



国投电力 (600886.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

水电韧性凸显，期待量增价优

业绩简评

2026年4月29日晚公司披露2025年报及2026年一季报，全年实现营收530.14亿元，同比下降8.31%；实现归母净利润73.93亿元，同比增长11.30%。26年Q1实现营收125.14亿元，同比下降4.63%；实现归母净利润21.18亿元，同比增长1.91%。2025年分红40.67亿，分红率55%，股息率3.7%。

经营分析

2025年公司电源结构分化明显，水电少发但利润韧性突出。全年水电发电量980.94亿千瓦时，同比-5.76%，主要受雅砻江流域、黄河上游来水减少影响，其中雅砻江/大朝山/小三峡分别同比-6.23%/+4.06%/-10.61%。但水电归母净利润54.48亿元，同比+12.4%，雅砻江在来水偏枯下仍同比+11.6%，主要受成本下降及去年补缴税费影响；大朝山受益来水偏丰同比+7.5%；小三峡通过优化交易策略提升电价，利润同比+35.1%。新能源端受电量及上网电价双降影响，国投新能源归母净利润同比-36.6%。

火电呈现电量下行、利润修复。2025年火电发电量465.34亿千瓦时，同比-17.64%，主要受清洁能源发电增加及外送电量影响；但煤价中枢回落带动燃料成本改善，六座火电厂归母净利润11.93亿元，同比+38.1%，度电利润明显提升。26Q1发电量379.07亿千瓦时，同比-2.78%，其中水电同比-7.82%，火电同比+1.91%。25年平均上网电价0.355元/千瓦时，同比-1.11%，26Q1平均上网电价0.354元/千瓦时，同比-0.28%，在江苏电价下行的状态下，雅砻江电价仍具备较好韧性。

展望后续，雅砻江水电仍是公司核心成长锚与盈利压舱石。2025年流域来水偏枯对水电电量形成一定压制，看好2026年流域水文数据改善，有望带动水电发电量回升。雅砻江流域梯级电站四阶段开发战略清晰，2030年前将总装机目标23GW，目前卡拉、孟底沟、牙根一级水电站已获核准，进入建设初期。同时配套水风光一体化大基地项目稳步推进，2030年前新能源装机规划20GW，多能互补协同效应持续凸显，为公司长期业绩增长筑牢坚实支撑。

盈利预测、估值与评级

预计2026-2028年公司归母净利润分别为78.4/83.8/86.1亿元，EPS分别为0.979/1.047/1.075元，按最新收盘价对应PE估值分别为13.9/13.0/12.7倍。维持“买入”评级。

风险提示

来水波动；上网电价调整风险；煤炭价格上涨等。

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

联系人：郭仕豪

guoshihao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.61 元

相关报告：

1. 《国投电力公司点评：电价下滑影响收入，水电增发改善盈利》，2025.4.30



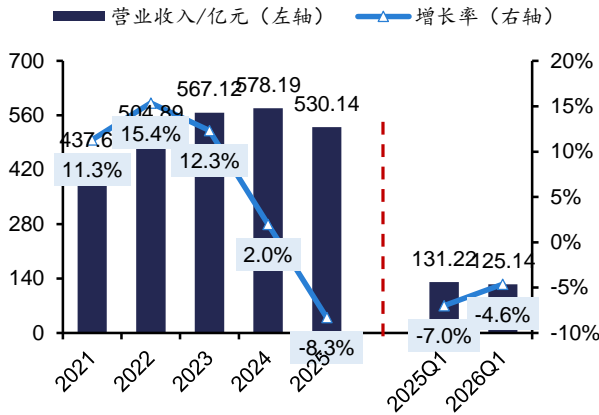
公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	57,819	53,014	57,016	59,455	61,273
营业收入增长率	1.95%	-8.31%	7.55%	4.28%	3.06%
归母净利润(百万元)	6,643	7,393	7,836	8,380	8,605
归母净利润增长率	-0.92%	11.30%	5.98%	6.94%	2.69%
摊薄每股收益(元)	0.891	0.924	0.979	1.047	1.075
每股经营性现金流净额	3.31	3.94	3.07	3.47	3.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.72%	10.18%	10.04%	10.00%	9.58%
P/E	18.65	14.20	13.90	13.00	12.66
P/B	2.00	1.45	1.40	1.30	1.21

来源：公司年报、国金证券研究所

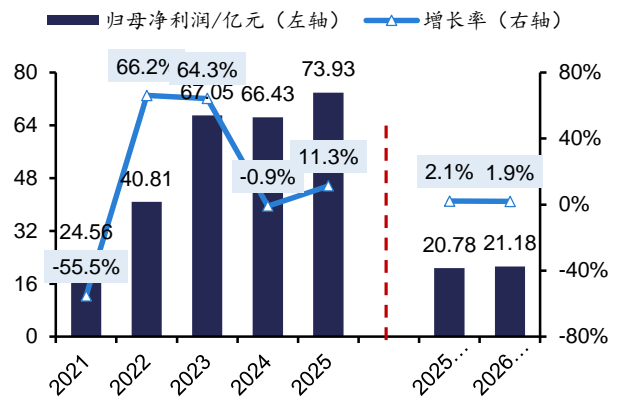


图表1: 2025 年公司营收同比下降 8.3%



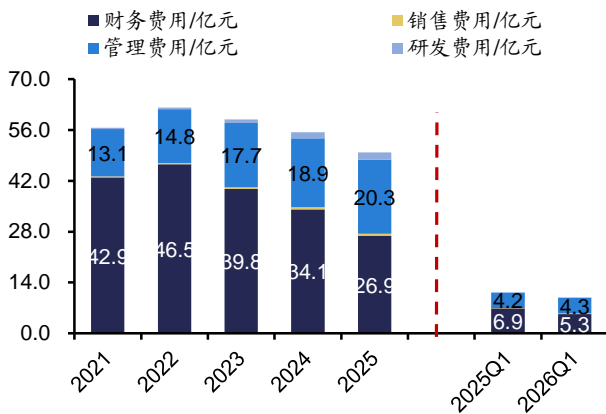
来源: iFind, 国金证券研究所

图表2: 2025 年公司归母净利润同比增长 11.3%



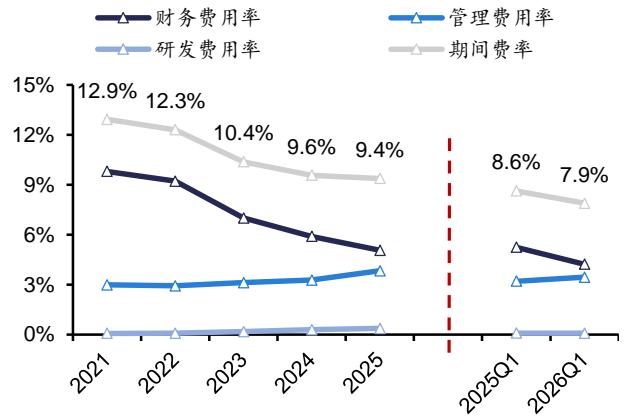
来源: iFind, 国金证券研究所

图表3: 2025 年公司财务费用同比-21.2%



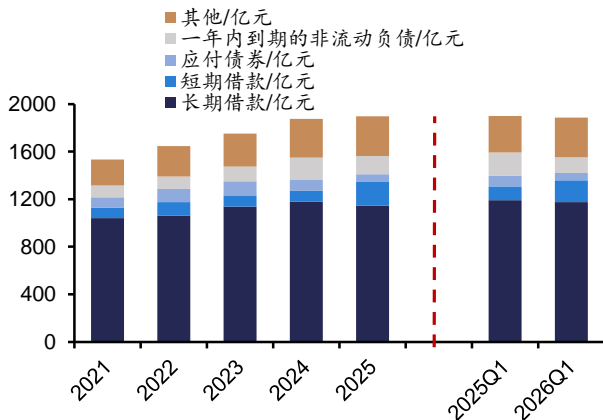
来源: iFind, 国金证券研究所

图表4: 2025 年公司期间费用率降至 9.4%



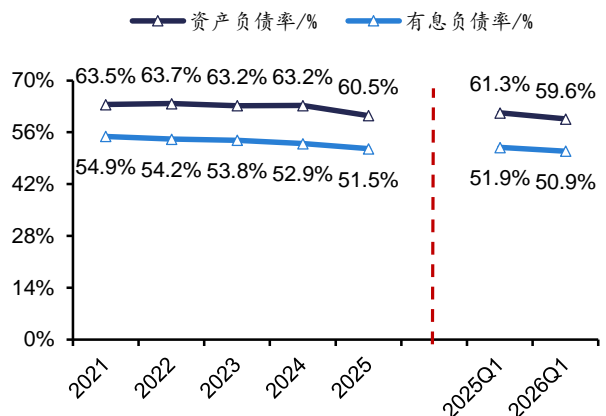
来源: iFind, 国金证券研究所

图表5: 截至 2025 年末公司总负债 1898 亿元



来源: iFind, 国金证券研究所

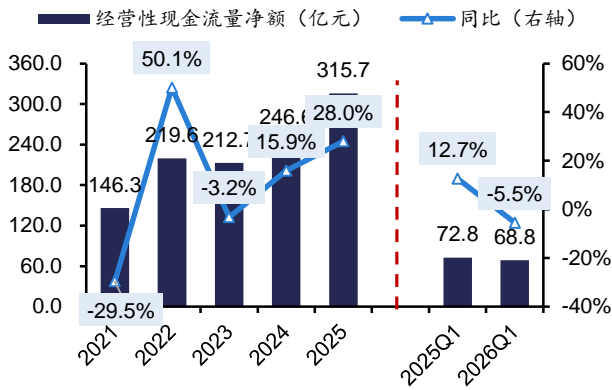
图表6: 截至 2025 年末公司资产负债率 60.5%



来源: iFind, 国金证券研究所

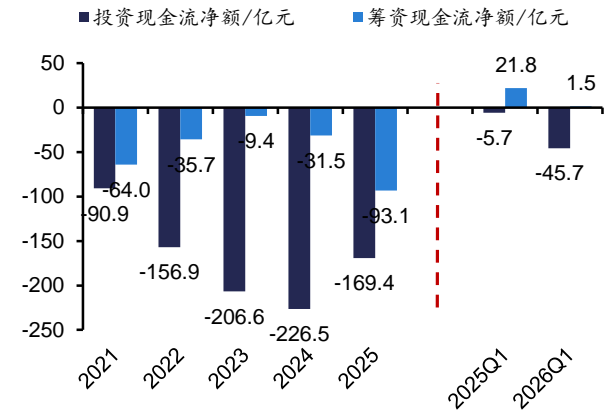


图表7: 2025 年公司经营现金流同比+28%



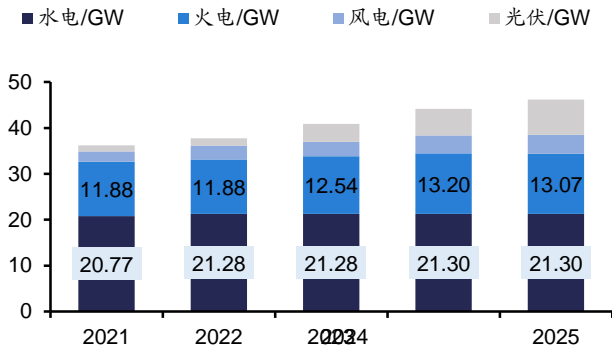
来源: iFind, 国金证券研究所

图表8: 2025 年公司投资现金流净额-169 亿元



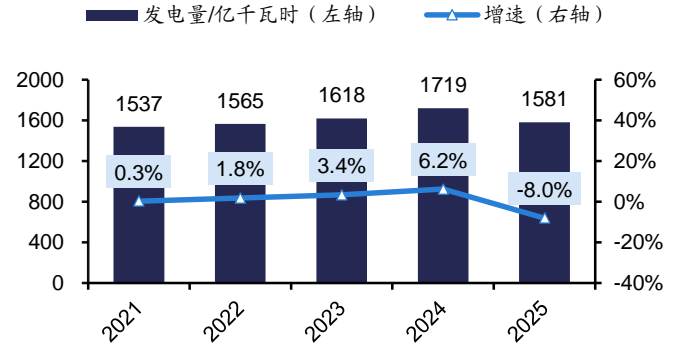
来源: iFind, 国金证券研究所

图表9: 截至 2025 年末公司总装机 46.9GW



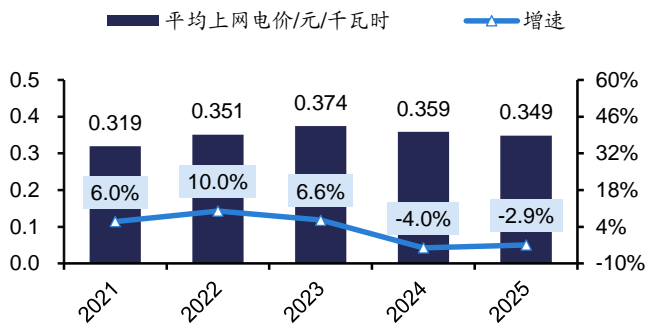
来源: iFind, 国金证券研究所

图表10: 2025 年公司发电量同比-8.0%



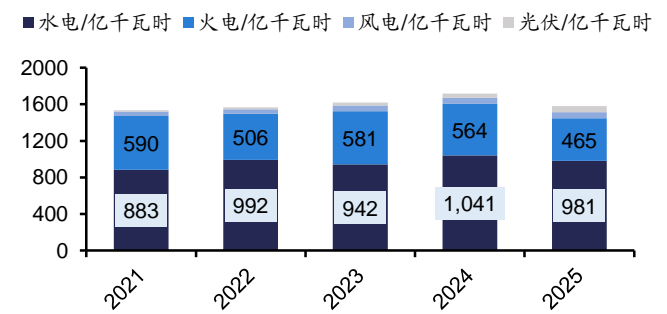
来源: iFind, 国金证券研究所

图表11: 2025 年公司平均上网电价同比-2.9%



来源: iFind, 国金证券研究所

图表12: 2025 年公司火电发电量同比-18%



来源: iFind, 国金证券研究所

风险提示

来水波动; 上网电价调整风险; 煤炭价格上涨等。



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	56,712	57,819	53,014	57,016	59,455	61,273
增长率		2.0%	-8.3%	7.5%	4.3%	3.1%
主营业务成本	-36,250	-36,150	-31,206			-36,278
%销售收入	63.9%	62.5%	58.9%	59.4%	58.8%	59.2%
毛利	20,462	21,669	21,808	23,168	24,479	24,995
%销售收入	36.1%	37.5%	41.1%	40.6%	41.2%	40.8%
营业税金及附加	-939	-1,068	-1,486	-1,596	-1,665	-1,716
%销售收入	1.7%	1.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
销售费用	-46	-60	-60	-57	-59	-61
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-1,769	-1,895	-2,033	-2,167	-2,259	-2,328
%销售收入	3.1%	3.3%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
研发费用	-101	-170	-196	-211	-220	-227
%销售收入	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	17,607	18,476	18,032	19,137	20,275	20,663
%销售收入	31.0%	32.0%	34.0%	33.6%	34.1%	33.7%
财务费用	-3,975	-3,412	-2,687	-2,549	-2,530	-2,468
%销售收入	7.0%	5.9%	5.1%	4.5%	4.3%	4.0%
资产减值损失	-398	-420	-170	-350	-350	-350
公允价值变动收益	-1	3	5	5	5	5
投资收益	697	1,086	972	1,000	1,050	1,100
%税前利润	4.9%	6.9%	6.0%	5.8%	5.7%	5.8%
营业利润	14,048	15,824	16,303	17,344	18,550	19,050
营业利润率	24.8%	27.4%	30.8%	30.4%	31.2%	31.1%
营业外收支	167	-118	16	30	30	30
税前利润	14,215	15,706	16,319	17,374	18,580	19,080
利润率	25.1%	27.2%	30.8%	30.5%	31.3%	31.1%
所得税	-2,055	-3,681	-2,857	-3,127	-3,344	-3,434
所得税率	14.5%	23.4%	17.5%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	12,160	12,025	13,461	14,247	15,236	15,645
少数股东损益	5,455	5,382	6,067	6,411	6,856	7,040
归属于母公司的净利润	6,705	6,643	7,393	7,836	8,380	8,605
净利率	11.8%	11.5%	13.9%	13.7%	14.1%	14.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	12,160	12,025	13,461	14,247	15,236	15,645
少数股东损益	5,455	5,382	6,067	6,411	6,856	7,040
非现金支出	10,320	10,842	10,704	10,902	11,526	12,149
非经营收益	3,981	3,612	3,298	1,812	1,795	1,690
营运资金变动	-5,193	-1,821	4,108	-1,957	268	467
经营活动现金净流	21,268	24,657	31,570	25,003	28,824	29,951
资本开支	-20,247	-21,666	-21,404	-20,598	-20,490	-20,490
投资	-153	790	3,995	-395	-395	-395
其他	-256	-1,774	474	1,000	550	600
投资活动现金净流	-20,656	-22,650	-16,936	-19,993	-20,335	-20,285
股权募资	1,827	6,106	9,245	1,879	1,997	2,219
债权募资	7,897	7,082	374	-1,116	-2,139	-3,451
其他	-10,663	-16,340	-18,931	-7,120	-7,397	-7,466
筹资活动现金净流	-939	-3,152	-9,312	-6,357	-7,539	-8,699
现金净流量	-290	-1,167	5,332	-1,347	951	967

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	11,358	10,170	23,113	21,467	22,103	22,741
应收款项	14,940	16,859	12,430	16,876	17,598	18,136
存货	1,296	1,681	1,312	1,484	1,533	1,590
其他流动资产	1,179	1,132	930	1,218	1,230	1,243
流动资产	28,773	29,843	37,785	41,046	42,464	43,710
%总资产	10.4%	10.1%	12.0%	12.5%	12.5%	12.5%
长期投资	17,658	22,142	20,796	21,196	22,096	22,996
固定资产	215,409	227,512	234,571	244,135	253,100	261,464
%总资产	77.7%	76.7%	74.8%	74.6%	74.6%	74.6%
无形资产	6,379	6,638	6,662	6,923	7,180	7,428
非流动资产	248,590	266,694	275,794	286,413	296,797	306,558
%总资产	89.6%	89.9%	88.0%	87.5%	87.5%	87.5%
资产总计	277,363	296,537	313,580	327,459	339,261	350,268
短期借款	21,806	28,240	35,582	34,948	33,309	30,358
应付款项	22,468	25,756	23,593	26,068	26,948	27,943
其他流动负债	1,537	2,569	2,275	2,720	2,888	2,967
流动负债	45,811	56,565	61,450	63,736	63,145	61,267
长期贷款	113,672	117,794	114,554	113,554	112,554	111,554
其他长期负债	15,762	13,104	13,787	14,582	15,369	16,141
负债	175,246	187,463	189,791	191,872	191,068	188,963
普通股股东权益	59,067	61,987	72,642	78,030	83,779	89,851
其中：股本	7,454	7,454	8,004	8,154	8,304	8,454
未分配利润	30,951	33,273	36,261	39,771	43,523	47,377
少数股东权益	43,051	47,087	51,147	57,558	64,414	71,454
负债股东权益合计	277,363	296,537	313,580	327,459	339,261	350,268

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.899	0.891	0.924	0.979	1.047	1.075
每股净资产	7.924	8.316	9.075	9.748	10.467	11.225
每股经营现金净流	2.853	3.308	3.944	3.066	3.471	3.543
每股股利	0.495	0.457	0.510	0.531	0.557	0.562
回报率						
净资产收益率	11.35%	10.72%	10.18%	10.04%	10.00%	9.58%
总资产收益率	2.42%	2.24%	2.36%	2.39%	2.47%	2.46%
投入资本收益率	6.02%	5.34%	5.29%	5.38%	5.50%	5.43%
增长率						
主营业务收入增长率	12.32%	1.95%	-8.31%	7.55%	4.28%	3.06%
EBIT 增长率	28.99%	4.93%	-2.40%	6.13%	5.95%	1.91%
净利润增长率	64.36%	-0.92%	11.30%	5.98%	6.94%	2.69%
总资产增长率	7.40%	6.91%	5.75%	4.43%	3.60%	3.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	74.0	94.3	92.4	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	12.7	15.0	17.5	16.0	16.0	16.0
应付账款周转天数	47.2	62.8	83.6	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	1,275.1	1,245.2	1,347.5	1,265.2	1,221.3	1,189.4
偿债能力						
净负债/股东权益	133.06%	132.54%	107.59%	98.61%	88.35%	78.63%
EBIT 利息保障倍数	4.4	5.4	6.7	7.5	8.0	8.4
资产负债率	63.18%	63.22%	60.52%	58.59%	56.32%	53.95%

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	1	5	16	23	50
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	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**