

## 瀚蓝环境 (600323.SH)

增持 (维持)

## 25年中报点评：整合初见成效，业绩增长亮眼

瀚蓝环境发布 2025 年中报，上半年实现营业收入 57.63 亿元，同比-1.05%；归母净利润 9.67 亿元，同比+8.99%。

- **业绩表现亮眼，盈利结构优化。**公司上半年实现营业收入 57.63 亿元，同比-1.05%；归母净利润 9.67 亿元，同比+8.99%，业绩增长主要受益于粤丰环保并表、供热业务增长以及降本增效取得良好成效；其中，2Q25 实现营业收入 31.62 亿元，同比+1.73%；归母净利润 5.47 亿元，同比+8.03%。公司首次进行中期分红，每股拟派发现金红利 0.25 元，分红比例 21.08%。
- **粤丰并表增厚利润，期待协同效应逐步释放。**上半年公司实现固废处理业务收入 29.49 亿元，同比-3.36%，其中工程与装备业务收入 1.28 亿元，同比-50.43%，运营收入 28.21 亿元，同比+0.98%，业务结构持续优化。公司于 6 月完成收购粤丰环保，为公司上半年收入和业绩分别带来 3.69 亿元和约 6000 万元的增厚，并贡献经营性现金流量净额约 2 亿元。公司当前在手垃圾焚烧发电项目规模达到 9.759 万吨/日（含参股项目），位居国内行业前三、A 股上市公司首位。合并后的公司整体将有 40.5% 的在运项目位于广东，有望充分发挥当地资源协同优势。
- **精益化管理，供热拓展+降本增效成效显著。**公司积极拓展供热业务，上半年新增 4 个项目签订对外供热协议（固废一部 1 个，二部 3 个），目前已有 29 个项目签订对外供热业务协议（固废一部 18 个，二部 11 个），其中 19 个项目已实现对外供热（固废一部 12 个，二部 7 个），上半年供热量达到 94.35 万吨（同比+41.6%），供热收入 1.4 亿元（同比+46.50%）。与此同时，公司通过精益化管理，不断提高运营效率。上半年，公司生活垃圾吨发电量、吨上网电量分别同比增长 2.60% 和 3.51%，达到 386.26 度和 337.42 度，综合厂用电率同比下降 0.77pct 至 12.64%。
- **能源与供排水业务稳健增长，现金流情况进一步改善。**上半年，公司业务实现收入 18.65 亿元，同比+0.71%，主要受益于售气量略有上涨；供水业务实现收入 4.58 亿元，同比+2.19%，排水业务实现收入 3.34 亿元，同比+0.23%，均实现稳健增长。期内公司共收回可再生资源补贴约 1 亿元，同比有较大改善；实现自由现金流 3.38 亿元（其中粤丰并表贡献 1.47 亿元），同比增加 4.95 亿元，在补贴回款改善、资本开支下降的背景下，自由现金流有望持续提升。
- **盈利预测与估值。**公司完成私有化粤丰环保，未来两家企业有望在区位协同、拓展供热、降本增效等方面实现优势互补，有望带来整体规模和盈利水平的提升；随着在建项目陆续投产，公司资本开支逐渐下降，现金流有望继续改善，分红仍有进一步提升潜力。维持公司 2025-2027 年归母净利润预期 19.12、22.20、23.92 亿元，同比增长 15%、16%、8%，当前股价对应 PE 分别为 11.4x、9.8x、9.1x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**收购整合效果不及预期、应收账款回收不及预期、电价补贴下降或取消、项目投产进度不及预期等。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
------	------	------	-------	-------	-------

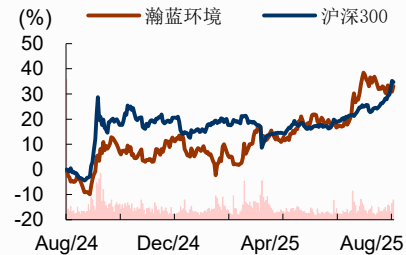
周期/环保及公用事业  
目标估值：NA  
当前股价：26.8 元

## 基础数据

总股本（百万股）	815
已上市流通股（百万股）	815
总市值（十亿元）	21.9
流通市值（十亿元）	21.9
每股净资产（MRQ）	16.9
ROE（TTM）	12.7
资产负债率	72.5%
主要股东	佛山市南海供水集团有限公司
主要股东持股比例	17.15%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	20	28
相对表现	-12	6	-6



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《瀚蓝环境 (600323)：收购扩张+提质增效，固废龙头更上一层楼》  
2025-08-13

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

营业总收入(百万元)	12541	11886	14662	16810	17369
同比增长	-3%	-5%	23%	15%	3%
营业利润(百万元)	1822	2085	2395	2781	2997
同比增长	30%	14%	15%	16%	8%
归母净利润(百万元)	1430	1664	1912	2220	2392
同比增长	25%	16%	15%	16%	8%
每股收益(元)	1.75	2.04	2.34	2.72	2.93
PE	15.3	13.1	11.4	9.8	9.1
PB	1.8	1.6	1.5	1.4	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	7808	10943	16011	19537	22476
现金	1523	4258	7789	10133	12766
交易性投资	0	139	139	139	139
应收票据	6	5	6	7	7
应收款项	3274	4252	5245	6013	6213
其它应收款	163	121	149	171	177
存货	235	226	283	323	333
其他	2607	1943	2400	2751	2841
<b>非流动资产</b>	27990	28362	26975	25727	24603
长期股权投资	1075	1344	1344	1344	1344
固定资产	5740	5616	5502	5398	5302
无形资产商誉	12249	12534	11281	10153	9138
其他	8926	8868	8848	8832	8820
<b>资产总计</b>	<b>35798</b>	<b>39305</b>	<b>42986</b>	<b>45264</b>	<b>47079</b>
<b>流动负债</b>	9908	10397	6695	7443	7626
短期借款	1964	2517	0	0	0
应付账款	3374	3139	3939	4497	4634
预收账款	296	370	464	530	546
其他	4274	4370	2291	2415	2446
<b>长期负债</b>	13050	13688	19788	19788	19788
长期借款	10346	9964	16064	16064	16064
其他	2704	3724	3724	3724	3724
<b>负债合计</b>	<b>22958</b>	<b>24084</b>	<b>26483</b>	<b>27231</b>	<b>27414</b>
股本	815	815	815	815	815
资本公积金	2443	2451	2451	2451	2451
留存收益	8861	10136	11396	12898	14501
少数股东权益	721	1819	1842	1869	1898
<b>负债及权益合计</b>	<b>35798</b>	<b>39305</b>	<b>42986</b>	<b>45264</b>	<b>47079</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2482	3273	3525	3743	4063
净利润	1470	1684	1935	2247	2421
折旧摊销	1152	1113	1732	1594	1469
财务费用	513	510	733	807	782
投资收益	(68)	(127)	(411)	(471)	(486)
营运资金变动	(608)	41	(465)	(434)	(123)
其它	24	51	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(2237)	(1837)	65	125	141
资本支出	(2048)	(1665)	(346)	(346)	(346)
其他投资	(189)	(171)	411	471	486
<b>筹资活动现金流</b>	187	1308	(60)	(1524)	(1571)
借款变动	1258	1244	1326	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(12)	8	0	0	0
股利分配	(179)	(391)	(652)	(718)	(789)
其他	(879)	448	(733)	(807)	(782)
<b>现金净增加额</b>	<b>432</b>	<b>2744</b>	<b>3531</b>	<b>2344</b>	<b>2633</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	12541	11886	14662	16810	17369
营业成本	9382	8447	10600	12101	12470
营业税金及附加	84	108	88	101	101
营业费用	118	116	132	151	156
管理费用	646	726	953	1093	1094
研发费用	81	74	73	84	87
财务费用	502	499	733	807	782
资产减值损失	(160)	(130)	(98)	(163)	(169)
公允价值变动收益	2	(11)	0	0	0
其他收益	184	182	235	269	278
投资收益	68	127	176	202	208
<b>营业利润</b>	1822	2085	2395	2781	2997
营业外收入	21	23	29	33	34
营业外支出	12	11	14	16	17
<b>利润总额</b>	1831	2097	2409	2798	3015
<b>归属于母公司净利润</b>	1430	1664	1912	2220	2392

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-3%	-5%	23%	15%	3%
营业利润	30%	14%	15%	16%	8%
归母净利润	25%	16%	15%	16%	8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.2%	28.9%	27.7%	28.0%	28.2%
净利率	11.4%	14.0%	13.0%	13.2%	13.8%
ROE	12.4%	13.0%	13.6%	14.4%	14.1%
ROIC	7.1%	7.1%	8.0%	8.6%	8.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.1%	61.3%	61.6%	60.2%	58.2%
净负债比率	40.9%	37.5%	37.4%	35.5%	34.1%
流动比率	0.8	1.1	2.4	2.6	2.9
速动比率	0.8	1.0	2.3	2.6	2.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	37.6	36.7	41.7	39.9	38.0
应收账款周转率	4.1	3.2	3.1	3.0	2.8
应付账款周转率	2.7	2.6	3.0	2.9	2.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.75	2.04	2.34	2.72	2.93
每股经营净现金	3.04	4.01	4.32	4.59	4.98
每股净资产	14.86	16.44	17.98	19.83	21.79
每股股利	0.48	0.80	0.88	0.97	1.06
<b>估值比率</b>					
PE	15.3	13.1	11.4	9.8	9.1
PB	1.8	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	15.3	13.9	8.7	8.2	8.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。