

华光环能 (600475.SH)

装备制造业务回暖，电解槽首批产品落地交付

事件：公司发布 2025 年半年度报告。报告期内，公司实现总营业收入 44.17 亿元，同比下降 23.30%；归母净利润 2.85 亿元，同比下降 28.16%；基本每股收益 0.30 元/股，同比下降 28.19%。单二季度，实现营业收入 24.52 亿元，同比减少 14.23%；归母净利润 1.56 亿元，同比减少 25.84%。公司业绩下滑主要系工程业务收入下降拖累业绩。

装备制造收入回暖，节能高效发电设备增长亮眼。2025H1，节能高效发电设备增长显著，H1 营收 6.2 亿元，同比+223%；环保装备营收 3.1 亿，同比-42%；整体来看，装备制造实现收入 9.29 亿元，较去年同期提高 26.51%，主要由于公司近年加大海外市场开发，同时紧抓设备更新、节能低碳改造业务机会，煤粉炉及循环流化床等高效节能炉收入增长较快。截至 25H1，公司锅炉装备在手订单总量 16.6 亿元，订单量较为平稳，其中环保锅炉装备在手订单 6.1 亿元，传统节能高效锅炉在手订单 9.3 亿元，另有设备更新改造及设备件等订单 1.24 亿元。

市政工程下滑拖累业绩，热电运营盈利能力提升，环保运营整体平稳。公司市政环保工程业务收入下降幅度较大，25H1 营收 4.4 亿，同比-64%；主要由于政府投资放缓以及公司市政工程业务向较高毛利业务转型，减少部分低毛利业务。电站工程业务收入较去年同期保持稳定，毛利率有所提升。25H1 热电运营实现营收 20.6 亿，同比-25%，但毛利率同比提升 5.27pct 至 22.78%，盈利能力有所提升。

电解槽首批产品交付，火改产品有望落地突破。氢能领域，与大连理工大学合作开发碱性电解槽制氢设备，已成功下线 1500Nm³/h 碱性电解槽产品，产品可实现产氢压力 3.2MPa，填补国内千方级高压电解槽空白；在单位能耗方面，标准状态下直流电耗低于行业平均水平，达到国标一级能效标准。2025 年 6 月，公司首批针对中能建松原氢能产业园总承包项目的大标方电解槽已成功交付。同时，公司于智能制造新基地已建成 500MW 制氢设备产线，具备 500Nm³/h 以下、500-1000Nm³/h、1000-2000Nm³/h，多个系列碱性电解水制氢设备制造能力。**火电灵活性改造方面，**公司研发的针对 130t/h-1000t/h（不含 1000t/h）机组的热电联产及发电煤粉锅炉，已获中国科学院工程热物理研究所独家技术授权，目前自有电厂试验项目已实现锅炉 20%低负荷稳定运行，负荷 0-110%灵活可调，NOx 排放较改造前下降 40%，排烟温度达到设计值。

投资建议。公司 25H1 市政工程下滑拖累业绩，但装备制造业务回暖，且即将迎来制氢和火电灵活性改造双动力注入，支持公司快速发展。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.77/9.00/10.13 亿元，EPS 分别为 0.81/0.94/1.06 元/股，对应 2025-2027 年 PE 分别为 26.9/23.2/20.6 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产品研发不及预期；政策落实不及预期；上游原材料涨价。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,513	9,113	9,924	10,968	12,388
增长率 yoy（%）	18.9	-13.3	8.9	10.5	12.9
归母净利润（百万元）	741	704	777	900	1,013
增长率 yoy（%）	1.7	-5.0	10.3	15.9	12.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.78	0.74	0.81	0.94	1.06
净资产收益率（%）	8.9	8.0	8.7	9.7	10.4
P/E（倍）	28.2	29.7	26.9	23.2	20.6
P/B（倍）	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2

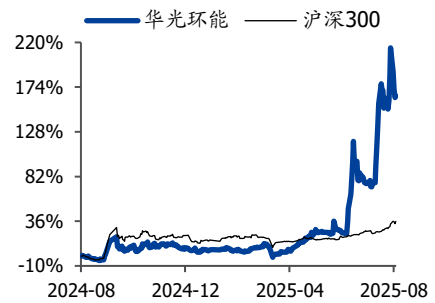
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	电力
前次评级	买入
08 月 28 日收盘价（元）	21.85
总市值（百万元）	20,887.85
总股本（百万股）	955.97
其中自由流通股（%）	98.63
30 日日均成交量（百万股）	24.33

股价走势



作者

分析师	张津铭
执业证书编号：	S0680520070001
邮箱：	zhangjinming@gszq.com
分析师	高紫明
执业证书编号：	S0680524100001
邮箱：	gaoziming@gszq.com
分析师	刘力钰
执业证书编号：	S0680524070012
邮箱：	liuliyu@gszq.com
分析师	张卓然
执业证书编号：	S0680525080005
邮箱：	zhangzhuoran@gszq.com
分析师	鲁昊
执业证书编号：	S0680525080006
邮箱：	luhao@gszq.com

相关研究

- 《华光环能（600475.SH）：工程服务承压拖累业绩，制氢订单落地火改有望放量》 2025-04-30
- 《华光环能（600475.SH）：光伏业务下滑拖累业绩，静待新兴业务突破》 2024-10-30
- 《华光环能（600475.SH）：热电运营稳健增长，火改&氢能注入新动能》 2024-09-03

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10535	9999	10009	11618	13660
现金	2787	2511	230	1192	2029
应收票据及应收账款	2213	2501	4507	4673	5280
其他应收款	158	152	158	179	199
预付账款	234	289	266	318	344
存货	997	916	899	1038	1142
其他流动资产	4146	3629	3949	4218	4665
非流动资产	15610	16340	16614	17092	17416
长期投资	2039	2150	2527	2771	3081
固定资产	5378	5707	5379	5210	4937
无形资产	3249	3171	3239	3380	3469
其他非流动资产	4944	5313	5469	5731	5929
资产总计	26145	26339	26622	28710	31075
流动负债	10234	10793	10258	11393	12662
短期借款	1418	1474	1729	1884	2089
应付票据及应付账款	5506	4962	5262	5840	6551
其他流动负债	3310	4357	3268	3668	4022
非流动负债	5652	4718	5172	5497	5895
长期借款	2725	2907	3376	3702	4099
其他非流动负债	2927	1811	1796	1796	1796
负债合计	15886	15511	15430	16890	18557
少数股东权益	1933	2011	2235	2508	2807
股本	944		956	956	956
资本公积	191		266	266	266
留存收益	5720	5998	6304	6659	7058
归属母公司股东权益	8326	8818	8957	9312	9711
负债和股东权益	26145	26339	26622	28710	31075

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	394	1028	-464	1835	1505
净利润	937	927	1002	1173	1312
折旧摊销	531	617	670	703	730
财务费用	226	265	180	203	223
投资损失	-252	-162	-179	-195	-222
营运资金变动	-911	-243	-1812	331	-140
其他经营现金流	-137	-375	-325	-380	-399
投资活动现金流	-1424	-743	-464	-606	-433
资本支出	-812	-888	-49	-333	-130
长期投资	-1119	-234	-580	-465	-522
其他投资现金流	507	379	165	192	219
筹资活动现金流	1007	-557	-1353	-267	-235
短期借款	452	57	254	156	205
长期借款	757	182	469	326	398
普通股增加	0	12	0	0	0
资本公积增加	5	75	0	0	0
其他筹资现金流	-207	-883	-2077	-748	-837
现金净增加额	-23	-271	-2281	961	838

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10513	9113	9924	10968	12388
营业成本	8594	7365	8006	8776	9905
营业税金及附加	61	58	60	65	76
营业费用	84	96	109	118	135
管理费用	622	656	695	779	886
研发费用	258	222	259	278	318
财务费用	187	203	157	202	214
资产减值损失	-98	-16	-20	-22	-24
其他收益	49	83	69	71	83
公允价值变动收益	3	2	0	0	0
投资净收益	252	160	179	195	222
资产处置收益	223	354	298	378	400
营业利润	1106	1083	1164	1372	1535
营业外收入	23	28	26	27	26
营业外支出	7	2	4	3	4
利润总额	1123	1109	1185	1396	1558
所得税	186	183	184	224	245
净利润	937	927	1002	1173	1312
少数股东损益	195	222	225	272	300
归属母公司净利润	741	704	777	900	1013
EBITDA	1441	1392	2012	2302	2501
EPS (元/股)	0.78	0.74	0.81	0.94	1.06

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	18.9	-13.3	8.9	10.5	12.9
营业利润(%)	16.7	-2.1	7.5	17.9	11.8
归属母公司净利润(%)	1.7	-5.0	10.3	15.9	12.5
获利能力					
毛利率(%)	18.3	19.2	19.3	20.0	20.0
净利率(%)	7.1	7.7	7.8	8.2	8.2
ROE(%)	8.9	8.0	8.7	9.7	10.4
ROIC(%)	4.4	3.6	6.4	7.2	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	60.8	58.9	58.0	58.8	59.7
净负债比率(%)	40.3	41.3	55.4	48.4	43.9
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	5.1	4.0	2.9	2.4	2.5
应付账款周转率	2.2	1.8	2.0	2.0	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.74	0.81	0.94	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	1.08	-0.49	1.92	1.57
每股净资产(最新摊薄)	8.71	9.22	9.37	9.74	10.16
估值比率					
P/E	28.2	29.7	26.9	23.2	20.6
P/B	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2
EV/EBITDA	9.7	9.4	13.5	11.6	10.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月28日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所载信息及资料保持在最新状态，对本报告所载信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

<p>北京 地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com</p>	<p>上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com</p>
<p>南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com</p>	<p>深圳 地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com</p>