

联美控股 (600167.SH)

收入稳增利润承压，燃煤成本下行促 2025Q1 业绩回暖

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,412	3,509	3,615	3,796	4,009
增长率 yoy (%)	-1.1	2.9	3.0	5.0	5.6
归母净利润 (百万元)	859	659	800	853	921
增长率 yoy (%)	-9.1	-23.3	21.4	6.6	8.0
ROE (%)	7.6	5.6	6.8	7.0	7.2
EPS 最新摊薄 (元)	0.38	0.29	0.35	0.38	0.41
P/E (倍)	15.7	20.5	16.9	15.8	14.6
P/B (倍)	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 公司发布 2024 年财报及 2025 年一季度财报。

2024 年收入稳增但利润承压，主因减值与成本扰动。2024 年，公司实现营业收入 35.09 亿元，同比增长 2.87%；实现归母净利润 6.59 亿元，同比下降 23.29%；基本 EPS 为 0.2935 元，同比下降 22.69%。2024 年，公司营业收入同比增长 2.87% 的主要原因系供暖收入及广告收入上升，归母净利润及基本 EPS 减少的主要原因系本期计提福林热力长期资产减值损失、兆讯传媒广告媒体资源成本增加及上期收到燃煤补贴所致。

清洁能源稳健，广告增长但毛利收缩。分行业看，2024 年，清洁能源业务营业收入 28.08 亿元，占比 80%，同比增长 0.88%，主要得益于供暖及蒸汽业务的稳步增长，供暖及蒸汽业务收入 22.75 亿元，同比增长 4.05%；清洁能源业务毛利率为 33.54%，较上年增加 0.26 个 pct。广告发布业务营业收入 6.7 亿元，占比 19.1%，同比增长 12.26%，主要受益于控股子公司兆讯传媒在高铁数字传媒领域的持续拓展：截至 2024 年底，兆讯传媒签约的铁路客运站 529 个，开通运营铁路客运站 495 个，其中 98.4% 以上属于高铁站（含动车），运营 4957 块数字媒体屏幕。由于 2024 年兆讯传媒广告媒体资源成本增加，广告发布业务毛利率较上年同期下降 8.27 个 pct 至 33.68%。

燃煤成本进一步下行，2025 年一季度利润回暖。2025Q1，公司实现营业收入 16.98 亿元，同比下降 1.06%；实现归母净利润 6.18 亿元，同比增长 9.56%，主要原因可能为燃煤成本持续下行，山西 5500K 动力煤平仓价已从年初（25.1.2）765 元/吨的价格下降至 611 元/吨（25.6.4）。

投资建议:我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入亿元 36.15、37.96、40.09 亿元，实现归母净利润 8.00、8.53、9.21 亿元，同比增长 21.4%、6.6%、8.0%；对应 EPS 为 0.35、0.38、0.41 元，对应 PE 为 16.9X、15.8X、14.6X，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示:煤炭价格波动风险、政策及补贴风险、资产减值及商誉风险、广告行业竞争与需求风险、季节性气候风险。

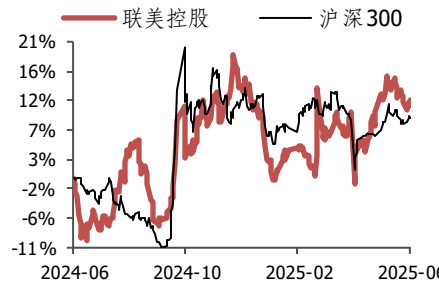
财务报表和主要财务比率

增持 (首次评级)

股票信息

行业	电力及公用事业
2025 年 6 月 6 日收盘价 (元)	5.96
总市值 (百万元)	13,486.53
流通市值 (百万元)	13,486.53
总股本 (百万股)	2,262.84
流通股本 (百万股)	2,262.84
近 3 月日均成交额 (百万元)	31.74

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

分析师 范杨春晓

执业证书编号: S1070521050001

邮箱: fycx@cgws.com

分析师 何郭香池

执业证书编号: S1070523110002

邮箱: hgxc@cgws.com

相关研究

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9840	9725	9760	10720	11174
现金	7999	7479	7825	8313	9031
应收票据及应收账款	867	1038	731	1148	880
其他应收款	134	171	143	187	161
预付账款	116	72	122	82	133
存货	291	318	293	343	322
其他流动资产	432	647	647	647	647
非流动资产	7806	7494	7306	7123	6948
长期股权投资	111	107	116	124	132
固定资产	3573	3267	3022	2769	2509
无形资产	649	642	695	762	844
其他非流动资产	3474	3478	3473	3467	3462
资产总计	17646	17219	17066	17842	18121
流动负债	4033	4158	3590	3894	3624
短期借款	1540	1510	1510	1510	1510
应付票据及应付账款	467	585	369	675	390
其他流动负债	2026	2062	1711	1709	1725
非流动负债	1719	1437	1437	1436	1434
长期借款	58	50	50	49	47
其他非流动负债	1662	1387	1387	1387	1387
负债合计	5753	5595	5026	5330	5058
少数股东权益	858	837	853	865	874
股本	2288	2288	2288	2288	2288
资本公积	2061	2061	2061	2061	2061
留存收益	6821	6766	7084	7409	7752
归属母公司股东权益	11035	10787	11187	11648	12188
负债和股东权益	17646	17219	17066	17842	18121

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1507	1299	1227	1007	1232
净利润	909	648	816	865	931
折旧摊销	374	395	333	342	350
财务费用	-176	-121	-135	-147	-166
投资损失	-13	-9	-10	-10	-10
营运资金变动	-237	-347	66	-217	-62
其他经营现金流	649	731	157	176	188
投资活动现金流	-317	-440	-193	-204	-220
资本支出	256	157	137	150	167
长期投资	-1	-294	-8	-9	-8
其他投资现金流	-60	11	-48	-46	-45
筹资活动现金流	-1134	-1344	-688	-315	-295
短期借款	-144	-30	0	0	0
长期借款	-6	-8	-1	-1	-2
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	121	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1105	-1306	-687	-314	-293
现金净增加额	56	-486	346	488	717

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3412	3509	3615	3796	4009
营业成本	2230	2339	2345	2443	2554
营业税金及附加	22	26	26	27	29
销售费用	124	126	132	137	145
管理费用	149	136	149	155	163
研发费用	23	23	24	25	26
财务费用	-176	-121	-135	-147	-166
资产和信用减值损失	-20	-178	-99	-120	-134
其他收益	103	32	55	55	51
公允价值变动收益	-72	-53	-62	-61	-60
投资净收益	13	9	10	10	10
资产处置收益	1	8	4	5	5
营业利润	1065	798	983	1046	1130
营业外收入	26	18	20	20	20
营业外支出	3	5	4	4	4
利润总额	1088	811	999	1062	1146
所得税	179	163	184	198	215
净利润	909	648	816	865	931
少数股东损益	50	-11	16	12	10
归属母公司净利润	859	659	800	853	921
EBITDA	1287	1087	1200	1258	1332
EPS (元/股)	0.38	0.29	0.35	0.38	0.41

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-1.1	2.9	3.0	5.0	5.6
营业利润 (%)	-10.9	-25.0	23.2	6.4	8.1
归属母公司净利润 (%)	-9.1	-23.3	21.4	6.6	8.0
获利能力					
毛利率 (%)	34.6	33.4	35.1	35.6	36.3
净利率 (%)	26.6	18.5	22.6	22.8	23.2
ROE (%)	7.6	5.6	6.8	7.0	7.2
ROIC (%)	5.6	4.2	5.4	5.5	5.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.6	32.5	29.5	29.9	27.9
净负债比率 (%)	-46.2	-44.3	-48.9	-51.3	-55.0
流动比率	2.4	2.3	2.7	2.8	3.1
速动比率	2.3	2.2	2.6	2.6	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.20	0.21	0.22	0.22
应收账款周转率	4.01	3.69	4.09	4.05	3.96
应付账款周转率	5.39	4.44	4.92	4.68	4.80
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.38	0.29	0.35	0.38	0.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.67	0.57	0.54	0.45	0.54
每股净资产 (最新摊薄)	4.88	4.77	4.92	5.09	5.30
估值比率					
P/E	15.7	20.5	16.9	15.8	14.6
P/B	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.0	8.4	7.0	6.3	5.4

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031

传真：86-10-88366686