

供热板块业绩弹性值得期待

—— 联美控股 2025 中报点评

2025 年 8 月 30 日

- 事件：**公司发布 2025 年中报，上半年实现营收 18.98 亿元，同比-2.65%，实现归母净利 5.25 亿元（扣非 5.25 亿元），同比+9.88%（扣非+9.87%）。ROE(加权)4.75%，同比+0.51pct。
- 盈利能力稳中有升，财务持续稳健。**25H1 公司销售毛利率 39.22%，同比提升 3.76PCT；销售期间费用率则上升 2.15PCT 至 4.72%，两者共同作用下公司净利率小幅提升 2.77PCT 至 27.92%。25H1 公司资产负债率为 29.01%，同比下降 3.56PCT；有息负债率仅为 19.07%，同比下降 1.73PCT，负债水平维持在相对低位，报告期流动比率、速动比率分别为 2.61、2.50；公司财务费用持续为负，报告期末公司在手货币资金 67.50 亿，基本没有债务风险。
- 技术+管理+数字化深耕清洁综合能源服务；煤价下跌业绩弹性值得期待。**公司已开发多项热力供应领域相关的专利技术，报告期末，公司拥有授权专利 77 项，其中发明专利 18 项，实用新型 52 项，软件著作权 7 项，在研项目达 9 项。在热网平衡、热网自控、低位热能利用等方面正在形成具有自主知识产权的专有技术，且都处于国内领先水平。同时，公司依托热源超低排放改造、中水源热泵供热、余热利用及智慧运营等技术矩阵，构建“源-网-荷”协同的新型综合能源服务体系。在多年发展中，公司锻造了专业精湛、经验丰富且富有创新精神的管理团队，擅长全周期项目精细管控与动态资源优化配置，保障战略高效执行。面对供热市场新增面积增速放缓等不利因素，公司持续推动降本增效及精细化管理，近年保持了稳定的现金流及充沛的盈利能力。近年来，公司制定“双效提升”数字化战略——在运营端聚焦锅炉、换热站等生产单元智能控制，优化能源使用效率；在经营端通过智能化管理平台精进财务及供应链流程，提升人效比，已成为具有核心竞争优势的综合清洁能源服务商。
今年以来，市场煤价持续下跌，截止 25/8/29，秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价 690 元/吨，同比下跌 149 元/吨，公司供热成本主要来自煤炭，煤价重心的下移有望给公司供热板块带来业绩弹性。
- 兆讯传媒业绩持续承压，静待户外裸眼 3D 大屏放量。**公司控股上市公司兆讯传媒是铁数字媒体广告行业中媒体资源覆盖最广泛的数字媒体运营商之一。25H1 营收 2.93 亿，同比下降 8.81%；实现净利 0.21 亿元，同比下降 47.75%。户外裸眼 3D 大屏是拖累兆讯业绩的主要原因，报告期毛利率为-34.97%，产生了较大亏损，兆讯需加大该业务的推广力度以提升盈利能力。
- 投资建议：**预计公司 2025-2027 年将分别实现归母净利润 8.52、9.88、11.16 亿元，对应 PE 分别为 18.02x、15.56x、13.77x，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**煤炭等燃料成本上行的风险，供暖面积增长不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3509.42	3585.47	3775.76	5100.82
收入增长率%	2.87	2.17	5.31	35.09
归母净利润(百万元)	659.02	852.46	987.70	1115.65
利润增速%	-23.29	29.35	15.87	12.95
毛利率%	33.35	32.83	35.26	30.23
摊薄 EPS(元)	0.29	0.38	0.44	0.49
PE	23.31	18.02	15.56	13.77
PB	1.42	1.40	1.34	1.28
PS	4.38	4.29	4.07	3.01

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

联美控股（600167.SH）

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

☎：010-8092-7673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

梁悠南

☎：010-8092-7656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

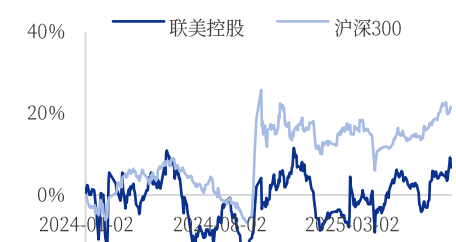
研究助理：马敏

✉：mamin_yj@chinastock.com.cn

市场数据 2025-08-29

股票代码	600167
A 股收盘价(元)	6.79
上证指数	3857.93
总股本(万股)	22.63
实际流通 A 股(万股)	22.63
流通 A 股市值(亿元)	154

相对沪深 300 表现图 2025-08-29



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河公用环保】联美控股（600167）深度报告-供热龙头双轮驱动，清洁供热助力成长

【银河公用环保】联美控股（600167）点评报告-持续分红能力强，有望迎业绩拐点

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9725.10	9705.70	10405.64	12072.20
现金	7479.07	7572.07	8184.03	9232.22
应收账款	1037.06	923.85	985.88	1353.85
其它应收款	171.24	142.99	164.71	228.92
预付账款	72.41	97.12	100.49	133.33
存货	317.53	326.81	327.67	481.01
其他	647.78	642.87	642.87	642.87
非流动资产	7493.78	7722.50	7754.77	7520.63
长期投资	107.32	117.32	127.32	137.32
固定资产	3267.29	3169.03	2971.32	2611.90
无形资产	638.11	673.95	712.26	749.42
其他	3481.05	3762.20	3943.86	4021.98
资产总计	17218.88	17428.20	18160.41	19592.83
流动负债	4157.58	4015.23	4016.86	4771.31
短期借款	1509.95	1359.95	1209.95	1059.95
应付账款	585.46	506.63	546.09	811.45
其他	2062.17	2148.65	2260.82	2899.90
非流动负债	1437.09	1625.93	1878.59	2016.74
长期借款	50.01	43.09	36.31	29.22
其他	1387.08	1582.83	1842.28	1987.52
负债合计	5594.67	5641.16	5895.45	6788.05
少数股东权益	837.11	823.35	807.41	789.41
归属母公司股东权益	10787.10	10963.70	11457.55	12015.37
负债和股东权益	17218.88	17428.20	18160.41	19592.83

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1298.58	1558.23	1720.77	2084.32
净利润	648.41	838.70	971.76	1097.65
折旧摊销	765.75	596.80	606.71	623.42
财务费用	105.97	108.09	113.68	116.48
投资损失	-8.55	-8.61	-9.06	-12.24
营运资金变动	-416.92	40.76	50.14	268.34
其它	203.92	-17.52	-12.47	-9.33
投资活动现金流	-440.35	-779.50	-603.94	-349.98
资本支出	-157.27	-759.89	-604.03	-352.93
长期投资	-293.52	-10.00	-10.00	-10.00
其他	10.44	-9.61	10.09	12.95
筹资活动现金流	-1343.92	-685.73	-504.87	-686.15
短期借款	-30.19	-150.00	-150.00	-150.00
长期借款	-7.57	-6.91	-6.78	-7.09
其他	-1306.16	-528.81	-348.09	-529.06
现金净增加额	-485.68	93.00	611.96	1048.20

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3509.42	3585.47	3775.76	5100.82
营业成本	2339.01	2408.22	2444.55	3558.65
营业税金及附加	25.83	25.82	26.43	29.58
营业费用	125.81	129.08	128.38	153.02
管理费用	136.19	138.04	143.48	191.28
财务费用	-121.17	-153.68	-151.34	-169.96
资产减值损失	-110.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-53.32	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.55	8.61	9.06	12.24
营业利润	798.42	1033.12	1198.33	1357.74
营业外收入	17.81	18.95	21.00	19.26
营业外支出	5.13	2.91	3.71	3.92
利润总额	811.10	1049.17	1215.62	1373.08
所得税	162.69	210.46	243.85	275.43
净利润	648.41	838.70	971.76	1097.65
少数股东损益	-10.61	-13.75	-15.94	-18.00
归属母公司净利润	659.02	852.46	987.70	1115.65
EBITDA	1590.57	1492.29	1670.99	1826.54
EPS (元)	0.29	0.38	0.44	0.49

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2.87%	2.17%	5.31%	35.09%
营业利润	-25.02%	29.40%	15.99%	13.30%
归属母公司净利润	-23.29%	29.35%	15.87%	12.95%
毛利率	33.35%	32.83%	35.26%	30.23%
净利率	18.78%	23.78%	26.16%	21.87%
ROE	6.11%	7.78%	8.62%	9.29%
ROIC	4.55%	4.83%	5.52%	6.03%
资产负债率	32.49%	32.37%	32.46%	34.65%
净负债比率	-39.61%	-38.39%	-41.05%	-47.59%
流动比率	2.34	2.42	2.59	2.53
速动比率	2.14	2.21	2.38	2.31
总资产周转率	0.20	0.21	0.21	0.27
应收账款周转率	3.69	3.66	3.95	4.36
应付账款周转率	4.44	4.41	4.64	5.24
每股收益	0.29	0.38	0.44	0.49
每股经营现金	0.57	0.69	0.76	0.92
每股净资产	4.77	4.85	5.06	5.31
P/E	23.31	18.02	15.56	13.77
P/B	1.42	1.40	1.34	1.28
EV/EBITDA	5.35	7.26	6.18	5.08
P/S	4.38	4.29	4.07	3.01

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn