

长江电力 (600900.SH)

来水偏枯 Q3 业绩略承压，期待三峡满蓄带来的势能释放

长江电力发布 2025 年三季报，前三季度实现营业收入 657.41 亿元，同比-0.89%；归母净利润 281.93 亿元，同比+0.6%。

□ 前三季度业绩稳健。公司前三季度实现营业收入 657.41 亿元，同比-0.89%；归母净利润 281.93 亿元，同比+0.6%；其中，3Q25 实现营业收入 290.44 亿元，同比-7.86%；归母净利润 151.37 亿元，同比-9.16%。

□ 来水偏枯导致 Q3 电量下滑，三峡完成满蓄保障今冬明春用电需求。2025 年前三季度，乌东德水库来水总量约 834.89 亿立方米，较上年同期偏枯 6.04%；三峡水库来水总量约 2988.80 亿立方米，较上年同期偏枯 4.54%。前三季度 2351.26 亿千瓦时，同比基本持平，其中 3Q25 实现发电量 1084.7 亿千瓦时，同比-5.84%。分电站来看，3Q25 三峡/葛洲坝/向家坝/溪洛渡/白鹤滩/乌东德分别实现发电量 357.76/64.56/109.34/194.02/212.14/146.89 亿千瓦时，分别同比+10.66%/+19.46%/-10.97%/-17.03%/-13.21%/-15.38%，除三峡、葛洲坝外，公司其余电站电量均有下跌。测算公司 3Q25 度电收入为 0.268 元/千瓦时，同比-0.006 元/千瓦时，环比-0.018 元/千瓦时。10 月 24 日，三峡水库完成 2025 年 175 米蓄水目标，有效蓄水量可达 221.5 亿方，为今冬明春充分发挥供水、生态、发电、航运等综合效益奠定了坚实基础。

□ 盈利能力进一步提升，积极推进新能源及抽蓄项目开发。前三季度公司毛利率为 62.48%，同比+1.29pct；净利率为 43.44%，同比+0.65pct。销售/管理/研发/财务费率分别为 0.21%/1.52%/0.63%/10.89%，同比+0.02pct/+0.19pct/+0.1pct/-1.86pct。公司前三季度财务费用为 71.61 亿元，同比-15.3%，其中 3Q25 财务费用同比节省 5.10 亿元。公司围绕抽水蓄能、新能源等领域，优化战略投资布局，前三季度实现投资收益约 42.37 亿元，同比-0.67%，其中 3Q25 实现投资收益 16.48 亿元，同比+20%。

□ 盈利预测与估值。水电电量相对稳定，奠定业绩增长基础；大力布局抽蓄和新能源，在手储备资源丰富；围绕主业开展投资业务，稳定的投资收益为业绩增长提供良好支撑；公司此前发布十五五期间分红规划，依然延续 70% 的分红率承诺，长期投资价值充足；截至 10 月 29 日，控股股东三峡集团合计增持公司 9070.38 万股，增持金额 25.31 亿元，彰显对公司未来发展的信心。考虑到三季度来水偏枯，调整公司 2025-2027 年归母净利润预期至 330.15、344.23、355.61 亿元，同比增长 1.6%、4.3%、3.3%，当前股价对应 PE 分别为 20.8x、20.0x、19.3x，维持“增持”评级。

□ 风险提示：来水情况不及预期；市场化电价机制建设不及预期；装机改造建设进度不及预期；用电需求不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	78112	84492	83165	84853	86044
同比增长	50%	8%	-2%	2%	1%
营业利润(百万元)	33220	39645	40282	41943	43284
同比增长	23%	19%	2%	4%	3%
归母净利润(百万元)	27239	32496	33015	34423	35561
同比增长	28%	19%	2%	4%	3%
每股收益(元)	1.11	1.33	1.35	1.41	1.45

增持 (维持)

周期/环保及公用事业

目标估值: NA

当前股价: 28.1 元

基础数据

总股本 (百万股)	24468
已上市流通股 (百万股)	24007
总市值 (十亿元)	687.6
流通市值 (十亿元)	674.6
每股净资产 (MRQ)	9.0
ROE (TTM)	14.8
资产负债率	59.0%
主要股东 中国长江三峡集团有限公司	
主要股东持股比例	43.16%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《长江电力 (600900) 25 年中报点评: 业绩稳步增长，延续高分红+股东增持彰显发展信心》2025-09-01
- 2、《长江电力 (600900): 26-30 年维持 70% 分红率，红利标杆继续前行》2025-08-15
- 3、《长江电力 (600900) 25 年中期业绩快报点评: Q2 电量稳增，度电盈利亦有提升》2025-07-31

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

PE	25.2	21.2	20.8	20.0	19.3
PB	3.4	3.3	2.9	2.7	2.5

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
流动资产	17695	17190	15324	14758	15714
现金	7778	6555	4841	4077	4892
交易性投资	21	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	8510	9327	9180	9367	9498
其它应收款	301	323	318	324	329
存货	587	642	646	645	646
其他	497	343	340	345	348
非流动资产	554248	548882	532348	516689	501850
长期股权投资	71684	73319	73319	73319	73319
固定资产	444899	430425	416582	403344	390684
无形资产商誉	25082	26831	24148	21733	19560
其他	12582	18307	18299	18293	18288
资产总计	571943	566072	547672	531447	517564
流动负债	143871	159556	115285	79034	44606
短期借款	53985	69692	72293	36040	1616
应付账款	1336	1611	1621	1620	1623
预收账款	15	266	267	267	267
其他	88534	87987	41105	41107	41100
长期负债	215773	184560	184560	184560	184560
长期借款	186690	158588	158588	158588	158588
其他	29082	25972	25972	25972	25972
负债合计	359644	344116	299845	263594	229166
股本	24468	24468	24468	24468	24468
资本公积金	63491	63718	63718	63718	63718
留存收益	113371	122103	147533	167098	187169
少数股东权益	10969	11667	12108	12568	13043
归属于母公司所有者权益	201330	210288	235718	255284	275355
负债及权益合计	571943	566072	547672	531447	517564

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	64719	59648	58645	58815	58931
净利润	27956	32930	33456	34882	36036
折旧摊销	19121	19675	21481	20607	19786
财务费用	12766	11307	9148	9334	9465
投资收益	(4750)	(5258)	(5580)	(5812)	(6212)
营运资金变动	9590	1031	139	(197)	(144)
其它	37	(38)	0	0	0
投资活动现金流	(12806)	(10775)	632	864	1264
资本支出	(12233)	(14420)	(4947)	(4947)	(4947)
其他投资	(573)	3645	5580	5812	6212
筹资活动现金流	(54802)	(50194)	(60992)	(60443)	(59380)
借款变动	(29448)	(27703)	(44258)	(36252)	(34424)
普通股增加	1726	0	0	0	0
资本公积增加	6391	227	0	0	0
股利分配	(9097)	(7585)	(7585)	(14857)	(15490)
其他	(24375)	(15133)	(9148)	(9334)	(9465)
现金净增加额	(2890)	(1320)	(1715)	(764)	815

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	78112	84492	83165	84853	86044
营业成本	32943	34528	34723	34709	34766
营业税金及附加	1602	1968	1937	1976	2004
营业费用	192	188	185	189	192
管理费用	1363	1562	1538	1569	1591
研发费用	789	891	877	895	907
财务费用	12556	11131	9148	9334	9465
资产减值损失	(39)	(54)	(55)	(50)	(48)
公允价值变动收益	(163)	212	212	212	212
其他收益	5	7	4	0	0
投资收益	4750	5258	5364	5600	6000
营业利润	33220	39645	40282	41943	43284
营业外收入	81	5	5	50	50
营业外支出	888	788	804	827	806
利润总额	32413	38862	39483	41166	42527
所得税	4457	5932	6027	6284	6492
少数股东损益	717	434	441	460	475
归属于母公司净利润	27239	32496	33015	34423	35561

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	50%	8%	-2%	2%	1%
营业利润	23%	19%	2%	4%	3%
归母净利润	28%	19%	2%	4%	3%
获利能力					
毛利率	57.8%	59.1%	58.2%	59.1%	59.6%
净利率	34.9%	38.5%	39.7%	40.6%	41.3%
ROE	14.1%	15.8%	14.8%	14.0%	13.4%
ROIC	10.0%	8.4%	8.6%	9.2%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	62.9%	60.8%	54.7%	49.6%	44.3%
净负债比率	50.5%	48.6%	42.2%	36.6%	31.0%
流动比率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4
速动比率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
存货周转率	63.4	56.2	53.9	53.8	53.8
应收账款周转率	12.1	9.5	9.0	9.2	9.1
应付账款周转率	28.9	23.4	21.5	21.4	21.4
每股资料(元)					
EPS	1.11	1.33	1.35	1.41	1.45
每股经营净现金	2.65	2.44	2.40	2.40	2.41
每股净资产	8.23	8.59	9.63	10.43	11.25
每股股利	0.31	0.31	0.61	0.63	0.65
估值比率					
PE	25.2	21.2	20.8	20.0	19.3
PB	3.4	3.3	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	15.5	14.3	14.2	14.0	13.8

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。