

华光环能（600475.SH）

扣非净利润增长 93.68%，装备制造与电站工程业务复苏

事件：公司发布 2025 年第三季度报告。报告期内，公司实现实现营业收入 66.62 亿元，同比下降 7.89%；归母净利润 3.44 亿元，同比下降 28.46%；基本每股收益 0.36 元/股，同比下降 29.36%。单三季度，实现营业收入 22.45 亿元，同比大幅增长 52.33%；归母净利润 0.59 亿元，同比减少 29.92%。公司前三季度业绩下滑主要系去年同期存在大额资产处置收益导致基数较高，扣非后归母净利润为 3.08 亿元，同比增长 34.85%，主营业务盈利能力显著增强。

装备制造与电站工程业务强劲复苏，Q3 单季收入增长亮眼，公司整体毛利率持续提升。公司主动收缩毛利率较低、回款风险较高的市政工程及光伏 EPC 业务，导致前三季度累计营收承压。但传统电站工程业务已出现回暖，对 Q3 收入增长形成有力支撑。2025 年 Q3 单季度营收同比大幅增长 52.33%，主要得益于锅炉装备制造和电站工程业务的强劲表现。公司装备制造业务延续了上半年的高增长态势，上半年该板块营收增幅已超 20%。增长动力主要来自传统高效锅炉设备、设备更新改造需求，以及海外市场的积极开拓。公司业务结构优化，前三季度公司整体综合毛利率同比提升 3.92pcts。

氢能与火电灵改业务即将兑现，新增长动能可期。氢能领域，2025 年 6 月，公司为中能建松原氢能产业园项目提供的首批大标方电解槽已成功交付，标志着公司氢能业务商业化落地迈出关键一步。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，惠联试验项目进一步开展预热燃烧器降低温度调试、高负荷调试技术调改。6 月完成了燃煤工况下满负荷及 30% 负荷的现场测试，有望尽快落实项目订单。

投资建议。公司 2025 年前三季度扣非净利润实现高速增长，Q3 收入端迎来复苏，显示出主营业务的良好发展态势。装备制造板块在海内外市场共同发力下增长稳健，运营业务盈利能力持续优化。同时，公司在氢能电解槽和火电灵活性改造两大新领域的布局即将进入业绩兑现期，有望为公司注入新的成长动能。我们预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 7.19/8.03/9.07 亿元，EPS 分别为 0.75/0.84/0.95 元/股，对应 2025-2027 年 PE 分别为 21.0/18.8/16.6 倍，维持“买入”评级。

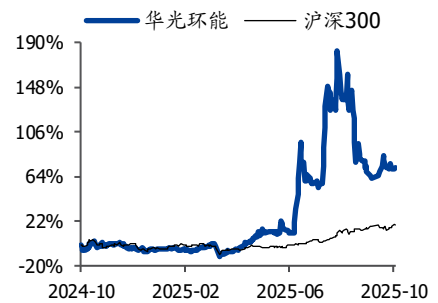
风险提示：产品研发不及预期；政策落实不及预期；上游原材料涨价。

买入（维持）

股票信息

行业	电力
前次评级	买入
10 月 28 日收盘价（元）	15.79
总市值（百万元）	15,094.70
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）	21.97

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）：装备制造业务回暖，电解槽首批产品落地交付》 2025-08-29
- 《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

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,513	9,113	9,145	9,888	11,198
增长率 yoy（%）	18.9	-13.3	0.4	8.1	13.3
归母净利润（百万元）	741	704	719	803	907
增长率 yoy（%）	1.7	-5.0	2.0	11.8	12.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.78	0.74	0.75	0.84	0.95
净资产收益率（%）	8.9	8.0	7.7	8.0	8.4
P/E（倍）	20.4	21.4	21.0	18.8	16.6
P/B（倍）	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价

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	9807	11528	13862
现金	2787	2511	722	2034	3256
应收票据及应收账款	2213	2501	4153	4212	4773
其他应收款	158	152	145	161	180
预付账款	234	289	245	287	311
存货	997	916	826	936	1032
其他流动资产	4146	3629	3715	3897	4310
非流动资产	15610	16340	16678	17156	17480
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	5533	5795	5993
资产总计	26145	26339	26484	28684	31342
流动负债	10234	10793	9717	10650	11855
短期借款	1418	1474	1729	1884	2089
应付票据及应付账款	5506	4962	4838	5264	5922
其他流动负债	3310	4357	3150	3503	3844
非流动负债	5652	4718	5254	5579	5977
长期借款	2725	2907	3376	3702	4099
其他非流动负债	2927	1811	1878	1878	1878
负债合计	15886	15511	14971	16230	17832
少数股东权益	1933	2011	2219	2461	2730
股本	944	956	956	956	956
资本公积	191	266	266	266	266
留存收益	5720	5998	6622	7319	8107
归属母公司股东权益	8326	8818	9295	9993	10780
负债和股东权益	26145	26339	26484	28684	31342

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	-329	1802	1455
净利润	937	927	927	1046	1175
折旧摊销	531	617	670	703	730
财务费用	226	265	180	203	223
投资损失	-252	-162	-165	-176	-200
营运资金变动	-911	-243	-1653	369	-112
其他经营现金流	-137	-375	-288	-343	-360
投资活动现金流	-1424	-743	-567	-663	-493
资本支出	-812	-888	-73	-371	-168
长期投资	-1119	-234	-580	-465	-522
其他投资现金流	507	379	86	173	198
筹资活动现金流	1007	-557	-893	173	260
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	-1617	-309	-343
现金净增加额	-23	-271	-1789	1312	1222

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10513	9113	9145	9888	11198
营业成本	8594	7365	7362	7910	8954
营业税金及附加	61	58	55	58	69
营业费用	84	96	101	107	122
管理费用	622	656	640	702	801
研发费用	258	222	238	250	288
财务费用	187	203	157	197	205
资产减值损失	-98	-16	-20	-22	-24
其他收益	49	83	63	64	75
公允价值变动收益	3	2	0	0	0
投资净收益	252	160	165	176	200
资产处置收益	223	354	275	341	361
营业利润	1106	1083	1075	1222	1372
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	1096	1246	1395
所得税	186	183	170	200	220
净利润	937	927	927	1046	1175
少数股东损益	195	222	208	243	268
归属母公司净利润	741	704	719	803	907
EBITDA	1441	1392	1923	2147	2330
EPS (元/股)	0.78	0.74	0.75	0.84	0.95

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	0.4	8.1	13.3
营业利润(%)	16.7	-2.1	-0.7	13.7	12.3
归属母公司净利润(%)	1.7	-5.0	2.0	11.8	12.9
获利能力					
毛利率(%)	18.3	19.2	19.5	20.0	20.0
净利率(%)	7.1	7.7	7.9	8.1	8.1
ROE(%)	8.9	8.0	7.7	8.0	8.4
ROIC(%)	4.4	3.6	5.9	6.3	6.4
偿债能力					
资产负债率(%)	60.8	58.9	56.5	56.6	56.9
净负债比率(%)	40.3	41.3	49.6	39.1	31.5
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	5.1	4.0	2.8	2.4	2.5
应付账款周转率	2.2	1.8	1.9	2.0	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.74	0.75	0.84	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	1.08	-0.34	1.89	1.52
每股净资产(最新摊薄)	8.71	9.22	9.72	10.45	11.28
估值比率					
P/E	20.4	21.4	21.0	18.8	16.6
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.7	9.4	10.8	9.3	8.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 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含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含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

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

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

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

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