

公司研究 | 点评报告 | 瀚蓝环境 (600323.SH)

瀚蓝环境 2025H1 点评：粤丰正式并表，运营效率持续提升

报告要点

瀚蓝环境 2025 上半年实现营业收入 57.63 亿元，同比下降 1.05%，归母净利润 9.67 亿元，同比增加 8.99%，其中 Q2 单季度实现营业收入 31.62 亿元，同比增长 1.73%，归母净利润 5.47 亿元，同比增长 8.03%。吨发、吨上网等运营指标持续提升，供热、财务费用下行等降本增效空间仍较大，存量应收账款回收改善现金流，资本开支继续下行。截至目前，公司已投产垃圾焚烧规模 66190 吨/日，在建规模 2250 吨/日，随着项目逐渐投运，未来仍有一定运营利润贡献。

分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001
SFC: BU415



任楠

SAC: S0490518070001
SFC: BUZ393



贾少波

SAC: S0490520070003



李博文

SAC: S0490524080004



盛意

SAC: S0490525070006

瀚蓝环境 (600323.SH)

瀚蓝环境 2025H1 点评：粤丰正式并表，运营效率持续提升

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

瀚蓝环境 2025 上半年实现营业收入 57.63 亿元，同比下降 1.05%，归母净利润 9.67 亿元，同比增加 8.99%，其中 Q2 单季度实现营业收入 31.62 亿元，同比增长 1.73%，归母净利润 5.47 亿元，同比增长 8.03%。

事件评论

- **粤丰完成并表，固废利润增长明显。分业务来看，上半年：1) 固废业务**实现收入 29.49 亿元，同比下降 3.36%，实现净利润 7.24 亿元（粤丰并表增加利润 1.1 亿元），同比增长 24.51%，其中工程与装备收入 1.28 亿元，同比下降 50.43%，运营类业务收入 28.21 亿元，同比增长 0.98%。运营增长除了粤丰并表因素外，供热业务实现收入 1.40 亿元，同比增长 46.50%；**2) 能源业务**实现收入 18.65 亿元，同比增长 0.71%，主要是天然气在保持正常盈利水平的情况下，售气量略有上涨；**3) 供水业务**实现收入 4.58 亿元，同比增长 2.19%，**排水业务**收入 3.34 亿元，同比增长 0.23%，基本维持稳定。
- **吨发、吨上网等运营指标持续提升。**上半年公司在对外供热量增长 41.60% 的情况下，生活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 2.60% 和 3.51%，达 386.26 度和 337.42 度，这一成效表明，公司在业务拓展的同时，通过精益化管理有效提升了运营效率，达成了业务拓展与提质增效的双重目标。综合厂用电率为 12.64%，同比降低 0.77 个百分点。
- **供热、财务费用下行等降本增效空间仍较大。**并购完成后瀚蓝环境垃圾焚烧规模（含参股）将增加至 97590 吨/日，位居国内行业前三，未来公司将持续整合资源，实现多维度融合。1) 下半年预计新增多地对外供热业务：2025 年上半年公司新增 4 个供热项目签订对外供热协议，目前合计已有 29 个焚烧项目签订协议，其中 19 个项目已实现对外供热，南海项目、贵阳项目和平和项目、粤丰东莞市区项目和横沥项目预计在今年下半年将以管道供热或移动供热的形式开始对外供热，供热业务实现持续增长；2) 财务费用降低：并购完成后，通过加强对固废二部资金统筹调拨、贷款置换和降息等方式，降低财务费用，截至报告披露日，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%。近日，瀚蓝环境主体信用评级，从 AA+ 上调至 AAA，未来有望进一步节省财务费用。
- **存量应收账款收回改善现金流，资本开支继续下行。**上半年公司存量应收账款回款超 11.50 亿元（不含粤丰环保），持续改善现金流，预计全年回收存量应收账款不少于 20 亿元。2025 上半年，公司剔除解释第 14 号影响后的固定资产类资本性支出约为 8.93 亿元（其中粤丰环保并表增加约 5,400 万元），同比减少约 2.25 亿元，减少 20.11%。截至目前，公司已投产垃圾焚烧规模 66190 吨/日，在建规模 2250 吨/日，随着项目逐渐投运，未来仍有一定运营利润贡献。
- **投资建议：**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.0/22.1/24.9 亿元，对应的 PE 分别为 11.5x/9.9x/8.8x，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、盈利性不达预期风险；
- 2、项目进度低于预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	26.80
总股本(万股)	81,535
流通A股/B股(万股)	81,535/0
每股净资产(元)	16.90
近12月最高/最低价(元)	28.18/18.47

注：股价为 2025 年 8 月 26 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《瀚蓝环境 2025H1 预告点评：H1 剔除一次性影响业绩同比增 27.7%，运营效率持续提升》2025-07-15
- 《瀚蓝环境 2025Q1 点评：归母净利润同比增 10.26%，运营效率明显提升》2025-05-02
- 《瀚蓝环境 2024A 点评：归母净利润同比增 16.39%，私有化粤丰预计上半年完成》2025-04-11



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、盈利性不达预期风险：垃圾焚烧项目特许经营周期较长，垃圾处理费单价能否长期维持与成本变化同样涨幅存在一定的不确定性。
- 2、项目进度低于预期风险：固废项目建设、投运需要 1-2 年时间，项目进度受多方影响，项目进度较慢将会影响收入的确认进度。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11886	13696	15736	16131	货币资金	4258	2031	4821	13589
营业成本	8447	9148	10121	10266	交易性金融资产	139	139	139	139
毛利	3439	4548	5615	5865	应收账款	4252	1964	2281	2351
%营业收入	29%	33%	36%	36%	存货	226	224	250	254
营业税金及附加	108	130	157	129	预付账款	181	196	217	220
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1887	2065	2265	2304
销售费用	116	164	173	161	流动资产合计	10943	6619	9974	18858
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	1344	1613	1882	2151
管理费用	726	1096	1180	1129	投资性房地产	71	71	71	71
%营业收入	6%	8%	8%	7%	固定资产合计	5616	6822	6518	6205
研发费用	74	96	110	113	无形资产	12121	26175	24928	23681
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	413	413	413	413
财务费用	499	512	589	581	递延所得税资产	288	288	288	288
%营业收入	4%	4%	4%	4%	其他非流动资产	8509	8381	8252	8123
加: 资产减值损失	-20	-77	-77	-77	资产总计	39305	50381	52325	59790
信用减值损失	-113	-100	-90	-80	短期贷款	2517	5704	0	3000
公允价值变动收益	-11	0	0	0	应付款项	3139	3400	3762	3815
投资收益	127	110	126	129	预收账款	0	0	0	0
营业利润	2085	2665	3463	3825	应付职工薪酬	328	356	394	399
%营业收入	18%	19%	22%	24%	应交税费	304	350	403	413
营业外收支	12	0	0	0	其他流动负债	4108	4203	4336	4356
利润总额	2097	2665	3463	3825	流动负债合计	10397	14014	8894	11983
%营业收入	18%	19%	22%	24%	长期借款	9964	12964	16964	17964
所得税费用	413	506	700	750	应付债券	1530	3530	3530	3530
净利润	1684	2159	2764	3075	递延所得税负债	612	612	612	612
归属于母公司所有者的净利润	1664	1900	2211	2491	其他非流动负债	1583	1883	2183	2483
少数股东损益	20	259	553	584	负债合计	24084	33002	32182	36571
EPS (元)	2.04	2.33	2.71	3.06	归属于母公司所有者权益	13402	15302	17513	20004
					少数股东权益	1819	2078	2630	3215
					股东权益	15221	17380	20143	23219
					负债及股东权益	39305	50381	52325	59790
					基本指标				
						2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	3273	6688	5162	5475	每股收益	2.04	2.33	2.71	3.06
取得投资收益收回现金	31	110	126	129	每股经营现金流	4.01	8.20	6.33	6.71
长期股权投资	-269	-269	-269	-269	市盈率	11.58	11.50	9.88	8.77
资本性支出	-1664	-16685	-184	-184	市净率	1.44	1.43	1.25	1.09
其他	65	0	0	0	EV/EBITDA	8.62	10.10	7.62	6.38
投资活动现金流净额	-1837	-16844	-327	-324	总资产收益率	4.2%	3.8%	4.2%	4.2%
债券融资	1028	2000	0	0	净资产收益率	12.4%	12.4%	12.6%	12.5%
股权融资	1219	0	0	0	净利率	14.0%	13.9%	14.1%	15.4%
银行贷款增加 (减少)	171	6188	-1704	4000	资产负债率	61.3%	65.5%	61.5%	61.2%
筹资成本	-903	-559	-640	-683	总资产周转率	0.30	0.27	0.30	0.27
其他	-207	300	300	300					
筹资活动现金流净额	1308	7929	-2045	3617					
现金净流量 (不含汇率变动影响)	2744	-2228	2790	8768					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。