”，对其“综合环境服务商”的定位认知不够充分。我们认为创业环保 1) 构建了“新能源+固废”的第二成长曲线，2021 年以来新能源供冷供热服务面积逐年提升（2024 年同比+78%），我们测算 2025 年有望贡献收入/毛利 2.1/0.3 亿元（同比+30.0/+14.7%）；2023 年以来危废处置量逐年提升且历史收购危废资产带来的商誉已于 2024 年减值至 0，我们认为公司已跳出“地方水务运营商”标签，成为“综合环境服务商”；2) 分红层面：2024 年自由现金流再度转正且创新高，H 股股息率达 5.58%，且据我们测算 2025/26/27 年 H 股股息率或达 6.0/6.5/6.9%

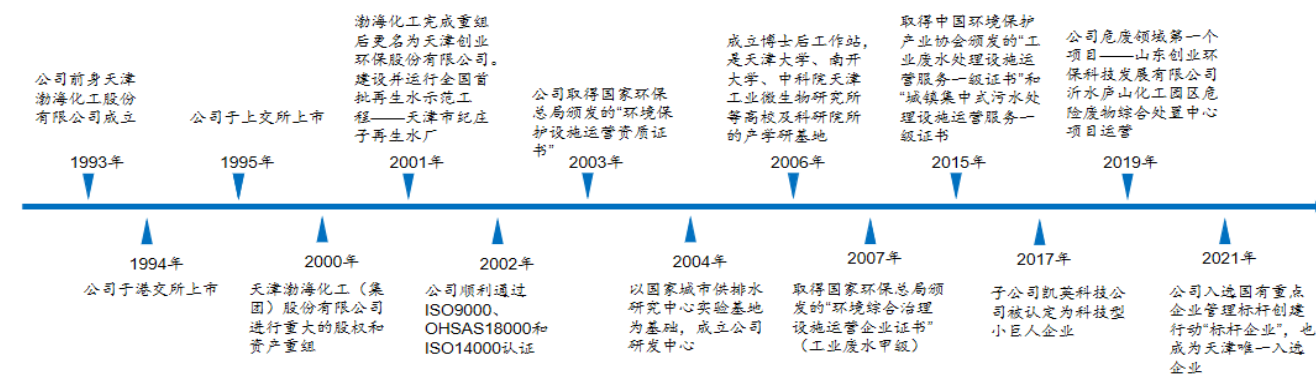
老牌综合环境服务商，立足水业拓展新布局

公司是天津城市基础设施建设投资集团有限公司旗下的 A+H 两地上市公司，业务涵盖污水处理、自来水供应、再生水制售、新能源供应、污泥处理、危废处理、工业废水处理、环保技术服务、海绵城市等多个专业领域，服务范围遍及全国 16 个省市自治区，是国内领先的综合环境服务商。

立足水行业，国内水处理和水资源利用领域一流专业服务商

公司是国内水处理和水资源利用领域老牌服务商。公司前身为天津渤海化工股份有限公司，系 1993 年 6 月经天津市经济体制改革委员会批准，由天津渤海化工集团有限责任公司发起定向募集设立。渤海化工于 1994 年 5 月在香港联合交易所（H 股）上市挂牌交易，于 1995 年 6 月在上海证券交易所（A 股）上市挂牌交易，是我国首家以污水处理为主营业务并在上海和香港两地上市的大型国有控股水务企业。2000 年 10 月渤海集团将其持有的渤海化工国家股无偿转让予天津市政，天津市政成为渤海化工的控股股东，同年渤海化工更名为天津创业环保股份有限公司，2008 年 11 月更名为现名（天津创业环保集团股份有限公司）。公司 2011 年起开始涉足新能源供冷供热项目，2019 年起进入危废处理行业。截至 2024 年底，公司在不同区域和业务领域拥有全资或控股子公司 64 家，参股公司 3 家，分布在全国 16 个省、市、自治区。

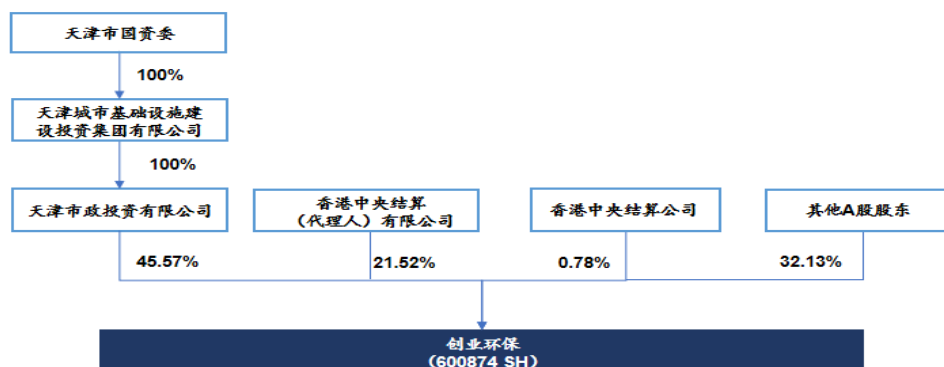
图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、华泰研究

公司是一家拥有深厚“天津基因”的国有控股企业。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，实控人为天津市国资委，持股比例 45.57%。此外，香港中央结算（代理人）有限公司持股比例为 21.52%，其他 A 股股东持股比例达 32.13%，主要股东包括中央汇金资产管理有限责任公司、王财进先生、浙江锦鑫建设工程有限公司及建设银行所属基金、中银基金等。

图表2：公司股权结构



资料来源：公司公告、华泰研究

历史收入稳中有升，H 股股息率具备较强吸引力

2017 年以来公司业绩整体呈增长态势，2024 年受财务费用影响归母净利润同比下滑。随公司通过自建与收购结合的方式积极拓展水务产能，2017-2020 年公司营业收入快速增长；2021 年营收同比高增（同比+34.8%）主要系按照《企业会计准则解释第 14 号》规定，公司确认了处于建设过程中的 PPP 项目对应的建造服务收入；2022 年营收略有下滑（同比-0.3%）主要系处于建设过程中的 PPP 项目工程量同比下滑导致建设收入同比减少，若剔除建设收入影响，公司其他业务贡献的收入仍实现同比增长；2023 年起营收重回增长态势，同比增速较 2021 年及之前有所放缓，主要系建设收入下滑影响。2019-2023 年公司归母净利润逐年增长，2024 年同比下滑（同比-6.7%）主要系确认的长期应收款利息收入减少带来财务费用增长 1.3 亿元（同比+61.9%），1Q25 公司归母净利润重回增长态势（同比+1.3%）。

图表3：2017-1Q25 公司营收情况



资料来源：Wind、华泰研究

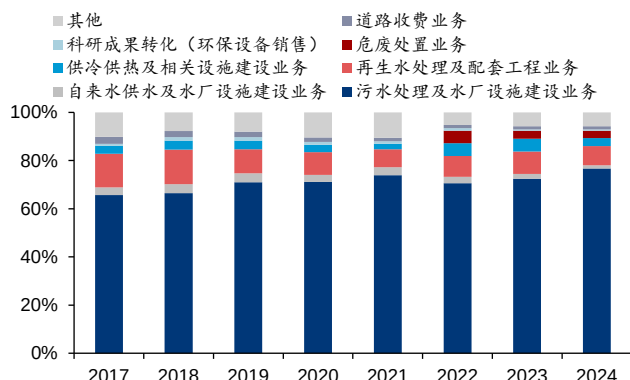
图表4：2017-1Q25 公司归母净利润情况



资料来源：Wind、华泰研究

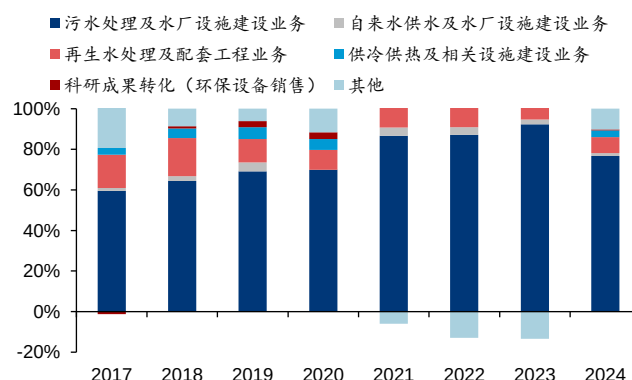
污水处理及水厂设施建设业务是公司收入和利润的主要来源，未来新能源与危废等战略新业务盈利能力有望提升。公司业务涵盖污水处理及水厂设施建设、自来水供水及水厂设施建设、再生水处理及再生水配套工程、供冷供热及相关设施建设、道路收费、危废处置、科研成果转化等。2017 年以来污水处理及水厂设施建设业务稳定贡献主要营收与净利润，营收贡献占比由 2017 年的 66% 震荡提升至 2024 年的 77%；净利润贡献占比由 2017 年的 60% 震荡提升至 2024 年的 77%，峰值达 92%（2023 年）。展望未来业务布局，公司将继续专注水行业，并按照“一体两翼”的思路进行拓展，水处理和水资源利用为“一体”，新能源开发与利用、污泥与有机固废协同处置为“两翼”。考虑到 1）2021 年以来新能源供冷供热服务面积/2023 年以来危废处置量逐年提升；2）2024 年计提商誉减值 1.5 亿元后商誉已减至 0（主要来自于 2021 年收购的高邮康博及江苏永辉危废项目），新能源与危废等战略新业务盈利能力有望提升。

图表5：2017-2024 年公司分业务营收构成



资料来源：Wind、华泰研究

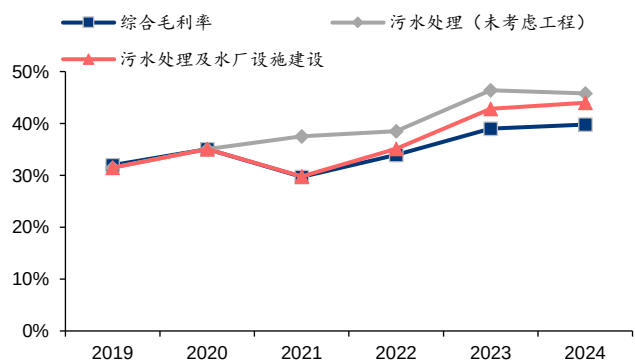
图表6：2017-2024 年公司分业务净利润构成



资料来源：Wind、华泰研究

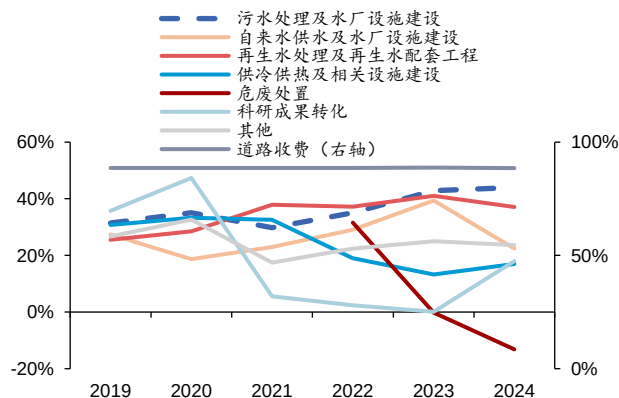
2021 年以来综合毛利率逐年提升，水务相关业务毛利率相对稳定，危废、新能源暂承压。由于污水处理及水厂设施建设业务贡献主要收入与利润，2019-2024 年公司综合毛利率走势与其毛利率走势保持一致。公司污水处理单价（特许部分）由特许经营协议约定，2020-23 年随污水处理单价提升，污水处理业务毛利率逐年提升（未考虑建造）。再生水单价主要按照经天津市物价局规定的政府指导价收取，2019 年以来毛利率震荡上行。自来水业务毛利率 2024 年明显下滑，主要系曲靖公司特许经营协议中甲方主体变化，收入中不再包含原水费。2022 年以来随危废处置单价持续下滑，危废处置业务毛利率走低。供冷供热及相关设施建设业务毛利率波动主要系根据建设进度确认低毛利的建造收入及成本。

图表7：2019-2024 年公司综合毛利率及污水处理相关业务毛利率情况



资料来源：Wind、华泰研究

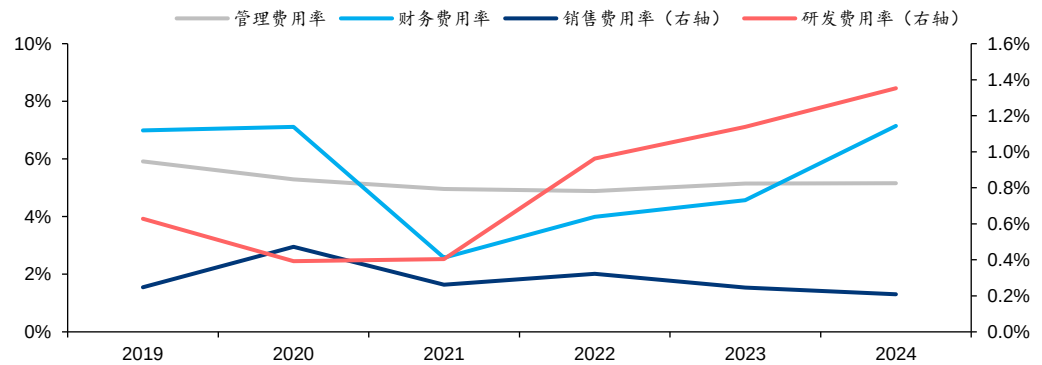
图表8：2019-2024 年公司主营业务毛利率情况



资料来源：Wind、华泰研究

2021 年起财务费用率/研发费用率逐年提升，管理费用率较为平稳。公司财务费用率波动较大，2021 年同比大幅下滑（同比-4.5pct），主要系根据 14 号会计准则将应收可用性服务费确认为长期应收款并确认利息收入；随后逐年提升，2024 年达 7.1%（同比+2.6pct），主要系重新调整利息计算方式导致利息收入下降。公司结合自身业务需要，近年来加大研发投入，2021 年起研发费用率逐年提升。截至 2025 年 3 月 31 日，公司共拥有有效专利 213 项，包括发明专利 50 项、实用新型专利 161 项、外观设计 2 项，另有软件著作权 34 项。公司管理费用率较为稳定，维持在 5%左右。

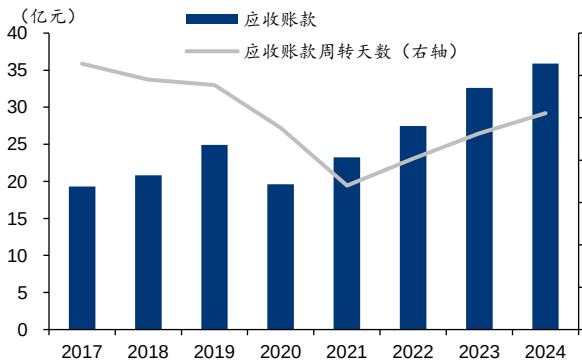
图表9：2019-2024 年公司费用率情况



资料来源：Wind、华泰研究

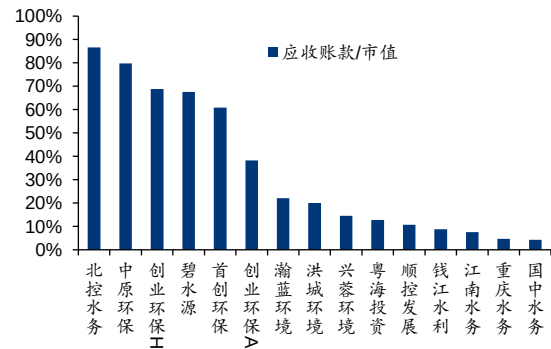
2021 年起应收账款逐年增长，应收账款/市值在同业中处于较高水平，化债政策下潜在改善弹性较大。梳理 2017-2024 年公司应收账款有关情况，我们发现 2022 年起公司应收账款及应收账款周转天数均逐年提升，其中账期变长主要系 1-2 年应收账款占比提升。此外，公司主要欠款人多为政府机构，如天津市水务局、界首市住房和城乡建设局、杭州市城市水设施和河道保护管理中心等，我们认为财政预算付费可靠性较高，产生实质坏账风险概率较低。我们还比较了主要水务公司 2024 年应收账款占年末市值的比例，发现 15 个样本公司中，公司 2024 年应收账款占 A/H 股年末市值的比例达 38/69%，位列第 6/3（由高到低）。考虑到“425”政治局会议强调要继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题，若化债力度超预期，我们认为公司应收账款改善的潜在弹性较大。

图表10：2017-2024 年公司应收账款及应收账款周转天数情况



资料来源：公司公告、华泰研究

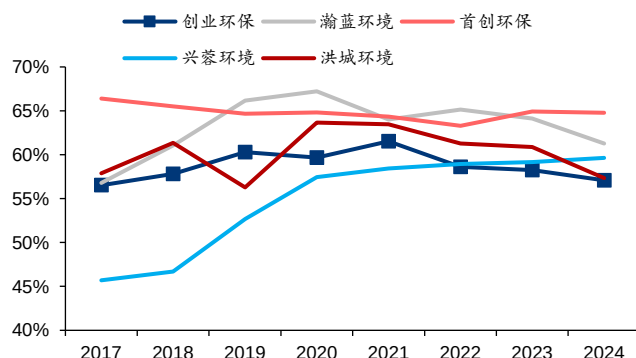
图表11：2024 年主要水务公司应收账款与长期应收款之和占年末市值比例情况



资料来源：公司公告、华泰研究

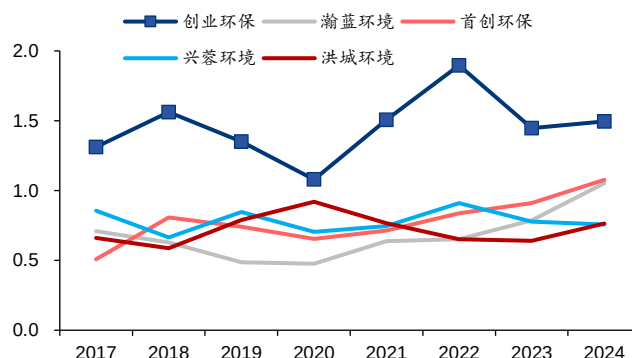
2022年起资产负债率逐年下降，流动比率领先同行。公司资产负债率控制得当，2017-2024年维持在55%-62%区间内，且自2022年起逐年下降，2024年资产负债率为57%，在行业内属于较低水平，财务结构稳健。且公司短期偿债能力较强，2017-2024年流动比率（均值1.46）领先同行（均值0.74）。

图表12：2017-2024年公司资产负债率情况



资料来源：Wind、华泰研究

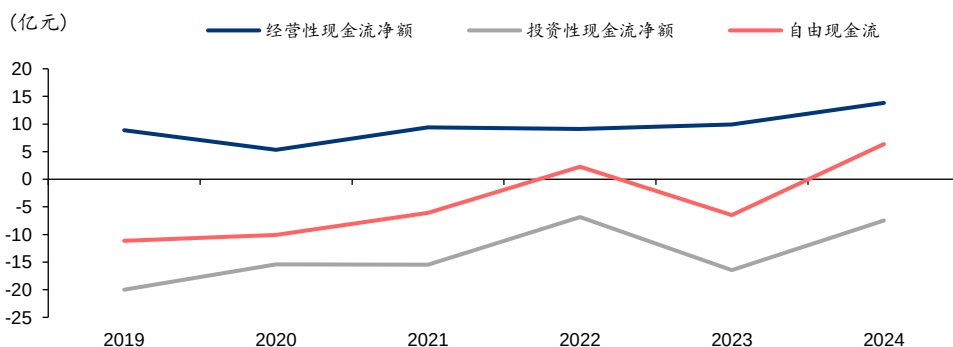
图表13：2017-2024年公司流动比率情况



资料来源：Wind、华泰研究

随资本开支收缩，2024年自由现金流再度转正并创新高。公司经营性现金流入主要来自污水处理业务收入，2021年起逐年提升，2024年同比+39%至13.8亿元，主要系天津市水务局回款改善。随水务行业步入成熟期，2020年以来公司资本开支整体呈现收缩态势，2023年投资性现金流出增加主要系购买恩施、克拉玛依南郊、含山项目特许经营权资产、污泥厂资产等。2024年公司自由现金流（=经营性现金流净额+投资性现金流净额）自2022年后再次实现转正并创新高。

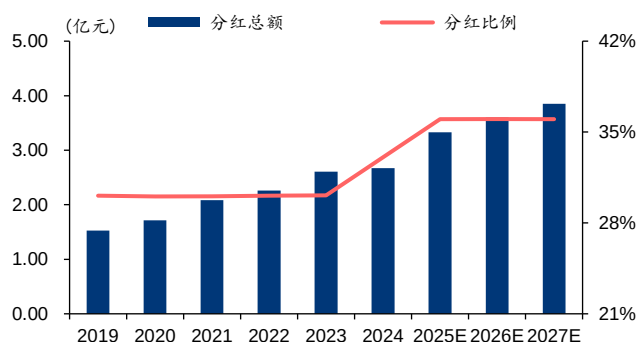
图表14：2019-2024年公司现金流情况



资料来源：Wind、华泰研究

我们测算 2025/26/27 年 H 股股息率有望达 6.0/6.5/6.9%，具备较强吸引力。公司坚持连续、稳定的利润分配政策，历史上曾多次公告三年股东回报规划。2024 年在再度转正且创新高的自由现金流支撑下，公司派发每股股利 0.17 元（同比+2%），对应分红比例 33.07%，A/H 股股息率 2.85/5.58%（每股股利/年末收盘价）。展望未来，我们认为随 1）水务业务主业的稳定运营；2）2024 年计提商誉减值 1.5 亿元后 2021 年收购危废项目带来的商誉已清零，公司业绩与分红或具备提升潜力。据我们测算，2024 年公司可供分派现金流（经营性净现金流-资本开支-财务费用）可支撑分红比例达 43%。若公司 2025-2027 年分红比例达 36%，在我们的盈利预测下，公司 2025-2027 年将派发每股股利 0.21/0.23/0.25 元，对应 A 股股息率 3.55/3.84/4.11%，H 股股息率 5.98/6.46/6.91%（以 2025/8/8 收盘价测算）。

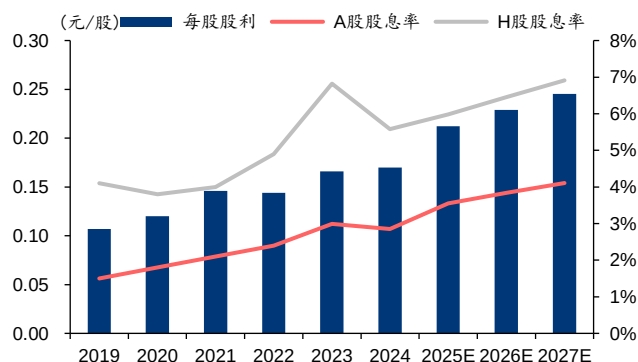
图表15：2019-2027 年公司现金分红总额与分红比例情况



注：假设 25-27 年分红比例 36%

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究预测

图表16：2019-2027 年公司每股股息与股息率情况



注：假设 25-27 年分红比例 36%，以 2025/8/8 收盘价计算测算

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究预测

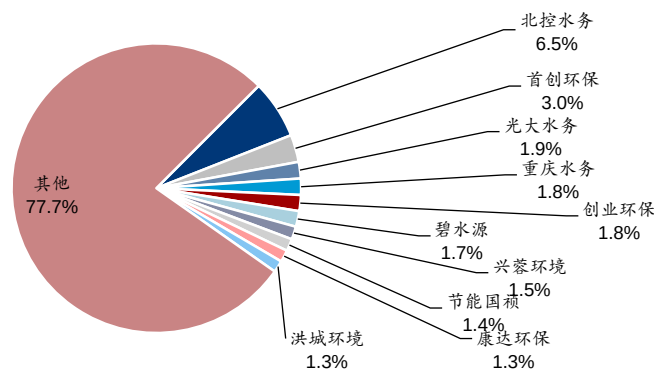
污水处理行业：竞争格局相对分散，量&价均有增长空间

污水处理行业是指通过利用物理、化学和生物等手段，去除或减少水体中的污染物，对水质进行调整和改善，实现特定排放目标的行业。从竞争格局来看，我国污水处理行业集中度较低，2024 年 CR10 仅为 22.3%。随城镇化进程推进，2012 年以来全国污水排放量/处理量均不断增长。2004 年以来全国 36 城污水处理费也稳步提升，但当前我国 36 个重点城市水费（含自来水费、污水处理费、水资源费（税）、附加费）支出占比仍低于《水利建设项目经济评价规范》（SL72—2013）规定的用水户可承受范围下限（1.5%），我们认为水价存在一定上涨空间。此外，目前我国污水处理费/供水/污水管网大部分成本由政府承担，未来或逐步通过提高水价提升使用者付费占比。我们预计水务行业或将进入新一轮调价周期，看好污水处理费上涨为主要污水处理公司带来业绩增量。

竞争格局：行业集中度较低，区域垄断和行业龙头并存

受特许经营权模式及管网资源等条件限制，污水处理行业竞争格局整体呈现出区域垄断和行业龙头并存的态势。一方面，水务公司多为地方性上市平台，如兴蓉环境、重庆水务、创业环保等，业务布局具有较强区域性；另一方面，全国性水务公司，如北控水务、首创环保、上海实业环境等，依托资金、技术等优势进行跨区域扩张，在产能规模等方面具有显著优势。当前我国污水处理行业集中度较低，据我们测算，2024 年我国污水处理行业 CR10 为 22.3%，其中创业环保污水处理市占率为 1.8%（位列第 5）。

图表17：2024 年污水处理行业市场占率



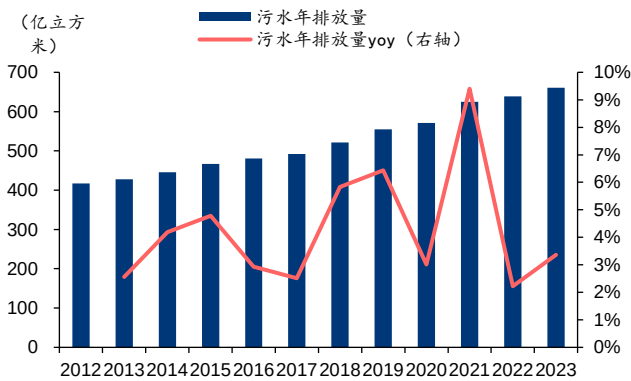
注：北控水务集团数据为大陆地区数据

资料来源：公司公告，2023 年城乡建设统计年鉴，华泰研究测算

水量：随城镇化推进，全国污水排放量与水务公司污水处理量均不断增长

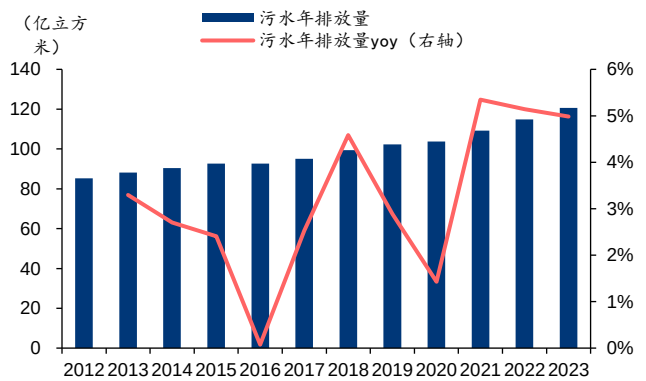
全国污水排放量逐年增加，城镇化进程推动下未来仍有增长空间。根据国家住房和城乡建设部统计数据，我国城市/县城污水年排放量由 2012 年的 416.76/85.28 亿立方米逐步上涨至 2023 年的 660.49/120.66 亿立方米，CAGR 为 4.27%/3.21%，2023 年全国城市/县城污水处理率为 98.69%/97.66%，趋于饱和。伴随工业化、城市化持续推进，全国污水排放量逐年上升，未来城市和县城污水排放量及处理量仍有增长空间。

图表18: 2012-2023 年全国城市污水排放量及增速



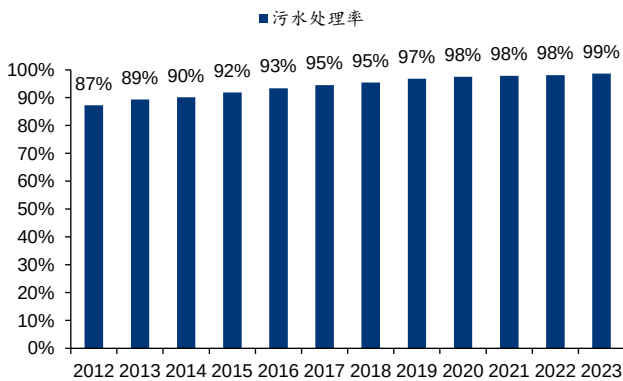
资料来源: 2023 年城乡建设统计年鉴, 华泰研究

图表19: 2012-2023 年全国县城污水排放量及增速



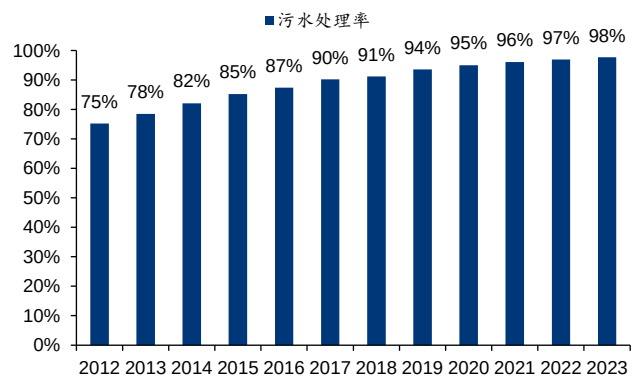
资料来源: 2023 年城乡建设统计年鉴, 华泰研究

图表20: 2012-2023 年全国城市污水处理率



资料来源: 2023 年城乡建设统计年鉴, 华泰研究

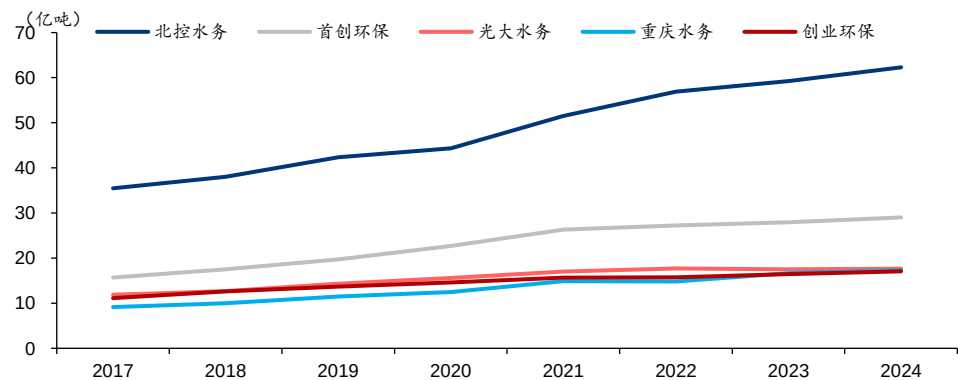
图表21: 2012-2023 年全国县城污水处理率



资料来源: 2023 年城乡建设统计年鉴, 华泰研究

上市公司层面, 主要水务公司污水处理量也呈现增长态势。我们选取 2024 年污水处理市占率前 5 的水务公司作为样本, 即北控水务集团(6.5%)、首创环保(3.0%)、光大水务(1.9%)、重庆水务(1.8%)、创业环保(1.8%)。可发现自 2017 年以来, 主要水务公司的污水处理量均逐年增加, 其中增长最快的是重庆水务, 2017 至 2024 年污水处理量由 9.14 亿吨增长至 17.32 亿吨, CAGR 为 9.6%。

图表22: 主要水务公司 2017 年以来污水处理量变化



注: 北控水务集团数据为大陆地区数据。

资料来源: 公司公告, 华泰研究

水价：污水处理费目前仍需政府补贴，调价需求具备合理性

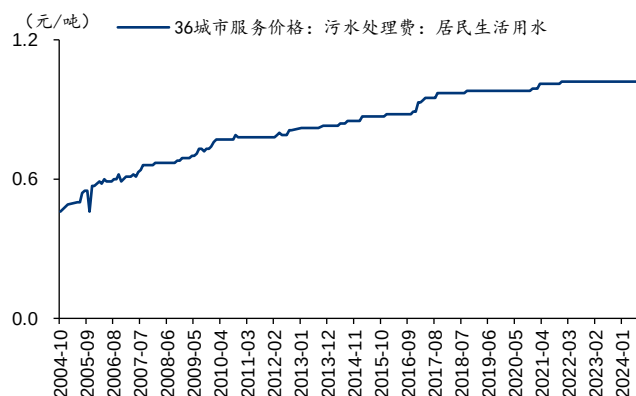
当前水价低于用水户可承受水价范围下限。据水利部发展研究中心统计，截至 2021 年底，36 个重点城市第一阶梯终端水价处于 2.34-5.23 元/立方米之间，平均值约 3.44 元/立方米，中位数为 3.28 元/立方米。2020 年我国 36 个重点城市水费支出占可支配收入比例介于 0.21%~0.67% 之间。《水利建设项目经济评价规范》(SL72—2013) 规定，城市居民人均水费支出占可支配收入比例在 1.5%~3% 以内时，为用水户可接受范围；原中国建设部在《城乡缺水问题研究》中明确指出，为促进公众节约用水，水费收入比达到 2.5%-3% 为宜。当前，我国 36 个重点城市水费（含自来水费、污水处理费、水资源费（税）、附加费等）支出占比均低于 1.5%，表明当前水价水平低于用水户承受范围下限。

污水处理费遵循“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则。据国家发展改革委、财政部及住房城乡建设部于 2015 年发布的《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，污水处理收费标准应按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，综合考虑本地区水污染防治形势和经济社会承受能力等因素制定和调整，收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。《通知》明确城市居民/非居民污水处理收费标准原则上应调整至不低于 0.95/1.4 元/立方米。此外，各地制定和调整污水处理收费标准，应依法履行污水处理企业成本监审、专家论证、集体审议等定价程序。

2004 年以来我国污水处理费整体水平缓慢提升，但多地污水处理费自 2015 年起未经调整。2004 年以来全国 36 城市居民生活用水污水处理费整体水平稳步提升，由 2004 年 10 月的 0.46 元/吨逐步上涨至 2024 年 7 月的 1.02 元/吨，涨幅达 121.7%，CAGR 达 4.1%。我们重点观察了北京、上海、重庆、郑州、成都和武汉几个城市污水处理费自 2015 年来的变动趋势，2017 年郑州居民、非居民污水处理费分别由 0.65 元/吨上调至 0.95 元/吨、由 0.8 元/吨上调至 1.4 元/吨，除此以外上述其他各地 2015 年至今污水处理费未有调整（数据源于 Wind，考虑到各城市不同区域或归属于不同水司，具体情况或存在差异）。

2018-2024 年主要水务公司污水处理均价复合增速达 8.7%。随各地污水处理厂提标改造工作不断推进，运营成本的提升带动污水处理厂的处理均价上行。据我们测算，2017-24 年行业内主要公司污水处理均价（不含税）由 1.18 元/吨提升至 2.12 元/吨，2024 年行业内主要公司污水处理均价分布在 1.54~2.70 元/吨，较全国 36 城市居民生活用水污水处理费（最新公开数据为 CEIC 披露的 2024 年 7 月的 1.02 元/吨）明显更高。污水处理收益部分来自使用者付费，部分来自政府补助，故财政承压背景下水务公司可能面临现金流压力。

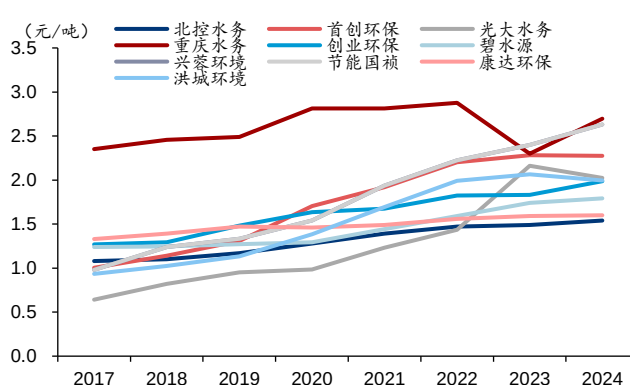
图表 23：2010 年 7 月-2024 年 7 月全国 36 城市居民用水污水处理费



注：2024 年 7 月后数据停止公开更新

资料来源：国家发改委，CEIC，Wind，华泰研究

图表 24：2017-2024 年主要水务公司污水处理均价（不含税）



注：1) 选取 2024 年污水处理市占率前 10 的水务公司，以港币计价的水务公司依据当年汇率换算为人民币单价；2) 重庆水务 2023 年污水处理单位收入下滑主要系第六期污水处理服务结算价格下调。

资料来源：公司公告，华泰研究

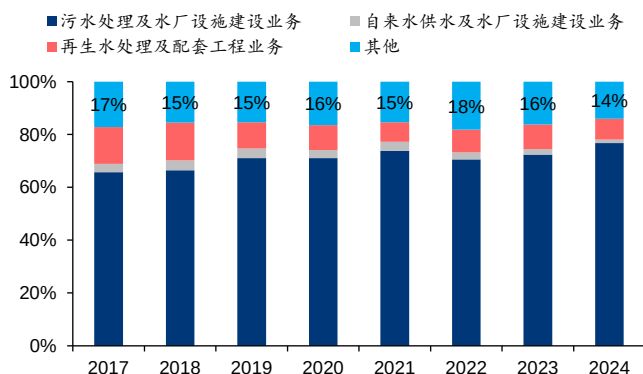
锚定“城市环境综合服务商”定位，“一体两翼”协同发展

公司坚定执行“一体两翼”发展战略，以水处理和水资源利用为核心“一体”，以新能源开发与利用、污泥与有机固废协同处置为“两翼”，协同发展。

一体：专注水处理主业，2024 年相关业务营收/净利贡献占比均超 85%

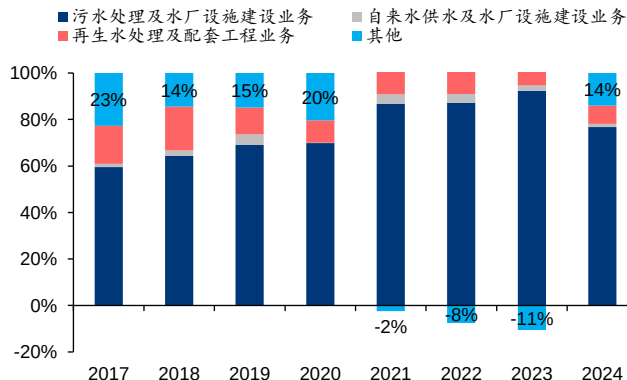
公司水务行业相关业务包含污水处理及水厂设施建设业务、再生水处理及配套工程业务与自来水供水及水厂设施建设业务，2024 年前述业务营收/净利润贡献占比均超 85%。本章主要对污水处理及水厂设施建设业务、再生水处理及配套工程业务予以介绍（自来水供水及水厂设施建设业务 2024 年营收/净利贡献占比低于 5%，故未展开介绍）。

图表 25：2017-2024 年公司水务行业相关业务营收贡献占比



资料来源：公司公告、华泰研究

图表 26：2017-2024 年公司水务行业相关业务净利润贡献占比



资料来源：公司公告、华泰研究

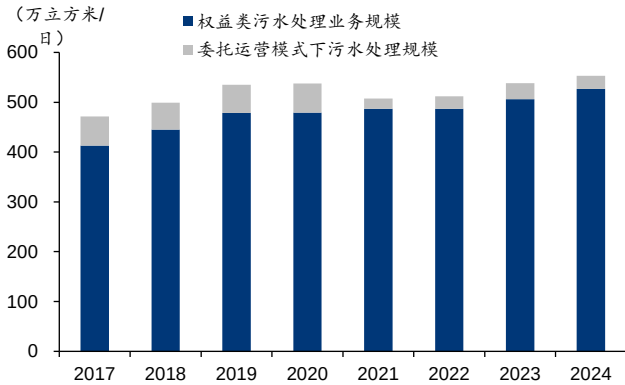
污水处理：公司最主要的收入及盈利来源，特许经营+委托运营模式并行

污水处理收入是公司最主要的收入来源，业务经营模式分为自营项目（特许经营）和委托运营。自营部分为公司的主要收入来源，经营模式为投资建设运营的特许经营模式，即与政府签订《特许经营协议》及《污水处理服务协议》，特许经营期一般为 20~30 年。公司委托运营部分为与相关主体签订《委托运营协议》，项目运营期限主要集中在 1~2 年，运营期限相对较短。

自营项目污水处理价格由特许经营协议约定，委托运营项目则收取服务费。公司由自营项目获取的收入=污水处理量*协议约定单价来计算，公司污水处理厂与政府签订的特许经营协议中均对最低处理量进行了规定，若实际处理量低于最低处理量，公司则根据最低处理量向地方政府收取款项，若实际处理量高于最低处理量，公司按照实际处理量向地方政府收取款项；协议约定的单价系综合考虑投资、建设及运营成本后得到。2018-2024 年随污水项目进行提标改造，公司污水处理价格复合增速达 6.1%。委托运营部分，公司与委托方签订《委托运营协议》，通过提供污水处理运营服务收取运营服务费，其中部分项目按照协议约定的固定收费标准进行结算，部分项目按照实际处理水量结算收入。需要说明的是，委托运营的收入计入其他业务中，而并非污水处理及水厂设施建设业务。

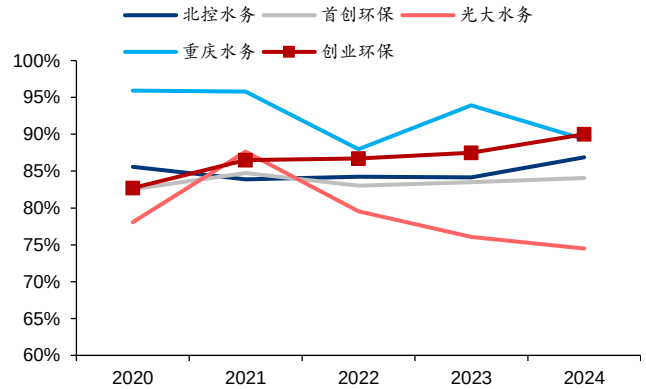
近年来权益类污水处理业务规模稳中有升，2024 年产能利用率领先同行。截至 2024 年底，公司共拥有特许经营污水处理项目 53 个，较 2023 年底增加 4 个；权益类污水处理业务规模 527.01 万立方米/日，同比+4%；在建项目 4 个，公司预计于 2025~2026 年投产；拟建项目 2 个，公司预计于 2026 年投产；2021 年以来产能利用率稳中有升，2024 年达 90%，领先同行。截至 2024 年底，公司主要的委托运营污水处理厂位于贵州、安徽、湖北及天津等地，委托运营规模为 25.83 万立方米/日。公司以天津中心城区四座污水处理厂为起点，截至 2024 年底业务区域拓展至全国 15 个省市自治区，运营较为成熟，规模优势明显。

图表27: 2017-2024 年公司污水处理业务规模情况



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表28: 2020-2024 年主要污水处理公司污水产能利用率情况



注: 图中选取样本公司为 2024 年污水处理市占率前 5 的污水公司。

资料来源: 公司公告、华泰研究

图表29: 公司特许经营污水处理项目情况 (截至 2024 年底)

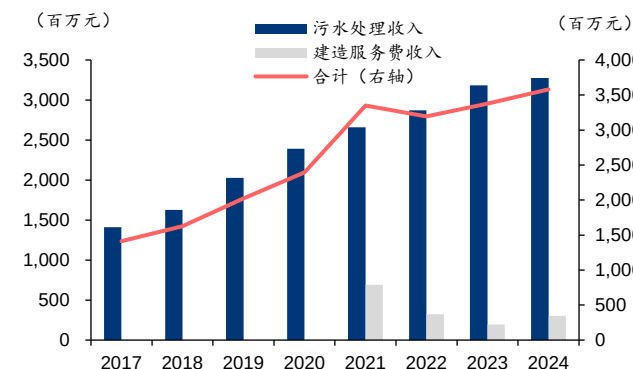
序号	污水处理厂名称	地区	业务规模 (万立方米/日)	协议签订日期	特许经营期 (年)	建设运营模式	盈利模式	相关资产是否拥有控制权
1	东郊污水处理厂	天津东丽	60.00	2014/2/18	30	特许经营	运营期收费	是
2	津沽(纪庄子)污水处理厂	天津津南	65.00	2014/2/18	30	特许经营	运营期收费	是
3	咸阳路污水处理厂	天津西青	45.00	2014/2/18	30	特许经营	运营期收费	是
4	北辰污水处理厂	天津北辰	15.00	2014/2/18	30	特许经营	运营期收费	是
5	静海天宇科技园污水处理厂	天津静海	1.00	2017/11/24	30	BOT	运营期收费	是
6	宁河现代产业区污水处理厂	天津宁河	2.00	2017/11/17	30	BOT	运营期收费	是
7	天津市西青区大寺污水处理厂	天津西青	6.00	2021/5/21	15	TOT	运营期收费	是
8	春柳河污水处理厂(一期)	辽宁大连	12.00	2017/11/1	20	BOT	运营期收费	是
9	河北省石家庄市藁城区区域水环境综合提升工程 PPP 项目	河北石家庄	10.71	2019/3/26	30	BOT	运营期收费	是
10	文登市污水处理厂	山东文登	8.00	2007/12/19	30	TOT+BOT	运营期收费	是
11	文登市葛家镇污水处理厂	山东文登	0.50	2010/12/30	25	BOT	运营期收费	是
12	洪湖市污水处理厂	湖北洪湖	7.00	2005/12/29	30	TOT+ROT	运营期收费	是
13	咸宁永安污水处理厂	湖北咸宁	6.00	2008/10/16	33	BOT+ROT	运营期收费	是
14	洪湖市乡镇污水处理厂	湖北洪湖	2.16	2018/12/18	30	TOT+BOT	运营期收费	是
15	洪湖市乡镇污水处理厂(二期)	湖北洪湖	0.50	2021/3/18	28	BOT	运营期收费	是
16	赤壁市污水处理厂	湖北赤壁	6.00	2018/11/8	27	BOT	运营期收费	是
17	合肥市于湾污水处理厂	安徽合肥	5.00	2017/6/16	29	BOT	运营期收费	是
18	合肥市陶冲污水处理厂	安徽合肥	15.00	2018/11/28	29	ROT+BOT	运营期收费	是
19	阜阳市颍南污水处理厂	安徽阜阳	10.00	2005/12/18	30	TOT+BOT	运营期收费	是
20	阜阳市颍东污水处理厂(一期)	安徽阜阳	3.00	2009/8/10	30	BOT	运营期收费	是
21	阜阳市颍东污水处理厂(二期)	安徽阜阳	6.00	2019/8/26	20	BOT	运营期收费	是
22	界首市污水处理厂	安徽界首	5.00	2018/3/26	30	TOT+BOT	运营期收费	是
23	光武循环经济工业园集中污水处理厂	安徽界首	1.50	2018/3/26	30	TOT+BOT	运营期收费	是
24	界首市东城污水处理厂及配套管网	安徽界首	1.00	2018/3/26	30	BOT	运营期收费	是
25	界首市污水处理厂(第二批)	安徽界首	1.66	2019/3/2	30	BOT	运营期收费	是
26	界首市污水处理厂(第三批)	安徽界首	2.00	2021/5/13	30	BOT+ROT	运营期收费	是
27	安徽省含山县污水处理厂	安徽含山	2.00	2011/8/25	25	TOT	运营期收费	是
28	颍上县城南污水处理厂	安徽颍上	4.00	2016/6/16	30	BOT	运营期收费	是
29	安徽省六安市霍邱县城北第二污水处理厂(一期)	安徽霍邱	4.00	2020/1/2	30	BOT	运营期收费	是
30	宁乡经济技术开发区污水处理厂及配套管网工程 PPP 项目	湖南宁乡	5.00	2017/6/5	30	BOT	运营期收费	是
31	宁乡经济技术开发区污水处理及回用工程 PPP 项目	湖南宁乡	2.50	2018/4/27	30	BOT	运营期收费	是
32	杭州市七格污水处理厂	浙江杭州	60.00	2006/11/20	25	TOT+BOT	运营期收费	是
33	宝应县仙荷污水处理厂	江苏宝应	8.00	2018/1/1	28	TOT+BOT	运营期收费	是
34	德清县乾元污水处理厂	浙江德清	1.80	2018/11/21	20	TOT	运营期收费	是
35	曲靖市西城污水处理厂	云南曲靖	3.00	2011/8/16	30	TOT	运营期收费	是

序号	污水处理厂名称	地区	业务规模 (万立方米/日)	协议签订日期	特许经营期 (年)	建设运营模式	盈利模式	相关资产是否控制权
36	曲靖市两江口污水处理厂	云南曲靖	8.00	2005/12/25	30	TOT	运营期收费	是
37	会泽县城镇污水处理设施建设政府和社 会资本合作 (PPP) 项目	云南会泽	4.33	2020/3/13	21	BOT	运营期收费	是
38	贵阳市小河污水处理厂 (一期)	贵州贵阳	8.00	2003/12/10	30	TOT+BOT	运营期收费	是
39	施秉县县城及乡镇污水处理工程 PPP 项目	贵州施秉	0.86	2018/7/12	28	BOT	运营期收费	是
40	内蒙古巴彦淖尔市污水处理再生水回用 及供水一体化 PPP 项目	内蒙古巴彦淖 尔	15.00	2018/3/1	30	TOT	运营期收费	是
41	酒泉市肃州区第一、第二污水处理厂	甘肃酒泉	10.00	2019/6/22	30	TOT+BOT	运营期收费	是
42	克拉玛依市第二污水处理厂	新疆克拉玛依	15.00	2016/11/4	27	TOT+DBOT	运营期收费	是
43	临夏市污水处理厂改扩建 PPP 项目	甘肃临夏	9.00	2017/5/13	30	BOT	运营期收费	是
44	邓家村污水处理厂	陕西西安	12.00	2008/3/18	25	TOT+BOT	运营期收费	是
45	北石桥污水处理厂	陕西西安	15.00	2008/3/18	25	TOT+BOT	运营期收费	是
46	克拉玛依市南郊污水处理厂	新疆克拉玛依	10.00	2023/3/27	30	TOT+ROT	运营期收费	是
47	恩施市大沙坝一期、二期 (谭家坝) 污 水处理厂及配套管网工程特许经营项目	湖北恩施	10.00	2023/6/17	30	BOT+TOT	运营期收费	是
48	含山县污水处理厂二期及水环境综合提 升特许经营项目	安徽含山	2.00	2023/9/25	13	TOT	运营期收费	是
49	瓮安县二期、三期污水处理厂	贵州瓮安	5.00	2024/1/16	30	BOT+TOT	运营期收费	是
50	会泽县城污水处理厂三期建设项目	云南会泽	1.50	2024/11/8	29	BOT	运营期收费	是
51	霍邱县城北污水处理厂	安徽六安	4.00	2024/11/8	40	TOT	运营期收费	是
52	赤壁市陆水工业园污水处理厂及配套管 网项目	湖北赤壁	4.00	2024/11/15	40	TOT	运营期收费	是
53	芜湖市滨江污水处理厂	安徽芜湖	6.00	2024/12/31	40	BOT	运营期收费	是
合计			527.01					

资料来源：公司公告、华泰研究

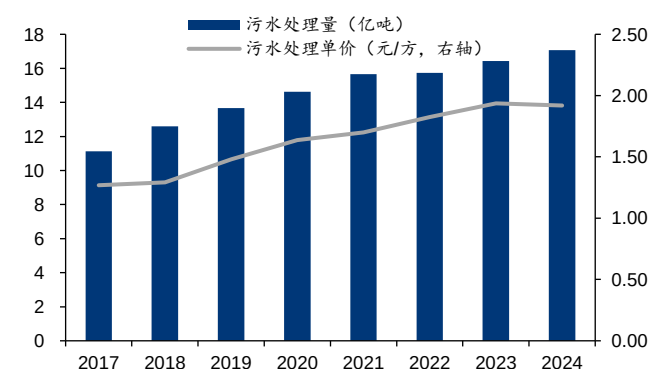
污水处理业务 2017 年以来收入持续增长，2020 年起毛利率走势与处理单价一致；建造服务业务收入波动较大，2024 年毛利率转正。污水处理业务方面，随产能扩张与提标改造，2018-24 年公司污水处理量/价复合增速达 6.3/6.1%。随污水处理量逐年增长，2017-2024 年公司污水处理收入逐年提升。2018/19 年毛利率同比下滑主要系水质标准提高使得材料消耗增加、新投入运营项目使得资产摊销费及其他成本增加所致。2020-23 年随污水处理单价提升，污水处理业务毛利率逐年提升，其中 2020 年毛利率同比+3.55pct 主要系部分项目 2019 年完成提标改造后全年执行新水价（污水处理单价同比+10.5%至 1.64 元/方）。2024 年随水价下滑毛利率略有下滑，主要系 2024 年 1 月起公司天津市主城区的 4 座污水处理厂综合单价从此前的临时单价 2.32 元/方调整至 2.13 元/方。建造服务业务方面，2021 年公司根据新会计准则确认了处于建设过程中的 PPP 项目对应的建造服务费收入 6.91 亿元，带来当年污水处理及水厂设施建设业务收入同比+40%，近几年建造服务费收入波动较大，毛利率较低且 2023 年甚至为负，2024 年实现毛利率转正。

图表30：2017-2024 年公司污水处理及水厂设施建设业务营收情况



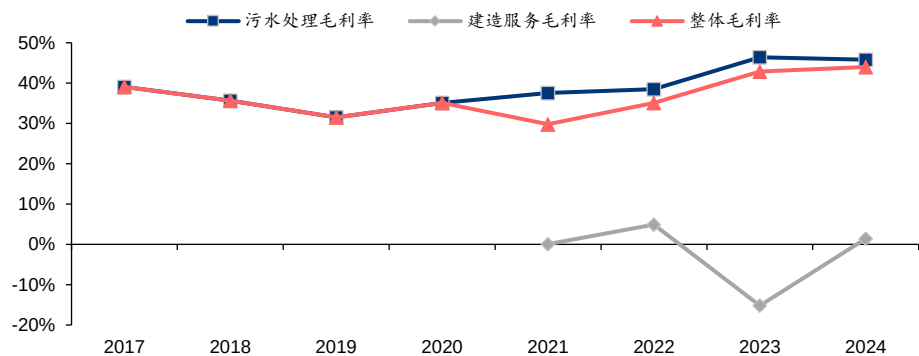
注：委托运营收入不计入污水处理及水厂设施建设业务，计入其他收入
资料来源：公司公告、华泰研究

图表31：2017-2024 年公司污水处理量及处理单价情况



资料来源：公司公告、华泰研究

图表32： 2017-2024 年公司污水处理及水厂设施建设业务毛利率情况



资料来源：公司公告、华泰研究

再生水：业务规模保持增长态势，天津地区拥有专营优势

公司再生水处理及再生水配套工程业务主要包括再生水的生产、销售及中水管道接驳。公司再生水项目的运营模式主要包括自建或收购后商业运营、TOT、BOT。截至 2024 年底，公司拥有再生水处理能力 48 万立方米/日，共有 9 个再生水项目，分布在天津、安徽、内蒙古、河北和甘肃，其中子公司天津中水有限公司负责运营天津中心城区津沽、咸阳路、东郊、北辰、张贵庄五座再生水厂，在天津市区具有区域专营优势。

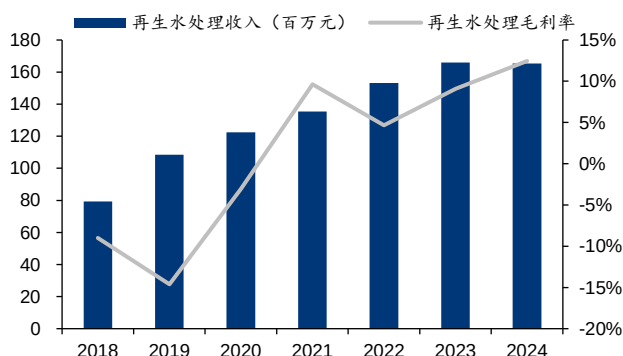
图表33： 公司再生水项目情况（截至 2024 年底）

名称	地区	处理能力 (万立方米/日)	运营模式
津沽再生水厂	天津	7	自建及商业运营
咸阳路再生水厂	天津	5	自建及商业运营
东郊再生水厂	天津	5	自建及商业运营
北辰再生水厂	天津	2	自建及商业运营
张贵庄再生水厂	天津	6	收购及商业运营
阜阳市中水利用工程污水处理部分 TOT 项目	安徽	5	TOT
内蒙古巴彦淖尔市污水处理再生水回用及供水一体化 PPP 项目	内蒙古	11.5	TOT
河北省石家庄市藁城区区域水环境综合提升工程 PPP 项目	河北	3.5	BOT
酒泉市肃州区第一、第二污水处理厂项目	甘肃	3	BOT
合计		48	

资料来源：公司公告、华泰研究

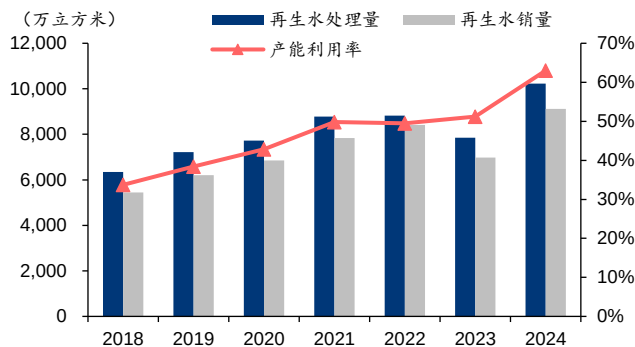
再生水处理：历史单价相对稳定，2025/6/1 新政下或存在提升空间。公司历史再生水价格经天津市物价局文件规定，主要按照政府指导价收取。据公司债券评级报告，2022 年至 2025 年 3 月，天津市中水价格保持稳定。截至 2025 年 3 月底，天津市居民再生用水价为 2.20 元/立方米、发电企业再生用水价为 2.50 元/立方米、其他再生用水价为 4.00 元/立方米。据天津发改委，自 2025 年 6 月 1 日起，天津市公共管网供应的再生水价格实行市场调节价，由经营者根据经营成本和市场供求状况自主制定。考虑到当前天津市第一阶梯居民生活用水价格/非居民用水自来水价分别为 3.95/6.50 元/吨，为前述居民/发电企业再生水价格的 1.80/2.60 倍，我们认为未来公司再生水处理单价或存在提升空间。公司再生水的主要用户为居民小区用户以及天津国能津能热电有限公司、天津华能杨柳青热电有限责任公司、天津陈塘热电有限公司等企业用户。2018-2024 年公司再生水处理收入震荡提升，整体变化趋势与再生水处理量较为同步，其中 2024 年再生水处理量和再生水销量均同比大幅增长，主要系公司于 2024 年 12 月收购的张贵庄再生水厂，涉及 6 万立方米/日的产能由委托运营规模转入权益规模。

图表34：2018-2024 年公司再生水处理收入及毛利率情况



资料来源：公司公告、华泰研究

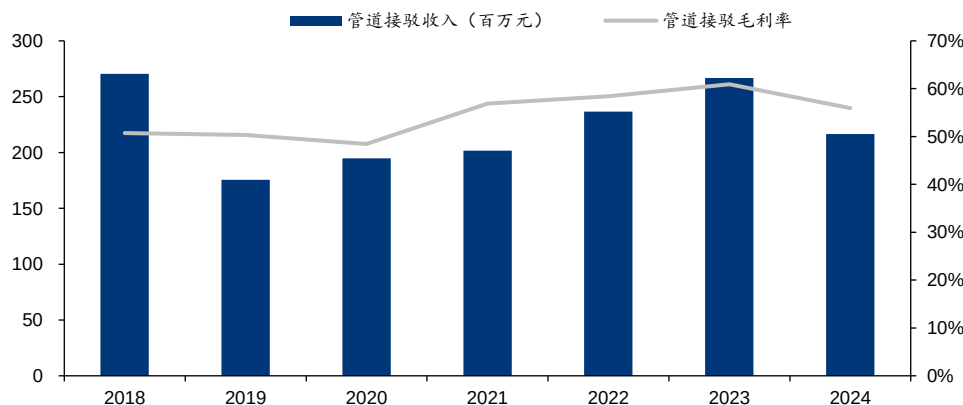
图表35：2018-2024 年公司再生水处理量、销量及产能利用情况



资料来源：公司公告、华泰研究

管道接驳：随在建项目体量收缩，未来业务规模或继续下滑。公司与房地产开发商签订配套协议后，房地产开发商向公司支付管网接驳费用，公司通过招标选定有资质的单位进行设计、监理及施工。近年来公司在建再生水管道接驳项目陆续投产，随天津市主城区再生水管网连通工程第一批项目于2024年建成后，公司目前仅有天津市主城区再生水管网连通工程第二批项目仍在建，预计将于2025年12月投产。随在建项目体量收缩，我们认为未来管道接驳业务贡献的收入或持续下滑趋势（2024年同比-19%）。

图表36：2018-2024 年公司管道接驳收入及毛利率情况



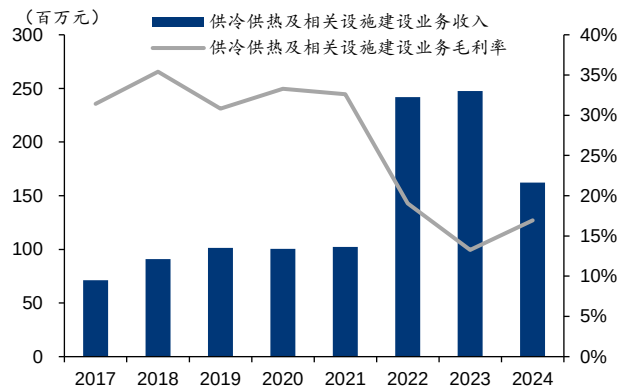
资料来源：公司公告、华泰研究

两翼：战略新业务态势向好，具备增长潜力

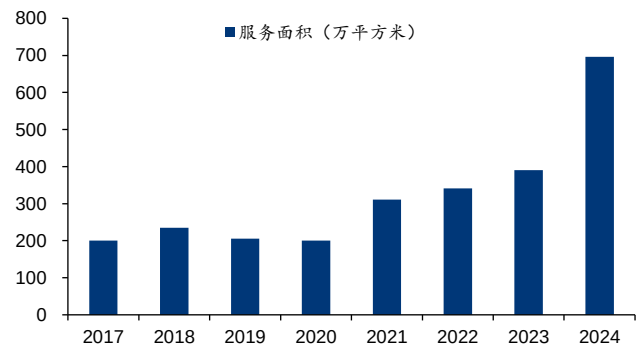
公司“一体两翼”中的“两翼”主要指新能源开发与利用、污泥与有机固废协同处置业务，其中新能源开发与利用包括供冷供热、分布式光伏及储能项目。

新能源：供冷供热、分布式光伏、储能多轮驱动

供冷供热：2024 年量域齐增，年末服务面积达 696 万平方米。2024 年公司于天津市中标军粮城委托运营项目，新增供热服务面积 295 万平方米；于北京市获取国家清洁能源与安全应急科技产业园可再生能源项目，新增供能服务面积 10.48 万平方米，迈出京津冀区域一体化发展新步伐。截至 2024 年底，公司供冷供热总服务面积约为 696 万平方米。公司供冷供热及相关设施建设业务收入及毛利率的历史波动主要系受工程建设进度影响，考虑到 2024 年服务面积同比+78%至 696 万平方米，军粮城委托运营项目将于 2025 年实现首年全年供热，国家清洁能源与安全应急科技产业园建成后（据北京市规划和自然资源委员会昌平分局披露，一期预计将于 2025 年底建成）可再生能源项目也将投入运营。我们测算 2025 年供冷供热及相关设施建设业务有望贡献收入/毛利 2.1/0.3 亿元（同比+30.0/+14.7%）

图表37：2017-2024 年公司供冷供热及相关设施建设业务收入及毛利率情况

资料来源：公司公告、华泰研究

图表38：2017-2024 年公司供冷供热服务面积情况

资料来源：公司公告、华泰研究

分布式光伏：稳步发展中，与污水处理厂实现业务协同。截至 2024 年底，公司分布式光伏发电总设计装机容量 38MWp，项目主要分布在天津、大连，其中天津津沽、北仓、咸阳路、东郊四座污水处理厂分布式光伏发电项目均于年内并网发电。以北仓项目为例，项目采用“自发自用、余电上网”的模式，充分利用太阳能资源为北仓污水处理厂提供绿电，在降低污水厂用电成本的同时将多余的电力并入电网，获取额外收入。

图表39：公司分布式光伏项目情况（以天津本土 4 个项目为例，截至 2024 年底）

名称	地区	设计装机容量 (MWp)	设计年均发电量 (万千瓦时)	运营模式
东郊污水处理厂光伏项目	天津	6.13	650	——
津沽污水处理厂光伏项目	天津	13.48	1390	——
咸阳路污水处理厂光伏项目	天津	10.1	1034	自发自用、余电上网
北仓污水处理厂光伏项目	天津	4	420	自发自用、余电上网
合计		33.6		

资料来源：公司官网、华泰研究

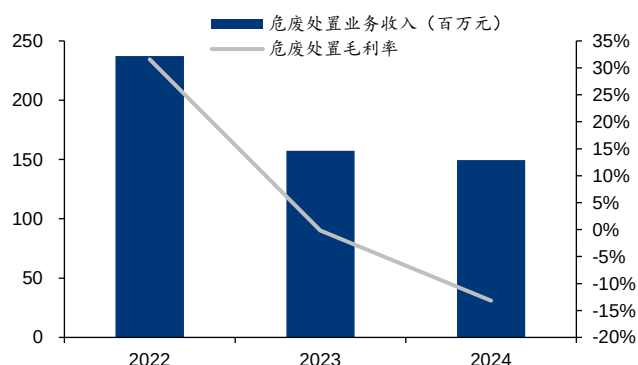
储能：2024 年公司首个储能项目已投入使用。2024 年公司新增储能容量 22.65 兆瓦时，其中西安北石桥污水处理厂储能项目作为公司首个储能项目（也是西安市首个用户侧储能的标杆项目）已投入使用，容量 5.51 兆瓦时；此外，公司天津外埠污水厂用户侧储能项目稳步推进，合计容量 17.15 兆瓦时。期待随储能业务不断扩张，为公司贡献业绩增量。

危废：行业整体承压，期待未来实现减亏甚至扭亏

2016 年进军危废行业，2021 年通过收购建立南北呼应的格局。公司自 2016 年起正式进军危废行业，投资于山东省临沂市沂水、郯城危废项目；2021 年以 7.8 亿元收购高邮康博环境资源有限公司、江苏永辉资源利用有限公司两个项目 100% 股权，在危废领域实现了南北呼应的格局。截至 2024 年底，在危废业务领域，公司拥有处置能力共 18.13 万吨/年的 4 个项目，一座规模 2 万吨/年的收储、转运项目，一座总库容 31.46 万吨的填埋项目，废物综合利用规模 7.8 万吨/年。

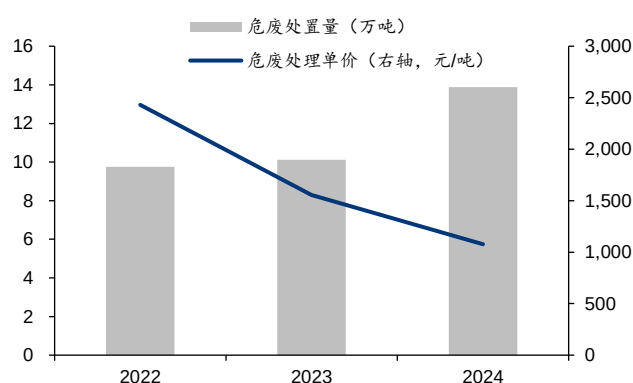
受危废处理单价下行影响，虽危废处置量有所提升，2023/24 年危废处置业务毛利层面仍出现亏损。公司自 2022 年起单独拆分并披露危废处置业务财务数据，当年危废处置量为 9.8 万吨，实现营业收入 2.4 亿元，毛利率 31.6%。2023 年以来随危废处理单价快速下行（2023/24 年同比-36/-31%），虽危废处置量有所增长（2023/24 年同比+4/+37%），公司危废处置业务收入与毛利率均呈现下降趋势，且毛利层面出现亏损。

图表40：2022-2024 年公司危废处置业务收入及毛利率情况



资料来源：公司公告、华泰研究

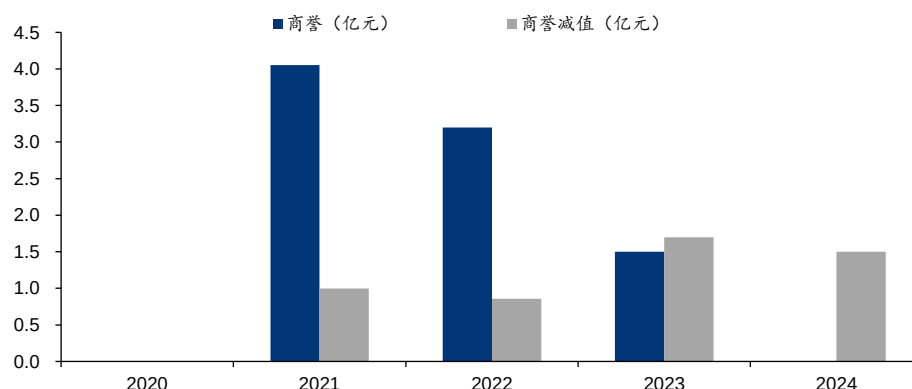
图表41：2022-2024 年公司危废处置量及单位价格情况



资料来源：公司公告、华泰研究

2021 年股权收购确认的 5.05 亿商誉已于 2024 年减值至 0，我们认为未来净利层面或有望改善。据公司公告，公司将 2021 年收购高邮康博、江苏永辉两个项目合并成本大于可辨认净资产公允价值份额的差额 5.05 亿元确认为商誉。由于包括江苏省在内的危废处置市场整体仍供大于求，行业盈利情况仍呈下降趋势，公司于 2021-2024 年分别计提 1.0/0.9/1.7/1.5 亿元商誉减值损失。截至 2024 年末，公司商誉已减值至 0，我们认为未来危废业务净利层面或实现改善。

图表42：2020-2024 年公司商誉及商誉减值情况



资料来源：公司公告、华泰研究

盈利预测与估值

关键假设

污水处理及水厂设施建设业务：我们预计该业务 2025-2027 年实现收入 38.5/39.6/40.7 亿元，毛利率为 45.1/46.2/47.3%。

1) 运营部分：

收入：收入=权益类污水日处理规模*365 天*产能利用率*处理单价

权益类污水处理项目规模：此规模为在役项目+在建项目总规模，2024 年公司权益类污水处理项目规模达 527.01 万立方米/日。考虑在建项目投产节奏，据公司 2024 年债券评级报告，贵州瓮安县三期污水处理厂（2 万立方米/日）、云南会泽县城污水处理厂三期建设项目（1.5 万立方米/日）、新疆克拉玛依市南郊污水处理厂（10 万立方米/日）将分别于 2025 年 4/5/10 月投产，湖北谭家坝污水处理厂及配套管网工程特许经营项目（5 万立方米/日）将于 2026 年 7 月投产；考虑拟建项目投产节奏，据公司 2024 年债券评级报告，安徽芜湖市滨江污水处理厂（6 万立方米/日）将于 2025 年投入建设并于 2026 年投产。我们预计 2025/26/27 年公司权益类污水处理项目在役规模将新增 13.5/11/0 万立方米/日，权益类污水处理项目规模将维持 533.01 万立方米/日。

产能利用率：由于公司未披露历史年份在役项目规模，此处的产能利用率我们定义为污水处理量/（权益类污水日处理规模*365 天），故随在建项目逐渐转商运，2018-23 年公司污水处理产能利用率逐年提升，考虑 1) 随城市发展及人口增长，污水处理量或实现提升（公司 2018-24 年污水处理量复合增速达 6.3%）；2) 2025-26 年仍将有在建项目转商运，我们假设 2025-27 年产能利用率逐年提升 0.5pct，达 89.2/89.7/90.2%。

处理单价：公司污水处理单价系综合考虑投资、建设及运营成本后得到，项目运营成本的提升与提标改造的投入均会带来污水处理费的上涨，2018-24 年污水处理单价复合增速达 6.1%，且据公司 2024 年债券评级报告，江苏宝应仙荷污水处理厂提标改造工程将于 2026 年投产，我们保守假设 2025-27 年污水处理单价逐年同比提升 3%。

毛利率：污水处理业务历史毛利率变化趋势与污水处理单价一致，故随污水处理单价提升，我们假设 2025-27 年污水运营毛利率逐年提升 1pct，达 46.8/47.8/48.8%。

2) 建造部分：

收入：考虑在建工程项目规模有所收窄，我们假设 2025-27 年收入逐年下滑 5%。

毛利率：污水建造业务历史毛利率波动较大（2021-24 年为 0.0/4.9/-15.2/1.4%），2023 年毛利率层面出现亏损但 2024 年随即实现扭亏（我们认为或系不同年份确认收入的项目毛利率差异较大所致），考虑公司从事污水处理厂建造业务已有多年经验，我们期待建造业务未来毛利率层面维持盈利状态，假设 2025-27 年毛利率维持 2024 年水平（1.4%）。

自来水供水及水厂设施建设业务：我们预计该业务 2025-2027 年实现收入 6584 万元，毛利率为 22.4%。权益类自来水项目规模自 2019 年以来均维持 31.5 万立方米/日，我们假设 2025-27 年维持该规模。产能利用率方面，由于 2021-24 年维持在 50-53% 区间，整体较稳定，我们假设 2025 年为历史三年均值（52%），2026-27 年同比持平。2024 年单价下调主要系曲靖公司特许经营协议甲方主体变化后自来水收入中不再包含原水费，我们假设 2025-27 年单位价格及单位成本均维持 2024 年水平，则毛利率也维持 2024 年水平（22.4%）。

再生水处理及配套工程业务：我们预计该业务 2025-2027 年实现收入 3.4/3.2/2.9 亿元，毛利率为 34.3/31.6/28.9%。

1) 运营部分：

收入：收入=权益类再生水日处理规模*365 天*产能利用率*处理单价

权益类再生水处理项目规模：2024 年收购张贵庄再生水厂后权益类规模达 48 万立方米/日，我们假设 2025-27 年维持 2024 年水平。

产能利用率：截至 2024 年末，公司超 50% 的再生水厂产能位于天津市内，过去由于市内再生水管网断点较多（通水率较低）导致市场需求不足，产能利用率处于较低水平。考虑到 1) 近年来公司积极盘活现有再生水管网设施、打通管网关键节点，2023/24 年新增再生水断点连通管网 26.1/11.6 公里；2) 2024 年收购张贵庄再生水厂及配套通水管网后，公司再生水业务范围将覆盖天津市中心城区，我们假设 2025-27 年产能利用率逐年提升 2pct，达 60/62/64%。

毛利率：公司历史再生水价格主要按照政府指导价收取。但据天津发改委，自 2025 年 6 月 1 日起，天津市公共管网供应的再生水价格实行市场调节价，由经营者根据经营成本和市场供求状况自主制定。我们认为未来公司再生水处理单价或存在提升空间，但考虑到调价节奏与幅度的不确定性，我们保守假设 2025-27 年单位价格及单位成本均维持 2024 年水平，则毛利率也维持 2024 年水平（12.5%）。

2) 接驳部分：

收入：考虑在建工程项目规模明显收窄，我们假设 2025-27 年收入逐年下滑 20%。

毛利率：2021-24 年接驳业务毛利率落在 55.9%~60.9% 区间内，我们保守假设 2025-27 年毛利率维持 2024 年水平（55.9%）

供冷供热及相关设施建设业务：我们预计该业务 2025-2027 年实现收入 2.1/2.6/3.2 亿元，毛利率均为 14.9%。2024 年获得军粮城委托运营项目及国家清洁能源与安全应急科技产业园可再生能源项目后，公司服务面积同比+78%至 696 万平方米，我们假设 2025-27 年维持该规模。随新项目投入运营，我们假设 2025-27 年供冷供热及相关设施建设业务收入同比+30/+25/+20%。考虑到军粮城项目为委托运营，2025 年为首年全年运营，公司或需要承担运营中的运维成本等费用，我们假设该业务 2025 年毛利率同比-2.0pct，2026-27 年毛利率同比持平，即 2025-27 年毛利率为 14.9%。

危废处置业务：我们预计该业务 2025-2027 年实现收入 1.4/1.4/1.3 亿元，毛利率为 -10.0/-8.0/-5.0%。近年来虽危废处置量有所提升，但危废处理单价明显承压，带来收入的持续下滑，我们认为危废处理单价短期或仍承压，假设 2025-27 年收入同比-5%（维持 2024 年水平）。2024 年危废处置业务毛利率为-13.2%，期待公司通过探索固危废业务资源化路径、深度挖掘可回收利用的各种资源实现毛利率的提升，我们假设 2025-27 年毛利率呈现提升趋势，为-10.0/-8.0/-5.0%。

科研成果转化业务与道路收费业务：考虑到这两项业务历史收入与毛利率较为稳定，我们假设其收入与毛利率均维持 2024 年水平。

图表43：创业环保收入和毛利率预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4665.08	4827.45	4988.30	5128.17	5281.04
污水处理及水厂设施建设业务	3378.33	3706.03	3846.85	3955.26	4068.67
自来水供水及水厂设施建设业务	96.87	63.50	65.84	65.84	65.84
再生水处理及配套工程业务	432.58	381.85	344.20	315.21	293.16
供冷供热及相关设施建设业务	247.63	162.31	211.00	263.75	316.50
危废处置业务	157.30	149.62	142.31	135.37	128.76
科研成果转化	23.88	23.67	23.67	23.67	23.67
道路收费业务	63.47	62.16	62.16	62.16	62.16
其他	265.03	278.31	292.26	306.90	322.28
毛利率	39.0%	39.8%	40.4%	41.0%	41.7%
污水处理及水厂设施建设业务	42.8%	44.0%	45.1%	46.2%	47.3%
自来水供水及水厂设施建设业务	39.4%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%
再生水处理及配套工程业务	41.0%	37.1%	34.3%	31.6%	28.9%
供冷供热及相关设施建设业务	13.3%	16.9%	14.9%	14.9%	14.9%
危废处置业务	-0.2%	-13.2%	-10.0%	-8.0%	-5.0%
科研成果转化	8.6%	23.3%	23.3%	23.3%	23.3%
道路收费业务	88.8%	88.5%	88.5%	88.5%	88.5%
其他	25.1%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

考虑近年来公司销售费用率、管理费用率较为稳定，我们假设 2025-27 年公司销售费用率及管理费用率维持 2024 年水平；研发费用率方面，公司重视科技研发，研发费用投入多年来均同比增长，我们假设 2025-27 年研发费用率每年同比提升 0.2pct；财务费用率方面，公司历史财务费用率波动较大主要系长期应收款利息会计处理调整所致，我们认为未来通过置换存量高成本融资，财务费用率有望下行，2025-27 年为 5.34/5.01/4.93%。公司 2025-27 年归母净利润将同比+14.6/+8.0/+7.1%至 9.3/10.0/10.7 亿元。

图表44：创业环保期间费用率和归母净利润预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
期间费用率					
销售费用率	0.25%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%
管理费用率	5.15%	5.15%	5.15%	5.15%	5.15%
研发费用率	1.14%	1.35%	1.55%	1.75%	1.95%
财务费用率	4.57%	7.15%	5.34%	5.01%	4.93%
归母净利润	865.21	807.21	925.13	999.01	1069.47

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

A/H 目标价 7.25 元/4.62 港元，首次覆盖予以“买入”评级

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.59/0.64/0.68 元，BPS 为 6.58/7.00/7.45 元。考虑到 1) 污水处理业务是公司最主要的收入与利润来源；2) “新能源+固废”作为公司战略新业务未来具备一定增长潜力，A 股我们选择同属地方国资平台且业务含污水处理、固废的瀚蓝环境、首创环保、兴蓉环境、洪城环境为公司可比公司，参考可比公司 Wind 一致预期 2025E PE 均值 11.0x，考虑到 1) 公司 25-27 年归母净利 CAGR（10%）高于可比均值（2%，剔除首创环保后为 8%）；2) 公司污水处理业务产能利用率领先同行，且未来量价仍有提升潜力，我们给予公司 A 股目标价 7.25 元，对应 2025 年 12.3x PE（溢价率 12%），首次覆盖予以“买入”评级。由于港股可比公司较少，我们参考近 3 个月公司 A/H 平均溢价率（73%）进行估值，给予公司 H 股目标价 4.62 港元，首次覆盖予以“买入”评级。

图表45：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价（元/股）		市值(mn)		市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)		利润 CAGR
		2025/8/8	2025/8/8	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
瀚蓝环境	600323 CH	26.97	21,990	11.99	11.00	1.51	1.36	12.36%	12.38%			8%
首创环保	600008 CH	3.11	22,829	12.78	12.00	0.71	0.69	5.66%	5.82%			-17%
兴蓉环境	000598 CH	7.12	21,249	9.64	8.76	1.05	0.95	10.92%	11.00%			9%
洪城环境	600461 CH	9.28	11,917	9.49	9.00	1.17	1.07	12.39%	12.05%			5%
平均值				10.98	10.19	1.11	1.02	10.33%	10.31%			2%
创业环保	600874 CH	5.97	9,375	10.13	9.38	0.91	0.85	9.25%	9.37%			10%

注：可比公司预测值来自 Wind 一致预期；数据截止 2025/8/8。

资料来源：Wind、华泰研究预测

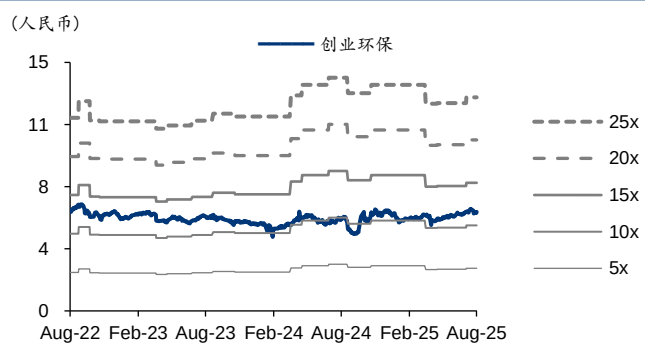
风险提示

污水处理单价调整风险：公司收入主要由污水处理费组成，特许经营协议约定的单价系综合考虑投资、建设及运营成本后得到，历史污水处理单价随项目提标改造呈现出上升趋势，若未来因协议条款变更等原因，污水处理单价无法随运营成本提升同步调升，将影响公司污水处理业务收入与毛利率，从而影响公司整体业绩表现。

危废市场竞争加剧：受危废处理单价下行影响，虽危废处置量有所提升，2023/24 年危废处置业务毛利层面仍出现亏损。若未来危废市场持续承压，危废处理单价继续下滑，危废处置业务或为公司整体业绩表现带来不利影响。

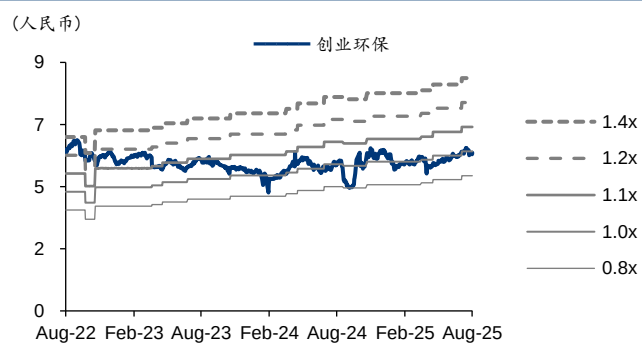
回款低于预期：公司收入主要由污水处理费组成，主要欠款人为政府机构，财政预算和支付能力可能影响回款进度。

图表46: 创业环保 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表47: 创业环保 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报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。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者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。

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。华泰证券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。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券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华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司