

国投电力 (600886.SH)

25 年年报及 26 年一季报点评：税费影响减少提振水电盈利，火电电量修复，Q1 业绩稳增长

国投电力发布 25 年年报及 26 年一季报，2025 年实现营业收入 530.14 亿元，同比-8.31%；归母净利润 73.93 亿元，同比+11.3%。26Q1 公司实现营业收入 125.14 亿元，同比-4.63%；归母净利润 21.18 亿元，同比+1.91%。

□ 业绩稳健增长，整体符合预期。公司 2025 年实现营业收入 530.14 亿元，同比-8.31%，主要系电量电价下降导致售电收入减少；归母净利润 73.93 亿元，同比+11.3%，主要受益于燃煤成本下降；其中，25Q4 实现营业收入 124.42 亿元，同比-7.32%；归母净利润 8.76 亿元，同比+1243.32%。公司拟派发现金红利 0.5081 元/股，分红比例 55%。26Q1 公司实现营业收入 125.14 亿元，同比-4.63%；归母净利润 21.18 亿元，同比+1.91%。

□ 雅砻江来水持续偏枯，税费影响下降，水电盈利提升。2025 年公司实现发电量 1580.93 亿千瓦时，同比-8.12%；平均上网电价 0.355 元/千瓦时，同比-1.11%。公司水电发电量 980.94 亿千瓦时，同比-5.76%，主要受雅砻江流域及黄河上游来水偏枯影响。其中，雅砻江水电发电量 871.51 亿千瓦时，同比-6.23%。2025 年，公司水电板块实现收入 258.63 亿元，同比-2.86%，测算水电除税上网电价为 0.265 元/千瓦时，同比+0.008 元/千瓦时，水电度电净利润约 0.107 元/千瓦时，同比+0.017 元/千瓦时，主要受益于雅砻江水电强化成本费用管控，修理维护费用、财务费用同比减少，以及缴纳税费同比减少。26Q1 公司水电发电量 232.94 亿千瓦时，同比-7.82%，其中雅砻江水电发电量 209.29 亿千瓦时，同比-9.93%。

□ 煤价下行推动火电利润增长，新能源装机规模快速扩张。2025 年公司火电发电量 465.34 亿千瓦时，同比-17.64%，主要是受到部分火电所在区域清洁能源发电量增加，以及外送电量影响。其中，国投北疆、国投钦州、湄洲湾电力、国投盘江发电量分别下滑 15.64%、30.41%、23.92%、5.03%。尽管电量下滑，但受益于燃煤采购成本显著降低，2025 年公司火电营业成本同比下滑 25.41%；测算火电度电净利润约 0.046 元/千瓦时，同比+0.017 元/千瓦时。26Q1 公司火电发电量 104.84 亿千瓦时，同比+1.91%。公司积极推进雅砻江水风光一体化基地及各省域新能源开发，2025 年风电/光伏发电量分别同比+3.86%/+35.68%。2025 年公司新增风电 25.18 万千瓦，光伏 191.05 万千瓦。截至 2025 年底，公司清洁能源装机占比提升至 72.12%。

□ 盈利预测与估值。雅砻江水电作为优质“现金奶牛”，为公司提供业绩压舱石；Q1 火电电量修复，且公司湄洲湾 5、6 号机组开工建设，钦州二电 3、4 号机组和舟山燃机 1、2 号机组建设稳步推进，投产后将贡献可观业绩增量；依托雅砻江布局水风光综合能源基地，多电源品类优势互补、协同发展，为公司经营效益的稳定增长提供有力保障。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 76.54、79.56、81.95 亿元，同比增长 4%、4%、3%，当前股价对应 PE 分别为 14.3x、13.7x、13.3x，维持“增持”评级。

□ 风险提示：来水不及预期、煤炭成本高于预期、上网电价波动、新能源项目进度滞后等。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
------	------	------	-------	-------	-------

增持 (维持)

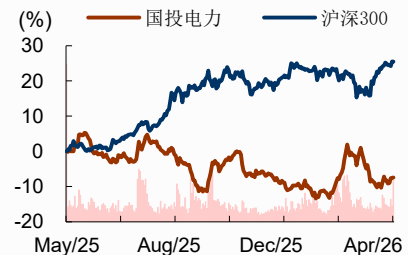
周期/环保及公用事业
目标估值: NA
当前股价: 13.63 元

基础数据

总股本 (百万股)	8004
已上市流通股 (百万股)	7454
总市值 (十亿元)	109.1
流通市值 (十亿元)	101.6
每股净资产 (MRQ)	9.3
ROE (TTM)	9.9
资产负债率	59.6%
主要股东	中国长江电力股份有限公司
主要股东持股比例	13.05%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-6	-8
相对表现	-13	-9	-35



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《国投电力 (600886): Q3 电量承压，业绩符合预期》2025-11-02
- 《国投电力 (600886) 25 年中报点评: 营收略降，业绩韧性十足 (更新)》2025-09-01
- 《国投电力 (600886) 24 年年报及 25 年一季报点评: 水电电量高增，火电量价略承压》2025-05-10

宋盈盈 S1090520080001
songyingying@cmschina.com.cn
卢湘雪 研究助理
luxiangxue@cmschina.com.cn

营业总收入(百万元)	57819	53014	55693	58133	60362
同比增长	2%	-8%	5%	4%	4%
营业利润(百万元)	15824	16303	16947	17616	18145
同比增长	13%	3%	4%	4%	3%
归母净利润(百万元)	6643	7393	7654	7956	8195
同比增长	-1%	11%	4%	4%	3%
每股收益(元)	0.83	0.92	0.96	0.99	1.02
PE	16.4	14.8	14.3	13.7	13.3
PB	1.8	1.5	1.4	1.4	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	29843	37785	33282	39766	44944
现金	10170	23113	17833	23641	28195
交易性投资	211	80	80	80	80
应收票据	14	1	1	1	1
应收款项	15834	10997	11553	12059	12521
其它应收款	1012	1432	1505	1571	1631
存货	1681	1312	1412	1476	1539
其他	921	850	899	939	976
非流动资产	266694	275794	280101	289221	299906
长期股权投资	9985	10040	10040	10040	10040
固定资产	197245	195717	200698	210424	221652
无形资产商誉	6537	6582	5924	5332	4799
其他	52927	63455	63439	63426	63416
资产总计	296537	313580	313383	328988	344849
流动负债	56565	61450	26405	26755	27094
短期借款	9279	20061	0	0	0
应付账款	8114	7144	7686	8039	8381
预收账款	15	78	84	88	91
其他	39157	34168	18635	18628	18622
长期负债	130898	128341	153341	158341	163341
长期借款	117794	114554	139554	144554	149554
其他	13104	13787	13787	13787	13787
负债合计	187463	189791	179746	185096	190435
股本	7454	8004	8004	8004	8004
资本公积金	16671	23130	23130	23130	23130
留存收益	37861	41507	45094	48839	52657
少数股东权益	47087	51147	57409	63918	70623
归属于母公司所有者权益	61987	72642	76228	79974	83792
负债及权益合计	296537	313580	313383	328988	344849

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	24657	31570	25986	26705	27684
净利润	12025	13461	13915	14465	14899
折旧摊销	10341	10438	10694	10879	11316
财务费用	4428	4016	2785	2907	3018
投资收益	(1086)	(972)	(1168)	(1219)	(1266)
营运资金变动	(1257)	4353	(240)	(327)	(284)
其它	208	273	0	0	0
投资活动现金流	(22650)	(16936)	(13832)	(18781)	(20734)
资本支出	(21766)	(21438)	(15000)	(20000)	(22000)
其他投资	(884)	4503	1168	1219	1266
筹资活动现金流	(3152)	(9312)	(17434)	(2117)	(2395)
借款变动	6746	(10748)	(10582)	5000	5000
普通股增加	0	550	0	0	0
资本公积增加	3	6459	0	0	0
股利分配	(3688)	(3403)	(4067)	(4210)	(4376)
其他	(6213)	(2170)	(2785)	(2907)	(3018)
现金净增加额	(1145)	5322	(5280)	5808	4555

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	57819	53014	55693	58133	60362
营业成本	36150	31206	33571	35114	36607
营业税金及附加	1068	1486	1002	1046	1087
营业费用	60	60	63	66	68
管理费用	1895	2033	2136	2230	2315
研发费用	170	196	206	215	224
财务费用	3412	2687	2785	2907	3018
资产减值损失	(428)	(155)	(151)	(157)	(164)
公允价值变动收益	3	5	5	5	5
其他收益	99	136	143	149	155
投资收益	1086	972	1021	1066	1106
营业利润	15824	16303	16947	17616	18145
营业外收入	30	75	79	82	85
营业外支出	148	59	56	58	60
利润总额	15706	16318	16970	17640	18170
所得税	3681	2857	3055	3175	3271
少数股东损益	5382	6067	6262	6509	6705
归属于母公司净利润	6643	7393	7654	7956	8195

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	2%	-8%	5%	4%	4%
营业利润	13%	3%	4%	4%	3%
归母净利润	-1%	11%	4%	4%	3%
获利能力					
毛利率	37.5%	41.1%	39.7%	39.6%	39.4%
净利率	11.5%	13.9%	13.7%	13.7%	13.6%
ROE	11.0%	11.0%	10.3%	10.2%	10.0%
ROIC	5.8%	5.8%	5.9%	6.0%	5.9%
偿债能力					
资产负债率	63.2%	60.5%	57.4%	56.3%	55.2%
净负债比率	49.2%	47.9%	44.5%	43.9%	43.4%
流动比率	0.5	0.6	1.3	1.5	1.7
速动比率	0.5	0.6	1.2	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	24.3	20.8	24.7	24.3	24.3
应收账款周转率	3.9	3.9	4.9	4.9	4.9
应付账款周转率	5.0	4.1	4.5	4.5	4.5
每股资料(元)					
EPS	0.83	0.92	0.96	0.99	1.02
每股经营净现金	3.08	3.94	3.25	3.34	3.46
每股净资产	7.74	9.08	9.52	9.99	10.47
每股股利	0.43	0.51	0.53	0.55	0.56
估值比率					
PE	16.4	14.8	14.3	13.7	13.3
PB	1.8	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	11.3	11.3	10.8	10.5	10.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。