

军信股份（301109）

2025 年报点评：仁和环境全年并表驱动业绩大增 34%，比什凯克一期投运开启海外征程买入（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）	2,431	2,748	2,999	3,107	3,281
同比（%）	30.86	13.05	9.13	3.60	5.62
归母净利润（百万元）	536.28	716.57	826.06	871.23	919.50
同比（%）	4.36	33.62	15.28	5.47	5.54
EPS-最新摊薄（元/股）	0.68	0.91	1.05	1.10	1.17
P/E（现价&最新摊薄）	24.31	18.19	15.78	14.96	14.18

投资要点

- **事件：**2025 年全年，公司实现营业收入 27.48 亿元，同比增长 13.05%；实现归母净利润 7.17 亿元，同比增长 33.62%。
- **仁和环境全年并表驱动营收利润双增，贡献归母 31%。**2025 年公司营收利润双增，主要系仁和环境自 2024 年 12 月起纳入合并范围，2025 年全年并表。2025 年仁和环境实现收入 10.83 亿元（占比公司收入 39.42%），净利润约 3.57 亿元，按 63%股权计算贡献归母净利润 2.25 亿元（占比公司归母净利润 31.35%）。分业务看：1）垃圾发电项目建设运营业务：收入 13.73 亿元（同比-31.08%，占比 49.97%），毛利率 61.03%（同比+21.63% pct），主要系 2024 年浏阳、平江项目建设阶段存在建设收入，拉低整体毛利率；2）生活垃圾中转处理业务：收入 6.85 亿元（同比约+1,167%），主要系仁和环境全年并表贡献，占比 24.93%，毛利率 54.56%；3）污水、污泥、飞灰、填埋项目建设运营业务：收入约 2.91 亿元，占比 10.60%。毛利率 48.78%，同比降低 16.02 个百分点；4）其他业务（包括配套污水、餐厨垃圾处理、工业混合油等）：收入 4.00 亿元，占比 14.47%。运营数据来看：2025 年公司生活垃圾处理量为 378.28 万吨，同增 14.1%；上网电量 18.39 亿度，同增 24.8%；吨垃圾上网电量 486.26 度，同增 5.7%；餐厨垃圾处理量 41.57 万吨；生活垃圾中转处理量 325.08 万吨；工业级混合油销售量 3.07 万吨。
- **比什凯克一期 1000 吨/日项目投运，海外征程正式开启。**当前公司海外投运+在建产能合计达 9000 吨/日：1）比什凯克市项目（规划 3000 吨/日）：比什凯克一期已于 2025 年 12 月正式投入运行，设计规模为 1000 吨/日，公司成为吉尔吉斯境内唯一生活垃圾焚烧项目运营商，先发优势显著。2）吉尔吉斯斯坦项目：奥什市（规划 2000 吨/日）已签署投资协议与特许经营协议；伊塞克湖州（规划 2000 吨/日）已签署投资协议。3）哈萨克斯坦：阿拉木图项目已签署投资协议（规划 2000 吨/日）。
- **自由现金流大增 160%，丰厚分红彰显股东回报长期承诺。**2025 年全年经营活动现金流净额 16.99 亿元，同比增长 74.98%，主要系仁和环境全年并表显著扩大现金入账规模。购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金约 6.00 亿元，同比下降 34.78%；实现自由现金流约 10.99 亿元，同比提升 159.81%。2025 年度公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.53 元（含税），对应现金分红总额约 5.07 亿元（与 24 年持平），分红比例达 70.74%。
- **盈利预测与投资评级：**受益于湖南长沙区位优势 and 优质固废资产，仁和环境全年并表驱动业绩高增，经营现金流大幅扩张支撑高分红。考虑比什凯克项目正式投运开启增量空间以及未来海外项目逐步落地，我们维持 2026-2027 年公司归母净利润 8.26/8.71 亿元，预计 2028 年 9.20 亿元，对应 PE 为 16/15/14 倍，维持“买入”评级。（估值日期：2026/4/1）
- **风险提示：**电价补贴政策风险；特许经营权项目到期风险；海外项目推进不及预期风险；应收账款风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.52
一年最低/最高价	13.67/24.22
市净率(倍)	1.68
流通 A 股市值(百万元)	3,804.93
总市值(百万元)	13,035.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.82
资产负债率(% ,LF)	34.53
总股本(百万股)	789.10
流通 A 股(百万股)	230.32

相关研究

《军信股份(301109)：2025 年三季度报点评：并购+提效带动业绩高增，积极拓展海外市场》

2025-10-31

《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%》

2025-08-29

军信股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5,079	5,478	6,289	7,182	营业总收入	2,748	2,999	3,107	3,281
货币资金及交易性金融资产	2,611	3,115	3,894	4,716	营业成本(含金融类)	1,228	1,380	1,426	1,500
经营性应收款项	1,771	1,668	1,709	1,787	税金及附加	48	51	53	56
存货	41	44	44	44	销售费用	0	0	0	0
合同资产	26	30	31	33	管理费用	220	232	235	253
其他流动资产	629	621	612	602	研发费用	90	90	93	98
非流动资产	9,545	9,654	9,471	9,262	财务费用	111	117	114	101
长期股权投资	2	2	3	3	加:其他收益	74	81	84	89
固定资产及使用权资产	1,124	1,314	1,433	1,367	投资净收益	27	27	28	29
在建工程	102	275	237	368	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	7,754	7,516	7,268	7,010	减值损失	(6)	(22)	(22)	(22)
商誉	146	146	146	146	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	82	86	90	94	营业利润	1,150	1,216	1,276	1,368
其他非流动资产	334	314	294	274	营业外净收支	1	2	1	1
资产总计	14,623	15,133	15,761	16,444	利润总额	1,151	1,217	1,277	1,369
流动负债	1,160	1,212	1,239	1,277	减:所得税	157	158	160	175
短期借款及一年内到期的非流动负债	503	503	503	503	净利润	994	1,059	1,117	1,194
经营性应付款项	434	460	475	500	减:少数股东损益	277	233	246	275
合同负债	3	3	3	3	归属母公司净利润	717	826	871	920
其他流动负债	220	246	257	270	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.91	1.05	1.10	1.17
非流动负债	3,890	3,991	4,092	4,193	EBIT	1,230	1,334	1,390	1,470
长期借款	2,506	2,606	2,706	2,806	EBITDA	1,892	1,964	2,063	2,169
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	55.31	53.99	54.11	54.27
租赁负债	7	8	9	10	归母净利率(%)	26.08	27.55	28.04	28.02
其他非流动负债	1,377	1,377	1,377	1,377	收入增长率(%)	13.05	9.13	3.60	5.62
负债合计	5,050	5,203	5,331	5,470	归母净利润增长率(%)	33.62	15.28	5.47	5.54
归属母公司股东权益	7,750	7,874	8,128	8,398					
少数股东权益	1,823	2,056	2,302	2,576					
所有者权益合计	9,573	9,929	10,430	10,974					
负债和股东权益	14,623	15,133	15,761	16,444					

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,699	1,966	1,911	1,991	每股净资产(元)	9.82	9.98	10.30	10.64
投资活动现金流	(1,931)	(811)	(511)	(510)	最新发行在外股份(百万股)	789	789	789	789
筹资活动现金流	8	(750)	(670)	(710)	ROIC(%)	8.82	9.05	9.11	9.18
现金净增加额	(224)	404	730	772	ROE-摊薄(%)	9.25	10.49	10.72	10.95
折旧和摊销	662	630	672	699	资产负债率(%)	34.53	34.38	33.82	33.27
资本开支	(600)	(754)	(505)	(505)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.19	15.78	14.96	14.18
营运资本变动	(27)	135	(27)	(54)	P/B(现价)	1.68	1.66	1.60	1.55

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>