

水电收获在即，股息价值凸显

国电电力 2025 年年报点评

核心观点

- 4Q25 业绩符合预期。**公司 2025 年营收 1702 亿元，同比-5.0%；归母净利润 71.6 亿元，同比-27.2%，扣非归母净利润 67.8 亿元，同比+45.2%。公司 4Q25 营收 450 亿元，同比-0.6%，归母净利润 3.8 亿元，同比-39.9%，符合我们此前预期。公司 2025 年拟派发现金股息 43.0 亿元（含 2025 年中期分红），同比+20.5%；现金股息占同期归母净利润比例为 60.0%，同比+23.7 pct。
- 非经常性因素拖累 Q4 业绩，经营主业保持稳健。**公司 4Q25 业绩下滑主要由于一次性非经常性损益变动所致：4Q25 公司营业外收支-3.1 亿元，同比-7.3 亿元。公司 4Q25 扣非归母净利润 3.5 亿元，同比+3.4 亿元，扣非利润好转主要受益于：1) 公司 4Q25 财务费用 15.2 亿元，同比-16.4%；2) 公司 4Q25 信用减值为 2.5 亿元（正收益），同比+6.0 亿元，我们推测主要受益于公司此前计提的部分应收账款坏账损失转回。公司 2025 年火电/水电/新能源板块归母净利润 43.9/16.3/15.6 亿元，同比+6.6%/+31.0%/+13.2%，各板块经营主业保持稳健增长。
- 水电收获期已至，股息价值显著。**截至 2025 年末公司水电装机 15.0 GW，公司计划 2026E 投产水电装机 3.8 GW，同比+25.4%。我们预计大渡河上游双江口等调节性水电站陆续投产不仅有望带来装机增量，亦将为大渡河下游水电站带来增发效应，未来大渡河水电有望迎来电量及度电利润双重增长。公司长期重视中小股东回报，《2025-2027 年现金分红规划》提出：公司每年以现金方式分配的利润原则上不低于当年归母净利润的 60%，且含税现金红利不低于 0.22 元/股。公司 2025 年资本性开支 504 亿元，同比-31.8%；其中新能源项目资本性开支 173 亿元，同比-45.2%。我们认为公司资本开支高峰期已过，后续随在建项目陆续投产即将进入业绩收获期，充沛现金流支撑下长期投资价值显著。

盈利预测与投资建议

- 综合考虑 2026 年全国长协电价签约情况，下调公司 2026~2027 年 EPS 至 0.40/0.42 元（原值 0.48/0.51 元），给予 2028 年 EPS 0.43 元。参考行业可比公司 2026 年 PE 估值 16 倍，下调目标价至 6.40 元，维持“买入”评级。

风险提示

用电需求不及预期，煤炭价格超预期，资产及信用减值超预期。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	179,182	170,244	170,316	176,635	179,431
同比增长(%)	-1.0%	-5.0%	0.0%	3.7%	1.6%
营业利润(百万元)	20,025	18,033	14,987	15,799	15,876
同比增长(%)	31.0%	-9.9%	-16.9%	5.4%	0.5%
归属母公司净利润(百万元)	9,831	7,161	7,166	7,549	7,586
同比增长(%)	75.3%	-27.2%	0.1%	5.3%	0.5%
每股收益(元)	0.55	0.40	0.40	0.42	0.43
毛利率(%)	14.2%	15.5%	13.4%	13.7%	13.7%
净利率(%)	5.5%	4.2%	4.2%	4.3%	4.2%
净资产收益率(%)	18.8%	12.4%	11.8%	11.8%	11.3%
市盈率	8.7	12.0	12.0	11.4	11.3
市净率	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级

买入（维持）

股价（2026年04月16日）	4.83 元
目标价格	6.40 元
52 周最高价/最低价	6.04/4.28 元
总股本/流通 A 股（万股）	1,783,562/1,783,562
A 股市值（百万元）	86,146
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2026 年 04 月 16 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.82	-3.78	1.05	8.28
相对表现%	-4.55	-5.17	0.95	-17.27
沪深 300%	3.73	1.39	0.1	25.55



证券分析师

孙辉贤 执业证书编号：S0860525090003
sunhuixian@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

稀缺水电投产在即，红利新星冉冉初升 2025-12-04

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2026/4/16	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
华能国际	600011	6.99	0.65	0.92	0.87	0.92	10.83	7.62	8.04	7.59
国投电力	600886	13.33	0.83	0.88	0.93	0.98	16.06	15.12	14.35	13.60
华能蒙电	600863	4.68	0.30	0.31	0.35	0.37	15.77	15.30	13.28	12.68
湖北能源	000883	4.66	0.26	0.29	0.31	0.32	18.19	16.07	15.09	14.61
粤电力 A	000539	5.58	0.18	0.11	0.05	0.15	30.38	48.82	111.16	37.96
桂冠电力	600236	9.81	0.29	0.42	0.43	0.45	33.86	23.58	22.96	21.77
	调整后 平均						20.10	17.52	16.42	15.66

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	15,437	15,821	15,828	16,415	16,675	营业收入	179,182	170,244	170,316	176,635	179,431
应收票据、账款及款项融资	29,950	27,019	27,031	28,033	28,477	营业成本	153,674	143,792	147,417	152,469	154,842
预付账款	3,301	2,140	2,141	2,220	2,255	销售费用	16	7	7	7	8
存货	6,148	5,929	6,079	6,287	6,385	管理费用	2,218	2,027	2,028	2,104	2,137
其他	7,959	8,014	8,014	8,057	8,076	研发费用	555	550	550	570	579
流动资产合计	62,795	58,923	59,092	61,013	61,868	财务费用	6,551	5,888	5,362	5,633	5,728
长期股权投资	16,404	17,918	17,918	17,918	17,918	资产、信用减值损失	2,177	589	400	400	400
固定资产	293,239	331,588	382,810	413,552	432,708	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	88,288	80,127	61,396	48,337	38,561	投资净收益	7,333	2,361	2,198	2,198	2,028
无形资产	7,034	7,646	7,352	7,057	6,763	其他	(1,299)	(1,718)	(1,763)	(1,851)	(1,890)
其他	26,176	23,950	23,653	23,357	23,061	营业利润	20,025	18,033	14,987	15,799	15,876
非流动资产合计	431,141	461,228	493,128	510,222	519,011	营业外收入	850	595	595	595	595
资产总计	493,936	520,152	552,221	571,234	580,879	营业外支出	426	832	400	400	400
短期借款	30,413	32,409	47,158	49,285	44,243	利润总额	20,448	17,796	15,182	15,994	16,071
应付票据及应付账款	33,717	38,122	39,083	40,423	41,052	所得税	3,805	4,069	3,036	3,199	3,214
其他	61,772	70,314	70,314	70,350	70,366	净利润	16,643	13,727	12,145	12,795	12,857
流动负债合计	125,901	140,844	156,555	160,058	155,661	少数股东损益	6,812	6,566	4,980	5,246	5,271
长期借款	209,212	192,650	201,143	208,158	213,873	归属于母公司净利润	9,831	7,161	7,166	7,549	7,586
应付债券	721	20,602	20,602	20,602	20,602	每股收益(元)	0.55	0.40	0.40	0.42	0.43
其他	26,738	27,942	27,942	27,942	27,942						
非流动负债合计	236,671	241,194	249,687	256,702	262,417						
负债合计	362,572	382,038	406,242	416,760	418,077						
少数股东权益	75,331	78,643	83,623	88,869	94,140						
实收资本(或股本)	17,836	17,836	17,836	17,836	17,836						
资本公积	934	969	969	969	969						
留存收益	35,245	38,661	41,546	44,795	47,852						
其他	2,020	2,006	2,006	2,006	2,006						
股东权益合计	131,365	138,114	145,979	154,474	162,802						
负债和股东权益总计	493,936	520,152	552,221	571,234	580,879						

现金流量表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	16,643	13,727	12,145	12,795	12,857
折旧摊销	10,314	18,705	15,900	18,186	19,996
财务费用	6,551	5,888	5,362	5,633	5,728
投资损失	(7,333)	(2,361)	(2,198)	(2,198)	(2,028)
营运资金变动	(1,730)	12,953	799	43	49
其它	31,194	4,756	(5,135)	0	(0)
经营活动现金流	55,640	53,668	26,873	34,458	36,602
资本支出	(29,436)	(48,951)	(42,664)	(35,279)	(28,785)
长期投资	(1,482)	(1,548)	0	0	0
其他	(17,827)	5,188	2,198	2,198	2,028
投资活动现金流	(48,745)	(45,311)	(40,466)	(33,081)	(26,757)
债权融资	28,776	8,977	8,494	7,015	5,715
股权融资	(46)	34	0	0	0
其他	(38,972)	(17,182)	5,106	(7,805)	(15,300)
筹资活动现金流	(10,242)	(8,171)	13,600	(790)	(9,585)
汇率变动影响	(0)	(3)	-0	-0	-0
现金净增加额	(3,348)	184	7	587	260

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	-1.0%	-5.0%	0.0%	3.7%	1.6%
营业利润	31.0%	-9.9%	-16.9%	5.4%	0.5%
归属于母公司净利润	75.3%	-27.2%	0.1%	5.3%	0.5%
获利能力					
毛利率	14.2%	15.5%	13.4%	13.7%	13.7%
净利率	5.5%	4.2%	4.2%	4.3%	4.2%
ROE	18.8%	12.4%	11.8%	11.8%	11.3%
ROIC	5.5%	4.5%	3.7%	3.7%	3.6%
偿债能力					
资产负债率	73.4%	73.4%	73.6%	73.0%	72.0%
净负债率	197.1%	194.3%	199.8%	194.3%	184.6%
流动比率	0.50	0.42	0.38	0.38	0.40
速动比率	0.45	0.38	0.34	0.34	0.36
营运能力					
应收账款周转率	7.1	6.2	6.5	6.6	6.5
存货周转率	27.2	23.8	24.6	24.7	24.4
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.40	0.40	0.42	0.43
每股经营现金流	3.12	3.01	1.51	1.93	2.05
每股净资产	3.14	3.33	3.50	3.68	3.85
估值比率					
市盈率	8.7	12.0	12.0	11.4	11.3
市净率	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	9.6	8.3	9.8	8.9	8.5
EV/EBIT	13.3	14.8	17.4	16.5	16.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或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（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。