

来水&装机对冲电价影响，定增落地、长期成长可期

—— 华能水电 2025 年三季度报点评

2025 年 11 月 01 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年三季度报。25Q1-3 实现营收 206.41 亿元，同比+6.30%；实现归母净利润 75.39 亿元（扣非 75.54 亿元），同比+4.34%（扣非同比+4.62%）。由此计算 25Q3 公司实现营收 76.82 亿元，同比+1.92%；实现归母净利润 29.30 亿元（扣非 29.28 亿元），同比-4.12%（扣非同比-3.99%）。
- 来水同比偏丰&新机组投产促电量增长。**25Q1-3，公司水电上网电量 909.16 亿 kwh，yoy+10.46%；其中 Q3 为 419.56 亿 kwh，yoy+10.07%；主要得益于前三季度澜沧江流域糯扎渡断面来水同比偏丰 0.9 成，以及托巴和硬梁包电站全面投产；若剔除新增装机贡献，25Q3 公司存量电站上网电量 380.58 亿 kwh，yoy+3.73%。25Q1-3，公司风电上网电量 2.68 亿 kwh，yoy-14.10%；其中 Q3 为 0.30 亿 kwh，yoy-36.17%，或主要受到风资源的拖累。25Q1-3，公司光伏上网电量 43.06 亿 kwh，yoy+63.85%；其中 Q3 为 12.81 亿 kwh，yoy+58.54%，预计主要受装机增长驱动。
- 盈利能力在一定程度上受电价下行影响。**25Q3，我们测算公司度电收入为 0.178 元/kwh，yoy-8.20%或-0.016 元/kwh，与之相比较，25H1 yoy-3.35%或-0.009 元/kwh，单三季度降幅有所扩大，预计主要受电量结构的影响，25Q3 澜上 6 座电量占比 yoy-2.3pct。25Q3，公司度电营业成本为 0.068 元/kwh，yoy-9.94%或-0.007 元/kwh，若考虑水资源费由营业成本调入营业税金及附加，公司度电营业成本基本持平。因此，电价端的下行对公司盈利能力产生一定负面影响。
- 定增落地加码水电项目建设，公司长期成长可期。**公司定增已落地，发行 6.3 亿股，占发行后总股本的 3.4%，发行价格 9.23 元/股，募集资金总额 58 亿元。此次募集资金将用于 RM 和 TB 水电站的建设，其中 TB 水电站已于 2025 年 1 月全容量投产发电，RM 水电站已开工建设，计划将于 2035 年投产。根据我们梳理，公司在澜沧江流域的理论水电装机增量约为 1051 万千瓦（包含处于在建&拟建&前期规划状态的所有项目），占公司现存水电装机的 37%；在此基础上，再考虑流域的风光资源，水风光一体化发展战略下公司长期成长空间十分广阔。
- 投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 87.79、93.00、94.75 亿元，对应 PE 20.88x、19.71x、19.35x，维持推荐评级。
- 风险提示：**上网电价超预期下调的风险，来水波动的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,882	26,421	27,435	28,082
收入增长率%	6.05	6.19	3.84	2.36
归母净利润(百万元)	8,297	8,779	9,300	9,475
利润增长率%	8.63	5.81	5.93	1.89
分红率%	43.39	44.00	44.50	45.00
毛利率%	56.13	58.17	58.70	58.52

华能水电（股票代码：600025）

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

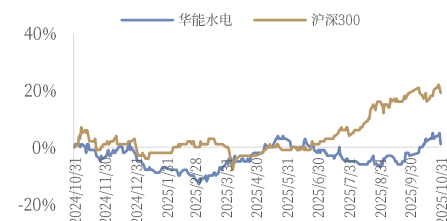
市场数据

2025 年 10 月 31 日

股票代码	600025
A 股收盘价(元)	9.84
上证指数	3,954.79
总股本(万股)	1,863,109
实际流通 A 股(万股)	1,800,000
流通 A 股市值(亿元)	1,771

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 31 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_华能水电：25Q2 业绩稳健，定增加码水电项目建设
- 【银河环保公用】公司点评_华能水电：24 年业绩符合预期，25Q1 增速亮眼
- 【银河环保公用】公司点评_华能水电：新机组投产助力业绩稳健增长

摊薄 EPS(元)	0.45	0.47	0.50	0.51
PE	22.10	20.88	19.71	19.35
PB	2.49	2.17	2.05	1.94
PS	7.37	6.94	6.68	6.53

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

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	6,062	8,842	9,772	10,105
现金	3,093	5,854	6,512	6,801
应收账款	1,961	2,072	2,228	2,281
其它应收款	764	642	755	727
预付账款	58	73	67	73
存货	40	44	44	46
其他	146	157	167	177
非流动资产	208,545	223,006	233,206	244,129
长期投资	3,274	3,374	3,474	3,574
固定资产	151,684	166,206	167,194	166,960
无形资产	6,308	6,208	6,098	5,978
其他	47,279	47,218	56,440	67,617
资产总计	214,607	231,848	242,978	254,234
流动负债	42,766	44,605	46,874	48,205
短期借款	14,259	16,259	18,259	19,259
应付账款	317	344	341	356
其他	28,191	28,003	28,275	28,591
非流动负债	92,672	96,672	99,672	103,672
长期借款	89,666	90,666	92,666	95,666
其他	3,006	6,006	7,006	8,006
负债总计	135,439	141,277	146,546	151,877
少数股东权益	5,567	6,228	6,928	7,641
归属母公司股东权益	73,601	84,343	89,504	94,715
负债和股东权益	214,607	231,848	242,978	254,234

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	17,554	20,058	20,929	21,781
净利润	8,912	9,440	10,000	10,188
折旧摊销	6,225	8,548	8,627	8,894
财务费用	2,701	2,627	2,698	2,812
投资损失	-325	-396	-412	-421
营运资金变动	5	-208	-31	260
其他	37	48	47	47
投资活动现金流	-20,120	-22,632	-18,435	-19,416
资本支出	-20,379	-22,829	-18,646	-19,638
长期投资	19	-200	-200	-200
其他	241	396	412	421
筹资活动现金流	3,897	5,335	-1,836	-2,076
短期借款	6,121	2,000	2,000	1,000
长期借款	-2,098	1,000	2,000	3,000
其他	-127	2,335	-5,836	-6,076
现金净增加额	1,337	2,761	658	289

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	24,882	26,421	27,435	28,082
营业成本	10,916	11,051	11,331	11,647
税金及附加	483	1,329	1,360	1,372
销售费用	64	66	69	70
管理费用	538	568	584	590
研发费用	151	159	151	140
财务费用	2,675	2,607	2,663	2,775
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	10	0	0	0
投资收益及其他	323	394	411	421
营业利润	10,387	11,035	11,688	11,908
营业外收入	30	30	30	30
营业外支出	53	50	50	50
利润总额	10,365	11,015	11,668	11,888
所得税	1,453	1,575	1,669	1,700
净利润	8,912	9,440	10,000	10,188
少数股东损益	615	661	700	713
归属母公司净利润	8,297	8,779	9,300	9,475
EBITDA	18,952	21,796	22,568	23,157
EPS（元）	0.45	0.47	0.50	0.51

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	6.1%	6.2%	3.8%	2.4%
营业利润增长率	10.2%	6.2%	5.9%	1.9%
归母净利润增长率	8.6%	5.8%	5.9%	1.9%
毛利率	56.1%	58.2%	58.7%	58.5%
净利率	33.3%	33.2%	33.9%	33.7%
ROE	11.3%	10.4%	10.4%	10.0%
ROIC	5.5%	5.3%	5.3%	5.2%
资产负债率	63.1%	60.9%	60.3%	59.7%
净资产负债率	145.8%	131.0%	127.5%	124.8%
流动比率	0.14	0.20	0.21	0.21
速动比率	0.14	0.20	0.21	0.21
总资产周转率	0.12	0.11	0.11	0.11
应收账款周转率	12.69	12.75	12.32	12.31
应付账款周转率	78.56	76.90	80.57	78.87
每股收益	0.45	0.47	0.50	0.51
每股经营现金流	0.98	1.08	1.12	1.17
每股净资产	3.95	4.53	4.80	5.08
P/E	22.10	20.88	19.71	19.35
P/B	2.49	2.17	2.05	1.94
EV/EBITDA	15.12	13.86	13.57	13.43
PS	7.37	6.94	6.68	6.53

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