

申能股份 (600642.SH)

25 年年报及 26 年一季报点评: Q1 业绩承压, 新能源扩张持续注入成长动力

申能股份发布 25 年年报及 26 年一季报, 2025 年公司实现营业收入 280.29 亿元, 同比-5.37%; 归母净利润 40.13 亿元, 同比+1.75%。26Q1 公司实现营业收入 68.18 亿元, 同比-7.08%; 归母净利润 7.88 亿元, 同比-22.05%。

□ **25 年业绩稳健增长。**2025 年公司实现营业收入 280.29 亿元, 同比-5.37%; 归母净利润 40.13 亿元, 同比+1.75%; 其中, 25Q4 实现营业收入 70.97 亿元, 同比-2.06%; 归母净利润 6.99 亿元, 同比+5.29%。公司拟派发现金红利 0.46 元/股, 分红比例 56.09%, 同比+0.25pct。26Q1 公司实现营业收入 68.18 亿元, 同比-7.08%; 归母净利润 7.88 亿元, 同比-22.05%, 或因电量电价均有下滑, 且公司公允价值变动净收益同比下降。

□ **火电电量下滑, 燃煤成本大幅优化。**2025 年公司实现发电量 576.54 亿千瓦时, 同比-1.7%; 全年含税平均上网电价为 0.494 元/千瓦时, 同比-3.3%, 测算 Q4 平均上网电价 0.485 元/千瓦时, 同比-0.026 元/千瓦时, 环比-0.002 元/千瓦时。公司 25Q4 煤电发电量 92.74 亿千瓦时, 同比-9.5%; 气电发电量 24.06 亿千瓦时, 同比+37.8%。煤价下行带动公司全年燃煤成本同比下降 20.3%, 在电量电价齐降的背景下, 公司业绩依然实现良好增长。2026Q1, 公司实现发电量 139.61 亿千瓦时, 同比-3.2%, 其中煤电/气电分别同比下降 1.3%/15.7%; 26Q1 公司上网电价均价为 0.483 元/千瓦时, 同比-0.018 元/千瓦时, 降幅 3.6%。

□ **风电电量延续高增, 装机规模持续扩张。**2025 年公司风电发电量 68.13 亿千瓦时, 同比+24.3%, 光伏及分布式发电量 33.37 亿千瓦时, 同比+7.9%。其中, Q4 风电发电量 19.37 亿千瓦时, 同比+32.85%, 光伏发电量 6.63 亿千瓦时, 同比+5.6%。2025 年公司新增新能源装机 270.6 万千瓦, 其中风电 61.04 万千瓦, 光伏 198.86 万千瓦。公司新疆塔城 200 万千瓦光伏实现当年开工、当年投产, 135 万千瓦风电项目主体施工顺利推进, 裕民县 50 万千瓦风电项目成功备案, 海南 CZ2 海风二期项目完成核心前期手续, 新能源装机扩张为公司长期发展注入动力。

□ **盈利进一步提升, Q1 业绩受公允价值变动影响。**公司 2025 年实现毛利率 22.56%, 同比+2.95pct; 净利率为 17.99%, 同比+1.84pct。销售/管理/研发/财务费率分别为 0.03%/3.69%/0.08%/3.4%, 同比+0.01pct/ +0.32pct/ +0.01pct/-0.3pct。公司积极拓展低成本融资渠道, 财务费用同比下降 1.4 亿元, 降幅 13%。公司参股气电、抽蓄、新能源、核电等多个行业, 全年实现投资收益 14.99 亿元, 同比-6.36%, 其中对联合营企业投资收益 11.84 亿元, 同比+18.7%。26Q1 公司实现公允价值变动净收益 0.21 亿元, 同比-87.57%, 影响业绩释放。

□ **盈利预测与估值。**公司为上海电力龙头, 有望受益当地较好的用电格局和电价韧性; 煤电机组技术先进, 供电煤耗低于行业平均, 随着煤价下行盈利能力充分修复; 自建外购并举, 新能源业务提供持续增长动能; 投资盈利能力稳定, 提供业绩支撑。考虑市场电价下行, 预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 36.82、38.13、39.99 亿元, 同比增长-8%、4%、5%, 当前股价对

增持 (维持)

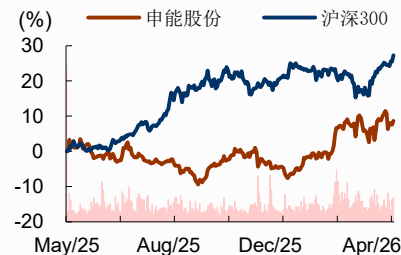
周期/环保及公用事业
目标估值: NA
当前股价: 9.15 元

基础数据

总股本 (百万股)	4894
已上市流通股 (百万股)	4894
总市值 (十亿元)	44.8
流通市值 (十亿元)	44.8
每股净资产 (MRQ)	8.7
ROE (TTM)	8.9
资产负债率	54.1%
主要股东	申能(集团)有限公司
主要股东持股比例	53.67%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	10	5
相对表现	-8	6	-23



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《申能股份 (600642): 煤价下行投资收益稳定, 盈利进一步增长》2025-11-02
- 2、《申能股份 (600642) 25 年中报点评: 成本优化叠加投资收益增长对冲电价下行, 业绩稳定性较强》2025-08-31
- 3、《申能股份 (600642) 24 年年报及 25 年一季报点评: 一季度煤电检修影响电量, 新能源开启规模化发展》2025-05-07

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

应 PE 分别为 12.2x、11.7x、11.2x，维持“增持”评级。

□ 风险提示：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
营业总收入(百万元)	29619	28029	26835	27128	27713
同比增长	2%	-5%	-4%	1%	2%
营业利润(百万元)	5542	5887	5335	5526	5799
同比增长	16%	6%	-9%	4%	5%
归母净利润(百万元)	3944	4013	3682	3813	3999
同比增长	14%	2%	-8%	4%	5%
每股收益(元)	0.81	0.82	0.75	0.78	0.82
PE	11.4	11.2	12.2	11.7	11.2
PB	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0

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	27482	29646	31089	34496	37271
现金	13956	15966	17967	21238	23737
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	23	12	11	11	12
应收款项	9951	9918	9495	9599	9806
其它应收款	233	350	335	338	346
存货	1187	1056	1031	1036	1051
其他	2132	2345	2249	2272	2320
非流动资产	74184	81671	82039	83381	85620
长期股权投资	9379	10191	10191	10191	10191
固定资产	46293	49628	50122	51576	53913
无形资产商誉	1135	1041	937	844	759
其他	17377	20811	20788	20770	20756
资产总计	101666	111317	113128	117877	122890
流动负债	27070	22435	12895	12943	13096
短期借款	8049	6759	0	0	0
应付账款	6971	7759	7576	7610	7716
预收账款	325	356	347	349	354
其他	11725	7562	4971	4984	5026
长期负债	28671	38534	47534	49534	51534
长期借款	20758	20243	29243	31243	33243
其他	7912	18291	18291	18291	18291
负债合计	55741	60969	60429	62477	64631
股本	4894	4894	4894	4894	4894
资本公积金	6923	9158	9158	9158	9158
留存收益	25949	27646	29076	30823	32684
少数股东权益	8159	8650	9571	10524	11524
归属于母公司所有者权益	37766	41698	43128	44876	46736
负债及权益合计	101666	111317	113128	117877	122890

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7164	8696	7837	7635	7921
净利润	4785	5043	4602	4766	4999
折旧摊销	3559	3768	4132	4157	4262
财务费用	1281	1067	886	895	915
投资收益	(1601)	(1499)	(2079)	(2097)	(2131)
营运资金变动	(980)	221	296	(87)	(123)
其它	120	96	0	0	0
投资活动现金流	(4736)	(4511)	(2421)	(3403)	(4369)
资本支出	(6016)	(5065)	(4500)	(5500)	(6500)
其他投资	1280	554	2079	2097	2131
筹资活动现金流	(379)	(2143)	(3414)	(960)	(1053)
借款变动	2035	(11478)	(278)	2000	2000
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	2262	2235	0	0	0
股利分配	(1958)	(2202)	(2251)	(2065)	(2139)
其他	(2717)	9302	(886)	(895)	(915)
现金净增加额	2050	2042	2002	3271	2499

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	29619	28029	26835	27128	27713
营业成本	23812	21706	21195	21289	21587
营业税金及附加	302	291	279	282	288
营业费用	6	7	7	7	7
管理费用	998	1035	966	977	998
研发费用	22	23	22	23	23
财务费用	1097	954	886	895	915
资产减值损失	9	(99)	(94)	(95)	(98)
公允价值变动收益	461	510	510	510	510
其他收益	221	140	134	136	139
投资收益	1601	1499	1435	1451	1482
营业利润	5542	5887	5335	5526	5799
营业外收入	75	111	106	107	110
营业外支出	65	16	27	27	28
利润总额	5552	5982	5414	5607	5881
所得税	767	939	812	841	882
少数股东损益	840	1030	920	953	1000
归属于母公司净利润	3944	4013	3682	3813	3999

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	2%	-5%	-4%	1%	2%
营业利润	16%	6%	-9%	4%	5%
归母净利润	14%	2%	-8%	4%	5%
获利能力					
毛利率	19.6%	22.6%	21.0%	21.5%	22.1%
净利率	13.3%	14.3%	13.7%	14.1%	14.4%
ROE	11.1%	10.1%	8.7%	8.7%	8.7%
ROIC	7.0%	6.8%	6.5%	6.5%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	54.8%	54.8%	53.4%	53.0%	52.6%
净负债比率	32.5%	26.5%	25.8%	26.5%	27.1%
流动比率	1.0	1.3	2.4	2.7	2.8
速动比率	1.0	1.3	2.3	2.6	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
存货周转率	21.8	19.4	20.3	20.6	20.7
应收账款周转率	3.1	2.8	2.8	2.8	2.9
应付账款周转率	3.5	2.9	2.8	2.8	2.8
每股资料(元)					
EPS	0.81	0.82	0.75	0.78	0.82
每股经营净现金	1.46	1.78	1.60	1.56	1.62
每股净资产	7.72	8.52	8.81	9.17	9.55
每股股利	0.45	0.46	0.42	0.44	0.46
估值比率					
PE	11.4	11.2	12.2	11.7	11.2
PB	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	9.5	9.2	9.4	9.2	8.8

资料来源：公司数据、招商证券

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。