

分析师：陈拓
登记编码：S0730522100003
chentuo@ccnew.com

Q3 业绩受雅砻江来水偏枯及电价下降双重影响，短期波动不改公司长期价值

——川投能源(600674)2025 年三季报点评

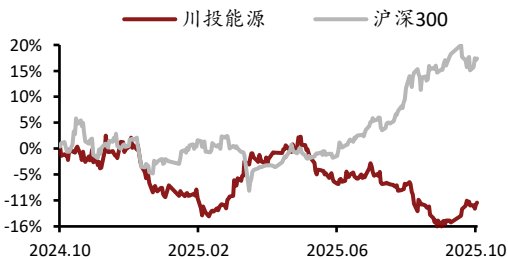
证券研究报告-季报点评

买入(维持)

基础数据(2025-09-30)

每股净资产(元)	9.11
每股经营现金流(元)	0.12
毛利率(%)	50.79
净资产收益率_摊薄(%)	9.51
资产负债率(%)	32.83
总股本/流通股(万股)	487,460.68/487,460.68
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《川投能源(600674)中报点评：投资收益稳健增长，雅砻江分红稳固支撑》 2025-08-20

《川投能源(600674)公司点评报告：投资收益、分红稳定，控股股东增持公司股份》 2025-04-17

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

川投能源发布公司 2025 年第三季度报告。2025 年第三季度，公司实现营业总收入 4.29 亿元，同比减少 11.3%；归母净利润 17.6 亿元，同比减少 16.96%。前三季度累计营收 11.4 亿元，同比增长 4.95%；归母净利润 42.21 亿元，同比减少 4.54%。

- 新水电机组投产提升发电量规模，Q3 雅砻江水电发电量下降影响公司单季度投资收益和利润水平

公司主营业务以水电发电为主，利润主要来自对雅砻江（持股 48%）和国能大渡河（持股 20%）等电站的投资收益。控股子公司攀枝花华润水电公司的金沙江银江水电站 1 至 4 号机组陆续投产，带动公司水电发电量和上网电量增长。2025 年前三季度，公司水电发电量 48.57 亿千瓦时（同比增加 17.92%），上网电量 47.78 亿千瓦时（同比增加 17.89%）；含光伏总发电量 50.75 亿千瓦时（同比增加 16.80%），上网电量 49.94 亿千瓦时（同比增加 16.76%）。

雅砻江 Q3 发电量同比下降，公司 Q3 投资收益 17.62 亿元（同比减少 15.82%）。根据国投电力公告，第三季度雅砻江水电发电量 283.09 亿千瓦时（同比减少 16.02%），上网电量 281.65 亿千瓦时（同比减少 16.03%）；前三季度发电量 713.08 亿千瓦时（同比减少 0.78%），上网电量 709.32 亿千瓦时（同比减少 0.78%）。

- 前三季度上网电价下降，水电、光伏降价原因各异

公司前三季度整平均上网电价 0.199 元/千瓦时（同比减少 8.29%），其中水电 0.188 元/千瓦时（同比减少 6.47%），光伏 0.439 元/千瓦时（含国补，同比减少 12.55%）。

水电上网电价同比下降的原因：2025 年公司水电合同电价签约方式转变，由按全年综合交易电价签约转变成按分水期（丰、平、枯）电价谈判签约；而主汛期（7—9 月）电量占比高且市场化售电价格大幅低于枯水期电价。光伏项目上网电价同比下降原因：主要受区域电力市场竞争加剧影响。

- 参控股装机规模持续增长，雅砻江水电是公司投资收益核心来源

公司控股银江水电站机组投产，水电主业持续扩容。同时，四川时代工商业储能、广西融安二期等新能源项目加速推进，湖北远安抽水蓄能电站摘牌落地，形成“水风光储”协同布局。

截至 2025 年上半年末，公司参控股总装机容量 3741.19 万千瓦，权益装机 1765.19 万千瓦。雅砻江公司（持股 48%）洁能源装机 2083 万千瓦，

其中已建成投产水电 1920 万千瓦，风光新能源 163 万千瓦。国能大渡河公司（持股 20%）已投产电站装机规模超过 1232 万千瓦。公司控股的田湾河流域梯级水电站总装机 76 万千瓦。

公司前三季度投资收益 43.13 亿元（同比减少 4.27%）。

● 二、三季度起，公司财务费用率同比提升

2025 年二、三季度，公司期间费用率均同比提升，分别较 2024 年同期提升 9.43 个百分点、1.18 个百分点。其中，第二财务费用 1.45 亿元，同比增长 30.07%，主要原因是攀枝花水电公司投产，融资费用开始费用化；第三季度财务费用同比减少 7.36%至 1.19 亿元。

● 公司分红稳定，控股股东增持彰显信心

公司分红政策稳定，2021—2024 年度均保持每股 0.4 元的现金分红，对保险资金和社保基金等长期投资者有较强吸引力。公司 2024 年年度权益分派已于 2025 年 7 月实施完毕。公司控股股东四川能源发展集团于 2025 年 4 月至 2025 年 7 月期间，增持公司 0.93%股份，控股股东持股占比提升至 50.19%，控股股东及其一致行动人持股占比增至 51%。增持行为不仅表明对上市公司当前价值的认可以及对未来发展的坚定信心，也有助于特定时期稳定公司股价。

● 盈利预测和估值

公司 2025Q3 业绩主要受雅砻江来水偏枯，及公司上网电价同比下降影响。水电三季度电价下降主要由于公司合同签订方式的改变，属于短期行为。短期波动不改公司长期价值，雅砻江水电卡拉、孟底沟等项目稳步推进，未来装机规模提升潜力较大。且在低利率环境下，公司稳定的股息回报具备一定吸引力。

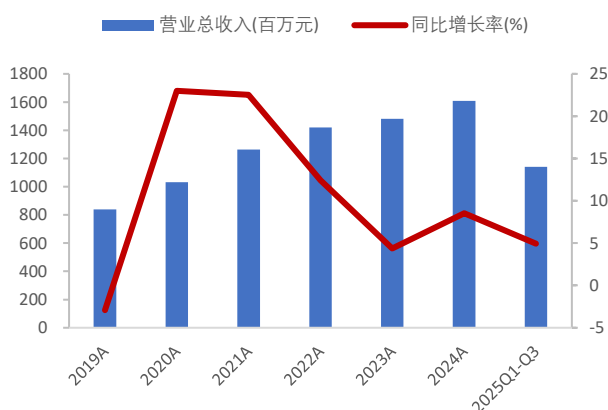
考虑到雅砻江三季度来水偏枯，公司三季度投资收益收到影响，我们相应下调公司 2025-2027 年归属于上市公司股东的净利润分别为 47.41 亿元、49.65 亿元和 52.01 亿元，对应每股收益为 0.97、1.02 和 1.07 元/股，按照 2025 年 10 月 23 日 14.93 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 15.35X、14.66X 和 13.99X，考虑到公司估值水平和行业发展前景，维持公司“买入”投资评级。

风险提示：投资收益波动风险；来水不及预期风险；电价下降风险；系统风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,482	1,609	1,720	1,833	1,937
增长比率（%）	4.36	8.54	6.88	6.60	5.66
净利润（百万元）	4,400	4,508	4,741	4,965	5,201
增长比率（%）	25.17	2.45	5.18	4.72	4.75
每股收益(元)	0.90	0.92	0.97	1.02	1.07
市盈率(倍)	16.54	16.15	15.35	14.66	13.99

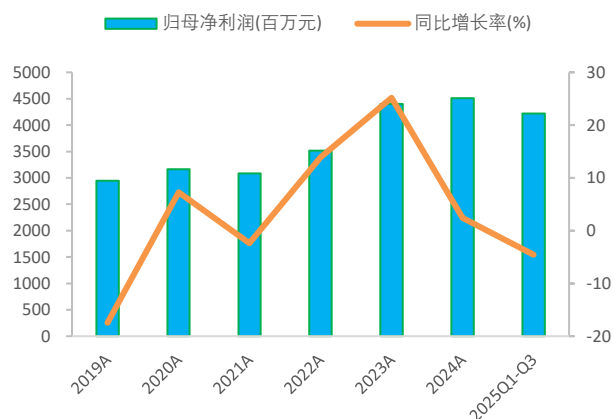
资料来源：中原证券，聚源

图 1：公司营业收入情况



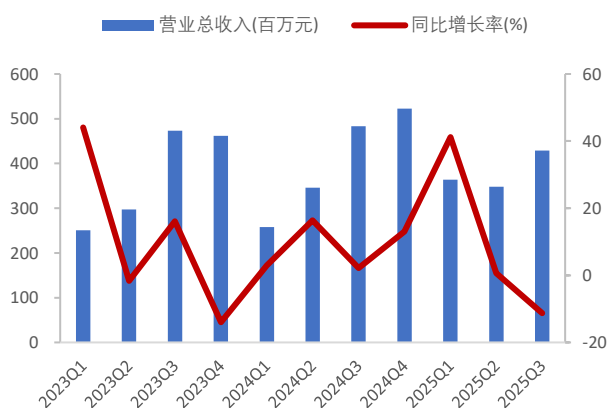
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 2：公司归母净利润情况



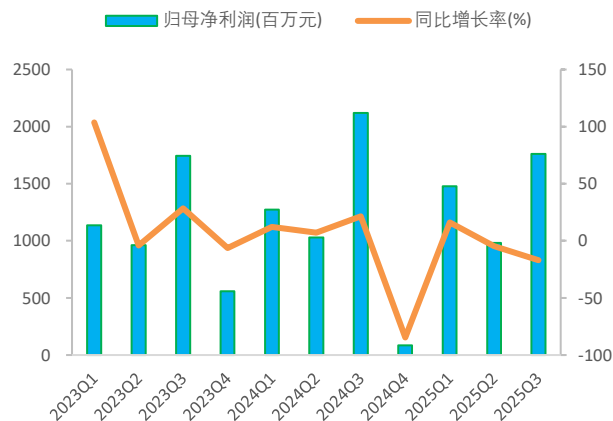
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 3：公司单季度营业收入情况



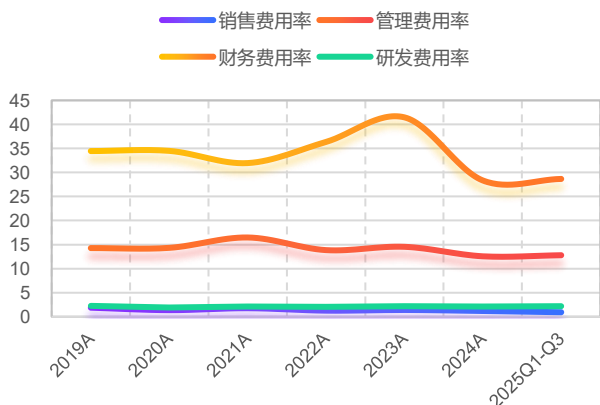
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 4：公司单季度归母净利润情况



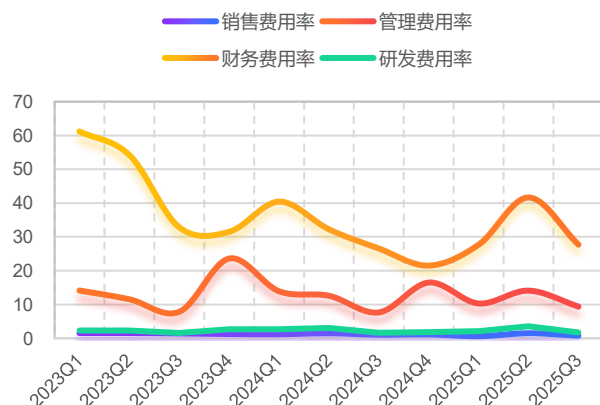
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 5：公司期间费用率情况（%）



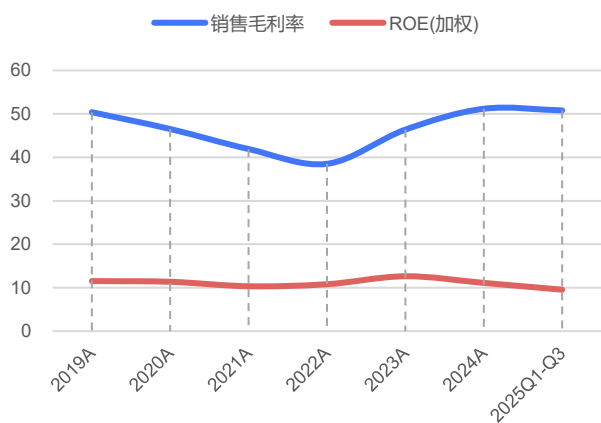
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 6：公司单季度期间费用情况（%）



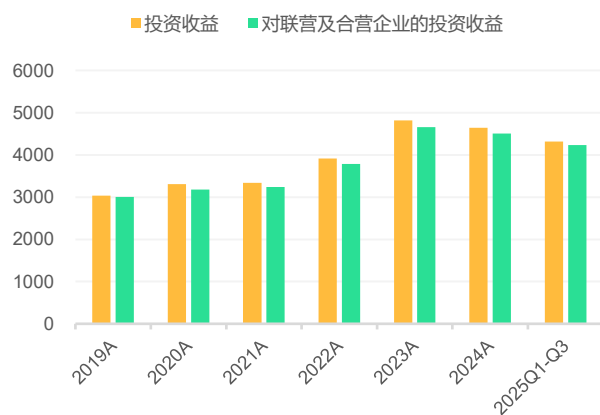
资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 7：公司主要盈利能力指标（%）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

图 8：公司投资收益情况（百万元）



资料来源：同花顺 iFinD，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,392	3,637	4,891	4,565	5,899
现金	515	874	2,262	2,001	3,234
应收票据及应收账款	770	816	770	789	778
其他应收款	147	107	115	132	135
预付账款	2	8	9	8	9
存货	69	79	88	90	95
其他流动资产	1,888	1,754	1,648	1,544	1,647
非流动资产	56,961	61,412	63,876	65,407	67,418
长期投资	43,252	46,468	46,468	46,468	46,468
固定资产	6,284	10,229	12,108	13,652	15,550
无形资产	486	495	496	501	523
其他非流动资产	6,940	4,220	4,804	4,786	4,877
资产总计	60,353	65,049	68,767	69,972	73,316
流动负债	9,019	5,629	5,830	5,707	5,984
短期借款	3,292	2,922	1,871	1,626	1,831
应付票据及应付账款	271	431	351	361	374
其他流动负债	5,455	2,277	3,607	3,719	3,779
非流动负债	12,742	15,533	16,270	14,663	14,656
长期借款	6,026	7,420	5,770	4,959	3,909
其他非流动负债	6,715	8,113	10,500	9,704	10,747
负债合计	21,760	21,163	22,099	20,370	20,640
少数股东权益	1,501	1,748	1,864	1,981	2,104
股本	4,580	4,875	4,875	4,875	4,875
资本公积	5,620	8,232	8,232	8,232	8,232
留存收益	25,830	28,388	31,079	33,896	36,847
归属母公司股东权益	37,092	42,138	44,804	47,621	50,572
负债和股东权益	60,353	65,049	68,767	69,972	73,316

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	596	879	1,143	1,554	1,905
净利润	4,507	4,630	4,857	5,082	5,323
折旧摊销	331	341	671	901	1,202
财务费用	627	467	468	450	436
投资损失	-4,813	-4,643	-4,825	-4,959	-5,124
营运资金变动	-98	78	-22	83	73
其他经营现金流	41	6	-6	-5	-5
投资活动现金流	-1,632	691	1,802	2,635	1,815
资本支出	-714	-920	-3,112	-2,446	-3,217
长期投资	-4,164	-1,714	125	122	-92
其他投资现金流	3,246	3,325	4,789	4,959	5,124
筹资活动现金流	701	-1,209	-1,558	-4,450	-2,487
短期借款	730	-370	-1,051	-245	205
长期借款	1,898	1,394	-1,651	-811	-1,050
普通股增加	120	294	0	0	0
资本公积增加	1,047	2,612	0	0	0
其他筹资现金流	-3,094	-5,139	1,143	-3,393	-1,642
现金净增加额	-335	362	1,388	-260	1,233

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,482	1,609	1,720	1,833	1,937
营业成本	795	786	886	921	966
营业税金及附加	45	46	49	45	45
营业费用	21	19	19	21	20
管理费用	216	202	195	199	195
研发费用	32	35	33	38	38
财务费用	615	456	455	437	423
资产减值损失	-52	-1	0	0	0
其他收益	15	14	17	17	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4,813	4,643	4,825	4,959	5,124
资产处置收益	1	0	1	1	1
营业利润	4,543	4,701	4,923	5,149	5,392
营业外收入	22	4	4	13	15
营业外支出	0	3	3	9	11
利润总额	4,565	4,702	4,925	5,153	5,396
所得税	58	72	68	71	73
净利润	4,507	4,630	4,857	5,082	5,323
少数股东损益	107	122	116	117	122
归属母公司净利润	4,400	4,508	4,741	4,965	5,201
EBITDA	727	855	6,051	6,492	7,021
EPS (元)	0.90	0.92	0.97	1.02	1.07

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	4.36	8.54	6.88	6.60	5.66
营业利润 (%)	26.31	3.47	4.73	4.58	4.72
归属母公司净利润 (%)	25.17	2.45	5.18	4.72	4.75
获利能力					
毛利率 (%)	46.37	51.18	48.47	49.74	50.11
净利率 (%)	296.83	280.16	275.72	270.85	268.50
ROE (%)	11.86	10.70	10.58	10.43	10.28
ROIC (%)	0.72	0.83	8.22	8.40	8.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	36.06	32.53	32.14	29.11	28.15
净负债比率 (%)	56.38	48.22	47.35	41.07	39.18
流动比率	0.38	0.65	0.84	0.80	0.99
速动比率	0.37	0.63	0.82	0.78	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
应收账款周转率	2.13	2.09	2.21	2.40	2.53
应付账款周转率	3.13	2.25	2.28	2.61	2.65
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.90	0.92	0.97	1.02	1.07
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.12	0.18	0.23	0.32	0.39
每股净资产 (最新摊薄)	7.61	8.64	9.19	9.77	10.37
估值比率					
P/E	16.54	16.15	15.35	14.66	13.99
P/B	1.96	1.73	1.62	1.53	1.44
EV/EBITDA	116.49	116.97	14.61	13.37	12.22

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。