

公司研究

多因素叠加压制短期业绩，储备项目充沛助力长期成长

——三峡能源（600905.SH）2025年中报点评

要点

事件：公司发布2025年中报。2025年上半年，公司实现营收147.36亿元，同比-2.19%；归母净利润38.15亿元，同比-5.48%。25Q2公司实现营收71.07亿元，同比-0.79%；归母净利润13.68亿元，同比-15.41%（以上均为调整后数据）。

利用小时数、上网电价、折旧多因素影响，25H1业绩承压。25年上半年，公司归母净利润同比-5.48%（调整后），主要原因是：（1）受电源分布和各地区消纳情况综合影响，发电平均利用小时数同比下降；（2）上网电量结构变化和市场化交易电量比重上升，综合平均电价同比有所下降；（3）随着并网项目陆续投产，折旧及运营成本随在建工程转固同比增加。同期，扣非归母净利润同比-20.74%（调整后），主要原因系上半年处置参控股水电公司股权及相关债权，投资收益较上年同期（调整后）增加4.66亿元，导致非经常性收益较高。

营收下行、营业成本提升共同影响下，整体毛利率有所下降。营业收入下行主要系由于：1）25年上半年利用小时数缩减，其中风电/光伏分别同比下降97/96小时（对比全国均值，公司风电、太阳能发电利用小时数分别高于全国均值59小时、37小时）；装机增量对冲下，公司风电/光伏发电量分别同比+8.69%/+10.25%；2）同期，风电/光伏上网电价下行显著，同比-9.97%/-12.03%。因此，电价大幅下行拖累公司整体营收水平。同期，公司并网项目持续投产，导致营业成本提升，25H1同比+16.89%，达78.01亿元；对应整体毛利率为47.06%，同比下降8.62pct。

在建、待建项目容量充沛，新能源项目持续推进：截至25年上半年，公司新增并网装机218.07万千瓦，其中风电新增并网53.81万千瓦，太阳能发电新增并网164.26万千瓦。新增获取核准/备案项目容量400.56万千瓦（其中风电210.56万千瓦，光伏190.00万千瓦），在建项目计划装机容量合计1381.78万千瓦（其中风电533.35万千瓦，光伏478.43万千瓦，抽蓄360.00万千瓦，其他10.00万千瓦），待建新能源项目计划装机容量2696.49万千瓦，其中风电1143.13万千瓦，太阳能发电1543.36万千瓦，储能10万千瓦。

盈利预测、估值与评级：由于上网电价下行显著，我们下调公司25-27年归母净利润预测至67.39/70.46/74.30亿元（前值为70.44/72.34/75.19亿元），折合EPS分别为0.24/0.25/0.26元，当前股价对应PE为18/17/16倍。考虑到公司核准容量充足、在建、待建设装机体量大，未来具备广阔成长空间，业绩有望快速成长，我们维持“买入”评级。

风险提示：新能源上网电价下降超预期，光伏、风电行业原材料价格大幅上涨影响公司盈利能力、海上风电降本进度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26,485	29,717	31,889	35,562	38,725
营业收入增长率	11.23%	12.20%	7.31%	11.52%	8.89%
净利润（百万元）	7,181	6,111	6,739	7,046	7,430
净利润增长率	0.36%	-14.90%	10.28%	4.54%	5.46%
EPS（元）	0.25	0.21	0.24	0.25	0.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.70%	7.05%	7.36%	7.33%	7.36%
P/E	17	20	18	17	16
P/B	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-09-03

买入（维持）

当前价：4.24元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004
010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：宋黎超

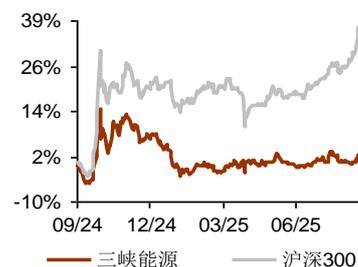
执业证书编号：S0930523060001
021-52523817

songlichao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	285.88
总市值(亿元):	1212.12
一年最低/最高(元):	3.94/5.24
近3月换手率:	27.56%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.56	-14.84	-34.59
绝对	0.00	0.94	1.65

资料来源：Wind

相关研报

电价下行压制公司盈利水平，绿电持续扩张聚焦未来发展——三峡能源（600905.SH）2024年年报暨2025年一季度报点评（2025-05-07）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,485	29,717	31,889	35,562	38,725
营业成本	11,885	14,078	16,529	18,415	20,039
折旧和摊销	9,608	11,622	14,242	16,233	17,864
税金及附加	200	238	255	284	310
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	1,940	2,024	2,041	2,098	2,130
研发费用	17	43	64	71	77
财务费用	3,955	4,310	4,455	5,645	6,560
投资收益	715	667	700	700	700
营业利润	8,991	8,525	9,363	9,768	10,375
利润总额	9,018	8,560	9,363	9,768	10,375
所得税	748	1,103	1,124	1,172	1,245
净利润	8,270	7,458	8,239	8,596	9,130
少数股东损益	1,089	1,346	1,500	1,550	1,700
归属母公司净利润	7,181	6,111	6,739	7,046	7,430
EPS(元)	0.25	0.21	0.24	0.25	0.26

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	14,417	18,897	26,759	27,604	30,984
净利润	7,181	6,111	6,739	7,046	7,430
折旧摊销	9,608	11,622	14,242	16,233	17,864
净营运资金增加	7,065	6,069	962	2,831	2,438
其他	-9,437	-4,906	4,816	1,494	3,252
投资活动产生现金流	-41,005	-31,668	-39,491	-29,465	-29,440
净资本支出	-40,607	-30,865	-40,067	-30,100	-30,100
长期投资变化	17,400	17,629	0	0	0
其他资产变化	-17,797	-18,431	576	635	660
融资活动现金流	20,988	13,129	20,859	12,884	11,861
股本变化	3	-3	-32	0	0
债务净变化	28,688	29,523	27,231	21,000	21,000
无息负债变化	13,366	7,480	3,574	3,860	3,324
净现金流	-5,595	357	8,128	11,022	13,406

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	55.1%	52.6%	48.2%	48.2%	48.3%
EBITDA 率	84.4%	87.3%	86.3%	87.8%	88.6%
EBIT 率	48.1%	48.1%	41.7%	42.1%	42.5%
税前净利润率	34.0%	28.8%	29.4%	27.5%	26.8%
归母净利润率	27.1%	20.6%	21.1%	19.8%	19.2%
ROA	2.7%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
ROE (摊薄)	8.7%	7.0%	7.4%	7.3%	7.4%
经营性 ROIC	5.1%	4.7%	4.0%	4.3%	4.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	69%	71%	72%	73%	73%
流动比率	1.02	0.87	1.00	1.19	1.39
速动比率	1.01	0.86	0.99	1.18	1.38
归母权益/有息债务	0.54	0.47	0.44	0.42	0.40
有形资产/有息债务	1.98	1.90	1.83	1.80	1.77

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	311,708	356,871	393,998	424,983	455,858
货币资金	5,100	5,431	13,558	24,580	37,986
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	36,674	44,758	48,551	54,144	58,960
应收票据	44	36	39	44	47
其他应收款 (合计)	980	1,108	1,189	1,326	1,444
存货	353	470	552	615	669
其他流动资产	512	380	380	380	380
流动资产合计	47,473	54,925	66,220	83,262	101,852
其他权益工具	461	733	733	733	733
长期股权投资	17,400	17,629	17,629	17,629	17,629
固定资产	160,370	190,685	227,044	242,697	260,908
在建工程	52,988	55,610	41,805	37,683	29,341
无形资产	5,328	6,453	6,228	6,014	5,811
商誉	1,717	1,602	1,602	1,602	1,602
其他非流动资产	12,955	14,726	14,726	14,726	14,726
非流动资产合计	264,234	301,946	327,778	341,720	354,006
总负债	216,223	253,225	284,030	308,890	333,214
短期借款	592	769	0	0	0
应付账款	24,905	28,914	33,058	36,830	40,077
应付票据	1,560	0	0	0	0
预收账款	26	21	22	25	27
其他流动负债	2,018	0	0	0	0
流动负债合计	46,741	63,384	66,299	70,159	73,483
长期借款	133,670	147,198	175,198	196,198	217,198
应付债券	5,082	4,995	4,995	4,995	4,995
其他非流动负债	351	150	150	150	150
非流动负债合计	169,482	189,841	217,731	238,731	259,731
股东权益	95,485	103,647	109,968	116,092	122,644
股本	28,623	28,620	28,588	28,588	28,588
公积金	24,586	24,915	25,621	26,325	27,068
未分配利润	28,982	32,619	36,767	40,636	44,744
归属母公司权益	82,529	86,717	91,539	96,113	100,965
少数股东权益	12,956	16,929	18,429	19,979	21,679

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	7.33%	6.81%	6.40%	5.90%	5.50%
财务费用率	14.93%	14.50%	13.97%	15.87%	16.94%
研发费用率	0.07%	0.14%	0.20%	0.20%	0.20%
所得税率	8%	13%	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.08	0.07	0.09	0.09	0.10
每股经营现金流	0.50	0.66	0.94	0.97	1.08
每股净资产	2.88	3.03	3.20	3.36	3.53
每股销售收入	0.93	1.04	1.12	1.24	1.35

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	17	20	18	17	16
PB	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	12.6	12.3	12.4	11.3	10.7
股息率	1.8%	1.6%	2.0%	2.1%	2.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP