

## 瀚蓝环境（600323）

# 2025 年中报点评：内生&并购成长超预期，首次派发中期股息

买入（维持）

2025 年 08 月 28 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

执业证书：S0600523070006

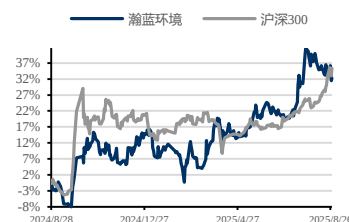
chenzw@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）    | 12,541 | 11,886 | 14,106 | 16,313 | 16,699 |
| 同比（%）         | (2.59) | (5.22) | 18.67  | 15.65  | 2.37   |
| 归母净利润（百万元）    | 1,430  | 1,664  | 1,963  | 2,223  | 2,330  |
| 同比（%）         | 25.23  | 16.39  | 17.98  | 13.23  | 4.81   |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 1.75   | 2.04   | 2.41   | 2.73   | 2.86   |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 14.85  | 12.76  | 10.82  | 9.55   | 9.11   |

### 投资要点

- 剔除上年同期一次性收益后，25H1 归母净利润同增 28%。1) 收入端：25H1 公司实现营收 57.63 亿元（同比-1%，下同），收入下滑主要系：①PPP 工程收入同比-1.8 亿元，②为优化业务结构，南海环卫业务收入同比-2.3 亿元，③24H1 含一次性收入 1.3 亿。剔除以上影响，25H1 营收同比+4.8 亿元（其中粤丰 6 月并表贡献收入 3.69 亿）。2) 利润端：25H1 归母净利润 9.67 亿元（+9%），剔除 24H1 一次性收益后，25H1 归母净利同增 2.10 亿元，同比增幅 28%，主要系：①粤丰 6 月净利润 1.17 亿元，并表贡献归母 0.6 亿（持股 52.44%），②内生供热增收 0.4 亿元，③确认子公司江西瀚蓝业绩赔偿收入 0.45 亿，④信用减值收窄：25H1 信用减值计提 0.76 亿元（24H1 为 1.15 亿元，同比-0.39 亿元），⑤增值税退税提升：25H1 增值税即征即退及处置费销项税减免为 0.56 亿元（24H1 为 0.18 亿元，同比+0.38 亿元）。
- 固废运营主导增长，燃气及供排水业务稳健。分业务来看，1) 固废：25H1 固废业务营收 29.49 亿元，其中瀚蓝内生 25.88 亿元（-15%），粤丰 3.61 亿元；25H1 固废净利润 7.24 亿元（同比+1.43 亿），其中瀚蓝内生 6.14 亿元（+6%），粤丰并表 1.1 亿元。①固废工程：收入 1.28 亿元（同比-1.3 亿元），其中瀚蓝内生 0.97 亿元（-62%），粤丰 0.31 亿元，②固废运营：收入 28.21 亿元（同比+0.27 亿元），其中瀚蓝内生 24.91 亿元（-16%），粤丰 3.30 亿元。2) 能源：25H1 营收 18.65 亿元（+0.7%），保持正常盈利水平下售气量同比+0.06%。3) 供水：25H1 营收 4.58 亿元（+2.2%），产销率 7.68%（-0.76pct），售水量 2.18 万吨（+1%）。4) 排水：25H1 营收 3.34 亿元（+0.2%），污水处理量 1.36 亿吨（+2.9%），轻资产运营业务占比提升。
- 垃圾焚烧内生&并购增长超预期，吨发及供热增量显著，并购协同效应初现。并购粤丰后公司在手产能增至国内第三 A 股第一，截至 25 年 8 月底，垃圾焚烧在手产能 97590 吨/日，控股在手产能 79240 吨/日，其中已投产 66190 吨/日，在建 2250 吨/日（南海 750 吨/日+百色 700 吨/日）。25H1 公司垃圾焚烧运营收入 21.26 亿元（同比+3.19 亿元），净利润 6.27 亿元，其中①瀚蓝内生 25H1 收入 18.25 亿元（+1%），净利润 5.12 亿元（同比-8%，剔除上年一次性电费影响后同比+18%），②粤丰 25 年 6 月实现收入 3.01 亿元，净利润 1.15 亿元。内生&并购增长双超预期，主要系 1) 发电效率提升：25H1 公司产能利用率维持 115%，垃圾焚烧量 759 万吨（+18%），吨发 386 度（+2.6%），吨上网 337 度（+3.5%），厂用电率 12.64%（-0.77pct），其中①瀚蓝内生垃圾焚烧量 639 万吨（-1%），吨发 390 度（+4%），吨上网 342 度（+5%），②粤丰 6 月垃圾焚烧量 120 万吨，吨发 365 度，吨上网 315 度。2) 供热增量显著：25H1 供热量 94.35 万吨（+42%，同比+27.72 万吨），供热收入 1.40 亿元（+47%，同比+0.44 亿元），其中①瀚蓝内生 25H1 供热量 91.20 万吨（+40%），供热收入 1.34 亿元（+40%），②粤丰 25 年 6 月供热量 3.15 万吨，供热收入 600 万元。根据上半年新签合同，预计下半年供热将延续增长趋势。3) 粤丰财务协同初见成效：并购完成后，公司加强对粤丰资金统筹调拨、贷款置换和降息。截至 25/8/26，粤丰总贷款降低约 13 亿元，融资利率从并购前的 2.75%-4.75%降低至 2.50%-4.00%。
- 自由现金流持续增厚，首次派发中期股息。1) 经营性现金流净额：25H1 为 12.21 亿元（其中粤丰并表增加 2 亿），同比+2.80 亿元，25H1 存量应收回款超 11.5 亿元（不含粤丰），25M1-8 国补回收约 1 亿元，同比有较大改善，佛山拟于 25 年 9 月召开污水处理费收费标准调整听证会和生活垃圾处理费定价听证会，商业模式有望 C 端理顺。2) 资本开支：25H1 为 8.93 亿元（其中粤丰并表增加 0.54 亿元），同比-2.25 亿元，全年将保持下降趋势。3) 自由现金流：25H1 自由现金流 3.38 亿元（其中粤丰并表增加 1.47 亿元），同比+4.95 亿元。4) 首次中期分红：25 年中期每股派息 0.25 元（含税），合计拟派发 2.04 亿元（含税），占 25H1 归母净利润的 21.08%。
- 盈利预测与投资评级：公司凭借优秀整合能力实现跨越发展，并购成长+协同增效促估值&ROE 双升。考虑到公司内生&并表增长均超预期，我们将 2025-2027 年归母净利润预测从 18.60/21.17/22.14 亿元调增至 19.63/22.23/23.30 亿元，对应 PE 为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：应收回款不及预期，资本开支超预期上行，政策风险等。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 26.04       |
| 一年最低/最高价      | 18.47/28.18 |
| 市净率(倍)        | 1.54        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 21,231.64   |
| 总市值(百万元)      | 21,231.64   |

### 基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 16.90  |
| 资产负债率(% LF) | 72.46  |
| 总股本(百万股)    | 815.35 |
| 流通 A 股(百万股) | 815.35 |

### 相关研究

《瀚蓝环境(600323)：2025 中期业绩预告点评：粤丰整合露锋芒，内生提效超预期》

2025-07-15

《瀚蓝环境(600323)：大固废整合佼佼者，并购粤丰正式完成，协同增效空间大》

2025-06-03

瀚蓝环境三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 利润表 (百万元)       | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>10,943</b> | <b>10,691</b> | <b>13,536</b> | <b>16,113</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>11,886</b> | <b>14,106</b> | <b>16,313</b> | <b>16,699</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 4,398         | 1,765         | 3,460         | 5,952         | 营业成本(含金融类)      | 8,447         | 9,663         | 10,782        | 10,988        |
| 经营性应收款项          | 4,440         | 6,415         | 7,322         | 7,388         | 税金及附加           | 108           | 129           | 147           | 150           |
| 存货               | 226           | 248           | 268           | 263           | 销售费用            | 116           | 137           | 157           | 160           |
| 合同资产             | 1,039         | 1,401         | 1,601         | 1,620         | 管理费用            | 726           | 872           | 995           | 1,019         |
| 其他流动资产           | 840           | 863           | 886           | 889           | 研发费用            | 74            | 87            | 98            | 100           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>28,362</b> | <b>51,088</b> | <b>50,434</b> | <b>49,521</b> | 财务费用            | 499           | 799           | 1,160         | 1,114         |
| 长期股权投资           | 1,344         | 2,544         | 2,544         | 2,544         | 加:其他收益          | 182           | 223           | 277           | 284           |
| 固定资产及使用权资产       | 5,722         | 8,178         | 7,837         | 7,390         | 投资净收益           | 127           | 165           | 204           | 209           |
| 在建工程             | 274           | 344           | 327           | 256           | 公允价值变动          | (11)          | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产             | 12,121        | 25,655        | 25,289        | 24,823        | 减值损失            | (133)         | (157)         | (197)         | (207)         |
| 商誉               | 413           | 2,927         | 2,927         | 2,927         | 资产处置收益          | 3             | 4             | 5             | 5             |
| 长期待摊费用           | 98            | 98            | 98            | 98            | <b>营业利润</b>     | <b>2,085</b>  | <b>2,654</b>  | <b>3,263</b>  | <b>3,459</b>  |
| 其他非流动资产          | 8,390         | 11,341        | 11,411        | 11,482        | 营业外净收支          | 12            | 12            | 12            | 12            |
| <b>资产总计</b>      | <b>39,305</b> | <b>61,779</b> | <b>63,970</b> | <b>65,634</b> | <b>利润总额</b>     | <b>2,097</b>  | <b>2,665</b>  | <b>3,275</b>  | <b>3,470</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>10,397</b> | <b>15,308</b> | <b>16,147</b> | <b>16,382</b> | 减:所得税           | 413           | 525           | 645           | 684           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 4,774         | 8,513         | 8,613         | 8,713         | <b>净利润</b>      | <b>1,684</b>  | <b>2,141</b>  | <b>2,631</b>  | <b>2,787</b>  |
| 经营性应付款项          | 3,139         | 4,026         | 4,493         | 4,578         | 减:少数股东损益        | 20            | 178           | 408           | 457           |
| 合同负债             | 370           | 439           | 508           | 520           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,664</b>  | <b>1,963</b>  | <b>2,223</b>  | <b>2,330</b>  |
| 其他流动负债           | 2,113         | 2,329         | 2,533         | 2,570         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 2.04          | 2.41          | 2.73          | 2.86          |
| 非流动负债            | 13,688        | 29,752        | 29,252        | 28,752        | EBIT            | 2,484         | 3,464         | 4,435         | 4,584         |
| 长期借款             | 9,964         | 24,964        | 24,464        | 23,964        | EBITDA          | 3,636         | 5,148         | 6,154         | 6,312         |
| 应付债券             | 1,530         | 1,530         | 1,530         | 1,530         | 毛利率(%)          | 28.93         | 31.50         | 33.90         | 34.20         |
| 租赁负债             | 71            | 71            | 71            | 71            | 归母净利率(%)        | 14.00         | 13.92         | 13.63         | 13.95         |
| 其他非流动负债          | 2,123         | 3,187         | 3,187         | 3,187         | 收入增长率(%)        | (5.22)        | 18.67         | 15.65         | 2.37          |
| <b>负债合计</b>      | <b>24,084</b> | <b>45,060</b> | <b>45,399</b> | <b>45,133</b> | 归母净利润增长率(%)     | 16.39         | 17.98         | 13.23         | 4.81          |
| 归属母公司股东权益        | 13,402        | 13,123        | 14,567        | 16,039        |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 1,819         | 3,596         | 4,004         | 4,461         |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>15,221</b> | <b>16,720</b> | <b>18,571</b> | <b>20,500</b> |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>39,305</b> | <b>61,779</b> | <b>63,970</b> | <b>65,634</b> |                 |               |               |               |               |

| 现金流量表 (百万元) | 2024A   | 2025E    | 2026E   | 2027E   | 重要财务与估值指标       | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|----------|---------|---------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 3,273   | 4,101    | 4,977   | 5,587   | 每股净资产(元)        | 16.44 | 16.10 | 17.87 | 19.67 |
| 投资活动现金流     | (1,837) | (24,197) | (901)   | (646)   | 最新发行在外股份 (百万股)  | 815   | 815   | 815   | 815   |
| 筹资活动现金流     | 1,308   | 17,464   | (2,381) | (2,448) | ROIC(%)         | 6.69  | 6.68  | 6.78  | 6.82  |
| 现金净增加额      | 2,744   | (2,633)  | 1,695   | 2,492   | ROE-摊薄(%)       | 12.42 | 14.96 | 15.26 | 14.53 |
| 折旧和摊销       | 1,152   | 1,684    | 1,719   | 1,728   | 资产负债率(%)        | 61.28 | 72.94 | 70.97 | 68.77 |
| 资本开支        | (1,664) | (20,298) | (1,033) | (783)   | P/E (现价&最新股本摊薄) | 12.76 | 10.82 | 9.55  | 9.11  |
| 营运资本变动      | (130)   | (1,299)  | (541)   | (90)    | P/B (现价)        | 1.58  | 1.62  | 1.46  | 1.32  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>