



新机组投产叠加来水偏丰驱动业绩稳健增长

—— 2025 年年报&2026 年一季报点评

2026 年 04 月 30 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 265.95 亿元，同比+6.89%；实现归母净利润 85.04 亿元（扣非 85.24 亿元），同比+2.50%（扣非同比+2.65%）。25Q4 实现营收 59.55 亿元，同比+8.98%；实现归母净利润 9.65 亿元（扣非 9.70 亿元），同比-9.95%（扣非同比-10.47%）。26Q1 实现营收 57.63 亿元，同比+7.02%；实现归母净利润 15.43 亿元（扣非 15.41 亿元），同比+2.32%（扣非同比+1.33%）。公司 2025 年年度拟派发现金红利 0.205 元/股，2026 年 4 月 29 日收盘价对应股息率 2.14%；2025 年度现金分红总额为 38.19 亿元，占 25 年归母净利润的比例为 44.91%，较 2024 年的 43.39%有所提升。
- 25 年水电量增价跌，风光盈利表现分化。**2025 年，公司水电实现发电量 1208.15 亿 kwh，同比+11.94%；一方面系年内新增装机 81 万千瓦；另一方面系来水偏丰，若不考虑托巴、硬梁包电站增量贡献，存量电站发电量同比+5.96%。2025 年，受市场化电价下行影响，公司水电上网电价同比-5.54%或-0.012 元/kwh。综合来看，25 年公司水电实现营收 248.14 亿元，同比+5.74%；毛利率 58.61%，同比+1.71pct，其中部分受到水资源费改税的影响，25 年公司税金及附加同比+158%至 12.47 亿元。2025 年，公司光伏、风电分别实现发电量 57.77、3.40 亿 kwh，同比+57.58%、-18.29%，其中光伏电量高增主要受装机增长驱动，2025 年末公司新能源装机为 609.23 万 kw，对应年内新增 239 万 kw。2025 年，公司光伏、风电上网电价同比分别-8.37%（或-0.023 元/kwh）、+13.24%（或+0.057 元/kwh）；营收分别为 14.48、1.61 亿元，同比+44.50%、-7.47%；毛利率 29.23%、53.11%，同比-18.83、+15.49pct。
- 26Q1，蓄能释放、新增装机助力收入增长，毛利率有所回落。**26Q1，公司水电实现发电量 217.90 亿 kwh，同比+10.42%，主要得益于前期蓄能的释放；光伏、风电发电量分别为 20.52、1.16 亿 kwh，同比+45.22%、-20.55%，光伏维持高增态势，风电继续承压。我们以营业收入/上网电量近似模拟公司上网电价，26Q1 同比-4.89%或-0.012 元/kwh，澜上六座电站发电量同比-15.62%或在一定程度上结构性拉低公司综合上网电价。量增价跌促使公司 26Q1 营收同比+7.02%；但成本端受折旧等刚性增加，度电营业成本同比+1.20%或 0.001 元/kwh；最终使得毛利率同比-2.89pct 至 51.99%，压制利润端增速表现。
- 融资成本降幅可观，财务费用减少增厚业绩。**2025 年，公司积极争取“两金”贷款及创新债券发行等方式，多元拓宽融资渠道，推动综合融资成本降至 2.43%，同比减少 41bp；在有新机组投产的情况下，全年发生财务费用 26.25 亿元，同比-1.85%；26Q1，财务费用同比继续下降 2.83%至 6.29 亿元。
- 投资建议：**我们预计公司 26-28 年分别实现归母净利润 86.26、87.68、89.76 亿元，对应 PE 分别为 20.74x、20.40x、19.93x。维持“推荐”评级。
- 风险提示：**来水超预期波动的风险，新增装机不及预期的风险，上网电价超预期下降的风险等。

华能水电（股票代码：600025）

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 29 日

股票代码	600025
A 股收盘价(元)	9.60
上证指数	4,107.51
总股本(万股)	1,863,109
实际流通 A 股(万股)	1,863,109
流通 A 股市值(亿元)	1,789

相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 29 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_来水&装机对冲电价影响，定增落地、长期成长可期
- 【银河环保公用】公司点评_华能水电：25Q2 业绩稳健，定增加码水电项目建设
- 【银河环保公用】公司点评_华能水电：24 年业绩符合预期，25Q1 增速亮眼

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	26,595	27,360	28,105	28,878
收入增长率%	6.89	2.87	2.73	2.75
归母净利润(百万元)	8,504	8,626	8,768	8,976
利润增长率%	2.50	1.43	1.65	2.38
分红率%	44.91	45.00	45.00	45.00
毛利率%	56.98	56.00	55.44	54.77
摊薄 EPS(元)	0.46	0.46	0.47	0.48
PE	21.03	20.74	20.40	19.93
PB	2.18	2.06	1.95	1.85
PS	6.73	6.54	6.36	6.19

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	8,163	8,448	8,701	8,581
现金	3,943	4,156	4,311	4,089
应收账款	2,582	2,648	2,721	2,796
其它应收款	696	696	715	735
预付账款	88	93	97	101
存货	46	49	51	53
其他	807	807	807	807
非流动资产	218,554	230,862	242,681	254,058
长期投资	5,313	5,313	5,313	5,313
固定资产	173,496	170,985	178,843	187,177
无形资产	6,034	5,917	5,796	5,672
其他	33,711	48,647	52,729	55,896
资产总计	226,717	239,310	251,382	262,638
流动负债	44,403	46,529	48,042	49,609
短期借款	11,409	12,909	13,909	14,909
应付账款	295	310	323	337
其他	32,698	33,309	33,810	34,363
非流动负债	94,200	99,200	104,200	108,200
长期借款	89,907	94,907	99,907	103,907
其他	4,293	4,293	4,293	4,293
负债总计	138,602	145,728	152,242	157,809
少数股东权益	6,155	6,878	7,613	8,366
归属母公司股东权益	81,960	86,704	91,526	96,463
负债和股东权益	226,717	239,310	251,382	262,638

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	19,049	19,901	20,385	21,040
净利润	9,217	9,349	9,503	9,729
折旧摊销	7,273	7,636	8,076	8,540
财务费用	2,639	2,625	2,661	2,669
投资损失	-311	-320	-329	-422
营运资金变动	433	-13	-24	-24
其他	-202	625	499	547
投资活动现金流	-17,605	-19,682	-19,624	-19,553
资本支出	-16,457	-20,002	-19,953	-19,975
长期投资	-1,460	0	0	0
其他	312	320	329	422
筹资活动现金流	-2,131	-6	-607	-1,708
短期借款	-2,849	1,500	1,000	1,000
长期借款	241	5,000	5,000	4,000
其他	477	-6,506	-6,607	-6,708
现金净增加额	-692	213	155	-222

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	26,595	27,360	28,105	28,878
营业成本	11,441	12,040	12,524	13,062
税金及附加	1,247	1,283	1,318	1,354
销售费用	66	68	70	72
管理费用	612	630	647	664
研发费用	97	100	102	105
财务费用	2,625	2,566	2,599	2,604
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	22	0	0	0
投资收益及其他	297	305	314	407
营业利润	10,826	10,980	11,160	11,424
营业外收入	19	19	19	19
营业外支出	78	78	78	78
利润总额	10,768	10,922	11,102	11,366
所得税	1,551	1,573	1,599	1,637
净利润	9,217	9,349	9,503	9,729
少数股东损益	713	723	735	753
归属母公司净利润	8,504	8,626	8,768	8,976
EBITDA	20,666	21,123	21,777	22,509
EPS (元)	0.46	0.46	0.47	0.48

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	6.9%	2.9%	2.7%	2.7%
营业利润增长率	4.2%	1.4%	1.6%	2.4%
归母净利润增长率	2.5%	1.4%	1.6%	2.4%
毛利率	57.0%	56.0%	55.4%	54.8%
净利率	34.7%	34.2%	33.8%	33.7%
ROE	10.4%	9.9%	9.6%	9.3%
ROIC	5.5%	5.3%	5.1%	5.0%
资产负债率	61.1%	60.9%	60.6%	60.1%
净资产负债率	157.3%	155.7%	153.6%	150.5%
流动比率	0.18	0.18	0.18	0.17
速动比率	0.16	0.16	0.16	0.15
总资产周转率	0.12	0.12	0.11	0.11
应收账款周转率	11.71	10.46	10.47	10.47
应付账款周转率	37.41	39.78	39.55	39.60
每股收益(元)	0.46	0.46	0.47	0.48
每股经营现金流(元)	1.02	1.07	1.09	1.13
每股净资产(元)	4.40	4.65	4.91	5.18
P/E	21.03	20.74	20.40	19.93
P/B	2.18	2.06	1.95	1.85
EV/EBITDA	14.20	14.19	14.03	13.81
PS	6.73	6.54	6.36	6.19

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