

瀚蓝环境（600323.SH）

业绩快速增长，粤丰并购&降本增效共促高质量发展

公司前三季度业绩快速增长。公司 2025 前三季度实现营收 97.4 亿元，yoy+11.5%，实现归母净利润 16.0 亿元，yoy+15.9%。2025Q3 单季度实现营收 39.7 亿元，yoy+36.7%，实现归母净利润 6.4 亿元，yoy+28.1%。公司前三季度营收同比增加 10.1 亿元，主要系：（1）粤丰环保并表增加收入约 14.9 亿元；（2）主要是垃圾焚烧业务增加收入约 1.1 亿元、排水业务增加收入约 0.6 亿元。公司前三季度归母净利润同比增加约 2.2 亿元，剔除去年同期一次性收益影响，则归母净利润同比增加 3.5 亿元，主要系：（1）粤丰环保 6-9 月实现净利润 4.70 亿元，贡献归母净利润约 2.4 亿元；（2）公司持续落实降本增效举措取得良好成效；（3）确认子公司江西瀚蓝能源有限公司赔偿收入 0.5 亿元。

盈利能力提升，经营活动现金流净额大幅增长。2025 前三季度，公司实现综合毛利率 35.1%（yoy+3.7pct）。三费合计比率 12.5%（yoy+1.7pct），主要系粤丰环保并表影响，其中，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.9%/6.0%/5.6%，yoy-0.1pct/+0.6pct/+1.2pct。经营活动现金流净额 26.6 亿元，yoy+98.2%，主要是新增粤丰环保并表贡献约 8.2 亿元，以及在相关政府的支持下，推进完善和落实相关应收账款回款计划，应收账款回款较同期有所改善。此外，可再生能源补贴回收同比有所改善。

公司以固废业务为核心，多板块齐头并进。分业务看，2025 年前三季度固废处理业务实现营收 54.8 亿元（yoy+21.4%），实现净利润 13.6 亿元（yoy+42.9%），在工程类业务收入大幅下降的背景下，固废处理运营类业务收入保持稳定增长并维持较高的盈利水平，体现公司良好的业务结构和较强的经营潜力；能源业务实现营收 27.8 亿元，与去年同期基本持平，预计能源业务 2025 年度将保持正常盈利水平；供水业务实现营收 7.1 亿元（yoy+0.7%）；排水业务实现营收 5.0 亿元，与去年同期基本持平，轻资产运营业务收入占比提升。

粤丰环保并购落地实力显著提升，运营水平持续提升。公司持续聚焦固废主业发展，巩固降本增效成效：1）粤丰环保自 2025 年 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，公司综合实力和竞争力大幅提升；2）2025 年前三季度实现对外供热 146.3 万吨，yoy+40.4%，截至目前，公司累计已有 30 个垃圾焚烧发电项目签订对外供热业务协议，其中 22 个项目已实现对外供热，有望持续增厚盈利水平；3）2025 年前三季度吨垃圾发电电量、吨垃圾上网电量同比增长 1.2% 和 1.8%，达 380.1 度和 330.2 度，持续推动垃圾焚烧热效率提升及自用电率降低，实现发电效率提升。

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 20.1/22.3/24.4 亿元，对应 PE 分别为 11.6/10.4/9.5X，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	2,234	2,435
增长率 yoy（%）	25.2	16.4	20.6	11.3	9.0
EPS 最新摊薄（元/股）	1.75	2.04	2.46	2.74	2.99
净资产收益率（%）	11.8	12.4	13.8	14.3	14.5
P/E（倍）	16.2	13.9	11.6	10.4	9.5
P/B（倍）	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4

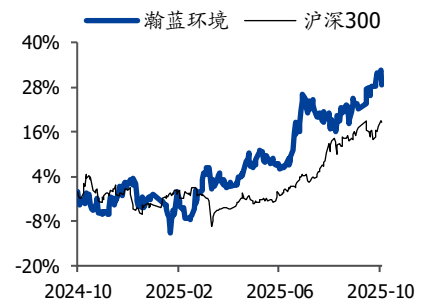
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	环境治理
前次评级	买入
10 月 28 日收盘价（元）	28.46
总市值（百万元）	23,204.78
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）	5.92

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：shenjiaichun@gszq.com

相关研究

- 1、《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》 2025-10-18
- 2、《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
- 3、《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

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	13748	16436	18969
现金	1523	4258	6179	8761	11373
应收票据及应收账款	3280	4256	4712	4723	4734
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	31328	31487	31590
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	11957	11906	11880
资产总计	35798	39305	45075	47923	50559
流动负债	9908	10397	13181	14219	15069
短期借款	1964	2517	3070	3622	4175
应付票据及应付账款	3374	3139	3482	3618	3684
其他流动负债	4570	4740	6629	6979	7210
非流动负债	13050	13688	15470	16116	16762
长期借款	10346	9964	9581	9199	8817
其他非流动负债	2704	3724	5889	6917	7946
负债合计	22958	24084	28651	30336	31831
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	11145	12263	13358
归属母公司股东权益	12119	13402	14562	15679	16774
负债和股东权益	35798	39305	45075	47923	50559

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	4549	4613	4877
净利润	1470	1684	2051	2281	2479
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	-518	259	256
其他经营现金流	189	184	1148	123	122
投资活动现金流	-2237	-1837	-4071	-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	-2564	105	137
筹资活动现金流	187	1308	1458	-628	-896
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	1288	-798	-1066
现金净增加额	432	2744	1921	2582	2612

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	651	608
研发费用	81	74	91	85	87
财务费用	502	499	600	617	624
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	2819	3060
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	2829	3071
所得税	361	413	474	548	592
净利润	1470	1684	2051	2281	2479
少数股东损益	40	20	44	46	44
归属母公司净利润	1430	1664	2007	2234	2435
EBITDA	3502	3636	4423	4829	5134
EPS (元/股)	1.75	2.04	2.46	2.74	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	12.1	8.6
归属母公司净利润(%)	25.2	16.4	20.6	11.3	9.0
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	15.8	16.8
ROE(%)	11.8	12.4	13.8	14.3	14.5
ROIC(%)	6.6	6.3	7.1	7.3	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	64.1	61.3	63.6	63.3	63.0
净负债比率(%)	106.8	79.4	79.8	66.6	55.0
流动比率	0.8	1.1	1.0	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.8	0.9	1.0	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	3.1	3.0	3.1
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	2.74	2.99
每股经营现金流(最新摊薄)	3.04	4.01	5.58	5.66	5.98
每股净资产(最新摊薄)	14.86	16.44	17.86	19.23	20.57
估值比率					
P/E	16.2	13.9	11.6	10.4	9.5
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.9	8.6	8.2	7.2	6.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 28 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