

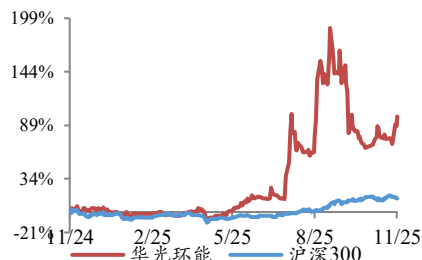
## Q3 业绩拐点已现，氢能布局打开成长空间

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-11-05

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 收盘价（元）          | 17.74      |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 28.15/8.28 |
| 总股本（百万股）        | 956        |
| 流通股本（百万股）       | 943        |
| 流通股比例（%）        | 98.63      |
| 总市值（亿元）         | 170        |
| 流通市值（亿元）        | 167        |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

### 相关报告

1. 业绩短期承压，氢能业务实现里程碑式交付 2025-08-29

2. 【华安电新】华光环能点评：工程业务承压拖累业绩，氢能订单实现突破 2025-05-28

### 主要观点：

#### ● 事件：公司发布 2025 年三季报

公司 2025 年前三季度实现营收 66.62 亿元，YoY-7.89%；归母净利润 3.44 亿元，YoY-28.46%；扣非归母净利 3.08 亿元，YoY+34.85%。毛利率为 18.29%，同比上升 2.17Pct。净利率为 7.36%，同比下降 1.57Pct。公司 25Q3 实现营收 22.45 亿元，YoY+52.33%；归母净利润 0.59 亿元，YoY-29.92%；扣非归母净利 0.50 亿元，YoY+93.68%。毛利率为 15.70%，同比下降 6.26Pct。

#### ● Q3 业绩拐点已现，扣非净利彰显经营韧性

收入端看，公司前三季度营收同比小幅下滑，主要系上半年公司主动收缩市政工程业务，以及上游原材料价格下降导致热电运营收入减少。但 Q3 单季度营收同比大幅增长 52.33%，主要系锅炉装备制造业务收入和电站工程收入均有较大幅度提升，业绩拐点趋势明确。

利润端看，归母净利润下滑主要系去年同期存在生产基地搬迁带来的大额资产处置收益，导致基数较高。而扣非归母净利润彰显强劲增长韧性，前三季度同比增长 34.85%，Q3 单季度更是加速增长 93.68%。核心主业盈利能力显著增强，主要得益于：1) 装备制造及电站工程业务收入和盈利水平提升；2) 公司加强精益生产管理，业务综合毛利提升，并积极开展降本增效；3) 经营性现金流大幅改善，前三季度净额达 8.59 亿元，同比增长 384.85%，为公司稳健经营提供有力保障。

#### ● 氢能业务实现里程碑式交付，新业务布局打开成长空间

2025 年公司在氢能领域取得关键突破，完成了首批针对中能建松原项目的大标方电解槽的测试和交付工作，该项目的顺利投运将为公司氢能业务树立里程碑式的市场口碑。公司技术优势显著，其 1500Nm<sup>3</sup>/h 碱性电解槽产品产氢压力可达 3.2MPa，达到行业最高水平，填补了国内千方级高压电解槽的空白。公司已建成首期 500MW 规模的制氢设备智能化生产基地，具备了多个系列碱性电解水制氢设备的批量化生产交付能力。在国家大力推进氢能产业发展的背景下，公司作为技术领先的设备商，有望深度受益于绿氢项目需求的持续释放。此外，公司在火电灵活性改造领域获得中科院独家技术授权，并已在自有电厂完成满负荷及 30% 负荷的现场测试；在 CCUS 领域，公司与高校合作开发的技术能耗指标国内领先，中试装置建设稳步推进。

#### ● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.19/8.82/9.89 亿元，对应 PE21/19/17x，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

火改需求不及预期；电解槽设备需求不及预期；原材料价格波动风险。

## ● 重要财务指标

单位:亿元

| 主要财务指标    | 2024A  | 2025E | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入      | 91.13  | 97.46 | 108.02 | 119.94 |
| 收入同比 (%)  | -13.3% | 6.9%  | 10.8%  | 11.0%  |
| 归属母公司净利润  | 7.04   | 8.19  | 8.82   | 9.89   |
| 净利润同比 (%) | -5.0%  | 16.2% | 7.7%   | 12.1%  |
| 毛利率 (%)   | 19.2%  | 19.1% | 19.1%  | 19.1%  |
| ROE (%)   | 8.0%   | 8.5%  | 8.4%   | 8.6%   |
| 每股收益 (元)  | 0.75   | 0.86  | 0.92   | 1.03   |
| P/E       | 12.08  | 20.72 | 19.23  | 17.15  |
| P/B       | 0.98   | 1.77  | 1.62   | 1.48   |
| EV/EBITDA | 9.40   | 11.54 | 10.32  | 9.16   |

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |        |        |        |        | 利润表             |        |       |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------|-------|--------|--------|
| 单位:亿元          |        |        |        |        | 单位:亿元           |        |       |        |        |
| 会计年度           | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  | 会计年度            | 2024A  | 2025E | 2026E  | 2027E  |
| <b>流动资产</b>    | 99.99  | 96.57  | 112.99 | 130.60 | <b>营业收入</b>     | 91.13  | 97.46 | 108.02 | 119.94 |
| 现金             | 25.11  | 20.36  | 29.57  | 39.04  | 营业成本            | 73.65  | 78.83 | 87.36  | 96.98  |
| 应收账款           | 24.18  | 22.68  | 25.14  | 27.92  | 营业税金及附加         | 0.58   | 0.58  | 0.65   | 0.74   |
| 其他应收款          | 1.52   | 1.55   | 1.72   | 1.91   | 销售费用            | 0.96   | 1.04  | 1.16   | 1.28   |
| 预付账款           | 2.89   | 2.62   | 2.90   | 3.22   | 管理费用            | 6.56   | 6.82  | 7.45   | 8.16   |
| 存货             | 9.16   | 9.48   | 10.50  | 11.66  | 财务费用            | 2.03   | 0.70  | 0.89   | 0.70   |
| 其他流动资产         | 37.12  | 39.88  | 43.16  | 46.86  | 资产减值损失          | (0.16) | 0.00  | 0.00   | 0.00   |
| <b>非流动资产</b>   | 163.40 | 166.71 | 168.76 | 169.50 | 公允价值变动收益        | 0.02   | 0.00  | 0.00   | 0.00   |
| 长期投资           | 21.50  | 22.60  | 23.70  | 24.80  | 投资净收益           | 1.60   | 2.05  | 2.06   | 1.90   |
| 固定资产           | 57.07  | 63.56  | 65.82  | 66.45  | <b>营业利润</b>     | 10.83  | 9.85  | 10.67  | 11.80  |
| 无形资产           | 31.71  | 32.01  | 32.31  | 32.61  | 营业外收入           | 0.28   | 0.01  | 0.01   | 0.00   |
| 其他非流动资产        | 53.13  | 48.53  | 46.93  | 45.64  | 营业外支出           | 0.02   | 0.03  | 0.04   | 0.00   |
| <b>资产总计</b>    | 263.39 | 263.28 | 281.75 | 300.10 | <b>利润总额</b>     | 11.09  | 9.82  | 10.64  | 11.80  |
| <b>流动负债</b>    | 107.93 | 97.37  | 104.93 | 113.39 | 所得税             | 1.83   | 1.56  | 1.73   | 1.91   |
| 短期借款           | 14.74  | 15.24  | 15.74  | 16.24  | <b>净利润</b>      | 9.27   | 8.27  | 8.91   | 9.89   |
| 应付账款           | 38.85  | 40.06  | 44.39  | 49.28  | 少数股东损益          | 2.22   | 0.08  | 0.09   | 0.00   |
| 其他流动负债         | 54.34  | 42.06  | 44.79  | 47.87  | <b>归属母公司净利润</b> | 7.04   | 8.19  | 8.82   | 9.89   |
| <b>非流动负债</b>   | 47.18  | 49.84  | 51.84  | 51.84  | EBITDA          | 13.92  | 18.09 | 19.59  | 21.07  |
| 长期借款           | 29.07  | 31.07  | 33.07  | 33.07  | EPS (元)         | 0.75   | 0.86  | 0.92   | 1.03   |
| 其他非流动负债        | 18.11  | 18.78  | 18.78  | 18.78  |                 |        |       |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 155.11 | 147.21 | 156.77 | 165.24 |                 |        |       |        |        |
| 少数股东权益         | 20.11  | 20.19  | 20.28  | 20.28  |                 |        |       |        |        |
| 股本             | 9.56   | 9.56   | 9.56   | 9.56   |                 |        |       |        |        |
| 资本公积           | 2.66   | 2.69   | 2.69   | 2.69   |                 |        |       |        |        |
| 留存收益           | 75.96  | 83.63  | 92.45  | 102.33 |                 |        |       |        |        |
| 归属母公司股东权益      | 88.18  | 95.88  | 104.70 | 114.58 |                 |        |       |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 263.39 | 263.28 | 281.75 | 300.10 |                 |        |       |        |        |

| 现金流量表          |        |         |        |        | 主要财务比率      |        |        |        |        |
|----------------|--------|---------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:亿元          |        |         |        |        | 会计年度        |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2024A  | 2025E   | 2026E  | 2027E  | 2024A       | 2025E  | 2026E  | 2027E  |        |
| <b>经营活动现金流</b> | 10.28  | 15.36   | 16.20  | 17.82  | <b>成长能力</b> |        |        |        |        |
| 净利润            | 9.27   | 8.27    | 8.91   | 9.89   | 营业收入        | -13.3% | 6.9%   | 10.8%  | 11.0%  |
| 折旧摊销           | 6.17   | 7.57    | 8.06   | 8.57   | 营业利润        | -2.1%  | -9.0%  | 8.3%   | 10.6%  |
| 财务费用           | 2.65   | 1.33    | 1.40   | 1.44   | 归属于母公司净利    | -5.0%  | 16.2%  | 7.7%   | 12.1%  |
| 投资损失           | (1.62) | (2.05)  | (2.06) | (1.90) | <b>获利能力</b> |        |        |        |        |
| 营运资金变动         | (2.43) | 0.34    | (0.15) | (0.18) | 毛利率 (%)     | 19.2%  | 19.1%  | 19.1%  | 19.1%  |
| 其他经营现金流        | 7.95   | 7.84    | 9.09   | 10.06  | 净利率 (%)     | 7.7%   | 8.4%   | 8.2%   | 8.2%   |
| <b>投资活动现金流</b> | (7.43) | (8.85)  | (8.09) | (7.41) | ROE (%)     | 8.0%   | 8.5%   | 8.4%   | 8.6%   |
| 资本支出           | (8.88) | (9.03)  | (9.05) | (8.21) | ROIC (%)    | 3.6%   | 5.0%   | 5.2%   | 5.3%   |
| 长期投资           | (2.34) | (1.10)  | (1.10) | (1.10) | <b>偿债能力</b> |        |        |        |        |
| 其他投资现金流        | 3.79   | 1.28    | 2.06   | 1.90   | 资产负债率 (%)   | 58.9%  | 55.9%  | 55.6%  | 55.1%  |
| <b>筹资活动现金流</b> | (5.57) | (12.17) | 1.10   | (0.94) | 净负债比率 (%)   | 143.2% | 126.8% | 125.4% | 122.5% |
| 短期借款           | 0.57   | 0.50    | 0.50   | 0.50   | 流动比率        | 0.93   | 0.99   | 1.08   | 1.15   |
| 长期借款           | 1.82   | 2.00    | 2.00   | 0.00   | 速动比率        | 0.54   | 0.54   | 0.62   | 0.68   |
| 普通股增加          | 0.12   | 0.00    | 0.00   | 0.00   | <b>营运能力</b> |        |        |        |        |
| 资本公积增加         | 0.75   | 0.03    | 0.00   | 0.00   | 总资产周转率      | 0.35   | 0.37   | 0.40   | 0.41   |
| 其他筹资现金流        | (8.83) | (14.70) | (1.40) | (1.44) | 应收账款周转率     | 4.03   | 4.16   | 4.52   | 4.52   |
| <b>现金净增加额</b>  | (2.71) | (4.75)  | 9.21   | 9.47   | 应付账款周转率     | 1.82   | 2.00   | 2.07   | 2.07   |

| 每股指标 (元)     |      |       |       |       | 估值比率      |       |       |       |       |
|--------------|------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|              |      |       |       |       |           |       |       |       |       |
| 每股收益         | 0.75 | 0.86  | 0.92  | 1.03  | P/E       | 12.08 | 20.72 | 19.23 | 17.15 |
| 每股经营现金流 (摊薄) | 1.08 | 1.61  | 1.69  | 1.86  | P/B       | 0.98  | 1.77  | 1.62  | 1.48  |
| 每股净资产        | 9.22 | 10.03 | 10.95 | 11.99 | EV/EBITDA | 9.40  | 11.54 | 10.32 | 9.16  |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验，专注于储能/ 新能源车/电力设备工控行业研究。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。