

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

提质增效成果凸显，粤丰协同效应持续释放

2025年10月30日

事件：瀚蓝环境发布 2025 年第三季度报告。2025 年前三季度公司实现营业收入 97.37 亿元，同比增加 11.52%；实现归母净利润 16.05 亿元，同比增加 15.85%；扣非后净利润 15.36 亿元，同比增加 12.39%。经营活动现金流量净额 26.62 亿元，同比大幅增加 98.21%。

点评：

- **内生增长动力强劲，粤丰并表增厚业绩**，公司前三季度业绩增长主要由粤丰环保并表驱动，粤丰环保于 6-9 月贡献收入约 14.86 亿元，贡献归母净利润约 2.4 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 工程及部分环卫业务规模。剔除去年同期 1.3 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 54.76 亿元，同比增长 21.39%；实现净利润 13.64 亿元，同比增加 4.1 亿元。其中粤丰并表增加 4.7 亿元；（2）能源业务：实现主营业务收入 27.83 亿元，与去年同期基本持平。（3）供排水业务：供水业务实现营业收入 7.14 亿元，同比增长 0.67%；排水业务实现 5.04 亿元，与去年同期基本持平，运营态势稳健。
- **供热业务增长亮眼，经营效率持续提升**。前三季度实现对外供热 146.34 万吨，同比增长 40.40%；供热收入 2.21 亿元，同比增长 49.30%，主要由于新增南平、桂平等供热项目拓展。同时，公司运营效率持续提升，在对外供热量大幅增长的情况下，吨垃圾发电量和上网电量仍同比分别增长 1.18%和 1.84%，达 380.06 度和 330.24 度，产能利用率约 116%，精益化管理能力突出。
- **粤丰并表协同效应持续释放**。公司于 2025 年 6 月完成对粤丰环保的并购，垃圾焚烧发电总规模达到 97590 吨/日，位居 A 股上市公司首位。并购后的整合工作有序推进，协同效应已逐步显现。管理协同方面，新设固废事业二部，将原粤丰环保业务纳入集团化管控体系，有助于发挥协同优势，降低管理费用。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 15 亿元，人民币融资利率从并购前的 2.75%-4.75%降低至 2.50%-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。随着整合工作的深入，协同价值有望进一步释放。
- **回款持续改善，现金流向好**。公司高度重视现金流管理，2025 年设定了回收存量应收账款不少于 20 亿元的目标。前三季度，公司存量应收账款回款已达 15.30 亿元（不含粤丰环保），叠加粤丰环保并表贡献约 8.20 亿元现金流，带动经营活动现金流量净额同比增长 98.21%至 26.62 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 2.36 亿元，自由现金流（不含股权类投资支出）同比增加 12.81 亿

元至 13.53 亿元

- **盈利预测及评级：**瀚蓝环境为全国综合性环境服务商，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 2025-2027 年营业收入分别为 125.45/142.41/145.63 亿元，归母净利润 19.38/22.55/23.53 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	12,541	11,886	12,545	14,241	14,563
同比(%)	-2.6%	-5.2%	5.5%	13.5%	2.3%
归属母公司净利润（百万元）	1,430	1,664	1,938	2,255	2,353
同比(%)	25.2%	16.4%	16.5%	16.4%	4.3%
毛利率(%)	25.2%	28.9%	32.8%	34.8%	34.9%
ROE(%)	11.8%	12.4%	12.2%	12.6%	11.8%
EPS（摊薄）（元）	1.75	2.04	2.38	2.77	2.89
P/E	16.39	14.08	12.09	10.39	9.96
P/B	1.93	1.75	1.48	1.31	1.18
EV/EBITDA	7.95	8.62	11.86	10.11	9.74

资料来源：wind，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 10 月 29 日收盘价。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,808	10,943	18,307	20,925	23,414
货币资金	1,523	4,258	5,289	7,388	9,635
应收票据	6	5	5	6	5
应收账款	3,274	4,252	6,122	6,396	6,429
预付账款	201	181	253	279	284
存货	235	226	337	283	349
其他	2,568	2,022	6,302	6,573	6,711
非流动资产	27,990	28,362	41,475	43,350	45,020
长期股权投资	1,075	1,344	3,044	3,144	3,234
固定资产(合计)	5,740	5,616	6,465	6,800	6,922
无形资产	11,836	12,121	21,521	21,021	20,521
其他	9,339	9,281	10,445	12,384	14,342
资产总计	35,798	39,305	59,782	64,275	68,434
流动负债	9,908	10,397	12,476	13,998	15,517
短期借款	1,964	2,517	3,517	3,717	3,917
应付票据	85	0	0	0	0
应付账款	3,290	3,139	3,886	3,854	4,046
其他	4,570	4,740	5,073	6,428	7,554
非流动负债	13,050	13,688	29,529	30,270	30,807
长期借款	10,346	9,964	24,964	25,764	26,364
其他	2,704	3,724	4,566	4,507	4,443
负债合计	22,958	24,084	42,006	44,269	46,324
少数股东权益	721	1,819	1,931	2,063	2,200
归属母公司股东权益	12,119	13,402	15,845	17,944	19,910
负债和股东权益	35,798	39,305	59,782	64,275	68,434

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,541	11,886	12,545	14,241	14,563
同比(%)	-2.6%	-5.2%	5.5%	13.5%	2.3%
归属母公司净利润	1,430	1,664	1,938	2,255	2,353
同比(%)	25.2%	16.4%	16.5%	16.4%	4.3%
毛利率(%)	25.2%	28.9%	32.8%	34.8%	34.9%
ROE%	11.8%	12.4%	12.2%	12.6%	11.8%
EPS(摊薄)(元)	1.75	2.04	2.38	2.77	2.89
P/E	16.39	14.08	12.09	10.39	9.96
P/B	1.93	1.75	1.48	1.31	1.18
EV/EBITDA	7.95	8.62	11.86	10.11	9.74

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,541	11,886	12,545	14,241	14,563
营业成本	9,382	8,447	8,431	9,288	9,480
营业税金及附加	84	108	218	248	253
销售费用	118	116	113	157	175
管理费用	646	726	728	812	816
研发费用	81	74	78	71	73
财务费用	502	499	726	1,024	1,030
减值损失合计	-58	-20	-20	-20	-20
投资净收益	68	127	163	169	181
其他	84	62	148	171	191
营业利润	1,822	2,085	2,543	2,961	3,089
营业外收支	9	12	10	10	11
利润总额	1,831	2,097	2,553	2,971	3,100
所得税	361	413	503	585	610
净利润	1,470	1,684	2,051	2,386	2,489
少数股东损益	40	20	113	131	137
归属母公司净利润	1,430	1,664	1,938	2,255	2,353
EBITDA	3,502	3,636	4,267	4,990	5,132
EPS(当年)(元)	1.75	2.04	2.38	2.77	2.89

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,482	3,273	3,041	4,280	4,649
净利润	1,470	1,684	2,051	2,386	2,489
折旧摊销	1,191	1,152	1,101	1,125	1,139
财务费用	513	510	777	1,088	1,119
投资损失	-68	-127	-163	-169	-181
营运资金变动	-813	-130	-1,247	-257	16
其它	189	184	523	106	66
投资活动现金流	-2,237	-1,837	-16,914	-2,357	-2,314
资本支出	-2,045	-1,664	-11,447	-426	-406
长期投资	-269	-242	-5,529	-100	-90
其他	77	69	62	-1,831	-1,819
筹资活动现金流	187	1,308	14,903	177	-88
吸收投资	3	1,219	-11	0	0
借款	1,761	171	16,000	1,000	800
支付利息或股息	-738	-903	-1,358	-1,764	-1,825
现金流净增加额	432	2,744	1,031	2,099	2,246

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作，现任信达证券研发中心负责人。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

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。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

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。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

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。