

来水偏枯拖累单季业绩，大渡河水电放量在即

—— 川投能源 2025 年三季度报点评

2025 年 10 月 22 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年三季报。25Q1-3 实现营收 11.40 亿元，同比+4.95%；实现归母净利润 42.21 亿元（扣非 42.09 亿元），同比-4.54%（扣非同比-4.16%）。由此计算 25Q3 公司实现营收 4.29 亿元，同比-11.30%；实现归母净利润 17.60 亿元（扣非 17.54 亿元），同比-16.96%（扣非同比-16.54%）。
- 控股：**银江水电站投产驱动电量增长，电价对业绩形成拖累。25Q3，公司水电、光伏实现上网电量 25.79、0.84 亿 kwh，同比+17.6%、-24.3%；其中水电电量同比增幅较大主要系银江水电站陆续投产所致（24 年末首台机组投产，25 年 1 月、6 月、9 月 2、3、4 号机组投产）。25Q3，公司水电、光伏上网电价分别为 0.119、0.439 元/kwh，同比-28.8%、-9.8%；其中水电降幅较大或主要系电价签约方式有所改变。基于上述电量、电价数据，我们测算公司 25Q3 实现发电收入 3.44 亿元，同比-18.3%；倒算其他业务实现收入 0.85 亿元，同比+35.5%。在发电收入承压的情况下，公司 25Q3 毛利率同比-5.0pct 至 57.7%，带动利润总额-投资收益同比-0.59 亿元或-51.6%至 0.55 亿元。
- 参股：**雅砻江来水偏枯，大渡河水电放量在即。据国投电力公告，25Q3 雅砻江水电实现上网电量 281.65 亿 kwh，同比-16.0%；预计主要受 7、8 月份来水同比偏枯影响。大渡河方面，根据我们对高频水文数据的跟踪，预计 25Q3 电量同比亦有所承压。受此影响，公司 25Q3 实现投资收益 17.62 亿元，同比-3.31 亿元或-15.8%。展望 Q4，我们观测到 10 月以来雅砻江流域二滩、锦屏一级、官地水电站平均出库流量同比仍偏弱，且主要水库水位分位数低于 24 年同期水平，仍需跟踪后续蓄水进展。大渡河流域电站平均出库流量同比表现则好于雅砻江，与此同时，在建水电站有望进入密集投运期（沙坪一级、枕头坝二级、双江口、金川 4 座电站合计 352 万千瓦，其中沙坪一级水电站首台机组已于 25 年 10 月投运），从而为公司贡献业绩增量。
- 投资建议：**我们预计 2025-2027 年公司分别实现归母净利润 47.67、51.22、52.86 亿元，对应 PE 为 15.06x、14.02x、13.58x，维持推荐评级。
- 风险提示：**来水不及预期的风险，上网电价超预期下调的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,609	1,731	1,882	1,897
收入增长率%	8.54	7.59	8.72	0.81
归母净利润(百万元)	4,508	4,767	5,122	5,286
利润增长率%	2.45	5.74	7.45	3.22
分红率%	43.26	40.91	38.07	36.89
毛利率%	51.18	49.34	48.91	48.77
摊薄 EPS(元)	0.92	0.98	1.05	1.08
PE	18.65	15.06	14.02	13.58
PB	2.00	1.60	1.49	1.40
PS	44.63	41.48	38.15	37.84

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

川投能源（股票代码：600674）

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

研究助理：马敏

✉：mamin_yj@chinastock.com.cn

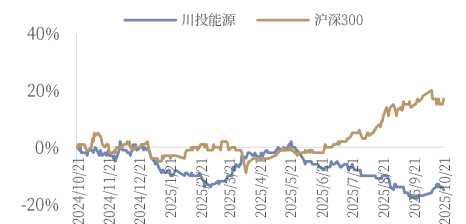
市场数据

2025 年 10 月 21 日

股票代码	600674
A 股收盘价(元)	14.73
上证指数	3,916.33
总股本(万股)	487,461
实际流通 A 股(万股)	487,461
流通 A 股市值(亿元)	718

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 21 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河环保公用】公司点评_川投能源：25Q2 雅砻江稳健增长，参控股水电投产进行时
- 【银河环保公用】公司点评_川投能源：25Q1 参控股水电盈利均向好，新机组投运奠定增长预期
- 【银河环保公用】公司点评_川投能源：参控股水电双增长，拟向雅砻江、大渡河增资

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,637	3,884	4,084	4,128
现金	874	1,003	1,121	1,146
应收账款	802	864	939	946
其它应收款	107	143	141	149
预付账款	8	6	8	7
存货	79	82	94	93
其他	1,767	1,785	1,782	1,786
非流动资产	61,412	66,737	70,868	75,296
长期投资	46,468	49,668	53,168	56,968
固定资产	10,229	11,987	12,095	12,187
无形资产	495	594	640	694
其他	4,220	4,489	4,965	5,446
资产总计	65,049	70,621	74,952	79,425
流动负债	5,629	6,227	6,950	7,445
短期借款	2,922	3,422	3,922	4,422
应付账款	429	387	475	455
其他	2,278	2,418	2,553	2,568
非流动负债	15,533	17,563	17,863	18,363
长期借款	7,420	7,920	6,920	6,420
其他	8,113	9,643	10,943	11,943
负债总计	21,163	23,791	24,813	25,808
少数股东权益	1,748	1,876	2,012	2,154
归属母公司股东权益	42,138	44,955	48,126	51,463
负债和股东权益	65,049	70,621	74,952	79,425

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	879	1,062	1,202	1,051
净利润	4,630	4,894	5,258	5,427
折旧摊销	341	597	542	554
财务费用	467	509	539	543
投资损失	-4,643	-4,917	-5,275	-5,447
营运资金变动	78	-19	140	-24
其他	6	-1	-1	-1
投资活动现金流	691	-1,004	605	466
资本支出	-920	-2,721	-1,171	-1,180
长期投资	-1,714	-3,200	-3,500	-3,800
其他	3,325	4,917	5,275	5,447
筹资活动现金流	-1,209	71	-1,688	-1,493
短期借款	-370	500	500	500
长期借款	1,394	500	-1,000	-500
其他	-2,233	-929	-1,188	-1,493
现金净增加额	362	130	118	25

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,609	1,731	1,882	1,897
营业成本	786	877	962	972
税金及附加	46	50	54	54
销售费用	19	21	22	23
管理费用	202	218	236	238
研发费用	35	37	40	41
财务费用	456	495	522	524
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	4,636	4,933	5,292	5,464
营业利润	4,701	4,967	5,337	5,509
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	4,702	4,968	5,338	5,510
所得税	72	75	80	83
净利润	4,630	4,894	5,258	5,427
少数股东损益	122	127	137	141
归属母公司净利润	4,508	4,767	5,122	5,286
EBITDA	855	1,127	1,109	1,123
EPS（元）	0.92	0.98	1.05	1.08

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	8.5%	7.6%	8.7%	0.8%
营业利润增长率	3.5%	5.7%	7.4%	3.2%
归母净利润增长率	2.4%	5.7%	7.4%	3.2%
毛利率	51.2%	49.3%	48.9%	48.8%
净利率	280.2%	275.3%	272.1%	278.6%
ROE	10.7%	10.6%	10.6%	10.3%
ROIC	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
资产负债率	32.5%	33.7%	33.1%	32.5%
净资产负债率	36.2%	39.1%	37.9%	37.2%
流动比率	0.65	0.62	0.59	0.55
速动比率	0.63	0.61	0.57	0.54
总资产周转率	0.02	0.02	0.03	0.02
应收账款周转率	2.01	2.00	2.01	2.00
应付账款周转率	3.75	4.47	3.96	4.17
每股收益	0.92	0.98	1.05	1.08
每股经营现金流	0.18	0.22	0.25	0.22
每股净资产	8.64	9.22	9.87	10.56
P/E	18.65	15.06	14.02	13.58
P/B	2.00	1.60	1.49	1.40
EV/EBITDA	116.97	79.99	81.88	81.74
PS	44.63	41.48	38.15	37.84

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn