

2025年09月01日

联美控股 (600167)

——供暖主业稳增利 重视现金牛高分红潜力

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司发布 2025 年半年报。**1H25 公司实现营业总收入 18.98 亿元，同比下降 2.65%；实现归母净利润 5.25 亿元，同比增长 9.87%，基本符合我们的预期。
- **成本显著改善，清洁供暖及发电业务盈利能力持续回升。**1H25 年公司供暖及蒸汽业务营业收入 14.16 亿元，同比增长 2.08%，毛利额 5.52 亿元，同比增加 26.94%。发电业务营业收入 0.68 亿元，同比下降 9.18%，毛利额 0.08 亿元，同比增加 19.54%。公司清洁供暖利润显著改善的主要原因在于燃料成本下降。1Q25 秦皇岛港 5500 大卡平均煤价为 721 元/吨，同比下降 20%，2Q25 均价进一步下降至 632 元/吨，同比下降 26%。动力煤价格回落，褐煤价格亦有所下降，1H25 供暖及蒸汽业务营业成本下降 9.27%。增收降本并行，公司主营供热业务盈利持续提升。
- **传媒业务利润下滑，期待裸眼 3D 大屏长期贡献业绩增量。**在传媒业务方面，公司子公司兆讯传媒 1H25 年实现营业收入 2.93 亿元，同比下降 8.81%，受高铁媒体营业收入下降，大屏投放后媒体资源成本增加等因素影响，兆讯传媒 1H25 营业利润 0.16 亿元，同比下降 48.6%。公司积极开拓商圈数字户外媒体业务，在全国多个知名商圈打造户外裸眼 3D 大屏，吸引众多知名品牌投放广告。目前公司裸眼 3D 大屏业务仍处于培育期，毛利率仍为负数。根据 2025 年 6 月公司公告《关于对上海证券交易所〈关于联美量子股份有限公司 2024 年年度报告的信息披露监管问询函〉的回复报告》（以下简称《回复报告》），毛利率为负的主要原因为媒体资源使用费占比高，且为固定成本且项目尚处于初期拓展阶段。随着资源利用效率提升、客户转化率上升后，裸眼 3D 大屏业务毛利率有望逐步改善。
- **在手现金储量充足，为公司提供稳定分红夯实基础。**截至 2025 年 6 月，公司在手现金高达 67.50 亿元，占公司总资产 41%。现金流高度充沛导致公司利息收入大于利息支出，1H25 公司财务费用为 -0.33 亿元。充足的现金以及极低的资产负债率可以为公司寻找新的增长点提供充分保障。《回复报告》针对存续募投项目进展缓慢原因等做出解释，并明确对存续募投项目的后续安排。同时公司在“十四五”期间分红规模稳中有升，2024 年现金分红及特别分红 0.32 元/股。考虑到 2025 年公司盈利能力提升，高分红潜力值得期待。
- **盈利预测与估值：**结合公司 2025 年半年报情况，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 8.41、8.86、9.29 亿元，当前股价对应 PE 分别为 18、17 和 17 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**煤炭价格波动，广告收入增长不及预期。公司于 2025 年 6 月 27 日公告对上交所问询函的回复报告，公司对货币资金及有息负债、广告发布业务收入增长及成本增长等问题做出详细回复。本次问询函涉及问题属于公司业务常规范畴，对公司主业发展不会产生重大影响，特此提示。

市场数据： 2025年08月29日

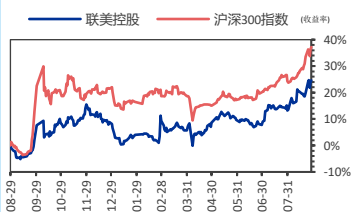
收盘价(元)	6.79
一年内最高/最低(元)	6.88/4.95
市净率	1.3
股息率(分红/股价)	4.71
流通 A 股市值(百万元)	15,365
上证指数/深证成指	3,857.93/12,696.15

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日

每股净资产(元)	4.80
资产负债率%	29.01
总股本/流通 A 股(百万)	2,263/2,263
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818×
zhuhe@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,509	1,898	3,632	3,731	3,831
同比增长率(%)	2.9	-2.7	3.5	2.7	2.7
归母净利润(百万元)	659	525	841	886	929
同比增长率(%)	-23.3	9.9	27.6	5.3	4.9
每股收益(元/股)	0.29	0.24	0.37	0.39	0.41
毛利率(%)	33.4	39.2	34.7	35.4	36.4
ROE(%)	6.1	4.8	7.7	7.9	8.0
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,412	3,509	3,632	3,731	3,831
其中：营业收入	3,412	3,509	3,632	3,731	3,831
减：营业成本	2,230	2,339	2,372	2,411	2,438
减：税金及附加	22	26	27	27	28
主营业务利润	1,160	1,144	1,233	1,293	1,365
减：销售费用	124	126	130	134	137
减：管理费用	149	136	141	145	149
减：研发费用	23	23	24	24	25
减：财务费用	-176	-121	-109	-130	-148
经营性利润	1,040	980	1,047	1,120	1,202
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-20	-67	-30	-30	-30
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	0	-111	0	0	0
加：投资收益及其他	116	41	45	50	55
营业利润	1,065	798	1,071	1,148	1,234
加：营业外净收入	23	13	0	0	0
利润总额	1,088	811	1,071	1,148	1,234
减：所得税	179	163	195	226	266
净利润	909	648	876	923	968
少数股东损益	50	-11	35	37	39
归属于母公司所有者的净利润	859	659	841	886	929

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。