

瀚蓝环境 (600323)

2025 年报点评: 业绩&分红双增, 彰显内生增长韧性&整合效应, 持续增厚可期!

2026 年 04 月 27 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈致文

执业证书: S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

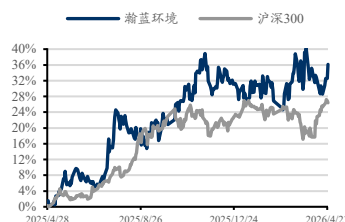
买入 (维持)

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	11,886	13,937	15,681	15,892	16,121
同比 (%)	(5.22)	17.25	12.51	1.35	1.44
归母净利润 (百万元)	1,664	1,973	2,223	2,709	2,771
同比 (%)	16.39	18.58	12.65	21.88	2.28
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.04	2.42	2.73	2.95	3.01
P/E (现价&最新摊薄)	14.79	12.48	11.07	10.25	10.02

投资要点

- **内生提效&并购驱动, 25 年归母净利润同增 19%。**1) **收入端:** 25 年公司营收 139.37 亿元 (同比+20.51 亿元, 同比+17.25%, 下同), 其中粤丰贡献 27.21 亿元, 剔除粤丰后, 营收同比下降 6.7 亿元, 主要系 PPP 工程收入下降 3.0 亿元, 主动优化南海区环卫业务导致收入同降 3.8 亿元, 以及 24 年同期含济宁固废电费及美佳污水东南厂污水处理费等待期一次性收入 1.7 亿元。剔除上述因素后, 25 年营业收入同比增加约 1.8 亿元, 主要系垃圾焚烧业务收入同增 0.9 亿元、排水业务收入同增 0.9 亿元。2) **利润端:** 25 年归母净利润 19.73 亿元 (+3.09 亿元, +18.58%), 剔除上年 1.7 亿元一次性收益, 同比+4.8 亿元, 主要系 ①**粤丰并表:** 25 年 6-12 月粤丰归母净利润贡献 2.74 亿元 (考虑并购贷款利息和无形资产摊销影响), ②**内生增长:** 受益于供热规模扩大及部分项目炉渣调价, 原固废业绩增加 0.8 亿元, ③**一次性业绩补偿:** 25H1 新增确认子公司江西瀚蓝能源业绩补偿收入 4564 万元。
- **瀚蓝内生业绩同增 11%, 发电效率&供热量双升。**剔除粤丰并表贡献, 25 年内生归母净利润 16.99 亿元, 同增 2.11%, 剔除 25 年一次性业绩补充及 24 年 1.8 亿元一次性收益后, 瀚蓝自身业绩同比增长 10.68%。分业务来看, 1) **固废:** 剔除粤丰并表贡献, 25 年瀚蓝自身固废收入 54.28 亿元 (-9.66%), 净利润 11.04 亿元 (+7.71%), 其中固废工程收入 3.15 亿元 (-40.57%), 固废运营收入 51.13 亿元 (-6.66%), 固废运营净利润 11.15 亿元 (+11.06%)。其中垃圾焚烧发电效率&供热量双升, 25 年瀚蓝自身垃圾焚烧量 1293 万吨 (+1.12%), 吨发 387 度/吨 (+2.91%), 吨上网 338 度/吨 (+3.81%), 供热量 183 万吨 (+23.63%), 自身供热收入 2.71 亿元 (+27.87%)。2) **能源:** 25 年收入 37.53 亿元 (-0.15%), 天然气销量 9.71 亿方 (-1.30%), 毛利率 14.57% (+3.63pct)。3) **供水:** 25 年收入 9.67 亿元 (-0.56%), 供水量 4.61 亿吨 (-0.31%), 毛利率 35.98% (+12.85pct)。4) **排水:** 25 年收入 7.06 亿元 (-5.36%), 剔除零毛利工程及上年一次性收入影响后, 收入同增 0.9 亿元, 污水处理量 3.30 亿吨 (-12.50%), 毛利率 51.13% (-6.63pct)。
- **粤丰整合效应已现, 随着瀚蓝赋能, 盈利有望持续提升。**25 年 6-12 月粤丰层面净利润 6.86 亿元, 年化达 11.76 亿元, 较 24 年剔除并购剥离业务后的业绩同增 26%, 整合效应突出! 随着整合推进 (降低财务费用、供应链整合、供热拓展等), 盈利具备持续增长潜力, 截至 26/4/24, 粤丰总贷款较并购前降低约 23 亿元, 人民币融资利率从并购前的 2.75%-4.75%降低至 2.00%-3.785%, 港币融资利率从并购前的 HIBOR+2.05%-HIBOR+2.17%降低到 HIBOR+0.7%-HIBOR+1.55%, 通过资金统筹调拨、贷款置换和降息等方式, 降低财务费用。
- **期待粤丰剩余股权收购, 持续增厚可期。**我们预计定价估值较前次估值 111.6 亿元增值有限, 而粤丰本体 25 年业绩 11.76 亿元 (同比+26%), 并购 PE 9.5 倍显著低于瀚蓝 25 年 PE12.5 倍, 增厚可期。按估值推算, 本次股本增加约 1.04 亿股 (较当前总股本增加 13%), 27 年若粤丰全并表, 我们预计瀚蓝业绩有望达 27.07 亿元 (较 25 年+37%), EPS 较 25 年增加 22%!
- **自由现金流增厚, 分红比例同增 4pct 至 43%。**25 年经营性现金流净额 40.18 亿元 (+7.45 亿元, +22.77%), 主要系粤丰并表贡献, 国补回收 3.26 亿元 (较 24 年加速), 瀚蓝存量应收账款回款超 20 亿元 (不含粤丰); 建设类资本开支 15.45 亿元 (-1.63 亿元), 其中粤丰 2.98 亿元, 剔除粤丰影响瀚蓝内生 12.47 亿元 (-4.61 亿元), 在建规模有限资本开支可控。25 年每股派息 1.05 元, 派息总额 8.56 亿元 (+31.25%), 分红比例 43.39% (+4.19pct), 公司承诺 24-26 年每股派息增速不低于 10%, 26 年每股派息底线 1.155 元。
- **盈利预测与投资评级:** 大固废整合佼佼者, 提分红+内生提质增效核心逻辑验证, 并购成长可期, 叠加提分红带来估值弹性大! 我们维持 2026 年归母净利润预测 22.23 亿元, 考虑 26 年底收购粤丰剩余股权有望完成, 将 2027 年归母净利润预测从 23.30 亿元调增至 27.09 亿元, 预计 2028 年归母净利润为 27.71 亿元, 26-28 年业绩增速分别为 13%/22%/2%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 应收回款风险, 粤丰整合进展不及预期, 政策风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.19
一年最低/最高价	22.91/31.80
市净率(倍)	1.68
流通 A 股市值(百万元)	24,615.33
总市值(百万元)	24,615.33

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.92
资产负债率(%LF)	70.15
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 年三季报点评: 25Q3 归母同增 26%, 粤丰增厚持续超预期》
2025-10-30
- 《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

瀚蓝环境三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13,497	16,402	22,128	25,181	营业总收入	13,937	15,681	15,892	16,121
货币资金及交易性金融资产	2,730	5,553	11,254	14,280	营业成本(含金融类)	9,308	10,290	10,399	10,548
经营性应收款项	8,566	8,660	8,678	8,695	税金及附加	237	251	254	258
存货	292	286	289	293	销售费用	123	133	135	137
合同资产	818	910	912	916	管理费用	890	996	1,009	1,024
其他流动资产	1,091	992	994	997	研发费用	92	94	95	97
非流动资产	48,720	47,736	46,504	45,228	财务费用	794	968	931	881
长期股权投资	2,983	2,983	2,983	2,983	加:其他收益	265	298	302	306
固定资产及使用权资产	6,487	5,816	5,051	4,213	投资净收益	252	284	288	292
在建工程	342	324	253	211	公允价值变动	11	0	0	0
无形资产	26,238	25,871	25,405	24,939	减值损失	(118)	(121)	(134)	(147)
商誉	1,393	1,393	1,393	1,393	资产处置收益	6	5	5	5
长期待摊费用	128	128	128	128	营业利润	2,908	3,414	3,527	3,632
其他非流动资产	11,151	11,221	11,291	11,361	营业外净收支	11	11	11	11
资产总计	62,217	64,137	68,631	70,409	利润总额	2,919	3,425	3,538	3,643
流动负债	14,505	15,003	15,178	15,376	减:所得税	625	735	774	807
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,453	7,553	7,653	7,753	净利润	2,294	2,690	2,764	2,836
经营性应付款项	3,968	4,287	4,333	4,395	减:少数股东损益	321	468	55	65
合同负债	431	488	495	502	归属母公司净利润	1,973	2,223	2,709	2,771
其他流动负债	2,653	2,674	2,697	2,726	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.42	2.73	2.95	3.01
非流动负债	29,139	28,823	28,623	28,523	EBIT	3,448	4,392	4,469	4,524
长期借款	23,822	23,522	23,322	23,222	EBITDA	5,137	6,482	6,581	6,655
应付债券	2,024	2,024	2,024	2,024	毛利率(%)	33.21	34.38	34.56	34.57
租赁负债	55	55	55	55	归母净利率(%)	14.16	14.17	17.05	17.19
其他非流动负债	3,237	3,222	3,222	3,222	收入增长率(%)	17.25	12.51	1.35	1.44
负债合计	43,643	43,825	43,801	43,899	归母净利润增长率(%)	18.58	12.65	21.88	2.28
归属母公司股东权益	14,610	15,880	20,344	21,959					
少数股东权益	3,964	4,432	4,486	4,552					
所有者权益合计	18,574	20,312	24,831	26,511					
负债和股东权益	62,217	64,137	68,631	70,409					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,018	5,555	5,665	5,773	每股净资产(元)	17.92	19.48	22.13	23.89
投资活动现金流	(9,077)	(822)	(594)	(564)	最新发行在外股份(百万股)	815	815	919	919
筹资活动现金流	3,417	(1,917)	630	(2,183)	ROIC(%)	6.49	6.55	6.27	6.00
现金净增加额	(1,635)	2,823	5,701	3,026	ROE-摊薄(%)	13.50	14.00	13.32	12.62
折旧和摊销	1,690	2,090	2,112	2,131	资产负债率(%)	70.15	68.33	63.82	62.35
资本开支	(1,451)	(1,035)	(810)	(785)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.48	11.07	10.25	10.02
营运资本变动	(553)	216	(59)	(50)	P/B (现价)	1.68	1.55	1.36	1.26

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>