

瀚蓝环境（600323.SH）

业绩增速亮眼，收并购+精细化运营促进可持续增长

2025 年前三季度业绩表现亮眼。公司发布 2025 年前三季度业绩预告，预计 2025 年前三季度实现归属于母公司所有者的净利润 16.1 亿元左右，与上年同期（法定披露数据）相比，将增加 2.2 亿元左右，同比增加 15.9% 左右。剔除去年同期含济宁固废电费、金沙城北污水厂扩容项目污水处理费等一次性往期收益约 1.3 亿元，则同比增约 3.5 亿元，同比增加约 27.9%。利润增加主要是：（一）本期 6 月份起新增并表粤丰环保电力有限公司（公司穿透持股 52.4%），增加 6-9 月归母净利润约 2.4 亿元；（二）持续落实降本增效举措取得良好成效，保持较高运营效率，及本期新增确认子公司江西瀚蓝能源有限公司原股东业绩赔偿收入。

粤丰环保并购落地大幅提升综合实力，协同效应逐步释放。2025 年 6 月，公司并购粤丰环保正式完成，并自 6 月 1 日起实现并表，公司垃圾焚烧发电项目规模达到 97,590 吨/日（含参股项目），位居国内行业前三、A 股上市公司首位，综合实力和竞争力大幅提升。公司计划在 2025 年内基本完成财务、人力资源、供应链、信息化、品牌、合规等职能条线的融合及生产运营有序开展，实现平稳过渡和管理初步融合，初步释放“1+1>2”的协同效应。截至 2025 年上半年末，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%。

“焚烧+”提高运营水平，内生增长动力充足。公司在固废处理领域协同发展提高运营效率：1）公司积极利用生活垃圾焚烧发电项目的热源和区位优势，开拓管道供热和移动供热业务，提升经营效益，改善现金流。2025 年上半年，公司实现对外供热 94.4 万吨，同比增加 27.7 万吨，同比增长 41.6%，对外供热收入约 1.4 亿元，同比增加约 4,400 万元，同比增长约 46.5%，公司供热业务下半年预计将延续增长趋势。2）垃圾焚烧发电精细化管理。2025 年上半年，公司生活垃圾焚烧发电产能利用率约为 115%，锅炉有效运行小时数超过 4100 小时；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量、吨垃圾上网电量同比分别增长 2.6%和 3.5%，达 386.3 度和 337.4 度。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。

应收账款管理增强，现金流水平有望持续改善。公司高度重视应收账款回收工作，由集团统筹加强应收账款的催收工作和商业模式创新工作，争取在相关政府支持下，2025 年收回存量应收账款不少于 20 亿元。2025 年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。

投资建议：公司已形成完整生态环境服务产业链，板块资源共享和协同效应较强，发展稳健。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.1/22.3/24.4 亿元，对应 PE 分别为 11.5/10.4/9.5X，维持“买入”评级。

风险提示：项目投产不及预期、行业竞争加剧、政策变动风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,541	11,886	13,843	14,162	14,481
增长率 yoy（%）	-2.6	-5.2	16.5	2.3	2.3
归母净利润（百万元）	1,430	1,664	2,007	2,230	2,438
增长率 yoy（%）	25.2	16.4	20.6	11.1	9.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.75	2.04	2.46	2.73	2.99
净资产收益率（%）	11.8	12.4	13.8	14.2	14.5
P/E（倍）	16.2	13.9	11.5	10.4	9.5
P/B（倍）	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4

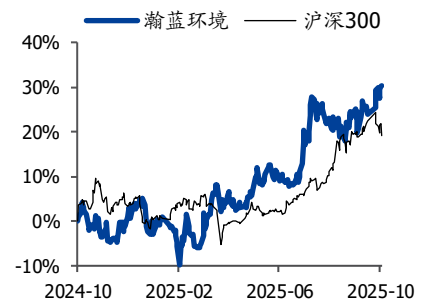
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 17 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	环境治理
前次评级	买入
10 月 17 日收盘价（元）	28.39
总市值（百万元）	23,147.71
总股本（百万股）	815.35
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	6.14

股价走势



作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

分析师 沈佳纯

执业证书编号：S0680524070009

邮箱：shenjiaochun@gszq.com

相关研究

- 《瀚蓝环境（600323.SH）：业绩表现亮眼，收并购+内生增长推动高质量发展》 2025-08-29
- 《瀚蓝环境（600323.SH）：业绩表现亮眼，收并购+降本增效推动可持续增长》 2025-07-15
- 《瀚蓝环境（600323.SH）：利润持续增长，“焚烧+”运营效率稳步提升》 2025-04-11

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7808	10943	14280	16953	19489
现金	1523	4258	7666	9961	12409
应收票据及应收账款	3280	4256	3757	4040	4219
其他应收款	163	121	179	170	170
预付账款	201	181	195	209	211
存货	235	226	234	219	206
其他流动资产	2406	1901	2249	2354	2276
非流动资产	27990	28362	31487	31646	31749
长期投资	1075	1344	1613	1882	2151
固定资产	5740	5616	5486	5319	5113
无形资产	11836	12121	12272	12380	12447
其他非流动资产	9339	9281	12116	12065	12039
资产总计	35798	39305	45766	48600	51239
流动负债	9908	10397	13693	14720	15571
短期借款	1964	2517	3070	3622	4175
应付票据及应付账款	3374	3139	3500	3624	3692
其他流动负债	4570	4740	7123	7473	7704
非流动负债	13050	13688	15629	16275	16921
长期借款	10346	9964	9581	9199	8817
其他非流动负债	2704	3724	6047	7076	8104
负债合计	22958	24084	29322	30994	32492
少数股东权益	721	1819	1863	1909	1953
股本	815	815	815	815	815
资本公积	2443	2451	2451	2451	2451
留存收益	8785	10058	11162	12276	13373
归属母公司股东权益	12119	13402	14582	15697	16793
负债和股东权益	35798	39305	45766	48600	51239

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2482	3273	5515	4324	4715
净利润	1470	1684	2051	2276	2482
折旧摊销	1191	1152	1299	1383	1439
财务费用	513	510	663	710	756
投资损失	-68	-127	-94	-142	-174
营运资金变动	-813	-130	456	-25	90
其他经营现金流	189	184	1140	123	122
投资活动现金流	-2237	-1837	-4243	-1403	-1370
资本支出	-2045	-1664	-1229	-1230	-1229
长期投资	-269	-242	-278	-278	-278
其他投资现金流	77	69	-2736	105	137
筹资活动现金流	187	1308	2136	-625	-897
短期借款	188	553	553	553	553
长期借款	1573	-382	-382	-382	-382
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-12	8	0	0	0
其他筹资现金流	-1561	1129	1965	-796	-1068
现金净增加额	432	2744	3407	2296	2447

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12541	11886	13843	14162	14481
营业成本	9382	8447	9828	9997	10159
营业税金及附加	84	108	101	99	113
营业费用	118	116	133	113	101
管理费用	646	726	741	680	623
研发费用	81	74	91	85	87
财务费用	502	499	600	595	606
资产减值损失	-58	-20	-36	-36	-36
其他收益	184	182	204	211	232
公允价值变动收益	2	-11	0	0	0
投资净收益	68	127	94	142	174
资产处置收益	2	3	4	3	4
营业利润	1822	2085	2514	2813	3064
营业外收入	21	23	24	23	23
营业外支出	12	11	14	13	13
利润总额	1831	2097	2525	2823	3075
所得税	361	413	474	547	593
净利润	1470	1684	2051	2276	2482
少数股东损益	40	20	44	46	44
归属母公司净利润	1430	1664	2007	2230	2438
EBITDA	3502	3636	4423	4800	5120
EPS (元/股)	1.75	2.04	2.46	2.73	2.99

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.6	-5.2	16.5	2.3	2.3
营业利润(%)	30.3	14.4	20.6	11.9	8.9
归属母公司净利润(%)	25.2	16.4	20.6	11.1	9.3
获利能力					
毛利率(%)	25.2	28.9	29.0	29.4	29.8
净利率(%)	11.4	14.0	14.5	15.7	16.8
ROE(%)	11.8	12.4	13.8	14.2	14.5
ROIC(%)	6.6	6.3	7.0	7.1	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	64.1	61.3	64.1	63.8	63.4
净负债比率(%)	106.8	79.4	73.6	62.6	52.1
流动比率	0.8	1.1	1.0		1.3
速动比率	0.5	0.8	0.9		1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	4.1	3.2	3.5	3.6	3.5
应付账款周转率	2.8	2.6	3.0	2.9	2.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.75	2.04	2.46	2.73	2.99
每股经营现金流(最新摊薄)	3.04	4.01	6.76	5.30	5.78
每股净资产(最新摊薄)	14.86	16.44	17.88	19.25	20.60
估值比率					
P/E	16.2	13.9	11.5	10.4	9.5
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.9	8.6	8.0	7.1	6.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com