

# 中山公用 (000685.SZ)

优于大市

25H1 归母净利润稳健增长 29.6%，中山自来水价格调整听证会顺利召开

## 核心观点

**收入小幅下滑，投资收益驱动业绩增长。**2025H1 公司实现营收 21.21 亿元，同比-1.51%，主要系工程板块收入下滑所致。其中环保水务板块收入 7.86 亿元，同比+13.8%；固废板块 3.99 亿元，同比+14.9%；工程板块 7.32 亿元，同比-13.9%；辅助服务板块 1.98 亿元，同比-24.9%。公司实现归母净利 7.19 亿元，同比+29.6%，其中对联营企业和合营企业的投资收益同比增长 65.4%至 6.73 亿元，是公司业绩增长的核心驱动。

**毛利率承压，费用/减值小幅增加。**2025H1 公司综合毛利率为 22.19%，同比下降 0.56pct。受水资源费改税政策影响，公司上半年 0.52 亿元的水资源费由营业成本科目转入税金及附加科目，将此部分影响还原后，公司环保水务业务的毛利率由 29.5%下降至 22.7%，较去年同期下降 3.2pct；固废业务的毛利率由下滑 5.4pct 至 23.8%，工程业务的毛利率下滑 0.7pct 至 7.7%。公司的销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.71%/7.46%/3.82%/1.75%，同比变化+0.18/+0.56/+0.04/+0.06pct。信用减值损失由-0.23 亿元扩大至 0.31 亿元。

**经营性现金流小幅改善。**截至 2025H1，公司账面的应收账款余额为 19.52 亿元，同比+34.62%；经营性现金流为-3.7 亿元，同比增加 3000 万。

**中山自来水价格调整听证会顺利召开。**2025 年 8 月 22 日，中山市发展改革局组织召开自来水价格调整听证会，就中山市水价调整听取意见和建议。本次听证会涉及自来水价格调整两套方案，方案一是将自来水综合价格拟调整为 2.14 元/立方米，方案二是将自来水综合价格拟调整为 2.18 元/立方米。其中方案一超八成居民家庭每月水费增加约 7.25 元，方案二超八成居民家庭每月水费增加约 8 元，总体对居民家庭用水支出影响有限。水价调整正式执行后有望增厚公司供水板块业绩。

**风险提示：**广发证券业绩波动风险、工程收入下滑风险、应收账款回收不及预期风险。

**投资建议：维持“优于大市”评级。**25Q3 以来沪深两市成交额持续放量，公司业绩有望受益广发证券投资收益的增长，我们上调 25-27 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 15.09/16.73/18.28 亿元（原值为 13.95/15.70/17.07 亿元），同比增速 25.9%/10.9%/9.2%，当前股价对应 PE=9.9/8.9/8.1x，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,199	5,678	5,524	5,478	5,434
(+/-%)	43.6%	9.2%	-2.7%	-0.8%	-0.8%
归母净利润(百万元)	967	1199	1509	1673	1828
(+/-%)	-9.8%	23.9%	25.9%	10.9%	9.2%
每股收益(元)	0.66	0.81	1.02	1.13	1.24
EBIT Margin	9.4%	8.3%	10.7%	11.4%	11.9%
净资产收益率 (ROE)	5.9%	6.8%	8.1%	8.5%	8.7%
市盈率 (PE)	15.4	12.4	9.9	8.9	8.1
EV/EBITDA	30.5	29.5	25.9	22.9	21.0
市净率 (PB)	0.91	0.85	0.80	0.75	0.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

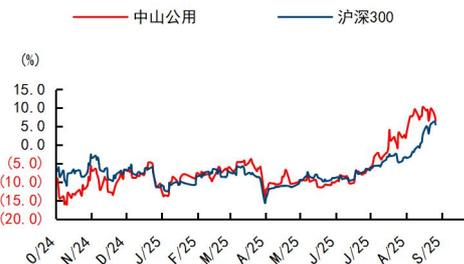
### 环保·环境治理

<b>证券分析师：黄秀杰</b> 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002	<b>证券分析师：刘汉轩</b> 010-88005198 liuhanxuan@guosen.com.cn S0980524120001
<b>证券分析师：郑汉林</b> 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003	<b>证券分析师：崔佳诚</b> 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn S0980525070002

### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.08 元
总市值/流通市值	14869/12640 百万元
52 周最高价/最低价	10.57/7.10 元
近 3 个月日均成交额	114.01 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

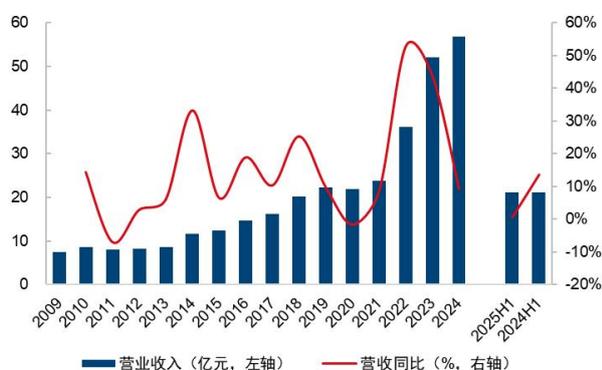
### 相关研究报告

- 《中山公用 (000685.SZ) -2024 现金分红创历史新高，25Q1 归母净利润同比+62.2%》——2025-05-06
- 《中山公用 (000685.SZ) -攻守兼备的珠三角公用事业平台，长期破净估值有望修复》——2025-03-03

**收入小幅下滑,投资收益驱动业绩增长。**2025H1 公司实现营收 21.21 亿元,同比-1.51%,主要系工程板块收入下滑所致。其中环保水务板块收入 7.86 亿元,同比+13.8%;固废板块 3.99 亿元,同比+14.9%;工程板块 7.32 亿元,同比-13.9%;辅助服务板块 1.98 亿元,同比-24.9%。公司实现归母净利 7.19 亿元,同比+29.6%,其中对联营企业和合营企业的投资收益同比增长 65.4%至 6.73 亿元,是公司业绩增长的核心驱动。

**毛利率承压,费用/减值小幅增加。**2025H1 公司综合毛利率为 22.19%,同比下降 0.56pct。受水资源费改税政策影响,公司上半年 0.52 亿元的水资源费由营业成本科目转入税金及附加科目,将此部分影响还原后,公司环保水务业务的毛利率由 29.5%下降至 22.7%,较去年同期下降 3.2pct;固废业务的毛利率由下滑 5.4pct 至 23.8%,工程业务的毛利率下滑 0.7pct 至 7.7%。公司的销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.71%/7.46%/3.82%/1.75%,同比变化+0.18/+0.56/+0.04/+0.06pct。信用减值损失由-0.23 亿元扩大至 0.31 亿元。

图1: 中山公用收入及增速情况 (单位: 亿元、%)



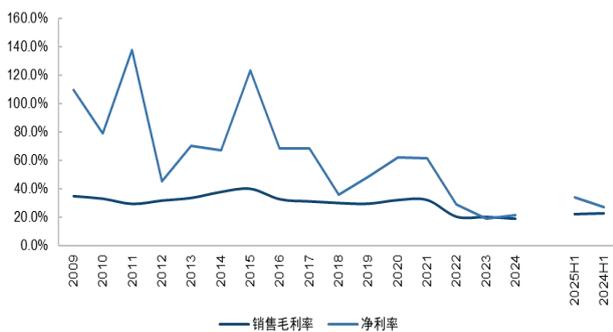
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 中山公用归母净利及增速情况 (单位: 亿元、%)



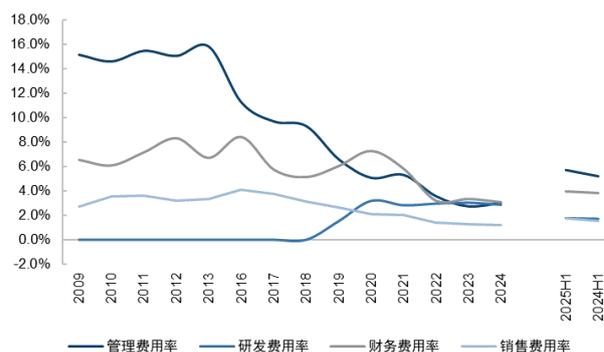
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 中山公用毛利率&净利率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

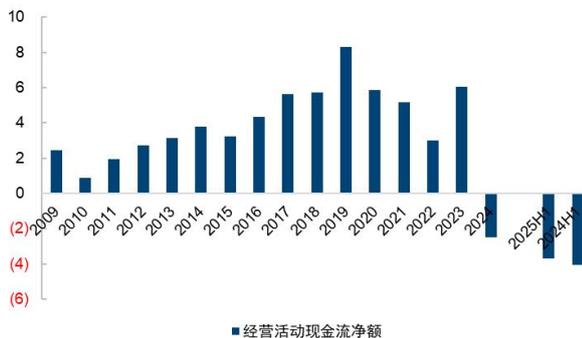
图4: 中山公用各项费率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

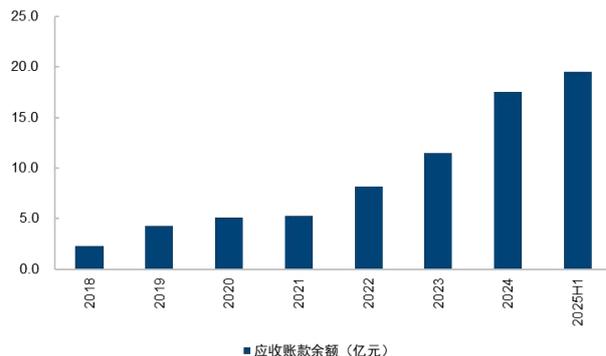
**经营性现金流小幅改善。**截至 2025H1, 公司账面的应收账款余额为 19.52 亿元, 同比+34.62%; 经营性现金流为-3.7 亿元, 同比增加 3000 万。

图5: 中山公用经营性现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 中山公用应收账款余额情况 (单位: 亿元)

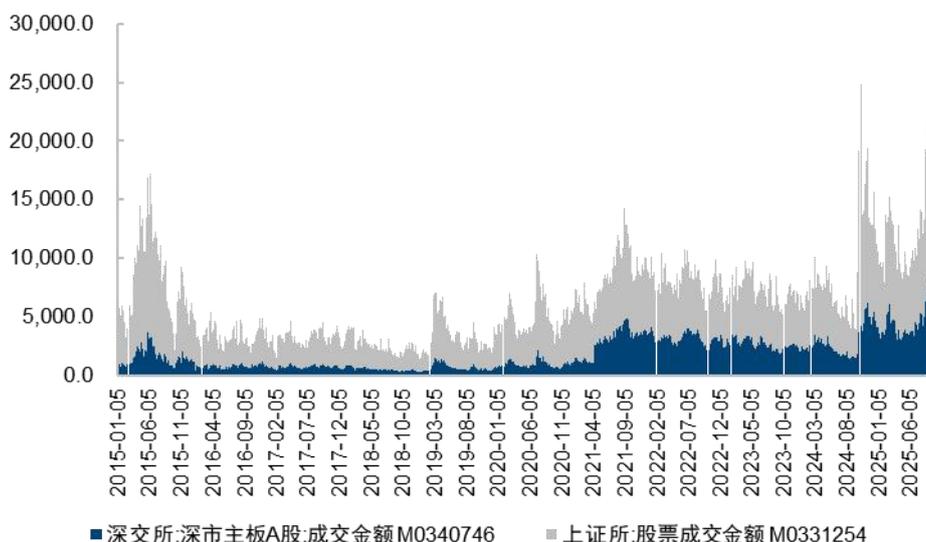


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**中山自来水价格调整听证会顺利召开。**2025年8月22日, 中山市发展改革局组织召开自来水价格调整听证会, 就中山市水价调整听取意见和建议。本次听证会涉及自来水价格调整两套方案, 方案一是将自来水综合价格拟调整为2.14元/立方米, 方案二是将自来水综合价格拟调整为2.18元/立方米。其中方案一超八成居民家庭每月水费增加约7.25元, 方案二超八成居民家庭每月水费增加约8元, 总体对居民家庭用水支出影响有限。水价调整正式执行后有望增厚公司供水板块业绩。

**投资建议: 维持“优于大市”评级。**25Q3以来沪深两市成交额持续放量, 公司业绩有望受益广发证券投资收益的增长, 我们上调25-27年盈利预测, 预计2025-2027年归母净利润15.09/16.73/18.28亿元(原值为13.95/15.70/17.07亿元), 同比增速25.9%/10.9%/9.2%, 当前股价对应PE=9.9/8.9/8.1x, 维持“优于大市”评级。

图7: 2015年至今沪深两市股票交易总成交额情况 (单位: 亿元, 数据截至2025.9.2)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG		投资 评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E			
000685.SZ	中山公用	10.08	149	0.81	1.02	1.13	1.24	12.4	9.9	8.9	8.1	7.1	0.38		优于 大市	
<b>可比公司</b>																
600461.SH	洪城环境	9.07	116	0.97	0.98	1.03	1.08	9.35	9.27	8.79	8.42	13.73	1.68		无	
600323.SH	瀚蓝环境	26.09	213	2.04	2.40	2.71	2.88	12.79	10.87	9.63	9.07	13.04	0.71		无	
000598.SZ	兴蓉环境	6.76	202	0.67	0.74	0.81	0.88	10.08	9.15	8.32	7.70	11.47	0.89		无	
<b>均值</b>										<b>9.77</b>	<b>8.91</b>	<b>8.39</b>				
000776.SZ	广发证券	21.31	1621	1.15	1.52	1.69	1.85	18.53	13.97	12.61	11.51	6.80	0.92		无	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 可比公司取自Wind一致预期(股价数据更新至2025.9.2)

**风险提示:** 广发证券业绩波动风险、工程收入下滑风险、应收账款回收不及预期风险。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2168	1715	2324	2227	2900	营业收入	5199	5678	5524	5478	5434
应收款项	1239	1837	1787	1772	1758	营业成本	4151	4605	4399	4322	4263
存货净额	115	134	125	120	116	营业税金及附加	39	38	38	38	37
其他流动资产	1079	1933	1881	1865	1850	销售费用	65	67	83	72	72
<b>流动资产合计</b>	<b>4602</b>	<b>5619</b>	<b>6117</b>	<b>5984</b>	<b>6625</b>	管理费用	299	334	255	265	264
固定资产	3439	4341	5115	5765	6281	研发费用	156	161	157	155	154
无形资产及其他	3801	3610	3466	3321	3177	财务费用	171	172	238	228	211
投资性房地产	3013	3536	3536	3536	3536	投资收益	722	1008	1226	1359	1489
长期股权投资	14153	15306	15306	15306	15306	资产减值及公允价值变动	(3)	(7)	(7)	(7)	(7)
<b>资产总计</b>	<b>29007</b>	<b>32411</b>	<b>33539</b>	<b>33912</b>	<b>34924</b>	其他收入	(128)	(189)	(127)	(125)	(124)
短期借款及交易性金融负债	3424	1971	2500	2000	2000	营业利润	1064	1273	1605	1780	1945
应付款项	2466	3464	3238	3107	2995	营业外净收支	12	7	7	7	7
其他流动负债	2066	2207	2065	1986	1917	<b>利润总额</b>	<b>1077</b>	<b>1280</b>	<b>1612</b>	<b>1787</b>	<b>1952</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7957</b>	<b>7642</b>	<b>7803</b>	<b>7093</b>	<b>6912</b>	所得税费用	84	69	87	96	105
长期借款及应付债券	4146	6683	6583	6483	6383	少数股东损益	25	12	16	17	19
其他长期负债	249	262	262	262	262	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>967</b>	<b>1199</b>	<b>1509</b>	<b>1673</b>	<b>1828</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>4395</b>	<b>6945</b>	<b>6845</b>	<b>6745</b>	<b>6645</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>12352</b>	<b>14587</b>	<b>14648</b>	<b>13838</b>	<b>13557</b>	净利润	967	1199	1509	1673	1828
少数股东权益	277	311	322	334	347	资产减值准备	9	51	19	15	12
股东权益	16378	17513	18569	19740	21020	折旧摊销	404	524	545	630	710
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29007</b>	<b>32411</b>	<b>33539</b>	<b>33912</b>	<b>34924</b>	公允价值变动损失	3	7	7	7	7
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	171	172	238	228	211
每股收益	0.66	0.81	1.02	1.13	1.24	营运资本变动	(1176)	(791)	(238)	(160)	(135)
每股红利	0.22	0.20	0.31	0.34	0.37	其它	8	(42)	(8)	(2)	1
每股净资产	11.10	11.87	12.59	13.38	14.25	<b>经营活动现金流</b>	<b>215</b>	<b>948</b>	<b>1833</b>	<b>2162</b>	<b>2422</b>
ROIC	5.40%	4.46%	4%	4%	4%	资本开支	0	(1270)	(1200)	(1157)	(1100)
ROE	5.91%	6.85%	8%	8%	9%	其它投资现金流	1	0	0	0	0
毛利率	20%	19%	20%	21%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(740)</b>	<b>(2423)</b>	<b>(1200)</b>	<b>(1157)</b>	<b>(1100)</b>
EBIT Margin	9%	8%	11%	11%	12%	权益性融资	1	17	0	0	0
EBITDA Margin	17%	18%	21%	23%	25%	负债净变化	1342	538	(100)	(100)	(100)
收入增长	44%	9%	-3%	-1%	-1%	支付股利、利息	(323)	(294)	(453)	(502)	(548)
净利润增长率	-10%	24%	26%	11%	9%	其它融资现金流	(1412)	517	529	(500)	0
资产负债率	44%	46%	45%	42%	40%	<b>融资活动现金流</b>	<b>627</b>	<b>1022</b>	<b>(24)</b>	<b>(1102)</b>	<b>(648)</b>
股息率	2.2%	2.0%	3.0%	3.4%	3.7%	<b>现金净变动</b>	<b>102</b>	<b>(453)</b>	<b>609</b>	<b>(97)</b>	<b>674</b>
P/E	15.4	12.4	9.9	8.9	8.1	货币资金的期初余额	2066	2168	1715	2324	2227
P/B	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	货币资金的期末余额	2168	1715	2324	2227	2900
EV/EBITDA	30.5	29.5	25.9	22.9	21.0	企业自由现金流	0	(1089)	(333)	(95)	84
						权益自由现金流	0	(35)	(129)	(910)	(216)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032