

惠城环保 (300779.SZ)

业绩短期承压，废塑料项目值得期待

2025Q1 受蒸汽业务收入下降等影响业绩短期承压。公司发布 2025 年一季度报告，公司 2025 年 Q1 实现营收 2.9 亿元，yoy-4.3%，主要系：1) 报告期初至 2 月底广东石化未接收蒸汽，2 月底降低蒸汽单价后才实现并网销售，导致蒸汽收入减少；2) 催化剂业务竞争激烈，收入有所下降。公司 Q1 实现归母净利润-830.3 万元，yoy-140.4%，主要系：1) 蒸汽业务收入减少；2) 开拓新项目，项目储备人员成本、管理费用、财务费用等增加，项目效益尚未释放，导致公司整体费用率上升。

毛利率有所下降、费用率略升、经营活动现金流同比减少。公司 2025 第一季度毛利率实现 20.3% (yoy-3.6pct)；公司 2025 第一季度销售费率实现 3.2% (yoy+0.9pct)；管理费率先实现 11.4% (yoy+3.6pct)；财务费率实现 5.7% (yoy+1.0pct)，整体费用率略升，主要系新项目运行，人工成本上升等；经营活动现金净额为-3346.6 万元 (yoy-410.6%)，主要是购买商品、接受劳务支付现金以及支付职工的现金增加所致。

技术创新筑基，废塑料项目正式点火。技术创新是推动废塑料循环利用的关键，公司自主研发的混合废塑料深度催化裂解技术 (CPDCC)，实现一步法将混合废塑料直接制成液化塑料裂解气、塑料裂解轻油等高附加值产品。首套 20 万吨/年混合废塑料资源化综合利用示范性项目于 2024 年 3 月在广东省揭阳市开工建设，现已进入生产试运行准备阶段。该项目建成后，将大幅减少前端石化原料生产塑料及后端塑料焚烧带来的二氧化碳排放，真正实现低值资源的高值绿色循环。项目已先后与岳阳兴长、福建联合石化、中国化学、Amcor 中国达成战略合作，有望成为公司第二成长曲线。

危废项目增强盈利能力，提钒项目值得期待。高硫石油焦制氢灰渣资源化处置服务已连续两年持续稳定运行，使得公司收入规模大幅增加，盈利能力增强。此外，公司在江西省九江市设立的九江惠城新材料有限公司，规划建设 3 套生产装置，公司目前正在按规划加紧建设一期 1000 吨/年的提钒生产装置，二期建设 2 套生产装置规模均为 4500 吨/年，建成后有望为公司带来新的增长点。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年实现营收 21.2/27.5/34.3 亿元，归母净利润 2.5/5.0/7.1 亿元，对应 PE 为 103.4/50.9/36.3x。公司深耕危废循环技术，废塑料业务空间广阔，提钒业务等未来催化可期，维持“买入”评级。

风险提示：行业需求下滑风险、市场竞争加剧风险、投产进度低于预期风险、应收账款风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,071	1,149	2,117	2,746	3,432
增长率 yoy (%)	194.8	7.3	84.3	29.7	25.0
归母净利润 (百万元)	139	43	247	502	705
增长率 yoy (%)	5,499.8	-69.2	480.0	103.3	40.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.71	0.22	1.26	2.56	3.60
净资产收益率 (%)	11.2	3.1	14.8	23.3	24.8
P/E (倍)	184.5	599.9	103.4	50.9	36.3
P/B (倍)	19.8	19.5	16.4	12.4	9.3

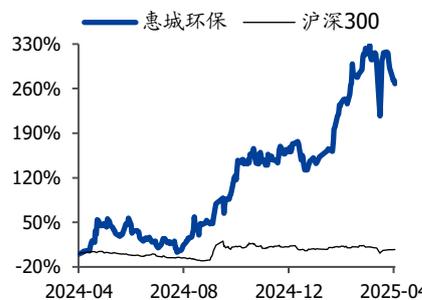
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 24 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	环境治理
前次评级	买入
04 月 24 日收盘价 (元)	130.35
总市值 (百万元)	25,554.57
总股本 (百万股)	196.05
其中自由流通股 (%)	79.85
30 日日均成交量 (百万股)	3.48

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号: S0680518020001

邮箱: yangxincheng@gszq.com

研究助理 陈杨

执业证书编号: S0680123080022

邮箱: chenyang@gszq.com

相关研究

- 《惠城环保 (300779.SZ): 利润短期承压, 废塑料项目发力在即》 2025-04-18
- 《惠城环保 (300779.SZ): 利润短期下滑, 废塑料项目进展顺利》 2025-01-26
- 《惠城环保 (300779.SZ): 业绩短期承压, 废塑料项目蓄势待发》 2024-10-28

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	941	1173	7182	6574	6705
现金	426	284	5722	5327	4618
应收票据及应收账款	223	305	837	646	1157
其他应收款	19	27	56	53	82
预付账款	17	45	15	64	38
存货	194	376	475	394	715
其他流动资产	62	136	77	89	96
非流动资产	2345	3766	6626	7388	8287
长期投资	24	22	22	19	16
固定资产	1819	2056	4210	4587	5132
无形资产	173	330	373	414	464
其他非流动资产	329	1358	2021	2368	2675
资产总计	3286	4939	13808	13962	14992
流动负债	772	1572	3640	4057	4882
短期借款	134	273	273	273	273
应付票据及应付账款	158	295	427	453	531
其他流动负债	480	1004	2939	3331	4077
非流动负债	1145	1805	8336	7529	6967
长期借款	1037	1622	8190	7364	6812
其他非流动负债	108	184	146	165	155
负债合计	1917	3377	11976	11587	11849
少数股东权益	50	225	249	300	374
股本	138	196	196	196	196
资本公积	849	837	837	837	837
留存收益	304	326	577	1079	1797
归属母公司股东权益	1319	1336	1584	2076	2769
负债和股东权益	3286	4939	13808	13962	14992

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	263	158	351	1342	828
净利润	154	48	271	553	780
折旧摊销	139	181	251	367	431
财务费用	52	61	66	94	84
投资损失	2	1	1	1	1
营运资金变动	-74	-134	-250	328	-467
其他经营现金流	-9	1	11	-1	-1
投资活动现金流	-535	-1131	-3117	-1132	-1329
资本支出	542	1054	2872	764	900
长期投资	0	-5	0	3	3
其他投资现金流	6	-82	-244	-366	-426
筹资活动现金流	567	841	8204	-605	-209
短期借款	-25	139	0	0	0
长期借款	119	585	6568	-825	-553
普通股增加	35	58	0	0	0
资本公积增加	407	-12	0	0	0
其他筹资现金流	30	71	1636	221	344
现金净增加额	295	-132	5439	-395	-710

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1071	1149	2117	2746	3432
营业成本	726	865	1450	1738	2117
营业税金及附加	8	9	21	34	43
营业费用	26	34	70	75	94
管理费用	87	123	169	192	240
研发费用	20	24	64	55	69
财务费用	52	61	66	94	84
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	8	7	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	-2	-1	-1	-1	-1
资产处置收益	0	2	0	0	0
营业利润	155	36	276	556	783
营业外收入	0	5	2	2	2
营业外支出	10	0	3	4	5
利润总额	145	41	274	554	781
所得税	-9	-7	3	1	2
净利润	154	48	271	553	780
少数股东损益	15	5	24	50	75
归属母公司净利润	139	43	247	502	705
EBITDA	347	336	613	1028	1314
EPS (元)	0.71	0.22	1.26	2.56	3.60

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	194.8	7.3	84.3	29.7	25.0
营业利润(%)	8528.3	-76.7	664.7	101.7	41.0
归属于母公司净利润(%)	5499.8	-69.2	480.0	103.3	40.3
获利能力					
毛利率(%)	32.2	24.7	31.5	36.7	38.3
净利率(%)	12.9	3.7	11.7	18.3	20.5
ROE(%)	11.2	3.1	14.8	23.3	24.8
ROIC(%)	7.9	4.9	2.9	5.4	6.9
偿债能力					
资产负债率(%)	58.3	68.4	86.7	83.0	79.0
净负债比率(%)	75.7	134.5	269.1	203.2	172.6
流动比率	1.2	0.7	2.0	1.6	1.4
速动比率	0.9	0.4	1.8	1.5	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	4.9	4.4	3.7	3.7	3.8
应付账款周转率	4.4	3.8	4.0	3.9	4.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.22	1.26	2.56	3.60
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	0.80	1.79	6.84	4.22
每股净资产(最新摊薄)	6.59	6.70	7.96	10.47	14.01
估值比率					
P/E	184.5	599.9	103.4	50.9	36.3
P/B	19.8	19.5	16.4	12.4	9.3
EV/EBITDA	76.7	82.9	50.1	29.8	23.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 24 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com