

浙能电力 (600023.SH)

成本下行弹性释放, Q2 业绩逆势增长

事件: 公司发布 2025 年中报。报告期内, 公司实现营业收入 354.72 亿元, 同比减少 11.68%; 归母净利润 35.12 亿元, 同比减少 10.57%; 基本每股收益 0.26 元, 同比减少 10.34%。Q2 单季实现营业收入 178.7 亿元, 同比减少 11.28%; 归母净利润 24.37 亿元, 同比增长 15.42%。主要系浙江省电价降低影响公司盈利。

煤价下行&电量提升, 对冲电价下滑, Q2 盈利弹性释放。电量方面, 公司 2025 年上半年完成发电量 788.48 亿千瓦时, 上网电量 746.98 亿千瓦时, 同比分别上涨 4.48% 和 4.57%, 主要系浙江省全社会用电量持续增长以及浙能中煤舟山煤电 2024 年下半年投产带动发电量增加。其中, 火电、风电、光伏分别完成发电量 782.24、0.07、6.18 亿千瓦时, 同比分别+3.8%、-8.7%、+365.8%; 上网电量分别为 740.80、0.06 以及 6.12 亿千瓦时, 同比分别+3.9%、-13.7%、+387.1%。25Q2 公司发电量增长明显, 总体发电量 402.58 亿千瓦时, 上网电量 380.96 亿千瓦时, 同比分别+8.45%/+8.67%。其中, 火电、风电、光伏分别完成发电量 398.41、0.03、4.14 亿千瓦时, 同比分别+7.6%、-11.4%、+429.3%; 上网电量分别为 376.80、0.03 以及 4.12 亿千瓦时, 同比分别+7.72%、-11.4%、+463.4%。**电价方面,**公司发电业务主要集中在浙江省, 2025 年度浙江中长期电力交易加权均价 412.39 元/兆瓦时, 较 2024 年度交易均价降低约 50 元/兆瓦时, 公司电价整体承压。**成本方面,**今年以来煤价显著下行, 环渤海港动力煤 (5500k) Q2 均价下降至 642 元/吨, 同比下降 211 元/吨, -24.7%; 环比下降 91 元/吨, -12.5%。

投资收益同比下滑, 影响利润贡献。2025 上半年公司投资收益 20.78 亿元, 同比降低 5.34 亿元; 长期股权投资收益 17.13 亿元, 同比降低 5.37 亿元; 其中核电企业投资收益 8.14 亿, 同比降低 0.19 亿元。公司投资收益下滑主要系煤电企业投资收益降低, 对于淮浙煤电、国能浙江宁海发电以及杭州华电半山发电等企业的投资收益下滑最为显著。截至 2025 上半年, 公司长期股权投资余额为 373.87 亿元, 占期末总资产的比例为 23.72%, 继续增加对火电及核电参股企业的投资。

发布半年度利润分配方案, 彰显回报股东意愿。公司拟向全体股东按每 10 股派发现金股利 0.5 元 (含税)。截至 2025 年 6 月 30 日, 公司总股本 134 亿股, 以此计算合计拟派发现金红利 6.7 亿元 (含税), 占本半年度归属于上市公司股东净利润的比例为 19.09%。

投资建议。公司为浙江省龙头火电运营商, 公司自身财务状况良好, 受益于煤价中枢下行, 具有盈利修复较高弹性和高增长空间。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 867.97/903.09/919.55 亿元, 同比-1.4%/+4.0%/+1.8%; 归母净利润分别为 68.38/78.95/84.81 亿元, 对应 EPS 分别为 0.51/0.59/0.63 元/股, 对应 2025-2027 年 PE 分别为 10.1/8.7/8.1 倍, 公司具有盈利修复弹性和高分红高股息优势, 维持“买入”评级。

风险提示: 上游燃料涨价风险; 电价下跌风险; 电量不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	95,975	88,003	86,797	90,309	91,955
增长率 yoy (%)	19.7	-8.3	-1.4	4.0	1.8
归母净利润 (百万元)	6,520	7,753	6,838	7,895	8,481
增长率 yoy (%)	456.8	18.9	-11.8	15.5	7.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.49	0.58	0.51	0.59	0.63
净资产收益率 (%)	9.7	10.6	8.5	9.0	8.9
P/E (倍)	10.6	8.9	10.1	8.7	8.1
P/B (倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	电力
前次评级	买入
08 月 28 日收盘价 (元)	5.14
总市值 (百万元)	68,920.89
总股本 (百万股)	13,408.73
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	57.60

股价走势



作者

分析师	张津铭
执业证书编号:	S0680520070001
邮箱:	zhangjinming@gszq.com
分析师	高紫明
执业证书编号:	S0680524100001
邮箱:	gaoziming@gszq.com
分析师	刘力钰
执业证书编号:	S0680524070012
邮箱:	liuliyu@gszq.com
分析师	张卓然
执业证书编号:	S0680525080005
邮箱:	zhangzhuoran@gszq.com
分析师	鲁昊
执业证书编号:	S0680525080006
邮箱:	luhao@gszq.com

相关研究

- 《浙能电力 (600023.SH): 业绩基本符合预期, 一季度电价承压拖累业绩》 2025-04-29
- 《浙能电力 (600023.SH): 业绩基本符合预期, 看好四季度盈利弹性》 2024-10-30
- 《浙能电力 (600023.SH): 火电盈利弹性修复, 业绩符合预期》 2024-08-30

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	42444	38294	40997	39360	39883
现金	19364	16218	19669	16965	17323
应收票据及应收账款	13745	12592	12425	12925	13162
其他应收款	159	467	302	396	362
预付账款	593	862	704	812	778
存货	6538	5885	5587	5950	5922
其他流动资产	2046	2271	2310	2312	2337
非流动资产	104797	115791	125857	136644	146323
长期投资	33222	36824	40142	43602	46992
固定资产	46837	53427	57805	61751	65267
无形资产	2965	2869	2756	2641	2523
其他非流动资产	21773	22671	25154	28649	31542
资产总计	147241	154085	166854	176003	186206
流动负债	32057	35137	37868	40244	41462
短期借款	10024	10774	12275	13401	14714
应付票据及应付账款	12388	13260	12306	13259	13122
其他流动负债	9645	11103	13287	13584	13626
非流动负债	35216	32128	34046	32415	32304
长期借款	32026	27357	28765	27135	27024
其他非流动负债	3190	4771	5280	5280	5280
负债合计	67274	67265	71914	72659	73766
少数股东权益	12563	13505	14727	16009	17455
股本	13409	13409	13409	13409	13409
资本公积	23910	24126	24126	24126	24126
留存收益	27823	32224	38406	45528	53177
归属母公司股东权益	67405	73315	80213	87335	94984
负债和股东权益	147241	154085	166854	176003	186206

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11477	13707	11897	13823	14282
净利润	7903	8892	8059	9178	9927
折旧摊销	6337	6804	7476	7979	8473
财务费用	1558	1364	1276	1312	1322
投资损失	-4504	-4133	-4129	-4335	-4690
营运资金变动	-615	-38	-393	183	-260
其他经营现金流	799	819	-391	-494	-491
投资活动现金流	-7266	-8681	-12804	-13937	-12972
资本支出	-8538	-8831	-12042	-13096	-12546
长期投资	-2527	-2874	-4955	-5084	-5019
其他投资现金流	3799	3024	4192	4243	4593
筹资活动现金流	1594	-7818	4343	-2591	-951
短期借款	-591	750	1501	1126	1313
长期借款	7487	-4670	1409	-1631	-111
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-44	216	0	0	0
其他筹资现金流	-5258	-4115	1433	-2086	-2154
现金净增加额	5773	-2769	3451	-2704	358

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	95975	88003	86797	90309	91955
营业成本	86966	77303	78387	80723	81696
营业税金及附加	416	498	434	421	475
营业费用	165	206	176	197	194
管理费用	2060	2189	2011	2170	2248
研发费用	536	515	485	516	520
财务费用	1235	1077	1118	1126	1160
资产减值损失	-433	-1224	-1	0	-1
其他收益	440	320	434	424	446
公允价值变动收益	-67	149	0	0	0
投资净收益	4609	4146	4129	4335	4690
资产处置收益	321	642	608	646	651
营业利润	9304	10168	9355	10561	11448
营业外收入	30	127	78	103	90
营业外支出	227	263	245	254	249
利润总额	9107	10032	9189	10410	11289
所得税	1204	1140	1130	1231	1362
净利润	7903	8892	8059	9178	9927
少数股东损益	1383	1138	1221	1283	1446
归属母公司净利润	6520	7753	6838	7895	8481
EBITDA	12263	14153	17783	19515	20922
EPS (元/股)	0.49	0.58	0.51	0.59	0.63

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	19.7	-8.3	-1.4	4.0	1.8
营业利润(%)	392.9	9.3	-8.0	12.9	8.4
归属母公司净利润(%)	456.8	18.9	-11.8	15.5	7.4
获利能力					
毛利率(%)	9.4	12.2	9.7	10.6	11.2
净利率(%)	6.8	8.8	7.9	8.7	9.2
ROE(%)	9.7	10.6	8.5	9.0	8.9
ROIC(%)	4.0	4.8	6.1	6.5	6.6
偿债能力					
资产负债率(%)	45.7	43.7	43.1	41.3	39.6
净负债比率(%)	37.2	36.8	35.6	34.8	32.8
流动比率	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0
速动比率	1.1	0.8	0.9	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	9.1	7.1	7.4	7.6	7.5
应付账款周转率	8.6	6.5	6.5	6.7	6.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.58	0.51	0.59	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	1.02	0.89	1.03	1.07
每股净资产(最新摊薄)	5.03	5.47	5.98	6.51	7.08
估值比率					
P/E	10.6	8.9	10.1	8.7	8.1
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.5	7.6	5.8	5.4	5.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月28日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com