

收入展望稳健，财务费用优化释放利润空间

相关研究：

- 《新疆、蒙西“136号文”承接方案发布，存量平稳过渡》 2025.06.29
- 《广东“136号文”征求意见，增量项目保障比例不超过90%》 2025.05.18
- 《1-3月风光新增7433万千瓦，电网投资延续高增》 2025.04.22

公司评级：增持（首次覆盖）

近十二个月行业表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-1	-4	-9
绝对收益	1	7	7

注：相对收益与沪深300相比

分析师：孙菲

证书编号：S0500524010002

Tel: (8621) 50293587

Email: sf06902@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 公司为全球水电运营龙头，拥有长江流域六座大型梯级水电站

公司主营业务为水电运营，是全球最大的水电上市公司，运营管理乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝、三峡、葛洲坝六座长江流域梯级水电站。根据公司财报，截至2024年末，公司水电总装机容量为7179.5万千瓦，其中国内水电装机7169.5万千瓦，占全国水电装机的16.45%。

□ 2024年收入稳健增长+财务费用优化促进业绩改善

根据wind、公司财报，2024年公司营业收入844.9亿元，同比增长8.12%；归母净利润325.0亿元，同比增长19.28%；毛利率59.13%，同比上升1.31pct。

- ◆ **电量端**：2024年公司境内所属六座梯级电站完成发电量2959.04亿千瓦时，同比增长7.11%，公司通过科学开展“六库联调”，梯级电站发电量同比增加196.41亿千瓦时，节水增发128.7亿千瓦时。
- ◆ **电价端**：2024年公司境内水电综合上网电价（不含税）为0.253元/千瓦时，同比小幅提升0.002元/千瓦时，增幅为0.77%。
- ◆ **费用端**：2024年公司财务费用率13.17%，同比下降2.90pct，促进归母净利率上升3.59pct，达到38.46%。

□ 2025年收入展望稳健，财务费用优化释放利润空间

根据wind、公司财报，2025Q1公司营业收入170.2亿元，同比增长8.68%；归母净利润51.8亿元，同比增长30.56%；毛利率52.98%，同比上升4.84pct。

- ◆ **电量端**：公司一季度来水偏丰促进电量增长。根据公司发电量完成情况公告，2025Q1，公司境内所属六座梯级电站总发电量约576.79亿千瓦时，同比增长9.35%。其中，乌东德水库来水总量167.05亿立方米，较上年同期偏丰12.50%；三峡水库来水总量555.19亿立方米，较上年同期偏丰11.56%。根据湖北省人民政府官网、长江水利委预测，预计2025年汛期（4至10月），长江流域流域降水量正常偏少。根据wind，2025年4至6月三峡水库站日平均入库流量约10127.8立方米/秒，较去年同期均值偏低；7月以来水库站来水持续提升，汛期前枯后丰趋势转折情况仍需持续跟踪。
- ◆ **费用端**：2025Q1公司财务费用率14.58%，同比大幅下降3.65pct，促进归母净利率同比上升5.09pct，达到30.45%。预计宽松的融资环境下，公司全年财务费用有望进一步压降，释放利润空间。

□ 年度分红总额稳健增长，彰显红利资产价值

根据公司年度利润分配方案公告，公司2024年度利润分配预案为每10股派发现金股利9.43元，共派派现金股利230.7亿元，占归母净利润的71%，公司作为红利资产价值凸显。

□ 盈利预测及投资建议

公司是稀缺的业绩稳健且分红率高的红利资产，我们看好公司业务经营的稳健性和财务费用压降对利润空间的进一步释放，预计公司

2025/2026/2027 年营业收入分别为 862.51/873.93/881.34 亿元，同比增速分别为 2.08%/1.32%/0.85%；归母净利润分别为 342.60/357.45/367.45 亿元，同比增速分别为 5.43%/4.33%/2.80%。截至 7 月 7 日收盘，股价对应 PE 为 21.61/20.71/20.15 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

□ 风险提示

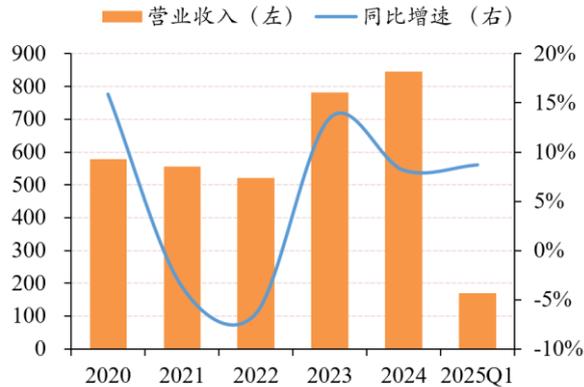
来水不及预期的风险；市场电价波动的风险；在建项目进度不及预期的风险；行业需求不及预期的风险；行业政策变动的风险。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	84,491.87	86,250.70	87,392.68	88,133.66
同比	8.12%	2.08%	1.32%	0.85%
归母净利润（百万元）	32,496.17	34,259.98	35,744.65	36,745.02
同比	19.28%	5.43%	4.33%	2.80%
毛利率	59.13%	59.60%	59.79%	59.80%
ROE	15.45%	15.15%	15.01%	14.71%
每股收益（元）	1.33	1.40	1.46	1.50
PE	22.78	21.61	20.71	20.15
EV/EBITDA	13.64	12.38	12.21	12.11

资料来源：天软、湘财证券研究所

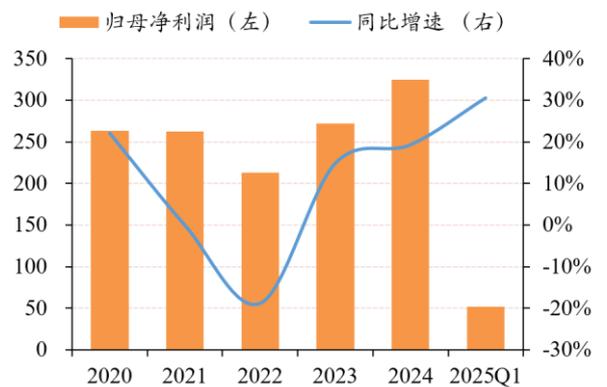
1 公司财务情况

图 1 2020-2025Q1 公司营业收入（亿元）及增速



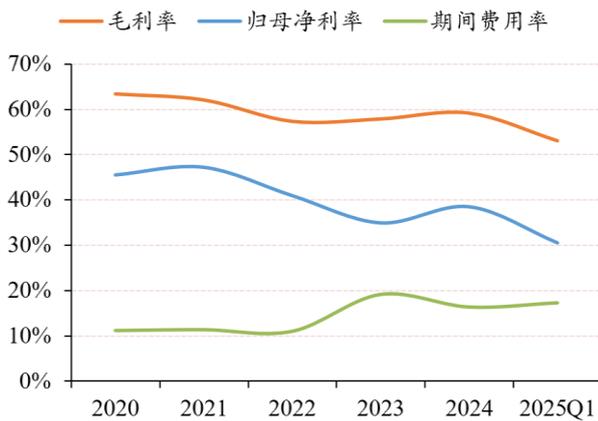
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 2020-2025Q1 公司归母净利润（亿元）及增速



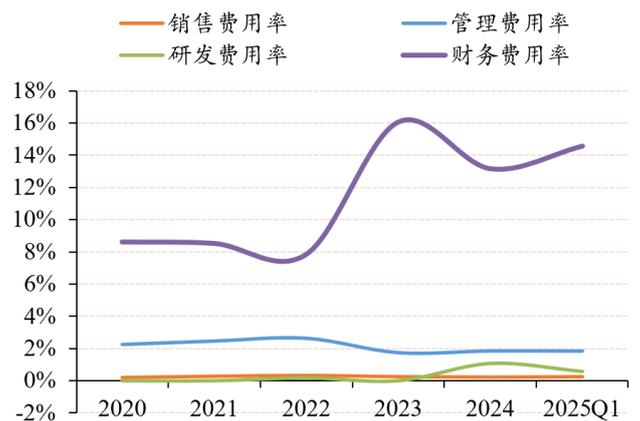
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 2020-2025Q1 公司盈利水平及期间费用率



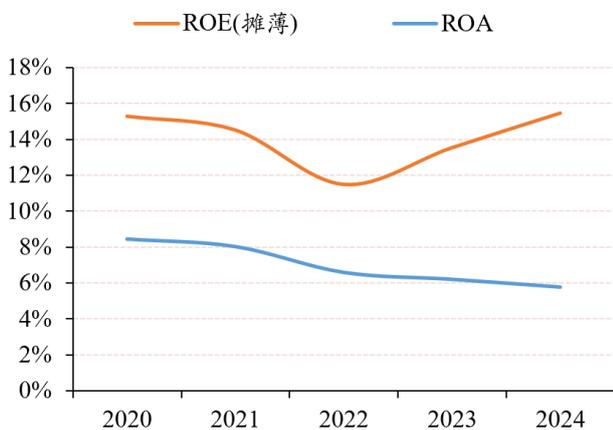
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 2020-2025Q1 公司各项费用率



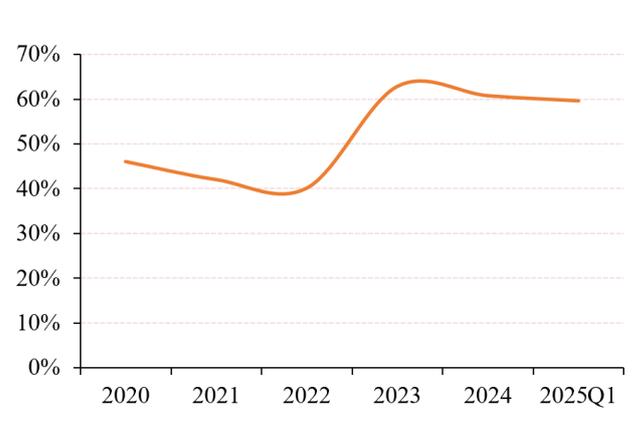
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 2020-2024 年公司 ROE 和 ROA 水平



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 2020-2025Q1 公司资产负债率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 盈利预测与投资建议

公司是稀缺的业绩稳健且分红率高的红利资产，我们看好公司业务经营的稳健性和财务费用压降对利润空间的进一步释放，预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 862.51/873.93/881.34 亿元，同比增速分别为 2.08%/1.32%/0.85%；归母净利润分别为 342.60/357.45/367.45 亿元，同比增速分别为 5.43%/4.33%/2.80%。截至 7 月 7 日收盘，股价对应 PE 为 21.61/20.71/20.15 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

3 风险提示

来水不及预期的风险；市场电价波动的风险；在建项目进度不及预期的风险；行业需求不及预期的风险；行业政策变动的风险。

附表 1 长江电力财务报表以及相应指标(百万元)

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,190	17,873	17,781	18,194	营业收入	84,492	86,251	87,393	88,134
现金	6,555	6,692	6,780	6,838	营业成本	34,528	34,847	35,144	35,434
应收账款	9,327	9,523	9,650	9,732	营业税金及附加	1,968	2,009	2,036	2,053
其他应收款	323	560	288	549	销售费用	188	192	195	196
预付账款	87	88	89	90	管理费用	1,562	1,595	1,616	1,630
存货	642	652	659	667	财务费用	11,131	10,197	9,267	8,467
其他流动资产	256	359	315	318	资产减值损失	-14	-66	-45	-47
非流动资产	548,882	539,010	529,061	518,854	公允价值变动收益	212	87	129	115
长期投资	73,319	75,319	77,319	79,319	投资净收益	5,258	5,258	5,258	5,258
固定资产	430,425	408,988	387,316	365,409	营业利润	39,645	41,755	43,530	44,727
无形资产	25,459	27,136	28,813	30,490	营业外收入	5	5	5	5
其他非流动资产	19,679	27,567	35,613	43,636	营业外支出	788	788	788	788
资产总计	566,072	556,883	546,842	537,048	利润总额	38,862	40,972	42,747	43,944
流动负债	159,556	183,676	206,506	218,711	所得税	5,932	6,254	6,525	6,708
短期借款	69,692	90,878	113,783	126,507	净利润	32,930	34,718	36,222	37,236
应付账款	1,611	1,626	1,640	1,654	少数股东损益	434	458	477	491
其他流动负债	88,252	91,171	91,083	90,550	归属于母公司净利润	32,496	34,260	35,745	36,745
非流动负债	184,560	134,881	89,633	55,465	EBITDA	70,452	77,642	78,723	79,354
长期借款	158,588	104,898	60,973	26,812	EPS (元)	1.33	1.40	1.46	1.50
其他非流动负债	25,972	29,983	28,660	28,653	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	344,116	318,557	296,139	274,176	成长能力				
少数股东权益	11,667	12,125	12,602	13,093	营业收入	8.1%	2.1%	1.3%	0.8%
股本	24,468	24,468	24,468	24,468	营业利润	19.3%	5.3%	4.3%	2.7%
资本公积	63,718	63,718	63,718	63,718	归属于母公司净利润	19.3%	5.4%	4.3%	2.8%
留存收益	118,780	135,105	146,867	158,591	获利能力				
归属于母公司股东权益	210,288	226,201	238,101	249,779	毛利率(%)	59.1%	59.6%	59.8%	59.8%
负债和股东权益	566,072	556,883	546,842	537,048	净利率(%)	38.5%	39.7%	40.9%	41.7%
现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	15.45%	15.15%	15.01%	14.71%
经营活动现金流	59,648	69,361	66,877	67,631	ROIC(%)	9.8%	10.4%	10.8%	11.2%
净利润	32,930	34,692	36,158	37,155	偿债能力				
折旧摊销	19,675	26,091	27,085	28,011	资产负债率(%)	60.8%	57.2%	54.2%	51.1%
财务费用	11,131	10,227	9,343	8,562	净负债比率(%)	79.96%	76.29%	74.93%	73.13%
投资损失	-5,258	-5,258	-5,258	-5,258	流动比率	0.11	0.10	0.09	0.08
营运资金变动	1,076	3,700	-329	-732	速动比率	0.10	0.09	0.08	0.08
其他经营现金流	93	-91	-122	-107	营运能力				
投资活动现金流	-10,775	-12,471	-12,600	-12,586	总资产周转率	0.15	0.15	0.16	0.16
资本支出	14,420	14,000	14,000	14,000	应收账款周转率	9	9	9	9
长期投资	-2,182	1,888	2,023	2,007	应付账款周转率	22.37	21.53	21.52	21.51
其他投资现金流	1,463	3,418	3,423	3,421	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-50,194	-56,754	-54,189	-54,988	每股收益(最新摊薄)	1.33	1.40	1.46	1.50
短期借款	15,707	-8,789	2,952	2,761	每股经营现金流(最新摊薄)	2.44	2.82	2.69	2.69
长期借款	-28,419	-22,091	-23,085	-24,011	每股净资产(最新摊薄)	8.59	9.24	9.73	10.21
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	110	0	0	0	P/E	22.78	21.61	20.71	20.15
其他筹资现金流	-37,591	-25,874	-34,056	-33,737	P/B	3.52	3.27	3.11	2.96
现金净增加额	-1,303	136	89	57	EV/EBITDA	13.64	12.38	12.21	12.11

资料来源：天软、湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 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%以上；
- 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。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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。