

2025 年 11 月 05 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
蔡思
SAC: S1350524070005
caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 11 月 05 日

收盘价（元）	29.68
一年内最高/最低（元）	29.88/19.35
总市值（百万元）	24,199.50
流通市值（百万元）	24,199.50
总股本（百万股）	815.35
资产负债率（%）	71.06
每股净资产（元/股）	17.43

资料来源：聚源数据

瀚蓝环境(600323.SH)

——Q3 业绩符合预期 供热+AIDC 贡献增长潜力

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年三季度报告，2025Q3 公司实现营业收入 39.7 亿元，同比增长 36.7%，实现归母净利润 6.38 亿元，同比增长 28.1%，环比增长 16.7%，符合我们的预期。
- **Q3 粤丰持续表现亮眼，供热规模持续提升。**2025Q3 公司垃圾焚烧发电业务实现净利润 6.57 亿元，同比增加 3.88 亿元，其中粤丰环保 6 月份并表，Q3 贡献净利润 3.61 亿元（对应单月净利润 1.2 亿元），剩余利润贡献主要来源于供热规模提升，2025 Q3，公司实现对外供热 52 万吨，同比增加 14.4 万吨，实现供热收入 0.8 亿元，同比增加约 0.3 亿元。
- 从经营数据来看，2025 年前三季度公司吨垃圾发电量达到 380.06 千瓦时/吨，同比提升 1.18%，吨垃圾上网电量 330.24 千瓦时/吨，同比增加 1.84%，公司发电效率进一步提升。
- **资本开支持续下降，应收账款回收加快，公司现金流持续改善。**2025 年前三季度公司实现资本支出 13.21 亿元（剔除解释第 14 号影响），同比基本持平（剔除粤丰环保后资本开支下滑 2.4 亿元），实现应收账款回款 15.30 亿元（不含粤丰环保），同比去年有所改善，综合影响下，公司实现自由现金流（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 12.8 亿元，未来随着在建项目的逐步完工和减少，公司自由现金流有望逐步提升。
- **持续推进 AIDC 战略合作，打造“垃圾焚烧发电+智算中心”。**公司分别与中国联合网络通信有限公司广东省分公司、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相关战略合作协议，公司计划向合作方优先提供绿电及余热蒸汽，降低算力中心能耗成本，打造“垃圾焚烧发电+智算中心”的行业减碳及能源梯级利用新模式，如项目成功落地，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，优化项目现金流。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.8、22.6、23.6 亿元，同比增速分别为 18.8%、14.5%、4.2%，当前股价对应的 PE 分别为 12、11、10 倍，按照公司 2024 年分红率 39.2%进行计算，公司 2025-2027 年股息率分别为 3.2%、3.7%、3.8%，当前估值水平较低，自由现金流好转为公司进一步提升分红奠定基础，继续维持“买入”评级。
- **风险提示。**垃圾处理量波动风险、供热量波动风险、新建项目投产进度低于预期的风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,541	11,886	13,721	15,526	15,632
同比增长率（%）	-2.59%	-5.22%	15.44%	13.16%	0.68%
归母净利润（百万元）	1,430	1,664	1,976	2,262	2,357
同比增长率（%）	24.71%	16.39%	18.76%	14.49%	4.20%
每股收益（元/股）	1.75	2.04	2.42	2.77	2.89
ROE（%）	11.80%	12.42%	13.53%	14.16%	13.54%
市盈率（P/E）	16.93	14.54	12.25	10.70	10.27

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,258	3,666	4,760	5,473
应收票据及账款	5,298	7,900	8,514	8,571
预付账款	181	209	237	238
其他应收款	121	140	158	159
存货	226	249	274	272
其他流动资产	859	830	940	946
流动资产总计	10,943	12,994	14,882	15,660
长期股权投资	1,344	2,971	3,098	3,225
固定资产	5,722	6,786	9,194	11,315
在建工程	274	1,637	1,500	1,500
无形资产	12,121	26,987	26,334	26,146
长期待摊费用	98	54	5	5
其他非流动资产	8,803	11,307	11,805	11,803
非流动资产合计	28,362	49,742	51,936	53,994
资产总计	39,305	62,736	66,818	69,654
短期借款	2,517	6,517	7,017	7,517
应付票据及账款	3,139	3,469	3,808	3,783
其他流动负债	4,740	7,177	7,911	7,874
流动负债合计	10,397	17,162	18,736	19,174
长期借款	11,564	26,753	27,456	27,972
其他非流动负债	2,123	2,123	2,123	2,123
非流动负债合计	13,688	28,877	29,579	30,095
负债合计	24,084	46,039	48,315	49,269
股本	815	815	815	815
资本公积	2,451	2,451	2,451	2,451
留存收益	10,136	11,338	12,713	14,146
归属母公司权益	13,402	14,604	15,979	17,412
少数股东权益	1,819	2,093	2,524	2,973
股东权益合计	15,221	16,697	18,503	20,385
负债和股东权益合计	39,305	62,736	66,818	69,654

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,684	1,990	2,432	2,545
折旧与摊销	1,152	1,763	1,942	2,079
财务费用	499	578	744	765
投资损失	-127	-127	-127	-127
营运资金变动	-130	-17	280	-127
其他经营现金流	195	321	321	321
经营性现金净流量	3,273	4,508	5,592	5,456
投资性现金净流量	-1,837	-22,936	-4,070	-4,070
筹资性现金净流量	1,308	17,836	-428	-673
现金流量净额	2,744	-592	1,094	713

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,886	13,721	15,526	15,632
营业成本	8,447	9,333	10,246	10,179
税金及附加	108	137	155	156
销售费用	116	134	151	152
管理费用	726	823	932	938
研发费用	74	85	96	97
财务费用	499	578	744	765
资产减值损失	-20	-23	-27	-27
信用减值损失	-113	-130	-147	-148
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	127	127	127	127
公允价值变动损益	-11	0	0	0
资产处置收益	3	3	3	3
其他收益	182	182	182	182
营业利润	2,085	2,790	3,341	3,482
营业外收入	23	23	23	23
营业外支出	11	11	11	11
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	2,097	2,802	3,353	3,494
所得税	413	551	660	688
净利润	1,684	2,251	2,693	2,806
少数股东损益	20	275	431	449
归属母公司股东净利润	1,664	1,976	2,262	2,357
EPS(元)	2.04	2.42	2.77	2.89

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-5.22%	15.44%	13.16%	0.68%
营业利润增长率	14.43%	33.83%	19.75%	4.21%
归母净利润增长率	16.39%	18.76%	14.49%	4.20%
经营现金流增长率	31.85%	37.74%	24.07%	-2.43%
盈利能力				
毛利率	28.93%	31.98%	34.01%	34.88%
净利率	14.17%	16.40%	17.35%	17.95%
ROE	12.42%	13.53%	14.16%	13.54%
ROA	4.23%	3.15%	3.39%	3.38%
估值倍数				
P/E	14.54	12.25	10.70	10.27
P/S	2.04	1.76	1.56	1.55
P/B	1.81	1.66	1.51	1.39
股息率	2.70%	3.20%	3.66%	3.82%
EV/EBITDA	9	11	10	10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。