

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

瀚蓝环境(600323.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

郭雪 环保联席首席分析师

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

经营效率继续提升，一季度归母净利润同比增长 10.26%

2025 年 4 月 29 日

事件: 2025 年 4 月 28 日晚, 瀚蓝环境发布 2025Q1 报告。2025 年一季度公司实现营业收入 26.01 亿元, 同比减少 4.24%; 实现归母净利润 4.2 亿元, 同比增加 10.26%; 扣非后净利润 4.18 亿元, 同比增加 12.8%。经营活动现金流量净额 5.96 亿元, 同比增加 74.54%; 基本每股收益 0.52 元/股, 同比增加 10.64%。

点评:

- **垃圾焚烧效率进一步提升, 供热量持续增长。**公司收入下降而利润增长主要来自供热量提升和降本增效。分业务结构来看, (1) **固废处理业务:** 板块实现营业收入 13.1 亿元, 同比下降 8.52%, 实现净利润 3.31 亿元, 同比增长 32.61%。主要由于 PPP 工程收入规模下降及南海区环卫业务优化, 影响收入下降约 1.5 亿元。公司垃圾焚烧主业经营效率持续提升, 2025Q1 垃圾焚烧板块实现营业收入 8.65 亿元, 同比增长 0.88%。净利润 2.75 亿元, 同比增长 16.45%, 实现毛利率 51.26%。公司在垃圾焚烧量同比下降 2.22% 的情况下, 实现供热量 48.23 万吨, 同比增长 58.91%; 实现吨发电量 396.6 度, 同比增长 4.95%; 吨上网电量 349.15 度, 同比增长 6.17%。体现出公司通过调整进场垃圾结构、技术创新等方式, 促进发电效率的持续提升。(2) **能源业务:** 2025Q1 板块实现营业收入 8.4 亿元, 同比下降 1.62%。天然气销售量 2.16 亿立方米, 同比增加 0.47%, 收入下降主要受到天然气价格下降影响。(3) **供水业务:** 2025Q1 板块实现营业收入 2.25 亿元, 同比增加 1.66%。经营期内售水量 1.07 亿吨, 同比增长 1.34%; (4) **排水业务:** 2025Q1 板块实现营业收入 1.54 亿元, 同比下降 3.04%, 污水处理量 7550 万吨, 同比增长 18.22%, 收入下降主要由于工程收入收缩影响。
- **降本增效显成效, 管理费用、财务费用同比降低。**2025Q1 公司管理费用 1.47 亿元, 同比下降 3.7%; 利息费用 1.19 亿元, 同比下降 3.81%。公司降本增效措施继续深化, 实现销售毛利率 32.28%, 同比下降 2.44pct, 销售净利率 16.73%, 同比下降 2.53pct。
- **粤丰环保收购事项稳步推进, 预计 25 年上半年收购完成。**截至一季报披露日, 本次收购粤丰环保事项已完成反垄断审查、境外投资登记备案等审批, 所有先决条件均已达成, 公司预计如境外程序等顺利推进, 2025 年上半年有望完成本次交易。收购完成后, 瀚蓝环境在运规模将由每日 3 万吨提升至每日超 7 万吨, 在手规模超 9 万吨/日, 垃圾焚烧发电规模跃升 A 股上市公司首位。
- **盈利预测及投资评级:** 瀚蓝环境为全国综合性综合环境运营商, 主业盈利稳健, 自由现金流回正。伴随收购事项推进, 公司有望实现规模和盈利能力的双提升。综合考虑到环卫业务应收挑战较大, 2025 年公司计划进行结构调整, 在不考虑收购事项的情况下, 我们预测公司 2025-2027 年

营业收入分别为 111.99/112.96/114.37 亿元，归母净利润 16.8/17.06/17.65 亿元，按 4 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 11.25x/11.08x/10.71x，我们看好公司稳健成长能力及分红潜力，维持公司“买入”评级。

- **风险因素：**收购粤丰环保进度不及预期、应收账款回收风险、公用事业价格市场化改革进度缓慢、产能推进不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,541	11,886	11,199	11,296	11,437
同比(%)	-2.6%	-5.2%	-5.8%	0.9%	1.2%
归属母公司净利润	1,430	1,664	1,680	1,706	1,765
同比(%)	25.2%	16.4%	1.0%	1.6%	3.4%
毛利率(%)	25.2%	28.9%	30.3%	30.9%	31.5%
ROE(%)	11.8%	12.4%	11.6%	11.0%	10.7%
EPS（摊薄）(元)	1.75	2.04	2.06	2.09	2.16
P/E	13.22	11.36	11.25	11.08	10.71
P/B	1.56	1.41	1.31	1.22	1.14
EV/EBITDA	7.95	8.62	8.31	8.04	7.52

资料来源：wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 4 月 28 日收盘价。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,808	10,943	13,346	15,637	18,366
货币资金	1,523	4,258	6,094	8,174	10,408
应收票据	6	5	4	5	4
应收账款	3,274	4,252	5,001	5,214	5,785
预付账款	201	181	156	141	133
存货	235	226	182	208	166
其他	2,568	2,022	1,909	1,896	1,868
非流动资产	27,990	28,362	28,803	28,971	28,847
长期股权投资	1,075	1,344	1,609	1,817	1,907
固定资产(合计)	5,740	5,616	5,556	5,386	5,202
无形资产	11,836	12,121	12,321	12,521	12,521
其他	9,339	9,281	9,317	9,247	9,217
资产总计	35,798	39,305	42,148	44,608	47,213
流动负债	9,908	10,397	11,470	12,132	13,144
短期借款	1,964	2,517	3,317	4,117	4,617
应付票据	85	0	87	0	87
应付账款	3,290	3,139	3,367	3,139	3,393
其他	4,570	4,740	4,699	4,877	5,048
非流动负债	13,050	13,688	14,386	15,136	15,681
长期借款	10,346	9,964	10,764	11,564	12,164
其他	2,704	3,724	3,623	3,573	3,518
负债合计	22,958	24,084	25,856	27,268	28,825
少数股东权益	721	1,819	1,839	1,860	1,881
归属母公司股东权益	12,119	13,402	14,454	15,481	16,507
负债和股东权益	35,798	39,305	42,148	44,608	47,213

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,541	11,886	11,199	11,296	11,437
同比(%)	-2.6%	-5.2%	-5.8%	0.9%	1.2%
归属母公司净利润	1,430	1,664	1,680	1,706	1,765
同比(%)	25.2%	16.4%	1.0%	1.6%	3.4%
毛利率(%)	25.2%	28.9%	30.3%	30.9%	31.5%
ROE%	11.8%	12.4%	11.6%	11.0%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	1.75	2.04	2.06	2.09	2.16
P/E	13.22	11.36	11.25	11.08	10.71
P/B	1.56	1.41	1.31	1.22	1.14
EV/EBITDA	7.95	8.62	8.31	8.04	7.52

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,541	11,886	11,199	11,296	11,437
营业成本	9,382	8,447	7,808	7,807	7,838
营业税金及附加	84	108	102	103	104
销售费用	118	116	109	102	103
管理费用	646	726	728	791	801
研发费用	81	74	69	56	57
财务费用	502	499	480	518	543
减值损失合计	-58	-20	-10	-20	-20
投资净收益	68	127	112	117	116
其他	84	62	102	124	126
营业利润	1,822	2,085	2,107	2,140	2,213
营业外收支	9	12	10	10	11
利润总额	1,831	2,097	2,117	2,150	2,224
所得税	361	413	417	423	438
净利润	1,470	1,684	1,700	1,727	1,786
少数股东损益	40	20	20	21	21
归属母公司净利润	1,430	1,664	1,680	1,706	1,765
EBITDA	3,502	3,636	3,705	3,777	3,889
EPS(当年)(元)	1.75	2.04	2.06	2.09	2.16

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,482	3,273	2,855	2,928	3,379
净利润	1,470	1,684	1,700	1,727	1,786
折旧摊销	1,191	1,152	1,128	1,130	1,144
财务费用	513	510	531	591	641
投资损失	-68	-127	-112	-117	-116
营运资金变动	-813	-130	-517	-509	-142
其它	189	184	125	107	66
投资活动现金流	-2,237	-1,837	-1,491	-1,208	-890
资本支出	-2,045	-1,664	-1,227	-1,107	-906
长期投资	-269	-242	-265	-208	-90
其他	77	69	1	107	106
筹资活动现金流	187	1,308	471	360	-255
吸收投资	3	1,219	0	0	0
借款	1,761	171	1,600	1,600	1,100
支付利息或股息	-738	-903	-1,169	-1,290	-1,400
现金流净增加额	432	2,744	1,836	2,080	2,235

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

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。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

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。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

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。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。