

军信股份（301109）

2025 年中报点评：内生增长&仁和并表带动 营收利润双增，自由现金流大增 157%

买入（维持）

2025 年 08 月 29 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈致文

执业证书：S0600523070006

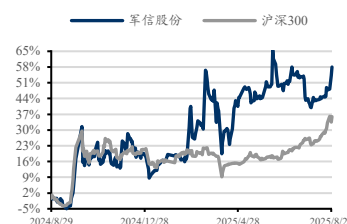
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,857	2,431	3,361	3,803	3,705
同比（%）	18.26	30.86	38.26	13.16	(2.57)
归母净利润（百万元）	513.85	536.28	768.67	826.03	871.26
同比（%）	10.21	4.36	43.33	7.46	5.48
EPS-最新摊薄（元/股）	0.65	0.68	0.97	1.05	1.10
P/E（现价&最新摊薄）	23.96	22.95	16.01	14.90	14.13

投资要点

- **事件：**2025H1，公司实现营业收入 14.78 亿元，同比增长 33.07%；实现归母净利润 4.00 亿元，同比增长 49.23%
- **营收利润双增，垃圾焚烧运营毛利率稳定。**2025H1 公司营收利润双增，主要系仁和并表以及新投产浏阳、平江项目贡献增量。分业务来看，1) 垃圾焚烧及发电收入 3.68 亿元（同比+23.77%，占比 24.89%），毛利率 64.84%（同比+2.6pct）；2) 垃圾焚烧发电及污泥协同处理收入 3.01 亿元（同比+8.51%，占比 20.39%），毛利率 70.19%（同比-3.36pct）；3) 生活垃圾中转处理业务收入 3.38 亿元（去年同期无，占比 22.84%），毛利率 52.93%；4) 污泥处理、渗沥液、垃圾填埋、飞灰填埋、工业混合油等其他业务收入合计 4.71 亿元，占比 31.87%。**经营数据来看，**2025H1 生活垃圾处理量 186.10 万吨（同比+10.70%），上网电量 8.86 亿度（同比+26.21%），吨垃圾上网电量 476.27 度（同比+9.70%），主要系新项目增量贡献及技改提效；餐厨垃圾收运量为 39.51 万吨；生活垃圾中转处理量为 160.69 万吨；工业级混合油销售量 1.52 万吨。
- **掌握长沙优质固废资产，积极拓展海外市场。**1) **国内产能：**截至 2025H1，公司垃圾焚烧发电处理能力维持 1.18 万吨/日（入厂），是湖南环保领域龙头企业。2) **海外产能：**公司积极拓展海外市场，吉尔吉斯在建+筹建产能合计 7000 吨/日。其中，比什凯克项目垃圾处理规模规划 3000 吨/日，初期建设规模为 1000 吨/日，预计 2025 年底投产；奥什项目垃圾处理规模规划为 2000 吨/日；伊塞克湖项目垃圾处理规模规划为 2000 吨/日。伴随项目建设投产，公司将扩大海外垃圾焚烧及绿色能源业务版图，构建“垃圾焚烧发电+蒸汽供热+算力服务”的一体化业务模式。
- **仁和并表贡献归母净利润 29%，公司实现产业链协同互补。**2024 年底公司收购仁和并表 63%股权，标的公司主要从事生活垃圾中转处理、餐厨垃圾收运等，年日均可处理其他垃圾 8000 吨/厨余垃圾 2000 吨，实现产业链上下游协同互补。2025H1，仁和并表实现收入 5.39 亿元（占比公司收入 36.49%），净利润 1.85 亿元（占比公司净利润 34.06%），按 63%股权计算归母净利润 1.17 亿元（占比公司归母净利润 29.18%）。
- **自由现金流大增 157%，长期分红有保障。**2025H1 公司经营性现金流净额 7.24 亿元，同比增长 59.81%；购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 3.01 亿元，同比提升 4.46%；实现自由现金流 4.23 亿元，同比提升 156.74%。2025 年 4 月，公司长期分红规划明确现金分红比例不低于 50%，长期分红有保障。
- **盈利预测与投资评级：**受益于湖南长沙区位优势，具备优质固废资产，自由现金流大增+长期分红有保障，仁和并表&浏阳、平江项目贡献业绩增量，叠加技改提效增效，我们将 2025-2027 年公司归母净利润从 7.50/7.97/8.41 亿元上调至 7.69/8.26/8.71 亿元，对应 PE 为 16/15/14 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电价补贴政策风险；特许经营权项目到期风险；应收风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.60
一年最低/最高价	13.62/24.22
市净率(倍)	1.64
流通 A 股市值(百万元)	3,203.24
总市值(百万元)	12,309.97

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.49
资产负债率(%，LF)	34.73
总股本(百万股)	789.10
流通 A 股(百万股)	205.34

相关研究

《军信股份(301109)：龙出湘江——长沙固废一体化龙头，先布局垃圾焚烧+IDC》

2025-05-30

军信股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,207	4,903	5,253	5,958	营业总收入	2,431	3,361	3,803	3,705
货币资金及交易性金融资产	2,005	2,684	2,804	3,594	营业成本(含金融类)	1,410	1,726	2,047	1,854
经营性应收款项	1,819	1,864	2,094	2,017	税金及附加	37	54	57	59
存货	36	36	41	40	销售费用	0	0	0	0
合同资产	26	27	30	33	管理费用	147	242	274	283
其他流动资产	322	292	284	273	研发费用	64	84	91	93
非流动资产	9,835	9,742	9,881	9,727	财务费用	99	109	101	106
长期股权投资	2	2	3	3	加:其他收益	56	60	57	56
固定资产及使用权资产	588	677	904	1,059	投资净收益	32	32	29	26
在建工程	106	203	377	338	公允价值变动	8	0	0	0
无形资产	8,039	7,812	7,575	7,328	减值损失	(10)	(32)	(22)	(22)
商誉	146	146	146	146	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	97	92	87	82	营业利润	761	1,206	1,296	1,369
其他非流动资产	857	810	790	770	营业外净收支	2	2	2	1
资产总计	14,043	14,645	15,134	15,685	利润总额	763	1,208	1,298	1,369
流动负债	1,805	1,113	1,166	1,263	减:所得税	76	169	182	192
短期借款及一年内到期的非流动负债	483	482	482	482	净利润	686	1,039	1,116	1,177
经营性应付款项	430	431	455	515	减:少数股东损益	150	270	290	306
合同负债	6	3	4	4	归属母公司净利润	536	769	826	871
其他流动负债	886	196	225	262	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.68	0.97	1.05	1.10
非流动负债	3,637	3,933	4,034	4,135	EBIT	817	1,317	1,399	1,475
长期借款	2,404	2,604	2,704	2,804	EBITDA	1,140	1,863	1,991	2,110
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.98	48.65	46.17	49.95
租赁负债	7	8	9	10	归母净利率(%)	22.06	22.87	21.72	23.52
其他非流动负债	1,226	1,322	1,322	1,322	收入增长率(%)	30.86	38.26	13.16	(2.57)
负债合计	5,442	5,046	5,200	5,398	归母净利润增长率(%)	4.36	43.33	7.46	5.48
归属母公司股东权益	6,855	7,583	7,628	7,675					
少数股东权益	1,746	2,016	2,306	2,612					
所有者权益合计	8,601	9,599	9,934	10,287					
负债和股东权益	14,043	14,645	15,134	15,685					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	971	976	1,656	2,127	每股净资产(元)	13.29	9.61	9.67	9.73
投资活动现金流	164	(470)	(750)	(504)	最新发行在外股份(百万股)	789	789	789	789
筹资活动现金流	(552)	126	(835)	(883)	ROIC(%)	7.40	9.37	9.32	9.50
现金净增加额	583	629	71	740	ROE-摊薄(%)	7.82	10.14	10.83	11.35
折旧和摊销	323	546	592	635	资产负债率(%)	38.75	34.46	34.36	34.41
资本开支	(920)	(504)	(754)	(505)	P/E (现价&最新股本摊薄)	22.95	16.01	14.90	14.13
营运资本变动	(84)	(740)	(199)	160	P/B (现价)	1.17	1.62	1.61	1.60

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>