

洪城环境 (600461.SH)

自由现金流大幅增加, 营收利润结构改善

公司评级	买入
当前价格	9.83 元
合理价值	12.54 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-20

核心观点: 文中自由现金流=经营性现金流净额+投资性现金流净额

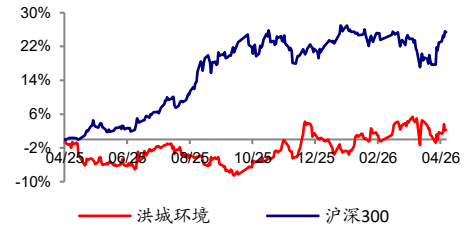
- **自由现金流大幅增加, 当前股息率 4.8%。**公司发布 25 年年报: 营收 74.86 亿元 (同比-9.0%)、归母净利润 11.93 亿元 (同比+0.3%)、扣非归母净利润 11.75 亿元 (同比+1.5%), 收入下降主要由于污水环境工程收入同比-51%、燃气工程安装收入同比-36%, 但营收结构改善使得 25 年毛利率达到 34.1% (同比+2.4pct), 同时管理费用、财务费用压降 9.1%、6.6%, 归母净利率达到 15.9% (同比+1.5pct)。25 年经营性现金流净额 19.1 亿元 (同比-3.2%)、投资性现金流净流出 9.76 亿元 (同比-48.3%), 资本开支收缩下自由现金流大幅提升至 9.34 亿元 (同比+8.5 亿元)。25 年公司分红比例维持 50%, 当前股息率 4.8%。
- **营收利润结构改善, 处理量基本稳步增长。**25 年公司污水处理量 13.89 亿方 (同比+10.9%), 收入 26.15 亿元 (同比+4.6%), 毛利率 44.1% (同比+1.8pct); 自来水售水量 4.1 亿方 (同比-1.4%), 收入 9.74 亿元 (同比-1.7%), 毛利率 59% (同比+7.6pct); 垃圾焚烧量 95.64 万吨 (同比+5.3%)。各项运营业务量稳定提升, 同时降本增效提升利润率, 25 年运营类业务收入、毛利占比已达到 84.1%、87.8%。
- **厂网一体化有望提升项目回款效率, 期待收购落地。**25 年公司中标 8.53 亿元新建区污水厂网一体化工程, 乐平、崇仁及南昌县项目已进入竣工验收阶段, 厂网一体化累计投资已达到 50 亿元, 期待降低协调成本、提升项目回款效率。公司积极开拓直饮水和光伏, 2025 年公司新增 50 个直饮项目, 力争 2026 年新建项目 60 个; 总光伏装机 34MW, 力争 2026 年新增并网与获批装机 50MW。此外公司积极推动全省污水处理厂特许经营期延期有偿收购、生活污水处理项目份额收购落地。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2026-28 年 EPS 为 0.96/1.02/1.07 元/股, 最新收盘价对应 PE 为 10.2/9.7/9.2 倍。参考可比公司给予 26 年 13 倍 PE 估值, 对应合理价值 12.54 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**工程进度低预期、燃气成本提高、调价进度不及预期等。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	8,227	7,486	7,612	7,752	7,947
增长率 (%)	2.2%	-9.0%	1.7%	1.8%	2.5%
EBITDA	2,968	2,811	2,897	3,016	3,122
归母净利润	1,190	1,193	1,239	1,305	1,373
增长率 (%)	9.9%	0.3%	3.9%	5.3%	5.3%
EPS (元/股)	0.94	0.93	0.96	1.02	1.07
市盈率 (P/E)	10.6	10.0	10.2	9.7	9.2
ROE (%)	12.7%	11.9%	11.7%	11.6%	11.5%
EV/EBITDA	5.8	5.4	5.4	5.0	4.6

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师: 郭鹏
 SAC 执证号: S0260514030003
 SFC CE No. BNX688
 021-38003655
 guopeng@gf.com.cn

分析师: 陈龙
 SAC 执证号: S0260523030004
 021-38003623
 shchenlong@gf.com.cn

分析师: 陈舒心
 SAC 执证号: S0260524030004
 021-38003790
 shchenshuxin@gf.com.cn

请注意, 陈龙、陈舒心并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

洪城环境 (600461.SH) :Q3 2025-10-28
 扣非业绩同比增长 7%, 股息率 TTM 5.08%

洪城环境 (600461.SH) :业绩稳健, 当前股息率 5% 以上
 高股息属性不改

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	6,464	6,574	6,971	7,594	8,145
货币资金	2,854	2,553	2,600	2,900	3,100
应收及预付	3,084	3,491	3,815	4,107	4,437
存货	246	225	248	278	296
其他	280	305	307	310	312
非流动资产总额	18,273	18,557	18,790	18,888	18,865
长期股权投资	103	75	75	75	75
固定资产	4,678	5,103	5,447	5,713	5,880
在建工程	890	619	709	755	777
使用权资产	76	78	79	80	81
无形资产	9,913	9,629	9,383	9,127	8,869
其他	2,613	3,054	3,096	3,139	3,182
资产总额	24,737	25,131	25,761	26,482	27,009
流动负债总额	8,468	9,433	9,545	9,704	9,699
短期借款	2,016	1,931	1,767	1,732	1,477
应付及预收	3,852	3,780	4,008	4,151	4,349
其他	2,600	3,721	3,771	3,822	3,873
非流动负债总额	5,713	4,498	4,295	4,099	3,834
长期借款	4,713	3,974	3,774	3,574	3,374
应付债券	624	0	0	0	0
其他	376	524	521	525	460
负债总额	14,182	13,930	13,840	13,803	13,533
股本	1,284	1,284	1,284	1,284	1,284
其他	8,110	8,708	9,327	9,980	10,666
归母权益合计	9,394	9,992	10,611	11,264	11,950
少数股东权益	1,162	1,209	1,309	1,415	1,526
负债和股东权益	24,737	25,131	25,761	26,482	27,009

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	8,227	7,486	7,612	7,752	7,947
营业成本	5,615	4,930	4,969	4,996	5,074
营业税金及附加	60	91	95	101	107
销售费用	239	240	247	256	266
管理费用	353	321	327	337	346
研发费用	129	132	134	140	147
财务费用	208	194	178	165	149
资产信用减值损失	-69	-56	-70	-75	-80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-3	2	2	2	2
营业利润	1,647	1,560	1,634	1,724	1,819
营业外收支	-13	-2	0	0	0
利润总额	1,634	1,558	1,634	1,724	1,819
所得税费用	296	272	294	314	335
合并净利润	1,338	1,286	1,340	1,410	1,485
少数股东损益	148	93	100	106	111
归母净利润	1,190	1,193	1,239	1,305	1,373
EPS (元/股)	0.94	0.93	0.96	1.02	1.07

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	1,974	1,910	2,449	2,487	2,599
合并净利润	1,338	1,286	1,340	1,410	1,485
折旧摊销	1,047	1,003	1,017	1,053	1,075
营运资金变动	-686	-674	-159	-222	-199
其他	0	0	2	2	2
投资活动现金流净额	-1,889	-976	-1,212	-1,145	-1,046
资本性开支	-1,889	-1,003	-1,205	-1,105	-1,005
投资	0	30	0	0	0
其他	0	-3	-7	-40	-41
融资活动现金流净额	139	-1,247	-1,156	-1,042	-1,354
股本融资	1	0	0	0	0
债权融资	758	-354	-355	-217	-507
股利分配与偿付利息	-619	-875	-806	-829	-851
其他	-2	-18	4	4	4
现金净增加额	224	-314	80	300	200
期初现金余额	2,610	2,834	2,520	2,600	2,900
期末现金余额	2,834	2,520	2,600	2,900	3,100

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	2.2%	-9.0%	1.7%	1.8%	2.5%
营业利润增长率	10.1%	-5.3%	4.7%	5.5%	5.5%
归母净利增长率	9.9%	0.3%	3.9%	5.3%	5.3%
获利能力					
毛利率	31.7%	34.1%	34.7%	35.6%	36.2%
净利率	16.3%	17.2%	17.6%	18.2%	18.7%
ROE	12.7%	11.9%	11.7%	11.6%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	57.3%	55.4%	53.7%	52.1%	50.1%
有息负债率	29.7%	23.5%	21.5%	20.0%	18.0%
流动比率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
利息保障倍数	7.9	8.8	10.1	11.1	12.4
营运能力					
应收账款周转率	3.8	2.7	2.3	2.1	2.0
存货周转率	22.8	21.9	20.0	18.0	17.1
应付账款周转率	2.0	1.7	1.6	1.6	1.5
每股指标					
每股收益	0.94	0.93	0.96	1.02	1.07
每股净资产	7.38	7.78	8.26	8.77	9.31
每股经营现金流	1.55	1.49	1.91	1.94	2.02
估值比率					
PE	10.6	10.0	10.2	9.7	9.2
PB	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.8	5.4	5.4	5.0	4.6

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 陈 龙：联席首席分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：资深分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘 恒 君：高级研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。