仅供内部参考，请勿外传

国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

环保为基，向 AI 坚定转型

武汉天源(301127)

其他公用事业/公用事业

姓名	电话	邮箱	登记编号
徐强(分析师)	010-83939805	xuqiang@gtht.com	S0880517040002
邵潇(分析师)	0755-23976520	shaoxiao@gtht.com	S0880517070004

评级: 增持

目标价格(元): 20.80

当前价格(元):	17.71

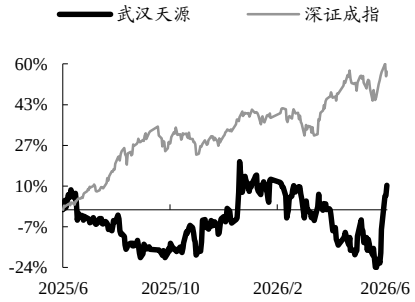
交易数据

52 周内股价区间(元)	12.25-19.27
总市值(百万元)	11,938
总股本/流通 A 股(百万股)	674/654
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	3,449
每股净资产(元)	5.12
市净率(现价)	3.5
净负债率	114.28%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	24%	11%	10%
相对指数	21%	-8%	-47%

相关报告

环保主业结构优化，绿色能源加速落地
2026.05.09

本报告导读:

公司以环保与绿色能源为基础，向 AI 算力基础设施延伸，重点布局算力中心建设、算电协同、算力配套装备。

投资要点:

- **维持“增持”评级。**我们维持预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.82、3.51、4.32 亿元，对应 EPS 分别为 0.42、0.52、0.64 元，给予公司 2027 年 40 倍 PE，上调目标价至 20.80 元，维持“增持”评级。
- **公司战略由“环保+绿色能源”双主业向 AI 基础设施和数智化应用延伸。**公司核心业务聚焦环境治理与绿色能源两大领域，形成高端环保装备制造、环保整体解决方案、水处理运营及第三方服务、固废处置与资源化利用、绿色能源投资及运营五大核心业务板块。截至 2025 年末，公司货币资金为 9.19 亿元，保持充裕资金储备，为绿色能源、算力中心建设、算电协同及装备制造等新业务拓展提供支撑。2025 年公司销售商品提供劳务收到的现金 5.53 亿元，较 2024 年回升，主营业务回款端边际改善；2025 年公司资本开支 24.91 亿元，反映公司正处于战略转型加速投入阶段。
- **算力中心订单破冰，算电协同打开成长空间。**AI 算力设施正从单纯信息基础设施，逐步演变为高能耗、高可靠供电要求的能源负荷，具备绿电开发、储能、供配电装备及工程交付能力的企业，有望围绕智算中心能源底座拓展业务机会。公司目前已取得算力中心建设订单 1.5 亿元，标志数智业务进入项目兑现阶段；同时，公司将算电协同、算力工程、智能超充纳入新能源业务版图，并明确依托新疆、内蒙等地的绿色能源优势资源，协同推进算电协同：新疆乌苏光伏项目计划于 2026 年 6 月底并网，风电已承接 48MW、电网侧独立储能已拓展 2.3GWh，并规划将储能装机扩大至 10GWh、风电增至 1.5GW，以低成本绿电叠加储能调节匹配智算中心高耗能需求。
- **环保装备能力延伸算力配套，三大基地协同布局。**2025 年公司高端环保装备制造实现收入 1.82 亿元，同比增长 499.26%，毛利率达 51.35%，收入占比提升至 10.64%。公司三大装备基地中，武汉基地从事环保设备、高低压电气柜及算力中心 SST 供电系统的研发制造，南宁基地制造家用储能、工商业储能、电网侧储能及算力集成舱等设备。SST 供电系统面向智算中心高密度供配电、算力集成舱面向模块化快速部署，直接对接算力中心建设需求，与算力中心建设订单形成“工程+装备”协同。
- **风险提示。**项目进度低于预期、应收账款回收低于预期等。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,985	1,709	2,117	2,528	2,985
(+/-)%	2.0%	-13.9%	23.9%	19.4%	18.1%
净利润(归母)	333	220	282	351	432
(+/-)%	17.9%	-34.1%	28.4%	24.6%	22.9%
每股净收益(元)	0.49	0.33	0.42	0.52	0.64
净资产收益率(%)	10.3%	6.5%	7.9%	9.0%	10.1%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	34.43	52.24	40.70	32.67	26.59

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,434	919	950	1,079	1,242
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款及票据	629	739	594	628	659
存货	53	57	53	61	69
其他流动资产	692	1,065	1,005	1,059	1,127
流动资产合计	**2,808**	**2,781**	**2,603**	**2,827**	**3,096**
长期投资	36	22	22	22	22
固定资产	157	165	197	226	248
在建工程	14	1,320	1,361	1,401	1,444
无形资产及商誉	3,621	4,786	5,736	6,639	7,494
其他非流动资产	610	730	552	552	552
非流动资产合计	**4,438**	**7,023**	**7,868**	**8,839**	**9,760**
总资产	**7,246**	**9,804**	**10,470**	**11,666**	**12,856**
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	1,306	1,302	845	1,006	1,169
一年内到期的非流动负债	107	280	390	390	390
其他流动负债	313	179	192	212	253
流动负债合计	**1,726**	**1,761**	**1,427**	**1,608**	**1,812**
长期借款	1,628	3,990	4,790	5,490	6,090
应付债券	420	278	278	278	278
租赁负债	62	68	68	68	68
其他非流动负债	126	128	132	132	132
非流动负债合计	**2,235**	**4,464**	**5,268**	**5,968**	**6,568**
总负债	**3,962**	**6,225**	**6,695**	**7,577**	**8,380**
实收资本(或股本)	647	674	674	674	674
其他归母股东权益	2,599	2,710	2,905	3,218	3,602
归属母公司股东权益	**3,246**	**3,384**	**3,580**	**3,892**	**4,276**
少数股东权益	39	195	196	198	200
股东权益合计	**3,284**	**3,579**	**3,776**	**4,090**	**4,476**
总负债及总权益	**7,246**	**9,804**	**10,470**	**11,666**	**12,856**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-284	-201	296	657	767
投资活动现金流	-673	-2,693	-959	-1,035	-982
筹资活动现金流	478	2,378	694	506	378
汇率变动影响及其他	0	0	0	0	0
现金净增加额	-480	-516	31	129	163
折旧与摊销	92	137	77	79	80
营运资本变动	-804	-688	-252	26	37
资本性支出	-652	-2,491	-1,100	-1,050	-1,000

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1,985**	**1,709**	**2,117**	**2,528**	**2,985**
营业成本	1,320	1,121	1,371	1,629	1,917
税金及附加	27	18	28	34	40
销售费用	29	29	36	43	51
管理费用	79	78	97	119	143
研发费用	65	72	89	109	131
EBIT	**453**	**338**	**458**	**561**	**674**
其他收益	7	8	10	12	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	11	13	15	18
财务费用	63	92	125	146	164
减值损失	-23	-80	-60	-60	-60
资产处置损益	0	2	0	0	0
营业利润	**392**	**238**	**333**	**415**	**510**
营业外收支	-1	-2	0	0	0
所得税	56	20	50	62	77
净利润	**335**	**216**	**283**	**353**	**434**
少数股东损益	2	-4	1	2	2
归属母公司净利润	333	220	282	351	432

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	10.3%	6.5%	7.9%	9.0%	10.1%
ROA(%)	5.2%	2.5%	2.8%	3.2%	3.5%
ROIC(%)	7.1%	3.8%	4.2%	4.6%	5.1%
销售毛利率(%)	33.5%	34.4%	35.2%	35.5%	35.8%
EBIT Margin(%)	22.8%	19.8%	21.6%	22.2%	22.6%
销售净利率(%)	16.9%	12.6%	13.4%	14.0%	14.5%
资产负债率(%)	54.7%	63.5%	63.9%	64.9%	65.2%
存货周转率(次)	29.0	20.4	24.8	28.5	29.4
应收账款周转率(次)	3.5	2.5	3.2	4.2	4.7
总资产周转周转率(次)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
净利润现金含量	-0.9	-0.9	1.1	1.9	1.8
资本支出/收入	32.8%	145.8%	52.0%	41.5%	33.5%
EV/EBITDA	19.41	29.32	25.84	22.50	19.68
P/E(现价&最新股本摊薄)	34.43	52.24	40.70	32.67	26.59
P/B(现价)	3.53	3.39	3.21	2.95	2.68
P/S(现价)	5.78	6.71	4.37	3.66	3.10
EPS-最新股本摊薄(元)	0.49	0.33	0.42	0.52	0.64
DPS-最新股本摊薄(元)	0.10	0.04	0.05	0.06	0.07
股息率(现价,%)	0.6%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 双主业筑基，坚定向 AI 基础设施延伸 4
2. 现金流充足，有力支撑公司战略转型 4
3. 算力中心订单破冰，算电协同打开成长空间 5
4. 环保装备能力延伸算力配套，三大基地协同布局 6
5. AI+环保应用：智慧水务与环保场景智能化 6
6. 投资建议 7
7. 风险提示 7

仅供内部参考，请勿外传

1. 双主业筑基，坚定向 AI 基础设施延伸

武汉天源的公司战略由“环保+绿色能源”双主业向数智化应用和 AI 基础设施方向延伸。根据 2025 年报，公司未来五年将坚定贯彻“固本拓新、创新引领、管理赋能”的总体战略，核心业务聚焦环境治理与绿色能源两大领域，形成高端环保装备制造、环保整体解决方案、水处理运营及第三方服务、固废处置与资源化利用、绿色能源投资及运营五大核心业务板块，并构建“投资+建设+运营+装备制造与销售”四位一体的全产业链商业模式。

公司坚定围绕 AI 进行转型。具体来看，1）公司从算力中心建设订单切入，依托工程建设和系统集成能力参与智算中心基础设施建设；2）依托光伏、风电、储能等绿色能源项目，进一步拓展算电协同业务，以绿电资源和储能调节能力服务智算中心高可靠、低碳用能需求；3）公司将装备制造能力延伸至算力中心配套环节，布局 SST 供电系统、算力集成舱等产品方向，强化在 AI 基础设施能源底座中的参与度；4）推动 AI 技术反哺水务运营、环保运维和能耗管理。

图 1：武汉天源 AI 战略四大方向

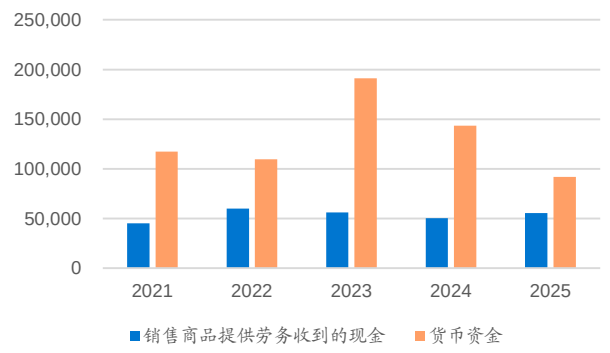


资料来源：公司年报、投资者关系活动记录表，国泰海通证券研究

2. 现金流充足，有力支撑公司战略转型

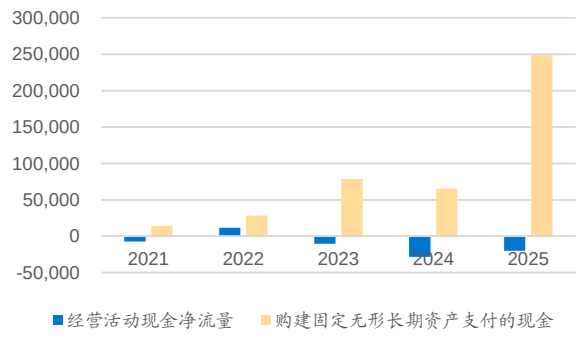
现金流充足，支撑公司战略转型。截至 2025 年末，公司账面货币资金为 9.19 亿元，保持充裕资金储备，为绿色能源、算力中心建设、算电协同及装备制造等新业务拓展提供支撑。2025 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 5.53 亿元，较 2024 年回升，收现比由 25.31%提升至 32.37%，主营业务回款端边际改善，伴随运营项目增加，公司经营现金流有望进一步改善。2025 年公司资本开支 24.91 亿元，反映公司正处于能源项目建设和战略转型加速投入阶段。

图 2：公司现金流良好（单位：万元）



数据来源：Wind、国泰海通证券研究

图 3：公司经营现金流和资本开支（单位：万元）



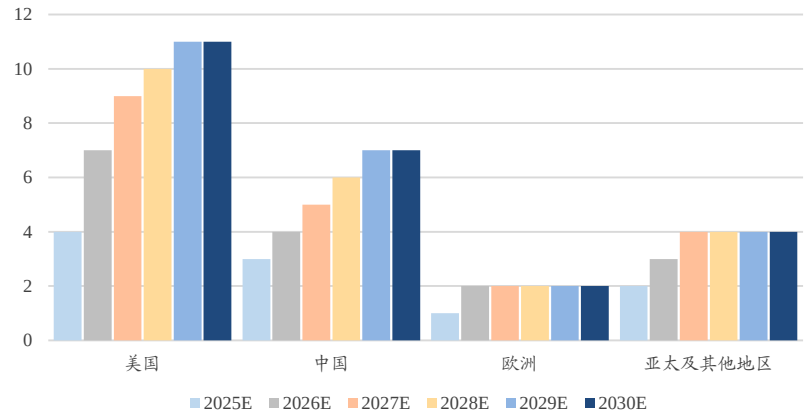
数据来源：Wind、国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

3. 算力中心订单破冰，算电协同打开成长空间

AI 算力设施正从单纯的信息基础设施，逐步演变为高能耗、高可靠供电要求的新型能源负荷，算电协同的重要性持续提升。IEA 预计全球数据中心用电量到 2030 年将达到约 945TWh；国内政策也持续强化数据中心绿色低碳要求，提出到 2025 年底全国数据中心平均 PUE 降至 1.5 以下，并鼓励新建算力设施与可再生能源发电企业签订多年期绿色电力交易合同，支持算力设施参与电能量、辅助服务及需求响应等市场交易。在此背景下，具备绿电开发、储能调节、供配电装备及工程交付能力的企业，有望围绕智算中心能源底座拓展业务机会，公司相关布局亦沿此路径展开。

图 4：全球 AIDC 年度新增算力高速扩张（2025-2030E，单位：GW）



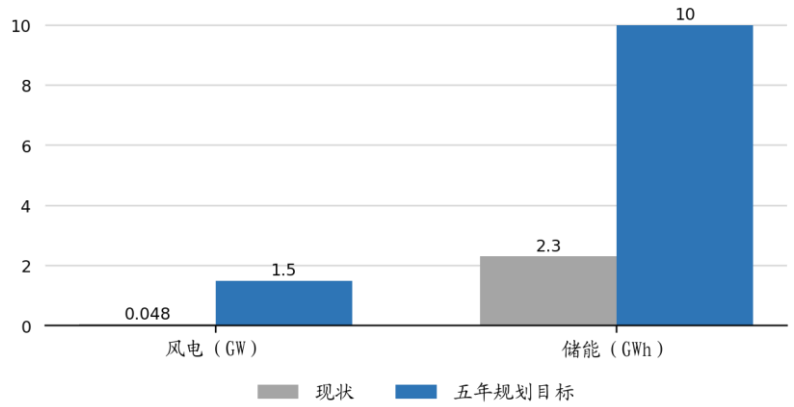
数据来源：《绿色算力发展研究报告（2025 年）》，国泰海通证券研究

算力中心建设订单快速落地，标志公司数智业务进入项目兑现阶段。公司目前已取得算力中心建设订单 1.5 亿元，并将其与算电协同列为后续重点拓展方向。早在 2024 年，公司即先后设立武汉天源数字技术、绿能运力科技、烟台吉源数字技术等主体，前瞻布局智算中心、人工智能、绿色运力与新型售配电业务，为数智板块的迅速放量预留了平台与团队。从切入路径看，公司以擅长的工程总包、供配电与系统集成能力卡位智算中心建设环节，将环保工程时代积累的项目交付经验与电气装备优势平移至算力基础设施，快速起步。

公司将绿电与储能资源向智算中心用能场景延伸，积极拓展算电协同。公司已把算电协同、算力工程、智能超充正式纳入新能源业务版图，并明确依托新疆、内蒙等地的绿色能源优势资源，协同推进算电协同与绿氢、绿氨、绿醇业务：新疆乌苏光伏项目计划于 2026 年 6 月底并网，风电已承接 48MW、电网侧独立储能已拓展 2.3GWh，并规划将储能装机扩大至 10GWh、风电增至 1.5GW，以低成本绿电叠加储能调节匹配智算中心高耗能需求。

仅供内部参考，请勿外传

图 5：风电、储能装机：现状 vs 五年规划目标，夯实算电协同资源底座



数据来源：公司 2026 年 5 月投资者关系活动记录表，国泰海通证券研究

4. 环保装备能力延伸算力配套，三大基地协同布局

高端装备制造高速放量，为公司从环保装备切入算力配套装备奠定底座。2025 年公司高端环保装备制造实现收入 1.82 亿元、同比增长 499.26%，毛利率达 51.35%、收入占比提升至 10.64%，是公司盈利最强的业务板块之一。盛太环保装备公司迎来独立运作首年，形成“内部项目设备供货+对外销售”的经营模式，装备产品从水处理设备、膜集成装置、环保非标设备，逐步向高低压电气柜等电气装备延伸。

公司已切入算力中心供电与集成环节，“环保装备+电气装备+算力配套”产品矩阵成型。公司三大装备基地中，武汉基地从事环保设备、高低压电气柜及算力中心 SST 供电系统的研发制造，南宁基地制造家用储能、工商业储能、电网侧储能及算力集成舱等设备。SST 供电系统面向智算中心高密度供配电、算力集成舱面向模块化快速部署，直接对接算力中心建设需求，与算力中心建设订单形成“工程+装备”协同。

表1：三大装备基地分工

基地	主要产品方向	AI 相关延伸
武汉生产基地	环保设备、高低压电气柜	算力中心 SST 供电系统
扬州生产基地	制氢设备及核心部件	绿氢/能源装备配套
南宁生产基地	户用储能、工商业储能、电网侧储能	算力集成舱等设备

资料来源：公司 2026 年 5 月投资者关系活动记录表，国泰海通证券研究

5. AI+环保应用：智慧水务与环保场景智能化

AI+环保应用助力降本增效。2025 年公司水处理运营及第三方服务收入 3.11 亿元，同比增长 32.50%，收入占比提升至 18.17%，运营属性持续增强。随着公司水务运营项目增加，传统依赖人工经验的水质调节、药剂投加、设备巡检和能耗控制难度提升，AI+物联网系统可通过水质、水量、设备状态等数据实时采集与智能分析，优化工艺参数和运维策略，提升出水稳定性、吨水能耗及运维效率。目前公司与南方科技大学签订《“AI+物联网智慧水务控制系统”开发合作协议》，围绕污水处理系统智能控制、再生水资源化与能源化利用等方向持续研发，积极推进 AI 与环保主业结合。

表2：AI 赋能环保运营场景

应用环节	AI/物联网作用	可能改善的经营指标
污水处理工艺控制	实时监测水质、水量、负荷变化	出水稳定性、达标率

仅供内部参考，请勿外传

曝气/泵站控制	优化曝气量、泵组启停	吨水电耗
药剂投加	根据水质变化动态调整	吨水药剂成本
多厂站运维	远程监控、故障预警	人工成本、运维效率
运营报表	数据自动采集和分析	管理效率、回款支持

资料来源：公司年报，国泰海通证券研究

6. 投资建议

维持“增持”评级。我们维持预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.82、3.51、4.32 亿元，对应 EPS 分别为 0.42、0.52、0.64 元。参考可比公司估值，考虑到公司处于环保主业运营化转型、装备制造快速放量及绿色能源项目密集落地阶段，业务结构由传统环保工程向运营资产+高毛利装备+绿色能源综合平台切换，AI 转型积极推进，成长弹性高于传统水务固废公司，给予公司 2027 年 40 倍 PE，上调目标价至 20.80 元，维持“增持”评级。

表3：可比公司估值表

可比公司	公司代码	收盘价	EPS（元）			BPS（元）			PE			PB		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
金科环境	688466.SH	13.69	0.31	0.63	0.82	9.36	10.06	10.87	44.2	21.6	16.8	1.5	1.4	1.3
节能国祯	300388.SZ	6.62	0.52	0.54	0.57	6.91	7.35	7.82	12.7	12.4	11.7	1.0	0.9	0.8
均值									28.4	17.0	14.2	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，国泰海通证券研究，2026 年 6 月 24 日

7. 风险提示

项目进度低于预期、应收账款回收低于预期等。

仅供内部参考，请勿外传

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666