



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年05月07日

基础数据

05月06日收盘价（元）	4.58
总市值（亿元）	847.61
总股本（亿股）	185.07

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证公用】大唐发电 2025 年三季度报点评：成本下行火电盈利大幅提升，购买资产计提商誉减值-2025.11.06

【兴证公用】大唐发电 2025 年中报点评：火电风电盈利显著提升，投资收益下滑-2025.09.03

分析师：蔡屹

S0190518030002
caiyi@xyzq.com.cn

分析师：朱理显

S0190525010004
zhulixian@xyzq.com.cn

研究助理：隋佳航

suijiahang@xyzq.com.cn

大唐发电(601991.SH) 火电盈利大幅改善，风光板块增利

投资要点：

- **事件：**大唐发电发布 2025 年报，公司 2025 年实现营业收入 1212.55 亿元，同比-1.80%，归母净利润为 73.86 亿元，同比+63.91%，扣非归母净利润为 78.53 亿元，同比+74.34%，期内财务费用压降 8.51 亿元，计提资产减值 16.86 亿元（上年计提 12.37 亿元）、信用减值冲回 2.20 亿元（上年计提 4.38 亿元）、投资收益-4.71 亿元；全年经营性净现金流 378.36 亿元，同比+44.84%；期内毛利率为 19.08%，同比+4.21pct。2025 年度公司派发现金红利 27.39 亿元（含税，含中期分红），占当期归属普通股股东净利润的 46.91%（上年为 38.13%）。
- **火电：受益煤价下行，度电盈利提升。**收入端，2025 年公司煤电、气电上网电量分别同比-3.36%、+3.31%，对应煤机、燃机利用小时分别同比-322、-269h；测算公司火电板块度电收入 0.415 元/度，同比-0.011 元/度。成本端，2025 年公司电力板块燃料成本同比-14.20%，以火电上网电量计度电燃料成本同比-0.038 元/度。2025 年公司煤电、气电板块分别实现利润总额 56.25、4.66 亿元，同比+119.08%、+36.75%，对应度电利润总额分别为 0.030、0.023 元/度，同比+0.017、+0.006 元/度。
- **绿电&参股资产：风光利润增厚，投资收益下降。**风光利润增厚，投资收益下降。2025 年公司风光装机分别增加 1.14、1.14GW，上网电量同比+26.85%、+32.43%。测算全年风光度电收入分别同比-0.033、-0.029 元/度，分别贡献利润总额 29.44、7.71 亿元，同比+38.52%、+9.80%，对应度电利润总额 0.134、0.100 元/度，同比+0.011（上年减值计提影响）、-0.021 元/度。水电方面，2025 年板块上网电量同比+9.75%，贡献利润总额 21.39 亿元，同比+6.49%，对应度电利润总额 0.061 元/度，同比-0.002 元/度。此外，2025 年公司联营企业投资收益为 20.33 亿元，同比-5.60 亿元，其中宁德核电、塔山煤矿分别贡献 11.08、6.52 亿元，同比-2.52、-3.95 亿元。
- **投资建议：维持“增持”评级。**综合考虑长协电价下降、电力现货市场套利空间、减值及费用压降空间，我们预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 64.21、68.40、74.71 亿元，分别同比-13.1%、+6.5%、+9.2%，对应 5 月 6 日 A 股收盘价 PE 估值分别为 13.2x、12.4x、11.3x，H 股收盘价 PE 估值分别为 7.4x、6.9x、6.4x。
- **风险提示：**动力煤价格回升、原材料价格上行增加风机与光伏组件成本、用电需求不及预期、市场化交易导致电价波动、宏观经济风险

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	121255	118465	117798	117381
同比增长	-1.8%	-2.3%	-0.6%	-0.4%
归母净利润（百万元）	7386	6421	6840	7471
同比增长	63.9%	-13.1%	6.5%	9.2%
毛利率	19.1%	15.5%	16.2%	17.1%
ROE	9.2%	7.6%	7.7%	8.0%
每股收益（元）	0.40	0.35	0.37	0.40
市盈率	11.5	13.2	12.4	11.3

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	43292	45990	51998	59461
货币资金	9267	13057	18710	26484
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	20796	19941	20139	19986
预付款项	2264	2477	2361	2329
存货	4315	4121	4310	4181
其他	6649	6395	6478	6481
非流动资产	290235	294217	297121	298979
长期股权投资	21656	21656	21656	21656
固定资产	219336	229177	234952	235017
在建工程	21583	16096	13603	15979
无形资产	5218	5086	4949	4609
商誉	1022	1022	1022	1022
其他	21421	21180	20938	20697
资产总计	333527	340207	349119	358440
流动负债	103746	102093	102260	102213
短期借款	41116	41116	41116	41116
应付票据及应付账款	23009	22293	22378	22201
其他	39621	38684	38766	38897
非流动负债	130208	132208	134208	136208
长期借款	113819	115819	117819	119819
其他	16389	16389	16389	16389
负债合计	233954	234302	236468	238421
股本	18507	18507	18507	18507
未分配利润	-7761	-4684	-1406	2174
少数股东权益	19223	21515	23957	26624
股东权益合计	99573	105905	112651	120019
负债及权益合计	333527	340207	349119	358440

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	7386	6421	6840	7471
折旧和摊销	16150	18117	19300	20241
营运资金的变动	7023	-561	-188	265
经营活动产生现金流量	37836	28721	30916	33020
资本支出	-28227	-23091	-23224	-23086
长期投资	-558	0	0	0
投资活动产生现金流量	-26460	-20591	-20874	-20736
债权融资	-53	2000	2000	2000
股权融资	23695	0	0	0
融资活动产生现金流量	-9699	-4341	-4388	-4510
现金净变动	1673	3789	5654	7774

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	121255	118465	117798	117381
营业成本	98118	100089	98666	97365
税金及附加	1701	1185	1178	1174
销售费用	155	118	118	117
管理费用	4288	4146	4123	4108
研发费用	17	12	12	12
财务费用	4400	3728	3526	3272
投资收益	2345	2500	2350	2350
公允价值变动收益	-35	0	0	0
信用减值损失	220	0	0	0
资产减值损失	-1686	-600	-500	-400
营业利润	13715	11584	12520	13775
营业外收支	-868	-416	-544	-609
利润总额	12847	11168	11977	13166
所得税	2824	2455	2695	3028
净利润	10023	8713	9282	10138
少数股东损益	2637	2292	2442	2667
归属母公司净利润	7386	6421	6840	7471
EPS(元)	0.40	0.35	0.37	0.40

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-1.8%	-2.3%	-0.6%	-0.4%
营业利润增长率	52.9%	-15.5%	8.1%	10.0%
归母净利润增长率	63.9%	-13.1%	6.5%	9.2%
盈利能力				
毛利率	19.1%	15.5%	16.2%	17.1%
归母净利率	6.1%	5.4%	5.8%	6.4%
ROE	9.2%	7.6%	7.7%	8.0%
偿债能力				
资产负债率	70.1%	68.9%	67.7%	66.5%
流动比率	0.42	0.45	0.51	0.58
速动比率	0.31	0.34	0.40	0.47
营运能力				
资产周转率	37.0%	35.2%	34.2%	33.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.40	0.35	0.37	0.40
每股经营现金	2.04	1.55	1.67	1.78
估值比率(倍)				
PE	11.5	13.2	12.4	11.3
PB	1.1	1.0	1.0	0.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn