

# 粤丰环保并购正式完成，首次进行中期分红

瀚蓝环境 (600323.SH)

## 核心观点

2025 年上半年，公司实现营业收入 57.63 亿元（其中粤丰环保并表增加 3.69 亿元），同比减少 1.05%；归母净利润 9.67 亿元（其中粤丰环保并表增加约 6,000 万元），同比增长 8.99%。公司营收规模下降主要原因包括（1）PPP 工程收入规模下降约 1.8 亿元；（2）为优化业务结构，南海区环卫业务降低规模导致收入下降 2.3 亿元；（3）去年一次性确认往期收入 1.3 亿元。公司归母净利润同比提升主要系（1）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；（2）供热业务持续增长；（3）江西瀚蓝能源原股东业绩赔偿 4500 万元。伴随粤丰环保并购的完成，其固废业务带来的业绩增量将逐渐兑现，公司经营业绩有望迎来阶段性增长。我们预计公司 2025~2027 年实现归母净利润 23.61、27.97 和 28.26 亿元。

## 事件

### 公司发布 2025 半年报

2025 年上半年，公司实现营业收入 57.63 亿元，同比减少 1.05%；归母净利润 9.67 亿元，同比增长 8.99%；扣非归母净利润 9.12 亿元，同比增长 4.70%；实现加权净资产收益率 7.01%，同比减少 0.06 个百分点；实现基本每股收益 1.19 元/股，同比增长 9.17%。

## 简评

### 营收结构持续优化，分红比例稳步提升

2025 年 6 月，公司完成对粤丰环保的并购，粤丰环保财务正式并表。2025 年上半年，公司实现营业收入 57.63 亿元（其中粤丰环保并表增加 3.69 亿元），同比减少 1.05%；归母净利润 9.67 亿元（其中粤丰环保并表增加约 6,000 万元），同比增长 8.99%。公司营收规模下降主要原因包括（1）PPP 工程收入规模下降约 1.8 亿元；（2）为优化业务结构，南海区环卫业务降低规模导致收入下降 2.3 亿元；（3）去年一次性确认往期收入 1.3 亿元。公司归母净利润同比提升主要系粤丰环保 6 月份实现净利润 1.17 亿元，贡献归母净利润约 6000 万元；供热业务持续增长；江西瀚蓝能源原股东业绩赔偿 4500 万元。分业务来看，公司固废处理业务实现营业收入 29.49 亿元，占公司主营业务收入的 52.60%，同比减少 1.03 亿元；实现净利润为 7.24 亿元，同比增加 1.43 亿元。主要系低毛利的工程装备类营收减少和高毛利的运营类业务营收增长的综合影响。2025H1，公司运营类业务实现收入 28.21 亿元，同比增长 0.98%；实现净利润

维持

买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn  
021-68821600  
SAC 编号:S1440519060004

侯启明

houqiming@csc.com.cn  
SAC 编号:S1440525070011

发布日期：2025 年 08 月 27 日

当前股价：26.80 元

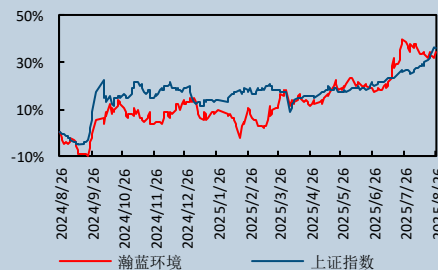
目标价格 6 个月：31 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-3.84/-11.48	9.79/-5.74	25.47/-10.06
12 月最高/最低价 (元)			27.87/18.75
总股本 (万股)			81,534.71
流通 A 股 (万股)			81,534.71
总市值 (亿元)			218.51
流通市值 (亿元)			218.51
近 3 月日均成交量 (万)			534.96
主要股东			
佛山市南海供水集团有限公司			17.15%

## 股价表现



7.30 亿元，同比增长 26.44%。能源业务方面，公司实现收入 18.65 亿元，占公司主营业务收入的 33.27%，增长 0.71%。此外，公司供水及排水业务分别实现营业收入 4.58 和 3.34 亿元，同比增长 2.19% 和 0.23%，维持稳健发展。公司拟实施 2025 年中期利润分配，派发现金红利 0.25 元/股（含税），合计拟派发 2.04 亿元（含税），约占公司 2025H1 归母净利润的 21.08%。期间费用方面，2025H1 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 1.05%、5.65%、0.63% 和 4.67%，同比变化 +0.10%、+0.12%、+0.12% 和 +0.39 个百分点。公司财务费用同比增长主要系并购粤丰环保的影响。

### 在手项目陆续投运，多维拓展增厚利润

伴随公司完成对粤丰环保的并购（其固废业务列为公司“固废二部”），公司垃圾焚烧发电规模达到 97590 吨/日（含参股项目），位居 A 股上市公司首位。公司垃圾焚烧业务维持较高增长。2025H1，公司控股垃圾焚烧项目产能利用率达 115%，吨垃圾发电电量和上网电量同比分别增长 2.60% 和 3.51%，达 386.26 和 337.42 千瓦时。公司垃圾焚烧量为 759 万吨，其中粤丰环保 6 月贡献 120.3 万吨，剔除后垃圾焚烧量较去年同期微降；实现上网电量 25.61 亿千瓦时，其中粤丰环保 6 月贡献 3.79 亿千瓦时，剔除后上网电量同比增长 4.1%，主要吨垃圾上网电量同比增长的贡献。能源业务方面，2025H1，公司实现天然气销售 48224.23 万立方米，同比增长 0.06%；实现氢气销售 259867.45 公斤，同比下降 32.86%。供水量为 21821.53 万吨，同比增长 1.07%；污水处理量为 15946.80 万吨，同比增长 22.56%。

### 供热业务积极拓展，经营业绩有望持续增长，维持“买入”评级

目前，公司积极拓展供热业务，2025 年上半年，公司实现对外供热 94.35 万吨，同比增加 27.72 万吨，同比增长 41.60%，对外供热收入约 1.40 亿元，同比增加约 4,400 万元，同比增长约 46.50%。2025 年，公司新增 4 个项目签订对外供热协议（固废一部 1 个，二部 3 个）。截至目前，公司累计已有 29 个垃圾焚烧发电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）。伴随粤丰环保并购的完成，其固废业务带来的业绩增量将逐渐兑现，公司经营业绩有望迎来阶段性增长。我们预计公司 2025~2027 年分别实现归母净利润 23.61 亿元、27.97 亿元和 28.26 亿元，对应 EPS 分别为 2.90 元/股、3.43 元/股、3.47 元/股，维持“买入”评级。

**表：盈利预测（单位：百万元，元）**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	12541.3	11886.2	13968.7	15564.9	15783.1
营业成本	9381.5	8447.1	9374.1	10268.6	10429.4
营业税金及附加	83.7	108.5	86.3	96.2	97.6
销售费用	117.5	115.7	134.6	150.0	152.1
管理费用	646.2	726.4	852.1	949.5	962.8
研发费用	81.2	73.7	98.3	108.1	118.9
财务费用	502.5	499.3	628.6	684.9	678.7
资产减值损失	-58.2	-20.3	-40.0	-40.0	-40.0
信用减值损失	-103.4	-112.7	-120.0	-100.0	-100.0
投资净收益	67.6	127.5	60.0	60.0	60.0
其他收益	184.1	182.0	180.0	180.0	180.0
营业利润	1822.0	2084.9	2874.7	3407.6	3443.6
营业外收入	21.0	23.3	0.0	0.0	0.0
营业外支出	12.5	11.5	0.0	0.0	0.0
利润总额	1830.5	2096.8	2874.7	3407.6	3443.6
所得税	360.9	412.7	485.2	577.1	583.3
净利润	1469.6	1684.1	2389.5	2830.6	2860.4
少数股东损益	40.0	20.2	28.6	33.9	34.3
归属母公司净利润	1429.6	1663.9	2360.9	2796.7	2826.1
EPS（摊薄）	1.8	2.0	2.90	3.43	3.47

资料来源：公司公告，中信建投

## 风险分析

**政府支付风险：**如果政府财政资金持续保持紧张状态，公司环卫设备销售业务可能会发生增速不及预期的风险，同时公司环卫服务现金情况可能恶化，进而影响公司经营业绩。

**市场竞争风险：**目前环卫服务市场集中度低，如果市场竞争进一步加剧，公司环卫服务营收与利润水平都将有所下降，进而影响公司经营业绩。

**房地产行情持续恶化：**公司工程机械业务与房地产行业相关性较强，如果地产业需求迟迟不能恢复，公司工程机械业务营收可能将持续走低。

## 分析师介绍

### 高兴

高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017年开始从事卖方研究工作。2018年加入中信建投证券，2021年起担任公用环保首席分析师，带领团队获取2021-2022年新财富电力公用事业入围、2022年水晶球电力公用入围（第五名）等奖项。

### 侯启明

侯启明：公用环保组分析师，山东大学学士，复旦大学硕士，2023年加入中信建投公用环保团队。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk