

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

洪城环境(600461.SH)

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

污水业务稳健增长，降本增效助盈利能力提升

2025年8月29日

事件：洪城环境发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年公司实现营业收入 36.87 亿元，同比下降 6.54%；实现归母净利润 6.09 亿元，同比增加 0.68%；实现扣非后归母净利润 6.05 亿元，同比增长 0.31%；经营活动现金流量净额 3.45 亿元，同比减少 43.39%；基本每股收益 0.47 元/股，同比减少 7.84%。

点评：

- **污水业务稳健增长，工程业务收缩致营收下滑。**公司 2025 年上半年营收同比下降，利润基本同比持平。分业务板块看：（1）污水处理业务：作为业绩压舱石，上半年实现收入 13.9 亿元，同比增长 12.3%，净利润同比增长约 3600 万元，我们推测受益于污水处理量增加及成本有效控制。（2）自来水业务：实现收入 4.36 亿元，净利润 5.52 亿元。（3）燃气能源业务：实现收入 13.28 亿元，营收及利润均有所下滑，我们推测非居民用气价格和用气量下降，以及用户结构变化影响业绩；（4）固废处置业务：实现收入 3.82 亿元，同比基本持平，实现净利润 1.35 亿元，同比增加 0.41 亿元。（5）工程业务：实现收入 4.32 亿元，同比下滑约 40%，是公司整体营收下降的主要原因。
- **降本增效成果显著，盈利能力稳中有升。**2025 年上半年，公司毛利率为 33.37%，同比提升 1.18 个 pct；净利率为 17.85%，同比提升 0.63 个 pct。同时，公司费用管控效果显著，期间费用同比下降 0.22 个 pct。其中管理费用同比下降 13.13%，财务费用同比下降 17.61%。
- **应收账款增加致现金流承压，资本开支呈收缩趋势。**2025 年上半年，公司经营活动现金流净额为 3.45 亿元，同比下降 43.39%，我们推测系应收账款增加所致。截至二季度末，公司应收账款达 29.90 亿元，同比增长 34%，应收账款周转天数有所延长。与此同时，公司投资活动现金流净流出 4.09 亿元，同比大幅减少 60.87%，资本开支明显收缩，公司稳健运营属性凸显。
- **直饮水+厂网一体化有望为公司注入新发展动能。**2024 年公司积极做好直饮水推广，2025 年目标开拓潜在用户，争取实现直饮销售业务向优发展。2024 年公司继续“厂网一体化”的运营模式，新签订乐平市厂网一体化工程，并完成若干项目的建设、验收，总计投入规模 40 亿元，未来还将跟踪优化污水系统综合整治工程，拓展污水管网工程和运维服务。
- **盈利预测及评级：洪城环境具备稳定盈利+高分红属性。**公司水务毛利率较高，盈利能力较好，且具有较强稳定性。同时公司承诺 2024-2026 年分红比例不低于归母净利润 50%。综合考虑到公司现有资产及未来业绩释放，我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 85.52/88.58/92.74 亿元，归母净利润 12.53/13.35/13.69 亿元，按 8 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 9.27x/8.7x/8.48x。我们看好公司稳健运

营属性及分红能力，维持公司“买入”评级。

➤ **风险因素：**水价上调不及预期风险；项目进展不及预期；市场拓展风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,048	8,227	8,552	8,858	9,274
同比(%)	3.4%	2.2%	4.0%	3.6%	4.7%
归属母公司净利润	1,083	1,190	1,253	1,335	1,369
同比(%)	12.6%	9.9%	5.3%	6.5%	2.6%
毛利率(%)	30.7%	31.7%	31.8%	31.9%	31.3%
ROE(%)	13.6%	12.7%	12.5%	12.5%	12.0%
EPS（摊薄）(元)	0.84	0.93	0.98	1.04	1.07
P/E	10.72	9.76	9.27	8.70	8.48
P/B	1.46	1.24	1.16	1.09	1.02
EV/EBITDA	5.62	6.17	5.54	4.98	4.80

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	5,549	6,464	8,300	9,049	9,578
货币资金	2,635	2,854	3,933	4,656	4,840
应收票据	13	4	15	4	16
应收账款	1,783	2,534	3,138	3,200	3,438
预付账款	119	206	170	199	198
存货	301	246	305	332	306
其他	697	620	739	659	780
非流动资产	17,357	18,273	17,211	16,928	16,722
长期股权投资	107	103	114	114	114
固定资产(合计)	4,790	4,678	4,655	4,620	4,665
无形资产	10,117	9,913	9,654	9,354	9,054
其他	2,343	3,579	2,787	2,839	2,888
资产总计	22,906	24,737	25,511	25,977	26,300
流动负债	8,662	8,468	8,668	8,500	7,922
短期借款	2,085	2,016	1,716	1,716	1,616
应付票据	93	252	169	-2	320
应付账款	2,947	2,854	2,982	3,048	1,910
其他	3,537	3,346	3,800	3,737	4,075
非流动负债	5,280	5,713	5,505	5,306	5,352
长期借款	3,522	4,713	4,513	4,313	4,363
其他	1,757	1,000	992	993	989
负债合计	13,941	14,182	14,173	13,806	13,274
少数股东权益	1,027	1,162	1,318	1,483	1,654
归属母公司股东权益	7,938	9,394	10,020	10,688	11,372
负债和股东权益	22,906	24,737	25,511	25,977	26,300

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	8,048	8,227	8,552	8,858	9,274
同比(%)	3.4%	2.2%	4.0%	3.6%	4.7%
归属母公司净利润	1,083	1,190	1,253	1,335	1,369
同比(%)	12.6%	9.9%	5.3%	6.5%	2.6%
毛利率(%)	30.7%	31.7%	31.8%	31.9%	31.3%
ROE%	13.6%	12.7%	12.5%	12.5%	12.0%
EPS(摊薄)(元)	0.84	0.93	0.98	1.04	1.07
P/E	10.72	9.76	9.27	8.70	8.48
P/B	1.46	1.24	1.16	1.09	1.02
EV/EBITDA	5.62	6.17	5.54	4.98	4.80

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,048	8,227	8,552	8,858	9,274
营业成本	5,575	5,615	5,836	6,030	6,375
营业税金及附加	54	60	86	89	93
销售费用	235	239	239	246	255
管理费用	364	353	342	345	352
研发费用	127	129	135	139	146
财务费用	263	208	278	258	250
减值损失合计	-6	-14	0	0	0
投资净收益	6	-3	1	-1	0
其他	67	42	67	73	69
营业利润	1,496	1,647	1,704	1,821	1,872
营业外收支	-19	-13	-12	-14	-11
利润总额	1,477	1,634	1,692	1,808	1,861
所得税	238	296	284	307	322
净利润	1,240	1,338	1,409	1,500	1,540
少数股东损益	157	148	156	166	170
归属母公司净利润	1,083	1,190	1,253	1,335	1,369
EBITDA	2,787	2,914	2,812	2,903	2,967
EPS(当年)(元)	0.99	0.97	0.98	1.04	1.07

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	1,729	1,974	2,095	2,797	2,021
净利润	1,240	1,338	1,409	1,500	1,540
折旧摊销	1,033	1,047	997	1,003	1,026
财务费用	307	245	293	278	273
投资损失	-6	3	-1	1	0
营运资金变动	-825	-686	-671	-24	-852
其它	-20	27	69	38	35
投资活动现金流	-1,820	-1,889	28	-729	-824
资本支出	-1,842	-1,889	-767	-718	-815
长期投资	3	0	-11	0	0
其他	20	0	806	-11	-10
筹资活动现金流	381	139	-1,044	-1,344	-1,011
吸收投资	70	1	0	0	0
借款	851	1,122	-500	-200	-50
支付利息或股息	-783	-619	-919	-945	-958
现金流净增加额	290	224	1,079	723	185

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。