

瀚蓝环境 (600323)

2024 年报点评：业绩稳健增长&派息大增，
并购粤丰增厚在即

2025 年 04 月 13 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

执业证书：S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

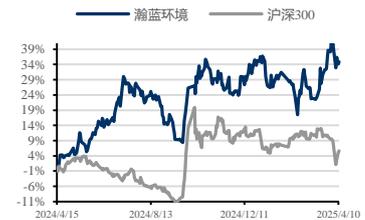
买入 (维持)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	12,541	11,886	13,567	16,139	16,511
同比 (%)	(2.59)	(5.22)	14.14	18.96	2.31
归母净利润 (百万元)	1,430	1,664	1,860	2,117	2,214
同比 (%)	25.23	16.39	11.79	13.81	4.61
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.75	2.04	2.28	2.60	2.72
P/E (现价&最新摊薄)	13.30	11.43	10.22	8.98	8.59

投资要点

- **事件**：2024 年，公司实现营收 118.86 亿元，同减 5.22%；归母净利润 16.64 亿元，同增 16.39%；扣非归母净利润 16.25 亿元，同增 15.52%。
- **固废运营效率提升，供热量同增 34%**。2024 年，公司固废业务实现营收 60.08 亿元，同减 6.61%，实现净利润为 10.25 亿元，同增 3.80%，其中 1) **工程与装备业务**：营收 5.30 亿元，同减 54.78%，实现净利润 0.22 亿元，同减 70.50%。2) **固废运营业务**：营收 54.78 亿元，同增 4.13%，实现净利润 10.04 亿元，同增 9.64%。其中**垃圾焚烧运营**收入 35.37 亿元，同增 8.24%，主要系垃圾进厂量增加、济宁确认往期电费收入、贵阳确认国补收入贡献，净利润 9.32 亿元，同增 21.67%，毛利率为 48.39%，同增加 3.69pct。截至 2025 年 4 月 10 日，公司垃圾焚烧发电在手规模 35,750 吨/日（不含参股），其中已投产规模 31,250 吨/日（24 年新增投产 800 吨/日，25Q1 新增投产 650 吨/日），在建规模 750 吨/日，未建项目规模 3,750 吨/日。2024 年公司垃圾焚烧量 1278.67 万吨（同比+2%），产能利用率超 119%，吨发电量 376 度（同比+2%），吨上网电量 326 度（同比+4%），运营效率稳健提升。**公司积极拓展供热业务**，2024 年对外供热 148.23 万吨，同增 34%；对外供热收入约 2.12 亿元，同比增长约 31%。2024 年至今，新增签订孝感、安溪、廊坊、乌兰察布、贵阳等垃圾焚烧发电项目的供热业务协议。公司累计已实现 17 个项目对外供热业务协议的签订，12 个项目已实现供热。
- **燃气销售量承压，进销价差改善盈利向好**。2024 年能源业务营收 37.58 亿元，同降 7.46%，主要系天然气在保持正常盈利水平的情况下，销售单价随上游采购气价下降以及售气量微降。公司积极推进上游优质气源供应多元化，拓展燃气工程业务、非燃业务等，天然气业务进销价差及工程毛利改善，预计能源业务 2025 年将保持正常盈利水平。
- **供水业务稳健，收入补确认&轻资产运营带动排水收益增长**。1) **供水**：营收 9.72 亿元，同增 1.00%，售水量 4.96 亿吨，同增 8.83%。2) **排水**：在工程收入减少 1.2 亿元下实现营收 7.46 亿元，同增 3.60%，污水处理量 2.69 亿吨，同增 7.09%，收入增长主要系排水美佳东南厂及丹灶金沙扩建项目补充确认收入，同时新增雨水管网委托运营轻资产业务。
- **政府支持解决应收+资本开支下降，自由现金流同比大增 724%**。2024 年公司经营性现金流净额 32.73 亿元，同增 7.91 亿元；资本开支（剔除 14 号文影响）17.08 亿元，同减 5.9 亿元；公司全年实现自由现金流 13.58 亿元，同增 11.93 亿元，增幅 723.81%。在相关政府支持下，2024 年存量应收回款超 24 亿元，2025 年公司争取收回存量应收不少于 20 亿元；在没有新项目增加情况下，2025 年资本开支将继续下降，自由现金流有望进一步增厚。
- **派息总额同增 67%超分红承诺，分红比例提至 39.20%**。公司股东分红回报规划（2024 年-2026 年）明确，**每股派发的现金股利同比增长不低于 10%**。2024 年公司拟每 10 股派发现金红利 8.0 元（含税），同比增长 66.67%。2024 年公司分红比例 39.20%，同比提升 11.82pct。
- **盈利预测与投资评级**：公司盈利结构优化，业绩稳健&自由现金流大幅增厚；拟收购粤丰环保，凭借优秀整合能力加码优质固废项目，增厚盈利与可持续现金流。考虑粤丰于 2025Q2 末并表，我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 17.39、18.81 调增至 18.60、21.17 亿元，预计 2027 年归母净利润为 22.14 亿元，对应 PE 为 10/9/9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：政策推广项目进展不及预期，行业竞争加剧，政策风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.32
一年最低/最高价	17.08/24.88
市净率(倍)	1.42
流通 A 股市值(百万元)	19,013.90
总市值(百万元)	19,013.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.44
资产负债率(% ,LF)	61.28
总股本(百万股)	815.35
流通 A 股(百万股)	815.35

相关研究

- 《瀚蓝环境(600323)：24 年分红预案超预期，派息同增 67%，锁定 25-26 年股息率底线》
2025-02-18
- 《瀚蓝环境(600323)：2024 年三季度报点评：24Q1-3 归母同增 19%，政府支持解决存量应收》
2024-10-29

瀚蓝环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,943	10,914	13,817	16,250	营业总收入	11,886	13,567	16,139	16,511
货币资金及交易性金融资产	4,398	2,300	3,837	6,191	营业成本(含金融类)	8,447	9,384	10,802	11,032
经营性应收款项	4,440	6,169	7,245	7,305	税金及附加	108	122	148	157
存货	226	241	268	265	销售费用	116	125	148	157
合同资产	1,039	1,347	1,584	1,601	管理费用	726	828	1,001	1,024
其他流动资产	840	858	884	888	研发费用	74	79	94	96
非流动资产	28,362	48,207	47,553	46,639	财务费用	499	799	1,165	1,106
长期股权投资	1,344	2,544	2,544	2,544	加:其他收益	182	244	291	294
固定资产及使用权资产	5,722	8,178	7,837	7,390	投资净收益	127	170	202	203
在建工程	274	344	327	256	公允价值变动	(11)	0	0	0
无形资产	12,121	25,655	25,289	24,823	减值损失	(133)	(157)	(197)	(207)
商誉	413	2,927	2,927	2,927	资产处置收益	3	4	5	5
长期待摊费用	98	98	98	98	营业利润	2,085	2,492	3,081	3,235
其他非流动资产	8,390	8,460	8,530	8,600	营业外净收支	12	12	12	12
资产总计	39,305	59,121	61,370	62,889	利润总额	2,097	2,504	3,093	3,247
流动负债	10,397	12,885	13,908	14,156	减:所得税	413	476	588	617
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,774	6,274	6,374	6,474	净利润	1,684	2,028	2,505	2,630
经营性应付款项	3,139	3,910	4,501	4,597	减:少数股东损益	20	168	388	416
合同负债	370	422	502	514	归属母公司净利润	1,664	1,860	2,117	2,214
其他流动负债	2,113	2,279	2,531	2,571	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.04	2.28	2.60	2.72
非流动负债	13,688	29,693	29,193	28,693	EBIT	2,484	3,303	4,258	4,353
长期借款	9,964	24,964	24,464	23,964	EBITDA	3,636	4,987	5,977	6,081
应付债券	1,530	1,530	1,530	1,530	毛利率(%)	28.93	30.83	33.07	33.19
租赁负债	71	71	71	71	归母净利率(%)	14.00	13.71	13.12	13.41
其他非流动负债	2,123	3,129	3,129	3,129	收入增长率(%)	(5.22)	14.14	18.96	2.31
负债合计	24,084	42,579	43,102	42,849	归母净利润增长率(%)	16.39	11.79	13.81	4.61
归属母公司股东权益	13,402	12,955	14,293	15,649					
少数股东权益	1,819	3,587	3,975	4,391					
所有者权益合计	15,221	16,542	18,268	20,040					
负债和股东权益	39,305	59,121	61,370	62,889					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,273	4,201	4,838	5,455	每股净资产(元)	16.44	15.89	17.53	19.19
投资活动现金流	(1,837)	(21,400)	(903)	(652)	最新发行在外股份(百万股)	815	815	815	815
筹资活动现金流	1,308	15,101	(2,398)	(2,448)	ROIC(%)	6.69	6.61	6.89	6.86
现金净增加额	2,744	(2,098)	1,537	2,355	ROE-摊薄(%)	12.42	14.36	14.81	14.15
折旧和摊销	1,152	1,684	1,719	1,728	资产负债率(%)	61.28	72.02	70.23	68.13
资本开支	(1,664)	(20,298)	(1,033)	(783)	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.43	10.22	8.98	8.59
营运资本变动	(130)	(1,170)	(574)	(71)	P/B(现价)	1.42	1.47	1.33	1.21

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>