

洪城环境 (600461)

2025 年中报点评：降本控费业绩稳健，资本开支持续下降

买入 (维持)

2025 年 08 月 28 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

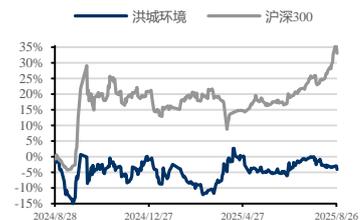
执业证书：S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	8,048	8,227	8,501	8,621	8,749
同比 (%)	3.43	2.22	3.34	1.41	1.48
归母净利润 (百万元)	1,083	1,190	1,251	1,307	1,363
同比 (%)	12.59	9.89	5.11	4.48	4.31
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.84	0.93	0.97	1.02	1.06
P/E (现价&最新摊薄)	10.83	9.85	9.37	8.97	8.60

投资要点

- **事件**：2025H1 公司实现营业收入 36.87 亿元，同减 6.54%，归母净利润 6.09 亿元，同增 0.68%，扣非归母净利润 6.05 亿元，同增 0.31%。
- **水务业务稳健，25H1 污水收入同增 12.32% 至 13.90 亿元**。2025H1 公司整体经营稳健，销售毛利率 33.37%，同增 1.18pct，销售净利率 17.85%，同增 0.63pct。分部来看，1) **供水**：2025H1 营收 4.36 亿元，同减 4.08%，毛利率同增 2.48pct 至 49.40%。2) **污水**：2025H1 营收 13.90 亿元，同增 12.32%，毛利率同降 0.14pct 至 42.31%。3) **燃气**：2025H1 营收 13.28 亿元，同降 6.97%，毛利率同降 3.22pct 至 9.04%，子公司南昌市燃气集团 (持股 51%) 实现净利润 0.37 亿元，同降 53.07%。4) **固废**：2025H1 营收 3.82 亿元，同降 2.80%，毛利率同降 1.49pct 至 37.93%，毛利 2.37 亿元，同减 0.99%，子公司鼎元生态净利润 0.75 亿元，同降 7.60%。5) **水务工程**：2025H1 营收 4.32 亿元，同降 41.16%，毛利率同增 3.22pct 至 20.06%，主要系厂网一体化项目投入减少所致。
- **降本控费成果显著，25H1 期间费用率同降 0.22pct 至 10.18%**。2025 年上半年公司期间费用同比减少 8.54% 至 3.75 亿元，期间费用率下降 0.22pct 至 10.18%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 0.68%、减少 13.13%、上升 6.42%、减少 17.61% 至 1.03 亿元、1.32 亿元、0.57 亿元、0.84 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.16pct、下降 0.27pct、上升 0.19pct、下降 0.31pct 至 2.78%、3.57%、1.56%、2.27%。
- **资产负债率下降，有息负债减少，融资成本同降 0.44pct 至 2.11%**。2025H1 资产负债率为 57.27%，同比下降 2.96pct；25H1 有息负债总额 78.59 亿元，同减 1.77%，综合融资成本同比下降 0.44pct 至 2.11%。
- **资本开支同减 62.88% 至 4.35 亿元，自由现金流向好**。1) 25H1 公司经营现金流净额 3.45 亿元，同减 43.39%，25H1 末应收账款 29.90 亿元，较期初增加 4.56 亿元，应收账款周转天数 134.82 天，同比延长 43.52 天，部分项目回款承压；2) 资本开支 (购建固定无形其他资产支付现金) 4.35 亿元，上年同期为 11.12 亿元，同比减少 62.88%，主要系污水建设类项目投资放缓；3) 简易自由现金流为 -0.90 亿元 (24H1 为 -5.03 亿元)，趋于转正。
- **供水管网延长折旧年限，预计带来利润增量**。公司自 2012 年以来更新管网，大量采用球墨铸铁管，截至 2025 年 8 月球墨铸铁管网长度占公司可更替管网长度的 83%，其使用寿命超 50 年。自 2025 年 7 月 1 日起，供水管网折旧年限从 15 年延长至 35 年，预计带来 2025 年下半年折旧减少 3864 万元。
- **盈利预测与投资评级**：高分红兼具稳健增长，水务运营资产量价刚性，直饮水+厂网一体化打开增量空间，随着行业水价市场化改革&污水顺价推进，板块有望迎价值重估。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 12.51/13.07/13.63 亿元，同比+5.1%/4.5%/4.3%，对应 PE 为 9.4/9.0/8.6 倍，公司承诺 2024-2026 年分红比例不低于 50%，按 50% 分红比例测算，对应 2025 年股息率 5.35%，维持“买入”评级。(估值日期：2025/8/27)
- **风险提示**：资本开支超预期上行，应收风险，市场化改革不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.13
一年最低/最高价	8.42/11.03
市净率(倍)	1.26
流通 A 股市值(百万元)	11,724.34
总市值(百万元)	11,724.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.26
资产负债率(% ,LF)	57.27
总股本(百万股)	1,284.16
流通 A 股(百万股)	1,284.16

相关研究

《洪城环境(600461)：2024 年报点评：扣非归母同增 13%，稳健增长&高分红标杆》

2025-04-16

《洪城环境(600461)：2024 年三季报点评：24Q3 扣非同增 16%，降本增效利润率提升》

2024-10-28

洪城环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,464	7,263	8,752	10,369	营业总收入	8,227	8,501	8,621	8,749
货币资金及交易性金融资产	2,854	3,328	4,702	6,235	营业成本(含金融类)	5,615	5,774	5,805	5,841
经营性应收款项	2,744	3,056	3,148	3,234	税金及附加	60	62	63	64
存货	246	235	249	238	销售费用	239	247	251	255
合同资产	340	352	357	362	管理费用	353	354	355	359
其他流动资产	280	293	296	301	研发费用	129	134	136	138
非流动资产	18,273	18,678	18,910	18,973	财务费用	208	207	209	210
长期股权投资	103	100	96	93	加:其他收益	91	77	78	79
固定资产及使用权资产	4,754	4,815	4,701	4,459	投资净收益	(3)	0	0	0
在建工程	890	638	486	396	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	9,913	10,513	11,013	11,413	减值损失	(69)	(75)	(80)	(85)
商誉	69	69	69	69	资产处置收益	5	5	6	6
长期待摊费用	44	44	44	44	营业利润	1,647	1,729	1,805	1,881
其他非流动资产	2,499	2,499	2,499	2,499	营业外净收支	(13)	(12)	(11)	(10)
资产总计	24,737	25,941	27,662	29,343	利润总额	1,634	1,717	1,794	1,871
流动负债	8,468	8,747	8,884	8,817	减:所得税	296	311	325	339
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,633	2,833	2,933	2,833	净利润	1,338	1,406	1,469	1,532
经营性应付款项	3,106	3,117	3,139	3,156	减:少数股东损益	148	155	162	169
合同负债	745	766	771	775	归属母公司净利润	1,190	1,251	1,307	1,363
其他流动负债	1,984	2,030	2,041	2,053	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.93	0.97	1.02	1.06
非流动负债	5,713	5,813	5,913	6,113	EBIT	1,867	2,066	2,153	2,241
长期借款	4,713	4,813	4,913	5,113	EBITDA	2,914	3,143	3,254	3,359
应付债券	624	624	624	624	毛利率(%)	31.75	32.08	32.67	33.23
租赁负债	70	70	70	70	归母净利率(%)	14.46	14.71	15.16	15.58
其他非流动负债	307	307	307	307	收入增长率(%)	2.22	3.34	1.41	1.48
负债合计	14,182	14,560	14,797	14,930	归母净利润增长率(%)	9.89	5.11	4.48	4.31
归属母公司股东权益	9,394	10,064	11,385	12,764					
少数股东权益	1,162	1,317	1,480	1,649					
所有者权益合计	10,556	11,381	12,865	14,413					
负债和股东权益	24,737	25,941	27,662	29,343					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,974	2,521	2,784	2,905	每股净资产(元)	7.25	7.77	8.80	9.88
投资活动现金流	(1,889)	(1,489)	(1,338)	(1,186)	最新发行在外股份(百万股)	1,284	1,284	1,284	1,284
筹资活动现金流	139	(559)	(72)	(185)	ROIC(%)	8.61	8.83	8.57	8.25
现金净增加额	224	474	1,375	1,533	ROE-摊薄(%)	12.67	12.43	11.48	10.68
折旧和摊销	1,047	1,077	1,101	1,119	资产负债率(%)	57.33	56.13	53.49	50.88
资本开支	(1,889)	(1,490)	(1,339)	(1,188)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.85	9.37	8.97	8.60
营运资本变动	(686)	(307)	(143)	(121)	P/B (现价)	1.26	1.17	1.04	0.92

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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,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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>