

香港股市 | 环保 | 环卫

北控城市资源 (3718 HK)

危废业务拖累减退，环卫主业贡献扩大

危废减值亏损大幅减少

公司 FY25 业绩理想，股东净利润同比大幅上涨 760.6%至 2.2 亿元(人民币，下同)，主因(一)城市服务收入及毛利分别同比增长 3.5%及 8.9%至 55.0 亿元及 12.2 亿元；(二)财务支出同比下跌 31.2%至 7,700 万元；(三)资产减值亏损由 FY24 的 2.4 亿元同比减少 32.0%至 FY25 的 1.6 亿元(见图表 1)。

上述资产减值亏损主要与危废处理业务有关，例如(一)FY24 涉及危废处理业务的商誉减值亏损；(二)FY25 涉及浙江仙居危废项目因泄漏事故而终止运营的物业、厂房及设备减值亏损。我们认为近两年的减值已经有效反映行业供过于求的影响，以及个别停运项目的情况。

我们也不可排除公司出售危废处理项目以进一步降低相关业务的影响的可能性。

城市服务业务持续扩大

公司的城市服务(市场也泛称为“环卫”)业务主要涉及综合道路清洁、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。近年此业务持续扩大，而且毛利率稳定(约 19%-20%)，因此分部毛利由 FY22 的 7.6 亿元上升至 FY25 的 12.0 亿元，期内 CAGR 达 12.3%，高于公司总毛利同期 CAGR 的 8.9%(见图表 2)。毛利占比也由 FY22 的 87.2%增长至 FY25 的 98.6%。

截至 2025 年 12 月 31 日，公司持有 251 个城市服务项目(内地 202 个；香港 49 个)，分布全国大部分地区，存量项目剩余年期合同金额为 249.7 亿元。相比过去，FY25 起公司主力争取利润率较高的项目，相关合同年期一般较短，新增合同总值也因此较少。在重质为主的情况下，FY25 新增合同(不含并购)金额同比下跌 76.2%至 15.3 亿元(见图表 3 至 5)。

强劲现金流流入

得益于(一)强化应收款回款跟踪及历史逾期应收款欠款管理；(二)积极参与政策性化债工作，公司经营性现金流入由 FY24 的 4.1 亿元大幅上升至 FY25 的 9.0 亿元。同期自由现金流也由 1.0 亿元增加至 6.2 亿元。

估值不高，股息吸引

公司负债状况改善。净负债率(净负债/股东权益)由 FY24 的 54.9%回落至 FY25 的 37.6%，公司估值不高，FY25 市盈率为 6.4 倍，虽高于香港环卫同业碧瑶绿色(1397 HK)的 4.7 倍，但低于环保国企光大环境(257 HK)的 8.2 倍，及母公司北控水务(371 HK)的 16.2 倍。FY25 股息率达 8.4%，具备较高吸引力。

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

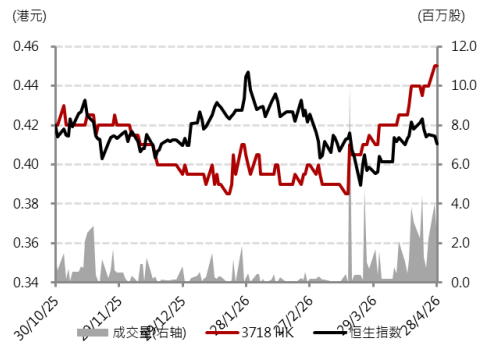
公司点评

未评级

股票数据 (更新至 2026 年 4 月 28 日)

现价	0.45 港元
总市值	1,600.50 百万 港元
流通股比例	21.69%
已发行总股本	3,556.66 百万
52 周价格区间	0.325-0.45 港元
3 个月日均成交额	0.39 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

20250905 - 北控城市资源 (3718 HK) 公司点评：业务组成优化，经常性盈利可增长

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

主要财务数据（人民币百万元）（更新至 2026 年 4 月 28 日）

年结:12 月 31 日	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 实际
收入	5,058	6,028	6,293
增长率 (%)	18.9	19.2	4.4
股东净利润	285	26	221
增长率 (%)	19.3	(91.0)	760.6
每股盈利 (人民币)	0.08	0.01	0.06
市盈率 (倍)	5.0	55.0	6.4
每股股息 (港币)	0.03	0.03	0.04
股息率 (%)	6.0	5.6	8.4
每股净资产 (人民币)	0.88	0.87	0.90
市净率 (倍)	0.45	0.46	0.44

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 1: FY25 业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2024 年 全年	2025 年 全年	增长 (同比%)	中泰国际评论
收入	6,028	6,293	4.4	<p>新增合同(不含并购)金额同比下跌 76.2%至 15.3 亿元, 主因公司注重新增项目收益</p> <p>2024 年 6 月底才完成收购香港业务, FY25 反映全年表现</p> <p>(一)浙江仙居危废处理项目因 2024 年泄漏事故而终止运营; (二)处理量及平均销售单价分别同比下跌 8.2%及 2.9%至 305,365 吨及 1,566 元/吨</p> <p>主要包含废弃电器及电子产品处理及销售拆解产品业务</p> <p>毛利率轻微上升</p> <p>FY25: 一次性的 5,480 万元仙居危废处理项目公司清盘收益</p> <p>开支占收入比例由 9.8%下跌至 8.7%, 办公室租金及开支减少</p> <p>贸易应收款项信贷减值拨备及其他运营开支增加</p> <p>FY24: 危废处理业务的商誉减值亏损; FY25: 主要涉及仙居危废处理项目的物业、厂房及设备减值亏损</p> <p>平均贷款利率由 4.05%下跌至 2.96%</p> <p>实质税率由 55.5%下跌至 36.9%</p> <p>全年股息由 2.5 港仙上升至 3.8 港仙</p>
- 城市服务	5,310	5,495	3.5	
- 中国内地	4,919	4,916	(0.1)	
- 中国香港	335	514	53.6	
- 建设服务	57	65	13.6	
- 危废处理	536	478	(10.8)	
- 其他	181	320	77.1	
销售成本	(4,879)	(5,076)	4.0	
毛利	1,149	1,217	6.0	
- 城市服务	1,102	1,200	8.9	
- 危废处理	27	22	(17.8)	
- 其他	20	(5)	不适用	
其他收入及收益(不含利息收入)	43	95	119.3	
行政开支	(594)	(548)	(7.7)	
销售及分销开支	(13)	(12)	(7.1)	
其他开支	(49)	(72)	48.7	
资产减值亏损	(238)	(162)	(32.0)	
经营利润	299	518	73.4	
利息收入	10	4	(58.1)	
财务费用	(112)	(77)	(31.2)	
应占合营公司溢利	(1)	1	不适用	
税前利润	195	446	128.5	
所得税	(109)	(164)	50.8	
税后利润	86	282	226.6	
少数股东权益	(61)	(61)	0.4	
股东净利润	26	221	760.6	
每股盈利(人民币)	0.01	0.06	763.9	
每股股息(港币)	0.03	0.04	52.0	
利润率(%)			变动(ppt)	
毛利润率	19.1	19.3	0.3	
- 城市服务	20.8	21.8	1.1	
- 中国内地	21.9	23.7	1.8	
- 中国香港	6.1	6.1	0.0	
- 建设服务	8.0	8.0	0.0	
- 危废处理	5.0	4.6	-0.4	
- 其他	10.8	(1.6)	-12.4	
经营利润率	5.0	8.2	3.3	
股东净利润率	0.4	3.5	3.1	
收入及毛利分布(%)			变动(ppt)	
收入				
城市服务	88.1	87.3	-0.8	
危废处理	8.9	7.6	-1.3	
其他	3.0	5.1	2.1	
毛利				
城市服务	96.0	98.6	2.6	
危废处理	2.3	1.8	-0.5	
其他	1.7	(0.4)	-2.1	

来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 2：收入及毛利分布 (FY22-FY25)

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	2025 年 全年	CAGR (2022-25 年) (%)
收入	4,253	5,058	6,028	6,293	10.3
- 同比增长 (%)	15.2	18.9	19.2	4.4	
其中:-					
- 城市服务	3,461	4,344	5,310	5,495	12.3
- 同比增长 (%)	不适用	25.5	22.3	3.5	
- 危废处理	527	547	536	478	(2.4)
- 同比增长 (%)	不适用	3.8	(1.9)	(10.8)	
- 其他	266	167	181	320	4.7
- 同比增长 (%)	不适用	(37.1)	8.0	77.1	
收入分布 (%)					
- 城市服务	81.4	85.9	88.1	87.3	
- 危废处理	12.4	10.8	8.9	7.6	
- 其他	6.3	3.3	3.0	5.1	
毛利	866	1,023	1,149	1,217	8.9
- 同比增长 (%)	不适用	18.1	12.3	6.0	
其中:-					
- 城市服务	755	915	1,102	1,200	12.3
- 同比增长 (%)	不适用	21.1	20.5	8.9	
- 危废处理	97	94	27	22	(30.9)
- 同比增长 (%)	不适用	(2.8)	(71.4)	(17.8)	
- 其他	14	14	20	(5)	不适用
- 同比增长 (%)	不适用	1.3	41.9	不适用	
毛利分布 (%)					
- 城市服务	87.2	89.4	96.0	98.6	
- 危废处理	11.2	9.2	2.3	1.8	
- 其他	1.6	1.3	1.7	(0.4)	
毛利率 (%)	20.4	20.2	19.1	19.3	
- 城市服务	21.8	21.1	20.8	21.8	
- 危废处理	18.4	17.2	5.0	4.6	
- 其他	5.1	8.2	10.8	(1.6)	

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 (城市服务 + 危废处理)



注：截至 2025 年 12 月 31 日
 来源：公司资料

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	4	0	4
综合保洁项目	110	4	114
传统环境卫生项目	81	45	126
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 (TOT)	4	0	4
总计	202	49	251

注：截至 2025 年 12 月 31 日
 来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 5：新增城市服务项目(不含并购)

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2024 年			2025 年		
	中国内地	中国香港	合计	中国内地	中国香港	合计
新增项目数目 (个)	29	6	35	16	28	44
合约总值 (人民币百万元)	6,091	331	6,422	621	907	1,528
年化合同收入 (人民币百万元)	875	112	987	207	295	502
隐含合同平均年期 (总值/年化收入) (年)	7.0	2.9	6.5	3.0	3.1	3.0

注：2024 年 6 月，公司透过收购丞美服务有限公司(“丞美”)的 85% 股权，获得 29 个中国香港城市服务项目，合同总额 14.3 亿元人民币
 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 19 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805