

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

华光环能(600475.SH)

投资评级：无评级

郭雪 环保公用联席首席分析师
执业编号：S1500525030002
邮箱：guoxue@cindasc.com

吴柏莹 公用环保行业分析师
执业编号：S1500524100001
邮箱：wuboying@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编：100031

装备业务收入大增，火改技术应用可期

2026年5月6日

事件：华光环能发布2025年年度报告。2025年公司实现营业收入91.39亿元，同比增长0.28%；实现归母净利润3.88亿元，同比下降44.98%；扣非后归母净利润3.24亿元，同比下降16.34%。经营活动现金流量净额13.94亿元，同比增长35.50%；基本每股收益0.41元/股，同比下降45.39%。2025年实施现金分红3.31亿元，分红比例达到85.44%。

2026年第一季度公司实现营业收入18.39亿元，同比下降6.39%；实现归母净利润1.16亿元，同比下降9.98%；扣非后净利润1.11亿元，同比下降5.26%。经营活动现金流量净额-1.97亿元，同比下降131.27%；基本每股收益0.12元/股，同比下降9.06%。

点评：

- **装备制造业务高增成为业绩压舱石，热电运营盈利能力稳中有升。**归母净利润大幅下滑主要系2024年同期存在大额资产处置收益导致基数较高。分业务看：（1）装备制造业务：受益于海外市场开拓及国内设备更新机遇，板块实现收入22.71亿元，同比大幅增长30.39%。公司成功签约印尼、伊拉克等海外项目，2025年签订锅炉装备订单22.57亿元（其中传统节能高效锅炉订单13.16亿元，环保锅炉装备订单9.41亿元），业务增长趋势明显。（2）工程业务：市政环保工程实现收入7.68亿元，同比下降41.36%。系政府投资放缓、市场竞争加剧所致。2025年市政环保工程签署订单14.81亿元；电站工程业务收入11.02亿元，同比增长63.31%，主要系公司加大火电工程业务开发，但受市场竞争激烈影响，毛利率大幅下降10.2个百分点，2025年签订订单9.2亿元。（3）运营业务：环保运营服务实现收入6.8亿元，同比增长6.59%，毛利率提升2.54个百分点至31.99%，保持稳健增长。热电及光伏运营实现营收41.53亿元，同比下降9.70%，主要因上游原料价格下降，公司下调供热价格所致。但得益于成本控制，热电及光伏运营毛利率提升0.59个百分点至21.72%。
- **氢能电解槽订单实现里程碑式交付，有望打开成长新空间。**2025年，公司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，这是公司氢能业务的重大突破，对市场口碑及后续订单获取具有里程碑意义。公司已建成500MW制氢设备智能化生产基地，为批量交付提供产能保障。
- **火电灵活性改造技术验证顺利，商业化应用可期。**公司“灵活性低氮高效燃煤锅炉技术”在惠联电厂的示范项目完成了第三方测试，实现锅炉30%-100%负荷调节，NOx排放较改造前下降超40%。随着技术验证的顺利完成，公司计划在2026年实现订单落地。
- **盈利预测：**公司深耕能源与环保行业，传统主业优势突出，且盈利较为

稳定。同时公司掌握火电灵活性改造技术以及碱性电解槽技术，有望在行业需求释放带动下贡献业绩。综合考虑到公司现有经营情况及未来业绩成长性，我们预测公司 2026-2028 年营业收入分别为 96.88/103.79/110.44 亿元，归母净利润 4.16/4.44/5.24 亿元。

- **风险因素：**火电灵活性改造政策落地不及预期，下游企业改造积极性不足；电解槽订单量不及预期；原材料价格上涨。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	9,113	9,139	9,688	10,379	11,044
同比(%)	-13.3%	0.3%	6.0%	7.1%	6.4%
归属母公司净利润（百万元）	704	388	416	444	524
同比(%)	-5.0%	-45.0%	7.4%	6.7%	18.1%
毛利率(%)	19.2%	17.8%	18.0%	17.9%	18.4%
ROE(%)	8.0%	4.5%	5.1%	5.2%	5.9%
EPS（摊薄）(元)	0.74	0.41	0.44	0.46	0.55
P/E	23.44	42.60	39.65	37.18	31.49
P/B	1.87	1.93	2.03	1.93	1.85
EV/EBITDA	9.40	17.67	14.40	12.80	12.47

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测。注：截至 2026 年 5 月 6 日收盘价。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	9,999	10,853	9,945	11,951	11,237	
货币资金	2,511	3,262	2,248	4,055	2,923	
应收票据	83	21	33	25	36	
应收账款	2,418	2,602	2,770	2,976	3,139	
预付账款	289	121	159	170	180	
存货	916	958	1,017	1,092	1,142	
其他	3,782	3,889	3,718	3,632	3,816	
非流动资产	16,340	16,416	16,805	17,305	17,783	
长期股权投资	2,150	2,133	2,103	2,153	2,203	
固定资产(合计)	5,707	6,499	6,503	6,566	6,638	
无形资产	3,171	3,221	3,321	3,521	3,721	
其他	5,313	4,564	4,878	5,065	5,222	
资产总计	26,339	27,270	26,750	29,256	29,020	
流动负债	10,793	10,229	9,885	11,737	10,825	
短期借款	1,474	2,335	2,235	2,185	2,155	
应付票据	1,077	1,447	1,200	1,639	1,366	
应付账款	3,885	3,619	3,440	4,131	3,382	
其他	4,357	2,827	3,009	3,782	3,922	
非流动负债	4,718	6,510	6,602	6,675	6,781	
长期借款	2,907	3,352	3,452	3,552	3,652	
其他	1,811	3,158	3,151	3,123	3,129	
负债合计	15,511	16,739	16,487	18,411	17,606	
少数股东权益	2,011	1,966	2,127	2,298	2,500	
归属母公司股东权益	8,818	8,565	8,136	8,547	8,914	
负债和股东权益	26,339	27,270	26,750	29,256	29,020	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	9,113	9,139	9,688	10,379	11,044	
同比(%)	-13.3%	0.3%	6.0%	7.1%	6.4%	
归属母公司净利润	704	388	416	444	524	
同比(%)	-5.0%	-45.0%	7.4%	6.7%	18.1%	
毛利率(%)	19.2%	17.8%	18.0%	17.9%	18.4%	
ROE%	8.0%	4.5%	5.1%	5.2%	5.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.74	0.41	0.44	0.46	0.55	
P/E	23.44	42.60	39.65	37.18	31.49	
P/B	1.87	1.93	2.03	1.93	1.85	
EV/EBITDA	9.40	17.67	14.40	12.80	12.47	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	9,113	9,139	9,688	10,379	11,044	
营业成本	7,365	7,515	7,942	8,517	9,015	
营业税金及附加	58	69	73	104	111	
销售费用	96	99	105	93	99	
管理费用	656	637	668	706	740	
研发费用	222	174	184	197	210	
财务费用	203	164	234	249	224	
减值损失合计	-29	-17	-20	-20	-20	
投资净收益	160	166	174	187	199	
其他	439	83	127	137	145	
营业利润	1,083	713	765	816	969	
营业外收支	27	19	21	22	21	
利润总额	1,109	731	786	838	989	
所得税	183	195	209	223	263	
净利润	927	537	577	615	726	
少数股东损益	222	149	161	171	202	
归属母公司净利润	704	388	416	444	524	
EBITDA	1,392	1,269	1,568	1,660	1,793	
EPS(当年)(元)	0.75	0.41	0.44	0.46	0.55	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	1,028	1,394	1,025	2,702	368	
净利润	927	537	577	615	726	
折旧摊销	617	636	709	744	781	
财务费用	265	223	282	283	285	
投资损失	-162	-166	-174	-187	-199	
营运资金变动	-243	207	-320	1,301	-1,169	
其它	-375	-44	-49	-54	-56	
投资活动现金流	-743	-1,583	-904	-1,033	-1,035	
资本支出	-888	-966	-933	-1,026	-1,024	
长期投资	-234	-707	-120	-200	-200	
其他	379	90	149	193	189	
筹资活动现金流	-557	450	-375	139	-466	
吸收投资	99	3	1	0	0	
借款	239	1,306	0	50	70	
支付利息或股息	-841	-823	-407	-416	-442	
现金流净增加额	-271	260	-254	1,807	-1,132	

研究团队简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。