

永兴股份 (601033)

2025 年报点评：产能利用率提升 7pct 至 87%，积极拓展掺烧&供热，高分红 66%

买入 (维持)

2026 年 04 月 01 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

研究助理 田源

执业证书：S0600125040008
tiany@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	3,765	4,287	4,489	4,768	5,026
同比 (%)	6.45	13.88	4.70	6.23	5.40
归母净利润 (百万元)	820.57	860.55	959.72	1,054.84	1,154.09
同比 (%)	11.67	4.87	11.52	9.91	9.41
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.91	0.96	1.07	1.17	1.28
P/E (现价&最新摊薄)	17.74	16.91	15.16	13.80	12.61

投资要点

- **事件**：2025 年公司实现营业收入 42.87 亿元，同比增长 13.9%；归母净利润 8.61 亿元，同比增长 4.9%。其中，25Q4 资产减值计提 0.63 亿元，若还原资产减值后公司 25 年归母净利润同比增长 12.6%。
- **2025 年垃圾量同增 18%，产能利用率提升 7pct 至 87%**。2025 年公司垃圾焚烧发电项目垃圾进厂总量 1,096.43 万吨，同比增长 18.1%；生物质处理项目垃圾进厂总量 67.12 万吨（24 年 73.57 万吨）。截至 2025 年末，公司控股运营 16 个垃圾焚烧发电项目，设计处理能力合计 34,690 吨/日（较 24 年末新增 2 个项目、新增 2,600 吨/日）；运营 5 个生物质处理项目及 1 个生物质协同处理项目，设计处理能力合计 3,290 吨/日。我们测算 2025 年公司焚烧产能利用率约为 86.6%，同比提升 7.3pct。2025 年公司垃圾焚烧发电量 52.75 亿度，上网电量 45.07 亿度（同增 9.3%），吨发电量 481 度/吨（24 年 503 度/吨），吨上网 411 度/吨（24 年 444 度/吨）。主营业务（项目运营）毛利率 40.9%，同比下降 0.8pct；主要系广州市外业务（含洁晋并表）毛利率同比下降 13.5pct 至 24.0%，拖累整体毛利率。
- **积极拓展掺烧&供热，洁晋并购落地，对外布局稳步推进**。2025 年公司累计掺烧存量陈腐垃圾约 160 万吨（24 年超 70 万吨），是产能利用率提升的核心驱动力，公司持续顺利推进兴丰应急填埋场存量垃圾开挖处置等项目。公司 25 年供汽量约 21 万吨（24 年 16.44 万吨），移动储能供热项目已在多个下属项目投入运营，并全力推进供热管网向周边工业片区延伸覆盖。25 年 7 月广州环投与多家企业达成从化区蒸汽保障合作，26 年初与南沙区易创汇科技园签署供汽战略协议；同时，26 年 1 月公司下属第六资源热力电厂供热项目（增城区）已启动勘察设计招标，随着管网建设在多个区域逐步落地，供热业务有望成为公司利润的新增量。2025 年 5 月完成对洁晋公司控股股权收购（持股比例由 49.0% 提升至 90.0%），正式纳入合并报表范围。短期内并表带来管理费用及运营成本增加，预计随整合深入，洁晋公司盈利能力将逐步改善。同时，公司全资设立环兴香港公司，搭建国际化发展平台，积极探索海外项目投资。
- **财务费用下降支撑利润，经营性现金流稳健**。2025 年财务费用 2.83 亿元，同比下降 16.4%，主要系公司贷款平均利率下降所致。2025 年公司经营性现金流净额 18.26 亿元，同比下降 4.3%；购建固定无形长期资产支付的现金 8.59 亿元，同比增加 38.7%；测算简易自由现金流 9.67 亿元，较 2024 年的 12.89 亿元有所回落，系资本开支阶段性增加。截至 2025 年底，资产负债率 55.7%，同比降低 0.4pct，财务结构稳步优化。
- **25 年分红比例 66%，26-28 年承诺分红比例 60% 以上**。2025 年，公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.63 元（含税），合计派发 5.67 亿元，同增 5.0%，分红比例达到 65.9%（2024 年 65.8%），对应股息率 4.2%。同时，公司发布未来三年股东分红回报规划，承诺 26-28 年分红比例不低于 60%。（估值日期：2026/3/31）
- **盈利预测与投资评级**：公司掌握广州优质垃圾焚烧项目，积极推进掺烧+供热业务，产能利用率持续提升支撑业绩增长，具备长期分红能力。考虑洁晋公司并表后运营不及预期，我们下调 2026-2027 年归母净利润从 10.17/10.87 亿元至 9.60/10.55 亿元，预计 2028 年归母净利润 11.54 亿元，对应 PE 15/14/13 倍。维持“买入”评级。（估值日期：2026/3/31）
- **风险提示**：补贴政策风险，垃圾量不及预期，收入区域集中度高的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.87
一年最低/最高价	14.60/17.23
市净率(倍)	1.24
流通 A 股市值(百万元)	3,568.80
总市值(百万元)	13,383.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.01
资产负债率(% ,LF)	55.72
总股本(百万股)	900.00
流通 A 股(百万股)	240.00

相关研究

《永兴股份(601033)：2025 年三季度报点评：25Q3 归母净利润同增 26%，自由现金流持续增厚》

2025-10-29

《永兴股份(601033)：2025 年中报点评：产能爬坡垃圾处理量提升，支撑归母净利润同增超 9%》

2025-08-28

永兴股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,856	4,684	6,179	7,889	营业总收入	4,287	4,489	4,768	5,026
货币资金及交易性金融资产	629	1,405	2,717	4,261	营业成本(含金融类)	2,529	2,661	2,848	3,013
经营性应收款项	2,714	2,762	2,939	3,103	税金及附加	82	85	88	91
存货	96	96	98	99	销售费用	0	0	0	1
合同资产	1	1	1	1	管理费用	306	314	334	352
其他流动资产	416	420	423	425	研发费用	153	148	153	151
非流动资产	21,092	21,005	20,428	19,653	财务费用	283	294	285	266
长期股权投资	326	376	426	476	加:其他收益	62	65	90	101
固定资产及使用权资产	11,752	11,904	11,565	11,027	投资净收益	30	46	52	50
在建工程	422	418	414	412	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	7,398	7,098	6,798	6,498	减值损失	(46)	0	0	0
商誉	15	15	15	15	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	47	52	57	62	营业利润	981	1,096	1,202	1,304
其他非流动资产	1,131	1,141	1,151	1,161	营业外净收支	2	2	2	2
资产总计	24,948	25,689	26,607	27,542	利润总额	983	1,098	1,204	1,306
流动负债	3,858	4,020	4,263	4,422	减:所得税	106	121	130	131
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,022	1,022	1,022	1,022	净利润	877	977	1,074	1,175
经营性应付款项	1,845	1,942	2,078	2,198	减:少数股东损益	17	18	19	21
合同负债	52	55	58	0	归属母公司净利润	861	960	1,055	1,154
其他流动负债	939	1,002	1,105	1,202	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.96	1.07	1.17	1.28
非流动负债	10,044	9,645	9,246	8,847	EBIT	1,297	1,392	1,490	1,572
长期借款	9,262	8,862	8,462	8,062	EBITDA	2,277	2,452	2,536	2,612
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.02	40.71	40.27	40.05
租赁负债	9	10	11	12	归母净利率(%)	20.07	21.38	22.12	22.96
其他非流动负债	773	773	773	773	收入增长率(%)	13.88	4.70	6.23	5.40
负债合计	13,902	13,665	13,509	13,269	归母净利润增长率(%)	4.87	11.52	9.91	9.41
归属母公司股东权益	10,812	11,772	12,827	13,981					
少数股东权益	234	252	271	292					
所有者权益合计	11,047	12,024	13,098	14,273					
负债和股东权益	24,948	25,689	26,607	27,542					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,826	2,403	2,443	2,474	每股净资产(元)	12.01	13.08	14.25	15.53
投资活动现金流	(526)	(926)	(416)	(213)	最新发行在外股份(百万股)	900	900	900	900
筹资活动现金流	(1,860)	(702)	(715)	(717)	ROIC(%)	5.57	5.73	5.97	6.15
现金净增加额	(560)	775	1,312	1,543	ROE-摊薄(%)	7.96	8.15	8.22	8.25
折旧和摊销	980	1,060	1,046	1,040	资产负债率(%)	55.72	53.19	50.77	48.18
资本开支	(859)	(906)	(403)	(198)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.91	15.16	13.80	12.61
营运资本变动	(325)	110	61	(8)	P/B(现价)	1.35	1.24	1.13	1.04

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>