

公司研究 | 点评报告 | 瀚蓝环境 (600323.SH)

瀚蓝环境 2025A 点评：EPS+分红提升逻辑延续，发股+现金收购粤丰剩余股权

报告要点

2026年4月23日，瀚蓝环境发布2025年年报，2025年公司实现营收139.37亿元，同比增长17.25%，实现归母净利润19.73亿元，同比增长18.58%，其中2025Q4实现营收42.00亿元，同比增长33.13%，实现归母净利润3.68亿元，同比增长32.14%。2025年剔除一次性因素影响及粤丰增厚，瀚蓝环境收入、利润稳健向好，对粤丰整合顺利推进，整体提质增效效果良好，分红金额明显提升。继续看好公司EPS+分红提升逻辑。

分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001
SFC: BUV415



贾少波

SAC: S0490520070003



李博文

SAC: S0490524080004



盛意

SAC: S0490525070006

瀚蓝环境 (600323.SH)

2026-04-26

瀚蓝环境 2025A 点评：EPS+分红提升逻辑延续，发股+现金收购粤丰剩余股权

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2026年4月23日，瀚蓝环境发布2025年年报，2025年公司实现营收139.37亿元，同比增长17.25%，实现归母净利润19.73亿元，同比增长18.58%，其中2025Q4实现营收42.00亿元，同比增长33.13%，实现归母净利润3.68亿元，同比增长32.14%。

事件评论

- 剔除一次性因素影响及粤丰增厚，瀚蓝环境 2025 年收入、利润稳健向好。**
1) 收入：2025 年剔除粤丰并表影响，公司收入同比下降 6.7 亿元，其中 PPP 工程收入下降 3 亿元，主动优化环卫业务致收入下降 3.8 亿元，上年同期济宁电费及美佳污水费一次性收入 1.7 亿元，剔除上述影响后 2025 年营收同比增 1.8 亿元，主要由垃圾焚烧、排水业务收入增加 0.9、0.9 亿元带动。
 2) 利润：剔除济宁电费及美佳污水费一次性收益 1.7 亿元后归母净利润同比增 4.8 亿元，主要系粤丰 6-12 月贡献归母净利润约 2.7 亿元（考虑并购贷款利息和无形资产摊销影响），原固废业务增加约 0.8 亿元且 2025 年上半年燃气业务收到业绩补偿收入 0.46 亿元。
- 其他业务发展稳健。**
2025 年 1) 能源：实现营收 37.53 亿元，同比降 0.15%，毛利率为 14.57%，同比增 3.63pct，公司气源体系稳健，积极拓展业务，如延续目前态势，预计能源业务 2026 年度将保持正常盈利水平。
 2) 供水：实现营收 9.67 亿元，同比降 0.53%，毛利率为 35.98%，同比增 12.85pct。
 3) 排水：实现营收 7.06 亿元，同比降 5.36%，毛利率为 51.13%，同比降 6.63pct，收入下降主因零毛利工程收入下降较多及去年同期存一次性收入，剔除影响后排水业务增长 9000 万元。
- 并购初年，费用率存一定波动，盈利性向好。**2025 年公司毛利率同比增 4.28pct，主因公司主动提质增效、拓展供热等，且建造收入也有进一步下降；期间费用率同比提升 1.72pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比-0.09/+0.28/+0.04/+1.50pct，粤丰并购贷对财务费用造成一定影响；整体净利率提升 2.29pct 至 16.46%，看好公司盈利性长期向好。
- 现金流持续向好，分红金额同比增加 31.25%。**2025 年回收存量应收账款超 20 亿元（不含粤丰），全年经营性现金流净额同比增 22.8%至 40.2 亿元。全年分红比例同比提升 4.19pct 至 43.39%，分红金额同比增加 31.25%。看好在建项目逐步落地、在手经营项目现金流持续向好背景下的分红提升趋势。
- 收购粤丰剩余股权初步方案出台，将实现粤丰 100%并表。**计划通过发股+现金方式收购粤丰剩余股权，并募集配套资金不超过 12 亿元。发行股份购买资产的发行价格为 25.38 元/股，若假设 2027 年前全部增发完成且粤丰于 2027/1/1 起 100%并表，预计本次收购剩余股权将对公司 2027 年 EPS 有小幅增厚。
- 投资建议：**公司现金流良好，资本开支下行，分红比例持续提升的趋势有望得到延续。假设粤丰自 2027/01/01 起 100%并表，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 22.0/29.5/31.5 亿元，对应的 PE 分别为 11.2x/8.35x/7.82x，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、盈利性不达预期风险；
- 2、项目进度低于预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	30.19
总股本(万股)	81,535
流通A股/B股(万股)	81,535/0
每股净资产(元)	17.92
近12月最高/最低价(元)	31.80/22.90

注：股价为 2026 年 4 月 24 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《瀚蓝环境：计划并购粤丰剩余股权，看好公司 EPS+股息率同步成长》2026-04-23
- 《瀚蓝环境 2025Q3 点评：粤丰并表+供热改造等，带动收入利润双增》2025-10-29
- 《瀚蓝环境 2025H1 点评：粤丰正式并表，运营效率持续提升》2025-08-29


 更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、盈利性不达预期风险：垃圾焚烧项目特许经营周期较长，垃圾处理费单价能否长期维持与成本变化同样涨幅存在一定的不确定性。
- 2、项目进度低于预期风险：固废项目建设、投运需要 1-2 年时间，项目进度受多方影响，项目进度较慢将会影响收入的确认进度。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。