

公用事业

2025 年 10 月 31 日

华能水电 (600025)

——Q3 业绩符合预期 澜沧江上游项目提供远期空间

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：公司发布 2025 年三季报。**2025 年前三季度，公司实现营业收入人民币 206.41 亿元，同比增加 6.30%；归母净利润人民币 75.39 亿元，同比增长 4.34%。公司业绩符合预期。
- **糯扎渡断面来水偏丰和新项目投产使发电量同比增加。**公司 2025 年前三季度完成发电量 962.66 亿千瓦时，同比增加 11.90%，上网电量 954.90 亿千瓦时，同比增加 12.02%。前三季度发电量同比增加的原因一是 TB 水电站和硬梁包水电站全容量投产，使得发电量同比增加。二是前三季度澜沧江流域糯扎渡断面来水同比偏丰 0.9 成，公司在主汛期全力抢发电，加快释放水电蓄能，前三季度糯扎渡发电量为 182.98 亿千瓦时，同比增加 33.47%。三是西电东送电量同比增加。
- **新能源发电量保持高速增长。**虽然祥云风电由于风况偏弱，前三季度实现发电量 2.73 亿千瓦时，同比减少 14.42%，上网电量 2.68 亿千瓦时，同比减少 14.10%。但公司光伏电站在新机组投产的带动下，2025 年前三季度完成发电量 43.44 亿千瓦时，较去年的 26.52 亿千瓦时同比增加 63.80%，上网电量完成 43.06 亿千瓦时，同比增加 63.85%。随着澜沧江流域水风光多能互补基地建设加速，依托丰富的水电资源，可再生能源的消纳和储存能力有望提升，保障新能源项目开发的收益能力。随着公司新能源装机规模快速增长，公司发电及上网电量规模有望进一步提升。
- **定增建设托巴和如美水电站，澜沧江上游水电项目提供远期空间。**上半年公司定增已经发行，除 TB 电站外，公司还将投资建设澜沧江上游的 RM 电站。RM 电站是小湾电站以上唯一具有年调节性能的水库，装机容量大、电能质量优，对下游梯级水电站补偿效益显著。通过建设 RM 水电站，可提高澜沧江上游河段梯级水量利用率，更好地发挥澜沧江干流梯级整体发电效益。公司是国内少数还具备装机增长的水电公司之一，远期来看澜沧江上游仍有较大开发潜力，成长性提升公司投资价值。
- **盈利预测与估值：**考虑到风况等因素，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 92.80、98.44、102.40 亿元（原值为 96.37、101.34、104.52 亿元），当前股价对应市盈率分别为 20、19 和 19 倍，公司水电、新能源电站陆续投产，我们看好公司水风光一体的长期投资价值，维持“买入”评级。

风险提示：来水不及预期，电价政策发生不利变动。

财务数据及盈利预测

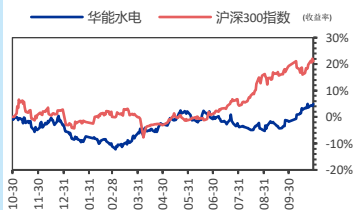
	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	24,882	20,641	26,798	28,120	28,992
同比增长率 (%)	6.1	6.3	7.7	4.9	3.1
归母净利润 (百万元)	8,297	7,539	9,280	9,844	10,240
同比增长率 (%)	8.6	4.3	11.8	6.1	4.0
每股收益 (元/股)	0.44	0.40	0.50	0.53	0.55
毛利率 (%)	56.1	60.7	57.6	58.6	58.9
ROE (%)	11.3	9.3	11.7	11.6	11.3
市盈率	23		20	19	19

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2025 年 10 月 30 日
收盘价 (元)	10.17
一年内最高/最低 (元)	10.21/8.46
市净率	3.2
股息率 (分红/股价)	1.97
流通 A 股市值 (百万元)	183,060
上证指数/深证成指	3,986.90/13,532.13
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025 年 09 月 30 日
每股净资产 (元)	3.69
资产负债率%	61.28
总股本/流通 A 股 (百万)	18,631/18,000
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818x
zhuhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	23,461	24,882	26,798	28,120	28,992
其中：营业收入	23,461	24,882	26,798	28,120	28,992
减：营业成本	10,238	10,916	11,364	11,654	11,911
减：税金及附加	436	483	520	545	562
主营业务利润	12,787	13,483	14,914	15,921	16,519
减：销售费用	60	64	68	72	74
减：管理费用	543	538	580	608	627
减：研发费用	187	151	162	170	176
减：财务费用	2,730	2,675	2,676	2,715	2,738
经营性利润	9,267	10,055	11,428	12,356	12,904
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-28	-27	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-63	-2	0	0	0
加：投资收益及其他	298	349	349	349	349
营业利润	9,426	10,387	11,778	12,705	13,254
加：营业外净收入	-6	-23	0	0	0
利润总额	9,420	10,365	11,778	12,705	13,254
减：所得税	1,177	1,453	1,821	2,142	2,263
净利润	8,243	8,912	9,957	10,563	10,991
少数股东损益	605	615	677	719	752
归属于母公司所有者的净利润	7,638	8,297	9,280	9,844	10,240

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。