

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

CINDA SECURITIES 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

扣非净利延续增长, 经营性现金流大幅改善

2025 年 10 月 30 日

事件: 华光环能发布 2025 年第三季度报告。2025 年前三季度公司实现营业收入 66.62 亿元, 同比下降 7.89%; 实现归母净利润 3.44 亿元, 同比下降 28.46%; 扣非后净利润 3.08 亿元, 同比增长 34.85%。经营活动现金流量净额 8.59 亿元, 同比增长 384.85%。其中, 第三季度单季实现营业收入 22.45 亿元, 同比增长 52.33%; 扣非后净利润 0.50 亿元, 同比增长 93.68%。

点评:

- **装备与工程业务回暖驱动业绩向好, 扣非净利延续增长。**公司装备业务受益于传统锅炉设备需求、海外市场开拓及国内设备更新改造, 板块增长强劲, 叠加电站工程收入同比增长, 带动公司营业收入同比高增 52%。公司加强精益生产管理, 前三季度销售毛利率 18.29%, 同比增长 2 个 pct; 同时积极开展降本增效, 前三季度期间费用率 11.37%, 同比下降 0.4 个 pct。
- **经营性现金流大幅改善, 精细化管理成效显著。**2025 年前三季度, 公司经营活动产生的现金流量净额达 8.59 亿元, 同比大幅增长 384.85%。现金流的显著改善主要得益于公司加强销售回款和应收催收力度、工程采购支出减少以及煤炭价格下行带来的原材料支付减少, 体现了公司良好的现金流管理能力和经营质量的提升。
- **火电灵活性改造技术验证顺利, 商业化应用可期。**公司“煤粉预热技术”兼具宽负荷率和低 NOx 排放特点。2025 年上半年, 公司在惠联电厂的试验项目于 6 月完成了燃煤工况下满负荷及 30% 负荷的现场测试, 目前已实现锅炉 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。随着技术验证的顺利完成, 公司正积极与山东、浙江、湖南等地意向客户接洽, 今年订单落地值得期待。
- **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 2025-2027 年营业收入分别为 82.71/86.28/91.85 亿元, 归母净利润 6.37/6.68/7.34 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	10,513	9,113	8,271	8,628	9,185
同比(%)	18.9%	-13.3%	-9.2%	4.3%	6.5%
归属母公司净利润（百万元）	741	704	637	668	734
同比(%)	1.7%	-5.0%	-9.6%	4.9%	10.0%
毛利率(%)	18.3%	19.2%	20.6%	20.3%	20.0%
ROE(%)	8.9%	8.0%	7.0%	6.9%	7.1%
EPS（摊薄）（元）	0.78	0.74	0.67	0.70	0.77
P/E	20.18	21.24	23.50	22.40	20.37
P/B	1.80	1.70	1.64	1.55	1.45
EV/EBITDA	9.68	9.40	11.69	10.25	9.73

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测。注：截至 2025 年 10 月 29 日收盘价。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,535	9,999	9,364	10,532	10,491
货币资金	2,787	2,511	2,520	3,400	3,070
应收票据	108	83	55	89	65
应收账款	2,104	2,418	2,626	2,866	2,982
预付账款	234	289	263	275	294
存货	997	916	897	994	1,028
其他	4,304	3,782	3,003	2,908	3,052
非流动资产	15,610	16,340	16,776	17,314	17,827
长期股权投资	2,039	2,150	2,120	2,170	2,220
固定资产(合计)	5,378	5,707	6,085	6,349	6,537
无形资产	3,249	3,171	3,271	3,471	3,671
其他	4,944	5,313	5,300	5,325	5,399
资产总计	26,145	26,339	26,140	27,846	28,318
流动负债	10,234	10,793	9,782	10,491	10,010
短期借款	1,418	1,474	1,374	1,324	1,294
应付票据	1,305	1,077	1,111	1,182	1,268
应付账款	4,201	3,885	3,044	4,216	3,543
其他	3,310	4,357	4,253	3,769	3,905
非流动负债	5,652	4,718	5,040	5,260	5,366
长期借款	2,725	2,907	3,107	3,207	3,307
其他	2,927	1,811	1,934	2,053	2,060
负债合计	15,886	15,511	14,823	15,750	15,376
少数股东权益	1,933	2,011	2,212	2,423	2,655
归属母公司股东权益	8,326	8,818	9,106	9,673	10,287
负债和股东权益	26,145	26,339	26,140	27,846	28,318

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,513	9,113	8,271	8,628	9,185
同比(%)	18.9%	-13.3%	-9.2%	4.3%	6.5%
归属母公司净利润	741	704	637	668	734
同比(%)	1.7%	-5.0%	-9.6%	4.9%	10.0%
毛利率(%)	18.3%	19.2%	20.6%	20.3%	20.0%
ROE%	8.9%	8.0%	7.0%	6.9%	7.1%
EPS(摊薄)(元)	0.78	0.74	0.67	0.70	0.77
P/E	20.18	21.24	23.50	22.40	20.37
P/B	1.80	1.70	1.64	1.55	1.45
EV/EBITDA	9.68	9.40	11.69	10.25	9.73

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,513	9,113	8,271	8,628	9,185
营业成本	8,594	7,365	6,564	6,878	7,350
营业税金及附加	61	58	53	67	71
销售费用	84	96	88	78	83
管理费用	622	656	579	561	551
研发费用	258	222	199	205	217
财务费用	187	203	214	220	220
减值损失合计	-98	-16	-10	-10	-10
投资净收益	252	160	124	129	138
其他	245	427	273	285	304
营业利润	1,106	1,083	962	1,024	1,125
营业外收支	16	27	41	28	32
利润总额	1,123	1,109	1,003	1,052	1,157
所得税	186	183	165	173	190
净利润	937	927	838	879	966
少数股东损益	195	222	201	211	232
归属母公司净利润	741	704	637	668	734
EBITDA	1,441	1,392	1,677	1,767	1,893
EPS(当年)(元)	0.79	0.75	0.67	0.70	0.77

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	394	1,028	1,137	2,733	962
净利润	937	927	838	879	966
折旧摊销	531	617	662	706	747
财务费用	226	265	226	233	237
投资损失	-252	-162	-124	-129	-138
营运资金变动	-911	-243	-237	1,269	-610
其它	-137	-375	-227	-224	-241
投资活动现金流	-1,424	-743	-776	-921	-911
资本支出	-812	-888	-755	-856	-839
长期投资	-1,119	-234	-120	-200	-200
其他	507	379	99	135	128
筹资活动现金流	1,007	-557	-82	-933	-381
吸收投资	16	99	0	0	0
借款	1,209	239	100	50	70
支付利息或股息	-766	-841	-417	-433	-457
现金流净增加额	-23	-271	279	880	-330

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作，现任信达证券研发中心负责人。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

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。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

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。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

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。