

首创环保 (600008.SH)

首年实现自由现金流转正，业绩稳定、分红比例提升

核心观点：

- **公司扣非业绩稳步提升，费用持续压降。**公司发布 25 年年报：实现营收 188.86 亿元（同比-5.8%）、扣非归母净利润 16.02 亿元（同比+2.7%），业绩整体稳步增长，毛利率 36.7%（同比+1.9pct）。管理费用、财务费用同比下降 7.1%、9.5%，期间费用率同比下降 0.17pct 至 16.6%，归母净利率 9.4%（扣除 24 年资产处置收益后同比+0.7pct）。同时报表持续修复，截至 25 年底公司资产负债率 63.8%（同比-1pct）。
- **自由现金流首年转正，当前股息率 3.9%。**25 年公司经营性现金流净额 37.62 亿元（同比-7.9%），同比下降主要由于应收账款增加，2025 年底应收账款 168.86 亿元（同比+15.2%），投资性现金流净额-12.82 亿元，同比下降 17.65 亿元主要由于 24 年处置新加坡 ECO 公司收到款项。25 年公司首年实现自由现金流转正，根据 Wind，实现自由现金流 9.1 亿元（24 年为-24.63 亿元）。依托自由现金流公司 25 年分红 8.81 亿元，分红比例 49.7%（同比+14.3pct），当前股息率 3.9%。
- **运营收入占比已达到 83.6%，未来有望量价齐升。**25 年公司污水收入 66 亿元（同比+0.2%）、供水收入 34 亿元（同比+1.9%），毛利率 41.1%（同比+1.6pct）、33.1%（同比-1.9pct），运营收入 158 亿元，占比 83.6%（同比+6.8pct）。25 年污水结算量 31 亿吨（同比-0.5%）、售水量 15.5 亿吨（同比+3.6%）、垃圾焚烧量 772 万吨（同比+2.9%），截止 2025 年底公司在建污水产能 89 万吨/日、供水产能 102 万吨/日、垃圾焚烧产能 1000 吨/日，将在 26-27 年投产持续贡献量增。此外 25 年公司 15 个污水处理项目和 3 个供水项目完成调价，期待水价进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 26-28 年实现归母净利 18.42/19.25/20.39 亿元，对应最新 PE 12.2/11.6/11.0X。公司首年实现自由现金流转正，未来预计保持稳健增速，25 年分红比例提升至 50%，参考可比公司给予 26 年 15 倍 PE，对应合理价值为 3.76 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**应收账款风险，价格调整风险，政策与市场风险。

盈利预测：

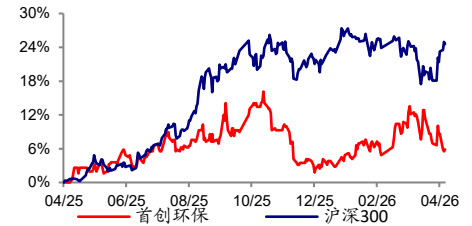
单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	20,050	18,886	18,078	18,387	18,837
增长率 (%)	-6.0%	-5.8%	-4.3%	1.7%	2.4%
EBITDA	8,388	7,739	7,679	7,773	7,930
归母净利润	3,528	1,772	1,842	1,925	2,039
增长率 (%)	119.7%	-49.8%	4.0%	4.5%	5.9%
EPS (元/股)	0.48	0.24	0.25	0.26	0.28
市盈率 (P/E)	6.8	12.4	12.2	11.6	11.0
ROE (%)	11.5%	5.8%	5.8%	5.9%	6.1%
EV/EBITDA	7.1	7.3	7.0	6.6	6.1

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	3.05 元
合理价值	3.76 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-15

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

陈龙



SAC 执证号：S0260523030004

021-38003623



shchenlong@gf.com.cn

分析师：

陈舒心



SAC 执证号：S0260524030004

021-38003790



shchenshuxin@gf.com.cn

请注意，陈龙、陈舒心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。

相关研究：

首创环保 (600008.SH) : 多 2025-07-13

元致胜，厚积薄发

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	32,092	31,966	32,865	34,376	35,799
货币资金	6,417	5,696	6,300	6,700	7,500
应收及预付	20,124	23,017	23,256	24,348	24,944
存货	1,044	894	945	959	981
其他	4,507	2,359	2,364	2,369	2,374
非流动资产总额	79,091	77,163	75,636	74,140	72,474
长期股权投资	1,625	1,537	1,521	1,506	1,491
固定资产	6,397	6,704	6,763	6,776	6,749
在建工程	542	395	326	278	245
使用权资产	215	226	226	226	226
无形资产	46,588	45,049	43,727	42,461	41,048
其他	23,723	23,251	23,072	22,894	22,716
资产总额	111,183	109,129	108,500	108,516	108,274
流动负债总额	29,800	28,391	28,317	28,792	29,424
短期借款	3,263	2,302	1,801	1,588	1,585
应付及预收	13,876	11,750	12,020	12,548	13,020
其他	12,661	14,339	14,496	14,656	14,820
非流动负债总额	42,218	41,189	39,216	37,276	34,836
长期借款	33,385	32,442	30,442	28,442	25,942
应付债券	5,200	5,800	5,800	5,800	5,800
其他	3,633	2,946	2,973	3,033	3,094
负债总额	72,018	69,580	67,532	66,068	64,260
股本	7,341	7,341	7,341	7,341	7,341
其他	23,443	23,399	24,320	25,282	26,302
归母权益合计	30,784	30,739	31,660	32,623	33,642
少数股东权益	8,381	8,809	9,308	9,826	10,371
负债和股东权益	111,183	109,129	108,500	108,516	108,274

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	20,050	18,886	18,078	18,387	18,837
营业成本	13,079	11,959	11,335	11,512	11,775
营业税金及附加	261	441	425	432	443
销售费用	57	52	54	55	57
管理费用	1,585	1,473	1,374	1,361	1,337
研发费用	176	212	203	206	211
财务费用	1,545	1,398	1,297	1,230	1,162
资产信用减值损失	-502	-683	-685	-757	-829
公允价值变动收益	-29	-66	-40	-30	-30
投资收益	1,759	-24	50	50	50
营业利润	4,852	2,901	3,020	3,157	3,347
营业外收支	30	36	36	36	36
利润总额	4,882	2,936	3,056	3,193	3,383
所得税费用	738	683	715	750	798
合并净利润	4,144	2,253	2,341	2,443	2,585
少数股东损益	616	482	499	518	545
归母净利润	3,528	1,772	1,842	1,925	2,039
EPS (元/股)	0.48	0.24	0.25	0.26	0.28

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	4,083	3,762	6,376	5,801	6,266
合并净利润	4,144	2,253	2,341	2,443	2,585
折旧摊销	3,325	2,835	2,837	2,798	2,761
营运资金变动	-3,673	-3,280	-639	-1,257	-886
其他	0	0	-23	-23	-23
投资活动现金流净额	483	-1,282	-716	-1,205	-1,008
资本性开支	-3,518	-2,528	-1,550	-1,550	-1,350
投资	3,924	1,059	34	32	31
其他	76	187	800	313	311
融资活动现金流净额	-4,055	-2,724	-4,560	-4,196	-4,458
股本融资	3,062	5,267	0	0	0
债权融资	923	184	-2,342	-2,051	-2,338
股利分配与偿付利息	-3,156	-3,221	-2,238	-2,198	-2,173
其他	-4,884	-4,954	19	52	52
现金净增加额	530	-245	1,099	400	800
期初现金余额	4,916	5,446	5,201	6,300	6,700
期末现金余额	5,446	5,201	6,300	6,700	7,500

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	-6.0%	-5.8%	-4.3%	1.7%	2.4%
营业利润增长率	81.4%	-40.2%	4.1%	4.6%	6.0%
归母净利增长率	119.7%	-49.8%	4.0%	4.5%	5.9%
获利能力					
毛利率	34.8%	36.7%	37.3%	37.4%	37.5%
净利率	20.7%	11.9%	12.9%	13.3%	13.7%
ROE	11.5%	5.8%	5.8%	5.9%	6.1%
偿债能力					
资产负债率	64.8%	63.8%	62.2%	60.9%	59.3%
有息负债率	37.6%	37.2%	35.1%	33.0%	30.8%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
利息保障倍数	3.1	3.4	3.7	4.0	4.5
营运能力					
应收账款周转率	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0
存货周转率	12.5	13.4	12.0	12.0	12.0
应付账款周转率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
每股指标					
每股收益	0.48	0.24	0.25	0.26	0.28
每股净资产	4.19	4.19	4.31	4.44	4.58
每股经营现金流	0.56	0.51	0.87	0.79	0.85
估值比率					
PE	6.8	12.4	12.2	11.6	11.0
PB	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	7.1	7.3	7.0	6.6	6.1

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 陈 龙：联席首席分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：资深分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘 恒 君：高级研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。