



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 10 月 29 日

基础数据

10 月 28 日收盘价（元）	28.46
总市值（亿元）	232.05
总股本（亿股）	8.15

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证环保】瀚蓝环境 2025 年半年报点评：剔除一次性事项后归母净利润增长明显，并购粤丰环保协同效应初步显现-2025.08.27

【兴证环保】瀚蓝环境 2024 年年报点评：盈利能力恢复助力业绩增长，现金分红大幅提升-2025.04.12

【兴证环保】瀚蓝环境 2024 年三季报点评：前三季度归母净利润同比+18.82%，持续推动应收账款回款进程-2024.10.28

分析师：蔡屹

S0190518030002
caiyi@xyzq.com.cn

分析师：史一粟

S0190523110001
shiyisu@xyzq.com.cn

瀚蓝环境(600323.SH)

并表粤丰协同效应逐步释放，自由现金流大幅增长

投资要点：

- **事件：瀚蓝环境公告 2025 年第三季度报告。**2025 年前三季度，公司实现营收 97.37 亿元，同比+11.52%；实现归母净利润 16.05 亿元，同比+15.85%；实现扣非归母净利润 15.36 亿元，同比+12.39%。其中 2025 年第三季度，公司实现营收 39.74 亿元，同比+36.70%；实现归母净利润 6.38 亿元，同比+28.08%；实现扣非归母净利润 6.23 亿元，同比+25.92%。结合公司经营数据，我们点评如下：
- **并表粤丰环保贡献利润增量，协同效应逐步释放。**公司于 2025 年 6 月完成并购粤丰环保事项，并自 6 月 1 日起实现并表，使垃圾焚烧发电项目规模达 97590 吨/日（含参股项目），位居国内行业前三、A 股上市公司首位。反映到财务数据方面，公司前三季度营收同比+11.52%至 97.37 亿元，其中粤丰环保并表增加 14.86 亿元；归母净利润同比+15.85%至 16.05 亿元，其中粤丰环保并表增加约 2.4 亿元（未考虑合并层面并购费用、并购利息及无形资产摊销）。并购后公司加强资金管理，财务协同已初见成效：截至 10 月 28 日粤丰环保总贷款降低约 15 亿元，人民币融资利率从 2.75%-4.75%降至 2.50%-3.785%，港币融资利率从 Hibor+2.05%-Hibor+2.17%降低至 Hibor+1.55%-Hibor+1.67%。此外公司还在管理、供应链、工程预结算、数智化、业务拓展等方面深入推进整合，期待后续协同效应进一步释放。
- **积极拓展对外供热及绿电直供市场机遇，着力提升垃圾焚烧发电项目盈利能力。**（1）对外供热：2025 年前三季度，公司实现对外供热 146.34 万吨，同比+40.40%。截至 10 月 28 日公司本年新增 5 个项目签订对外供热协议，累计已有 30 个项目签订对外供热协议，其中 22 个已实现对外供热。从供热合同签署和投产进度来看公司供热业务增长储备充足，有助于长期提升垃圾焚烧项目盈利水平。（2）绿电直供：公司已成立售电公司，积极探索与算力等产业的协同发展模式。公司已与中国联通广东省分公司、深圳市城市交通规划设计研究中心股份有限公司签署算力中心战略合作协议，推动智算项目落地。若项目成功落地将有利于进一步发挥垃圾焚烧发电项目潜力，提升盈利能力。
- **持续加强应收账款管理，经营性净现金流表现优秀、自由现金流大幅增长。**公司争取在 2025 年收回存量应收账款不少于 20 亿元，其中 2025 年前三季度，公司存量应收账款回款约 15.30 亿元（不含粤丰），现金流得到持续改善。2025 年前三季度，公司实现经营性净现金流 26.62 亿元，同比+98.21%，其中粤丰环保并表新增 8.20 亿元；实现自由现金流（不含股权类投资支出）13.53 亿元（其中粤丰环保并表增加 5.71 亿元），同比增加 12.81 亿元，预计在国家化债及公司在建项目逐步完工和减少大背景下逐步提升。
- **投资建议：维持“增持”评级。**我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.23 亿/21.19 亿/22.31 亿元，分别同比+15.6%/+10.2%/+5.3%，分别对应 2025 年 10 月 28 日收盘价的 PE 估值为 12.1x/10.9x/10.4x。
- **风险提示：**固废项目进度不及预期风险，燃气购销差价波动风险，垃圾焚烧政策风险，应收账款回款风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	11886	14394	16346	16836
同比增长	-5.2%	21.1%	13.6%	3.0%
归母净利润（百万元）	1664	1923	2119	2231
同比增长	16.4%	15.6%	10.2%	5.3%
毛利率	28.9%	30.9%	32.9%	33.2%
ROE	12.4%	12.7%	12.4%	11.7%
每股收益（元）	2.04	2.36	2.60	2.74
市盈率	13.9	12.1	10.9	10.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10943	14572	15442	16261
货币资金	4258	6726	6713	7349
交易性金融资产	139	144	149	154
应收票据及应收账款	4256	5084	5713	5819
预付款项	181	213	235	241
存货	226	256	273	270
其他	1882	2148	2359	2427
非流动资产	28362	48459	50084	51443
长期股权投资	1344	1344	1344	1344
固定资产	5616	6497	7520	8542
在建工程	274	1064	1539	1823
无形资产	12121	27798	27900	27927
商誉	413	413	413	413
其他	8594	11342	11368	11394
资产总计	39305	63030	65527	67704
流动负债	10397	15021	15724	15972
短期借款	2517	4517	4617	4717
应付票据及应付账款	3139	3699	4077	4181
其他	4740	6806	7030	7074
非流动负债	13688	30824	30324	29824
长期借款	9964	25964	25464	24964
其他	3724	4861	4861	4861
负债合计	24084	45845	46048	45796
股本	815	815	815	815
未分配利润	9559	10984	12571	14241
少数股东权益	1819	1997	2386	2811
股东权益合计	15221	17185	19478	21908
负债及权益合计	39305	63030	65527	67704

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1664	1923	2119	2231
折旧和摊销	1152	1964	2212	2479
营运资金的变动	-130	-357	-356	-109
经营活动产生现金流量	3273	5603	5537	6183
资本支出	-1664	-19286	-3785	-3785
长期投资	-242	-25	-25	-25
投资活动产生现金流量	-1837	-21892	-3763	-3761
债权融资	1073	19803	-400	-400
股权融资	1219	0	0	0
融资活动产生现金流量	1308	18772	-1787	-1786
现金净变动	2744	2468	-13	637

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11886	14394	16346	16836
营业成本	8447	9952	10970	11249
税金及附加	108	131	149	154
销售费用	116	140	159	164
管理费用	726	880	999	1029
研发费用	74	93	104	107
财务费用	499	764	1028	1015
投资收益	127	58	65	67
公允价值变动收益	-11	0	0	0
信用减值损失	-113	-70	-70	-70
资产减值损失	-20	-20	-20	-20
营业利润	2085	2592	3104	3285
营业外收支	12	11	11	11
利润总额	2097	2603	3114	3296
所得税	413	500	606	640
净利润	1684	2102	2508	2656
少数股东损益	20	179	389	425
归属母公司净利润	1664	1923	2119	2231
EPS(元)	2.04	2.36	2.60	2.74

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-5.2%	21.1%	13.6%	3.0%
营业利润增长率	14.4%	24.3%	19.7%	5.8%
归母净利润增长率	16.4%	15.6%	10.2%	5.3%
盈利能力				
毛利率	28.9%	30.9%	32.9%	33.2%
归母净利率	14.0%	13.4%	13.0%	13.3%
ROE	12.4%	12.7%	12.4%	11.7%
偿债能力				
资产负债率	61.3%	72.7%	70.3%	67.6%
流动比率	1.05	0.97	0.98	1.02
速动比率	0.84	0.81	0.81	0.85
营运能力				
资产周转率	31.7%	28.1%	25.4%	25.3%
每股资料(元)				
每股收益	2.04	2.36	2.60	2.74
每股经营现金	4.01	6.87	6.79	7.58
估值比率(倍)				
PE	13.9	12.1	10.9	10.4
PB	1.7	1.5	1.4	1.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn