

电量增长增厚公司业绩，硬梁包水电全容量投产

核心观点

2025年上半年，公司实现营业收入129.59亿元，同比增长9.08%；归母净利润46.09亿元，同比增长10.54%。公司2025年上半年营业收入与归母净利润同比增长主要系装机容量增加带动上网电量增长、上半年澜沧江流域来水情况同比偏丰以及西电东送电量同比增加的影响。受发电量增长的影响，公司水电业务实现营业收入89.6亿元，同比增长8.4%；毛利率约为60.8%，同比提升2.4个百分点。期间费用率方面，2025H1公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为0.20%、1.90%、0.18%和10.18%，同比变化+0.01、+0.03、-0.36和-1.08个百分点。公司2025H1上网电量为522.23亿千瓦时，同比增加12.86%。我们预计公司2025年~2027年归母净利润分别为90.99亿元、100.20亿元、102.58亿元，对应EPS分别为0.48元/股、0.53元/股、0.54元/股。

事件

公司发布2025年半年报

2025H1公司实现营业收入129.59亿元，同比增长9.08%；归母净利润46.09亿元，同比增长10.54%；单季度归母净利润31.01亿元，同比减少0.10%；实现加权净资产收益率7.22%，同比增加1.25个百分点；实现基本每股收益0.25元/股，同比增长13.64%。

简评

电量增长增厚公司业绩，融资成本持续压降

2025H1公司实现营业收入129.59亿元，同比增长9.08%；归母净利润46.09亿元，同比增长10.54%。公司2025年上半年营业收入与归母净利润同比增长主要系装机容量增加带动上网电量增长、上半年澜沧江流域来水情况同比偏丰以及西电东送电量同比增加的影响。受发电量增长的影响，公司水电业务实现营业收入89.6亿元，同比增长8.4%；毛利率约为60.8%，同比提升2.4个百分点。期间费用率方面，2025H1公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为0.20%、1.90%、0.18%和10.18%，同比变化+0.01、+0.03、-0.36和-1.08个百分点。得益于公司综合融资成本的压降，财务费用率持续改善，截至综合融资成本降至2.43%。

华能水电(600025.SH)

维持

买入

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440519060004

侯启明

houqiming@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070011

发布日期：2025年08月29日

当前股价：9.15元

目标价格6个月：13.3元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
-2.35/-9.30	-9.23/-24.28	-20.50/-55.43
12月最高/最低价(元)		11.62/8.51
总股本(万股)		1,800,000.00
流通A股(万股)		1,800,000.00
总市值(亿元)		1,647.00
流通市值(亿元)		1,647.00
近3月日均成交量(万)		2815.69
主要股东		
中国华能集团有限公司		50.40%

股价表现



机组投产叠加需求增长，上网电量同比持续增长

截至 2025 年 6 月末，公司已投产装机容量达 3353.74 万千瓦。公司 2025H1 上网电量为 522.23 亿千瓦时，同比增加 12.86%。分电源类型来看，公司水电、风电和光伏上网电量分别为 489.6、2.4 和 30.3 亿千瓦时，同比变化+ 10.8%、-10.2%和+ 66.2%。公司上网电量同比增长主要系 TB 电站全容量投产、新能源装机容量大幅提升、澜沧江流域上半年来水偏丰以及小湾和糯扎渡释放水电蓄能的贡献。在电价方面，我们根据上网电量和营业收入进行大致估算，公司水电上网电价约为 0.1830 元/千瓦时（不含税），较去年同期下降约 0.004 元/千瓦时。

硬梁包水电站全容量投产，维持“买入”评级

近期，公司所属硬梁包水电站 1 号、2 号机组同时通过 72 小时试运行投入商业运行，硬梁包水电站机组实现全容量投产发电，公司发电量规模有望进一步增长。公司依托澜沧江流域发展可再生能源，未来装机规模有望持续提升，经营业绩有望稳健增长。我们预计公司 2025 年~2027 年归母净利润分别为 90.99 亿元、100.20 亿元、102.58 亿元，对应 EPS 分别为 0.48 元/股、0.53 元/股、0.54 元/股。

表 1：盈利预测（单位：百万元，EPS：元/股）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	23461.3	24881.6	27338.3	28694.2	29307.1
营业成本	10237.6	10916.0	12224.6	12319.2	12635.7
营业税金及附加	436.5	482.5	530.2	556.5	568.4
营业费用	60.1	63.6	69.9	73.3	74.9
管理费用	542.5	538.3	591.5	620.8	634.1
财务费用	2730.5	2674.7	2788.5	2840.7	2813.5
资产减值损失	63.5	1.7	1.9	2.0	2.0
公允价值变动收益	-50.1	10.1	-50.0	-50.0	-50.0
投资净收益	283.3	325.3	325.3	325.3	325.3
其他收益	14.8	23.7	0.0	0.0	0.0
营业利润	9425.7	10387.5	11407.1	12556.9	12853.9
营业外收入	47.6	30.4	10.0	10.0	10.0
营业外支出	53.4	53.0	50.0	50.0	50.0
利润总额	9419.9	10364.8	11367.1	12516.9	12813.9
所得税	1176.8	1453.1	1593.6	1754.8	1796.5
净利润	8243.2	8911.7	9773.4	10762.1	11017.4
少数股东损益	605.1	614.7	674.1	742.3	759.9
归属母公司净利润	7638.1	8297.0	9099.3	10019.8	10257.5
EPS（摊薄）	0.40	0.44	0.48	0.53	0.54

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

发电量不及预期的风险：公司水电发电量受澜沧江流域来水量影响明显，随着全球变暖加剧及极端气候频发，澜沧江流域来水的不确定性与极端来水的风险随之提升，存在发电量不及预期的风险。

光伏组件价格上涨风险：公司光伏装机投产节奏受光伏组件价格影响，存在光伏组件价格上涨影响新能源业绩释放的风险。

市场化电价不及预期的风险：公司供电区域主要为南方电网区域（云南省及广东省），省内及跨省区送电竞争激烈，可能出现电力市场阶段性供过于求的情况，存在市场化电价不及预期的风险。

分析师介绍

高兴

高兴：华中科技大学工学学士，清华大学热能工程系硕士，三年电力设备行业工作经验，2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券，2021 年起担任公用环保首席分析师，带领团队获取 2021-2022 年新财富电力公用事业入围、2022 年水晶球电力公用入围（第五名）等奖项。

侯启明

公用环保组分析师，山东大学学士，复旦大学硕士，2023 年加入中信建投公用环保团队。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk