



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 08 月 29 日

基础数据

08 月 28 日收盘价（元）	9.15
总市值（亿元）	1,647.00
总股本（亿股）	180.00

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证公用】华能水电 2024 年年报及 2025 年一季报点评：机组投产叠加蓄能释放，25Q1 公司电量及归母净利润高速增长-2025.04.25

【兴证公用 蔡屹】华能水电 2024 年三季报点评：Q3 营收下滑主要因电量拖累，现金流表现持续优秀-2024.10.30

【兴证公用 蔡屹】华能水电 2024 年半年报点评：来水同比偏丰带来发电增量，托巴电站进入投产周期-2024.08.28

分析师：蔡屹

S0190518030002

caiyi@xyzq.com.cn

分析师：史一粟

S0190523110001

shiyisu@xyzq.com.cn

分析师：朱理显

S0190525010004

zhulixian@xyzq.com.cn

华能水电(600025.SH)

25H1 上网电量同比+12.86%贡献利润增长，硬梁包水电已全容量投产

投资要点：

- **事件：华能水电公告 2025 年半年报。**2025 年上半年，公司实现营收 129.59 亿元，同比+9.08%；实现归母净利润 46.09 亿元，同比+10.54%；实现扣非归母净利润 46.25 亿元，同比+10.91%。其中 2025 年第二季度，公司实现营收 75.74 亿元，同比+1.52%；实现归母净利润 31.01 亿元，同比-0.10%。结合公司经营数据，我们点评如下：
- **受装机规模增长及上半年流域来水偏丰影响，25H1 公司上网电量同比+12.86%。**受新能源装机规模大幅提升及 TB 电站全容量投产提振，截至 25H1 公司总装机容量达 3353.74 万千瓦；同时 2025 年上半年澜沧江流域来水较多年平均偏丰 1 至 2 成，公司加快释放水电蓄能。因装机容量提升及流域蓄能释放，2025 年上半年公司实现上网电量同比+12.86%至 522.23 亿千瓦时，从而带动公司收入及利润提升。度电收入方面，25H1 公司度电收入为 0.2481 元/千瓦时，同比-3.35%，基本保持稳定。
- **硬梁包水电已于报告期后全容量投产，期待下半年贡献利润增量。**公司于 2025 年 8 月 27 日公告硬梁包水电站 5 台机组实现全容量投产发电。硬梁包水电站总装机容量 111.6 万千瓦，设计多年平均发电量 51.81 亿千瓦时。2025 年上半年，硬梁包水电站完成发电量 14.44 亿千瓦时，期待全容量投产后为公司带来利润增量。
- **经营性净现金流保持增长，财务费用持续压降。**2025 年上半年，公司实现经营性净现金流 86.13 亿元，同比+14.30%，主要因售电收入增加；截至 2025 年中报公司期末现金及等价物余额达 21.56 亿元，充沛现金支撑公司后续电站建设。此外，2025 年上半年公司财务费用为 13.19 亿元，同比-1.39%；财务费用率 10.18%，同比下降 1.08pct。公司在半年报中披露综合融资成本已降至 2.43%，持续释放利润潜能。
- **投资建议：维持“买入”评级。**预测公司 2025-2027 年分别实现归母净利润为 89.10 亿元、95.06 亿元、99.87 亿元，分别同比+7.4%、+6.7%、+5.1%，分别对应 2025 年 8 月 28 日收盘价的 PE 估值为 18.5x、17.3x、16.5x。
- **风险提示：**流域来水波动风险，电价风险，项目建设不及预期风险，融资成本变动风险，下游电力消纳风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	24882	26648	28162	29516
同比增长	6.1%	7.1%	5.7%	4.8%
归母净利润（百万元）	8297	8910	9506	9987
同比增长	8.6%	7.4%	6.7%	5.1%
毛利率	56.1%	55.4%	55.7%	55.7%
ROE	11.3%	11.3%	11.3%	11.1%
每股收益（元）	0.46	0.50	0.53	0.55
市盈率	19.9	18.5	17.3	16.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6062	6649	8274	10177
货币资金	3093	3427	4831	6531
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1962	2102	2221	2328
预付款项	58	63	66	69
存货	40	44	46	48
其他	909	1013	1109	1201
非流动资产	208545	220546	231926	242535
长期股权投资	3274	3274	3274	3274
固定资产	151684	166290	179889	192512
在建工程	40996	38696	36626	34764
无形资产	6308	6065	5822	5579
商誉	0	0	0	0
其他	6284	6222	6314	6406
资产总计	214607	227195	240200	252713
流动负债	42766	51245	59862	67674
短期借款	14259	23059	31059	38259
应付票据及应付账款	317	345	362	380
其他	28191	27842	28441	29035
非流动负债	92672	90867	89067	87267
长期借款	89666	87666	85666	83666
其他	3006	3200	3400	3600
负债合计	135439	142112	148928	154941
股本	18000	18000	18000	18000
未分配利润	22131	25901	29922	34145
少数股东权益	5567	6281	7023	7802
股东权益合计	79168	85083	91271	97772
负债及权益合计	214607	227195	240200	252713

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	8297	8910	9506	9987
折旧和摊销	6225	7975	8751	9520
营运资金的变动	5	716	395	408
经营活动产生现金流量	17554	20744	21926	23322
资本支出	-20379	-20021	-20021	-20021
长期投资	19	-120	-120	-120
投资活动产生现金流量	-20120	-19656	-19786	-19769
债权融资	4159	5696	6200	5400
股权融资	7555	0	0	0
融资活动产生现金流量	3897	-752	-735	-1854
现金净变动	1337	334	1404	1699

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24882	26648	28162	29516
营业成本	10916	11878	12483	13089
税金及附加	483	506	537	564
销售费用	64	68	72	75
管理费用	538	577	609	639
研发费用	151	161	171	179
财务费用	2675	2673	2796	2887
投资收益	325	331	354	372
公允价值变动收益	10	10	10	10
信用减值损失	-27	-27	-27	-27
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
营业利润	10387	11121	11855	12464
营业外收支	-23	-23	-23	-23
利润总额	10365	11098	11832	12441
所得税	1453	1474	1585	1675
净利润	8912	9624	10247	10767
少数股东损益	615	714	741	779
归属母公司净利润	8297	8910	9506	9987
EPS(元)	0.46	0.50	0.53	0.55

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	6.1%	7.1%	5.7%	4.8%
营业利润增长率	10.2%	7.1%	6.6%	5.1%
归母净利润增长率	8.6%	7.4%	6.7%	5.1%
盈利能力				
毛利率	56.1%	55.4%	55.7%	55.7%
归母净利率	33.3%	33.4%	33.8%	33.8%
ROE	11.3%	11.3%	11.3%	11.1%
偿债能力				
资产负债率	63.1%	62.6%	62.0%	61.3%
流动比率	0.14	0.13	0.14	0.15
速动比率	0.14	0.12	0.13	0.14
营运能力				
资产周转率	12.1%	12.1%	12.1%	12.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.46	0.50	0.53	0.55
每股经营现金	0.98	1.15	1.22	1.30
估值比率(倍)				
PE	19.9	18.5	17.3	16.5
PB	2.2	2.1	2.0	1.8

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn