

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

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

内生业务稳健增长，粤丰并表锦上添花

2025年8月27日

事件: 瀚蓝环境发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年公司实现营业收入 57.63 亿元，同比减少 1.05%；实现归母净利润 9.67 亿元，同比增加 8.99%；扣非后净利润 9.12 亿元，同比增加 4.70%。经营活动现金流量净额 12.21 亿元，同比增加 29.77%；基本每股收益 1.19 元/股，同比增加 9.17%。公司拟实施中期分红，每 10 股派发现金红利 2.5 元（含税），约占公司 2025 年半年度归属于上市公司股东的净利润的 21.08%。

点评:

- **存量业务提质增效成果显著，粤丰并表增厚利润。** 公司收入下降主要由于 PPP 工程收入规模下降约 1.8 亿元、南海区环卫业务降低规模导致收入下降 2.3 亿元。此外，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往期一次性收益 1.3 亿元，剔除该因素影响，2025 年上半年归母净利润同比增加约 2.1 亿元，其中粤丰环保 6 月份实现净利润 1.17 亿元，贡献归母净利润约 6000 万元。分业务来看：（1）**固废处理业务:** 上半年固废处理业务实现主营业务收入 29.49 亿元，同比下降 3.36%；实现净利润 7.24 亿元，同比增加 1.43 亿元，同比增长 24.51%（其中粤丰环保并表增加 1.10 亿元）。收入下降主要受工程、环卫业务规模收缩影响，毛利率同比提升约 20 个 pct，达到 46.67%。供热业务增长亮眼，上半年实现对外供热 94.35 万吨，同比增长 41.60%；供热收入 1.40 亿元，同比增长 46.50%。公司累计已有 29 个项目签订对外供热协议，其中 19 个已实现供热。同时公司运营效率持续提升，在对外供热量大幅增长的情况下，吨垃圾发电量和上网电量仍同比分别增长 2.60%和 3.51%，达到 386.26 度和 337.42 度，综合厂用电率同比降低 0.77 个百分点，体现了公司卓越的精益化管理能力。（2）**能源业务:** 板块收入 18.65 亿元，同比增长 0.71%，在保持正常盈利水平的情况下，售气量略有上涨。（3）**供排水业务:** 供水业务实现收入 4.58 亿元，同比增长 2.19%；排水业务实现收入 3.34 亿元，同比增长 0.23%，均体现出稳健的运营态势。
- **重大并购顺利落地，整合协同效应初步显现。** 公司于 2025 年 6 月正式完成对粤丰环保的并购并实现并表，垃圾焚烧发电项目总规模达到 97590 吨/日，位居国内行业前三、A 股上市公司首位。并购后的整合工作有序推进，协同效应已初步显现。业务协同方面，新成立固废事业二部，原粤丰环保垃圾焚烧相关业务列入固废二部，有利于发挥协同优势，降低管理费用。公司已系统梳理粤丰环保项目所在优势区位的业务拓展潜力，初步形成垃圾拓展、供热、AIDC（人工智能数据中心）等项目拓展方向；财务协同方面，通过资金统筹及贷款置换，粤丰环保总贷款降低约 13 亿元，融资利率从并购前的 2.75%-4.75%降低至 2.50%-4.00%，有效降低财务费用。随着整合工作的深入，协同价值有望进一步释放。
- **应收账款回收向好，现金流持续改善，拟进行中期分红积极回报股东。** 公司高度重视现金流管理，2025 年设定了回收存量应收账款不少于 20

亿元的目标。2025 年上半年，公司存量应收账款回款已超 11.50 亿元（不含粤丰环保），带动经营活动现金流量净额同比增长 29.77%至 12.21 亿元。同时，公司资本性支出同比减少 20.11%，自由现金流（不含股权类投资支出）同比增加 4.95 亿元至 3.38 亿元。在现金流持续改善的背景下，公司积极回报股东，在已实施 2024 年度每股分红 0.8 元（同比提高 66.7%）的基础上，拟实施 2025 年中期分红，计划每股派发现金红利 0.25 元（含税），约占公司 2025 年半年度归属于上市公司股东的净利润的 21.08%。体现出公司与股东共享发展成果的决心。

- **盈利预测及评级：**瀚蓝环境为全国综合性综合环境服务商，完成粤丰并购后龙头地位稳固，内生外延增长路径清晰。公司存量业务提质增效成果显著，现金流持续改善，分红能力有望增强。综合考虑到公司成功并购粤丰环保及未来业绩成长性，我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 125.45/142.41/145.63 亿元，归母净利润 19.38/22.58/23.55 亿元，按 8 月 27 日收盘价计算，对应 PE 为 10.88x/9.34x/8.96x，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：**粤丰环保收购后协同进度不及预期、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	12,545	14,241	14,563
同比(%)	-2.6%	-5.2%	5.5%	13.5%	2.3%
归属母公司净利润	1,430	1,664	1,938	2,258	2,355
同比(%)	25.2%	16.4%	16.5%	16.5%	4.3%
毛利率(%)	25.2%	28.9%	32.8%	34.8%	34.9%
ROE(%)	11.8%	12.4%	12.2%	12.6%	11.8%
EPS (摊薄)(元)	1.75	2.04	2.38	2.77	2.89
P/E	14.75	12.68	10.88	9.34	8.96
P/B	1.74	1.57	1.33	1.18	1.06
EV/EBITDA	7.95	8.62	11.24	9.59	9.22

资料来源：wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 8 月 27 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	18,607	21,227	23,718	
货币资金	1,523	4,258	5,589	7,690	9,939	
应收票据	6	5	5	6	5	
应收账款	3,274	4,252	6,122	6,396	6,429	
预付账款	201	181	253	279	284	
存货	235	226	337	283	349	
其他	2,568	2,022	6,302	6,573	6,711	
非流动资产	27,990	28,362	41,175	43,050	44,720	
长期股权投资	1,075	1,344	2,744	2,844	2,934	
固定资产(合计)	5,740	5,616	6,465	6,800	6,922	
无形资产	11,836	12,121	21,521	21,021	20,521	
其他	9,339	9,281	10,445	12,384	14,342	
资产总计	35,798	39,305	59,782	64,277	68,438	
流动负债	9,908	10,397	12,476	13,998	15,517	
短期借款	1,964	2,517	3,517	3,717	3,917	
应付票据	85	0	0	0	0	
应付账款	3,290	3,139	3,886	3,854	4,046	
其他	4,570	4,740	5,073	6,428	7,554	
非流动负债	13,050	13,688	29,529	30,270	30,807	
长期借款	10,346	9,964	24,964	25,764	26,364	
其他	2,704	3,724	4,566	4,507	4,443	
负债合计	22,958	24,084	42,006	44,269	46,324	
少数股东权益	721	1,819	1,931	2,063	2,200	
归属母公司股东权益	12,119	13,402	15,845	17,946	19,914	
负债和股东权益	35,798	39,305	59,782	64,277	68,438	

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	12,545	14,241	14,563	
同比(%)	-2.6%	-5.2%	5.5%	13.5%	2.3%	
归属母公司净利润	1,430	1,664	1,938	2,258	2,355	
同比(%)	25.2%	16.4%	16.5%	16.5%	4.3%	
毛利率(%)	25.2%	28.9%	32.8%	34.8%	34.9%	
ROE%	11.8%	12.4%	12.2%	12.6%	11.8%	
EPS(摊薄)(元)	1.75	2.04	2.38	2.77	2.89	
P/E	14.75	12.68	10.88	9.34	8.96	
P/B	1.74	1.57	1.33	1.18	1.06	
EV/EBITDA	7.95	8.62	11.24	9.59	9.22	

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	12,545	14,241	14,563	
营业成本	9,382	8,447	8,431	9,288	9,480	
营业税金及附加	84	108	218	248	253	
销售费用	118	116	113	157	175	
管理费用	646	726	728	812	816	
研发费用	81	74	78	71	73	
财务费用	502	499	726	1,021	1,027	
减值损失合计	-58	-20	-20	-20	-20	
投资净收益	68	127	163	169	181	
其他	84	62	148	171	191	
营业利润	1,822	2,085	2,543	2,965	3,092	
营业外收支	9	12	10	10	11	
利润总额	1,831	2,097	2,553	2,975	3,103	
所得税	361	413	503	585	611	
净利润	1,470	1,684	2,051	2,389	2,492	
少数股东损益	40	20	113	131	137	
归属母公司净利润	1,430	1,664	1,938	2,258	2,355	
EBITDA	3,502	3,636	4,267	4,989	5,132	
EPS(当年)(元)	1.75	2.04	2.38	2.77	2.89	

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	3,041	4,283	4,652	
净利润	1,470	1,684	2,051	2,389	2,492	
折旧摊销	1,191	1,152	1,101	1,125	1,139	
财务费用	513	510	777	1,088	1,119	
投资损失	-68	-127	-163	-169	-181	
营运资金变动	-813	-130	-1,247	-257	16	
其它	189	184	523	106	66	
投资活动现金流	-2,237	-1,837	-16,614	-2,357	-2,314	
资本支出	-2,045	-1,664	-11,447	-426	-406	
长期投资	-269	-242	-5,229	-100	-90	
其他	77	69	62	-1,831	-1,819	
筹资活动现金流	187	1,308	14,903	176	-89	
吸收投资	3	1,219	-11	0	0	
借款	1,761	171	16,000	1,000	800	
支付利息或股息	-738	-903	-1,358	-1,765	-1,826	
现金流净增加额	432	2,744	1,331	2,101	2,248	

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，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，现任信达证券研发中心负责人。

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。