

瀚蓝环境（600323.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业 公用事业及金融
当前股价 26.33
总市值 214.68亿
PE-TTM 12.31
PB-MRQ 1.56

估值结果

价值 347.60亿
DDM估值 上行空间 62%
状态 低估

价值 365.13亿
动态估值 上行空间 70%
状态 低估

四维评级

成长空间 ★★☆☆☆
盈利趋势 ★★☆☆☆
产业格局 ★★★★★
护城河 ★★★★★

核心评级结论

瀚蓝环境为佛山市南海区国资委旗下的环保平台企业，业务覆盖固废处理、燃气供应、污水处理、自来水供应等。

公司成长空间一般，主要系资本开支处于下降通道，新增产能边际减少。公司盈利趋势较为稳健，主要系特许经营模式下价格稳定，且下游主要为各地政府部门及居民，较为分散。公司产业格局非常好，主要系业务存在牌照壁垒，新进入者较少，且下游格局分散。公司护城河较深，主要系固废、燃气、供排水业务均需要牌照运营，牌照优势加持下，具有地区垄断属性。

基于我们对公司产能投放较为稳健，价格较为平稳的假设，我们认为公司目前处于低估状态，低估的原因在于股价未兑现粤丰环保并表的影响。

我们区别于市场的观点

市场部分投资者认为固废处理、供排水等业务成长性不足，未来天花板低，投资价值较低。

我们认为人均垃圾焚烧量、人均污水处理量仍有提升空间，行业需求整体仍处于扩张通道，同时环保行业资本开支逐步完成，分红比例提升，环保企业逐渐转向高股息标的，存在价值重估的机会。

风险提示

公司应收款账期较长，部分应收账款存在无法收回风险；特许经营协议到期存在不续期的可能性，公司部分项目存在丢失的风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 营销强度	4
3.2 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	11
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

瀚蓝环境是佛山市南海区国资委旗下的环保企业平台，业务覆盖固废处理、燃气供应、污水处理、自来水供应等。

2. 业务介绍

对于瀚蓝环境公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

固废：

固废业务主要是对固体废弃物进行收集处理服务，包括垃圾焚烧发电、环卫、危废处理、餐厨垃圾处理等方面。我们对该业务界定为中国境内对固体垃圾进行处理的市場。

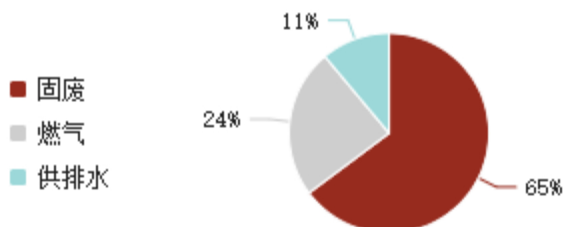
燃气：

燃气业务主要是将燃气通过管线输送售卖给居民、工商客户，依托南海燃气发展子公司进行。我们对该业务界定为中国境内的燃气销售市场。

供排水：

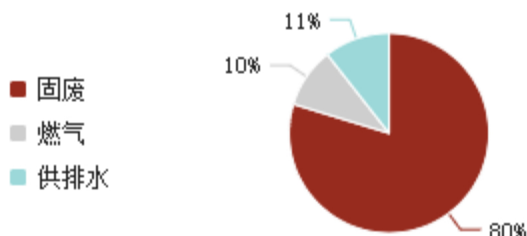
供排水业务主要为销售供应自来水及处理污水服务，包括自来水取水、制水、输水、终端客户服务等方面以及排水及污水处理。我们对该业务界定为中国境内的自来水供水及污水处理市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

瀚蓝环境作为典型的环保企业，公用事业运营属性较强，主要为特许经营模式，营销强度很低，且客户集中度很低。

3.1 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司业务下游主要为政府部门及居民，且为特许经营模式，平常所需维持的营销人员较少，公司费用率基本在1%左右，营销强度很低。

3.2 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

业务细分门类较多，且客户主要为各地方政府、居民、工业企业及电网企业，较为分散，2024年前五大客户销售额占比仅18%，客户集中度很低。

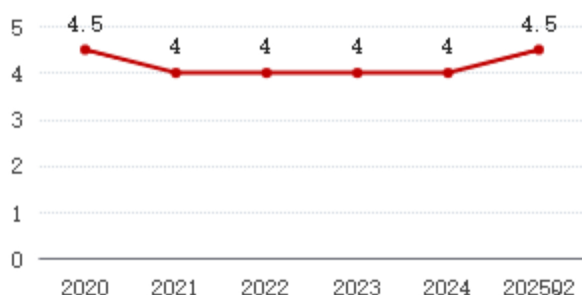
4. 历史经营绩效

瀚蓝环境盈利能力较强，业务控制力和股东回报情况较好，成长能力一般。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



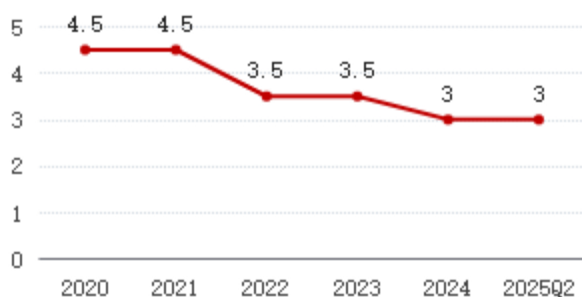
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力较好，核心指标净资产收益率均保持行业较高水平，主要系公司区域内项目质量较好（垃圾焚烧热值较高），且公司项目建设收入比例较低。公司盈利能力较为稳定，主要系特许经营模式下，定价较为稳定而成本端（能耗、设备折旧、人力）波动较小。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力一般，主要系固废、供排水等业绩增长需要产能扩张配合，而产能扩张依赖于资本开支投入建设，因此公司成长性自2022年以后开始下降，主要是因为公司资本投入放缓，导致业绩成长性下降。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力较强，主要系公司经营性现金流表现较好，多数年份的净现比都在1以上。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司ROE表现平稳，2024年ROE为13%，处于行业较高水平，2024年分红比例39%，分红比例在同业中处于较高水平，股东回报情况较好。

5. 四维评级

瀚蓝环境护城河较深，成长空间一般，盈利趋势一般，产业格局非常好。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力一般，当前业务产能利用率已接近上限，业绩进一步成长需要产能扩张配合，而公司目前在建、筹建项目较少，资本开支处于下降通道。

固废(2.5星)：

公司固废处理在建、筹建新增项目产能较少，垃圾焚烧发电等业务产能利用率已接近上限，垃圾焚烧发电已规划未建成产能约4500吨/日，未来可见的新增产能较少，成长性一般。

供排水(2星):

供排水在建、筹建新增项目较少,受人均污水处理量增长影响,预计未来5年内排水收入增速在5%左右,同时供水收入预计维持平稳,供排水业务整体成长性一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司业务存在政策牌照壁垒,各环保企业存在较为明确的地域划分,公司对覆盖区县实施垄断经营,特许经营模式下项目价格稳定,成本端的能耗、设备折旧、人工成本等内容在运营阶段波动较小,盈利趋势较为稳定。

固废(3星):

特许经营模式下,存在牌照壁垒,公司对覆盖区县实施垄断经营,定价以政府指导为主,垃圾处理费与垃圾焚烧上网电费较为稳定,成本端主要为能耗、设备折旧、人工成本,运营阶段价格与成本均较为稳定,盈利趋势较为稳定。

供排水(2.5星):

特许经营模式下,存在牌照壁垒,公司对覆盖的佛山南海区等地实行垄断经营,定价主要为政府指导,供水售价及污水处理费基本维持稳定,成本端主要为能耗、设备折旧、人工成本,运营成本波动较小,盈利趋势较为稳定。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局非常好,业务基本为特许经营模式,存在牌照壁垒的情况下,新入局者较少,下游主要针对各地方政府、工业企业、居民等,下游客户较为分散。

固废(4.5星):

固废产业为特许经营模式,存在牌照壁垒,公司对覆盖的多个城市区县实行垄断经营,且下游主要针对各地政府部门,下游客户分散,产业格局非常好。

供排水(4星):

供排水为特许经营模式,具备牌照壁垒,公司对覆盖的佛山南海区等地实行垄断经营,供水下游为居民及工商用户,排水下游为各地政府部门和工业企业,下游客户分散,产业格局非常好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司业务护城河较深,主要体现在具备牌照优势的特许经营模式下,对覆盖区域垄断经营。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
固废	(3星) 公司护城河宽度较大，2024年经壹评级调整后的ROIC为9%，公司业务控制力星级较高，主要系牌照优势。	(4星) 公司护城河主要为牌照优势，特许经营模式下，对覆盖的多个区县实行垄断经营，公司护城河持续性较强。
供排水	(3.5星) 公司护城河宽度较大，2024年经壹评级调整后的ROIC为8%，公司业务控制力星级较高，主要系公司牌照优势。	(4星) 公司护城河主要为牌照优势，特许经营模式下，对覆盖的佛山南海区等地实行垄断经营，公司护城河持续性较强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对瀚蓝环境采用动态估值和DDM估值方法，根据测算，公司目前存在低估，低估的原因在于未体现粤丰环保的并表影响。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括固废、燃气、供排水业务，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

固废业务：

收入假设：

- 1) 垃圾处理产能：考虑到公司仍有部分在建、筹建固废处理项目，假设未来产能稳健增长，未来5年垃圾焚烧产能增长4500吨/日；
- 2) 垃圾处理费：考虑到垃圾处理费存在商议调整机会，且可填补垃圾焚烧电费下降，假设垃圾处理费略有上升，约为80-90元/吨。
- 3) 垃圾焚烧上网电费：考虑到垃圾焚烧上网国补存在部分退坡可能性，假设未来上网电费略有下降，约为0.52-0.56元/千瓦时。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到公司区域较为稳定，设备完善，假设毛利率维持稳定在39%-42%；
- 2) 费用率：考虑到运营阶段所需管理力度较小，假设费用率保持稳定在9%左右。

燃气业务：

收入假设：

- 1) 燃气销量：考虑到公司仍有一部分新建项目，假设燃气销量稳步提升，未来5年内年销量新增5亿立方米左右；
- 2) 燃气价格：考虑到燃气价格波动因素较小，假设燃气价格维持稳定在3.30-3.55元/立方米。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到上游燃气采购价格较为稳定，假设毛利率维持稳定在15%-18%；
- 2) 费用率：考虑到业务运营属性较强，假设费用率基本维持稳定在9%左右。

供排水业务：

收入假设：

- 1) 供排水销量：考虑到当前存在部分产能未投放，假设未来排水销量稳步增长，复合增速约5%，供水销量维持稳定；
- 2) 供排水单价：考虑到价格机制较为稳定，假设未来供水单价维持稳定在1.96-1.98元/吨，排水单价稳定在2.70元/吨左右。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到能耗、药剂、维护等成本波动较小，假设毛利率水平维持稳定在31%-33%左右；
- 2) 费用率：考虑到业务运营属性较强，假设费用率水平维持稳定在9%左右。

表2：公司整体业绩预测

瀚蓝环境	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	128.8	125.4	118.9	157.0	171.1	185.2	189.5	194.1
归母净利润(亿)	11.5	14.3	16.6	22.5	24.4	27.5	29.6	31.3
归母净利润增速(%)	-1.3	24.6	16.4	35.2	8.4	12.8	7.5	5.8
经营性净利润(亿)	11.1	13.9	15.4	21.3	23.2	26.4	28.5	30.2
经营性净利润增速(%)	0.7	24.8	10.8	38.6	9.0	13.6	8.0	6.2
经营性归母净利润(亿)	10.8	13.5	15.2	21.0	22.9	26.0	28.1	29.8
经营性归母净利润增速(%)	0.0	24.5	12.6	38.6	9.0	13.6	8.0	6.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

固废	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	72.4	68.0	64.1	101.8	106.6	111.2	115.1	119.2
收入增速(%)	5.4	-6.2	-5.7	58.8	4.7	4.4	3.5	3.6
经营性净利润(亿)	9.8	9.9	10.2	18.0	19.7	21.5	22.9	24.5
经营性净利率(%)	13.5	14.5	15.9	17.7	18.5	19.3	19.9	20.5
经营性净利润增速(%)	27.0	0.6	3.3	76.5	9.8	8.8	6.9	6.7
燃气	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	40.7	40.6	37.6	37.8	46.8	55.7	55.8	55.8
收入增速(%)	21.2	-0.2	-7.5	0.6	23.7	19.2	0.1	0.1
经营性净利润(亿)	-1.7	1.0	1.0	0.6	0.8	2.0	2.5	2.6
经营性净利率(%)	-4.2	2.4	2.6	1.6	1.7	3.6	4.5	4.6
经营性净利润增速(%)	-289.1	157.8	-0.7	-40.0	37.0	148.6	24.8	3.3
供排水	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	15.6	16.8	17.2	17.4	17.8	18.2	18.6	19.1
收入增速(%)	1.1	7.8	2.1	1.2	2.2	2.5	2.3	2.4
经营性净利润(亿)	3.0	3.0	4.2	2.7	2.7	2.9	3.0	3.2
经营性净利率(%)	19.3	17.9	24.5	15.7	15.0	15.9	16.2	16.6
经营性净利润增速(%)	-19.8	0.2	39.3	-35.0	-2.4	8.9	4.2	4.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
固废	0.5%	中低-	非常好	较强	7.5%	14	24.2
燃气	1.9%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	2.6
供排水	1.2%	中低	较好	较强	7.5%	15	3.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
固废(亿)	53.3	253.9	307.2	-	18.2	12.7	301.7
燃气(亿)	-6.0	23.2	17.3	-	-	-	17.3
供排水(亿)	11.0	35.1	46.1	-	-	-	46.1
公司整体测算(亿)	58.3	312.3	370.6	-	18.2	12.7	365.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
固废(亿)	147.3	147.3	294.5	-	18.2	12.7	289.0
燃气(亿)	3.6	10.4	14.0	-	-	-	14.0
供排水(亿)	26.1	18.5	44.6	-	-	-	44.6
公司整体测算(亿)	176.9	176.2	353.1	-	18.2	12.7	347.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

估值确定性较高，主要公司业务为稳定运营模式，业绩与产能关联性较强，业绩可预测性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。