

瀚蓝环境 (600323.SH)

增持 (维持)

26年一季报点评: 协同效益持续释放, 业绩持续高增

瀚蓝环境发布 2026 年一季报, 26Q1 实现营业收入 36.56 亿元, 同比+40.60%; 归母净利润 5.79 亿元, 同比+37.83%。

- 协同效益持续释放。公司 26Q1 实现营业收入 36.56 亿元, 同比+40.60%; 归母净利润 5.79 亿元, 同比+37.83%; 扣非归母净利润 5.74 亿元, 同比+37.39%, 公司原有业务稳健增长, 加上粤丰并表带来的利润贡献, 整体业绩高增。
- 原有业务稳健增长, 并表增益显著。2026 年一季度公司实现营业收入 36.56 亿元, 同比增加 10.56 亿元, 其中粤丰并表贡献收入增量 10.32 亿元, 公司原业务收入同比增加 0.24 亿元。固废处理主业方面, 公司实现主营收入 23.2 亿元, 同比增加 10.10 亿元。剔除工程与装备业务影响, 公司运营类业务实现收入 22.74 亿元, 同比增加 10.38 亿元, 其中粤丰并表增加 9.70 亿元; 实现净利润 6.16 亿元, 同比增加 2.83 亿元, 其中粤丰并表增加 2.53 亿元。
- 供热量及垃圾发电效率进一步提升。26Q1 公司对外供热量 52.90 万吨, 同比+9.68%, 实现供热收入 8252 万元, 同比+17.84%。截至目前, 公司累计已有 31 个垃圾焚烧发电项目签订对外供热业务协议, 其中 24 个项目已实现对外供热。在对外供热量增长的情况下, 公司仍实现吨垃圾发电量、吨垃圾上网电量同比增长 0.4%、0.8%, 精益管理效益持续体现。
- 能源、供水收入有所波动。26Q1 公司能源业务实现收入 7.73 亿元, 同比-8.07%, 主因天然气销售价格和售气量下降; 供水业务实现收入 2.17 亿元, 同比-3.36%, 主因抄表周期变动影响以及售水量略有下降; 排水业务实现收入 1.78 亿元, 同比+15.5%, 主因公司陆续新接雨水管网及污水管网收入贡献及零毛利工程收入增加。
- 盈利预测与估值。公司启动收购粤丰剩余股权, 有望进一步增厚业绩和现金流。当前公司在建垃圾发电项目规模 1450 吨/日, 其他固废项目 480 吨/日, 大部分将于今年投产。预计在建项目陆续投产后, 公司资本开支逐渐下降, 现金流有望继续改善, 分红仍有进一步提升潜力。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 22.03、24.15、25.63 亿元, 同比增长 12%、10%、6%, 当前股价对应 PE 分别为 11.8x、10.8x、10.2x, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 收购整合效果不及预期、应收账款回收不及预期、电价补贴下降或取消、项目投产进度不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	11886	13937	16736	17479	17871
同比增长	-5%	17%	20%	4%	2%
营业利润(百万元)	2085	2908	3156	3460	3672
同比增长	14%	39%	9%	10%	6%
归母净利润(百万元)	1664	1973	2203	2415	2563
同比增长	16%	19%	12%	10%	6%
每股收益(元)	2.04	2.42	2.70	2.96	3.14
PE	15.7	13.2	11.8	10.8	10.2
PB	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3

资料来源: 公司数据、招商证券

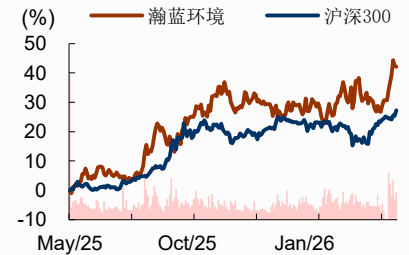
周期/环保及公用事业  
目标估值: NA  
当前股价: 31.96 元

基础数据

总股本 (百万股)	815
已上市流通股 (百万股)	815
总市值 (十亿元)	26.1
流通市值 (十亿元)	26.1
每股净资产 (MRQ)	18.6
ROE (TTM)	14.0
资产负债率	69.0%
主要股东	佛山市南海供水集团有限公司
主要股东持股比例	17.15%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	13	40
相对表现	-1	9	12



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《瀚蓝环境 (600323) 25 年年报点评: 内生增长潜力充足, 启动收购粤丰剩余股权, 业绩有望进一步增厚》 2026-04-28
- 《瀚蓝环境 (600323): 粤丰带来超预期业绩贡献, 内生增长动力充足》 2025-10-30
- 《瀚蓝环境 (600323) 25 年中报点评: 整合初见成效, 业绩增长亮眼》 2025-08-27

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	10943	13497	14161	15989	20261
现金	4258	2730	1209	2469	6443
交易性投资	139	0	0	0	0
应收票据	5	5	6	6	7
应收款项	4252	8337	10011	10455	10690
其它应收款	121	258	310	324	331
存货	226	292	364	376	382
其他	1943	1874	2261	2358	2409
<b>非流动资产</b>	28362	48720	46624	44741	43048
长期股权投资	1344	2983	2983	2983	2983
固定资产	5616	6385	7077	7701	8263
无形资产商誉	12534	27630	24867	22380	20142
其他	8868	11722	11697	11677	11660
<b>资产总计</b>	<b>39305</b>	<b>62217</b>	<b>60785</b>	<b>60730</b>	<b>63309</b>
<b>流动负债</b>	10397	14505	10916	8504	8596
短期借款	2517	3014	2622	0	0
应付账款	3139	3968	4943	5107	5179
预收账款	370	431	537	555	563
其他	4370	7092	2815	2842	2854
<b>长期负债</b>	13688	29139	29139	29139	29139
长期借款	9964	23822	23822	23822	23822
其他	3724	5316	5316	5316	5316
<b>负债合计</b>	<b>24084</b>	<b>43643</b>	<b>40055</b>	<b>37643</b>	<b>37735</b>
股本	815	815	815	815	815
资本公积金	2451	2434	2434	2434	2434
留存收益	10136	11360	13216	15243	17381
少数股东权益	1819	3964	4264	4594	4943
归属于母公司所有者权益	13402	14610	16466	18493	20631
<b>负债及权益合计</b>	<b>39305</b>	<b>62217</b>	<b>60785</b>	<b>60730</b>	<b>63309</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	3273	4018	5307	5898	6017
净利润	1684	2294	2504	2744	2912
折旧摊销	1113	1660	3422	3209	3018
财务费用	510	815	920	926	929
投资收益	(127)	(252)	(597)	(623)	(637)
营运资金变动	41	(421)	(942)	(358)	(206)
其它	51	(79)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(1837)	(9077)	(728)	(702)	(689)
资本支出	(1665)	(1545)	(1325)	(1325)	(1325)
其他投资	(171)	(7532)	597	623	637
<b>筹资活动现金流</b>	1308	3417	(6099)	(3936)	(1354)
借款变动	1105	4037	(4832)	(2622)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	8	(16)	0	0	0
股利分配	(253)	(312)	(347)	(388)	(425)
其他	448	(291)	(920)	(926)	(929)
<b>现金净增加额</b>	<b>2744</b>	<b>(1642)</b>	<b>(1521)</b>	<b>1260</b>	<b>3974</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	11886	13937	16736	17479	17871
营业成本	8447	9308	11595	11981	12151
营业税金及附加	108	237	201	210	214
营业费用	116	123	151	157	161
管理费用	726	890	1071	1119	1126
研发费用	74	92	111	116	119
财务费用	499	794	920	926	929
资产减值损失	(130)	(113)	(127)	(133)	(136)
公允价值变动收益	(11)	11	11	11	11
其他收益	182	265	318	332	340
投资收益	127	252	268	280	286
<b>营业利润</b>	2085	2908	3156	3460	3672
营业外收入	23	36	43	45	46
营业外支出	11	25	30	32	33
<b>利润总额</b>	2097	2919	3169	3474	3686
所得税	413	625	666	729	774
少数股东损益	20	321	300	329	349
<b>归属于母公司净利润</b>	1664	1973	2203	2415	2563

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-5%	17%	20%	4%	2%
营业利润	14%	39%	9%	10%	6%
归母净利润	16%	19%	12%	10%	6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.9%	33.2%	30.7%	31.5%	32.0%
净利率	14.0%	14.2%	13.2%	13.8%	14.3%
ROE	13.0%	14.1%	14.2%	13.8%	13.1%
ROIC	7.1%	7.1%	6.6%	7.4%	7.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.3%	70.1%	65.9%	62.0%	59.6%
净负债比率	37.5%	50.3%	43.5%	39.2%	37.6%
流动比率	1.1	0.9	1.3	1.9	2.4
速动比率	1.0	0.9	1.3	1.8	2.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	36.7	36.0	35.3	32.4	32.1
应收账款周转率	3.2	2.2	1.8	1.7	1.7
应付账款周转率	2.6	2.6	2.6	2.4	2.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.04	2.42	2.70	2.96	3.14
每股经营净现金	4.01	4.93	6.51	7.23	7.38
每股净资产	16.44	17.92	20.19	22.68	25.30
每股股利	0.31	0.43	0.48	0.52	0.55
<b>估值比率</b>					
PE	15.7	13.2	11.8	10.8	10.2
PB	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	22.3	16.0	9.1	9.0	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。