

## 瀚蓝环境 (600323.SH)

### 收购粤丰少数股东股权草案披露，完成后将进一步增厚业绩和现金流

公司发布收购粤丰环保少数股东股权草案，拟通过发行股份及支付现金的方式收购高质量基金 100% 财产份额及臻达持有的粤丰 7.22% 股权。

- 公司拟通过发行股份及支付现金的方式收购高质量基金 100% 财产份额及臻达持有的粤丰 7.22% 股权，整体交易对价 29.98 亿元。本次方案提出向粤丰环保原股东臻达发展支付现金对价 8.38 亿元，而预案中为股份支付 4 亿元、现金支付 4.38 亿元，当前方案对投资人更友好。支付给臻达的现金对价中，4 亿元将作为预留款项，与前次私有化尚未支付的 2 亿元，合计 6 亿元作为本次交易待解决事项、应收账款及潜在损失事项等的保证金，有利于控制风险。此外，交易后公司 25 年每股收益为 2.60 元/股，同比增长 7.64%，将进一步增厚每股收益。
- 公司于 2025 年 6 月完成粤丰环保私有化，当前持有粤丰 52.44% 股权。合并后公司生活垃圾焚烧发电在手订单合计规模 9.759 万吨/日（含参股项目，控股口径为 7.924 万吨/日），其中已投产项目规模为 6.694 万吨/日，处理规模跃居 A 股第一。2025 年，公司实现营业收入 139.37 亿元，其中粤丰并表贡献 27.21 亿元；归母净利润 19.73 亿元，其中粤丰并表贡献 2.7 亿元。本次交易完成后，公司将实现对粤丰 100% 并表，进一步增厚业绩和现金流。
- 供热业务打开利润增长点，降本增效进一步提高盈利质量。为对冲国补退坡影响，拓宽收入渠道，公司积极拓展供热业务，2025 年新增 7 个项目签订对外供热协议（固废一部 2 个，二部 5 个），全年供热量达到 205.76 万吨（同比+38.81%），供热收入 3.13 亿元（同比+47.76%）。与此同时，公司通过精益化管理，不断提高运营效率。2025 年公司生活垃圾吨发电量、吨上网电量分别同比增长 0.99% 和 1.70%，达到 380.11 度和 331.19 度。在工程收入大幅下降的背景下，公司固废处理运营类业务实现 73.82 亿元的收入，同比+34.76%，占固废总收入比重保持 90% 以上，体现公司良好的业务结构和增长潜力。公司通过加强对固废二部的资金统筹调拨、贷款置换和降息等方式，降低财务费用。截至 25 年底，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 56.39%。预计粤丰 100% 并表后，两家公司有望在采购、运营、费用管控等方面进一步发挥协同优势，为长期高质量增长打下坚实基础。
- 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。考虑粤丰剩余股权收购带来的业绩增厚，调增公司 2026-2028 年归母净利润至 23.10、25.35、26.97 亿元，同比增长 17%、10%、6%，当前股价对应 PE 分别为 10.8x、9.9x、9.3x，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
------	------	------	-------	-------	-------

## 增持（维持）

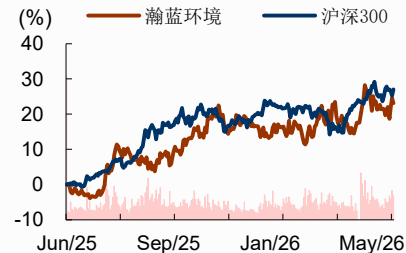
周期/环保及公用事业  
目标估值：NA  
当前股价：30.73 元

#### 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）	25.1
流通市值（十亿元）	25.1
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	-5	7	32
相对表现	-7	-1	4



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《瀚蓝环境（600323）26 年一季报点评：协同效益持续释放，业绩持续高增》2026-05-07
- 2、《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
- 3、《瀚蓝环境（600323）：粤丰带来超预期业绩贡献，内生长动力充足》2025-10-30

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

营业总收入(百万元)	11886	13937	16749	17514	17939
同比增长	-5%	17%	20%	5%	2%
营业利润(百万元)	2085	2908	3159	3469	3691
同比增长	14%	39%	9%	10%	6%
归母净利润(百万元)	1664	1973	2310	2535	2697
同比增长	16%	19%	17%	10%	6%
每股收益(元)	2.04	2.42	2.83	3.11	3.31
PE	15.1	12.7	10.8	9.9	9.3
PB	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

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	14174	16058	20371
现金	4258	2730	1211	2511	6501
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	10019	10476	10731
其它应收款	121	258	311	325	333
存货	226	292	364	377	383
其他	1943	1874	2263	2363	2418
<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>60798</b>	<b>60799</b>	<b>63419</b>
<b>流动负债</b>	10397	14505	10895	8516	8619
短期借款	2517	3014	2595	0	0
应付账款	3139	3968	4946	5116	5197
预收账款	370	431	537	556	565
其他	4370	7092	2816	2844	2857
<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>40034</b>	<b>37655</b>	<b>37758</b>
股本	815	815	815	815	815
资本公积金	2451	2434	2434	2434	2434
留存收益	10136	11360	13322	15451	17702
少数股东权益	1819	3964	4192	4443	4710
归属于母公司所有者权益	13402	14610	16572	18701	20952
<b>负债及权益合计</b>	<b>39305</b>	<b>62217</b>	<b>60798</b>	<b>60799</b>	<b>63419</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	5335	5931	6055
净利润	1684	2294	2538	2786	2964
折旧摊销	1113	1660	3422	3209	3018
财务费用	510	815	921	928	933
投资收益	(127)	(252)	(598)	(624)	(639)
营运资金变动	41	(421)	(948)	(368)	(220)
其它	51	(79)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(1837)	(9077)	(728)	(701)	(686)
资本支出	(1665)	(1545)	(1325)	(1325)	(1325)
其他投资	(171)	(7532)	598	624	639
<b>筹资活动现金流</b>	1308	3417	(6126)	(3930)	(1379)
借款变动	1105	4037	(4858)	(2595)	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)	(407)	(446)
其他	448	(291)	(921)	(928)	(933)
<b>现金净增加额</b>	<b>2744</b>	<b>(1642)</b>	<b>(1519)</b>	<b>1300</b>	<b>3990</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	11886	13937	16749	17514	17939
营业成本	8447	9308	11604	12003	12192
营业税金及附加	108	237	201	210	215
营业费用	116	123	151	158	161
管理费用	726	890	1072	1121	1130
研发费用	74	92	111	116	119
财务费用	499	794	921	928	933
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	333	341
投资收益	127	252	268	280	287
<b>营业利润</b>	2085	2908	3159	3469	3691
营业外收入	23	36	44	46	47
营业外支出	11	25	31	32	33
<b>利润总额</b>	2097	2919	3172	3483	3705
所得税	413	625	634	697	741
少数股东损益	20	321	228	251	267
<b>归属于母公司净利润</b>	1664	1973	2310	2535	2697

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%	5%	2%
营业利润	14%	39%	9%	10%	6%
归母净利润	16%	19%	17%	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%	13.8%	14.5%	15.0%
ROE	13.0%	14.1%	14.8%	14.4%	13.6%
ROIC	7.1%	7.1%	6.7%	7.5%	7.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.3%	70.1%	65.8%	61.9%	59.5%
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	2.83	3.11	3.31
每股经营净现金	4.01	4.93	6.54	7.27	7.43
每股净资产	16.44	17.92	20.33	22.94	25.70
每股股利	0.31	0.43	0.50	0.55	0.58
<b>估值比率</b>					
PE	15.1	12.7	10.8	9.9	9.3
PB	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	22.3	16.0	9.1	8.9	8.9

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。