



## 业绩承压，现金流表现优异

### —— 2025 年年报&2026 年一季报点评

2026 年 04 月 28 日

#### 核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报。2025 年实现营收 48.93 亿元，同比+27.41%；实现归母净利润 8.01 亿元（扣非 8.78 亿元），同比-20.61%（扣非同比-2.81%）；位于业绩预告区间（6.91-8.98 亿元）中枢略偏上水平。归母净利润和扣非归母净利润之间的差异主要由于非流动资产处置损益同比-1.18 亿元至-0.39 亿元，营业外收入和支出同比-0.70 亿元至-0.40 亿元。25Q4 实现营收 11.86 亿元，同比+29.44%；归母净利润-0.05 亿元（扣非 0.63 亿元），同比-105.14%（扣非同比+0.59%）。26Q1 实现营收 11.77 亿元，同比+14.76%；实现归母净利润 0.89 亿元（扣非 0.88），同比-65.01%（扣非同比-65.12%）。公司 2025 年年度拟派发现金红利 0.165 元/股（含半年度现金分红 0.045 元/股），2026 年 4 月 27 日收盘价对应股息率 1.60%；叠加回购金额 0.55 亿元，2025 年度累计现金分红总额为 3.95 亿元，占归属于上市公司股东净利润的比例为 49.34%。
- 装机驱动电量增长，电价明显下行。**截至 25 年末，公司在运装机规模 2142.55 万千瓦，其中风电、光伏、储能&光热分别为 408.6、1683.95、50 万千瓦，对应年内新增 15、242.4、40 万千瓦。截至 25 年末，公司在建装机 1081.25 万千瓦，其中风电、光伏、储能&光热分别为 840.25、175.00、66 万千瓦。2025 年，公司实现发电量 197.62 亿 kwh，同比+81.75%；其中，风电发电量 77.4 亿 kwh，同比+9.80%；光伏发电量 116.51 亿 kwh，同比+215.06%。2025 年，公司平均上网电价为 0.278 元/kwh（含税），同比-32.5%或-0.134 元/kwh，预计主要系市场化交易电价降低、新增并网项目电价较低所致。26Q1，公司新增装机 55 万 kw；实现发电量 49.11 亿 kwh，同比+21.14%；其中，风电发电量 18.08 亿 kwh，同比-4.49%；光伏发电量 29.31 亿 kwh，同比+38.91%。我们以营业收入/上网电量近似模拟公司上网电价（不含税），26Q1 为 0.246 元/kwh，同比-5.25%或-0.014 元/kwh。
- 成本、财务费用随装机增长刚性增加，少数股东损益占比提升。**2025 年，公司发生营业成本 25.88 亿元，同比+48.8%，增速高于营收端，主要系折旧等成本随装机增长而增加，使得毛利率同比-7.60pct 至 47.10%。26Q1，公司营业成本同比+53.3%至 7.42 亿元，毛利率同比-15.85pct 至 36.93%。与此同时，随在建项目转固，相关贷款的利息支出按规定费用化导致公司财务费用大幅增长，进一步拖累盈利表现，2025、26Q1 分别为 6.49、2.08 亿元，同比+42.11%、+67.96%。此外，由于公司部分新增并网项目持股比例较低，使得少数股东损益占比有所提升，2025、26Q1 分别为 34.37%、32.97%，同比+19.60、+5.88pct。
- 国补回收助力现金流大增，信用减值损失冲回增厚业绩。**截至 2025 年末，公司全年已累计收回可再生能源补贴资金 22.82 亿元，同比大增 189%。受此驱动，公司 2025 年经营活动产生的现金流量净额达到 49.09 亿元，同比+172.67%。得益于补贴的大额回收，公司 2025 年冲回以前年度确认的信用减值损失 0.94 亿元（24 年计提信用减值损失 1.17 亿元）。
- 投资建议：**我们预计公司 26-28 年分别实现归母净利润 7.32、9.00、11.92 亿元，对应 PE 分别为 28.92x、23.51x、17.76x。维持“推荐”评级。

#### 绿发电力（股票代码：000537）

**推荐** 维持评级

#### 分析师

**陶贻功**

☎：010-80927673

✉：taoyigong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

**梁悠南**

☎：010-80927656

✉：liangyounan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

**研究助理：马敏**

✉：mamin\_yj@chinastock.com.cn

#### 市场数据

2026 年 04 月 28 日

股票代码	000537
A 股收盘价(元)	10.30
上证指数	4,078.64
总股本(万股)	205,572
实际流通 A 股(万股)	205,572
流通 A 股市值(亿元)	212

#### 相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 28 日



资料来源：中国银河证券研究院

#### 相关研究

- 【银河公用环保】公司点评\_中绿电：国补回款提速助力现金流大增，多重因素压制业绩
- 【银河环保公用】公司点评\_中绿电：25Q2 录得良好增长，中期分红&回购加码市值管理
- 【银河环保公用】公司点评\_中绿电：25Q1 业绩高增，新疆项目进入盈利释放期

- **风险提示：**风光资源条件超预期波动的风险，新增装机不及预期的风险，上网电价超预期下降的风险等。

## 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,893	5,913	7,025	8,362
收入增长率%	27.41	20.85	18.80	19.02
归母净利润(百万元)	801	732	900	1,192
利润增长率%	-20.61	-8.57	23.00	32.39
分红率%	42.42	40.00	40.00	40.00
毛利率%	47.10	41.63	41.47	42.86
摊薄 EPS(元)	0.39	0.36	0.44	0.58
PE	26.44	28.92	23.51	17.76
PB	1.07	1.05	1.02	0.99
PS	4.33	3.58	3.01	2.53

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	14,456	14,526	14,942	15,737
现金	7,429	7,073	7,013	7,261
应收账款	5,613	5,902	6,233	6,608
其它应收款	593	717	852	1,014
预付账款	37	49	59	68
存货	0	0	0	0
其他	784	785	785	786
非流动资产	84,966	92,277	99,003	105,190
长期投资	448	454	461	470
固定资产	44,588	45,826	56,137	64,843
无形资产	453	469	485	500
其他	39,477	45,528	41,921	39,378
资产总计	99,422	106,803	113,945	120,928
流动负债	14,729	16,391	18,021	19,664
短期借款	3,376	4,376	5,376	6,376
应付账款	4,780	5,081	5,425	5,773
其他	6,573	6,934	7,220	7,515
非流动负债	58,656	63,656	68,156	72,156
长期借款	53,675	58,675	63,175	67,175
其他	4,981	4,981	4,981	4,981
负债总计	73,385	80,047	86,177	91,820
少数股东权益	6,198	6,582	7,053	7,678
归属母公司股东权益	19,839	20,174	20,715	21,430
负债和股东权益	99,422	106,803	113,945	120,928

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,909	5,104	5,954	6,969
净利润	1,220	1,116	1,372	1,816
折旧摊销	2,098	2,807	3,393	3,933
财务费用	694	934	1,020	1,099
投资损失	3	-6	-7	-8
营运资金变动	920	19	25	-8
其他	-26	235	152	137
投资活动现金流	-11,228	-10,129	-10,134	-10,145
资本支出	-11,395	-10,129	-10,134	-10,145
长期投资	124	0	0	0
其他	43	0	0	0
筹资活动现金流	7,117	4,670	4,120	3,424
短期借款	3,376	1,000	1,000	1,000
长期借款	3,058	5,000	4,500	4,000
其他	683	-1,330	-1,380	-1,576
现金净增加额	798	-356	-60	248

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,893	5,913	7,025	8,362
营业成本	2,588	3,451	4,112	4,778
税金及附加	60	72	86	102
销售费用	0	0	0	0
管理费用	256	310	368	438
研发费用	3	4	4	5
财务费用	649	822	914	993
资产减值损失	-38	-21	-21	-21
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	109	15	20	26
营业利润	1,408	1,248	1,541	2,050
营业外收入	15	24	24	21
营业外支出	54	20	26	33
利润总额	1,369	1,252	1,539	2,038
所得税	149	136	167	221
净利润	1,220	1,116	1,372	1,816
少数股东损益	419	383	472	624
归属母公司净利润	801	732	900	1,192
EBITDA	4,116	4,880	5,846	6,965
EPS (元)	0.39	0.36	0.44	0.58

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	27.4%	20.9%	18.8%	19.0%
营业利润增长率	7.7%	-11.3%	23.4%	33.1%
归母净利润增长率	-20.6%	-8.6%	23.0%	32.4%
毛利率	47.1%	41.6%	41.5%	42.9%
净利率	24.9%	18.9%	19.5%	21.7%
ROE	4.0%	3.6%	4.3%	5.6%
ROIC	2.0%	1.9%	2.1%	2.4%
资产负债率	73.8%	74.9%	75.6%	75.9%
净资产负债率	281.8%	299.2%	310.3%	315.5%
流动比率	0.98	0.89	0.83	0.80
速动比率	0.93	0.84	0.78	0.76
总资产周转率	0.05	0.06	0.06	0.07
应收账款周转率	0.82	1.03	1.16	1.30
应付账款周转率	0.55	0.70	0.78	0.85
每股收益(元)	0.39	0.36	0.44	0.58
每股经营现金流(元)	2.39	2.48	2.90	3.39
每股净资产(元)	9.65	9.81	10.08	10.42
P/E	26.44	28.92	23.51	17.76
P/B	1.07	1.05	1.02	0.99
EV/EBITDA	19.05	17.37	15.45	13.65
PS	4.33	3.58	3.01	2.53

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn