

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

瀚蓝环境(600323.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

郭雪 环保联席首席分析师

执业编号: S1500525030002

邮箱: guoxue@cindasc.com

吴柏莹 环保行业分析师

执业编号: S1500524100001

邮箱: wuboying@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

精益化运营驱动业绩内生增长，粤丰并表协同效益发挥增厚利润

2026年4月30日

事件: 瀚蓝环境发布 2025 年年度报告。2025 年公司实现营业收入 139.37 亿元，同比增加 17.25%；实现归母净利润 19.73 亿元，同比增加 18.58%；扣非后归母净利润 19.19 亿元，同比增加 18.05%。经营活动现金流量净额 40.18 亿元，同比增加 22.77%。

2026 年一季度公司实现营业收入 36.56 亿元，同比增加 40.60%。实现归母净利润 5.79 亿元，同比增加 37.83%；扣非后净利润 5.74 亿元，同比增加 37.39%。

点评:

- **粤丰并表大幅增厚业绩，内生增长提供稳定基石。**公司 2025 年业绩增长主要由粤丰环保并表及内生业务稳健增长共同驱动。粤丰环保于 6-12 月贡献收入 27.21 亿元，贡献归母净利润 2.74 亿元。剔除并表影响后，公司收入有所下降，主要系主动收缩 PPP 工程（-3.0 亿元）及优化部分环卫业务（-3.8 亿元）。剔除去年同期 1.7 亿元一次性收益影响后，公司内生归母净利润依然实现稳健增长，增长动能强劲。分业务来看：（1）固废处理业务：实现主营业务收入 81.15 亿元，同比增长 35.07%；实现净利润 16.02 亿元，同比增长 56.28%。其中粤丰并表贡献收入 26.87 亿元，贡献净利润 4.98 亿元。（2）能源业务：实现主营业务收入 37.53 亿元，与去年同期基本持平。（3）供水业务：供水业务实现主营业务收入 9.67 亿元，与去年同期基本持平；（4）排水业务实现主营业务收入 7.06 亿元，同比下降 5.36%，主要系零毛利工程收入下降及去年同期一次性收入影响，剔除该等影响后，排水业务收入增长 9000 万元。
- **供热能力持续拓展，精益化运营成效显著。**2025 年公司实现对外供热 205.76 万吨，同比增加 57.53 万吨，同比增长 38.81%。同时公司运营能力持续提升，在供热量增长的情况下，通过优化调整进场垃圾结构，以及通过实施技术创新改造，实现垃圾吨发电量和吨上网电量分别增长 0.99%和 1.70%，达 380.11 度和 331.19 度。
- **粤丰整合工作有序推进，启动收购剩余股权有望进一步增厚业绩。**并购粤丰后协同效应已逐步显现。管理协同方面，公司于 2026 年 4 月成立固废事业群，搭建区域管理体系，推动固废业务板块内部高效联动。财务协同方面成效显著，通过资金统筹及贷款置换，粤丰环保总贷款降低约 23 亿元，负债率从交割日的 61.68%降至期末的 56.39%，人民币融资利率从并购前的 2.75%-4.75%降低至 2%-3.785%，有效降低了财务费用；业务协同方面，公司已系统梳理粤丰环保项目所在优势区位的业务拓展潜力，初步形成垃圾拓展、供热、AIDC 等项目拓展方向，协同价值有望进一步释放。2026 年 4 月 24 日，公司公告拟通过发行股份及支付现金收购高质量基金 100%财产份额的方式进而获得瀚蓝佛山

43.48%的股权，拟通过发行股份及支付现金购买臻达发展持有的粤丰环保 7.22%的股权，并募集配套资金。交易成功后，公司将实现对粤丰环保 100%并表，业绩有望进一步增厚。

- **回款改善现金流强劲，分红能力大幅提升。** 2025 年实现了回收存量应收账款不少于 20 亿元的目标（不含粤丰环保）。同时，可再生能源补贴回收情况改善，全年共收回 3.26 亿元。多重因素带动经营活动现金流量净额同比增长 22.77%至 40.18 亿元。同时，公司资本性支出（剔除粤丰环保并表影响）同比减少 4.61 亿元，自由现金流持续改善。强劲的现金流为股东回报提供了坚实基础，公司 2025 年度累计派发现金分红 8.56 亿元，分红比例提升至 43.39%，同比增长 31.25%。根据《股东分红回报规划（2024 年-2026 年）》，公司 2026 年现金股利将同比不低于 10%，即 2026 年度（含中期分红）每股现金分红不低于 1.155 元。同时公司承诺若 2026 年度公司总股本增加，公司也将维持上述每股派发现金股利规划不变，体现了公司回报股东的决心和能力。
- **盈利预测及评级：**瀚蓝环境为全国综合性综合环境服务商，完成粤丰并购后龙头地位稳固，内生外延增长路径清晰。公司存量业务提质增效成果显著，现金流持续改善，分红能力有望增强。综合考虑到公司成功并购粤丰环保及未来业绩成长性，我们预测公司 2026-2028 年营业收入分别为 153.79/157.30/163.13 亿元，归母净利润 22.36/24.26/25.86 亿元，我们看好公司稳健成长能力及分红潜力，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**粤丰环保收购后协同进度不及预期、应收账款回收风险、公用事业价格市场化改革进度缓慢、产能推进不及预期。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	11,886	13,937	15,379	15,730	16,313
同比(%)	-5.2%	17.3%	10.3%	2.3%	3.7%
归属母公司净利润（百万元）	1,664	1,973	2,236	2,426	2,586
同比(%)	16.4%	18.6%	13.3%	8.5%	6.6%
毛利率(%)	28.9%	33.2%	34.9%	35.9%	36.6%
ROE(%)	12.4%	13.5%	13.7%	13.3%	13.0%
EPS（摊薄）（元）	2.04	2.42	2.74	2.98	3.17
P/E	15.91	13.42	11.84	10.91	10.24
P/B	1.98	1.81	1.62	1.46	1.33
EV/EBITDA	8.62	10.50	11.59	11.02	10.66

资料来源：wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 4 月 29 日收盘价。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	10,943	13,497	16,033	16,104	15,927	
货币资金	4,258	2,730	4,552	4,485	3,315	
应收票据	5	5	7	5	7	
应收账款	4,252	8,337	8,671	8,666	9,339	
预付账款	181	221	301	303	310	
存货	226	292	376	297	393	
其他	2,022	1,912	2,127	2,348	2,563	
非流动资产	28,362	48,720	52,986	55,597	58,013	
长期股权投资	1,344	2,983	3,483	3,483	3,483	
固定资产(合计)	5,616	6,385	7,266	7,465	7,451	
无形资产	12,121	26,238	30,638	31,038	31,438	
其他	9,281	13,115	11,600	13,611	15,641	
资产总计	39,305	62,217	69,020	71,701	73,939	
流动负债	10,397	14,505	17,575	17,065	16,704	
短期借款	2,517	3,014	4,014	4,214	4,414	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	3,139	3,968	4,382	4,584	4,897	
其他	4,740	7,523	9,179	8,267	7,393	
非流动负债	13,688	29,139	30,799	31,740	32,176	
长期借款	9,964	23,822	24,822	25,822	26,322	
其他	3,724	5,316	5,976	5,917	5,854	
负债合计	24,084	43,643	48,373	48,805	48,880	
少数股东权益	1,819	3,964	4,328	4,723	5,144	
归属母公司股东权益	13,402	14,610	16,319	18,173	19,915	
负债和股东权益	39,305	62,217	69,020	71,701	73,939	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	11,886	13,937	15,379	15,730	16,313	
同比(%)	-5.2%	17.3%	10.3%	2.3%	3.7%	
归属母公司净利润	1,664	1,973	2,236	2,426	2,586	
同比(%)	16.4%	18.6%	13.3%	8.5%	6.6%	
毛利率(%)	28.9%	33.2%	34.9%	35.9%	36.6%	
ROE%	12.4%	13.5%	13.7%	13.3%	13.0%	
EPS(摊薄)(元)	2.04	2.42	2.74	2.98	3.17	
P/E	15.91	13.42	11.84	10.91	10.24	
P/B	1.98	1.81	1.62	1.46	1.33	
EV/EBITDA	8.62	10.50	11.59	11.02	10.66	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	11,886	13,937	15,379	15,730	16,313	
营业成本	8,447	9,308	10,019	10,087	10,343	
营业税金及附加	108	237	261	267	277	
销售费用	116	123	126	126	131	
管理费用	726	890	1,000	1,022	1,060	
研发费用	74	92	99	103	106	
财务费用	499	794	1,015	1,064	1,098	
减值损失合计	-133	-118	-100	-80	-80	
投资净收益	127	252	222	256	250	
其他	175	282	269	290	293	
营业利润	2,085	2,908	3,250	3,527	3,761	
营业外收支	12	11	10	11	11	
利润总额	2,097	2,919	3,260	3,538	3,772	
所得税	413	625	661	717	764	
净利润	1,684	2,294	2,600	2,821	3,008	
少数股东损益	20	321	364	395	421	
归属母公司净利润	1,664	1,973	2,236	2,426	2,586	
EBITDA	3,636	5,137	5,108	5,396	5,652	
EPS(当年)(元)	2.04	2.42	2.74	2.98	3.17	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	3,273	4,018	4,889	5,070	4,562	
净利润	1,684	2,294	2,600	2,821	3,008	
折旧摊销	1,152	1,690	1,197	1,190	1,204	
财务费用	510	815	1,048	1,119	1,151	
投资损失	-127	-252	-222	-256	-250	
营运资金变动	-130	-553	-285	93	-614	
其它	184	24	551	103	63	
投资活动现金流	-1,837	-9,077	-4,893	-3,067	-3,053	
资本支出	-1,664	-1,451	-7,144	-1,323	-1,303	
长期投资	-242	-8,215	-500	0	0	
其他	69	589	2,752	-1,744	-1,750	
筹资活动现金流	1,308	3,417	1,826	-2,069	-2,679	
吸收投资	1,219	815	-11	0	0	
借款	171	14,356	2,000	1,200	700	
支付利息或股息	-903	-1,667	-2,054	-2,210	-2,315	
现金流净增加额	2,744	-1,635	1,822	-67	-1,170	

研究团队简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。