

瀚蓝环境（600323）

2025 年三季报点评：25Q3 归母同增 26%， 粤丰增厚持续超预期

买入（维持）

2025 年 10 月 30 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

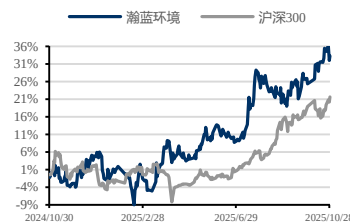
chenzw@dwzq.com.cn

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）	16.39	14.08	11.94	10.54	10.06

投资要点

- **25Q3 归母净利润同增 28%，粤丰贡献持续超预期。**1) 收入端：25Q1-3 公司实现营业收入 97.37 亿元（同比+10.06 亿元，同比+11.52%，下同），主要系粤丰并表增加收入 14.86 亿元，剔除该因素后收入同比-4.8 亿元，其中工程收入下降 1.6 亿元、主动优化南海区环卫业务导致收入下降 3.4 亿元、上年同期存在一次性收入 1.3 亿元，剔除上述因素后收入同比+1.5 亿元，主要系①垃圾焚烧业务收入同比+1.1 亿元（其中供热收入同比+0.73 亿元）；②排水业务收入同比+0.6 亿元。2) 利润端：25 年前三季度，公司归母净利润 16.05 亿元（+2.20 亿元，+15.85%），剔除上年同期 1.3 亿元一次性收益，同比+3.5 亿元，同比+27.85%，扣非归母 15.36 亿元（+1.69 元，+12.39%），剔除上年同期 1.3 亿元一次性收益，同比+3.0 亿元，同比+24.20%。其中①**粤丰贡献**：25 年 6-9 月净利润 4.7 亿元，年化远超 24 年水平，并购后通过推进债务优化、供热拓展等，整合初见成效，粤丰贡献归母净利 2.4 亿元（持股 52.44%，未考虑合并层面并购费用、并购利息及无形资产摊销）；②**瀚蓝内生**：25Q1-3 剔除粤丰贡献后归母净利 13.65 亿元，在此基础上考虑加回并购财务费用增量 0.3 亿元、并购费用 0.5 亿元，剔除本期江西瀚蓝业绩赔偿收益 0.46 亿元、上年同期 1.3 亿一次性收益影响，测算内生增长约 12%（若进一步加回并购带来的无形资产摊销增量则更高）。25Q3 单季度，归母净利 6.38 亿元（同比+1.4 亿元，同比+28.10%）；扣非归母 6.30 亿元（+1.35 亿元，+27.35%），其中粤丰贡献 1.8 亿元。
- **粤丰并表贡献固废增量，能源水务稳健。**25Q1-3，1) 固废：营收 54.76 亿元（+9.65 亿元，+21.39%），其中粤丰贡献 14.58 亿元，实现净利润 13.64 亿元（+4.10 亿元，+42.94%），其中粤丰贡献 4.70 亿元。①**工程与装备**：收入 3.54 亿元（+0.41 亿元），其中粤丰贡献 1.72 亿元；②**固废运营**：收入 51.22 亿元（+9.24 亿元，+22.01%），其中粤丰贡献 12.86 亿元，净利润 13.72 亿元（+4.33 亿元，+46.15%），其中粤丰贡献 4.70 亿元。2) **能源**：营收 27.83 亿元，同比基本持平，天然气销售量 7.23 亿立方米（-0.72%），气源多元化保障盈利稳定。3) **供水**：营收 7.14 亿元（+0.67%），供水量 3.67 亿吨（-0.40%）。4) **排水**：营收 5.04 亿元，污水处理量 2.17 亿吨（同比+5.58%），轻资产运营业务收入占比提升。
- **垃圾焚烧优势巩固，吨发&供热双增，协同效应持续释放。**截至 25Q3 末公司垃圾焚烧在手产能达 97,590 吨/日，位居行业前三，其中控股产能 79,240 吨/日，已投产 66,190 吨/日，在建 2250 吨/日。1) **处理量**：25Q1-3 垃圾焚烧量 1468 万吨（+52%），其中瀚蓝内生 976 万吨（+1%），粤丰 492 万吨；2) **发电效率**：25Q1-3 发电量 55.78 亿度（+53%），上网电量 48.47 亿度（+54%），吨发 380 度（+1%），吨上网 330 度（+2%），其中瀚蓝内生吨发 387 度（+3%），吨上网 337 度（+4%），粤丰吨发 366 度，吨上网 316 度；3) **供热**：25Q1-3 供热量 146.34 万吨（同比+40%），供热收入 2.21 亿元（同比+49%），累计 30 个项目签订供热协议，其中 22 个已实现供热，增长潜力充足。其中瀚蓝内生供热量 134.17 万吨（+29%），供热收入 1.98 亿元（+34%），粤丰供热量 12.17 万吨。4) **AIDC 合作**：与广东联通分公司、深城交签署 AIDC 合作协议，探索“绿电直供+算力”新模式。
- **国补回收加速+粤丰贡献，自由现金流增厚显著。**25Q1-3 经营性现金流量净额 26.62 亿元（+13.19 亿元，+98.21%），主要系①粤丰并表贡献约 8.20 亿元，②应收账款回收改善，瀚蓝存量应收回款约 15.30 亿元（不含粤丰），③国补回收 2.45 亿元，同比加速。25Q1-3 剔除 14 号文影响后的资本支出为 13.21 亿元，其中粤丰并表增加 2.48 亿元，瀚蓝内生 10.73 亿元（-2.36 亿元）。25Q1-3 自由现金流（不含股权类投资支出）为 13.53 亿元（+12.81 亿元），其中粤丰并表增加 5.71 亿元。
- **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，并购及内生增长双强，协同增效可期，自由现金流持续增厚，分红具备提升潜力。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 19.63/22.23/23.30 亿元，对应 PE 12/11/10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：应收回款不及预期，粤丰环保整合效果不及预期，政策风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.74
一年最低/最高价	19.35/29.88
市净率(倍)	1.65
流通 A 股市值(百万元)	23,433.08
总市值(百万元)	23,433.08

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.43
资产负债率(% LF)	71.06
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 年中报点评：内生&并购成长超预期，首次派发中期股息》

2025-08-28

《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

瀚蓝环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,943	10,691	13,536	16,113	营业总收入	11,886	14,106	16,313	16,699
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
非流动资产	28,362	51,088	50,434	49,521	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	营业利润	2,085	2,654	3,263	3,459
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
资产总计	39,305	61,779	63,970	65,634	利润总额	2,097	2,665	3,275	3,470
流动负债	10,397	15,308	16,147	16,382	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	净利润	1,684	2,141	2,631	2,787
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	归属母公司净利润	1,664	1,963	2,223	2,330
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
负债合计	24,084	45,060	45,399	45,133	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					
所有者权益合计	15,221	16,720	18,571	20,500					
负债和股东权益	39,305	61,779	63,970	65,634					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		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)	14.08	11.94	10.54	10.06
营运资本变动	(130)	(1,299)	(541)	(90)	P/B (现价)	1.75	1.79	1.61	1.46

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>