

创业环保（600874）

运营业务稳健发力，现金流改善有望支撑分红提升

短期：水务等经营业务稳健发力，当期现金流回款改善

25H1 公司实现营业收入 21.8 亿元，同比-1.8%；实现归母净利润 4.7 亿元，同比+12.1%；毛利率 37.5%，同比-0.5pct；净利率 22.5%，同比+1.8pct。其中，污水处理业务贡献了公司约 79%的毛利，是公司利润的核心构成项。

此外，财务费用下降与信用减值对公司当期利润带来积极贡献。当前，公司已成立财务共享中心，且 9 月新发绿色债券的票面利率下探至 2.06%，有望进一步压缩利息成本、打开利润空间。

上半年，公司销售商品、提供劳务收到现金 17.7 亿元（同比增加 2.2 亿元），现金收入比 81%（24 年同期为 70%），当期现金回款出现一定改善。我们认为，改善的现金回款也可以为公司未来提升分红带来一定支撑。

中期：期待天津市化债的进一步推进

截至 25 年 6 月 30 日，公司应收类款项的主要构成为：1、应收账款 40.5 亿，其中约 12.3 亿来自天津市水务局。2、长期应收账款 51.4 亿，其中 31.1 亿来自天津市水务局、1.6 亿来自巴彦淖尔财政局；其中 19.5 亿为“特许经营权安排应收款项”，系公司“有权向接受服务的对象收取可确定金额的现金”，而非“应收未收”。3、一年内到期的非流动资产 2.0 亿，均为一年内到期的长期应收款。4、其他应收账款 1.2 亿，主要由项目保证金等构成。

扣除其中“特许经营权安排应收款项”部分后，公司应收未收类款项合计约 75.7 亿，其中超过 40 亿来自天津市水务局；与期初相比，增长 4.7 亿，其中天津市水务局新增 2.6 亿、应收政府客户组合新增 1.8 亿。可知，天津市欠款是公司当前报表回款承压的主要来源。

当前，天津市通过发行特殊再融资债券等政策工具积极化解隐性债务，发行规模居全国前列（24Q3-25Q2，天津市地方政府债净融资额分别达到 2.1、2.8、2.6、1.8 万亿）。我们认为，天津市财政承压情况或存在一定改善，可以期待天津市化债成果的持续显现，公司天津市应收账款有望得到改善。

长期：看好公司第二增长曲线的战略布局

公司积极布局战略新业务，包括：新能源供冷供热、分布式光伏及储能项目、污泥处置业务等。伴随公司战略新业务的持续培育，有望打开公司第二增长极。

投资建议：预测 2025-2027 年归母净利润为 9.45、10.51、11.00 亿元，同比增长 17.08%、11.24%、4.67%；摊薄 EPS 分别为 0.60、0.67、0.70 元，9 月 19 日股价对应 PE 分别为 9.79、8.80、8.41 倍。维持“增持”评级。

风险提示：应收账款回款不佳的风险，新项目拓展不及预期的风险，污水处理费用下调的风险，危废项目处理价格不及预期的风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,665.08	4,827.45	4,923.81	5,103.88	5,213.82
增长率(%)	3.16	3.48	2.00	3.66	2.15
EBITDA(百万元)	2,342.14	2,503.40	2,479.98	2,508.65	2,493.83
归属母公司净利润(百万元)	865.21	807.21	945.04	1,051.22	1,100.35
增长率(%)	15.17	(6.70)	17.08	11.24	4.67
EPS(元/股)	0.55	0.51	0.60	0.67	0.70
市盈率(P/E)	10.69	11.46	9.79	8.80	8.41
市净率(P/B)	1.01	0.96	0.90	0.85	0.81
市销率(P/S)	1.98	1.92	1.88	1.81	1.77
EV/EBITDA	4.95	4.85	4.33	3.77	3.28

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 09 月 21 日

投资评级

行业	环保/环境治理
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	5.89 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,230.42
流通 A 股股本(百万股)	1,230.42
A 股总市值(百万元)	7,247.16
流通 A 股市值(百万元)	7,247.16
每股净资产(元)	6.28
资产负债率(%)	56.64
一年内最高/最低(元)	6.46/4.83

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
胡冰清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070004	
hubingqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《创业环保-年报点评报告:污水运营与分布式光伏项目协同发展，经营性现金流修复向好——创业环保 2023 年年报点评》2024-03-25
- 《创业环保-首次覆盖报告:国内环保先行者，纵横发展添活力》2022-09-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,612.62	2,756.99	3,529.20	3,620.80	3,812.96
应收票据及应收账款	3,289.62	3,624.26	3,882.34	4,131.15	4,369.43
预付账款	19.81	22.31	23.65	25.07	26.33
存货	35.69	40.54	46.62	51.28	53.84
其他	277.92	412.56	440.38	472.55	499.74
流动资产合计	6,235.65	6,856.66	7,922.19	8,300.85	8,762.30
长期股权投资	188.65	190.20	190.20	190.20	190.20
固定资产	1,286.92	1,489.57	1,510.75	1,539.42	1,574.60
在建工程	421.45	239.89	239.89	239.89	239.89
无形资产	10,894.76	10,946.46	10,385.34	9,823.71	9,261.59
其他	5,433.22	5,432.20	5,652.51	5,881.84	6,118.86
非流动资产合计	18,225.00	18,298.32	17,978.69	17,675.07	17,385.14
资产总计	24,460.65	25,154.98	25,900.88	25,975.92	26,147.44
短期借款	1.99	29.23	43.84	39.46	35.51
应付票据及应付账款	668.89	946.97	1,261.91	1,514.29	1,786.87
其他	3,636.05	3,611.36	3,700.51	3,782.95	3,864.27
流动负债合计	4,306.93	4,587.56	5,006.26	5,336.71	5,686.64
长期借款	7,257.63	7,414.41	7,043.69	6,057.57	5,148.94
应付债券	629.63	499.63	499.63	499.63	499.63
其他	2,050.70	1,856.09	1,948.89	2,046.34	2,148.66
非流动负债合计	9,937.96	9,770.13	9,492.21	8,603.54	7,797.22
负债合计	14,244.89	14,357.69	14,498.48	13,940.25	13,483.87
少数股东权益	1,093.58	1,128.43	1,166.51	1,203.73	1,244.05
股本	1,570.42	1,570.42	1,570.42	1,570.42	1,570.42
资本公积	1,114.79	1,114.97	1,114.97	1,114.97	1,114.97
留存收益	6,436.97	6,983.48	7,550.51	8,146.55	8,734.14
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	10,215.76	10,797.29	11,402.40	12,035.67	12,663.57
负债和股东权益总计	24,460.65	25,154.98	25,900.88	25,975.92	26,147.44

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	903.44	870.66	945.04	1,051.22	1,100.35
折旧摊销	655.04	753.18	779.95	792.95	806.95
财务费用	381.27	365.92	285.19	252.67	217.40
投资损失	4.26	(1.55)	0.68	0.66	0.67
营运资金变动	(1,576.83)	(1,175.94)	(27.71)	(94.80)	(60.48)
其它	624.84	569.75	63.47	65.65	75.51
经营活动现金流	992.02	1,382.02	2,046.62	2,068.36	2,140.38
资本支出	1,984.55	872.08	147.20	162.56	177.68
长期投资	(4.46)	1.55	0.00	0.00	0.00
其他	(3,623.20)	(1,619.01)	(397.83)	(433.67)	(469.33)
投资活动现金流	(1,643.11)	(745.37)	(250.63)	(271.12)	(291.64)
债权融资	433.88	(209.14)	(620.37)	(1,222.04)	(1,108.63)
股权融资	(257.05)	(266.80)	(403.40)	(483.61)	(547.95)
其他	(142.72)	(66.56)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	34.11	(542.51)	(1,023.78)	(1,705.65)	(1,656.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(616.98)	94.14	772.21	91.60	192.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,665.08	4,827.45	4,923.81	5,103.88	5,213.82
营业成本	2,844.52	2,906.88	2,955.39	3,050.49	3,149.51
营业税金及附加	47.36	61.26	61.86	64.12	65.50
销售费用	11.47	10.07	9.51	9.81	9.97
管理费用	240.13	248.72	253.56	262.84	268.50
研发费用	53.06	65.29	61.30	63.22	64.26
财务费用	213.14	344.98	285.19	252.67	217.40
资产/信用减值损失	(245.34)	(242.20)	(183.51)	(156.20)	(122.85)
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	(0.68)	(0.66)	(0.67)
其他	96.85	93.69	97.82	96.12	95.87
营业利润	1,102.66	1,043.28	1,210.62	1,339.98	1,411.02
营业外收入	6.13	5.08	4.29	5.17	4.84
营业外支出	2.58	1.30	2.07	1.98	1.78
利润总额	1,106.21	1,047.06	1,212.84	1,343.16	1,414.09
所得税	202.77	176.40	204.33	226.29	238.23
净利润	903.44	870.66	1,008.51	1,116.87	1,175.85
少数股东损益	38.24	63.45	63.47	65.65	75.51
归属于母公司净利润	865.21	807.21	945.04	1,051.22	1,100.35
每股收益（元）	0.55	0.51	0.60	0.67	0.70

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	3.16%	3.48%	2.00%	3.66%	2.15%
营业利润	13.68%	-5.39%	16.04%	10.69%	5.30%
归属于母公司净利润	15.17%	-6.70%	17.08%	11.24%	4.67%
获利能力					
毛利率	39.03%	39.78%	39.98%	40.23%	39.59%
净利率	18.55%	16.72%	19.19%	20.60%	21.10%
ROE	9.48%	8.35%	9.23%	9.70%	9.64%
ROIC	10.34%	9.63%	9.99%	11.31%	12.26%
偿债能力					
资产负债率	58.24%	57.08%	55.98%	53.67%	51.57%
净负债率	71.34%	67.42%	54.13%	42.46%	31.80%
流动比率	1.45	1.49	1.58	1.56	1.54
速动比率	1.44	1.49	1.57	1.55	1.53
营运能力					
应收账款周转率	1.54	1.40	1.31	1.27	1.23
存货周转率	139.61	126.67	113.00	104.28	99.20
总资产周转率	0.20	0.19	0.19	0.20	0.20
每股指标（元）					
每股收益	0.55	0.51	0.60	0.67	0.70
每股经营现金流	0.63	0.88	1.30	1.32	1.36
每股净资产	5.81	6.16	6.52	6.90	7.27
估值比率					
市盈率	10.69	11.46	9.79	8.80	8.41
市净率	1.01	0.96	0.90	0.85	0.81
EV/EBITDA	4.95	4.85	4.33	3.77	3.28
EV/EBIT	6.87	6.94	6.31	5.52	4.84

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com