

公司研究

营收稳健增长，利润有所承压

——中国能源建设（3996.HK）2025 年年报及 2026 年一季报点评

买入（维持）

当前价：1.29 港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

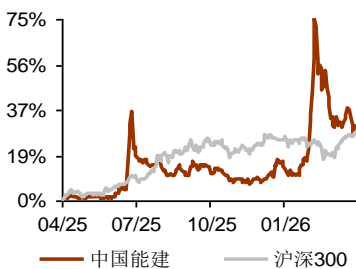
021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	442.40
总市值(港元):	570.70
一年最低/最高(元):	0.94/ 1.96
近3月换手率:	194.84%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.30	13.55	2.80
绝对	-3.08	17.92	29.03

资料来源：Wind

事件：中国能建发布 25 年年报及 26 年一季报,25 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 4529.3/58.4/46.3 亿元，同比 3.7%/-30.4%/-29.1%。26Q1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 1020.2/14.5/13.0 亿元，同比 1.6%/-9.8%/-6.5%。

点评：

战新产业加速突破，境外业务持续放量：25 年公司战新产业加速突破，实现营收 1848.5 亿，同比+9.5%，占比增至 40.8%，拉动营收小幅增长。其中，2025 年电力运营业务营业收入同比增长 23.94%，控股并网项目装机容量约 24GW，在建装机规模约 16GW，近四年装机容量复合增长率达 42.41%，为公司贡献了稳定的现金流与利润增量。分业务板块看，25 年公司工程建设/投资运营业务/工业制造/勘测设计及咨询实现营业收入 3890.2/387.5/342.6/220.5 亿元，同比 +6.1%/+7.3%/+6.3%/+5.8%。分区域看 25 年公司境内/境外业务实现营收 3773.3/756.0 亿元，同比-0.9%/+34.7%。

毛利率持续承压，拖累利润增长：25 年公司毛利率/净利率为 12.2%/2.2%，同比 -0.22/-0.55pcts。公司工程建设/投资运营业务/工业制造/勘测设计及咨询的毛利率分别为 7.17%/30.64%/17.22%/40.47%，同比-0.43/-3.46/+0.39/+4.26pcts，投资运营业务盈利承压。毛利率下行，减值提升，叠加投资净收益和资产处置收益提升，导致公司 25 年在营收同比小幅增长下归母净利润同比下降。26Q1 公司毛利率/净利率为 10.8%/2.3%，同比-0.38/-0.34pcts。毛利率的下滑及财务费用率的提升使公司 26Q1 归母净利润同比仍延续下降态势。

25 年新签合同稳健增长，勘探设计及咨询业务增速较快：25 年公司新签合同额 14493.9 亿元，同比+2.9%，其中工程建设/勘测设计及咨询新签合同/工业制造 13464.8/261.6/337.0 亿元，同比+5.6%/+32.7%/-60.3%。公司 25 年境内/境外新签合同 10987.1/3506.7 亿元，同比+1.0%/+9.1%。26Q1 公司新签合同额 2762.0 亿元，同比 -29.0%，其中工程建设/勘测设计及咨询新签合同/工业制造 2494.3/88.8/121.8 亿元，同比-31.5%/+36.1%/+33.4%。公司 26Q1 年境内/境外新签合同 1848.1/913.9 亿元，同比-35.7%/-9.9%。

管理费用压降明显，现金流有所承压：25 年公司销售/管理/财务/研发费用率为 0.5%/3.0%/1.5%/3.3%，同比-0.02/-0.37/+0.24/+0.05pcts。26Q1 公司销售/管理/财务/研发费用率为 0.5%/3.5%/1.7%/2.0%，同比-0.03/-0.25/+0.27/-0.14pcts。25 年公司经营性现金净流入 115.5 亿元，较上年同期多流入 5.2 亿元；26Q1 公司经营性现金净流出 237.22 亿元，较上年同期多流出 92.1 亿元。

盈利预测、估值与评级：考虑公司毛利率持续承压下滑，传统业务板块仍有一定经营压力，因此我们下调公司 26-27 年归母净利润预测至 60/65 亿元（分别下调 37.3%/36.2%），新增 28 年归母净利润预测为 68 亿元。公司聚焦“能源”和“能源+”优势领域，大力培育电力运营、储能、氢能及融合新业态，以“储能+”“+储能”模式推进压缩空气储能、电化学储能及抽水蓄能项目落地；积极打造“AI 算力+绿电+新基建”融合产业链；聚焦优质资源区域布局，已储备一体化氢能项目 50 余个，我们看好公司未来在储能、AI 算力及氢能方向的发展，维持“买入”评级。

风险提示：能源工程建设需求不及预期、新签订单增速放缓、项目回款不及预期。

表 1: 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)	436,713	452,930	476,926	502,194	521,342
营业收入增长率	7.56%	3.71%	5.30%	5.30%	3.81%
归母净利润 (百万元)	8,396	5,840	6,042	6,453	6,809
归母净利润增长率	5.13%	-30.44%	3.45%	6.80%	5.52%
EPS (元)	0.20	0.14	0.14	0.15	0.15
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.24%	4.87%	4.84%	4.96%	5.02%
P/E	5.6	8.1	8.3	7.7	7.3
P/B	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2026-04-30; 汇率: 按 1HKD=0.87581CNY 换算
 注: 公司 24 年及 25 年总股本为 416.91 亿股。考虑定增, 预测公司 26-28 年股本均为 442.40 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	436,713	452,930	476,926	502,194	521,342
营业成本	382,530	397,711	419,481	441,705	458,518
折旧和摊销	7,742	9,708	11,389	13,132	15,139
税金及附加	1,654	1,879	1,979	2,084	2,163
销售费用	2,391	2,387	2,488	2,593	2,665
管理费用	14,833	13,723	14,450	15,064	15,482
研发费用	13,982	14,749	15,530	16,353	16,977
财务费用	5,379	6,670	7,490	7,726	8,041
投资收益	729	309	0	0	0
营业利润	14,828	13,182	14,892	15,740	16,532
利润总额	15,128	13,395	14,993	15,884	16,722
所得税	3,304	3,639	3,470	3,676	3,870
净利润	11,824	9,756	11,523	12,208	12,852
少数股东损益	3,428	3,915	5,481	5,756	6,043
归属母公司净利润	8,396	5,840	6,042	6,453	6,809
EPS(元)	0.20	0.14	0.14	0.15	0.15

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	11,027	11,550	38,125	39,446	43,984
净利润	8,396	5,840	6,042	6,453	6,809
折旧摊销	7,742	9,708	11,389	13,132	15,139
净营运资金增加	-1,421	-14,124	-9,919	-8,670	-9,640
其他	-3,690	10,125	30,614	28,531	31,677
投资活动产生现金流	-50,336	-44,144	-43,425	-56,684	-51,574
净资本支出	-44,351	-41,384	-41,395	-56,684	-51,574
长期投资变化	52,771	53,872	0	0	0
其他资产变化	-58,755	-56,632	-2,030	0	0
融资活动现金流	53,362	33,591	5,388	22,227	11,371
股本变化	0	0	2,549	0	0
债务净变化	43,385	45,978	14,179	31,153	20,683
无息负债变化	24,888	22,825	22,511	25,308	21,679
净现金流	13,965	915	88	4,989	3,780

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	12.4%	12.2%	12.0%	12.0%	12.1%
EBITDA 率	7.1%	7.7%	7.5%	7.7%	8.1%
EBIT 率	5.3%	5.5%	5.1%	5.1%	5.2%
税前净利润率	3.5%	3.0%	3.1%	3.2%	3.2%
归母净利润率	1.9%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
ROA	1.4%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%
ROE (摊薄)	7.2%	4.9%	4.8%	5.0%	5.0%
经营性 ROIC	6.1%	5.3%	5.1%	4.9%	4.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	76%	78%	78%	78%	78%
流动比率	1.02	0.99	0.95	0.89	0.86
速动比率	0.85	0.82	0.78	0.74	0.71
归母权益/有息债务	0.43	0.38	0.38	0.36	0.35
有形资产/有息债务	2.81	2.60	2.63	2.57	2.57

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	869,005	941,597	988,510	1,055,979	1,109,922
货币资金	91,162	94,076	94,164	99,153	102,934
交易性金融资产	421	304	304	354	404
应收账款	85,237	85,435	88,308	92,177	94,785
应收票据	4,191	4,715	4,965	5,228	5,428
其他应收款 (合计)	32,258	32,038	33,517	35,051	36,126
存货	74,877	79,102	82,662	86,816	89,808
其他流动资产	18,153	20,740	20,740	20,740	20,740
流动资产合计	447,305	462,175	477,950	500,677	517,342
其他权益工具	2,567	2,200	2,200	2,200	2,200
长期股权投资	52,771	53,872	53,872	53,872	53,872
固定资产	73,909	98,795	116,066	135,888	156,981
在建工程	37,212	42,543	53,743	64,149	72,756
无形资产	100,522	110,921	108,690	117,541	119,604
商誉	2,625	2,829	2,829	2,829	2,829
其他非流动资产	100,773	115,214	115,214	115,214	115,214
非流动资产合计	421,700	479,423	510,560	555,302	592,580
总负债	663,176	731,979	768,670	825,130	867,493
短期借款	40,193	46,637	60,816	91,968	112,652
应付账款	188,538	200,790	212,559	223,820	232,339
应付票据	16,795	17,802	18,777	19,771	20,524
预收账款	31	52	55	58	60
其他流动负债	9,430	9,572	9,572	9,572	9,572
流动负债合计	437,230	466,811	505,600	562,061	604,423
长期借款	193,010	225,110	225,110	225,110	225,110
应付债券	13,999	23,115	23,115	23,115	23,115
其他非流动负债	8,774	10,423	10,423	10,423	10,423
非流动负债合计	225,946	265,168	263,070	263,070	263,070
股东权益	205,829	209,618	219,841	230,849	242,429
股本	41,691	41,691	44,240	44,240	44,240
公积金	28,969	31,483	29,538	30,184	30,864
未分配利润	34,625	36,554	40,690	45,298	50,154
归属母公司权益	116,011	119,984	124,725	129,978	135,515
少数股东权益	89,818	89,634	95,116	100,871	106,915

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.55%	0.53%	0.52%	0.52%	0.51%
管理费用率	3.40%	3.03%	3.03%	3.00%	2.97%
财务费用率	1.23%	1.47%	1.57%	1.54%	1.54%
研发费用率	3.20%	3.26%	3.26%	3.26%	3.26%
所得税率	22%	27%	23%	23%	23%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
每股经营现金流	0.26	0.28	0.86	0.89	0.99
每股净资产	2.78	2.88	2.82	2.94	3.06
每股销售收入	10.47	10.86	10.78	11.35	11.78

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	5.6	8.1	8.3	7.7	7.3
PB	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	16.5	16.0	16.6	16.3	15.8
股息率	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%

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