

上海电力（600021.SH）

优于大市

燃料成本及财务费用同比下降，25H1 归母净利润同比+43.9%

核心观点

营业收入小幅增长，归母净利润增幅较大。2025 年上半年，公司实现营业收入 204.75 亿元（+1.76%），归母净利润 19.09 亿元（+43.85%），扣非归母净利润 18.43 亿元（+40.08%）。2025 年第二季度，公司实现营业收入 100.32 亿元（+5.45%），归母净利润 10.80 亿元（+55.80%），扣非归母净利润 10.36 亿元（+52.27%）。公司营业收入增长主要系主要系售电量、供热量较上年增长所致；公司归母净利润增长主要系燃料成本下降及财务费用下降影响，2025 年上半年，公司合并口径入厂标煤单价（含税）936.14 元/吨，同比下降 12.7%。

煤电项目建设有序推进，项目建设完成后将推动公司业绩进一步增长。公司百万千瓦优质火电建设进展顺利，漕泾综合能源中心二期 2×100 万千瓦项目 3 号、4 号锅炉高质量完成首根大板梁吊装，江苏滨海 2×100 万千瓦扩建项目（滨海三期）5 号、6 号锅炉开始受热面吊装，外高桥 2×100 万千瓦扩容替代项目有序推进。六台百万机组预计 2026 年后陆续投产，公司在建煤电项目均位于负荷需求高的长三角地区，未来电量有保障，项目投产将驱动公司业绩进一步增长。

新能源项目建设稳步推进，装机容量持续增长。2025 年上半年，公司新疆木垒 120 万千瓦风电项目完成首台风机吊装，甘肃宕昌风电项目、天祝风电项目等多个新能源项目均实现全容量投产，新增新能源装机容量 114.82 万千瓦，其中新增风电装机容量 38.50 万千瓦，光伏装机容量 76.32 万千瓦。截至 2025 年上半年，公司新能源装机容量为 1233.31 万千瓦，其中风电装机容量 523.56 万千瓦（含海上风电 220.24 万千瓦）、光伏装机容量 709.75 万千瓦。未来公司将持续推动新能源项目有序落地，装机容量有望进一步增长。

风险提示：电量下降；电价下滑；煤价上涨；项目投运不及预期；行业政策变化。

投资建议：由于财务费用下降及煤价下降影响，上调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 30.7/34.2/35.4 亿元（2025-2027 年原预测值为 26.9/30.1/32.6 亿元），分别同比增长 49.9%/11.6%/3.3%；EPS 分别为 1.09、1.22、1.26 元，当前股价对应 PE 为 13.5/12.1/11.7X。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	42,402	42,734	45,140	51,698	54,370
(+/-%)	8.3%	0.8%	5.6%	14.5%	5.2%
净利润(百万元)	1593	2046	3067	3424	3538
(+/-%)	396.5%	28.5%	49.9%	11.6%	3.3%
每股收益(元)	0.57	0.73	1.09	1.22	1.26
EBIT Margin	15.6%	17.5%	20.5%	19.4%	20.0%
净资产收益率 (ROE)	6.5%	7.2%	10.2%	10.6%	10.1%
市盈率 (PE)	26.0	20.3	13.5	12.1	11.7
EV/EBITDA	12.2	12.4	10.6	10.9	10.9
市净率 (PB)	1.49	1.43	1.33	1.23	1.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

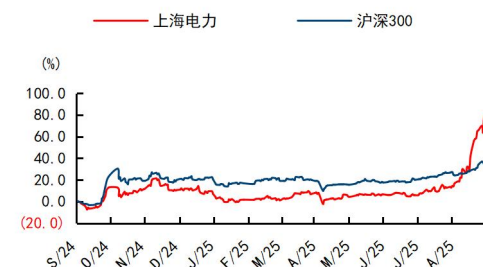
公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002	证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003
证券分析师：刘汉轩 010-88005198 liuhanxuan@guosen.com.cn S0980524120001	证券分析师：崔佳诚 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn S0980525070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	14.72 元
总市值/流通市值	41462/41462 百万元
52 周最高价/最低价	15.39/7.91 元
近 3 个月日均成交额	811.36 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

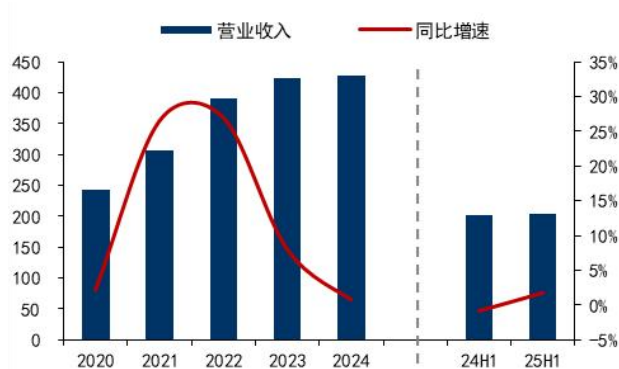
相关研究报告

- 《上海电力（600021.SH）-经营业绩持续改善，煤电、新能源稳步发展》——2025-04-06
- 《上海电力（600021.SH）-煤电板块效益持续改善，24Q3 归母净利润增幅较大》——2024-10-31
- 《上海电力（600021.SH）-煤电板块效益提升，24H1 归母净利润增长显著》——2024-08-28
- 《上海电力（600021.SH）-火电盈利持续改善，新能源发展有序推进》——2023-08-29

营业收入小幅增长，归母净利润增幅较大。2025 年上半年，公司实现营业收入 204.75 亿元（+1.76%），归母净利润 19.09 亿元（+43.85%），扣非归母净利润 18.43 亿元（+40.08%）。2025 年第二季度，公司实现营业收入 100.32 亿元（+5.45%），归母净利润 10.80 亿元（+55.80%），扣非归母净利润 10.36 亿元（+52.27%）。公司营业收入增长主要系主要系售电量、供热量较上年增长所致；公司归母净利润增长主要系燃料成本下降及财务费用下降影响，2025 年上半年，公司合并口径入厂标煤单价（含税）936.14 元/吨，同比下降 12.7%。

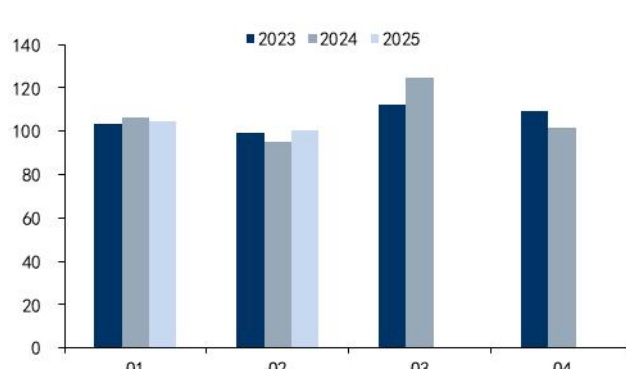
煤电发电量同比增长，风电、光伏发电量增幅较大。2025 年上半年，公司完成合并口径发电量 378.48 亿千瓦时，同比增加 5.48%，其中煤电发电量 246.13 亿千瓦时，同比增加 2.94%，气电发电量 35.35 亿千瓦时，同比下降 10.72%，风电发电量 58.83 亿千瓦时，同比增加 16.94%，光伏发电量 38.17 亿千瓦时，同比增加 28.05%；上网电量 362.85 亿千瓦时，同比增加 5.51%。

图1：上海电力营业收入及增速（单位：亿元）



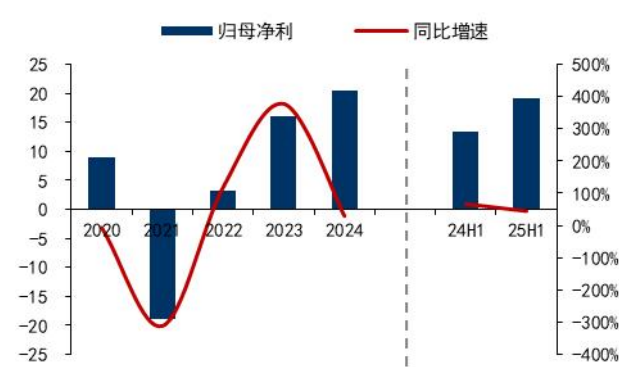
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：上海电力单季营业收入（单位：亿元）



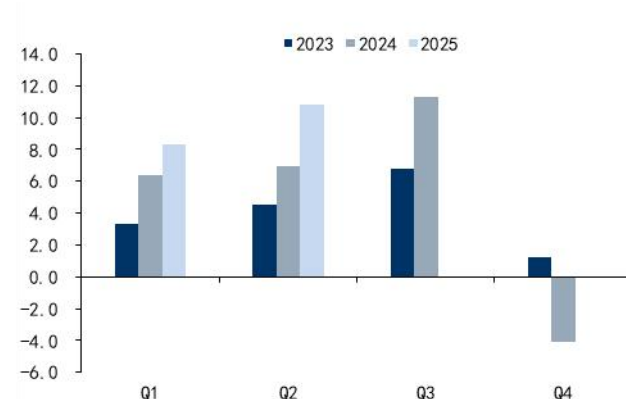
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：上海电力归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：上海电力单季度归母净利润（单位：亿元）

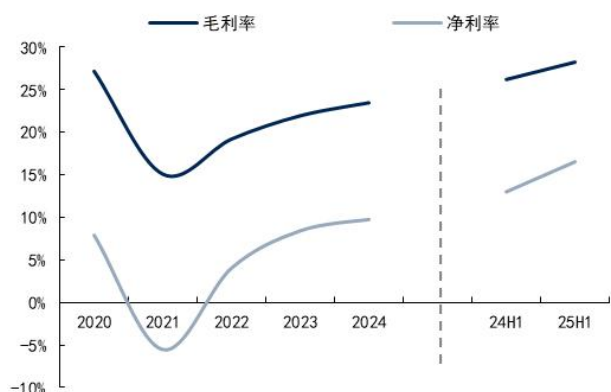


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率提升，费用率下降，净利率水平上行。2025 年上半年，公司毛利率为 28.26%，同比增加 2.04pct，主要系煤价下降使得燃料成本下降影响。费用率方面，2025 年上半年，公司财务费用率、管理费用率分别为 6.67%、4.46%，财务费用率同比减少 2.23pct，管理费用率同比增加 0.23pct，整体费用率水平有所下降。2025 年上半年，受毛利率提升及费用率下降影响，公司净利率较 2024 同期增加 3.52pct

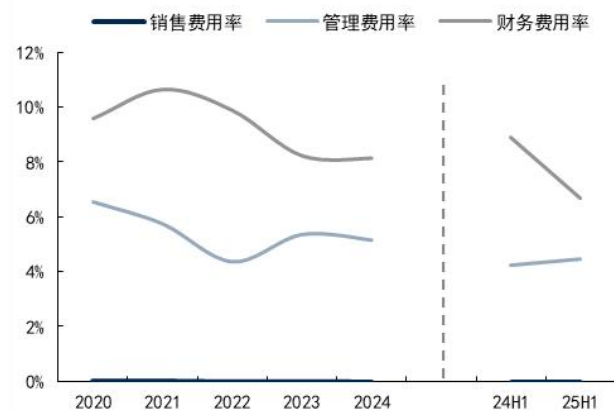
至 16.49%。

图5: 上海电力毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

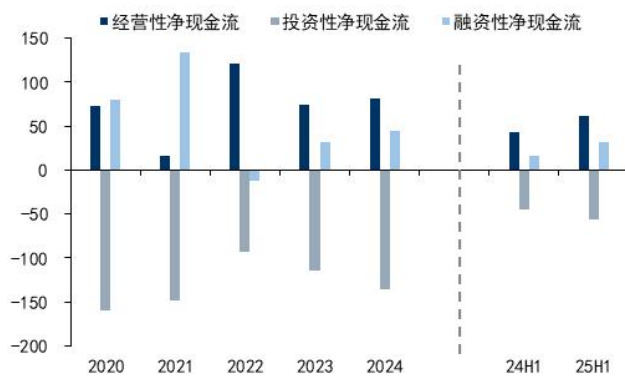
图6: 上海电力三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

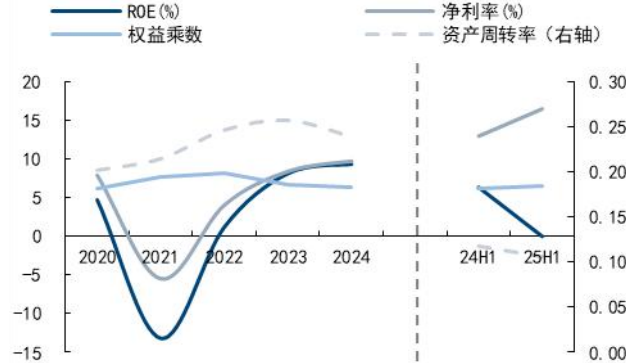
ROE 提升，经营性净现金流增幅较大。2025 年上半年，由于净利率上行，公司 ROE 提升，较 2024 年同期增加 2.46pct 至 8.79%。现金流方面，2025 年上半年，公司经营净现金流为 61.49 亿元，同比增长 41.59%，主要系电费回款增加以及购煤支出减少所致；投资性净现金流流出 55.90 亿元，同比有所增长，主要系公司继续推进风电、光伏等新能源项目及海外项目，导致投资支出增加；融资性净现金流 31.42 亿元，同比增长 96.70%，主要系为项目投资新增外部借款所致。

图7: 上海电力现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 上海电力 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

煤电项目建设有序推进，项目建设完成后将推动公司业绩进一步增长。公司百万千瓦优质火电建设进展顺利，漕泾综合能源中心二期 2×100 万千瓦项目 3 号、4 号锅炉高质量完成首根大板梁吊装，江苏滨海 2×100 万千瓦扩建项目（滨海三期）5 号、6 号锅炉开始受热面吊装，外高桥 2×100 万千瓦扩容替代项目有序推进。六台百万机组预计 2026 年后陆续投产，公司在建煤电项目均位于负荷需求高的长三角地区，未来电量有保障，项目投产将驱动公司业绩进一步增长。

新能源项目建设稳步推进，装机容量持续增长。2025 年上半年，公司新疆木垒 120 万千瓦风电项目完成首台风机吊装，甘肃宕昌风电项目、天祝风电项目等多个新能源项目均实现全容量投产，新增新能源装机容量 114.82 万千瓦，其中新增风电装机容量 38.50 万千瓦，光伏装机容量 76.32 万千瓦。截至 2025 年上半年，公司

新能源装机容量为 1233.31 万千瓦，其中风电装机容量 523.56 万千瓦（含海上风电 220.24 万千瓦）、光伏装机容量 709.75 万千瓦。未来公司将持续推动新能源项目有序落地，装机容量有望进一步增长。

投资建议：由于财务费用下降及煤价下降影响，上调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 30.7/34.2/35.4 亿元（2025-2027 年原预测值为 26.9/30.1/32.6 亿元），分别同比增长 49.9%/11.6%/3.3%；EPS 分别为 1.09、1.22、1.26 元，当前股价对应 PE 为 13.5/12.1/11.7X。维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (24A)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E		
600011.SH	华能国际	7.33	1151	0.65	0.80	0.83	0.86	11.3	9.2	8.8	8.5	13.1%	优于大市
600795.SH	国电电力	4.82	860	0.55	0.40	0.44	0.49	8.8	12.1	11.0	9.8	18.6%	优于大市
600483.SH	福能股份	9.69	269	1.00	1.06	1.09	1.21	9.7	9.1	8.9	8.0	11.8%	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6772	5911	6717	25337	36192	营业收入	42402	42734	45140	51698	54370
应收款项	21157	27126	31127	37065	40470	营业成本	33102	32702	33257	38681	40509
存货净额	1029	1048	1050	1254	1320	营业税金及附加	379	336	355	407	428
其他流动资产	2848	3761	3973	4550	4785	销售费用	1	0	0	0	0
流动资产合计	31806	37845	42866	68206	82767	管理费用	2512	2476	2632	2967	2896
固定资产	104017	114551	112207	106462	106285	财务费用	3484	3473	2757	2754	3560
无形资产及其他	5912	7266	8131	8999	9904	投资收益	1251	1531	1531	1431	1631
投资性房地产	9103	11272	11272	11272	11272	资产减值及公允价值变动	15	2	3	3	2
长期股权投资	17735	18444	19548	20750	21755	其他收入	239	(48)	51	210	209
资产总计	168572	189378	194025	215689	231982	营业利润	4430	5231	7725	8532	8820
短期借款及交易性金融负债	28649	44526	33440	35116	37272	营业外净收支	(26)	(35)	65	165	165
应付款项	7786	9783	9807	11715	12322	利润总额	4404	5196	7790	8697	8985
其他流动负债	11395	14610	14671	17468	18263	所得税费用	836	1033	1549	1729	1786
流动负债合计	47829	68919	57917	64299	67857	少数股东损益	1975	2117	3174	3544	3661
长期借款及应付债券	55056	51267	62961	73449	81030	归属于母公司净利润	1593	2046	3067	3424	3538
其他长期负债	15127	15971	15557	15474	15589						
长期负债合计	70183	67238	78518	88923	96619	现金流量表（百万元）					
负债合计	118012	136157	136435	153222	164476	净利润	1593	2046	3067	3424	3538
少数股东权益	22780	24143	26364	28845	31408	资产减值准备	(13)	12	(0)	0	0
股东权益	27780	29078	31225	33622	36099	折旧摊销	6489	6878	7488	7815	8036
负债和股东权益总计	168572	189378	194025	215689	231982	公允价值变动损失	(13)	12	(0)	0	0
						财务费用	3484	3473	2757	2754	3560
关键财务与估值指标						营运资本变动	(4715)	(1688)	(4123)	(2014)	(2304)
每股收益	0.57	0.73	1.09	1.22	1.26	其它	4066	911	3447	3803	4491
每股红利	0.11	0.28	0.33	0.36	0.38	经营活动现金流	7406	8172	9879	13029	13761
每股净资产	9.86	10.32	11.09	11.94	12.82	资本开支	(8067)	(13239)	(6016)	(2939)	(8763)
ROIC	5%	5%	6%	6%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	6%	7%	10%	11%	10%	投资活动现金流	(11361)	(13532)	(7121)	(4140)	(9768)
毛利率	22%	23%	26%	25%	25%	权益性融资	11549	418	0	0	0
EBIT Margin	16%	17%	20%	19%	20%	负债净变化	(3225)	3211	11694	10489	7580
EBITDA Margin	31%	34%	37%	34%	35%	支付股利、利息	(310)	(789)	(920)	(1027)	(1061)
收入增长	8%	1%	6%	15%	5%	其它融资现金流	(1907)	9697	(11086)	1676	2156
净利润增长率	397%	28%	50%	12%	3%	融资活动现金流	3195	4440	(1952)	9731	6861
资产负债率	84%	85%	84%	84%	84%	现金净变动	(696)	(861)	806	18620	10855
股息率	0.7%	1.9%	2.2%	2.5%	2.6%	货币资金的期初余额	7468	6772	5911	6717	25337
P/E	26.0	20.3	13.5	12.1	11.7	货币资金的期末余额	6772	5911	6717	25337	36192
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	0	(2067)	4746	10880	5702
EV/EBITDA	12.2	12.4	10.6	10.9	10.9	权益自由现金流	0	10842	3146	20838	12586

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032