

瀚蓝环境 (600323.SH)

业绩、分红、现金流亮眼，粤丰增厚可观

核心观点：

- **全年业绩符合预期，粤丰业绩潜力加速释放。** 公司发布 2025 年年报：2025 年实现营业收入 139.37 亿元（同比+17.3%），归母净利润 19.73 亿元（同比+18.6%）。其中，瀚蓝主体净利润 25 年为 17 亿元（24 年剔除一次性因素后为 14.94 亿元），同比+14%，主要系供热扩大、降本增效、炉渣调价等；粤丰 6-12 月并表贡献归母净利润约 2.7 亿元（考虑了并购贷款利息和无形资产摊销的影响）。**2026 年公司成长性主要来自：**粤丰全年并表贡献（2025 年粤丰单体 7 个月贡献利润 6.9 亿元）、供热业务持续高增（2025 年供热量同比+39%至 205.76 万吨、供热收入同比+48%至 3.13 亿元）、吨发电量及吨上网电量持续提升。
- **经营性现金流持续向好，分红比例稳步提升。** 25 年公司经营性现金流净额 40.2 亿元（同比+23%），公司存量应收账款回款超 20 亿元（不含粤丰环保），全年共收回可再生能源补贴约 3.26 亿元，同比有较大改善。公司投资性现金净流出额 90.8 亿元（主要为收购影响），固定资产类资本性支出约 15.45 亿元，剔除粤丰并表影响后约为 12.47 亿元，同比减少 4.61 亿元。资本开支持续下降，支撑后续提分红潜力。2025 年公司累计拟派发现金分红总额 8.56 亿元（含税），每股分红 1.05 元，分红率 43.39%（同比+4.19pct），对应最新股息率 3.5%。
- **并购粤丰剩余股权推动中，利润增厚可观。** 公司拟发行股份及支付现金方式购买高质量基金 100% 财产及臻达发展持有的粤丰环保 7.22% 股份（发行价格 25.38 元），并配套募集资金不超过 12 亿元。交易完成后粤丰将成为 100% 控股子公司，公司 EPS、DPS 将有明显增厚。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 26-28 年归母净利润为 22.03、23.11、24.03 亿元，对应最新 PE 为 11.2、10.6、10.2x。参考可比公司给予公司 26 年 14xPE，对应合理价值 37.83 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 收购剩余股权进度低预期；分红低预期；回款低预期等。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	11,886	13,937	15,679	15,999	16,203
增长率 (%)	-5.2%	17.3%	12.5%	2.0%	1.3%
EBITDA	3,749	5,241	5,702	5,892	6,057
归母净利润	1,664	1,973	2,203	2,311	2,403
增长率 (%)	16.4%	18.6%	11.7%	4.9%	3.9%
EPS (元/股)	2.04	2.42	2.70	2.83	2.95
市盈率 (P/E)	11.6	11.8	11.2	10.6	10.2
ROE (%)	12.4%	13.5%	13.9%	13.6%	13.2%
EV/EBITDA	7.7	9.4	8.7	8.2	7.7

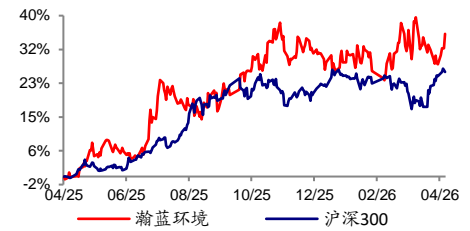
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	30.19 元
合理价值	37.83 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-26

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

陈龙



SAC 执证号: S0260523030004



021-38003623



shchenlong@gf.com.cn

分析师：

荣凌琪



SAC 执证号: S0260523120006



021-38003686



ronglingqi@gf.com.cn

请注意，陈龙、荣凌琪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

瀚蓝环境 (600323.SH) : 经营现金流同比翻倍，粤丰&供热超预期 2025-10-30

瀚蓝环境 (600323.SH) : 粤丰贡献超预期，现金流有望持续向好 2025-10-19

瀚蓝环境 (600323.SH) : 粤丰并表、业绩稳增，首度进行中期分红 2025-08-29

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	10,943	13,497	15,625	16,757	18,155
货币资金	4,258	2,730	4,005	4,391	5,423
应收及预付	5,477	9,381	10,217	10,958	11,321
存货	226	292	309	314	317
其他	982	1,094	1,094	1,094	1,094
非流动资产总额	28,362	48,720	48,689	48,418	47,923
长期股权投资	1,344	2,983	2,983	2,983	2,983
固定资产	5,616	6,385	7,007	7,554	8,056
在建工程	274	342	292	217	112
使用权资产	106	103	105	111	115
无形资产	12,121	26,238	25,624	24,869	23,973
其他	8,901	12,671	12,679	12,685	12,685
资产总额	39,305	62,217	64,314	65,175	66,078
流动负债总额	10,397	14,505	15,285	15,004	14,875
短期借款	2,517	3,014	3,516	3,123	3,264
应付及预收	3,509	4,399	4,806	4,912	4,982
其他	4,370	7,092	6,964	6,969	6,629
非流动负债总额	13,688	29,139	28,839	28,339	27,739
长期借款	9,964	23,822	23,522	23,022	22,422
应付债券	1,530	2,024	2,024	2,024	2,024
其他	2,195	3,292	3,292	3,292	3,292
负债总额	24,084	43,643	44,124	43,342	42,614
股本	815	815	815	815	815
其他	12,587	13,795	15,006	16,231	17,433
归母权益合计	13,402	14,610	15,822	17,047	18,248
少数股东权益	1,819	3,964	4,368	4,786	5,216
负债和股东权益	39,305	62,217	64,314	65,175	66,078

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	11,886	13,937	15,679	15,999	16,203
营业成本	8,447	9,308	10,122	10,280	10,376
营业税金及附加	108	237	267	272	275
销售费用	116	123	141	141	143
管理费用	726	890	1,003	1,022	1,035
研发费用	74	92	103	104	104
财务费用	499	794	912	891	850
资产信用减值损失	-133	-118	-142	-148	-153
公允价值变动收益	-11	11	0	0	0
投资收益	127	252	126	126	126
营业利润	2,085	2,908	3,317	3,470	3,595
营业外收支	12	11	0	2	5
利润总额	2,097	2,919	3,317	3,472	3,600
所得税费用	413	625	710	743	767
合并净利润	1,684	2,294	2,607	2,729	2,833
少数股东损益	20	321	404	418	431
归母净利润	1,664	1,973	2,203	2,311	2,403
EPS (元/股)	2.04	2.42	2.70	2.83	2.95

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	3,273	4,018	4,328	4,430	4,575
合并净利润	1,684	2,294	2,607	2,729	2,833
折旧摊销	1,152	1,690	1,456	1,509	1,584
营运资金变动	-130	-553	-699	-764	-769
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-1,837	-9,077	-1,200	-1,131	-983
资本性开支	-1,664	-1,451	-1,435	-1,251	-1,109
投资	-214	-61	0	0	0
其他	42	-7,565	235	120	126
融资活动现金流净额	1,308	3,417	-1,735	-2,912	-2,560
股本融资	1,219	815	0	0	0
债权融资	1,073	4,468	202	-893	-459
股利分配与偿付利息	-903	-1,667	-1,937	-2,019	-2,101
其他	-81	-198	0	0	0
现金净增加额	2,744	-1,635	1,392	386	1,032
期初现金余额	1,503	4,247	2,613	4,005	4,391
期末现金余额	4,247	2,613	4,005	4,391	5,423

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	-5.2%	17.3%	12.5%	2.0%	1.3%
营业利润增长率	14.4%	39.5%	14.1%	4.6%	3.6%
归母净利润增长率	16.4%	18.6%	11.7%	4.9%	3.9%
获利能力					
毛利率	28.9%	33.2%	35.4%	35.7%	36.0%
净利率	14.2%	16.5%	16.6%	17.1%	17.5%
ROE	12.4%	13.5%	13.9%	13.6%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	61.3%	70.1%	68.6%	66.5%	64.5%
有息负债率	35.6%	46.4%	45.2%	43.2%	41.9%
流动比率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.2
利息保障倍数	4.9	4.3	4.5	4.7	5.0
营运能力					
应收账款周转率	3.2	2.2	1.7	1.6	1.6
存货周转率	37.5	31.8	32.7	32.7	32.7
应付账款周转率	2.7	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标					
每股收益	2.04	2.42	2.70	2.83	2.95
每股净资产	16.44	17.92	19.40	20.91	22.38
每股经营现金流	4.01	4.93	5.31	5.43	5.61
估值比率					
PE	11.6	11.8	11.2	10.6	10.2
PB	1.4	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.7	9.4	8.7	8.2	7.7

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 陈 龙：联席首席分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：资深分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘 恒 君：高级研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。