



申能股份 (600642.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

25 年业绩再创新高，26Q1 受市场化等影响承压

业绩简评

2026 年 4 月 26 日公司披露 2025 年报及 2026 年一季报，2025 年公司实现营收 280 亿元 (同比-5.4%)，归母净利润 40.13 亿元 (同比+1.8%)，创上市至今新高；2026Q1 实现营收 68 亿元 (同比-7.1%)，归母净利润 7.88 亿元 (同比-22.0%)。

经营分析

2025 年主业盈利持续改善，平均上网电价相对稳定：毛利润口径，25 年公司燃煤板块同比+5.2 亿元，气电同比-0.7 亿元，风电同比+1.8 亿元，光伏同比-0.7 亿元。2025 年新增控股装机 2.71GW (均为新能源)，控股总装机达 20.66GW，新能源装机占比提升至 42.8%；25 年完成上网电量 554 亿千瓦时 (同比-1.6%)，平均含税上网电价 0.494 元/度 (同比-1.7 分/度、降幅 3.3%)，其中煤电/气电/风电/光伏分别同比-0.9/+0.3/+1.6/-9.7 分/度。

参股火电、核电、抽蓄等，投资收益持续增厚业绩：25 年投资收益达 14.99 亿元 (同比-6.4%)，统计参股上海煤电部分为 6.88 亿元、上海气电部分为 2.39 亿元 (与国电电力、上海电力、华能国际互相持股)。另有公允价值变动收益 5.10 亿元 (同比+10.6%)。

自由现金流持续增长，每股分红持续提升：25 年公司经营现金流净额 87 亿元 (同比+2.41%)，投资净流出 45 亿元 (绝对值同比-4.8%)，自由现金流达 42 亿元 (同比+72.3%)；2026Q1 经营现金流为 24 亿元 (同比-0.7%)。2025 年度拟每股分红 0.46 元，分红总额 22.5 亿元，占归母净利润的 56%，最新收盘价对应股息率 4.9%。

26Q1 业绩同比下滑较大，考虑为公允价值变动及市场化影响：26Q1 公司公允价值变动收益 0.21 亿元 (同比-1.5 亿元，主要为股票和基金投资)；毛利润同比-1.3 亿元，考虑主要为新能源市场化提升影响 (26Q1 为 100%市场化，25Q1 为 76%)。26Q1 公司完成上网电量 134 亿千瓦时 (同比-2.3%)，平均含税上网电价 0.483 元/度 (同比-1.8 分/度，降幅 3.6%)。

盈利预测、估值与评级

公司煤电气电布局上海、电价相对稳定，26 年内有望投产 1.35GW 风电弥补新能源盈利能力下滑。考虑到 26 年电价下降，我们调整公司 2026-2028 年归母净利润预测至 36.64/39.03/41.05 亿元，对应 EPS 为 0.75/0.80/0.84 元；公司股票现价对应 A 股 PE 估值为 12.5/11.7/11.1 倍，维持“买入”评级。

风险提示

煤价持续上行；新能源项目建设、上网电价不及预期等。

公用事业与环保组

分析师：姜涛 (执业 S1130525120007)

jiang_tao@gjzq.com.cn

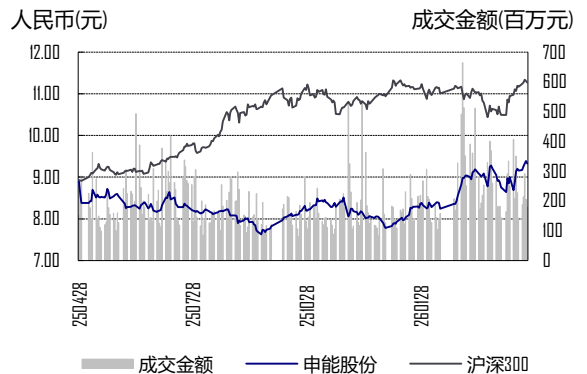
分析师：许子怡 (执业 S1130526030003)

xuziyi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：9.33 元

相关报告：

1. 《申能股份公司点评：煤电毛利持续提升，少数股东损益暂升》，2025.8.30
2. 《申能股份公司深度研究：上海火电龙头，优质资产赋能高分红》，2025.5.19



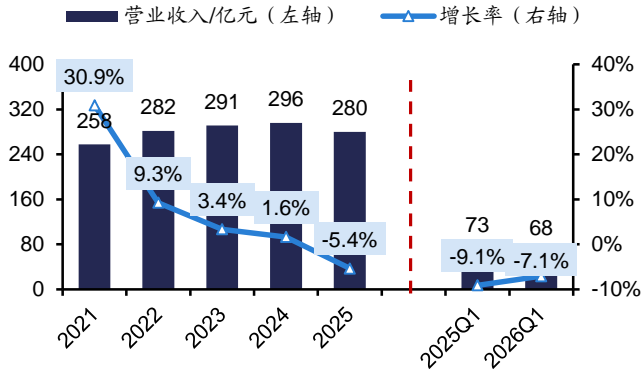
公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	29,619	28,029	28,770	29,642	30,394
营业收入增长率	1.64%	-5.37%	2.64%	3.03%	2.54%
归母净利润(百万元)	3,944	4,013	3,664	3,903	4,105
归母净利润增长率	14.04%	1.75%	-8.72%	6.54%	5.19%
摊薄每股收益(元)	0.806	0.820	0.749	0.798	0.839
每股经营性现金流净额	1.46	1.78	1.66	1.73	1.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.44%	9.62%	8.49%	8.70%	8.78%
P/E	11.78	9.49	12.46	11.70	11.12
P/B	1.23	0.91	1.06	1.02	0.98

来源：公司年报、国金证券研究所

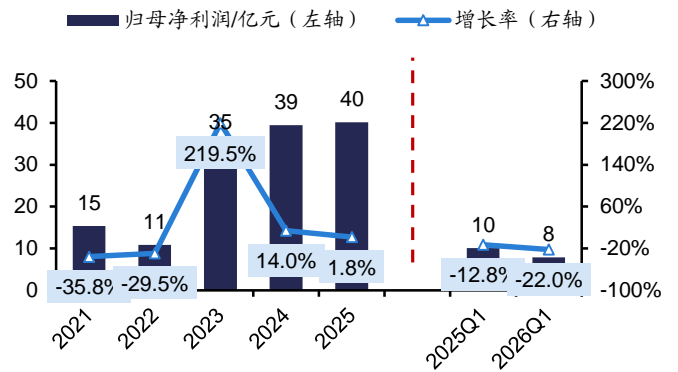


图表1: 2025 年公司营收同比下降 5.4%



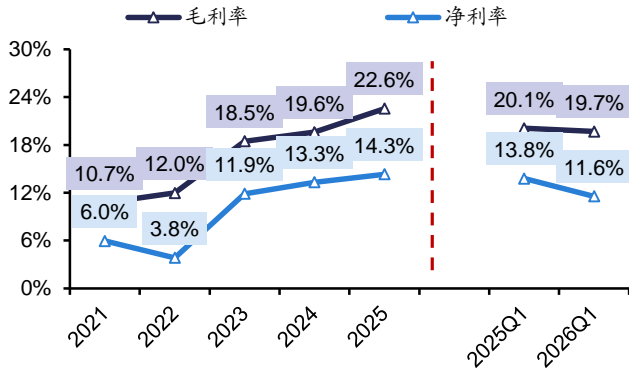
来源: iFind, 国金证券研究所

图表2: 2025 年公司归母净利润同比增长 1.8%



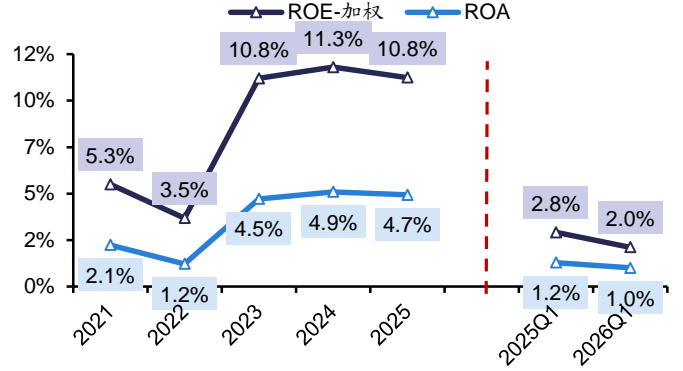
来源: iFind, 国金证券研究所

图表3: 2025 年公司净利率提升至 14.3%



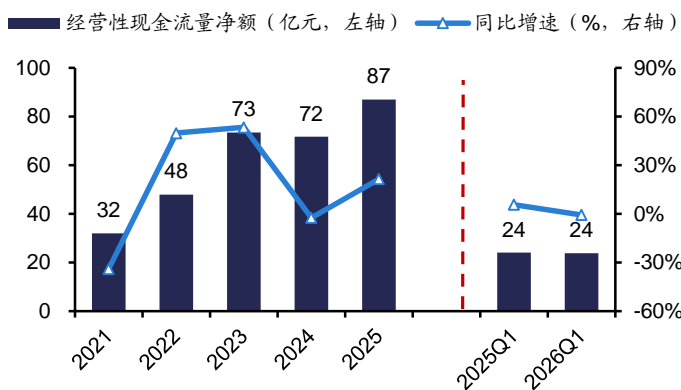
来源: iFind, 国金证券研究所

图表4: 2025 年公司加权 ROE 同比基本持平



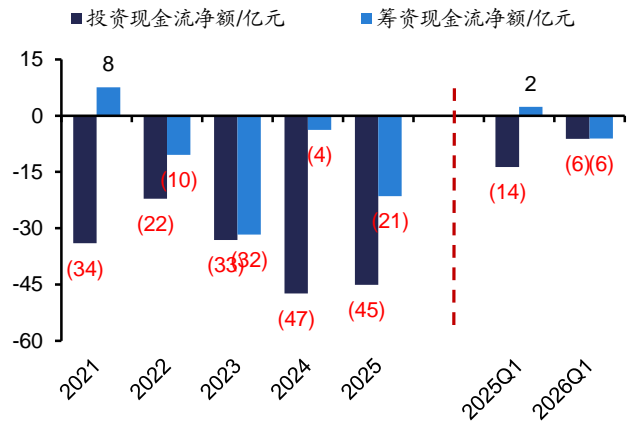
来源: iFind, 国金证券研究所

图表5: 2025 年公司经营现金流达 87 亿元



来源: iFind, 国金证券研究所

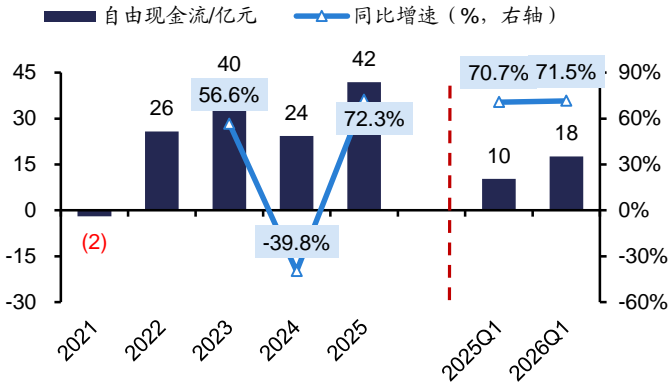
图表6: 2025 年公司投资现金流净流出 45 亿元



来源: iFind, 国金证券研究所

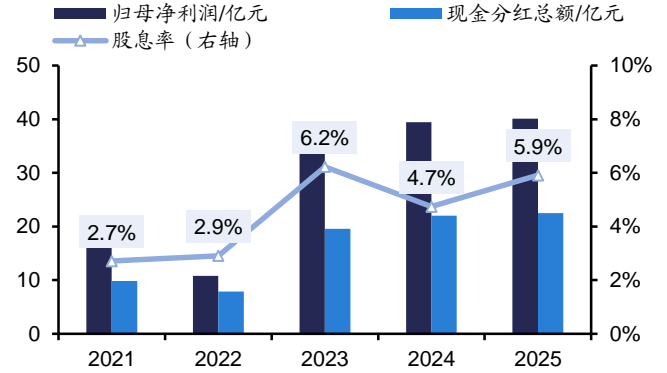


图表7: 2025年公司自由现金流达42亿元



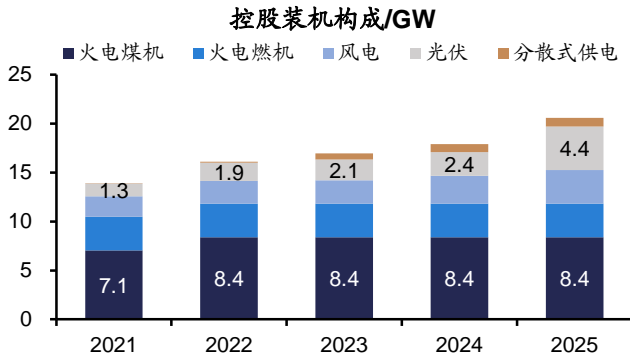
来源: iFind, 国金证券研究所

图表8: 2025年公司年末收盘价对应股息率达5.9%



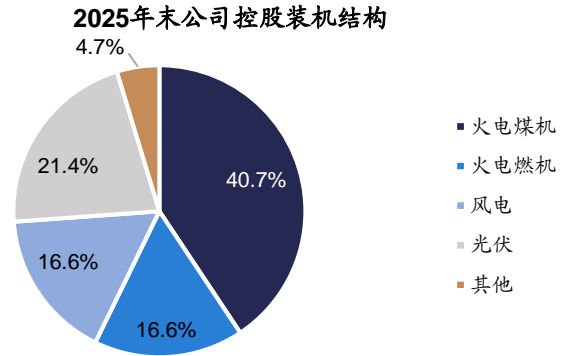
来源: iFind, 国金证券研究所

图表9: 2025年末公司控股装机增至20.66GW



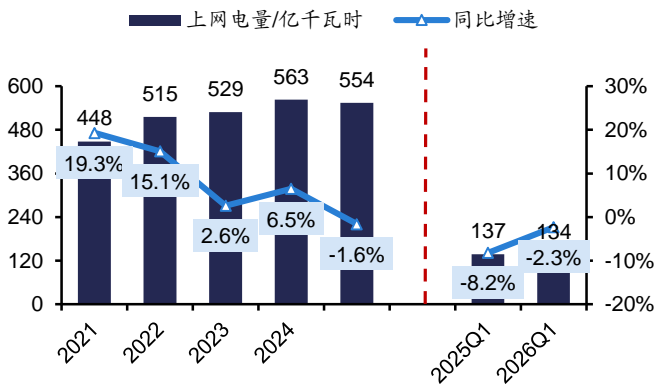
来源: iFind, 国金证券研究所

图表10: 2025年末公司新能源装机占比达43%



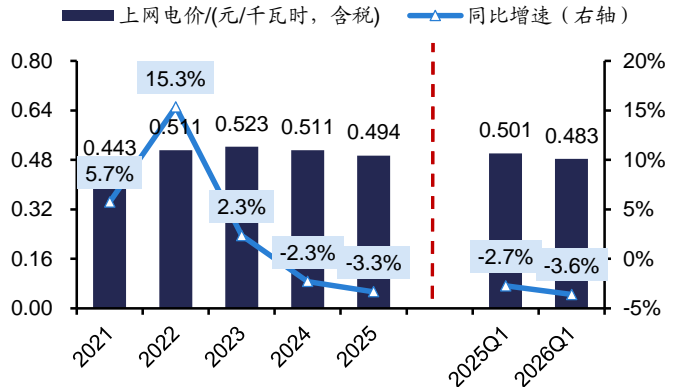
来源: iFind, 国金证券研究所

图表11: 2025年公司上网电量为554亿千瓦时



来源: iFind, 国金证券研究所

图表12: 2025年公司上网电价同比下滑3.3%



来源: iFind, 国金证券研究所

风险提示

煤价持续上行; 新能源项目建设、上网电价不及预期等。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	29,142	29,619	28,029	28,770	29,642	30,394	货币资金	11,829	13,956	15,966	12,620	12,847	12,997
增长率		1.6%	-5.4%	2.6%	3.0%	2.5%	应收款项	9,022	10,207	10,280	9,645	9,937	10,190
主营业务成本	-23,761	-23,812	-21,706	-22,883	-23,435	-23,872	存货	997	1,187	1,056	1,066	1,091	1,112
%销售收入	81.5%	80.4%	77.4%	79.5%	79.1%	78.5%	其他流动资产	1,823	2,132	2,345	2,278	2,345	2,320
毛利	5,381	5,807	6,323	5,888	6,207	6,522	流动资产	23,670	27,482	29,646	25,610	26,221	26,619
%销售收入	18.5%	19.6%	22.6%	20.5%	20.9%	21.5%	%总资产	25.1%	27.0%	26.6%	23.6%	23.9%	24.0%
营业税金及附加	-259	-302	-291	-288	-296	-304	长期投资	16,076	16,607	17,930	18,130	18,330	18,530
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	47,867	52,951	58,419	59,524	60,366	60,945
销售费用	-6	-6	-7	-6	-6	-6	%总资产	50.8%	52.1%	52.5%	54.9%	54.9%	55.0%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	552	554	588	652	666	679
管理费用	-948	-998	-1,035	-1,007	-1,037	-1,064	非流动资产	70,540	74,184	81,671	82,811	83,661	84,253
%销售收入	3.3%	3.4%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	%总资产	74.9%	73.0%	73.4%	76.4%	76.1%	76.0%
研发费用	-17	-22	-23	-17	-18	-18	资产总计	94,209	101,666	111,317	108,420	109,883	110,872
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	短期借款	13,285	12,272	9,278	6,946	5,796	3,800
息税前利润 (EBIT)	4,151	4,479	4,967	4,570	4,849	5,130	应付款项	7,135	7,362	8,546	7,831	8,020	8,170
%销售收入	14.2%	15.1%	17.7%	15.9%	16.4%	16.9%	其他流动负债	3,623	7,436	4,611	4,608	4,531	4,617
财务费用	-1,184	-1,097	-954	-915	-878	-849	流动负债	24,043	27,070	22,435	19,386	18,347	16,587
%销售收入	4.1%	3.7%	3.4%	3.2%	3.0%	2.8%	长期贷款	19,425	20,758	20,243	20,443	20,643	20,843
资产减值损失	-42	9	-99	0	0	0	其他长期负债	9,439	7,912	18,291	15,865	15,490	15,111
公允价值变动收益	101	461	510	0	0	0	负债	52,907	55,741	60,969	55,694	54,480	52,540
投资收益	1,567	1,601	1,499	1,395	1,447	1,421	普通股股东权益	33,538	37,766	41,698	43,160	44,861	46,764
%税前利润	33.0%	28.8%	25.1%	26.2%	25.5%	23.8%	其中：股本	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894
营业利润	4,762	5,542	5,887	5,231	5,578	5,873	未分配利润	8,359	10,092	11,577	13,038	14,739	16,642
营业利润率	16.3%	18.7%	21.0%	18.2%	18.8%	19.3%	少数股东权益	7,765	8,159	8,650	9,566	10,542	11,568
营业外收支	-8	10	95	94	95	95	负债股东权益合计	94,209	101,666	111,317	108,420	109,883	110,872
税前利润	4,754	5,552	5,982	5,325	5,673	5,967	比率分析						
利润率	16.3%	18.7%	21.3%	18.5%	19.1%	19.6%		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
所得税	-585	-767	-939	-745	-794	-835	每股指标						
所得税率	12.3%	13.8%	15.7%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.707	0.806	0.820	0.749	0.798	0.839
净利润	4,169	4,785	5,043	4,579	4,879	5,132	每股净资产	6.852	7.717	8.520	8.819	9.166	9.555
少数股东损益	710	840	1,030	916	976	1,026	每股经营现金净流	1.501	1.464	1.777	1.658	1.733	1.881
归属于母公司的净利润	3,459	3,944	4,013	3,664	3,903	4,105	每股股利	0.400	0.450	0.000	0.450	0.450	0.450
净利率	11.9%	13.3%	14.3%	12.7%	13.2%	13.5%	回报率						
							净资产收益率	10.31%	10.44%	9.62%	8.49%	8.70%	8.78%
							总资产收益率	3.67%	3.88%	3.61%	3.38%	3.55%	3.70%
							投入资本收益率	4.75%	4.79%	4.84%	4.48%	4.61%	4.77%
							增长率						
							主营业务收入增长率	3.36%	1.64%	-5.37%	2.64%	3.03%	2.54%
							EBIT 增长率	100.08%	7.91%	10.89%	-7.98%	6.11%	5.79%
							净利润增长率	219.52%	14.04%	1.75%	-8.72%	6.54%	5.19%
							总资产增长率	4.79%	7.91%	9.49%	-2.60%	1.35%	0.90%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	105.9	116.3	129.4	120.0	120.0	120.0
							存货周转天数	19.0	16.7	18.9	17.0	17.0	17.0
							应付账款周转天数	99.3	105.2	123.8	115.0	115.0	115.0
							固定资产周转天数	565.7	579.1	653.6	631.8	605.1	579.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	55.64%	43.71%	38.64%	41.10%	38.79%	35.22%
							EBIT 利息保障倍数	3.5	4.1	5.2	5.0	5.5	6.0
							资产负债率	56.16%	54.83%	54.77%	51.37%	49.58%	47.39%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	5	7	16
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究