

香港股市 | 环保 | 环卫

公司点评

北控城市资源（3718 HK）

未评级

业务组成优化，经常性盈利可增长

25H1 经调整经营利润同比上升 24.7%

公司持续优化业务组成，近期公布的 FY25 中期业绩刚好反映成效。受惠于城市服务业务增长，上半年公司总收入同比上升 13.1%至 30.4 亿元(人民币，下同)。虽然股东净利润同比下跌 74.7%至 3,252 万元，但是主要由于危废处理业务的 1.6 亿元非现金流减值亏损导致。如扣除相关减值影响，经调整经营利润同比上升 24.7%至 3.3 亿元(见图表 1)。

危废处理一度是公司的盈利增长来源，FY21 分部毛利率达 31.9%，高于同期城市服务的 25.9%。可是危废处理行业供过于求，处理单价及利用率持续下降，相关毛利率也下跌，例如 25H1 仅达 0.3%。有见及此，近年公司早已暂停或终止部份危废处理产能，并扩大城市服务业务应对。后者毛利占比已经由 FY22 的 87.2%上升至 25H1 的 97.4%(见图表 2)。

城市服务毛利率稳定

公司的城市服务主要包括综合道路清洁、垃圾分类、垃圾收运、垃圾转运站管理、公厕管理、粪便收运、绿道养护、河道保洁服务及物业管理服务。业务毛利率稳定。FY22-24 及 25H1 相关毛利率分别为 21.8%、21.1%、20.8%、22.4%(见图表 2)。

透过企业并购，2024 年 6 月底公司正式将业务由内地扩展至香港。虽然香港市场的毛利率较低，25H1 仅达 6.0%，但是应收账风险也相对较低。我们预计公司将争取扩大其香港市场占有率。截至 2025 年 6 月 30 日，公司持有 239 个城市服务项目(内地 199 个；香港 40 个)，分布全国各地，存量项目剩余年期合同金额为 268.6 亿元(见图表 3 及 4)。

现金流强劲有利高分红持续

公司维持高分红政策。25H1 股息同比上升 50.0%至 1.80 港仙。同期资本开支同比下跌 58.1%至 1.3 亿元，自由现金流达 2.2 亿元，我们认为这有利高分红政策持续。

市净率估值不高

公司财务状况健康。截至 2025 年 6 月底，净负债率(净负债/股东权益)为 50.0%。公司市净率不高，FY24 达 0.41 倍，低于香港同业碧瑤绿色(1397 HK)的 1.13 倍，也低于环保龙头光大环境(257 HK)的 0.55 倍，及母公司北控水务(371 HK)的 0.88 倍。

风险提示：(一)项目延误、(二)应收账风险、(三)服务价格波动、(四)法规/政策风险。

主要财务数据（人民币百万元）（更新至 2025 年 9 月 4 日）

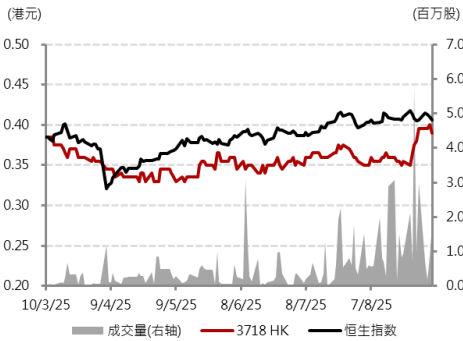
年结:12 月 31 日	2022 年 实际 (重列)	2023 年 实际	2024 年 实际
收入	4,253	5,058	6,028
增长率 (%)	15.2	18.9	19.2
股东净利润	239	285	26
增长率 (%)	(42.7)	19.3	(91.0)
每股盈利 (人民币)	0.07	0.08	0.01
市盈率 (倍)	5.4	4.5	49.8
每股股息 (港币)	0.02	0.03	0.03
股息率 (%)	5.1	6.9	6.4
每股净资产 (人民币)	0.82	0.88	0.87
市净率 (倍)	0.44	0.41	0.41

来源：公司资料、中泰国际研究部

股票数据（更新至 2025 年 9 月 4 日）

现价	0.39 港元
总市值	1,387.10 百万 港元
流通股比例	21.79%
已发行总股本	3,556.66 百万
52 周价格区间	0.325-0.57 港元
3 个月日均成交额	0.30 百万 港元
主要股东	北控水务(371 HK) (占 68.60%)

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

分析师

周健锋（Patrick Chow）
+852 2359 1849
kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：FY25 中期业务回顾

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2024 年 上半年	2025 年 上半年	增长 (同比%)	中泰国际评论
收入	2,688	3,039	13.1	(一)25H1 新增合同金额 8.6 亿元；(二)截至 2025 年 6 月 30 日，存量项目剩余合同金额 268.6 亿元 2024 年 6 月底才完成收购香港业务 主要包含废弃电器及电子产品处理及销售拆解产品业务
- 城市服务	2,402	2,664	10.9	
- 中国内地	2,393	2,390	(0.1)	
- 中国香港	0	271	不适用	
- 建设服务	9	3	(66.0)	
- 危废处理	229	215	(6.0)	
- 其他	57	160	182.2	
销售成本	(2,131)	(2,425)	13.8	
毛利	557	614	10.3	
- 城市服务	537	598	11.3	
- 危废处理	10	1	(93.5)	开支占收入比例由 10.5%下跌至 8.4%，办公室租金及薪酬开支下降 开支占收入比例由 0.8%上升至 1.3%，贸易应收款及应收环境停用费的减值亏损扩大 浙江仙居危废项目停运的相关资产减值拨备 如扣除危废项目减值影响，经调整经营利润同比上升 24.7%至 3.3 亿元 借贷金额及利率皆下跌
- 其他	10	16	61.0	
其他收入及收益(不含利息收入)	23	16	(30.5)	
行政开支	(282)	(256)	(9.4)	
销售及分销开支	(12)	(6)	(47.8)	
其他开支	(22)	(40)	78.8	
非流动资产的减值亏损	0	(162)	不适用	
经营利润	263	167	(36.7)	
利息收入	4	2	(41.8)	
财务费用	(56)	(42)	(24.2)	
税前利润	211	126	(40.1)	盈利下跌主因是减值亏损
所得税	(58)	(61)	3.8	
税后利润	153	66	(56.9)	
少数股东权益	(23)	(33)	43.6	
股东净利润	130	33	(74.7)	
每股盈利 (人民币)	0.04	0.01	(74.8)	
每股股息 (港币)	0.01	0.02	50.0	
利润率 (%)	变动 (百分点)			
毛利润率	20.7	20.2	-0.5	
- 城市服务	22.4	22.4	0.1	
- 中国内地	22.4	24.3	1.9	
- 中国香港	不适用	6.0	不适用	
- 建设服务	8.0	8.0	0.0	
- 危废处理	4.5	0.3	-4.2	
- 无害化业务	4.4	0.1	-4.3	
- 资源化业务	4.8	0.9	-3.9	
- 其他	17.1	9.8	-7.3	
经营利润率	9.8	5.5	-4.3	
股东净利润率	4.8	1.1	-3.7	
收入及毛利分布 (%)	变动 (百分点)			经营成本效益提升 平均处理单价同比下跌 4.3% 废醇原料采购成本增加
收入				
城市服务	89.4	87.7	-1.7	
危废处理	8.5	7.1	-1.4	
其他	2.1	5.3	3.2	
毛利				
城市服务	96.4	97.4	0.9	
危废处理	1.8	0.1	-1.7	
其他	1.7	2.5	0.8	

注：其他业务主要包含废弃电器与电子产品处理及销售拆解产品业务
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 2：收入及毛利分布

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2022 年 全年 (重列)	2023 年 全年	2024 年 全年	2024 年 上半年	2025 年 上半年
收入	4,253	5,058	6,028	2,688	3,039
- 同比增长 (%)	15.2	18.9	19.2	12.2	13.1
其中:-					
- 城市服务	3,461	4,344	5,310	2,402	2,664
- 同比增长 (%)	不适用	25.5	22.3	10.9	10.9
- 危废处理	527	547	536	229	215
- 同比增长 (%)	不适用	3.8	(1.9)	(25.3)	(6.0)
- 其他	266	167	181	57	160
- 同比增长 (%)	不适用	(37.1)	8.0	(16.5)	182.2
收入分布 (%)					
- 城市服务	81.4	85.9	88.1	89.4	87.7
- 危废处理	12.4	10.8	8.9	8.5	7.1
- 其他	6.3	3.3	3.0	2.1	5.3
毛利	866	1,023	1,149	557	614
- 同比增长 (%)	不适用	18.1	12.3	(4.8)	10.3
其中:-					
- 城市服务	755	915	1,102	537	598
- 同比增长 (%)	不适用	21.1	20.5	4.0	11.3
- 危废处理	97	94	27	10	1
- 同比增长 (%)	不适用	(2.8)	(71.4)	(83.5)	(93.5)
- 其他	14	14	20	10	16
- 同比增长 (%)	不适用	1.3	41.9	50.5	61.0
毛利分布 (%)					
- 城市服务	87.2	89.4	96.0	96.4	97.4
- 危废处理	11.2	9.2	2.3	1.8	0.1
- 其他	1.6	1.3	1.7	1.7	2.5
毛利率 (%)	20.4	20.2	19.1	20.7	20.2
- 城市服务	21.8	21.1	20.8	22.4	22.4
- 危废处理	18.4	17.2	5.0	4.5	0.3
- 其他	5.1	8.2	10.8	17.1	9.8

注：(一)FY22 报表标示货币由港币重列为人民币；(二)其他业务主要包含废弃电器与电子产品处理及销售拆解产品业务
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 3：项目地区分布



注：截至 2025 年 6 月 30 日
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 4：城市服务项目的运营模式分布

项目数目	中国内地	中国香港	总计
运营及维护			
城市大管家项目	5	0	5
综合保洁项目	106	2	108
传统环境卫生项目	81	38	119
政府与社会资本合作 (PPP)			
建造 - 经营 - 移交 (BOT)	3	0	3
移交 - 经营 - 移交 (BOT)	4	0	4
总计	199	40	239

注：截至 2025 年 6 月 30 日
来源：公司资料、中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，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。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他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，并不代表中泰国际或附属机构的观点。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，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805