

公司研究 | 点评报告 | 军信股份（301109.SZ）

军信股份：仁和环境并表效应显著， 2024A/2025Q1 归母业绩同比增 4.36%/39.4%

报告要点

公司 2024 年实现归母净利润 5.36 亿元，同比增 4.36%；2025Q1 实现归母净利润 1.73 亿元，同比增长 39.41%。2024 年公司拟每股派发股利 0.90 元，分红比例为 94.6%，对应股息率 4.8%。公司内生增长稳健，仁和环境并表效应显著。平江及浏阳项目投产为 2025 年贡献增量，海外拓展加速。

分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001
SFC: BUV415



任楠

SAC: S0490518070001
SFC: BUZ393



贾少波

SAC: S0490520070003



李博文

SAC: S0490524080004



盛意

军信股份 (301109.SZ)

军信股份：仁和環境并表效应显著，2024A/2025Q1 归母业绩同比增 4.36%/39.4%

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2024A 公司实现营收 24.31 亿元，同比增 30.86%；归母净利润 5.36 亿元，同比增 4.36%；扣非归母净利润 5.00 亿元，同比增长 8.22%。其中，2024Q4 实现营收 6.75 亿元，同比增 39.73%；归母净利润 1.29 亿元，同比增长 16.75%；扣非归母净利润 1.24 亿元，同比增长 33.81%。公司拟每股派发股利 0.90 元，分红比例为 94.6%，对应股息率 4.8%（2025/4/21 收盘价）

2025Q1 公司实现营收 7.67 亿元，同比增长 54.23%；归母净利润 1.73 亿元，同比增长 39.41%；扣非归母净利润 1.65 亿元，同比增长 47.05%；基本每股收益 0.32 元/股，同比增 4.37%。

事件评论

- **剔除建设期服务收入后，2024 年营收、毛利和归母净利润均实现稳健增长。** 1) 收入端：公司收入为 15.9 亿元，同比增长 5.13%，增长相对稳健。收入增长主要得益于 2024 年 11 月仁和環境并购落地，并表时间 1 个月，贡献生活垃圾中转处理、餐厨垃圾收运及厌氧发酵、工业级混合油等收入合计 0.90 亿元。2) 毛利率：销售毛利率为 64.03%，同比提升 0.64pct。3) 期间费用率为 19.4%，同比降 1.70pct，其中财务费用率为 6.20%，同比降低 1.79pct，因贷款利率降低、贷款本金减少；管理费用率为 9.22%，同比降低 0.16pct。4) 归母净利润增速低于收入和毛利增速原因：①因公允价值变动收益为 0.08 亿元，同比减少 0.19 亿元；②所得税率为 10.0%，同比提升 2.9pct，主因浦湘環保的三免三减半优惠由免税期过渡到减税期。5) 现金流：2024 年经营活动现金流净额为 9.71 亿元，同比增 11.8%；资本开支为 9.2 亿元，同比增长 61.8%，主要用于平江和浏阳项目建设。
- **2025Q1 业绩高增，内生增长稳健，仁和環境并表效应显著。** 1) 内生：垃圾焚烧业务运营效率持续领先，平江及浏阳项目（合计 1800 吨/天）投产贡献增量。公司垃圾焚烧处理量 89.38 万吨，同比增长 15.81%；上网电量 4.46 亿度，同比增长 33.52%；吨上网电量达到 498.88 度，同比大幅提升 15.29%。2) 仁和環境并表：仁和環境主营垃圾中转和餐厨垃圾处理，盈利能力较强，预计 2025 年全年并表将显著增厚公司业绩。
- **新项目投产贡献增量，海外拓展加速。** 1) 国内新项目：浏阳市（1200 吨/日）和平江县（600 吨/日）垃圾焚烧发电项目于 2024 年底至 2025 年初建成投产，将成为 2025 年业绩增长的重要驱动力。2) 海外市场突破：吉尔吉斯斯坦首都比什凯克市垃圾发电项目（一期 1000 吨/日）正在建设中，预计 2025 年底投产；2025 年 3 月，公司与吉尔吉斯斯坦奥什市签订 2000 吨/日垃圾科技处置项目框架协议，该项目除垃圾焚烧发电（绿电中心）和供热中心外，还包含了算力中心的建设与运营，有望打开增长空间。
- **持续高分红，并承诺长期 50% 保底分红比例。** 2022-2024 年公司分红维持在 0.90 元/股，分红比例分别达 79.2%、71.8%、94.6%。公司发布《长期分红回报规划》，承诺保底分红比例 50%。公司主业经营稳健，现金流充裕，未来资本开支可控，有望维持高分红。
- 预计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.51/8.16/8.85 亿元，对应 PE 分别为 14.1x/13.0x/12.0x，维持“买入”评级。

风险提示

1、特许经营权到期无法续约的风险；2、调价机制执行不及时的风险。

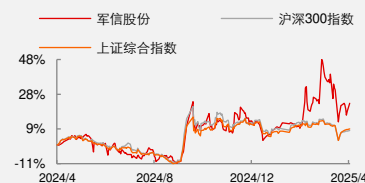
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	18.79
总股本(万股)	56,364
流通A股/B股(万股)	9,865/0
每股净资产(元)	13.79
近12月最高/最低价(元)	24.00/13.62

注：股价为 2025 年 4 月 21 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《军信股份深度：湖南固废处置龙头，纵横一体化持续深入+稳健分红》2025-03-05



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、特许经营权到期无法续约的风险：根据特许经营权合同及其补充协议，在特许经营期满后，政府重新授予时，仁和环境及其子公司在同等条件下享有优先权，但若拥有雄厚资金实力、深厚技术积累、丰富运营经验的全国性环保行业龙头企业参与竞标，仁和环境及其子公司存在无法续约的可能性。

2、调价机制执行不及时的风险：在固废处理（包括垃圾焚烧、污泥处置、渗滤液（污水）处理、垃圾填埋、灰渣处理）项目特许经营期内，公司向政府有关部门/单位提供固废处理服务，并按相关协议约定的处理单价和实际的处理量计算收取处理服务费，并在特许经营期限内定期参考主要材料、人工费等成本的变化进行调价。固废处理单价一般由政府有关部门/单位根据项目投资规模、环保标准、垃圾特性、边界条件等因素并考虑特许经营者一定的收益水平后核准确定。如果公司特许经营权项目后续调价机制执行不及时，则可能给公司盈利能力造成不利影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2431	3143	3405	3892	货币资金	1457	2298	2522	2736
营业成本	1410	1464	1586	1937	交易性金融资产	547	547	547	547
毛利	1020	1679	1819	1955	应收账款	1803	2330	2521	2880
%营业收入	42%	53%	53%	50%	存货	36	61	66	81
营业税金及附加	37	46	47	54	预付账款	15	16	17	21
%营业收入	2%	1%	1%	1%	其他流动资产	347	359	363	370
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	4207	5611	6036	6634
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	2	4	6	8
管理费用	147	231	282	301	投资性房地产	9	18	27	36
%营业收入	6%	7%	8%	8%	固定资产合计	579	865	851	921
研发费用	64	69	94	108	无形资产	8039	8046	8053	8060
%营业收入	3%	2%	3%	3%	商誉	146	292	438	583
财务费用	99	65	41	29	递延所得税资产	110	114	114	114
%营业收入	4%	2%	1%	1%	其他非流动资产	951	933	931	930
加: 资产减值损失	2	0	0	0	资产总计	14043	15883	16457	17287
信用减值损失	-12	-2	-3	-3	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	8	0	0	0	应付款项	430	390	423	517
投资收益	32	30	41	47	预收账款	0	0	0	0
营业利润	761	1350	1466	1590	应付职工薪酬	71	73	79	97
%营业收入	31%	43%	43%	41%	应交税费	64	83	90	102
营业外收支	2	0	0	0	其他流动负债	1240	1260	1324	1511
利润总额	763	1350	1466	1590	流动负债合计	1805	1806	1917	2227
%营业收入	31%	43%	43%	41%	长期借款	2404	2004	1804	1604
所得税费用	76	175	191	207	应付债券	0	0	0	0
净利润	686	1174	1276	1383	递延所得税负债	286	287	287	287
归属于母公司所有者的净利润	536	751	816	885	其他非流动负债	948	1062	1062	1062
少数股东损益	150	423	459	498	负债合计	5442	5158	5069	5179
EPS (元)	1.31	1.33	1.45	1.57	归属于母公司所有者权益	6855	8556	8760	8982
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	1746	2168	2628	3126
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	8601	10725	11388	12107
经营活动现金流净额	971	1493	2034	2162	负债及股东权益	14043	15883	16457	17287
取得投资收益收回现金	42	30	41	47	基本指标				
长期股权投资	-2	-2	-2	-2		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-920	-1245	-945	-1045	每股收益	1.31	1.33	1.45	1.57
其他	1044	-3	-17	-17	每股经营现金流	1.88	2.65	3.61	3.84
投资活动现金流净额	164	-1219	-923	-1016	市盈率	12.75	14.1	13.0	12.0
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.25	1.24	1.21	1.18
股权融资	25	1513	0	0	EV/EBITDA	8.47	4.83	4.46	4.05
银行贷款增加 (减少)	588	-400	-200	-200	总资产收益率	3.8%	4.7%	5.0%	5.1%
筹资成本	-663	-651	-687	-731	净资产收益率	7.8%	8.8%	9.3%	9.9%
其他	-502	105	0	0	净利率	22.1%	23.9%	24.0%	22.7%
筹资活动现金流净额	-552	567	-887	-931	资产负债率	38.8%	32.5%	30.8%	30.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	583	841	224	214	总资产周转率	0.21	0.21	0.21	0.23

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

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 /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

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。