

公司研究 | 点评报告 | 粤电力 A (000539.SZ)

偏弱电价限制主业营收, 成本改善压力持续释放

报告要点

2025 年三季度公司完成上网电量 352.06 亿千瓦时, 同比微增 0.20%。三季度公司平均上网电价 0.463 元/千瓦时, 同比下降 0.060 元/千瓦时。在电量相对平稳、电价明显承压的情况下, 三季度公司实现营业收入 145.76 亿元, 同比减少 11.33%。得益于燃料成本持续下行, 三季度公司营业成本同比下降 12.39%, 实现毛利润 22.79 亿元, 同比下降 5.16%。公司主业经营偏弱且投资收益及其他收益同比回落, 公司三季度实现归母净利润 5.51 亿元, 同比减少 2.25%, 但得益于燃料成本进一步下行, 单季业绩降幅较上半年大幅收窄。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

粤电力 A (000539.SZ)

2025-11-10

偏弱电价限制主业营收，成本改善压力持续释放

公司研究 | 点评报告

投资评级 增持 | 维持

事件描述

公司发布 2025 年第三季度报告：三季度公司实现营业收入 145.76 亿元，同比减少 11.33%；实现归母净利润 9.39 亿元，同比减少 13.02%。

事件评论

- **产能扩张电量表现平稳，电价承压限制主业营收。**2025 年前三季度公司累计完成上网电量 885.72 亿千瓦时，同比下降 0.52%，单三季度公司完成上网电量 352.06 亿千瓦时，同比微增 0.20%。火电方面，三季度公司煤电机组完成上网电量 245.53 亿千瓦时，同比下降 3.22%；气电机组上网电量 79.15 亿千瓦时，同比微增 0.58%。新能源方面，公司风电及光伏装机规模持续扩张，前三季度公司新增风电 50 万千瓦、新增光伏发电 69.36 万千瓦，截至 2025 年 9 月底，公司风电和光伏装机规模分别达到 389.50 万千瓦、457.45 万千瓦。得益于产能扩张以及海风、光照资源同比改善，三季度公司风电完成上网电量 11.82 亿千瓦时，同比增长 41.90%，光伏完成上网电量 11.37 亿千瓦时，同比增长 67.70%。此外，公司水电及生物质上网电量分别同比增长 8.64%、9.76%。电价方面，前三季度公司合并报表平均上网电价为 0.473 元/千瓦时，同比下降 0.060 元/千瓦时，根据上网电量及上半年上网电价进行计算，三季度公司平均上网电价 0.463 元/千瓦时，同比下降 0.060 元/千瓦时。**整体来看，三季度公司电量相对平稳、电价明显承压，因此三季度公司实现营业收入 145.76 亿元，同比减少 11.33%。**
- **燃料成本改善缓解收入压力，单季业绩降幅显著收窄。**成本端来看，虽然三季度煤炭价格有所回暖，但同比仍保持较大降幅，三季度秦港 Q5500 大卡煤价中枢 672.46 元/吨，同比降低 175.63 元/吨；同时气价同比也有所改善。得益于此，公司三季度营业成本为 122.97 亿元，同比下降 12.39%，一定程度缓解电价偏弱的压力，三季度公司实现毛利润 22.79 亿元，同比下降 5.16%，但毛利率同比提升 1.02 个百分点。此外，公司持续内部挖潜，三季度公司财务费用/管理费用/研发费用/销售费用分别同比降低 0.25、0.85、1.21、0.03 亿元。投资收益方面，三季度公司取得投资收益 1.97 亿元，较去年同期减少 0.50 亿元。**整体来看，受电价明显承压的影响，公司主业经营偏弱，且投资收益及其他收益同比回落，公司三季度实现归母净利润 5.51 亿元，同比减少 2.25%，但得益于燃料成本进一步下行，单季业绩降幅较上半年大幅收窄，在三季度业绩表现边际向好的带动下，前三季度公司实现归母净利润 5.84 亿元，同比降幅收窄至 60.20%。**
- **投资建议：**根据最新财务数据，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.14 元、0.25 元和 0.34 元，对应 PE 分别为 34.65 倍、18.99 倍和 13.83 倍，维持“增持”评级。

风险提示

- 1、电力供需存在恶化风险；
- 2、煤炭价格出现非季节性风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	4.75
总股本(万股)	525,028
流通A股/B股(万股)	255,539/79,841
每股净资产(元)	4.46
近12月最高/最低价(元)	5.78/4.21

注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《偏弱量价限制营收表现，业绩压力环比有所释放》2025-09-07
- 《主营业量价偏弱压制营收表现，成本降幅难以对冲业绩承压》2025-05-07
- 《清洁能源主导利润，资产减值大幅减少》2025-03-30



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、电力供需存在恶化风险：若电力供需持续趋于宽松，则有可能导致风光弃电率大幅提升，同时也会导致火电利用小时持续回落，从而会对电力行业的营收端产生较大的负面压制。
- 2、煤炭价格出现非季节性风险：2025 年虽然当前来看整体煤价呈现出下行趋势，但若出现供给超预期收缩或者需求出现超预期增加，将有可能导致煤价继续大幅增长，从而导致全年燃料成本端出现超预期增长。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	57159	51780	56776	60667	货币资金	15362	14512	14042	13033
营业成本	49521	45880	49298	51972	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	7638	5900	7478	8694	应收账款	9102	7264	10681	8493
%营业收入	13%	11%	13%	14%	存货	2577	2521	2957	2818
营业税金及附加	375	362	397	425	预付账款	1441	1335	1434	1512
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2506	2647	2623	2738
销售费用	101	98	108	115	流动资产合计	30987	28278	31737	28594
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	10813	11413	12013	12613
管理费用	1626	1473	1615	1726	投资性房地产	336	336	336	336
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	73629	82456	103565	107844
研发费用	1287	1036	1136	1213	无形资产	3787	3787	3787	3787
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	2	2	2	2
财务费用	2285	2177	2345	2376	递延所得税资产	1099	1023	1023	1023
%营业收入	4%	4%	4%	4%	其他非流动资产	54501	53432	43432	38432
加: 资产减值损失	-356	-79	0	0	资产总计	175154	180728	195895	192631
信用减值损失	-33	0	0	0	短期贷款	14109	14109	12109	6109
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	4279	3877	4887	4353
投资收益	810	751	795	849	预收账款	0	0	0	0
营业利润	2462	1492	2722	3738	应付职工薪酬	556	515	554	584
%营业收入	4%	3%	5%	6%	应交税费	303	275	301	322
营业外收支	-8	0	0	0	其他流动负债	25101	25527	27286	27698
利润总额	2455	1492	2722	3738	流动负债合计	44349	44304	45137	39066
%营业收入	4%	3%	5%	6%	长期借款	69542	73754	86273	86651
所得税费用	700	418	762	1047	应付债券	11107	11107	11107	11107
净利润	1755	1074	1960	2691	递延所得税负债	470	470	470	470
归属于母公司所有者的净利润	964	720	1313	1803	其他非流动负债	13724	14063	14063	14063
少数股东损益	791	354	647	888	负债合计	139192	143699	157050	151358
EPS (元)	0.18	0.14	0.25	0.34	归属于母公司所有者权益	22895	23607	24776	26317
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	13067	13422	14068	14956
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	35962	37029	38845	41274
经营活动现金流净额	10975	9198	10120	15177	负债及股东权益	175154	180728	195895	192631
取得投资收益收回现金	369	751	795	849	基本指标				
长期股权投资	-1016	-600	-600	-600		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-14892	-15367	-18633	-8000	每股收益	0.18	0.14	0.25	0.34
其他	1282	1068	0	0	每股经营现金流	2.09	1.75	1.93	2.89
投资活动现金流净额	-14257	-14148	-18438	-7751	市盈率	26.39	34.65	18.99	13.83
债券融资	6011	0	0	0	市净率	1.09	1.06	1.01	0.95
股权融资	988	0	0	0	EV/EBITDA	12.10	13.67	11.98	9.78
银行贷款增加 (减少)	5061	4212	10519	-5621	总资产收益率	0.6%	0.4%	0.7%	0.9%
筹资成本	-3350	-2474	-2671	-2814	净资产收益率	4.2%	3.0%	5.3%	6.9%
其他	-5550	2362	0	0	净利率	1.7%	1.4%	2.3%	3.0%
筹资活动现金流净额	3160	4100	7848	-8436	资产负债率	79.5%	79.5%	80.2%	78.6%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-123	-850	-470	-1009	总资产周转率	0.34	0.29	0.30	0.31

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。