



港股研究 | 公司深度 | 中国水务 (00855.HK)

中国水务深度：供水和管道直饮水龙头，自由现金流拐点已现

报告要点

公司供水行业龙头企业，供水主业持续稳健发展，管道直饮水具备先发优势。截至 FY2025，公司城市供水业务服务人口超 3000 万人，管道直饮水业务服务人口约 1200 万。公司运营业绩稳健，接驳和建造业务下行，后续盈利稳定性有望增强。公司自由现金流拐点已现，看好未来分红提升潜力。

分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001

SFC: BUW415



贾少波

SAC: S0490520070003



李博文

SAC: S0490524080004



盛意

SAC: S0490525070006

中国水务 (00855.HK)

2025-11-19

中国水务深度：供水和管道直饮水龙头，自由现金流拐点已现

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

简介：供水行业龙头，管道直饮水持续发展

公司为我国供水行业龙头企业，供水主业持续稳健发展，管道直饮水具备先发优势。截至 FY2025，公司城市供水业务服务人口超 3000 万人，管道直饮水业务服务人口约 1200 万。从业务结构来看，城市供水、环保、总承包建设、管道直饮水、物业开发及投资、所有其他分部收入占比分别为 64.3%、13.1%、5.7%、5.6%、3.1%、8.2%，供水业务为公司核心收入来源。公司无实控人，核心股东背景多元，股权分散均衡，主要股东方为董事会主席段传良先生（水务 27.4%，产业背景丰富）、欧力士（持股 27.3%，日本综合金融服务集团）、长城人寿（险资）。

亮点：已过项目建设高峰期，有望实现持续稳定分红。公司资本开支高峰为 FY2024 的 51.4 亿港元，FY2025 降至 32.4 亿港元，带动自由现金流转正至 1.50 亿港元。公司计划 FY2026 资本开支不超过 20 亿港元，资本开支拐点明确，自由现金流有望持续增加，分红有提升潜力。

水务板块：供需稳增叠加调价窗口，价值重估可期

行业：城市供水总量/污水处理量平稳增长，行业逐步进入稳定运行期。2023 年因国家设备更新政策的带动，供水和污水领域的市政公用设施投资有了一定程度的回暖。从需求端考虑，推算供水、污水处理规模 2025-2027 年 CAGR 达 0.37%、1.2%。

公司：产能建设步入尾声，产能分布呈现全国化特点。截至 FY2025，公司供水、污水、原水已运营规模分别为 730、90、189 万吨/日，在建规模分别为 98、12、0 万吨/日，在建产能弹性分别为 13.4%、13.3%、0%。**公司供水业务的看点：**1) **运营稳健：**水务运营刚需性强，随着在建产能投运，预计供水运营和污水处理业务仍保持稳健增长；2) **TOO 永续运营：**到公司主要以 TOO（移交-拥有-运营）特许经营模式经营供水项目，BOO/TOO 和 BOT/TOT 相比最主要区别在于项目到期后的处理方式，后者在特许权期满后，无偿将项目交给政府接管，BOO/TOO 拥有项目所有权，到期后并不将此项目移交给公共部门，企业内在价值更高。3) **有望受益于本轮调价周期，实现盈利修复。**

直饮水板块：预计接驳和建造下滑后续拖累有限

中国水务 2019 年收购长沙水杯子 51% 股权进军管道直饮水行业；2021 年收购南京水杯子 51% 股权和 5 家徐州直饮水公司各 51% 股权，推测主因建设服务、接驳业务同比下滑，直饮水接驳和建造业务占比降低，预计后续拖累有限，盈利稳定性有望增强。

盈利预测：预计 FY2026-2028 公司实现归母净利润 12.5/12.8/13.1 亿港元

预计 FY2026-2028 公司实现归母净利润 12.5/12.8/13.1 亿港元，同比增速分别为 16.5%/2.2%/2.4%，公司自由现金流拐点已现，看好未来分红提升潜力，假设 FY2026-2028 分红维持 2025 财年的 42.53% 的分红比例，对应 2025/11/17 公司股价股息率分别为 5.3%/5.4%/5.5%，给予“买入”评级。

风险提示

1、盈利性不达预期风险；2、项目进度低于预期风险；3、市场风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 6.16

注：股价为 2025 年 11 月 17 日收盘价



目录

简介：供水行业龙头，管道直饮水持续发展	6
概况：以供水和管道直饮水为主业	6
股权架构：核心股东背景多元，股权分散均衡	7
亮点：已过项目建设高峰期，有望实现持续稳定分红	8
水务板块：供需稳增叠加调价窗口，价值重估可期	9
行业：增速放缓，区域垄断和全国性龙头并存	9
公司：供水多为 TOO 资产，且有望受益于本轮调价周期	11
直饮水板块：预计接驳和建造下滑后续拖累有限	13
财务分析：近 3 年利润端受接驳收缩、减值等影响存在波动	14
盈利及成长能力：运营业绩稳健，接驳业绩下滑压力已逐步释放	14
资产负债：资产负债率稳定，应收账款周转表现较优	16
盈利预测：预计 FY2026-2028 公司实现归母净利润 12.5/12.8/13.1 亿港币	17
风险提示	19

图表目录

图 1：中国水务发展历史	6
图 2：公司业务结构图	7
图 3：公司营业收入拆分——按业务结构（单位：亿港币）	7
图 4：公司业务毛利率——按业务模式（单位：%）	7
图 5：中国水务股权架构（截至 2025/11/10）	8
图 6：公司资本开支和现金流情况（单位：亿港币）	8
图 7：中国水务分红和股利支付率（单位：%）	8
图 8：城市供水总量及同比增速	9
图 9：全国城市污水处理量及同比增速	9
图 10：全国供水固定资产投资及同比增速	9
图 11：全国污水固定资产投资及同比增速	9
图 12：2023 年水务公司供水市占率	11
图 13：截至 FY2025 公司已运营产能分布（单位：万吨/日，%）	11
图 14：2023 年 11 月以来供水调价梳理（不完全梳理）	13
图 15：中国水务直饮水布局时间线	13
图 16：中国水务管道直饮水收入（亿港币）	14
图 17：中国水务管道直饮水利润（亿港币）	14
图 18：中国水务营收及增速（单位：亿港元，%）	14
图 19：中国水务分业务营业收入（单位：亿港元）	14
图 20：中国水务毛利率情况（单位：%）	15
图 21：中国水务销售、行政及一般费用情况（单位：亿港元，%）	15
图 22：中国水务财务费用情况（单位：亿港币）	15

图 23: 公司有息负债和借款利率(测算值)(单位: 亿港元, %)	15
图 24: 美国有效联邦基金利率(EFFR)走势(单位: %)	16
图 25: 中国水务其他营业费用情况(单位: 亿港元)	16
图 26: 公司资产情况(单位: 亿港元)	16
图 27: 公司负债情况(单位: 亿港元)	17
图 28: 公司应收账款及票据、其他应收款情况(单位: 亿港元)	17
图 29: 公司周转能力(单位: 天)	17
表 1: 城市新增污水处理能力及污水管网长度的测算	10
表 2: 截至 FY2025 中国水务的供水、污水、原水产能情况(单位: 万吨/日)	11

简介：供水行业龙头，管道直饮水持续发展

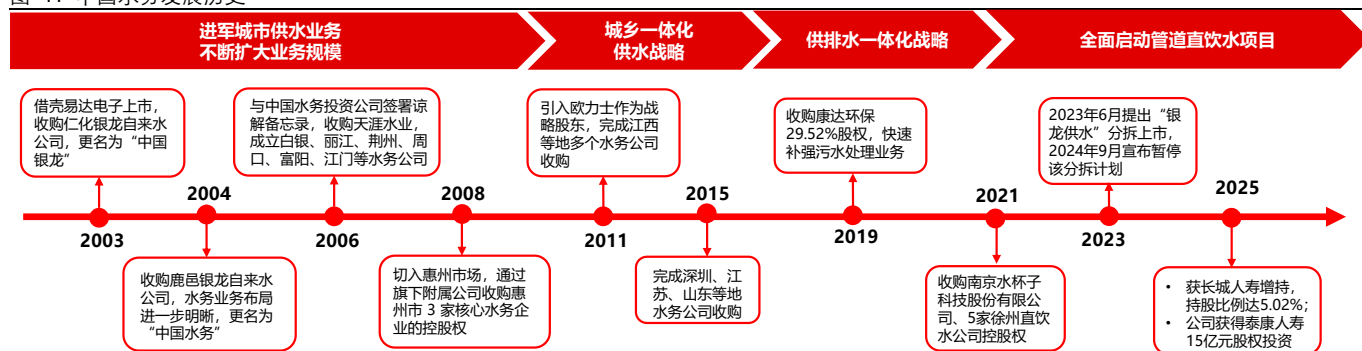
概况：以供水和管道直饮水为主业

中国水务为我国供水行业龙头企业，供水主业持续稳健发展，管道直饮水具备先发优势。

截至 FY2025，公司城市供水业务服务人口超 3000 万人，管道直饮水业务服务人口约 1200 万。

- **进军供水业务：**公司成立于 1999 年，前身为中国银龙集团有限公司；2003 年段传良先生收购易达兴业成为执行董事，同年收购广东省仁化市供水公司，奠定了城市供水业务基础。2004 年公司正式更名为“中国水务”，标志着核心主业转向水务特许经营。
- **补充排水业务：**2019 年公司以 12 亿港元收购康达环保 29.5% 股份，补强污水处理业务。
- **全面启动管道直饮水项目：**2021 年公司收购南京水杯子 51% 股权和 5 家徐州直饮水公司控股权，截至 2025 年 3 月公司直饮水成功运营项目数量超 1 万个，直饮水人口覆盖达 1200 万人。

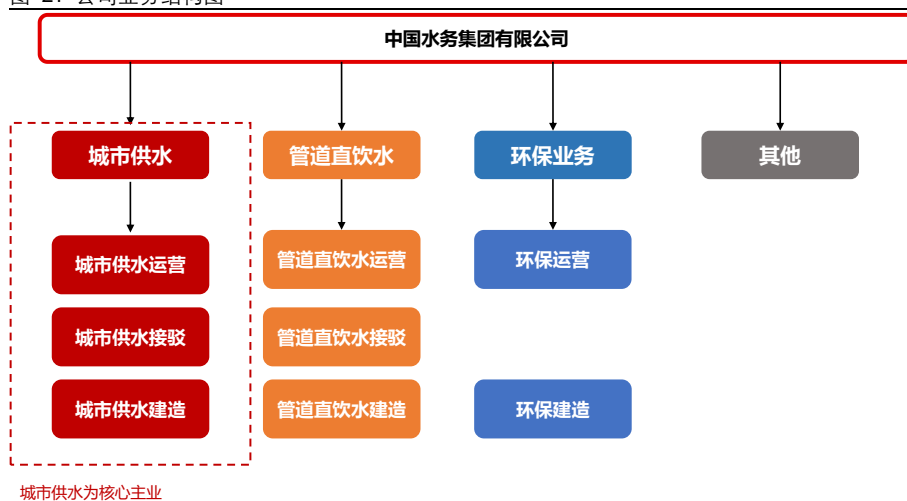
图 1：中国水务发展历史



资料来源：公司官网，北极星环保网，公司公告，长江证券研究所

公司业务可分为城市供水、管道直饮水、环保业务和其它相关增值业务。1) 城市供水业务和管道直饮水业务均包括经营、供应安装及维护（接驳）、建设服务三个分部。2) 污水处理及排水业务：包括经营和建设服务两个分部。3) 其他相关增值服务包括销售物业、货品、酒店及租金收入等。

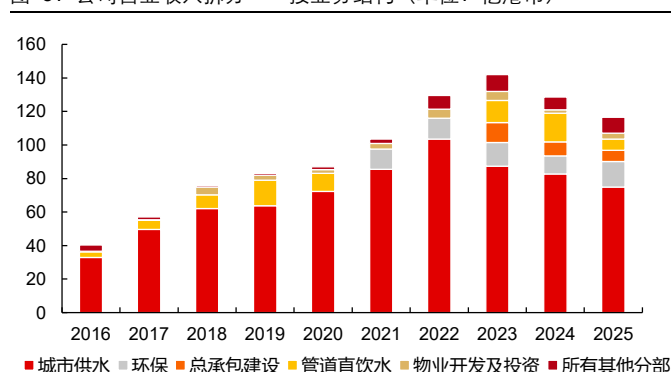
图 2：公司业务结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究所

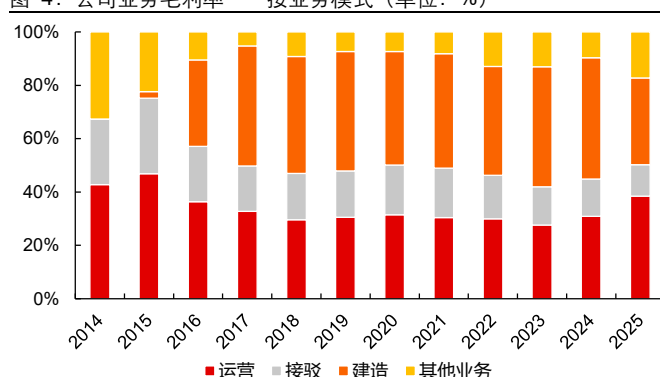
营收构成：2025 财年公司实现营收 116.6 亿元，**1) 从业务结构来看**，城市供水、环保、总承包建设、管道直饮水、物业开发及投资、所有其他分部收入分别为 75.0、15.2、6.6、6.6、3.6、10 亿港元，占比分别为 64.3%、13.1%、5.7%、5.6%、3.1%、8.2%，供水业务为公司核心收入来源。**2) 从业务模式来看**，FY2025 运营、接驳、建造和其他业务在收入中占比分别为 38.5%、11.8%、32.4%、17.3%，接驳和建造业务收入分别从高点的 21.1、63.8 亿元下降至 FY2025 的 13.8、37.8 亿元，后续业绩的稳定性有望持续增强。

图 3：公司营业收入拆分——按业务结构（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 4：公司业务毛利率——按业务模式（单位：%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

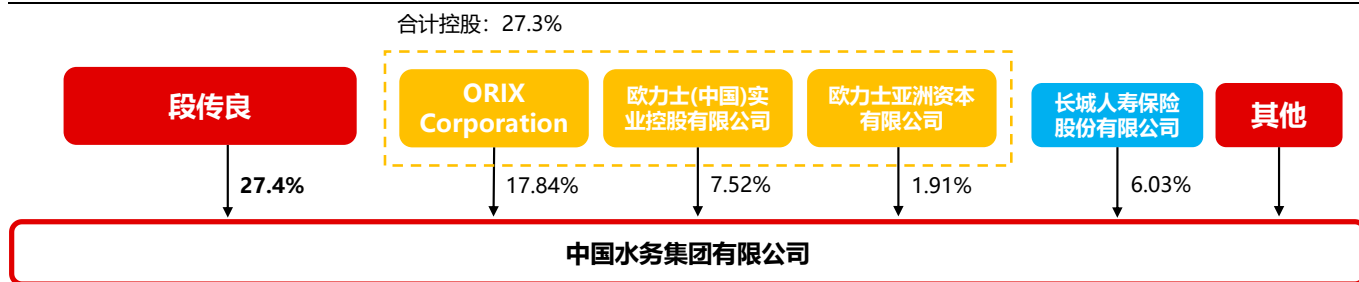
股权架构：核心股东背景多元，股权分散均衡

公司无实际控制人，各核心股东背景多元，股权分散均衡。截至 2025/11/10，公司股权：

- 董事会主席段传良先生合计控制约 27.4% 股权。段传良先生在中国水利部（前称水电部）工作超过 10 年，经验丰富。

- 战略股东欧力士直接持股 17.84%，通过欧力士（中国）实业控股有限公司、欧力士亚洲资本有限公司间接持股 9.4%，合计持股 27.3%。欧力士为日本综合金融服务集团，业务涵盖金融、投资、资产管理、基础设施、能源、环保等多个领域，2011 年入股中国水务，此后多次增持中国水务股份，战略持有至今未有减持。
- 长城人寿为公司第三大股东，2025 年 2 月，长城人寿增持中国水务 200 万股之后，突破 5% 的举牌线，截至 2025/11/10，持股比例为 6.03%。

图 5：中国水务股权架构（截至 2025/11/10）



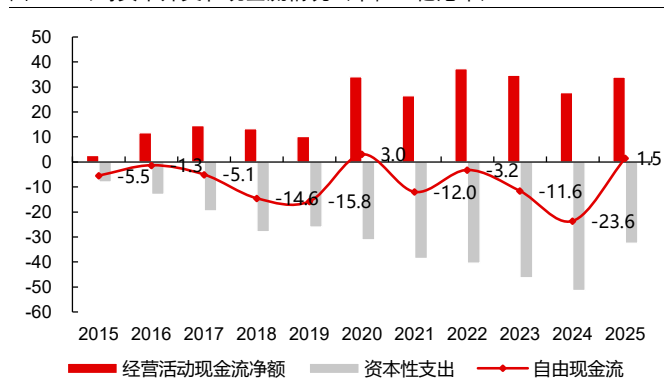
资料来源：港交所，长江证券研究所

亮点：已过项目建设高峰期，有望实现持续稳定分红

资本开支：伴随水务行业进入成熟期，FY2025 公司的资本开支呈下行趋势。公司资本开支高峰为 FY2024 的 51.4 亿港币，FY2025 下降至 32.4 亿港币，带动公司自由现金流转正至 1.50 亿港币。公司计划 FY2026 资本开支不超过 20 亿港币，资本开支拐点明确，自由现金流有望持续增加。

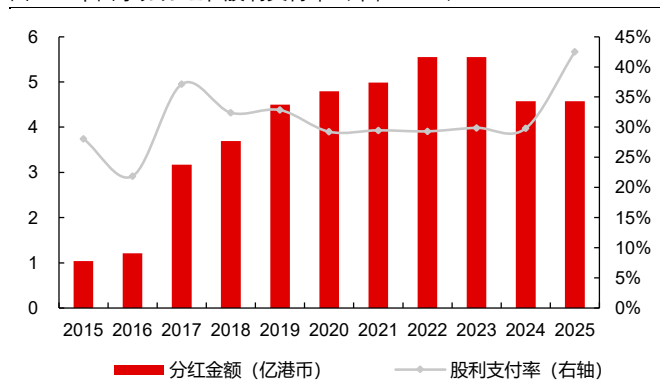
FY2025 派息总额与 FY2024 持平，分红提升潜力大。FY2020-2024 公司维持相对稳定的派息比例政策（29%-30%），FY2025 公司业绩受建造业务下滑、一次性应收账款计提影响下跌，公司派息总额维持 4.57 亿港元，与 FY2024 一致，分红比例提升至 42.53%。未来伴随自由现金流持续改善，分红有较大提升潜力。

图 6：公司资本开支和现金流情况（单位：亿港币）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：中国水务分红和股利支付率（单位：%）



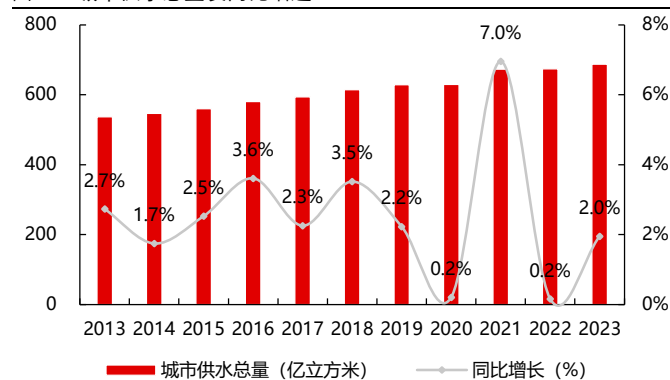
资料来源：Wind，长江证券研究所

水务板块：供需稳增叠加调价窗口，价值重估可期

行业：增速放缓，区域垄断和全国性龙头并存

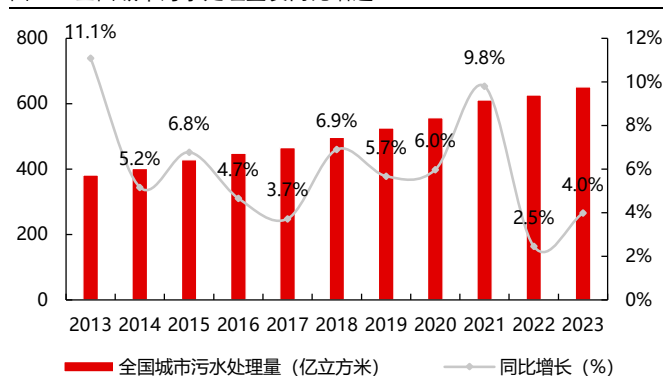
城市供水总量/污水处理量平稳增长。2014-2023 年我国城市供水总量平稳增长，10 年 CAGR 为 2.50%，2023 年达 687.6 亿立方米；我国污水处理量也在同步上行，但 2022-2023 年同比增速 2.5%/4.0%，增速较 2018-2021 年放缓，行业逐步进入稳定运行期。

图 8：城市供水总量及同比增速



资料来源：住建部，长江证券研究所

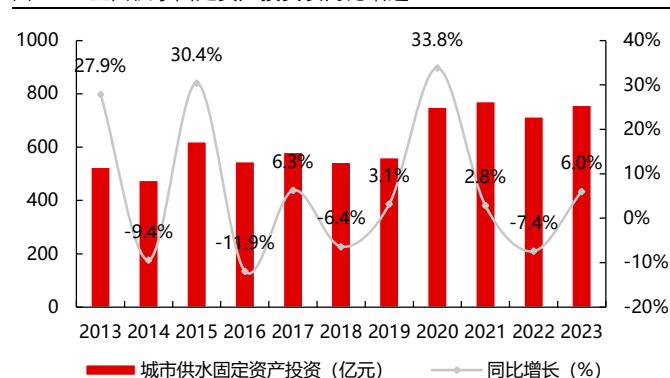
图 9：全国城市污水处理量及同比增速



资料来源：住建部，长江证券研究所

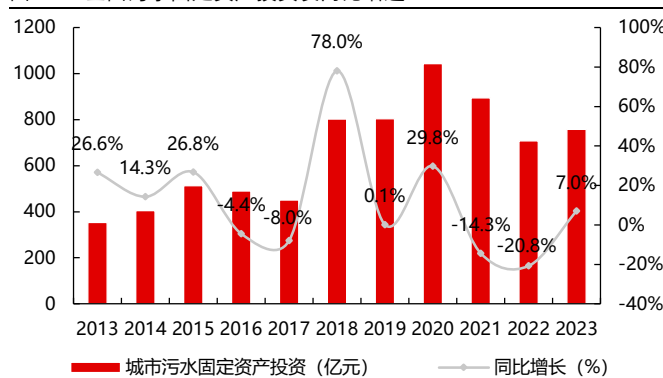
供水行业资本开支平稳，污水行业资本开支呈下行趋势。供水业务发展时间长，相对成熟，过去 10 年供水行业资本开支基本稳定。污水行业在十三五期间因提标改造、提升规模，迎来快速发展，2018 年/2019 年/2020 年全国污水固定资产投资同比增速分别为 78.0%/0.1%/29.8%。截至 2020 年初，我国污水处理中出水标准达到一级 A 的比例约 83%。十三五期间污水处理能力/供水生产能力、排水管道长度/供水管道长度分别提升 9.5pct、3.7pct。此后污水行业资本开支放缓，2021 年、2022 年全国污水固定资产投资同比-14.3%、-20.8%。**2023 年因国家设备更新政策的带动，供水和污水领域的市政公用设施投资有了一定程度的回暖。**从需求端考虑，推算供水、污水处理规模 2025-2027 年 CAGR 达 0.37%、1.2%。

图 10：全国供水固定资产投资及同比增速



资料来源：住建部，长江证券研究所

图 11：全国污水固定资产投资及同比增速



资料来源：住建部，长江证券研究所

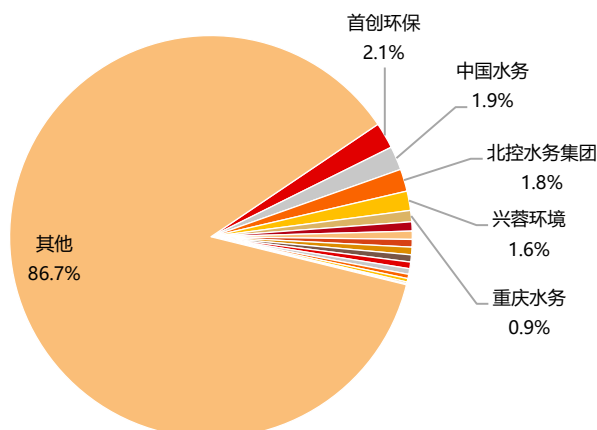
表 1：城市新增污水处理能力及污水管网长度的测算

指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
供水生产能力(亿 m ³ /日)	3.03	3.05	3.12	3.09	3.21	3.17	3.15	3.36	3.38	3.40	3.41	3.42
增速	2.2%	0.5%	2.4%	-1.0%	3.8%	-1.0%	-0.7%	6.7%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%
供水管道长度(万公里)	75.7	79.7	86.7	92.0	100.7	106.0	110.3	115.3	119.9	124.4	128.7	132.8
增速	6.5%	5.4%	8.7%	6.1%	9.4%	5.3%	4.1%	4.5%	4.0%	3.7%	3.5%	3.2%
供水总量(亿吨)	581	594	615	628	630	673	674	688	691	695	698	702
增速	3.6%	2.3%	3.5%	2.2%	0.2%	7.0%	0.2%	2.0%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
生活用供水总量(亿吨)	303	315	329	340	348	375	379	389	393	396	399	402
增速	5.5%	4.0%	4.2%	3.4%	2.5%	7.7%	0.8%	2.9%	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%
生产用供水总量(亿吨)	161	161	162	162	156	170	168	170	170	170	170	170
增速	-1.1%	0.0%	0.8%	-0.2%	-3.2%	9.0%	-1.5%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
用水人口(亿人)	4.70	4.83	5.03	5.18	5.32	5.56	5.61	5.65	5.68	5.71	5.72	5.74
增速	4.1%	2.9%	4.2%	2.9%	2.8%	4.4%	1.0%	0.6%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%
人均日生活用水量(升)	177	179	180	180	179	185	185	189	190	190	191	192
增速	1.4%	1.1%	0.5%	0.2%	-0.3%	3.1%	-0.1%	2.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
供水产能利用率	52.5%	53.4%	54.0%	55.7%	53.8%	58.1%	58.6%	56.0%	56.0%	56.1%	56.2%	56.3%
增速	0.7%	0.9%	0.6%	1.8%	-1.9%	4.3%	0.5%	-2.6%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
排水管道长度(万公里)	57.7	63.0	68.3	74.4	80.3	87.2	91.4	95.2	99.5	103.8	108.1	112.2
增速	6.9%	9.2%	8.5%	8.9%	7.9%	8.7%	4.7%	4.3%	4.5%	4.3%	4.1%	3.8%
污水日处理能力(亿 m ³)	1.68	1.70	1.81	1.92	2.04	2.17	2.26	2.27	2.31	2.36	2.38	2.39
增速	4.4%	1.5%	6.5%	5.7%	6.4%	6.6%	4.0%	0.2%	2.0%	2.0%	1.0%	0.5%
污水处理能力/供水生产能力	55.3%	55.9%	58.1%	62.0%	63.6%	68.5%	71.7%	67.4%	68.4%	69.4%	69.9%	70.0%
排水管道长度/供水管道长度	76.3%	79.0%	78.8%	80.9%	79.7%	82.3%	82.8%	82.6%	83.0%	83.5%	84.0%	84.5%
生活和生产供水量/供水总量	79.9%	80.2%	79.8%	79.8%	80.2%	81.1%	81.0%	81.4%	81.5%	81.5%	81.5%	81.5%
十三五						十四五						
污水日处理能力增量(万 m ³)	4340 (规划 2856)					3163						
排水管网长度增量(万公里)	26.3 (规划 6.62)					23.6						

资料来源：住房和城乡建设部，长江证券研究所（注：红色为设定值）

竞争格局呈现区域垄断和全国性龙头并存的趋势。供水业务竞争格局：2023 年全国性公司首创环保/中国水务/北控水务集团的市占率为 2.1%/1.9%/1.8%，地方性上市平台如兴蓉环境/重庆水务供水市占率分别为 1.6%/0.9%，供水业务市场格局较为分散，主因供水具备公用事业属性，且发展较早，过去多为地方政府授权下属市政部门或供水公司经营，形成了较强的地方垄断性，全国性企业难以实现高度集中的市场份额。

图 12：2023 年水务公司供水市占率

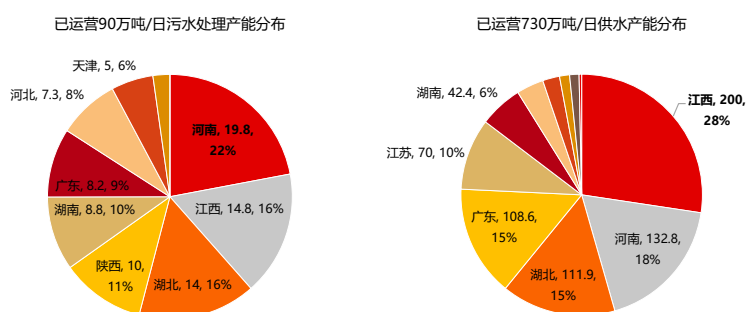


资料来源：住建部，公司公告，长江证券研究所

公司：供水多为 TOO 资产，且有望受益于本轮调价周期

公司产能建设步入尾声，在建产能弹性为 10.9%，产能分布呈现全国化特点。1) 产能：截至 FY2025，公司供水、污水、原水已运营规模分别为 730、90、189 万吨/日，在建规模分别为 98、12、0 万吨/日，在建产能弹性分别为 13.4%、13.3%、0.0%。虽然拟建产能弹性较高，但近年公司更侧重存量项目效益提升，而非盲目扩张产能，因此预计拟建产能会结合所在地需求有序落地。2) 地域：公司供水/污水处理产能分布在全国多个省份，其中江西、河南、湖北三省的产能占比超过 50%。

图 13：截至 FY2025 公司已运营产能分布（单位：万吨/日，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 2：截至 FY2025 中国水务的供水、污水、原水产能情况（单位：万吨/日）

	已运营	在建	拟建	合计	在建产能弹性	拟建产能弹性
供水	730	98	401	1230	13.4%	55.0%
污水	90	12	27	129	13.3%	30.4%
原水	189	0	0	189	0.0%	0.0%

合计	1009	110	429	1548	10.9%	42.5%
----	------	-----	-----	------	-------	-------

资料来源：公司官网，长江证券研究所（注：产能统计以并表口径）

公司供水业务的看点包括：**运营稳健、TOO 永续运营、有望受益本轮调价周期。**

- **运营稳健：**水务运营刚需性强，随着在建产能投运，预计供水运营和污水处理业务仍保持稳健增长。
- **TOO 永续运营：1) 模式：**公司主要以 TOO（移交-拥有-运营）特许经营模式经营供水项目，BOO/TOO 和 BOT/TOT 相比最主要区别在于项目到期后的处理方式，后者在特许权期满后，无偿将项目交给政府接管，BOO/TOO 拥有项目所有权，**到期后并不将此项目移交给公共部门。****2) 在前期外发报告《BOO 比 BOT 应该有多少溢价？》**中，我们测算以往对企业的相对估值法（PE 等）并没有体现出不同企业项目类型占比不同的估值差异，**BOO 的项目占比越高的企业内在价值更高，此外即使 BOT 项目到期后，也仍有大概率以委托运营的方式持续经营，这一部分企业价值不可忽略，测算可得剩余 20 年特许经营期的 BOT+OM 项目企业价值相比单纯 BOT 项目的企业价值溢价 6.8%，BOO 溢价更高。**
- **公司有望受益于本轮调价周期。**我们统计自 2023 年 11 月以来的部分城市供水调价案例，居民用水第一阶梯基本水价平均增加 0.36 元/吨，平均涨幅为 21.3%。居民到户水价（或称综合水价）除了基本水价之外，通常还包括污水处理费、水资源税（部分城市）、垃圾处理费（部分城市）等，我们统计的 8 个案例中，芜湖和上海也同步上调了居民污水处理费，涨幅分别为 58.3%和 37.9%，远高于基本水价涨幅（说明污水处理服务费，向居民付费方式推进也在逐步兑现中，以减轻地方财政压力）；其他 6 个城市均未调整居民污水处理费。

图 14：2023 年 11 月以来供水调价梳理（不完全统计）

概况						新水价（元/吨）						基本水价		
省份	城市	政策发布日期	开始执行月份	上次调价执行日期	间隔月份	类型	基本水价	水资源费	污水处理费	垃圾处理费	到户水价	增加值	增幅	
安徽	芜湖	2023/10/23	2023/11/1	2016/1/1	94	直供水	第一阶梯	1.47	0.08	0.95	0.25	2.75	0.15	11.4%
							第二阶梯	2.20	0.08	0.95	0.25	3.48	0.28	14.6%
							第三阶梯	4.41	0.08	0.95	0.25	5.69	0.57	14.8%
						非居民	1.53	0.08	0.95	0.25	2.81	0.15	10.9%	
陕西	咸阳	2023/11/20	2023/12/1	2017/4/1	80	直供水	第一阶梯	2.55	-	0.95	-	3.80	0.58	29.4%
							第二阶梯	5.10	-	0.95	-	6.35	2.14	72.3%
							第三阶梯	7.65	-	0.95	-	8.90	1.74	29.4%
						非居民用水	第一阶梯	3.68	-	-	-	5.80	0.28	8.2%
							第二阶梯	5.52	0.72	1.40	-	7.64	2.12	62.4%
							第三阶梯	7.36	-	-	-	9.48	3.96	116.5%
浙江	余姚	2023/11/23	2024/1/1	2017/1/1	84	直供水	第一阶梯	2.10	-	0.95	-	3.05	0.30	16.7%
							第二阶梯	3.00	-	0.95	-	3.95	0.30	11.1%
							第三阶梯	4.10	-	0.95	-	5.05	0.30	7.9%
							第四阶梯	5.55	-	0.95	-	6.50	0.55	11.0%
江苏	宜兴	2023/11/13	2024/1/1	2019/4/1	57	居民（第一阶梯）	1.60	0.20	1.50	-	3.30	0.20	14.3%	
上海	浦东新区部分区域	2023/11/15	2024/1/1	2013/8/1	125	居民生活用水	第一阶梯	2.25	-	2.00	-	4.05	0.33	17.2%
							第二阶梯	4.00	-	2.00	-	5.80	0.70	21.2%
							第三阶梯	6.99	-	2.00	-	8.79	2.69	62.6%
广东	广州	2025/4/29	2025/6/1	2012/5/21	156	居民生活用水	第一阶梯	2.55	-	0.95	-	3.50	0.57	28.8%
							第二阶梯	3.82	-	1.43	-	5.25	0.85	28.6%
							第三阶梯	7.65	-	2.85	-	10.50	3.69	93.2%
						非居民生活用水	4.4	-	1.40	-	5.80	0.94	27.2%	
湖南	长沙	2024/6/28	2024/8/1	2011/11/21	152	居民生活用水	第一阶梯	1.90	0.12	0.95	0.30	1.90	0.39	25.8%
							第二阶梯	2.85	0.12	0.95	0.30	2.85	0.58	25.6%
							第三阶梯	5.70	0.12	0.95	0.30	5.70	2.68	88.7%
						非居民生活用水	2.97	0.12	1.40	0.30	2.97	0.60	25.3%	
江苏	南京	2024/10/24	2025/1/1	2012/6/1	151	居民生活用水	第一阶梯	1.8	0.20	1.42	-	3.42	0.38	26.8%
							第二阶梯	2.7	0.20	1.42	-	4.32	0.57	26.8%
							第三阶梯	5.4	0.20	1.42	-	7.02	2.56	90.1%
						非居民生活用水	2.34	0.20	1.95	-	4.49	0.67	40.1%	

资料来源：各省市发改委，长江证券研究所

直饮水板块：预计接驳和建造下滑后续拖累有限

中国水务 2019 年收购长沙水杯子 51% 股权进军管道直饮水行业；2021 年收购南京水杯子 51% 股权和 5 家徐州直饮水公司各 51% 股权，正式升级管道直饮水为第二核心主业；此后公司与多地政府签订管道直饮水项目的战略合作协议。

图 15：中国水务直饮水布局时间线

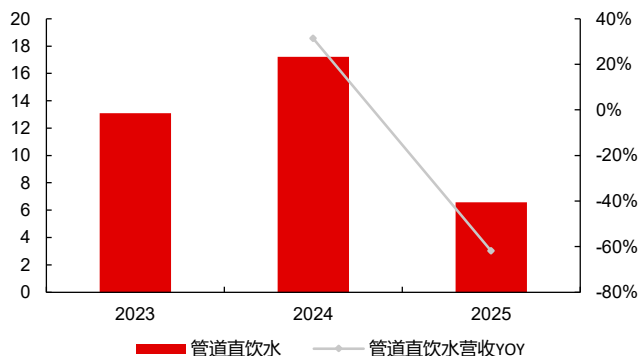


资料来源：中国水务公司公告，长江证券研究所

FY2025 公司实现管道直饮水营收 6.57 亿港元，同比下降 62%，溢利为 2.43 亿港元，同比下降 59%。FY2025 公司直饮水业务营收和溢利下滑，推测主因建设服务、接驳业

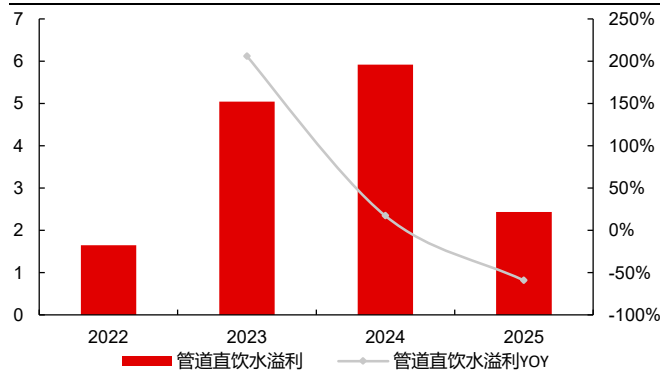
务同比下滑。直饮水接驳和建造业务占比降低，预计后续拖累有限，公司盈利的稳定性有望增强。

图 16：中国水务管道直饮水收入（亿港币）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 17：中国水务管道直饮水利润（亿港币）



资料来源：中国水务公司公告，长江证券研究所

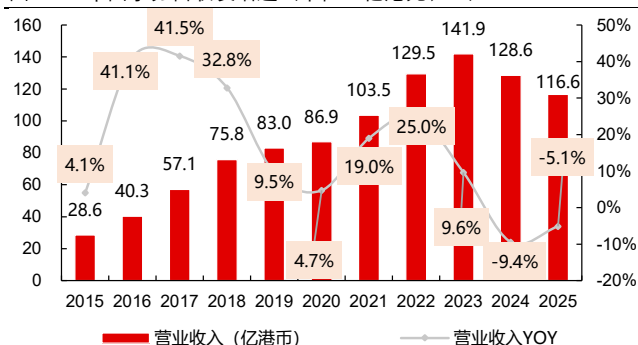
财务分析：近 3 年利润端受接驳收缩、减值等影响存在波动

盈利及成长能力：运营业绩稳健，接驳业绩下滑压力已逐步释放

受接驳和工程业务下滑影响，FY2024-2025 公司营收、利润呈下行趋势，核心运营保持增长。

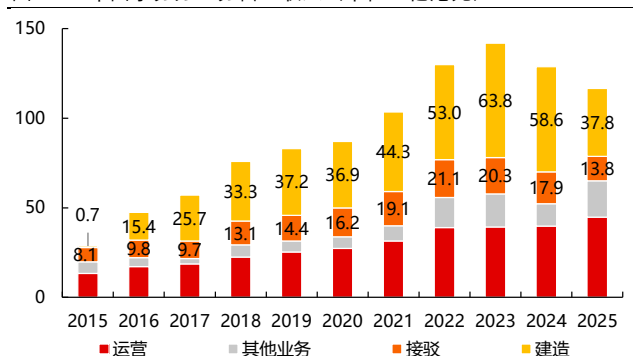
- **营业收入：** FY 2024-2025 公司营业收入出现下滑，主因项目建设高峰期已过，接驳和建设收入下降；公司运营业务收入保持稳健增长，盈利结构优化。

图 18：中国水务营收及增速（单位：亿港元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 19：中国水务分业务营业收入（单位：亿港元）

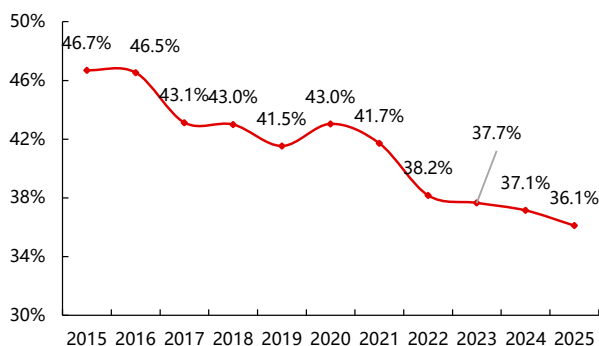


资料来源：公司公告，长江证券研究所

- **毛利率：** 公司毛利率整体呈下行趋势，主因：1) 水价调整涉及民生保障，2019 年以来全国自来水调价进度总体放缓，公司自来水业务盈利水平受到影响；2) 高毛利率的接驳业务占比下降。

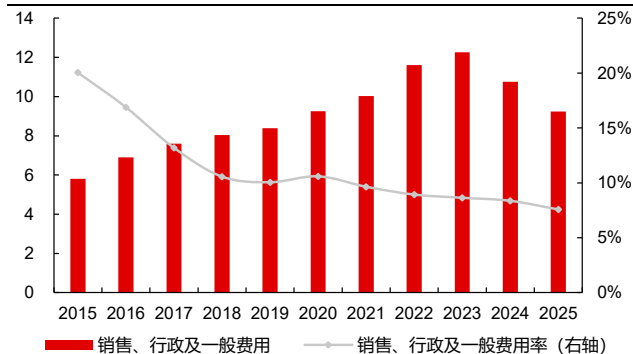
- **销售、行政及一般费用：**FY2023 上行至历史高点 12.3 亿港元，主因业务扩张开支增加；FY2024-2025 销售、行政及一般费用和费用率下行，费用控制取得成效。
- **其他营业费用：**FY2025 为 4.98 亿港元，同比增 4.65 亿港元；一次性计提其它应收账款导致预期信贷亏损 4.98 亿港元，是拖累公司业绩的主要原因。

图 20：中国水务毛利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

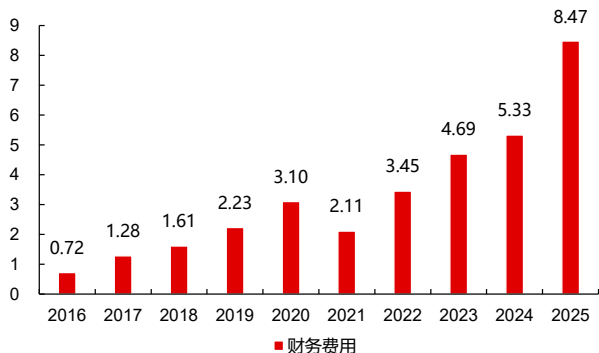
图 21：中国水务销售、行政及一般费用情况（单位：亿港元，%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

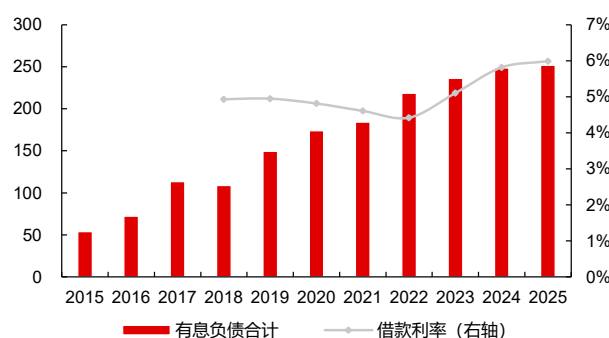
- **财务费用分析：**FY2022 以来公司财务费用和借款利率（测算值，下同）不断上行，FY2025 财务费用和借款利率分别为 8.47 亿港元、6.0%，主要原因包括：**1）高利率的美元债占比较高：**公司美元债务占比较高，FY2025 美元债仍占比 31%，过去两三年，美元利率维持较高水平，公司美元债务成本显著上升，导致整体财务费用增加。**2）有息负债规模增长：**FY2025 财年公司有息负债为 251.9 亿港元，负债基数扩大带来利息支出增加。

图 22：中国水务财务费用情况（单位：亿港元）



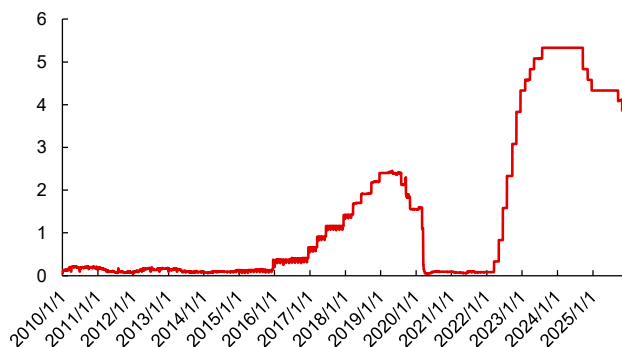
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：公司有息负债和借款利率（测算值）（单位：亿港元，%）



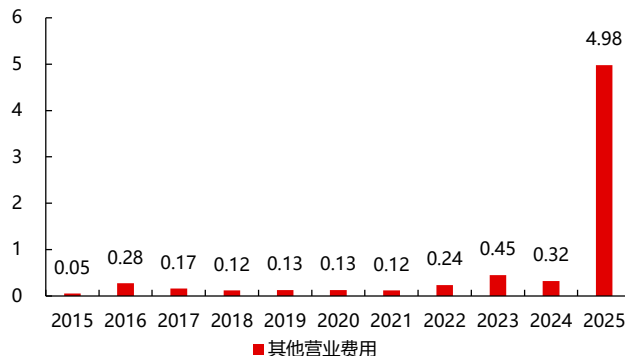
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 24：美国有效联邦基金利率(EFFR)走势（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：中国水务其他营业费用情况（单位： 亿港币）



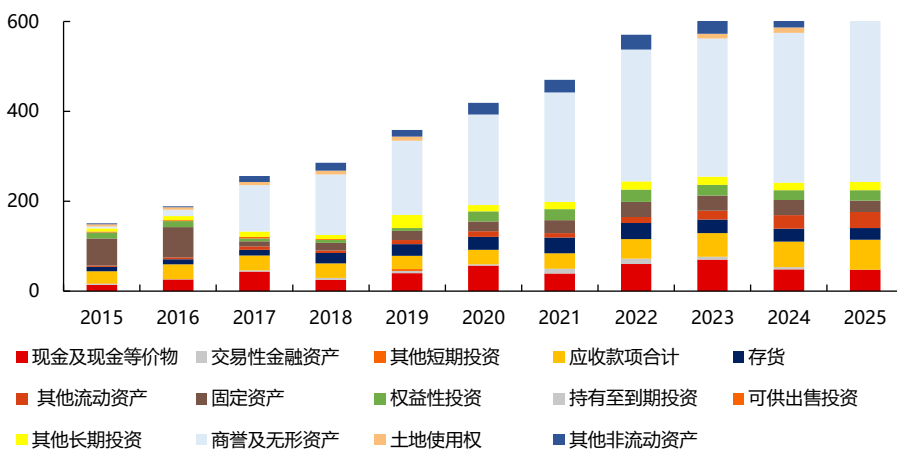
资料来源：Wind，长江证券研究所

资产负债：资产负债率稳定，应收账款周转表现较优

截至 FY2025 公司资产负债率为 66.8%，基本稳定。

- **资产端：**截至 2025/3/31 公司资产规模达到 659 亿港币，商誉及无形资产占比达到 55.9%，主要为特许经营权，其中供水/污水/其他特许经营权分别为 336/43/13.5 亿港币。

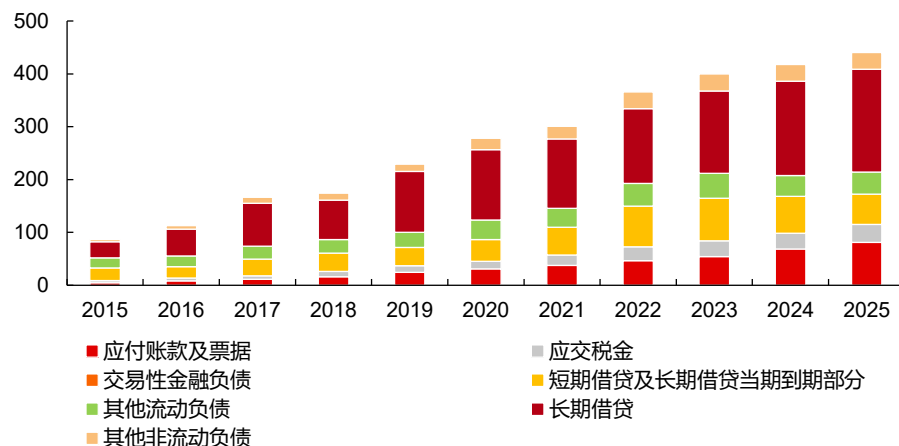
图 26：公司资产情况（单位：亿港元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

- **负债端：**截至 2025/3/31 公司负债规模达到 440 亿港币，其中长期借贷 194 亿港币、短期借贷及长期借贷当期到期部分 57 亿港币。FY2025 公司资产负债率为 66.8%，同比提升 0.7pct。

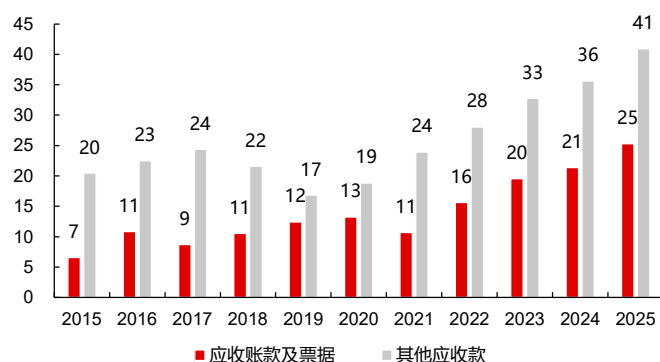
图 27：公司负债情况（单位：亿港元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

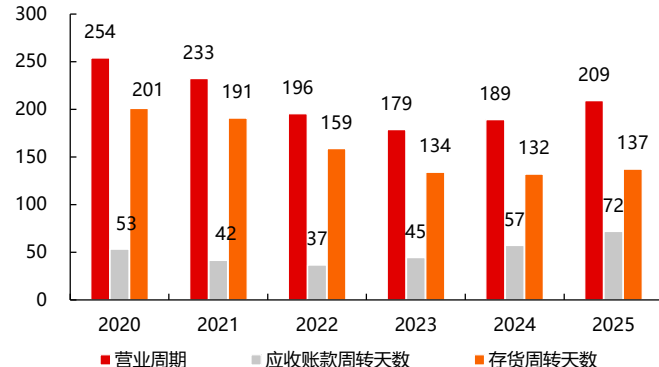
- **应收款项：**公司主营供水和管道直饮水，均为 C 端付费业务，现金流良好，FY2025 应收账款周转天数为 72 天，处于较优水平。

图 28：公司应收账款及票据、其他应收款情况（单位：亿港元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 29：公司周转能力（单位：天）



资料来源：Wind，长江证券研究所

盈利预测：预计 FY2026-2028 公司实现归母净利润 12.5/12.8/13.1 亿港元

分业务板块来看：

- **城市供水：**预计 FY2026-2028 公司供水运营增速分别为 7%/8%/5%；后续新增项目减少，接驳和建造将稳定下滑，预计供水接驳增速分别为-20%/-15%/-15%，供水建造增速分别为-20%/-20%/-20%。
- **管道直饮水：**预计 FY2026-2028 公司管道直饮水运营增速分别为 7%/10%/10%；后续新增项目减少，接驳和建造将稳定下滑，预计接驳增速分别为-20%/-15%/-15%，建造增速分别为-20%/-20%/-20%。
- **环保：**预计 FY2026-2028 公司环保运营增速分别为 7%/5%/5%；建造增速分别为-20%/-20%/-20%。

预计 FY2026-2028 公司实现归母净利润 12.5/12.8/13.1 亿港币，同比增速分别为 16.5%/2.2%/2.4%，公司自由现金流拐点已现，看好未来分红提升潜力，假设 FY 2026-2028 分红维持 FY2025 的 42.53%的分红比例，对应 2025/11/17 公司股价股息率分别为 5.3%/5.4%/5.5%，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、盈利性不达预期风险：水务项目特许经营周期较长，单价能否长期维持与成本变化同样涨幅存在一定的不确定性。
- 2、项目进度低于预期风险：水务项目建设、投运需要 1-2 年时间，项目进度受多方影响，项目进度较慢将会影响收入的确认进度。
- 3、市场风险：随着国家产业结构调整的不断深入，水务环保行业集中度正在逐步提高，部分企业规模迅速扩张并向全产业链延伸，综合实力不断增强。同时，水务环保行业对产业政策依赖性较强，产业政策、财税政策、货币政策等宏观经济政策的改革和调整，对整个市场供求和企业经营活动均将产生较大影响。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于公司水务业务经营稳健假设，基于上述假设，我们预计 FY2026-2028 公司实现归母净利润 12.5/12.8/13.1 亿港元，同比增速分别为 16.5%/2.2%/2.4%，若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于产能利用率提升不及预期等，悲观假设下，FY2026-2028 公司归母净利润 11.8/11.8/12.0 亿港元，同比增速分别为 9.6%/0.5%/1.7%。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。