

瀚蓝环境 (600323.SH)

业绩表现亮眼，收并购+降本增效推动持续增长

买入 (维持)

股票信息

行业	环境治理
前次评级	买入
07月14日收盘价(元)	24.56
总市值(百万元)	20,024.93
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)	4.26

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

相关研究

- 《瀚蓝环境 (600323.SH): 利润持续增长, “焚烧+”运营效率稳步提升》 2025-04-11
- 《瀚蓝环境 (600323.SH): 利润持续增长, “焚烧+”协同效益显著》 2024-10-29
- 《瀚蓝环境 (600323.SH): 业绩持续增长, “大固废”战略深入推进》 2024-08-27

2025H1 业绩表现亮眼。公司发布 2025 半年度业绩预告, 预计 2025 年半年度实现归属于母公司所有者的净利润 9.7 亿元左右, 与上年同期 (法定披露数据) 相比, 将增加 7982 万元左右, 同比增加 9.0% 左右。剔除去年同期含济宁固废电费、金沙城北污水处理厂扩容项目污水处理费等一次性往期收益约 1.3 亿元, 则同比增加约 2.1 亿元, 同比增加约 27.7%。利润增加主要是: (一) 本期 6 月份起新增并表粤丰环保 (公司持股 52.4%), 增加 6 月归母净利润约 5,000 万元; (二) 持续落实降本增效举措取得良好成效, 保持较高运营效率, 及本期新增确认子公司江西瀚蓝能源有限公司原股东业绩赔偿收入。

粤丰环保垃圾焚烧产能充沛、区位优势突出, 助力公司市场份额显著提升。截至 2024 年 12 月 31 日, 粤丰环保已签订垃圾焚烧发电项目 35 个, 合计处理能力达 5.3 万吨/日, 其中, 已投运项目 32 个, 处理能力达 4.2 万吨/日。截至 2025 年一季度末, 瀚蓝环境生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模 3.6 万吨/日 (不含参股项目), 其中已投产项目规模为 3.1 万吨/日。本次并购使得公司市场份额显著提升。地区分布方面, 截至 2025 年 3 月 5 日, 粤丰环保项目遍布广东省、广西壮族自治区、贵州省、江西省、四川省、山东省、山西省、河北省、云南省、江苏省、辽宁省及上海市等全国 12 个省、市、自治区, 多数项目位于回款压力较小的经济发达地区, 其中广东省项目共计 17 个, 产能占比达 51.0%, 区位优势明显。

“焚烧+”提高运营水平, 内生增长动力充足。公司在固废处理领域横纵协同发展提高运营效率: 1) 公司积极利用生活垃圾焚烧发电项目的热源和区位优势, 开拓管道供热和长距离移动供热, 提升效益。2025 年一季度, 公司实现对外供热 48.2 万吨, 同比增加 17.9 万吨, 同比增长 58.9%, 主要是同比新增安溪、宣城、南平、桂平等项目供热, 以及原有供热项目拓展。截至 25Q1 末, 公司累计已实现 17 个垃圾焚烧发电项目对外供热业务协议的签订, 其中 12 个项目已实现供热。2) 垃圾焚烧发电精细化管理, 2025 年一季度公司生活垃圾焚烧发电产能利用率约 115%, 垃圾焚烧量同比减少 2.2%。在垃圾焚烧量减少及对外供热量增长 58.9% 的情况下, 垃圾焚烧发电吨垃圾发电电量、吨垃圾上网电量同比分别增长 5.0% 和 6.2%, 达 396.6 度和 349.2 度, 主要是优化调整进场垃圾结构, 以及通过实施技术创新改造及运行优化调整, 持续推动垃圾焚烧热效率提升及自用电率降低, 实现发电效率提升。

资本开支呈下降趋势, 分红水平有望持续提升。2025 年 1-3 月, 公司固定资产类资本性支出约为 3.73 亿元 (剔除解释第 14 号影响), 同比减少约 1 亿元。随着公司在建项目的陆续完工及新开工项目的减少, 在没有新项目增加的情况下, 预计 2025 年全年公司资本性支出将保持下降趋势, 有利于提升分红水平。

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。考虑到粤丰环保现已并表, 预计公司 2025-2027 年归母净利润 21.3/23.6/24.8 亿元, 对应 PE 分别为 9.4/8.5/8.1X, 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	12,541	11,886	13,847	13,972	14,196
增长率 yoy (%)	-2.6	-5.2	16.5	0.9	1.6
归母净利润 (百万元)	1,430	1,664	2,126	2,355	2,478
增长率 yoy (%)	25.2	16.4	27.8	10.8	5.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.75	2.04	2.61	2.89	3.04
净资产收益率 (%)	11.4	11.1	12.9	12.9	12.5
P/E (倍)	14.0	12.0	9.4	8.5	8.1
P/B (倍)	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 07 月 14 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7808	10943	13144	12874	17467
现金	1523	4258	6148	7889	7853
应收票据及应收账款	3280	4256	4136	2850	6614
其他应收款	163	121	305	125	348
预付账款	201	181	329	71	372
存货	235	226	430	135	464
其他流动资产	2406	1901	1796	1805	1816
非流动资产	27990	28362	29642	29667	29907
长期投资	1075	1344	1699	2007	2328
固定资产	5740	5616	6069	5753	5424
无形资产	11836	12121	12355	12229	12318
其他非流动资产	9339	9281	9520	9677	9837
资产总计	35798	39305	42786	42541	47375
流动负债	9908	10397	12290	9908	13267
短期借款	1964	2517	2517	2517	2517
应付票据及应付账款	3374	3139	4442	1203	4341
其他流动负债	4570	4740	5331	6189	6409
非流动负债	13050	13688	13765	14074	13573
长期借款	10847	11493	11595	11896	11397
其他非流动负债	2202	2195	2170	2178	2175
负债合计	22958	24084	26054	23982	26840
少数股东权益	721	1819	1855	1892	1984
股本	815	815	815	815	815
资本公积	2443	2451	2451	2451	2451
留存收益	8785	10058	11458	12975	14617
归属母公司股东权益	12119	13402	14876	16666	18550
负债和股东权益	35798	39305	42786	42541	47375

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2482	3273	4533	2770	1984
净利润	1470	1684	2163	2392	2570
折旧摊销	1152	1113	1227	1308	1328
财务费用	502	499	419	267	201
投资损失	-68	-127	-86	-40	-53
营运资金变动	-807	-130	837	-1162	-2059
其他经营现金流	233	234	-27	5	-4
投资活动现金流	-2237	-1837	-2314	-1299	-1526
资本支出	2048	1665	950	-291	-78
长期投资	-269	-214	-355	-308	-321
其他投资现金流	-458	-385	-1719	-1898	-1924
筹资活动现金流	187	1308	-329	269	-494
短期借款	188	553	0	0	0
长期借款	1263	646	101	301	-499
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-12	8	0	0	0
其他筹资现金流	-1252	101	-430	-32	4
现金净增加额	432	2744	1890	1741	-36

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12541	11886	13847	13972	14196
营业成本	9382	8447	9832	9878	9980
营业税金及附加	84	108	138	112	106
营业费用	118	116	138	112	85
管理费用	646	726	859	810	823
研发费用	81	74	88	88	85
财务费用	502	499	419	267	201
资产减值损失	-58	-20	-44	-34	-40
其他收益	184	182	174	181	180
公允价值变动收益	2	-11	0	0	-2
投资净收益	68	127	86	40	53
资产处置收益	2	3	3	3	3
营业利润	1822	2085	2680	2963	3188
营业外收入	21	23	25	27	24
营业外支出	12	11	12	12	12
利润总额	1831	2097	2693	2978	3200
所得税	361	413	530	586	630
净利润	1470	1684	2163	2392	2570
少数股东损益	40	20	37	37	92
归属母公司净利润	1430	1664	2126	2355	2478
EBITDA	3772	3994	4298	4615	4829
EPS (元)	1.75	2.04	2.61	2.89	3.04

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.6	-5.2	16.5	0.9	1.6
营业利润(%)	30.3	14.4	28.5	10.6	7.6
归属于母公司净利润(%)	25.2	16.4	27.8	10.8	5.2
获利能力					
毛利率(%)	25.2	28.9	29.0	29.3	29.7
净利率(%)	11.4	14.0	15.4	16.9	17.5
ROE(%)	11.4	11.1	12.9	12.9	12.5
ROIC(%)	7.3	7.4	7.4	7.3	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	64.1	61.3	60.9	56.4	56.7
净负债比率(%)	118.7	89.0	74.1	63.4	58.9
流动比率	0.8	1.1	1.1	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.8	0.9	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	4.1	3.2	3.3	4.0	3.0
应付账款周转率	2.7	2.6	2.6	3.5	3.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.75	2.04	2.61	2.89	3.04
每股经营现金流(最新摊薄)	3.04	4.01	5.56	3.40	2.43
每股净资产(最新摊薄)	14.86	16.44	18.25	20.44	22.75
估值比率					
P/E	14.0	12.0	9.4	8.5	8.1
P/B	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.5	8.8	8.0	7.3	7.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 07 月 14 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