东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

兴蓉环境（000598）

2025 年三季报点评：25Q3 单季度归母同增 13%超预期，资本开支下降

买入（维持）

2025 年 10 月 29 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）	8,087	9,049	9,812	10,589	11,331
同比（%）	5.99	11.90	8.43	7.92	7.01
归母净利润（百万元）	1,843	1,996	2,174	2,364	2,572
同比（%）	13.97	8.28	8.91	8.74	8.81
EPS-最新摊薄（元/股）	0.62	0.67	0.73	0.79	0.86
P/E（现价&最新摊薄）	11.62	10.73	9.86	9.06	8.33

投资要点

- **事件：**2025 年前三季度公司实现营收 65.48 亿元，同增 5.39%；归母净利润 17.64 亿元，同增 8.49%；扣非归母净利润 17.35 亿元，同增 8.29%
- **25Q3 单季度归母净利同增 13%，毛利率同增 4.15pct 至 51.96%，信用减值收窄。**2025Q1-3 公司收入利润双增，得益于新项目投运增量、水量增长、污水处理费提升等。25Q1-3 销售毛利率 47.90%，同比+3.14pct，销售净利率 27.68%，同比+0.81pct。25Q3 单季度营收 23.56 亿元，同比+6.85%，环比+8.62%，归母净利润 7.89 亿元，同比+13.09%，环比+69.11%，单季度业绩增长主要系 **1）收入及毛利率提升：**25Q3 单季度销售毛利率 51.96%，同比+4.15pct，环比+6.72pct，毛利 12.24 亿元，同比+1.70 亿元，同比+16.11%，环比+2.43 亿元，环比+24.75%；**2）其他收益增加：**25Q3 其他收益为 0.43 亿元，同比+0.27 亿元，环比+0.33 亿元，主要系收到的增值税即征即退款增加。**3）信用减值收窄：**25Q3 单季度信用减值计提 0.08 亿元，同比-0.04 亿元，环比-0.42 亿元。应收规模得以控制，25Q3 末应收账款 34.95 亿元，较 25Q2 末-0.89 亿元。
- **水表周检导致销售费用提升，25Q1-3 期间费用率同增 0.20pct。**25Q1-3 公司期间费用同增 19.20%至 6.96 亿元，其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别+44.03%、-6.48%、+32.43%、+9.36%至 1.34、3.03、0.25、2.85 亿元，销售费用增长主要系下属子公司水表周检费增加所致；销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.55pct、-0.59pct、+0.08pct、+0.16pct 至 2.04%、4.63%、0.38%、4.35%，期间费用率同增 0.20pct 至 11.41%。
- **25Q1-3 经营性现金流净额同增 12%，资本支出同减 22%，自由现金流趋于转正。**25Q1-3 公司 1）经营性现金流净额 23.99 亿元，同比+11.74%，净现比 1.38（上年同期为 1.29）；2）投资性现金流净额-24.70 亿元，上年同期为-34.18 亿元，其中购建固定无形其他资产支付现金 26.59 亿元，同比-22.18%；3）筹资性现金流净额-1.32 亿元，同比-107.10%。
- **掌握成都优质水务固废资产，产能扩张+污水提价贡献增量，现金流增厚及分红提升空间大。1）盈利：①产能：**截至 25 年 6 月底，公司运营及在建的供水、污水、中水项目规模分别为 430、480、130 万吨/日，其中成都自来水七厂三期剩余 40 万吨/日进入试运行阶段，洗瓦堰污水厂（20 万吨/日）于 25Q2 正式投运，25 年下半年贡献增量；垃圾发电在建万兴三期项目（焚烧规模 5100 吨/日）将于 2026 年投入商运；**②提价：**成都中心城区第五期（2024-2026）污水处理服务费暂定均价 2.63 元/吨，2024 年为 2.44 元/吨，2025 年提至 2.74 元/吨，城区中心城区污水定价机制稳定，保障项目合理回报，新产能投运可带来确定性成长。**2）现金流：**26 年资本开支有望显著下降，自由现金流增厚空间大。
- **盈利预测与投资评级：**公司掌握成都优质水务固废资产，污水定价机制稳定，随着污水处理费提价+在建产能逐步投运，享确定性成长，长期自由现金流增厚空间大。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 21.74/23.64/25.72 亿元，对应 PE 为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目建设进展不及预期，应收账期延长，资本开支上行等。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	7.18
一年最低/最高价	6.43/7.75
市净率(倍)	1.10
流通 A 股市值(百万元)	21,391.68
总市值(百万元)	21,428.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.53
资产负债率(%,LF)	57.66
总股本(百万股)	2,984.43
流通 A 股(百万股)	2,979.34

相关研究

《兴蓉环境(000598)：2025 年中报点评：水务运营稳健增长，资本开支下行》

2025-08-30

《兴蓉环境(000598)：2024 年报点评：业绩稳健增长，水务固废业务保持成长动能》

2025-04-19

请务必阅读正文之后的免责声明部分

兴蓉环境三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**8,851**	**10,861**	**12,387**	**16,173**
货币资金及交易性金融资产	4,300	5,821	6,951	10,343
经营性应收款项	3,321	3,730	4,047	4,367
存货	227	241	256	268
合同资产	645	699	755	808
其他流动资产	358	370	379	388
非流动资产	**39,598**	**42,475**	**45,142**	**45,701**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	13,339	16,242	18,740	19,974
在建工程	9,465	8,372	7,497	6,478
无形资产	13,106	14,250	15,293	15,637
商誉	2	2	2	2
长期待摊费用	32	32	32	32
其他非流动资产	3,654	3,578	3,578	3,578
资产总计	**48,448**	**53,336**	**57,530**	**61,874**
流动负债	**11,696**	**12,353**	**13,113**	**13,809**
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,652	2,717	2,717	2,717
经营性应付款项	6,475	6,893	7,446	7,950
合同负债	784	850	917	981
其他流动负债	1,785	1,893	2,033	2,160
非流动负债	17,199	19,648	20,648	21,648
长期借款	9,406	11,906	12,906	13,906
应付债券	2,769	2,769	2,769	2,769
租赁负债	19	19	19	19
其他非流动负债	5,005	4,954	4,954	4,954
负债合计	**28,896**	**32,001**	**33,761**	**35,457**
归属母公司股东权益	18,160	19,878	22,242	24,815
少数股东权益	1,393	1,457	1,526	1,602
所有者权益合计	**19,553**	**21,335**	**23,769**	**26,417**
负债和股东权益	**48,448**	**53,336**	**57,530**	**61,874**

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**9,049**	**9,812**	**10,589**	**11,331**
营业成本(含金融类)	5,298	5,639	6,092	6,505
税金及附加	106	229	234	247
销售费用	177	189	203	216
管理费用	533	578	618	646
研发费用	53	59	53	57
财务费用	391	409	443	462
加:其他收益	49	49	53	57
投资净收益	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(127)	(130)	(140)	(145)
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**2,413**	**2,629**	**2,859**	**3,111**
营业外净收支	4	4	4	4
利润总额	**2,417**	**2,633**	**2,863**	**3,115**
减:所得税	362	395	429	467
净利润	**2,055**	**2,238**	**2,434**	**2,648**
减:少数股东损益	59	64	70	76
归属母公司净利润	**1,996**	**2,174**	**2,364**	**2,572**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.67	0.73	0.79	0.86
EBIT	2,808	3,041	3,305	3,576
EBITDA	4,358	4,688	5,038	5,418
毛利率(%)	41.45	42.53	42.47	42.60
归母净利率(%)	22.06	22.16	22.33	22.70
收入增长率(%)	11.90	8.43	7.92	7.01
归母净利润增长率(%)	8.28	8.91	8.74	8.81

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,681	4,474	5,114	5,423
投资活动现金流	(4,586)	(4,499)	(4,396)	(2,396)
筹资活动现金流	1,286	1,545	412	365
现金净增加额	381	1,521	1,130	3,392
折旧和摊销	1,550	1,646	1,733	1,842
资本开支	(4,593)	(4,596)	(4,396)	(2,396)
营运资本变动	(427)	(24)	223	157

重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股净资产(元)	6.08	6.66	7.45	8.31
最新发行在外股份（百万股）	2,984	2,984	2,984	2,984
ROIC(%)	7.40	7.07	6.94	6.91
ROE-摊薄(%)	10.99	10.94	10.63	10.37
资产负债率(%)	59.64	60.00	58.68	57.31
P/E（现价&最新股本摊薄）	10.73	9.86	9.06	8.33
P/B（现价）	1.18	1.08	0.96	0.86

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