

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中科环保 (301175. SZ)

郭雪 环保联席首席分析师
执业编号: S1500525030002
邮箱: guoxue@cindasc.com

吴柏莹 环保行业分析师
执业编号: S1500524100001
邮箱: wuboying@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编: 100031

产能增加&供热拓展驱动业绩，2025H1 归母净利润同比增长 20%

2025 年 8 月 13 日

事件: 2025 年 8 月 12 日，中科环保发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年公司实现营业收入 8.48 亿元，同比增长 4.48%；实现归母净利润 1.96 亿元，同比增长 19.83%；扣非后归母净利润 1.93 亿元，同比增长 20.14%。经营活动产生的现金流量净额为 2.98 亿元，同比增长 24.52%；基本每股收益 0.1333 元/股，同比增长 19.77%。

点评:

- **业绩稳健增长，盈利能力持续提升。**2025H1 公司在收入小幅增长的情况下，归母净利润实现近 20% 的较快增长，体现出盈利能力显著提升。2025 年上半年，公司毛利率同比增加 4.6 个 pct 至 43.96%，分业务看，**(1) 生活垃圾焚烧发电业务:** 实现营业收入 6.91 亿元，同比增长 14.81%，毛利率达 52.57%，同比提升 1.27 个 pct，是公司业绩增长的核心驱动力。上半年处理生活垃圾 213.63 万吨，同比增长 10.07%；上网电量 5.29 亿度，同比增长 6.44%。**(2) 项目建造业务:** 实现营业收入 1.33 亿元，同比增长 43.70%。
- **供热规模持续扩大，供热比行业领先。**2025 年上半年，公司实现供热量 87.75 万吨，同比增长 12.01%，供热比稳居 40% 以上。2025 年上半年，公司新增晋州项目供热产能快速提升，同时公司也正在加快推进四川三台项目供热管网建设和绵阳项目供热审批，未来晋城项目将继续扩大移动供热覆盖范围；衡阳项目、玉溪项目热用户市场有望实现拓展。
- **外延并购稳步推进，项目整合协同效应显现。**公司在手产能规模 20900 吨/日，目前已投产 14400 吨/日。上半年，公司完成晋州项目交割，交割后首月即实现扭亏为盈，与石家庄项目形成协同优势；7 月 1 日，公司公告以公开摘牌方式收购广西贵港项目（1500 吨/日）100% 股权和平南项目（1200 吨/日，其中一期 600 吨/日）100% 股权，进一步扩大华南地区布局，外延并购持续为公司发展注入动力。
- **高分红承诺彰显回报股东信心。**2024 年 10 月，公司发布《未来五年（2024 年-2028 年）股东分红回报规划》，承诺 2024 年-2028 年每年度以现金方式分配的利润不低于当年度实现的合并报表归属母公司所有者净利润的 60%。2024 年公司实现分红比例 61.96%，兑现分红承诺。假设未来三年公司分红率为 60%，我们预测 2025-2027 年股息率为 2.9%、3.5%、4%。
- **盈利预测:** 伴随公司在手产能的陆续投运，供热业务规模继续扩大，以及外延并购持续推进，中科环保内生&外延增长动力较为强劲。我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 18.57/21.47/23.87 亿元，归母净利润 3.99/4.83/5.45 亿元，按 8 月 12 日收盘价计算，对应 PE 为

20.73x/17.13x/15.19x。

- **风险因素：**供热规模拓展不及预期、产能投放节奏不及预期、应收账款回收风险、垃圾处理费价格下降风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,404	1,663	1,857	2,147	2,387
同比(%)	-12.1%	18.4%	11.7%	15.6%	11.2%
归属母公司净利润	270	321	399	483	545
同比(%)	27.1%	18.9%	24.4%	21.1%	12.8%
毛利率(%)	39.8%	40.1%	41.4%	42.1%	42.3%
ROE(%)	7.9%	9.0%	10.7%	12.3%	13.1%
EPS (摊薄)(元)	0.18	0.22	0.27	0.33	0.37
P/E	30.67	25.79	20.73	17.13	15.19
P/B	2.43	2.31	2.21	2.10	1.99
EV/EBITDA	14.16	12.84	12.14	10.94	9.86

资料来源：wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 8 月 12 日收盘价。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,917	1,990	2,379	2,393	2,859
货币资金	992	1,023	1,220	1,180	1,503
应收票据	7	13	10	16	13
应收账款	585	643	797	820	894
预付账款	11	46	32	47	46
存货	136	90	92	115	114
其他	185	175	229	214	289
非流动资产	5,235	5,500	5,886	6,265	6,539
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	923	1,169	1,366	1,550	1,630
无形资产	3,929	4,073	4,223	4,373	4,523
其他	384	257	297	342	385
资产总计	7,152	7,490	8,265	8,658	9,399
流动负债	1,138	1,132	1,419	1,407	1,710
短期借款	87	91	101	111	121
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	553	530	717	669	888
其他	499	511	602	627	702
非流动负债	2,316	2,446	2,723	2,873	3,023
长期借款	1,893	2,073	2,223	2,373	2,523
其他	423	373	500	500	500
负债合计	3,454	3,577	4,142	4,280	4,733
少数股东权益	294	332	383	444	514
归属母公司股东权益	3,404	3,581	3,741	3,934	4,152
负债和股东权益	7,152	7,490	8,265	8,658	9,399

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,404	1,663	1,857	2,147	2,387
同比(%)	-12.1%	18.4%	11.7%	15.6%	11.2%
归属母公司净利润	270	321	399	483	545
同比(%)	27.1%	18.9%	24.4%	21.1%	12.8%
毛利率(%)	39.8%	40.1%	41.4%	42.1%	42.3%
ROE%	7.9%	9.0%	10.7%	12.3%	13.1%
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.22	0.27	0.33	0.37
P/E	30.67	25.79	20.73	17.13	15.19
P/B	2.43	2.31	2.21	2.10	1.99
EV/EBITDA	14.16	12.84	12.14	10.94	9.86

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,404	1,663	1,857	2,147	2,387
营业成本	845	996	1,089	1,242	1,377
营业税金及附加	13	16	18	21	23
销售费用	8	11	12	14	16
管理费用	117	137	137	155	169
研发费用	32	49	56	64	72
财务费用	58	64	67	70	76
减值损失合计	0	-4	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0	0
其他	23	20	23	27	31
营业利润	356	404	502	607	684
营业外收支	-3	-3	-3	-3	-3
利润总额	354	401	499	604	682
所得税	43	40	49	60	67
净利润	311	362	450	545	614
少数股东损益	41	41	51	62	70
归属母公司净利润	270	321	399	483	545
EBITDA	598	724	789	894	975
EPS(当年)(元)	0.18	0.22	0.27	0.33	0.37

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	413	682	905	838	1,143
净利润	311	362	450	545	614
折旧摊销	191	251	274	280	286
财务费用	84	84	79	85	91
投资损失	-3	0	0	0	0
营运资金变动	-174	-20	95	-80	145
其它	4	6	7	8	8
投资活动现金流	-876	-540	-662	-663	-563
资本支出	-724	-515	-652	-653	-553
长期投资	-174	-15	0	0	0
其他	22	-11	-10	-10	-10
筹资活动现金流	-308	-125	-46	-215	-257
吸收投资	10	7	0	0	0
借款	434	184	160	160	160
支付利息或股息	-159	-225	-319	-375	-417
现金流净增加额	-772	17	197	-40	323

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作，现任信达证券研发中心负责人。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。