

申能股份 (600642.SH)

25年中报点评: 成本优化叠加投资收益增长对冲电价下行, 业绩稳定性较强

申能股份发布 2025 年中报, 上半年实现营业收入 129.58 亿元, 同比-5.28%; 归母净利润 20.77 亿元, 同比-5.23%。

- 营收利润略降, 长期业绩稳定性强。公司上半年实现营业收入 129.58 亿元, 同比-5.28%; 归母净利润 20.77 亿元, 同比-5.23%; 其中, 2Q25 实现营业收入 56.2 亿元, 同比+0.21%; 归母净利润 10.66 亿元, 同比+3.29%。
- Q2 电价同环比均有增长, 煤电盈利提升。上半年, 公司完成发电量 259.51 亿千瓦时, 同比-1.7%; 上网电价 0.504 元/千瓦时, 同比-0.007 元/千瓦时, 测算 2Q25 上网电价 0.508 元/千瓦时, 同比+0.002 元/千瓦时, 环比+0.007 元/千瓦时。上半年公司煤电发电量完成 178.70 亿千瓦时, 同比-6.8%; 平均耗用煤价为 841 元/吨, 同比-143 元/吨。煤价下行带动公司煤电营业成本同比-17.58%, 煤电业务毛利率同比+6.87pct 至 21.39%, 测算公司煤电度电毛利为 0.067 元/千瓦时, 同比+0.02 元/千瓦时。从子公司情况来看, 吴泾第二发电、外高桥第三发电上半年分别实现净利润 9053.53 万元和 4.22 亿元, 同比增长 315%、86%, 盈利修复情况良好。
- 规模化发展新能源, 转型步伐加速。上半年公司风电/光伏(含分布式发电)发电量分别为 33.01、16.48 亿千瓦时, 同比增长 19.9%、13.4%。测算公司风电、光伏度电毛利分别为 0.253、0.136 元/千瓦时, 同比下滑 0.027、0.013 元/千瓦时。公司海南 C22 一期项目 60 万千瓦风电于一季度全容量并网, 同时加速推进新疆风光基地、临港海光等项目前期工作, 持续推进蒙电入沪、抽蓄等项目, 业绩增长动力充足。
- 盈利水平继续提高, 投资收益支撑业绩。上半年公司毛利率为 22.54%, 同比+3.07pct; 净利率为 19.92%, 同比+1.24pct。销售/管理/研发/财务费率分别为 0.02%/3.01%/0.06%/3.68%, 同比+0pct/+0.2pct/+0.04pct/-0.75pct。公司参股气电、抽蓄、新能源、核电等多个行业, 多元化资产布局兼具稳定性与成长性, 上半年实现投资收益 9.89 亿元, 同比+7.2%, 其中对联合营企业投资收益 7.42 亿元, 同比+32.9%, 为业绩增长提供有力支撑。
- 盈利预测与估值。公司为上海电力龙头, 有望受益当地较好的用电格局和电价韧性; 煤电机组技术先进, 供电煤耗低于行业平均, 随着煤价下行盈利能力充分修复; 自建外购并举, 新能源业务提供持续增长动能; 投资盈利能力稳定, 提供业绩支撑。考虑到火电电量增速略有下滑, 调降公司 2025-2027 年归母净利润预期至 39.92、41.8、43.15 亿元, 同比增长 1%、5%、3%, 当前股价对应 PE 分别为 9.9x、9.5x、9.2x, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 煤炭成本高于预期、上网电价波动、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)	29142	29619	29150	29827	30724
同比增长	3%	2%	-2%	2%	3%
营业利润(百万元)	4762	5542	5585	5850	6040
同比增长	239%	16%	1%	5%	3%
归母净利润(百万元)	3459	3944	3992	4180	4315
同比增长	220%	14%	1%	5%	3%
每股收益(元)	0.71	0.81	0.82	0.85	0.88

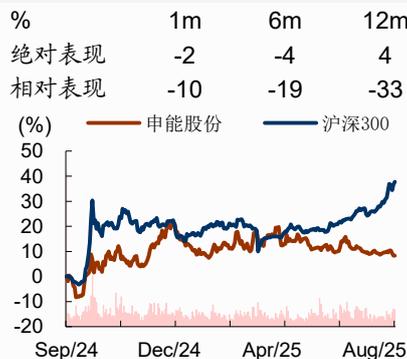
增持 (维持)

周期/环保及公用事业  
目标估值: NA  
当前股价: 8.08 元

基础数据

总股本(百万股)	4894
已上市流通股(百万股)	4879
总市值(十亿元)	39.5
流通市值(十亿元)	39.4
每股净资产(MRQ)	7.9
ROE(TTM)	9.8
资产负债率	54.6%
主要股东	申能(集团)有限公司
主要股东持股比例	53.67%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《申能股份(600642) 24 年年报及 25 年一季报点评: 一季度煤电检修影响电量, 新能源开启规模化发展》2025-05-07
- 2、《申能股份(600642): 电量电价均有修复, 投资收益增长增厚业绩, Q3 业绩高增长》2024-10-31
- 3、《申能股份(600642) 24 年中报点评: 煤电盈利持续修复, 业绩整体符合预期》2024-08-31

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

PE	11.4	10.0	9.9	9.5	9.2
PB	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9

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
<b>流动资产</b>	23670	27482	28960	35571	41529
现金	11829	13956	15650	21959	27509
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	16	23	22	23	24
应收款项	8931	9951	9793	10021	10322
其它应收款	74	233	230	235	242
存货	997	1187	1167	1187	1222
其他	1823	2132	2098	2146	2210
<b>非流动资产</b>	70540	74184	75848	77385	78804
长期股权投资	8967	9379	9379	9379	9379
固定资产	44336	46293	48094	49751	51277
无形资产商誉	1258	1135	1022	920	828
其他	15978	17377	17354	17335	17321
<b>资产总计</b>	<b>94209</b>	<b>101666</b>	<b>104809</b>	<b>112956</b>	<b>120333</b>
<b>流动负债</b>	24043	27070	23573	25806	28205
短期借款	9400	8049	8000	9000	10000
应付账款	6750	6971	6857	6975	7178
预收账款	326	325	320	325	335
其他	7566	11725	8397	9505	10692
<b>长期负债</b>	28864	28671	32671	35671	37671
长期借款	19425	20758	24758	27758	29758
其他	9439	7912	7912	7912	7912
<b>负债合计</b>	<b>52907</b>	<b>55741</b>	<b>56244</b>	<b>61476</b>	<b>65875</b>
股本	4894	4894	4894	4894	4894
资本公积金	4661	6923	6923	6923	6923
留存收益	23982	25949	27738	29762	31821
少数股东权益	7765	8159	9009	9900	10819
<b>负债及权益合计</b>	<b>94209</b>	<b>101666</b>	<b>104809</b>	<b>112956</b>	<b>120333</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	7345	7164	7424	7703	8021
净利润	4169	4785	4842	5071	5235
折旧摊销	3231	3559	3823	3951	4069
财务费用	1345	1281	1038	1062	1094
投资收益	(1567)	(1601)	(2270)	(2312)	(2368)
营运资金变动	140	(980)	(10)	(69)	(9)
其它	27	120	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(3312)	(4736)	(3218)	(3176)	(3120)
资本支出	(3913)	(6016)	(5488)	(5488)	(5488)
其他投资	602	1280	2270	2312	2368
<b>筹资活动现金流</b>	(3170)	(379)	(2512)	1783	649
借款变动	2778	2035	728	5000	4000
普通股增加	(15)	(0)	0	0	0
资本公积增加	60	2262	0	0	0
股利分配	(786)	(1958)	(2202)	(2155)	(2257)
其他	(5208)	(2717)	(1038)	(1062)	(1094)
<b>现金净增加额</b>	<b>864</b>	<b>2050</b>	<b>1694</b>	<b>6310</b>	<b>5550</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	29142	29619	29150	29827	30724
营业成本	23761	23812	23421	23825	24518
营业税金及附加	259	302	262	268	277
营业费用	6	6	6	6	7
管理费用	948	998	962	984	1014
研发费用	17	22	21	22	23
财务费用	1184	1097	1038	1062	1094
资产减值损失	(42)	9	8	9	9
公允价值变动收益	101	461	461	461	461
其他收益	306	221	233	239	246
投资收益	1567	1601	1576	1612	1661
<b>营业利润</b>	4762	5542	5585	5850	6040
营业外收入	79	75	74	76	78
营业外支出	86	65	29	30	31
<b>利润总额</b>	4754	5552	5630	5896	6087
<b>归属于母公司净利润</b>	3459	3944	3992	4180	4315

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	3%	2%	-2%	2%	3%
营业利润	239%	16%	1%	5%	3%
归母净利润	220%	14%	1%	5%	3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.5%	19.6%	19.7%	20.1%	20.2%
净利率	11.9%	13.3%	13.7%	14.0%	14.0%
ROE	10.7%	11.1%	10.3%	10.3%	10.1%
ROIC	7.0%	7.0%	7.1%	6.9%	6.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.2%	54.8%	53.7%	54.4%	54.7%
净负债比率	34.7%	32.5%	32.2%	34.3%	35.5%
流动比率	1.0	1.0	1.2	1.4	1.5
速动比率	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	19.2	21.8	19.9	20.2	20.4
应收账款周转率	3.4	3.1	2.9	3.0	3.0
应付账款周转率	3.7	3.5	3.4	3.4	3.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.71	0.81	0.82	0.85	0.88
每股经营净现金	1.50	1.46	1.52	1.57	1.64
每股净资产	6.85	7.72	8.08	8.50	8.92
每股股利	0.40	0.45	0.44	0.46	0.48
<b>估值比率</b>					
PE	11.4	10.0	9.9	9.5	9.2
PB	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.7	8.8	8.5	8.2	8.0

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。