

# 洪城环境（600461）

## 2025 年报点评：业绩稳健，资本开支下降，高分红持续

买入（维持）

2026 年 04 月 16 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈致文

执业证书：S0600523070006

chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	8,227	7,486	7,532	7,635	7,715
同比（%）	2.22	(9.00)	0.61	1.37	1.04
归母净利润（百万元）	1,190	1,193	1,237	1,276	1,305
同比（%）	9.89	0.27	3.64	3.18	2.26
EPS-最新摊薄（元/股）	0.93	0.93	0.96	0.99	1.02
P/E（现价&最新摊薄）	10.60	10.57	10.20	9.88	9.66

### 投资要点

- **事件**：2025 年公司实现营业收入 74.86 亿元，同减 9.00%，归母净利润 11.93 亿元，同增 0.27%，扣非归母净利润 11.75 亿元，同增 1.53%。
- **2025 年水务运营稳健增长，工程收入下滑，燃气板块承压**。2025 年公司销售毛利率 34.15%（同比+2.40pct，下同），销售净利率 17.18%（+0.92pct）。分业务来看，**1）供水**：25 年营收 9.74 亿元（-1.74%），售水量 4.10 亿吨（-1.40%），供水均价 2.38 元/吨（-0.35%），毛利率 59.02%（+7.58pct），主要系管网折旧年限延长及费改税所致。**2）污水**：25 年营收 26.15 亿元（+4.63%），污水处理量 13.89 亿方（+10.85%），处置均价 1.88 元/吨（-5.61%），毛利率 44.12%（+1.81pct）。**3）工程**：25 年给排水工程营收 4.57 亿元（+0.03%），毛利率 37.88%（+7.94pct）；污水环境工程营收 5.11 亿元（-50.85%），毛利率 6.02%（-5.01pct），主要乐平、崇仁及南昌县厂网一体化项目已进入竣工验收阶段。**4）燃气**：25 年燃气销售营收 17.97 亿元（-9.61%），毛利率 7.77%（-1.95pct）；燃气接驳营收 1.89 亿元（-36.48%），毛利率 52.01%（-5.27pct）；公司持股 51% 的子公司南昌燃气 25 年实现净利润 0.40 亿元（24 年为 1.56 亿元）**5）固废**：25 年营收 7.57 亿元（-2.76%），毛利率 39.41%（-1.64pct），子公司鼎元生态 25 年净利润 1.68 亿元（24 年为 1.74 亿元）。
- **供水及燃气管网折旧年限延长，25 年腾挪 0.51 亿元业绩空间**。公司自 2025 年 7 月 1 日起，供水管网折旧年限从 15 年延长至 35 年。自 2025 年 1 月 1 日起将天然气管网折旧年限由 30 年调整为 40 年、附属设备（阀门）由 10 年调整为 40 年。25 年供水管网折旧年限延长贡献净利润 0.42 亿元，燃气管网折旧年限延长贡献净利润 0.17 亿元（归母层面约 0.087 亿元），合计贡献业绩增量 0.51 亿元，剔除该因素后归母净利润 11.43 亿元（-3.97%）。
- **管理和财务费用节约，资产负债率下降**。2025 年公司期间费用 8.87 亿元（-4.56%），期间费用率 11.84%（+0.55pct）。其中，管理费用同比下降 9.09% 至 3.21 亿元，管理费用率 4.29%（-0.01pct），财务费用同比下降 6.60% 至 1.94 亿元，财务费用率 2.59%（+0.07pct）。2025 年末资产负债率为 55.43%，同比下降 1.90pct。
- **资本开支下降，自由现金流增厚，高分红持续**。25 年公司经营性现金流净额 19.10 亿元（-3.24%）、购建固定无形长期资产支付现金 10.44 亿元（-44.74%），自由现金流大增至 8.66 亿元（+7.81 亿元）。25 年分红比例维持 50%，股息率 4.8%。（估值日期：2026/4/16）
- **盈利预测与投资评级**：低估值+高分红+业绩稳健，在手厂网一体化项目进入投资尾声，期待模式理顺带来业绩&现金流增量。公司承诺 21-26 年分红比例 50%+，自由现金流改善高分红可持续！考虑工程下滑和燃气业务承压，我们将 2026-2027 年归母净利润预测从 13.07/13.63 亿元下调至 12.37/12.76 亿元，预计 2028 年归母净利润为 13.05 亿元，同比 +3.6%/3.2%/2.3%，对应 PE 为 10.2/9.9/9.7 倍，维持“买入”评级。（估值日期：2026/4/16）
- **风险提示**：资本开支超预期上行，应收风险，市场化改革不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.82
一年最低/最高价	8.76/10.27
市净率(倍)	1.27
流通 A 股市值(百万元)	12,610.41
总市值(百万元)	12,610.41

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.72
资产负债率(% ,LF)	55.43
总股本(百万股)	1,284.16
流通 A 股(百万股)	1,284.16

### 相关研究

《洪城环境(600461)：2025 年三季度报点评：折旧年限延长释放盈利，自由现金流回正》

2025-10-29

《洪城环境(600461)：2025 年中报点评：降本控费业绩稳健，资本开支持续下降》

2025-08-28

洪城环境三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>6,574</b>	<b>8,288</b>	<b>10,274</b>	<b>12,546</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,486</b>	<b>7,532</b>	<b>7,635</b>	<b>7,715</b>
货币资金及交易性金融资产	2,553	4,183	6,096	8,324	营业成本(含金融类)	4,930	4,918	4,950	4,972
经营性应收款项	3,226	3,271	3,372	3,379	税金及附加	91	92	93	94
存货	225	245	228	247	销售费用	240	241	245	247
合同资产	265	267	271	273	管理费用	321	319	324	327
其他流动资产	305	322	307	323	研发费用	132	132	134	136
<b>非流动资产</b>	<b>18,557</b>	<b>18,116</b>	<b>17,520</b>	<b>16,772</b>	财务费用	194	185	183	181
长期股权投资	75	75	75	75	加:其他收益	36	37	37	37
固定资产及使用权资产	5,181	5,048	4,736	4,299	投资净收益	2	2	2	2
在建工程	619	311	127	16	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	9,629	9,629	9,529	9,329	减值损失	(56)	(65)	(68)	(70)
商誉	69	69	69	69	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	61	61	61	61	<b>营业利润</b>	<b>1,560</b>	<b>1,617</b>	<b>1,677</b>	<b>1,726</b>
其他非流动资产	2,923	2,923	2,923	2,923	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>资产总计</b>	<b>25,131</b>	<b>26,405</b>	<b>27,794</b>	<b>29,319</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,558</b>	<b>1,615</b>	<b>1,675</b>	<b>1,724</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,433</b>	<b>9,273</b>	<b>9,187</b>	<b>9,101</b>	减:所得税	272	282	300	314
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,663	3,578	3,493	3,408	<b>净利润</b>	<b>1,286</b>	<b>1,333</b>	<b>1,375</b>	<b>1,411</b>
经营性应付款项	3,083	3,013	2,996	2,984	减:少数股东损益	93	96	99	106
合同负债	697	695	700	703	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,193</b>	<b>1,237</b>	<b>1,276</b>	<b>1,305</b>
其他流动负债	1,990	1,987	1,998	2,006	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.93	0.96	0.99	1.02
<b>非流动负债</b>	<b>4,498</b>	<b>4,598</b>	<b>4,698</b>	<b>4,898</b>	EBIT	1,748	1,930	1,994	2,046
长期借款	3,974	4,074	4,174	4,374	EBITDA	2,750	2,974	3,044	3,097
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.15	34.70	35.17	35.55
租赁负债	77	77	77	77	归母净利率(%)	15.94	16.42	16.71	16.91
其他非流动负债	447	447	447	447	收入增长率(%)	(9.00)	0.61	1.37	1.04
<b>负债合计</b>	<b>13,930</b>	<b>13,871</b>	<b>13,885</b>	<b>13,999</b>	归母净利润增长率(%)	0.27	3.64	3.18	2.26
归属母公司股东权益	9,992	11,228	12,504	13,809					
少数股东权益	1,209	1,305	1,405	1,510					
<b>所有者权益合计</b>	<b>11,201</b>	<b>12,534</b>	<b>13,909</b>	<b>15,320</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,131</b>	<b>26,405</b>	<b>27,794</b>	<b>29,319</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,910	2,423	2,557	2,624	每股净资产(元)	7.72	8.68	9.67	10.69
投资活动现金流	(976)	(603)	(453)	(303)	最新发行在外股份(百万股)	1,284	1,284	1,284	1,284
筹资活动现金流	(1,247)	(190)	(191)	(94)	ROIC(%)	7.69	8.13	7.81	7.47
现金净增加额	(314)	1,630	1,913	2,228	ROE-摊薄(%)	11.94	11.01	10.20	9.45
折旧和摊销	1,003	1,044	1,050	1,051	资产负债率(%)	55.43	52.53	49.96	47.75
资本开支	(1,003)	(603)	(453)	(303)	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.57	10.20	9.88	9.66
营运资本变动	(674)	(223)	(142)	(115)	P/B(现价)	1.27	1.13	1.01	0.92

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>