

瀚蓝环境（600323.SH）

利润持续增长，“焚烧+”协同效益显著

2024Q3 利润持续增长。公司 2024 前三季度实现营收 87.3 亿元，yoy-2.6%，实现归母净利润 13.9 亿元，yoy+18.8%。2024Q3 单季度实现营收 29.1 亿元，yoy-4.2%，实现归母净利润 5.0 亿元，yoy+4.7%。公司净利润同比增长而营收同比下降的主要原因是：（1）固废工程业务收入规模下降导致营业收入下降；（2）济宁项目补确认 2020 年 11 月至 2024 年 8 月电费收入影响净利润约 1.2 亿元；（3）天然气业务进销价差有所改善，能源业务经营情况好转；（4）公司持续落实降本增效举措取得良好成效。

盈利能力显著提升，费用管控合理，应收账款回款加速。2024 前三季度，公司实现综合毛利率 31.4%（yoy+4.4pct），主要是运营效率提升、天然气价差改善所致。三费合计比率 10.8%（yoy+0.4pct），其中，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 1.0%/5.4%/4.4%，yoy+0.02pct/+0.4pct/-0.06pct。经营活动现金流净额 13.4 亿元，yoy-17.7%，主要是去年同期收到应收账款债权转让款 9.9 亿元，剔除该影响，经营活动产生的现金流量净额同比增加约 7.0 亿元，主要是固废业务及排水业务本期经营回款增加。目前公司已经解决了对应的 7.9 亿元存量应收账款，预计年内相关存量应收账款将较大幅度下降。

公司以固废业务为核心，多板块协同发展。分业务看，2024 年前三季度固废处理业务实现营收 45.1 亿元（yoy-2.1%），实现净利润 9.5 亿元（yoy+14.9%），在工程类业务收入大幅下降的背景下，运营类业务收入保持稳定增长并维持较高的盈利水平；能源业务实现营收 27.8 亿元（yoy-6.1%），主要系天然气销售价格下降；供水业务实现营收 7.1 亿元，与去年同期持平；排水业务实现营收 5.0 亿元（yoy+12.9%），主要系确认丹灶金沙厂扩建项目 2022 年 6 月至今的运营收入，以及新东南厂确认过渡期间运营收入。公司新增雨水管网委托运营，进一步拓展轻资产运营业务。

“焚烧+”促进降本增效，运营水平持续提升。公司在固废处理领域横向拓展与纵向延伸并重，业务协同发展促进降本增效：1）2024 年前三季度实现对外供热 104.2 万吨，yoy+33.3%；截至目前，公司累计已实现 13 个垃圾焚烧发电项目对外供热业务协议的签订。2）餐厨垃圾制氢项目已于 2023 年下半年竣工运行，2024 年前三季度实现氢气对外销售 59.6 万公斤，yoy+168.6%。3）垃圾焚烧发电精细化管理，产能利用率超过 120%，吨垃圾发电电量、吨垃圾上网电量同比增长，分别达 375.6 度和 324.3 度。

投资建议：公司已形成完整生态环境服务产业链，板块资源共享和协同效应较强，发展稳健。由于粤丰环保并购细节仍需进一步确定，暂不考虑并购影响的基础上，预计公司 2024-2026 年归母净利润 17.4/18.3/19.3 亿元，对应 PE 分别为 10.8/10.2/9.7X，维持“买入”评级。

风险提示：项目投产不及预期、行业竞争加剧、政策变动风险等。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,875	12,541	12,841	13,265	13,779
增长率 yoy（%）	9.3	-2.6	2.4	3.3	3.9
归母净利润（百万元）	1,142	1,430	1,735	1,829	1,927
增长率 yoy（%）	-1.9	25.2	21.3	5.4	5.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.40	1.75	2.13	2.24	2.36
净资产收益率（%）	10.1	11.4	12.5	11.9	11.5
P/E（倍）	16.3	13.0	10.8	10.2	9.7
P/B（倍）	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	环境治理
前次评级	买入
10 月 28 日收盘价（元）	22.88
总市值（百万元）	18,655.14
总股本（百万股）	815.35
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	9.66

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

分析师 沈佳纯

执业证书编号：S0680524070009

邮箱：shenjiaochun@gszq.com

研究助理 胡心源

执业证书编号：S0680123070014

邮箱：huxinyuan@gszq.com

相关研究

- 1、《瀚蓝环境（600323.SH）：业绩持续增长，“大固废”战略深入推进》 2024-08-27
- 2、《瀚蓝环境（600323.SH）：联手粤丰环保，促进“大固废”业务协同增效》 2024-07-08
- 3、《瀚蓝环境（600323.SH）：利润稳健增长，业务拓展纵横深入》 2024-04-12

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6432	7808	9138	8931	9691
现金	1107	1523	1236	1574	1444
应收票据及应收账款	2784	3280	4503	4341	4845
其他应收款	201	163	232	210	249
预付账款	171	201	364	156	331
存货	264	235	398	245	416
其他流动资产	1904	2406	2406	2406	2406
非流动资产	26856	27990	28730	29446	29922
长期投资	720	1075	1503	1897	2305
固定资产	5611	5740	5554	5420	5366
无形资产	10689	11836	12101	12397	12352
其他非流动资产	9837	9339	9572	9731	9899
资产总计	33288	35798	37868	38377	39613
流动负债	9867	9908	10366	8883	8835
短期借款	1776	1964	1964	1964	1964
应付票据及应付账款	3453	3374	3534	1284	697
其他流动负债	4638	4570	4868	5635	6174
非流动负债	11827	13050	13271	13705	13334
长期借款	9584	10847	11078	11508	11139
其他非流动负债	2243	2202	2193	2196	2195
负债合计	21693	22958	23637	22588	22170
少数股东权益	716	721	768	819	890
股本	815	815	815	815	815
资本公积	2455	2443	2443	2443	2443
留存收益	7535	8785	10149	11563	13074
归属母公司股东权益	10879	12119	13462	14971	16553
负债和股东权益	33288	35798	37868	38377	39613

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	422	2482	1653	1814	1943
净利润	1171	1470	1782	1880	1998
折旧摊销	967	1152	1186	1267	1296
财务费用	494	502	362	436	434
投资损失	-55	-68	-65	-32	-45
营运资金变动	-2288	-807	-1601	-1738	-1736
其他经营现金流	134	233	-12	1	-4
投资活动现金流	-2334	-2237	-1858	-1950	-1725
资本支出	2394	2048	321	319	70
长期投资	-19	-269	-428	-394	-407
其他投资现金流	41	-458	-1964	-2025	-2062
筹资活动现金流	1688	187	-83	474	-347
短期借款	920	188	0	0	0
长期借款	564	1263	231	431	-369
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-12	0	0	0
其他筹资现金流	204	-1252	-313	43	22
现金净增加额	-224	432	-287	338	-129

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12875	12541	12841	13265	13779
营业成本	10242	9382	9493	9635	9906
营业税金及附加	80	84	167	172	179
营业费用	124	118	154	159	165
管理费用	618	646	642	703	799
研发费用	92	81	87	88	93
财务费用	494	502	362	436	434
资产减值损失	-32	-58	-46	-54	-53
其他收益	183	184	160	168	174
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	55	68	65	32	45
资产处置收益	4	2	3	2	3
营业利润	1399	1822	2209	2328	2477
营业外收入	28	21	25	27	25
营业外支出	17	12	14	13	14
利润总额	1410	1831	2220	2341	2489
所得税	238	361	438	461	491
净利润	1171	1470	1782	1880	1998
少数股东损益	30	40	47	50	72
归属母公司净利润	1142	1430	1735	1829	1927
EBITDA	3083	3772	3845	4058	4232
EPS (元)	1.40	1.75	2.13	2.24	2.36

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	9.3	-2.6	2.4	3.3	3.9
营业利润(%)	-0.9	30.3	21.2	5.4	6.4
归属于母公司净利润(%)	-1.9	25.2	21.3	5.4	5.3
获利能力					
毛利率(%)	20.4	25.2	26.1	27.4	28.1
净利率(%)	8.9	11.4	13.5	13.8	14.0
ROE(%)	10.1	11.4	12.5	11.9	11.5
ROIC(%)	6.6	7.3	6.9	6.7	6.6
偿债能力					
资产负债率(%)	65.2	64.1	62.4	58.9	56.0
净负债比率(%)	126.4	118.7	113.9	108.3	101.2
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	5.7	4.1	3.3	3.0	3.0
应付账款周转率	3.1	2.7	2.7	4.0	10.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.40	1.75	2.13	2.24	2.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	3.04	2.03	2.22	2.38
每股净资产(最新摊薄)	13.34	14.86	16.51	18.36	20.30
估值比率					
P/E	16.3	13.0	10.8	10.2	9.7
P/B	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.0	9.2	9.3	9.0	8.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com