

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

联美控股 (600167. SH)

投资评级 ——

上次评级 ——

郭雪 环保公用联席首席分析师

执业编号: S1500525030002

邮箱: guoxue@cindasc.com

吴柏莹 环保行业分析师

执业编号: S1500524100001

邮箱: wuboying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
B座

邮编: 100031

## 工程及接网收入拖累收入，归母净利润逆势增长 4%

2026年4月30日

**事件:** 公司发布 2025 年年度报告，2025 年公司实现总营业收入 32.39 亿元，同比减少 7.70%；实现归母净利润 6.86 亿元，同比增长 4.09%；实现扣非归母净利润 6.24 亿元，同比减少 8.16%。2025 年计划现金分红 3.34 亿元，分红比例达到 48.64%。

2026 年一季度，公司实现总营业收入 15.84 亿元，同比减少 6.76%；实现归母净利润 5.33 亿元，同比下降 13.82%；实现扣非归母净利润 5.46 亿元，同比减少 8.98%。

### 点评:

- **清洁供热业务毛利率修复，工程及广告业务拖累整体收入。** 2025 年公司实现总营业收入 32.39 亿元，同比减少 7.70%，主要系工程、接网及广告收入减少所致。分业务看，公司核心的清洁能源业务实现收入 26.56 亿元，同比下降 5.42%；广告发布业务实现收入 5.53 亿元，同比下降 17.48%。清洁能源业务内部，作为基本盘的供热业务表现稳健，实现收入 23 亿元，同比增长 1.07%，其毛利率为 28.29%，同比提升 3.87 个百分点，主要受益于燃料采购成本同比下降 10.83%；而工程和接网业务受地产周期等因素影响，收入分别同比下滑 66.39%和 18.75%。公司归母净利润逆势增长主要源于持有的交易性金融资产及其他非流动金融资产公允价值回升，2025 年公允价值变动收益为 0.32 亿元，而上年同期为-0.53 亿元。
- **持续加大研发投入，打造科技创新型综合能源服务商。** 公司坚持以科技创新为驱动，2025 年研发投入达 4441 万元，同比大幅增长 93.71%。公司全资子公司国惠新能源是供热行业中少有的高新技术企业，已连续 4 次通过高新技术企业认证复审。截至 2025 年底，公司拥有授权专利 87 项，其中发明专利 21 项，实用新型 59 项，软件著作权 7 项。公司在热网平衡、热网自控、低位热能利用等方面形成具有自主知识产权的专有技术，其中自主研发的热动离心式水源热泵项目，通过提取中水余热，实现了可再生能源与传统能源的有效结合，被评为国家可再生能源建筑应用示范项目。同时，公司依托热源超低排放改造、余热利用及智慧运营等技术，构建“源-网-荷”协同的新型综合能源服务体系，为用户提供绿色高效智慧化解决方案，进一步巩固以科技创新为动力的综合能源服务商定位。
- **深耕沈阳核心新兴区域，供热主业基本盘稳固。** 公司主要热源厂位于沈阳市具有发展潜力的新城，区位优势显著，且服务区域相对封闭，市场稳固。子公司浑南热力为浑南区、沈抚新区提供服务，国润低碳位于作为沈阳行政、科技、文化中心的浑南新城，新北热电则覆盖沈阳北站商贸金融等核心区域，这些区域均为新兴城区，用热需求增长潜力大。2025 年，公司平均供暖面积约 7824 万平方米，联网面积约 11,002 万

平方米，规模优势持续。此外，子公司联美生物能源是其所在江苏泰州医药开发区唯一的生物质工业蒸汽供应商，市场潜力将随区域需求增长而释放。

- **盈利预测：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 32.87 亿元、33.47 亿元、34.35 亿元；归母净利润分别为 7.87 亿元、8.13 亿元、8.35 亿元，增速分别为 14.8%、3.3%、2.7%。
- **风险因素：**煤炭价格变动风险，维护老化管网设备带来成本增加风险，气候风险，广告行业景气度下降风险，行业竞争加剧风险，新业务拓展不及预期风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3,509	3,239	3,287	3,347	3,435
增长率 YoY %	2.9%	-7.7%	1.5%	1.8%	2.6%
归属母公司净利润 (百万元)	659	686	787	813	835
增长率 YoY%	-23.3%	4.1%	14.8%	3.3%	2.7%
毛利率%	33.4%	32.0%	33.2%	34.4%	34.3%
净资产收益率ROE%	6.1%	6.0%	6.7%	6.8%	6.8%
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.31	0.35	0.36	0.37
市盈率 P/E(倍)	19.52	35.30	19.28	18.67	18.17
市净率 P/B(倍)	1.20	1.38	1.29	1.26	1.24

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>流动资产</b>	<b>9,725</b>	<b>9,831</b>	<b>9,991</b>	<b>10,170</b>	<b>10,534</b>	
货币资金	7,479	7,448	7,733	7,866	8,157	
应收票据	1	5	2	3	3	
应收账款	1,037	1,093	972	1,036	1,079	
预付账款	72	93	92	63	85	
存货	318	335	306	313	327	
其他	818	856	886	889	882	
<b>非流动资产</b>	<b>7,494</b>	<b>7,521</b>	<b>7,340</b>	<b>7,169</b>	<b>7,058</b>	
长期股权投资	107	113	118	119	125	
固定资产	3,267	3,005	2,823	2,658	2,547	
无形资产	638	643	634	625	615	
其他	3,481	3,759	3,765	3,768	3,771	
<b>资产总计</b>	<b>17,219</b>	<b>17,352</b>	<b>17,331</b>	<b>17,339</b>	<b>17,592</b>	
<b>流动负债</b>	<b>4,158</b>	<b>4,011</b>	<b>3,707</b>	<b>3,468</b>	<b>3,469</b>	
短期借款	1,510	1,528	1,222	978	929	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	585	465	491	502	477	
其他	2,062	2,018	1,994	1,988	2,063	
<b>非流动负债</b>	<b>1,437</b>	<b>1,045</b>	<b>1,045</b>	<b>1,045</b>	<b>1,045</b>	
长期借款	50	46	46	46	46	
其他	1,387	1,000	1,000	1,000	1,000	
<b>负债合计</b>	<b>5,595</b>	<b>5,056</b>	<b>4,753</b>	<b>4,514</b>	<b>4,514</b>	
少数股东权益	837	808	815	809	806	
归属母公司	10,787	11,487	11,763	12,016	12,272	
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,219</b>	<b>17,352</b>	<b>17,331</b>	<b>17,339</b>	<b>17,592</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	3,509	3,239	3,287	3,347	3,435	
同比	2.9%	-7.7%	1.5%	1.8%	2.6%	
归属母公司净利润	659	686	787	813	835	
同比	-23.3%	4.1%	14.8%	3.3%	2.7%	
毛利率(%)	33.4%	32.0%	33.2%	34.4%	34.3%	
ROE%	6.1%	6.0%	6.7%	6.8%	6.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.31	0.35	0.36	0.37	
P/E	19.52	35.30	19.28	18.67	18.17	
P/B	1.20	1.38	1.29	1.26	1.24	
EV/EBITDA	5.35	7.68	7.85	7.17	6.70	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>营业总收入</b>	<b>3,509</b>	<b>3,239</b>	<b>3,287</b>	<b>3,347</b>	<b>3,435</b>	
营业成本	2,339	2,203	2,194	2,197	2,258	
营业税金及附加	26	27	29	33	37	
销售费用	126	79	85	80	69	
管理费用	136	156	143	144	144	
研发费用	23	44	31	35	38	
财务费用	-121	-78	-125	-108	-103	
减值损失合计	-178	-85	0	0	0	
投资净收益	9	22	9	8	8	
其他	-13	62	32	20	18	
<b>营业利润</b>	<b>798</b>	<b>808</b>	<b>970</b>	<b>993</b>	<b>1,018</b>	
营业外收支	13	17	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>811</b>	<b>825</b>	<b>970</b>	<b>993</b>	<b>1,018</b>	
所得税	163	148	176	186	186	
<b>净利润</b>	<b>648</b>	<b>677</b>	<b>794</b>	<b>808</b>	<b>832</b>	
少数股东损益	-11	-9	7	-6	-3	
<b>归属母公司净利</b>	<b>659</b>	<b>686</b>	<b>787</b>	<b>813</b>	<b>835</b>	
EBITDA	1,591	1,434	1,234	1,298	1,340	
EPS(当年)(元)	0.29	0.31	0.35	0.36	0.37	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,299</b>	<b>1,228</b>	<b>1,394</b>	<b>1,240</b>	<b>1,291</b>	
净利润	648	677	794	808	832	
折旧摊销	766	734	395	407	422	
财务费用	106	87	86	75	68	
投资损失	-9	-22	-9	-8	-8	
营运资金变动	-417	-287	127	-41	-23	
其它	204	40	0	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-440</b>	<b>-256</b>	<b>-206</b>	<b>-228</b>	<b>-303</b>	
资本支出	-157	-192	-210	-235	-305	
长期投资	-294	-69	-5	-1	-6	
其他	10	5	9	8	8	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,344</b>	<b>-916</b>	<b>-903</b>	<b>-879</b>	<b>-697</b>	
吸收投资	0	0	-11	0	0	
借款	-38	14	-306	-244	-49	
支付利息或股息	-794	-490	-586	-635	-648	
<b>现金流净增加额</b>	<b>-486</b>	<b>56</b>	<b>285</b>	<b>133</b>	<b>291</b>	

## 研究团队简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。