



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 11 月 04 日

基础数据

11 月 03 日收盘价（元）	14.86
总市值（亿元）	724.37
总股本（亿股）	48.75

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证公用】川投能源 2025 年中报点评：业绩基本符合预期，24 年雅砻江水电分红比例提升-2025.08.23

【兴证公用】川投能源：24Q4 雅砻江投资收益下滑压制业绩，一季度电量及业绩增速可观-2025.04.19

分析师：蔡屹

S0190518030002

caiyi@xyzq.com.cn

分析师：朱理显

S0190525010004

zhulixian@xyzq.com.cn

川投能源(600674.SH)

来水偏枯压制业绩，参股水电资产扩张在即

投资要点：

- **事件：**川投能源发布 2025 年三季报。公司前三季度实现营业收入 11.40 亿元，同比+4.95%，归母净利润 42.21 亿元，同比-4.54%，投资收益 43.13 亿元，同比-1.92 亿元。其中单 Q3 实现归母净利润 17.60 亿元，同比-16.96%，投资收益 17.62 亿元，同比-3.31 亿元。结合公司经营数据，我们点评如下：
- **点评：来水偏枯压制投资收益。**由于银江电站机组陆续投产，公司控股水电前三季度完成上网电量 47.78 亿度，同比+17.89%，其中单 Q3 完成 25.79 亿度，同比+17.60%；前三季度上网电价同比-6.47%（H1 为同比+11.62%），主要因今年按水期价签约而去年按全年综合均价签约，故丰水期电价同比下降，公司单 Q3 毛利率 57.68%，同比-5.0pct。联营企业方面，雅砻江水电前三季度上网电量 709.32 亿度，同比-0.78%，单 Q3 因来水偏枯上网电量 281.65 亿度，同比-16.03%，参股水电电量承压为影响公司利润下滑主要原因。
- **资产扩张可期，参控股水电业绩持续释放。**公司控股银江水电站年内有望实现 39 万千瓦机组全容量并网，参股大渡河水电的在建机组双江口电站等预计于今年底开始并网，业绩中枢有望提升，此外截至 2024 年末雅砻江水电在建及核准水电机组 372 万千瓦，长期看具备增长动能。
- **投资建议：维持“增持”评级。**短期因雅砻江来水偏枯压制 Q3 业绩，大渡河水电 2026 年起机组投产量价具备向上弹性，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 48.20、50.69、53.20 亿元，分别同比+6.9%、+5.2%、+5.0%，对应 11 月 3 日收盘价 PE 估值分别为 15.0x、14.3x、13.6x。
- **风险提示：**风光资源不及预期、原材料价格上行增加风机与光伏组件成本、市场化交易造成电价波动、宏观经济风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1609	1738	1808	1881
同比增长	8.5%	8.0%	4.0%	4.1%
归母净利润（百万元）	4508	4820	5069	5320
同比增长	2.4%	6.9%	5.2%	5.0%
毛利率	51.2%	52.0%	53.2%	54.3%
ROE	10.7%	10.7%	10.6%	10.5%
每股收益（元）	0.92	0.99	1.04	1.09
市盈率	16.1	15.0	14.3	13.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3637	3691	3811	4010
货币资金	874	812	1041	1287
交易性金融资产	1729	1629	1529	1429
应收票据及应收账款	816	887	923	960
预付款项	8	6	6	6
存货	79	82	83	85
其他	132	275	228	243
非流动资产	61412	66272	70682	75189
长期股权投资	46468	51136	55883	60706
固定资产	10229	10577	10499	10350
在建工程	386	318	209	155
无形资产	495	475	454	434
商誉	0	0	0	0
其他	3834	3765	3637	3544
资产总计	65049	69963	74493	79199
流动负债	5629	6202	6218	6261
短期借款	2922	2922	2922	2922
应付票据及应付账款	431	362	387	399
其他	2277	2918	2909	2940
非流动负债	15533	17033	18533	20033
长期借款	7420	8920	10420	11920
其他	8113	8113	8113	8113
负债合计	21163	23235	24751	26294
股本	4875	4875	4875	4875
未分配利润	17762	19774	21890	24110
少数股东权益	1748	1879	2017	2162
股东权益合计	43886	46728	49742	52905
负债及权益合计	65049	69963	74493	79199

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	4508	4820	5069	5320
折旧和摊销	341	508	527	542
营运资金的变动	78	357	25	-10
经营活动产生现金流量	879	1389	1119	1150
资本支出	-920	-739	-291	-292
长期投资	-1714	-3013	-2989	-3026
投资活动产生现金流量	691	-364	328	467
债权融资	1379	1500	1500	1500
股权融资	71	0	0	0
融资活动产生现金流量	-1209	-1086	-1218	-1372
现金净变动	362	-61	229	246

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1609	1738	1808	1881
营业成本	786	833	846	859
税金及附加	46	50	53	55
销售费用	19	22	23	24
管理费用	202	233	241	249
研发费用	35	37	39	40
财务费用	456	454	501	539
投资收益	4643	4894	5156	5408
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-21	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0
营业利润	4701	5017	5278	5540
营业外收支	1	11	9	8
利润总额	4702	5028	5287	5549
所得税	72	77	81	85
净利润	4630	4951	5206	5464
少数股东损益	122	131	138	145
归属母公司净利润	4508	4820	5069	5320
EPS(元)	0.92	0.99	1.04	1.09

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	8.5%	8.0%	4.0%	4.1%
营业利润增长率	3.5%	6.7%	5.2%	5.0%
归母净利润增长率	2.4%	6.9%	5.2%	5.0%
盈利能力				
毛利率	51.2%	52.0%	53.2%	54.3%
归母净利率	280.2%	277.4%	280.4%	282.7%
ROE	10.7%	10.7%	10.6%	10.5%
偿债能力				
资产负债率	32.5%	33.2%	33.2%	33.2%
流动比率	0.65	0.60	0.61	0.64
速动比率	0.63	0.58	0.60	0.62
营运能力				
资产周转率	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.92	0.99	1.04	1.09
每股经营现金	0.18	0.28	0.23	0.24
估值比率(倍)				
PE	16.1	15.0	14.3	13.6
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn