

华光环能 (600475.SH)

装备制造收入高增，制氢与火电改造业务有望26年贡献增量

公司发布2025年年度报告以及2026一季报。公司2025全年营业收入91.39亿元，同比增加0.28%；归属于上市公司股东的净利润约3.88亿元，同比减少44.98%；基本每股收益0.4072元。公司盈利下滑主要系2024年同期包含大额装备生产基地搬迁相关的资产处置收益（3.5亿）。2026年第一季度实现营业收入18.39亿元，同比下降6.39%；归属于上市公司股东的净利润1.16亿元，同比下滑9.98%；基本每股收益0.1245元。

装备制造收入显著提升，电站工程业务收入回升。25年公司装备制造实现收入22.71亿元，较去年同期提高30.39%，签订锅炉装备订单22.57亿元，其中传统节能高效锅炉订单13.16亿元，环保锅炉装备等订单9.41亿元。高效节能炉销售持续增长，签订抚顺高新热电3x280t/h高温高压煤粉炉及脱硝、广西心连心化学2x335t/h高温高压煤粉炉、湖南衡东经济开发区热电联产3x350t/h高温高压煤粉炉、山东国禹热电2x240t/h高温高压流化床等订单。25年公司电站工程业务实现收入11.02亿元，较去年同期提高63.31%，全年签订火电电站工程总额9.2亿元。

电解水制氢订单落地，海外订单储备充足。制氢方面，公司已建设完成首期500MW规模的制氢设备智能化生产基地，2025年完成了首批中能建松原项目大标方电解槽的测试和交付工作，实现了大标方制氢设备及系统订单落地。火电灵活性改造方面，以公司惠联170t/h煤粉炉改造为示范载体，完成了纯煤工况和生物质掺烧工况第三方测试，计划在2026年实现订单落地。海外方面，成功签约印尼齐力氧化铝有限公司4台220t/h循环流化床锅炉项目，获得了伊拉克2*9E级燃机余热炉、哈萨克斯坦240t/h高温高压流化床锅炉、柬埔寨9F级燃机余热炉、津巴布韦200t/h、140t/h流化床等标杆订单。

25全年分红比例85.44%，已公布26年中期分红计划。公司2025年度拟向全体股东每10股派发现金红利2.5元（含税），结合已实施的2025年前三季度分红，全年现金分红总额3.31亿元，占归母净利润比例为85.44%，对应股息率2.0%。公司预计2026年半年度报告或第三季度报告披露期间适当增加一次中期分红，分红比例不超过归母净利润的30%。

投资建议。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2026-2028年归母净利分别为5.57/6.58/7.48亿元，EPS分别为0.58/0.69/0.78元/股，对应2026-2028年PE分别为29.0/24.5/21.6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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	9,113		10,052	11,017	11,848
增长率 yoy (%)	-13.3	0.3	10.0	9.6	7.5
归母净利润（百万元）	704	388	557	658	748
增长率 yoy (%)	-5.0	-45.0	43.7	18.1	13.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.74	0.41	0.58	0.69	0.78
净资产收益率 (%)	8.0	4.5	6.5	7.5	8.5
P/E (倍)	22.9	41.6	29.0	24.5	21.6
P/B (倍)	1.8	1.9	1.9	1.8	1.8

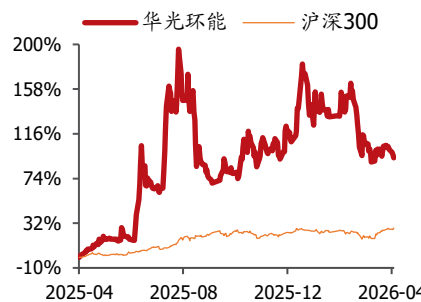
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年04月29日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	电力
前次评级	买入
04月29日收盘价（元）	16.87
总市值（百万元）	16,127.14
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）	13.66

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
研究助理	张晓雅
执业证书编号	S0680125090013
邮箱	zhangxiaoya@gszq.com

相关研究

- 《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》 2025-10-29
- 《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

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9999	10853	11275	12761	13860
现金	2511	3262	1253	2317	2670
应收票据及应收账款	2501	2623	4525	4634	4994
其他应收款	152	166	175	196	208
预付账款	289	121	229	198	242
存货	916	958	1008	1131	1203
其他流动资产	3629	3724	4085	4284	4544
非流动资产	16340	16416	17781	18191	18925
长期投资	2150	2133	2180	2195	2226
固定资产	5707	6499	8037	9000	10113
无形资产	3171	3221	3178	3102	3038
其他非流动资产	5313	4564	4387	3893	3548
资产总计	26339	27270	29057	30951	32786
流动负债	10793	10229	11426	12604	13715
短期借款	1474	2335	2794	3454	4013
应付票据及应付账款	4962	5067	5582	6116	6580
其他流动负债	4357	2827	3051	3035	3122
非流动负债	4718	6510	6845	7224	7571
长期借款	2907	3352	3665	4044	4391
其他非流动负债	1811	3158	3180	3180	3180
负债合计	15511	16739	18271	19829	21286
少数股东权益	2011	1966	2161	2403	2671
股本	956	956	956	956	956
资本公积	266	265	265	265	265
留存收益	5998	5960	6041	6136	6245
归属母公司股东权益	8818	8565	8624	8720	8829
负债和股东权益	26339	27270	29057	30951	32786

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1028	1394	-296	1682	1603
净利润	927	537	752	899	1016
折旧摊销	617	636	820	904	1001
财务费用	265	223	224	256	289
投资损失	-162	-166	-181	-199	-214
营运资金变动	-243	207	-1705	97	-195
其他经营现金流	-375	-44	-207	-274	-294
投资活动现金流	-743	-1583	-1804	-840	-1228
资本支出	-888	-966	-1821	-1005	-1354
长期投资	-234	-707	-133	-25	-79
其他投资现金流	379	90	150	189	205
筹资活动现金流	-557	450	92	221	-23
短期借款	57	861	459	660	559
长期借款	182	445	313	379	346
普通股增加	12	0	0	0	0
资本公积增加	75	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-883	-855	-680	-818	-928
现金净增加额	-271	260	-2008	1064	352

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9113	9139	10052	11017	11848
营业成本	7365	7515	8282	9073	9762
营业税金及附加	58	69	70	73	84
营业费用	96	99	111	120	130
管理费用	656	637	704	716	735
研发费用	222	174	201	220	213
财务费用	203	164	197	250	272
资产减值损失	-16	43	-20	-22	-24
其他收益	83	75	87	73	95
公允价值变动收益	2	2	0	0	0
投资净收益	160	166	181	199	214
资产处置收益	354	7	199	275	296
营业利润	1083	713	936	1090	1233
营业外收入	28	29	29	29	29
营业外支出	2	10	6	8	7
利润总额	1109	731	958	1111	1255
所得税	183	195	207	211	238
净利润	927	537	752	899	1016
少数股东损益	222	149	195	242	268
归属母公司净利润	704	388	557	658	748
EBITDA	1392	1269	1975	2265	2527
EPS (元/股)	0.74	0.41	0.58	0.69	0.78

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-13.3	0.3	10.0	9.6	7.5
营业利润(%)	-2.1	-34.2	31.3	16.5	13.1
归属母公司净利润(%)	-5.0	-45.0	43.7	18.1	13.7
获利能力					
毛利率(%)	19.2	17.8	17.6	17.6	17.6
净利率(%)	7.7	4.2	5.5	6.0	6.3
ROE(%)	8.0	4.5	6.5	7.5	8.5
ROIC(%)	3.6	2.5	4.6	5.2	5.5
偿债能力					
资产负债率(%)	58.9	61.4	62.9	64.1	64.9
净负债比率(%)	41.3	48.0	72.8	70.4	72.9
流动比率	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.5	0.7	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	4.0	3.6	2.8	2.4	2.5
应付账款周转率	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.41	0.58	0.69	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	1.46	-0.31	1.76	1.68
每股净资产(最新摊薄)	9.22	8.96	9.02	9.12	9.24
估值比率					
P/E	22.9	41.6	29.0	24.5	21.6
P/B	1.8	1.9	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	9.4	17.7	12.1	10.6	9.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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