

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

兴蓉环境(000598.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

郭雪 环保联席首席分析师
执业编号: S1500525030002
邮箱: guoxue@cindasc.com

吴柏莹 公用环保行业分析师
执业编号: S1500524100001
邮箱: wuboying@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编: 100031

主业延续稳健运营态势，产能投产贡献增量业绩

2025年8月28日

事件：兴蓉环境发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年公司实现营业收入 41.92 亿元，同比增加 4.59%；实现归母净利润 9.75 亿元，同比增加 5.03%；扣非后净利润 9.56 亿元，同比增加 4.93%。经营活动现金流量净额 9.34 亿元，同比减少 4.39%；基本每股收益 0.327 元/股，同比增加 4.91%。

点评：

- **水务主业稳健增长，在建产能投运贡献增量。**2025 年上半年公司业绩稳健增长，分业务来看：（1）**污水处理业务：**实现营收 18.71 亿元，同比增长 9.82%，增长主要来自量价双重驱动：价格方面，根据成都市中心城区污水处理服务费调价机制，由 2024 年 2.44 元/吨提升至 2025 年 2.74 元/吨；产能方面，成都市洗瓦堰再生水厂等项目于 2025 年上半年投运，陆续释放产能。（2）**供水业务：**实现营收 12.68 亿元，同比增长 3.79%，成都市自来水七厂（三期）工程剩余 40 万吨/日产能已进入试运行阶段，贡献供水增量。同时，公司在建的成都市第五、八再生水厂（二期）等项目有望陆续建成投运，将为公司近 2-3 年业绩增长提供持续动能。
- **成本控制成效显著，盈利能力稳中有升。**上半年公司整体毛利率为 45.6%，同比提升约 2.5 个 pct。分业务看，自来水供应业务毛利率达 48.02%，同比提升 4.25 个 pct，我们推测由于水资源费改税使得成本下降；污水处理业务毛利率为 43.13%，同比提升 0.86 个 pct，主要由于价格上调带来盈利能力提升。期间费用控制良好，管理费用同比下降 2.73%，公司持续推进厂区标准化和智慧运营平台建设，降本增效成果显著。
- **现金流短期承压，应收规模有所增长。**2025 年上半年公司经营活动现金流量净额为 9.34 亿元，同比小幅下降 4.39%。销售商品、提供劳务收到的现金为 37.74 亿元，同比增长 2.43%，略低于营收增速，收现比为 90%。应收账款增至 35.84 亿元，同比增长 15.91%，主要由于部分异地项目回款周期较长所致。
- **盈利预测及评级：兴蓉环境业绩稳定性与成长性并存。**（1）盈利能力：自来水&污水业务在成都主城区市占率在 100%，盈利能力行业领先；（2）稳定性：自来水业务使用者付费模式保障现金流稳定流入，同时工程业务占比小，运营类资产占比接近 90%，业绩稳定性较强；（3）成长性：公司目前运营、在建和拟建的供排水项目规模超 900 万吨/日，我们预计在建和拟建产能在 2025 年及以后陆续投产，同时公司正在积极拓展二三圈层水务市场，有望贡献业绩增量。

综合考虑到公司现有资产及未来业绩成长性，我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 97.95/111.8/117.6 亿元，归母净利润

21.69/24.88/26.13 亿元，按 8 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 9.38x/8.18x/7.79x，我们看好公司稳健成长能力及分红潜力，维持公司“买入”评级。

➤ **风险因素：**产能扩张不及预期，调价进程不及预期，市场拓展风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	8,087	9,049	9,795	11,180	11,760
同比(%)	6.0%	11.9%	8.2%	14.1%	5.2%
归属母公司净利润（百万元）	1,843	1,996	2,169	2,488	2,613
同比(%)	14.0%	8.3%	8.7%	14.7%	5.0%
毛利率(%)	40.3%	41.5%	41.2%	41.2%	41.0%
ROE(%)	11.1%	11.0%	11.0%	11.6%	11.2%
EPS（摊薄）（元）	0.62	0.67	0.73	0.83	0.88
P/E（x）	11.04	10.20	9.38	8.18	7.79
P/B（x）	1.22	1.12	1.03	0.95	0.88
EV/EBITDA	6.71	7.62	7.73	6.94	6.34

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 8 月 28 日收盘价。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,723	8,851	8,574	10,904	12,510
货币资金	3,908	4,300	3,774	5,220	7,104
应收票据	1	1	0	0	0
应收账款	2,699	3,280	3,442	4,172	3,854
预付账款	34	40	42	49	51
存货	228	227	267	297	298
其他	854	1,002	1,049	1,166	1,203
非流动资产	35,832	39,598	42,869	45,432	45,886
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	11,661	13,279	14,717	15,192	15,378
无形资产	13,170	13,106	13,598	14,705	15,402
其他	11,001	13,213	14,554	15,535	15,106
资产总计	43,555	48,448	51,443	56,336	58,397
流动负债	9,940	11,696	11,117	12,694	11,848
短期借款	0	40	20	20	20
应付票据	92	104	109	134	123
应付账款	5,972	6,371	7,040	8,282	7,882
其他	3,876	5,181	3,947	4,258	3,823
非流动负债	15,823	17,199	19,191	20,692	21,693
长期借款	6,859	9,406	11,406	12,906	13,906
其他	8,963	7,793	7,785	7,786	7,787
负债合计	25,763	28,896	30,308	33,386	33,541
少数股东权益	1,149	1,393	1,457	1,530	1,607
归属母公司股东权益	16,644	18,160	19,678	21,420	23,249
负债和股东权益	43,555	48,448	51,443	56,336	58,397

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,087	9,049	9,795	11,180	11,760
同比(%)	6.0%	11.9%	8.2%	14.1%	5.2%
归属母公司净利润	1,843	1,996	2,169	2,488	2,613
同比(%)	14.0%	8.3%	8.7%	14.7%	5.0%
毛利率(%)	40.3%	41.5%	41.2%	41.2%	41.0%
ROE%	11.1%	11.0%	11.0%	11.6%	11.2%
EPS(摊薄)(元)	0.62	0.67	0.73	0.83	0.88
P/E	11.04	10.20	9.38	8.18	7.79
P/B	1.22	1.12	1.03	0.95	0.88
EV/EBITDA	6.71	7.62	7.73	6.94	6.34

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,087	9,049	9,795	11,180	11,760
营业成本	4,824	5,298	5,756	6,576	6,938
营业税金及附加	92	106	117	133	140
销售费用	151	177	196	218	229
管理费用	511	533	578	660	694
研发费用	12	53	59	56	59
财务费用	272	391	408	490	504
减值损失合计	2	-3	1	1	1
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	-55	-74	-57	-39	-36
营业利润	2,173	2,413	2,625	3,008	3,161
营业外收支	9	4	1	5	3
利润总额	2,182	2,417	2,627	3,013	3,164
所得税	292	362	394	452	474
净利润	1,889	2,055	2,233	2,561	2,690
少数股东损益	46	59	64	73	77
归属母公司净利润	1,843	1,996	2,169	2,488	2,613
EBITDA	3,785	4,358	4,140	4,605	4,805
EPS(当年)(元)	0.62	0.67	0.73	0.83	0.88

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,389	3,681	4,640	5,159	4,575
净利润	1,889	2,055	2,233	2,561	2,690
折旧摊销	1,343	1,550	1,169	1,175	1,213
财务费用	308	426	515	585	635
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-202	-427	503	704	-59
其它	50	77	220	135	96
投资活动现金流	-4,673	-4,586	-4,560	-3,783	-1,674
资本支出	-4,443	-4,593	-4,110	-3,713	-1,604
长期投资	-172	-120	52	-10	-10
其他	-59	128	-502	-60	-60
筹资活动现金流	1,466	1,286	-607	70	-1,018
吸收投资	108	29	0	0	0
借款	1,121	2,587	1,980	1,500	1,000
支付利息或股息	-824	-1,054	-1,166	-1,331	-1,419
现金流净增加额	182	381	-527	1,447	1,884

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作，现任信达证券研发中心负责人。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。