

浙能电力 (600023.SH)

25年中报点评: 电量实现稳定增长, 控股火电盈利继续提升

浙能电力发布 2025 年中报, 上半年实现营业收入 354.72 亿元, 同比-11.68%; 归母净利润 35.12 亿元, 同比-10.57%。

- 营收业绩均有下滑, 首次进行中期分红。公司上半年实现营业收入 354.72 亿元, 同比-11.68%; 归母净利润 35.12 亿元, 同比-10.57%, 业绩同比下滑主要是由于投资收益下滑, 以及去年同期有 4.04 亿元的无形资产处置收益; 其中, 2Q25 实现营业收入 178.7 亿元, 同比-11.28%; 归母净利润 24.37 亿元, 同比+15.42%。公司首次进行中期分红, 拟派发现金红利 0.05 元/股, 分红比例 19.09%。
- 下游用电需求增长+机组投产带动发电量增长, 控股火电盈利继续提升。2025 年上半年浙江省用电量 3232.66 亿千瓦时, 同比+7.06%, 增速较全国平均值 4.5% 高 2.56pct。受益需求增长, 以及六横二期 3、4 号机组分别于 2024 年 7 月和 11 月投产, 公司 2025 年上半年上网电量 746.98 亿千瓦时, 同比+4.57%, 其中火电上网电量 740.80 亿千瓦时, 同比+3.9%, 光伏 6.12 亿千瓦时, 同比+387.1%。受益于燃料成本下行, 上半年子公司嘉华发电、中煤舟山分别实现净利润 5.81、4.78 亿元, 同比增长 58.6%、574.4%。
- 投资收益下滑, 整体盈利水平相对稳定。上半年公司毛利率为 10.83%, 同比-0.2pct; 净利率为 10.84%, 同比-0.22pct。销售/管理/研发/财务费率分别为 0.22%/2.93%/0.42%/1.34%, 同比-0.01pct/+0.37pct/-0.07pct/-0.14pct。公司实现投资收益 20.78 亿元, 同比-20.44%。其中, 对联合营企业的投资收益为 17.1 亿元, 同比-23.9%, 主要是因为期内公司参股的淮浙煤电、宁海发电净利润分别同比下滑 48.3%、41.8%, 至 4.09 和 3.05 亿元。
- “反内卷”背景下中来业绩有望修复。根据中来股份公司公告, 上半年公司实现营业收入 33.04 亿元, 同比+7.25%, 归母净利润-1.69 亿元, 同比+44.83%, 亏损有所收窄。在“反内卷”的背景下, 光伏行业有望恢复健康有序发展, 中来作为行业龙头, 盈利能力有望修复。
- 盈利预测与估值。公司享受浙江地区用电增速较高的优势, 煤价下降带来煤电效益提升, 两部制电价将进一步稳定煤电盈利能力; 参股核电企业, 投资收益对业绩形成稳定支撑; 公司在建煤电项目包括嘉兴四期、台二二期、滨海四期等, 投产后公司利润有望进一步增厚, 参股的苍南核电、金七门核电等未来投产后也将贡献利润增量。维持公司 2025-2027 年归母净利润预期 70.12、73.76、78.90 亿元, 同比增长-10%、5%、7%, 当前股价对应 PE 分别为 9.8x、9.3x、8.7x, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 煤炭成本高于预期、上网电价波动、市场化交易进展不及预期、新能源项目进度滞后等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	95975	88003	89359	91094	94049
同比增长	20%	-8%	2%	2%	3%
营业利润(百万元)	9304	10168	9211	9685	10354
同比增长	-393%	9%	-9%	5%	7%
归母净利润(百万元)	6520	7753	7012	7376	7890

增持 (维持)

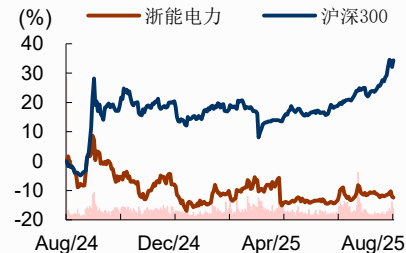
周期/环保及公用事业
目标估值: NA
当前股价: 5.14 元

基础数据

总股本(百万股)	13409
已上市流通股(百万股)	13409
总市值(十亿元)	68.9
流通市值(十亿元)	68.9
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	10.0
资产负债率	44.3%
主要股东	浙江省能源集团有限公司
主要股东持股比例	69.45%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-2	-17
相对表现	-10	-16	-53



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《浙能电力 (600023) 24 年年报及 25 年一季报点评: 电价下行短期承压, 看好新增机组带来的业绩弹性》2025-05-10
- 《浙能电力 (600023): 主业经营稳健, 有望维持高分红》2024-10-30
- 《浙能电力 (600023) 24 年中报点评: 控参股火电业绩继续改善, 投资收益稳定增长》2024-08-30

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

同比增长	-457%	19%	-10%	5%	7%
每股收益(元)	0.49	0.58	0.52	0.55	0.59
PE	10.6	8.9	9.8	9.3	8.7
PB	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	42444	38294	31074	30384	32572
现金	19364	16218	8495	7395	8874
交易性投资	0	145	145	145	145
应收票据	836	819	832	848	875
应收款项	12909	11773	11954	12186	12581
其它应收款	159	467	474	483	499
存货	6538	5885	6121	6217	6391
其他	2638	2987	3054	3110	3207
非流动资产	104797	115791	121038	125589	129534
长期股权投资	33222	36824	36824	36824	36824
固定资产	46837	53427	59147	64113	68423
无形资产商誉	4231	3621	3259	2933	2640
其他	20507	21919	21808	21719	21648
资产总计	147241	154085	152112	155973	162107
流动负债	32057	35137	29010	27918	28691
短期借款	10024	10774	11928	10605	10961
应付账款	12388	13260	13789	14006	14399
预收账款	273	280	291	296	304
其他	9372	10823	3002	3011	3027
长期负债	35216	32128	32128	32128	32128
长期借款	32026	27357	27357	27357	27357
其他	3190	4771	4771	4771	4771
负债合计	67274	67265	61139	60046	60819
股本	13409	13409	13409	13409	13409
资本公积金	23910	24126	24126	24126	24126
留存收益	30086	35780	38904	42774	46976
少数股东权益	12563	13505	14535	15618	16776
负债及权益合计	147241	154085	152112	155973	162107

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11477	13707	12046	12855	13823
净利润	7903	8892	8042	8459	9049
折旧摊销	6201	6464	7525	8222	8827
财务费用	1558	1364	1094	1115	1152
投资收益	(4504)	(4133)	(4674)	(4762)	(4912)
营运资金变动	(80)	851	59	(180)	(293)
其它	399	270	0	0	0
投资活动现金流	(7266)	(8681)	(8098)	(8010)	(7861)
资本支出	(9030)	(9680)	(12772)	(12772)	(12772)
其他投资	1764	999	4674	4762	4912
筹资活动现金流	1594	(7818)	(11671)	(5944)	(4483)
借款变动	2336	(4900)	(6689)	(1323)	356
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(44)	216	0	0	0
股利分配	0	(3352)	(3889)	(3506)	(3688)
其他	(698)	218	(1094)	(1115)	(1152)
现金净增加额	5805	(2793)	(7724)	(1100)	1479

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	95975	88003	89359	91094	94049
营业成本	86941	77303	80392	81655	83943
营业税金及附加	416	498	506	516	533
营业费用	189	206	209	213	220
管理费用	2060	2189	2223	2266	2340
研发费用	536	515	523	533	550
财务费用	1235	1077	1094	1115	1152
资产减值损失	(275)	(661)	125	127	131
公允价值变动收益	(67)	149	149	149	149
其他收益	440	320	325	331	342
投资收益	4609	4146	4200	4281	4420
营业利润	9304	10168	9211	9685	10354
营业外收入	30	127	129	131	136
营业外支出	227	263	267	272	281
利润总额	9107	10032	9073	9544	10209
归属于母公司净利润	6520	7753	7012	7376	7890

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	20%	-8%	2%	2%	3%
营业利润	-393%	9%	-9%	5%	7%
归母净利润	-457%	19%	-10%	5%	7%
获利能力					
毛利率	9.4%	12.2%	10.0%	10.4%	10.7%
净利率	6.8%	8.8%	7.8%	8.1%	8.4%
ROE	10.1%	11.0%	9.4%	9.4%	9.6%
ROIC	6.6%	6.9%	6.9%	7.2%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	45.7%	43.7%	40.2%	38.5%	37.5%
净负债比率	32.8%	29.8%	25.8%	24.3%	23.6%
流动比率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	14.4	12.4	13.4	13.2	13.3
应收账款周转率	8.4	6.7	7.0	7.1	7.1
应付账款周转率	8.0	6.0	5.9	5.9	5.9
每股资料(元)					
EPS	0.49	0.58	0.52	0.55	0.59
每股经营净现金	0.86	1.02	0.90	0.96	1.03
每股净资产	5.03	5.47	5.70	5.99	6.30
每股股利	0.25	0.29	0.26	0.28	0.29
估值比率					
PE	10.6	8.9	9.8	9.3	8.7
PB	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.4	7.9	7.8	7.3	6.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。