

公司研究 | 点评报告 | 军信股份 (301109.SZ)

军信股份 2025H1 点评：内生稳健+并表亮眼， Q2/H1 归母业绩同比增 58%/49%

报告要点

军信股份 2025H1 实现归母净利润 4.0 亿元，同比增长 49.23%；其中 2025Q2，公司实现归母净利润 2.27 亿元，同比增长 57.68%。仁和环境并表利润亮眼；内生增长稳健，垃圾焚烧运行效率大幅提升、浏阳和平江项目投产贡献增量。公司积极开拓海外市场，目前已与吉尔吉斯共和国签订总处理规模 7000 吨/日，期待海外项目陆续投产带来的利润增量。

分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001
SFC: BU415



任楠

SAC: S0490518070001
SFC: BUZ393



贾少波

SAC: S0490520070003



李博文

SAC: S0490524080004



盛意

SAC: S0490525070006

军信股份 (301109.SZ)

军信股份 2025H1 点评：内生稳健+并表亮眼，Q2/H1 归母业绩同比增 58%/49%

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现营收 14.78 亿元，同比增长 33.07%；归母净利润 4.00 亿元，同比增长 49.23%；扣非归母净利润 3.86 亿元，同比增长 59.42%，基本每股收益 0.51 元/股，同比增长 10.13%；其中 2025Q2 实现营收 7.11 亿元，同比增长 15.91%；归母净利润 2.27 亿元，同比增长 57.68%；扣非归母净利润 2.20 亿元，同比增长 70.16%。

事件评论

- 2025H1 公司内生增长稳健，仁和环境并表利润增量亮眼。1) 仁和环境并表：**2025H1 贡献归母业绩 1.17 亿元（2022/2023A 测算全年并表增量为 1.25/1.50 亿元），较 2024H1 军信股份归母净利润弹性为 43.5%。**2) 内生：**剔除仁和和环境，主业贡献同比增速约 5.68%，推测来自垃圾焚烧运行效率大幅提升、以及浏阳和平江项目投资贡献增量。2025H1 公司生活垃圾处理量为 186 万吨，同比增 10.7%；上网电量 8.86 亿度，同比增 26.2%；吨垃圾上网电量 476 度，同比增 9.70%；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。
- 经营现金流提升，有望维持高分红。1) 现金流：**2025H1 公司经营活动现金流净额为 7.24 亿元，同比增 59.81%，主因仁和和环境并表贡献；资本开支为 3.01 亿元，同比增长 4.45%，推测主要为吉尔吉斯斯坦比什凯克项目支出；实现自由现金流 4.23 亿元，较去年同期 1.65 亿元大幅提升。**2) 分红：**2022-2024 年公司分红维持在 0.90 元/股，分红比例分别达 79.2%、71.8%、94.6%。公司发布《长期分红回报规划》，承诺保底分红比例 50%。
- 应收账款大幅增加，关注后续收款进度。**截至 2025/6/30，公司应收账款及票据为 19.2 亿元，同比增加 11.1 亿元，其中主要欠款方为长沙市城市管理局（应收账款期末余额 16.6 亿元，推测为垃圾转运费和垃圾处理费）、国网湖南省电力有限公司（应收账款期末余额 2.92 亿元）。长沙市城市管理局为公司第一大客户且当前欠款较多，需关注公司后续重点客户的收款进度。
- 新项目投产贡献增量，积极开拓海外市场。1) 国内新项目：**浏阳市（1200 吨/日）和平江县（600 吨/日）垃圾焚烧发电项目于 2024 年底至 2025 年初建成投产，将成为 2025 年业绩增长的重要驱动力。**2) 海外市场突破：**公司已与①吉尔吉斯共和国签订总处理规模 7000 吨/日（比什凯克市垃圾科技处置发电项目垃圾处理规模规划为 3000 吨/日，一期建设规模为 1000 吨/日，预计 2025 年底投产；奥什市垃圾科技处置项目垃圾处理规模规划为 2000 吨/日；伊塞克湖地区垃圾科技处置项目垃圾处理规模规划为 2000 吨/日）的垃圾科技处置项目协议；②与哈萨克斯坦阿拉木图市签署《三方初步谅解协议》，拟投资金额约 2.8 亿美元建设固废发电设施。
- 盈利预测与估值：**预计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.67/8.33/9.02 亿元，对应 PE 分别为 15.9x/14.6x/13.5x，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、特许经营权到期无法续约的风险；
- 2、应收账款大幅增加无法收回的风险。

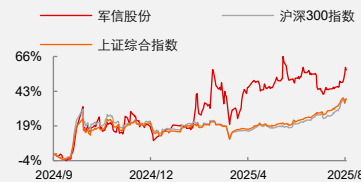
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	15.43
总股本(万股)	78,910
流通A股/B股(万股)	20,534/0
每股净资产(元)	9.49
近12月最高/最低价(元)	24.22/13.62

注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《军信股份：仁和环境并表效应显著，2024A/2025Q1 归母业绩同比增 4.36%/39.4%》
2025-04-22
- 《军信股份深度：湖南固废处置龙头，纵横一体化持续深入+稳健分红》2025-03-05



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、特许经营权到期无法续约的风险：根据特许经营权合同及其补充协议，在特许经营期满后，政府重新授予时，仁和环境及其子公司在同等条件下享有优先权，但若拥有雄厚资金实力、深厚技术积累、丰富运营经验的全国性环保行业龙头企业参与竞标，仁和环境及其子公司存在无法续约的可能性。

2、应收账款大幅增加无法收回的风险：截至 2025/6/30，公司应收账款有所增加，主要欠款客户为长沙市城市管理局。由于固废处理收入为公司主营业务收入的重要组成部分，长沙市城管局为公司主要客户，公司主要通过向政府有关部门/单位提供固废处理服务，并按相关协议约定收取处理服务费。若后续回款情况没有实质性改善，将给公司正常生产经营带来较大风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2431	3186	3450	3937	货币资金	1457	2238	2474	2701
营业成本	1410	1473	1596	1948	交易性金融资产	547	547	547	547
毛利	1020	1712	1854	1989	应收账款	1803	2362	2555	2913
%营业收入	42%	54%	54%	51%	存货	36	61	67	81
营业税金及附加	37	47	48	55	预付账款	15	16	17	21
%营业收入	2%	1%	1%	1%	其他流动资产	347	357	361	368
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	4207	5582	6021	6632
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	2	4	6	8
管理费用	147	235	286	305	投资性房地产	9	18	27	36
%营业收入	6%	7%	8%	8%	固定资产合计	579	865	851	921
研发费用	64	70	95	110	无形资产	8039	8046	8053	8060
%营业收入	3%	2%	3%	3%	商誉	146	292	438	583
财务费用	99	65	42	30	递延所得税资产	110	108	108	108
%营业收入	4%	2%	1%	1%	其他非流动资产	951	923	921	920
加: 资产减值损失	2	0	0	0	资产总计	14043	15837	16425	17269
信用减值损失	-12	-2	-3	-3	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	8	0	0	0	应付款项	430	393	426	519
投资收益	32	31	42	48	预收账款	0	0	0	0
营业利润	761	1378	1496	1619	应付职工薪酬	71	74	80	98
%营业收入	31%	43%	43%	41%	应交税费	64	84	91	104
营业外收支	2	0	0	0	其他流动负债	1240	1274	1339	1526
利润总额	763	1378	1496	1619	流动负债合计	1805	1825	1936	2247
%营业收入	31%	43%	43%	41%	长期借款	2404	2004	1804	1604
所得税费用	76	179	194	211	应付债券	0	0	0	0
净利润	686	1199	1301	1409	递延所得税负债	286	272	272	272
归属于母公司所有者的净利润	536	767	833	902	其他非流动负债	948	1057	1057	1057
少数股东损益	150	432	468	507	负债合计	5442	5157	5068	5179
EPS (元)	1.31	0.97	1.06	1.14	归属于母公司所有者权益	6855	8503	8711	8936
					少数股东权益	1746	2177	2646	3153
现金流量表 (百万元)					股东权益	8601	10680	11357	12090
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	14043	15837	16425	17269
经营活动现金流净额	971	1485	2058	2187					
取得投资收益收回现金	42	31	42	48	基本指标				
长期股权投资	-2	-2	-2	-2		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-920	-1245	-945	-1045	每股收益	1.31	0.97	1.06	1.14
其他	1044	10	-17	-17	每股经营现金流	1.88	1.88	2.61	2.77
投资活动现金流净额	164	-1206	-922	-1016	市盈率	12.75	15.9	14.6	13.5
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.25	1.43	1.40	1.36
股权融资	25	1463	0	0	EV/EBITDA	8.80	5.50	5.10	4.66
银行贷款增加(减少)	588	-400	-200	-200	总资产收益率	3.8%	4.8%	5.1%	5.2%
筹资成本	-663	-662	-700	-744	净资产收益率	7.8%	9.0%	9.6%	10.1%
其他	-502	105	0	0	净利率	22.1%	24.1%	24.1%	22.9%
筹资活动现金流净额	-552	505	-900	-944	资产负债率	38.8%	32.6%	30.9%	30.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	583	781	236	228	总资产周转率	0.21	0.21	0.21	0.23

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。