

公司研究

25年煤电度电盈利大幅提升，26Q1业绩承压

——申能股份（600642.SH）2025年报暨2026年一季度报点评

要点

事件：公司发布2025年报以及2026年一季度报。2025年，公司实现营收280.29亿元，同比-5.37%；归母净利润40.13亿元，同比+1.75%。2025年公司拟实施现金分红0.46元/股，对应股利支付率为57.26%。

2026Q1公司实现营收68.18亿元，同比-7.08%；归母净利润7.88亿元，同比-22.05%。

主营业务量价齐降、公允价值变动收益同比下行，压制公司Q1归母净利润。26Q1公司完成发电量139.61亿千瓦时，同比-3.2%；平均上网电价0.483元/千瓦时（含税），同比-3.6%。另外，公司26Q1公允价值变动收益为0.21亿元，同比-87.6%（对应-1.48亿元）；两大因素共同压制公司26Q1归母净利润。

25年煤电电价稳健，燃料成本下行助力板块盈利提升。25年煤电营收为123.12亿元，上网电量（控股）为285.15亿千瓦时；对应上网电价（除税）为0.432元/千瓦时，同比下降8厘/千瓦时。公司煤电机组所在区域主要为电力负荷区域（主要包括上海、安徽），整体电价相对稳健。燃料成本侧，25年为71.18亿元，度电燃料成本为0.237元/千瓦时，同比下降4分/千瓦时。煤电上网电量同比下行摊高度电成本，部分对冲燃料成本下行对煤电板块盈利的影响；25年煤电板块毛利润为26.10亿元，同比+24.85%；度电毛利润为0.087元/千瓦时，同比+0.022元/千瓦时。

新能源电价处于下行区间，其他业务毛利率稳定。25年公司风电/光伏发电量分别为68.13/33.36亿千瓦时，同比+24.3%/+7.9%；利用小时数分别为2071/1009H，同比下降161/49H（同比-7.2%/-4.6%），新能源板块发电量由装机增量贡献。电价维度，25年风电/光伏上网电价（除税）分别为0.476/0.357元/千瓦时，同比-5/-1分/千瓦时。其他业务包括气电/油气管输/煤炭销售业务，由于商业模式以及定价模式原因，板块毛利率相对稳定；25年毛利率分别为11.80%/25.27%/3.47%，同比-1.18/+0.65/+0.39pct。

盈利预测、估值与评级：各发电类型上网电价均有所下行，我们下调公司2026-2027年归母净利润预测至37.28/38.78亿元（前值为41.70/43.04亿元），并新增2028年归母净利润预测为39.30亿元，折合EPS分别为0.76/0.79/0.80元，当前股价对应PE为12/11/11倍。**考虑到：1) 高股息标的具备配置性价比，基于当下股价（2026-04-28），公司25年对应股息率为5.1%；2) 公司基本面将持续向好，维持“增持”评级。**

风险提示：动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑，电价改革进展低预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	29,619	28,029	28,222	28,437	28,645
营业收入增长率	1.64%	-5.37%	0.69%	0.76%	0.73%
归母净利润（百万元）	3,944	4,013	3,728	3,878	3,930
归母净利润增长率	14.04%	1.75%	-7.12%	4.04%	1.34%
EPS（元）	0.81	0.82	0.76	0.79	0.80
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.44%	9.62%	8.63%	8.62%	8.40%
P/E	11	11	12	11	11
P/B	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-04-28

增持（维持）

当前价：9.09元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：宋黎超

执业证书编号：S0930523060001

021-52523817

songlichao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	48.94
总市值(亿元):	444.87
一年最低/最高(元):	7.58/9.52
近3月换手率:	34.40%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.32	5.81	-25.99
绝对	-1.10	6.93	0.17

资料来源：Wind

相关研报

成本下行推动燃煤机组盈利水平提升，Q2归母净利润增速环比改善显著——申能股份（600642.SH）2025年中报点评（2025-09-05）
 绿电板块持续扩张，高股息率彰显投资价值——申能股份（600642.SH）2024年年报暨2025年一季度报点评（2025-05-07）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	29,619	28,029	28,222	28,437	28,645
营业成本	23,812	21,706	22,548	22,501	22,635
折旧和摊销	3,551	3,759	4,582	4,871	5,093
税金及附加	302	291	293	295	297
销售费用	6	7	7	7	8
管理费用	998	1,035	1,042	1,050	1,058
研发费用	22	23	23	24	24
财务费用	1,097	954	890	916	905
投资收益	1,601	1,499	1,500	1,500	1,500
营业利润	5,542	5,887	5,432	5,655	5,732
利润总额	5,552	5,982	5,527	5,750	5,827
所得税	767	939	867	902	914
净利润	4,785	5,043	4,660	4,848	4,913
少数股东损益	840	1,030	932	970	983
归属母公司净利润	3,944	4,013	3,728	3,878	3,930
EPS(元)	0.81	0.82	0.76	0.79	0.80

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7,164	8,696	8,432	8,646	8,982
净利润	3,944	4,013	3,728	3,878	3,930
折旧摊销	3,551	3,759	4,582	4,871	5,093
净营运资金增加	-2,083	890	-91	211	148
其他	1,752	34	214	-314	-189
投资活动产生现金流	-4,736	-4,511	-6,295	-2,675	-2,675
净资本支出	-6,013	-5,062	-7,995	-4,375	-4,375
长期投资变化	9,379	10,191	-200	-200	-200
其他资产变化	-8,101	-9,640	1,900	1,900	1,900
融资活动现金流	-379	-2,143	-2,028	-5,849	-3,005
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-779	1,390	1,114	-2,883	34
无息负债变化	3,613	3,838	319	-15	53
净现金流	2,050	2,042	110	122	3,302

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	19.6%	22.6%	20.1%	20.9%	21.0%
EBITDA 率	27.9%	31.7%	32.0%	33.7%	34.4%
EBIT 率	15.9%	18.2%	15.8%	16.5%	16.6%
税前净利润率	18.7%	21.3%	19.6%	20.2%	20.3%
归母净利润率	13.3%	14.3%	13.2%	13.6%	13.7%
ROA	4.7%	4.5%	4.0%	4.2%	4.2%
ROE (摊薄)	10.4%	9.6%	8.6%	8.6%	8.4%
经营性 ROIC	6.1%	6.3%	5.3%	5.6%	5.7%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	55%	55%	54%	52%	51%
流动比率	1.02	1.32	1.39	1.74	2.09
速动比率	0.97	1.27	1.34	1.68	2.02
归母权益/有息债务	1.11	1.18	1.18	1.34	1.39
有形资产/有息债务	2.97	3.12	3.13	3.40	3.48

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	101,666	111,317	115,158	115,058	117,925
货币资金	13,956	15,966	16,075	16,198	19,500
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	9,951	9,918	9,986	10,062	10,136
应收票据	23	12	12	12	12
其他应收款 (合计)	233	350	350	351	351
存货	1,187	1,056	1,097	1,095	1,102
其他流动资产	1,883	2,125	2,125	2,125	2,125
流动资产合计	27,482	29,646	29,874	30,070	33,455
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	9,379	10,191	10,391	10,591	10,791
固定资产	46,293	49,628	52,572	53,324	52,897
在建工程	5,874	8,169	7,283	5,391	4,446
无形资产	439	476	453	430	408
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	139	130	130	130	130
非流动资产合计	74,184	81,671	85,284	84,988	84,470
总负债	55,741	60,969	62,402	59,504	59,591
短期借款	8,049	6,759	5,474	1,279	0
应付账款	6,971	7,759	8,060	8,043	8,091
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5,684	2,722	2,722	2,722	2,722
流动负债合计	27,070	22,435	21,469	17,259	16,033
长期借款	20,758	20,243	22,641	23,954	25,266
应付债券	1,000	5,900	5,900	5,900	5,900
其他非流动负债	852	862	862	862	862
非流动负债合计	28,671	38,534	40,933	42,245	43,558
股东权益	45,925	50,348	52,756	55,554	58,334
股本	4,894	4,894	4,894	4,894	4,894
公积金	20,313	20,560	20,560	20,560	20,560
未分配利润	10,092	11,577	13,053	14,881	16,678
归属母公司权益	37,766	41,698	43,174	45,002	46,800
少数股东权益	8,159	8,650	9,582	10,552	11,534

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
管理费用率	3.37%	3.69%	3.69%	3.69%	3.69%
财务费用率	3.70%	3.40%	3.16%	3.22%	3.16%
研发费用率	0.07%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
所得税率	14%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.45	0.46	0.42	0.44	0.44
每股经营现金流	1.46	1.78	1.72	1.77	1.84
每股净资产	7.27	7.62	7.92	8.30	8.66
每股销售收入	6.05	5.73	5.77	5.81	5.85

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	11	11	12	11	11
PB	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.7	9.8	9.9	9.3	8.9
股息率	5.0%	5.1%	4.6%	4.8%	4.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼