



浙能电力 (600023.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

25年归母净利润达75亿元，26Q1受电价影响业绩承压

业绩简评

2026年4月27日公司披露2025年报及2026年一季报，2025年公司实现营收796亿元(同比-9.6%)，归母净利润75.28亿元(同比-3.0%)，计提减值影响业绩4.57亿元(主要为中来股份);2026Q1营收157亿元(同比-11.0%)，归母净利润9.47亿元(同比-11.8%)。

经营分析

主业受光伏制造拖累，毛利润同比下滑，电力业务燃料成本抵消电价下降不利影响、盈利能力同比提升：2025年公司火电电价同比-4.6分，电力业务毛利率同比+1.29个百分点。截止2025年末公司管理机组总装机容量41.04GW，受益于25年内新增投产嘉兴9号、台二3号两台煤电百万机组，2025全年完成上网电量1737亿千瓦时(同比+5.4%)；26Q1完成上网电量379亿千瓦时(同比+3.5%)，26Q1业绩下滑预计主要为电价下行影响。当前公司在建台二二期、嘉兴四期各一台共计2GW煤电，期待投产增厚净资产。
投资收益贡献38.50亿元、稳定增厚利润：2025年公司投资收益达38.50亿元，其中长期股权投资收益34.29亿元，统计参股核电部分12.31亿元(同比+1.8%)，参股火电16.27亿元(同比-23.2%)；2026Q1投资收益达8.54亿元(同比-5.4%)。公司较早依托省内资源深度布局核电领域，持股中国核电2.26%，伴随核电装机投产加速，公司投资收益亦有望稳中有增。

2025年分红比例大幅提升至59%，并规划26中期分红：2025年全年公司拟累计现金分红44.25亿元(上年同期为38.89亿元，2025中期已分配6.7亿元)，占归母净利润的58.78%(上年同期为50.15%)，最新收盘价对应2025年度股息率达5.7%。同时，公司拟2026年中报披露时分红不低于20%；若考虑按照2026年归母净利润的50%进行分红，则2026年度股息率为3.9%。

盈利预测、估值与评级

公司作为浙江省最大发电企业，控股火电机组占省内统调火电50%以上，2025-2026年受年度长协电价下滑影响业绩承压，近期伴随能源价格抬升、部分省份月度及现货电价已回升，期待浙江省电价亦有所变化、公司装机投产增厚利润。综合考虑下，我们调整公司2026-2028年归母净利润预测至60.85/70.17/76.37亿元，对应EPS为0.45/0.52/0.57元；公司股票现价对应A股PE估值为12.7/11.0/10.2倍，维持“买入”评级。

风险提示

煤价持续上行；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

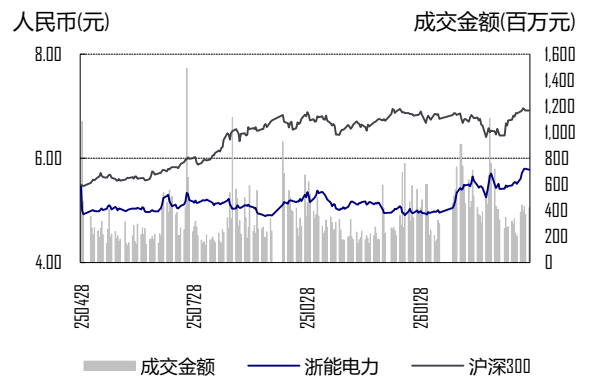
分析师：许子怡 (执业 S1130526030003)

xuziyi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.78元

相关报告：

- 《浙能电力公司点评：煤价降幅大于电价，2Q25量利齐增》，2025.8.29
- 《浙能电力公司点评：1Q25电价下降盈利承压，24年维持高分...》，2025.4.29



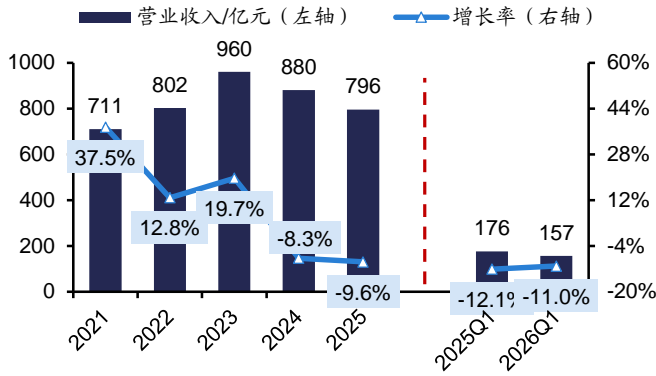
公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	88,003	79,554	80,882	83,189	84,593
营业收入增长率	-8.31%	-9.60%	1.67%	2.85%	1.69%
归母净利润(百万元)	7,753	7,528	6,085	7,017	7,637
归母净利润增长率	18.92%	-2.91%	-19.16%	15.31%	8.84%
摊薄每股收益(元)	0.578	0.561	0.454	0.523	0.570
每股经营性现金流净额	1.02	0.85	0.71	0.87	0.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.58%	9.84%	7.65%	8.45%	8.79%
P/E	9.79	8.82	12.74	11.04	10.15
P/B	1.04	0.87	0.97	0.93	0.89

来源：公司年报、国金证券研究所

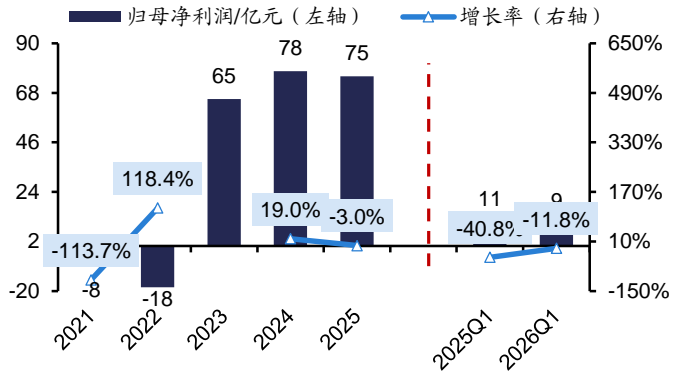


图表1: 2025 年公司营收同比下降 9.6%



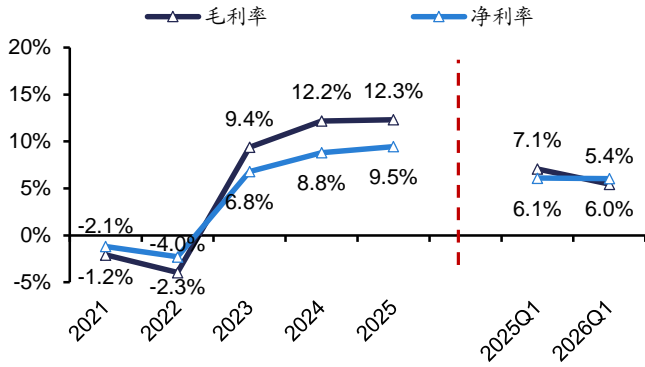
来源: iFind, 国金证券研究所

图表2: 2025 年公司归母净利润同比下降 3.0%



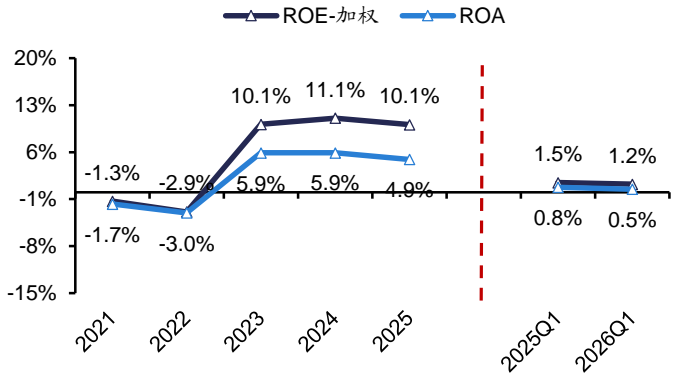
来源: iFind, 国金证券研究所

图表3: 2025 年公司净利率提升至 9.5%



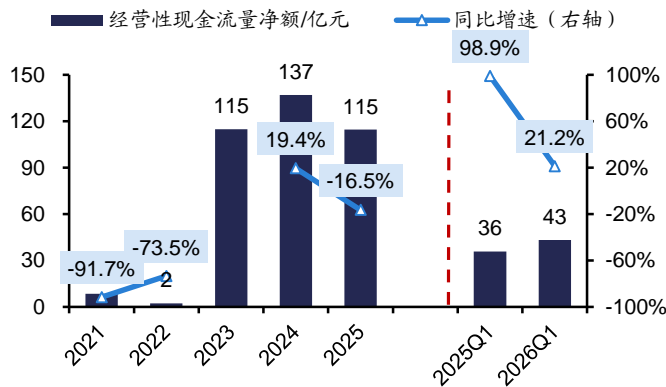
来源: iFind, 国金证券研究所

图表4: 2025 年公司加权 ROE 为 10.1%



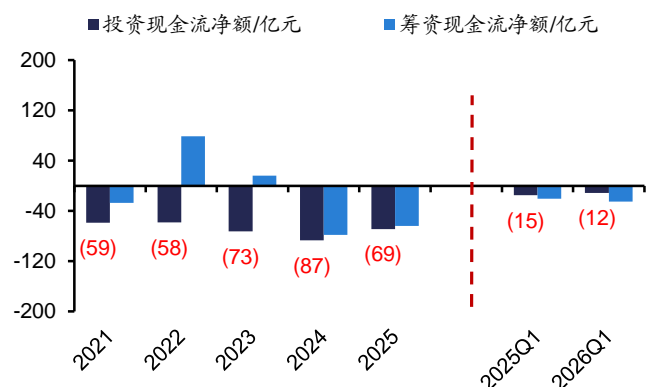
来源: iFind, 国金证券研究所

图表5: 2025 年公司经营现金流达 115 亿元



来源: iFind, 国金证券研究所

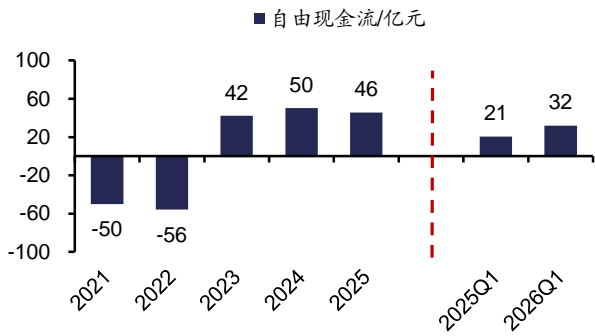
图表6: 2025 年公司投资现金流净流出 69 亿元



来源: iFind, 国金证券研究所

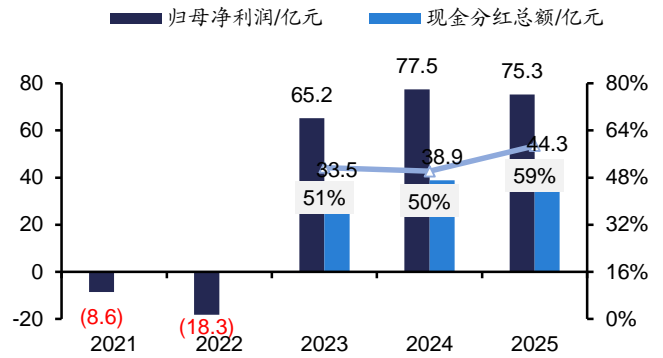


图表7: 2025年公司自由现金流达46亿元



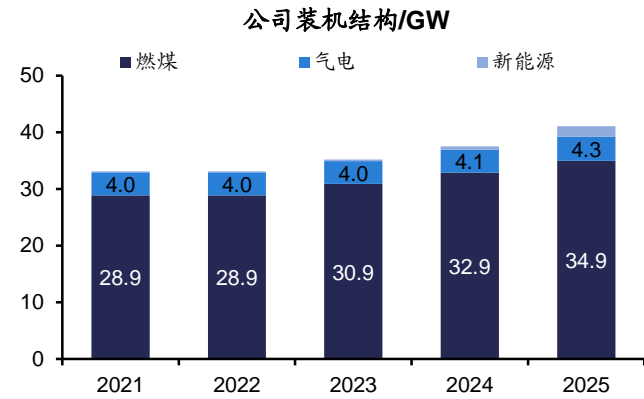
来源: iFind, 国金证券研究所

图表8: 2025年公司分红比例大幅提升至59%



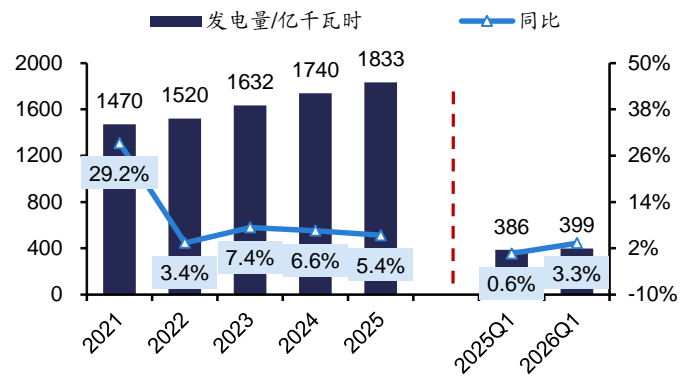
来源: iFind, 国金证券研究所

图表9: 2025年末公司控股装机增至20.66GW



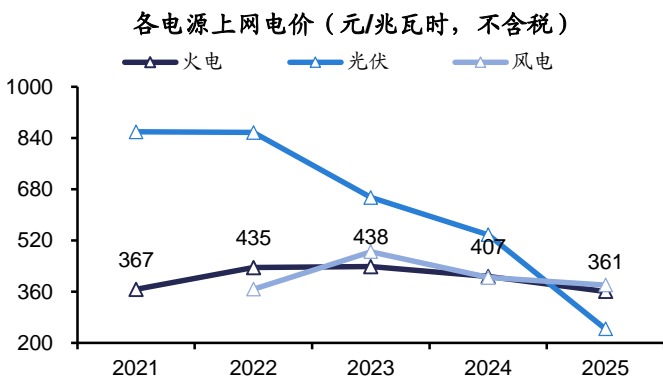
来源: iFind, 国金证券研究所

图表10: 2025年公司发电量同比增长5.4%



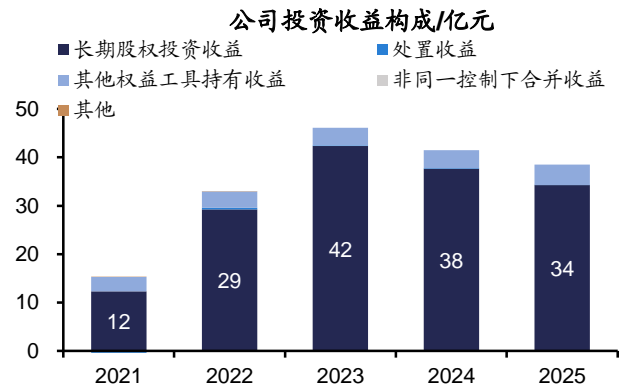
来源: iFind, 国金证券研究所

图表11: 2025年公司火电上网电价同比下滑4.6分



来源: iFind, 国金证券研究所

图表12: 2025年公司投资收益达38.50亿元



来源: iFind, 国金证券研究所

风险提示

煤价持续上行: 由于公司火电机组占比较高, 盈利水平受动力煤价格影响仍然较大。如果煤炭价格的再次大幅上涨, 可能挤压火电公司的盈利空间, 带来盈利水平波动的风险。

项目建设不及预期: 公司当前仍有两个百万煤电项目在建(台二二期、嘉兴四期), 若项目建设进度不及预期, 将对未来3年营收、业绩产生较大影响。

上网电价不及预期: 随着电力体制改革的深入, 电力市场竞争加剧, 发电企业的经营压力加大, 若上网电价大幅下降, 将对未来营收、业绩产生不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	95,975	88,003	79,554	80,882	83,189	84,593
增长率		-8.3%	-9.6%	1.7%	2.9%	1.7%
主营业务成本	-86,941	-77,303	-69,746	-73,713	-74,898	-75,523
%销售收入	90.6%	87.8%	87.7%	91.1%	90.0%	89.3%
毛利	9,034	10,700	9,808	7,169	8,291	9,070
%销售收入	9.4%	12.2%	12.3%	8.9%	10.0%	10.7%
营业税金及附加	-416	-498	-616	-566	-582	-592
%销售收入	0.4%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-189	-206	-141	-121	-125	-127
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-2,060	-2,189	-2,117	-1,941	-1,997	-2,030
%销售收入	2.1%	2.5%	2.7%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	-536	-515	-390	-243	-250	-254
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	5,833	7,291	6,543	4,298	5,338	6,067
%销售收入	6.1%	8.3%	8.2%	5.3%	6.4%	7.2%
财务费用	-1,235	-1,077	-964	-907	-791	-565
%销售收入	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	0.7%
资产减值损失	-597	-1,304	-799	-350	-350	-350
公允价值变动收益	-67	149	9	0	0	0
投资收益	4,609	4,146	3,850	3,658	3,885	3,798
%税前利润	50.6%	41.3%	42.4%	49.6%	44.2%	39.7%
营业利润	9,304	10,168	9,181	7,453	8,834	9,633
营业利润率	9.7%	11.6%	11.5%	9.2%	10.6%	11.4%
营业外收支	-198	-136	-101	-72	-51	-75
税前利润	9,107	10,032	9,080	7,381	8,782	9,558
利润率	9.5%	11.4%	11.4%	9.1%	10.6%	11.3%
所得税	-1,204	-1,140	-1,440	-1,107	-1,317	-1,434
所得税率	13.2%	11.4%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	7,903	8,892	7,639	6,274	7,465	8,125
少数股东损益	1,383	1,138	111	188	448	487
归属于母公司的净利润	6,520	7,753	7,528	6,085	7,017	7,637
净利率	6.8%	8.8%	9.5%	7.5%	8.4%	9.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	7,903	8,892	7,639	6,274	7,465	8,125
少数股东损益	1,383	1,138	111	188	448	487
非现金支出	6,934	8,107	7,950	7,485	7,710	7,876
非经营收益	-2,744	-3,254	-2,745	-2,970	-3,252	-3,325
营运资金变动	-615	-38	-1,390	-1,206	-193	-80
经营活动现金净流	11,477	13,707	11,454	9,583	11,730	12,596
资本开支	-8,538	-8,831	-6,817	-3,718	-1,092	1,019
投资	-2,527	-2,874	-3,578	-2,000	-2,000	-2,000
其他	3,799	3,024	3,512	3,658	3,885	3,798
投资活动现金净流	-7,266	-8,681	-6,882	-2,060	793	2,817
股权募资	349	156	693	0	0	0
债权募资	4,279	-2,507	-965	472	-7,126	-8,645
其他	-3,034	-5,468	-6,088	-4,110	-4,477	-4,572
筹资活动现金净流	1,594	-7,818	-6,360	-3,639	-11,603	-13,217
现金净流量	5,773	-2,769	-1,790	3,885	920	2,196

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	19,364	16,218	14,681	17,680	17,991	19,769
应收款项	14,297	13,228	11,606	12,302	12,653	12,866
存货	6,538	5,885	6,495	6,059	6,156	6,207
其他流动资产	2,246	2,963	2,516	2,791	2,855	2,845
流动资产	42,444	38,294	35,298	38,831	39,654	41,687
%总资产	28.8%	24.9%	22.6%	24.5%	25.6%	27.7%
长期投资	42,465	47,681	52,090	54,090	56,090	58,090
固定资产	53,264	58,608	60,251	56,562	50,640	42,045
%总资产	36.2%	38.0%	38.5%	35.7%	32.7%	28.0%
无形资产	4,828	4,177	3,783	3,809	3,823	3,842
非流动资产	104,797	115,791	121,040	119,624	115,355	108,734
%总资产	71.2%	75.1%	77.4%	75.5%	74.4%	72.3%
资产总计	147,241	154,085	156,338	158,455	155,009	150,421
短期借款	16,248	18,617	20,216	22,118	15,777	8,239
应付款项	13,512	14,581	12,119	12,281	12,479	12,584
其他流动负债	2,296	1,939	2,064	1,744	1,861	1,929
流动负债	32,057	35,137	34,399	36,144	30,117	22,752
长期贷款	32,026	27,357	25,137	24,137	23,137	22,137
其他长期负债	3,190	4,771	6,929	5,071	4,696	4,167
负债	67,274	67,265	66,466	65,352	57,950	49,056
普通股股东权益	67,405	73,315	76,512	79,555	83,064	86,882
其中：股本	13,409	13,409	13,409	13,409	13,409	13,409
未分配利润	22,054	25,993	28,357	31,399	34,908	38,727
少数股东权益	12,563	13,505	13,359	13,547	13,995	14,483
负债股东权益合计	147,241	154,085	156,338	158,455	155,009	150,421
比率分析	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.486	0.578	0.561	0.454	0.523	0.570
每股净资产	5.027	5.468	5.706	5.933	6.195	6.480
每股经营现金净流	0.856	1.022	0.854	0.715	0.875	0.939
每股股利	0.250	0.290	0.050	0.227	0.262	0.285
回报率						
净资产收益率	9.67%	10.58%	9.84%	7.65%	8.45%	8.79%
总资产收益率	4.43%	5.03%	4.82%	3.84%	4.53%	5.08%
投入资本收益率	3.90%	4.80%	4.02%	2.59%	3.29%	3.86%
增长率						
主营业务收入增长率	19.68%	-8.31%	-9.60%	1.67%	2.85%	1.69%
EBIT 增长率	N/A	25.00%	-10.26%	-34.32%	24.20%	13.67%
净利润增长率	#####	18.92%	-2.91%	-19.16%	15.31%	8.84%
总资产增长率	21.77%	4.65%	1.46%	1.35%	-2.17%	-2.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.1	51.2	50.9	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	25.3	29.3	32.4	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	42.6	56.2	59.2	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	178.1	221.6	265.9	239.7	210.8	180.4
偿债能力						
净负债/股东权益	36.15%	34.10%	33.97%	30.54%	21.41%	10.32%
EBIT 利息保障倍数	4.7	6.8	6.8	4.7	6.7	10.7
资产负债率	45.69%	43.65%	42.51%	41.24%	37.38%	32.61%

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	0	1	1	5
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	0.00	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