

浙能电力 (600023.SH)

25 年年报及 26 年一季报点评：电价下降导致业绩承压，参控装机持续扩张带来成长弹性

浙能电力发布 25 年年报及 26 年一季报，2025 年实现营业收入 795.54 亿元，同比-9.61%；归母净利润 75.28 亿元，同比-2.99%。26Q1 公司实现营业收入 156.62 亿元，同比-11.02%；归母净利润 9.47 亿元，同比-11.84%。

- 电价下降导致业绩承压。公司 2025 年实现营业收入 795.54 亿元，同比-9.61%，主要系电价下降以及光伏产品售价下降；归母净利润 75.28 亿元，同比-2.99%；其中，25Q4 实现营业收入 207.4 亿元，同比-4.48%；归母净利润 12.98 亿元，同比+21.94%。公司拟派发末期股息 0.28 元/股，叠加中期分红 0.05 元/股，合计分红比例 58.78%，同比+8.63pct。26Q1 公司实现营业收入 156.62 亿元，同比-11.02%；归母净利润 9.47 亿元，同比-11.84%，业绩下滑或受浙江中长期电力交易均价下降影响。
- 受益于新增机组投产，公司电量实现稳健增长。2025 年浙江省用电量 7266.3 亿千瓦时，同比增长 7.2%，增速高于全国平均。2025 年 6 月，公司嘉电四期 9 号机组投产，该项目是浙江省 2025 年首台百万千瓦级超超临界二次再热燃煤发电机组。受益于下游用电需求增长，以及新增机组带来发电量增长，2025 年公司实现发电量 1832.84 亿千瓦时，同比+5.36%。其中，25Q4 火电发电量达到 476.92 亿千瓦时，同比+6.9%；光伏发电量 3.55 亿千瓦时，同比+146%。2025 年 12 月，公司台二二期 3 号机组投产，带动 26Q1 公司火电发电量同比增长 3.0%至 395.31 亿千瓦时。
- 燃料成本优化，投资收益下滑。公司 2025 年整体毛利率为 12.33%，同比+0.17pct；净利率为 9.6%，同比-0.5pct。销售/管理/研发/财务费率分别为 0.18%/2.66%/0.49%/1.21%，同比-0.06pct/+0.17pct/-0.09pct/-0.01pct。受益于煤价下行，公司燃料及备件成本同比下降 10.71%，电力业务毛利率同比提升 1.29pct 至 13.12%。2025 年公司实现投资收益 38.5 亿元，同比-7.12%，其中权益法核算的长期股权投资收益为 34.29 亿元，同比-9.0%，影响公司整体盈利。
- 中来股份销售量价均有下降，业绩承压。公司计提减值 7.99 亿元，其中中来股份对应金额为 3.67 亿元（资产减值 2.01 亿元，信用减值 1.66 亿元）。光伏产业链供需结构性失衡持续，主要产品价格仍处于相对低位，同时行业上游原材料价格大幅上升。在此背景下，中来股份 2025 年销售背板 7190.52 万平方米，同比-47.24%，电池 805.77MW，同比-77.89%，组件 2126.66MW，同比-38.98%；实现营业收入 44.49 亿元，同比-27.01%；归母净利润-13.72 亿元，同比-60.19%。由于中来股份未完成业绩承诺，其实际控制人将在 2027 年底前向公司支付补偿金 1.48 亿元（不含利息）。
- 盈利预测与估值。公司享受浙江地区用电增速较高的优势，26 年市场化交易电价进一步下行，但随着容量电价提升，火电调节性价值有望进一步体现；参股核电企业，长期来看核电发电稳定，投资收益对业绩形成稳定支撑；公司在建煤电项目包括嘉兴四期、台二二期等，投产后公司利润有望进一步增厚，参股的苍南核电、金七门核电等未来投产后也将贡献利润增量。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 59.75、64.05、74.36 亿元，同比增长-21%、

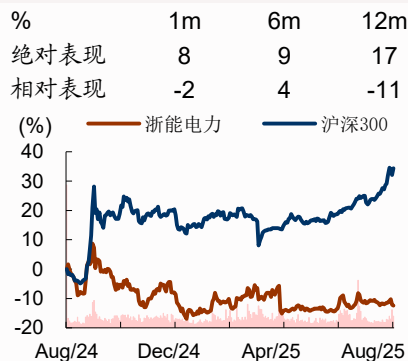
增持（维持）

周期/环保及公用事业
目标估值：NA
当前股价：5.84 元

基础数据

总股本（百万股）	13409
已上市流通股（百万股）	13409
总市值（十亿元）	78.3
流通市值（十亿元）	78.3
每股净资产（MRQ）	5.8
ROE（TTM）	9.6
资产负债率	41.4%
主要股东	浙江省能源集团有限公司
主要股东持股比例	69.45%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《浙能电力（600023）25 年中报点评：电量实现稳定增长，控股火电盈利持续提升》2025-08-29
- 《浙能电力（600023）24 年年报及 25 年一季报点评：电价下行短期承压，看好新增机组带来的业绩弹性》2025-05-10
- 《浙能电力（600023）：主业经营稳健，有望维持高分红》2024-10-30

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

7%、16%，当前股价对应 PE 分别为 13.1x、12.2x、10.5x，维持“增持”评级。

- 风险提示：煤炭成本高于预期、上网电价波动、市场化交易进展不及预期、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)	88003	79554	81374	83344	85324
同比增长	-8%	-10%	2%	2%	2%
营业利润(百万元)	10168	9181	7994	8564	9928
同比增长	9%	-10%	-13%	7%	16%
归母净利润(百万元)	7753	7528	5975	6405	7436
同比增长	19%	-3%	-21%	7%	16%
每股收益(元)	0.58	0.56	0.45	0.48	0.55
PE	10.1	10.4	13.1	12.2	10.5
PB	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9

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	38294	35298	27783	29565	28866
现金	16218	14681	6549	7858	6764
交易性投资	145	144	144	144	144
应收票据	819	654	669	686	702
应收款项	11773	10412	10650	10908	11167
其它应收款	467	373	381	391	400
存货	5885	6495	6782	6911	6967
其他	2987	2538	2608	2668	2722
非流动资产	115791	121040	124600	127728	130477
长期股权投资	36824	40545	40545	40545	40545
固定资产	53427	57961	61946	65448	68525
无形资产商誉	3621	3319	2987	2688	2419
其他	21919	19214	19121	19047	18988
资产总计	154085	156338	152383	157293	159343
流动负债	35137	34399	28230	29609	27241
短期借款	10774	11739	13540	14691	12223
应付账款	13260	10592	11058	11269	11360
预收账款	280	350	365	372	375
其他	10823	11719	3266	3277	3282
长期负债	32128	32067	32067	32067	32067
长期借款	27357	25137	25137	25137	25137
其他	4771	6929	6929	6929	6929
负债合计	67265	66466	60297	61676	59307
股本	13409	13409	13409	13409	13409
资本公积金	24126	24179	24179	24179	24179
留存收益	35780	38925	40475	43295	46887
少数股东权益	13505	13359	14023	14735	15561
归属于母公司所有者权益	73315	76512	78063	80883	84475
负债及权益合计	154085	156338	152383	157293	159343

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	13707	11454	10798	11497	12893
净利润	8892	7639	6639	7117	8262
折旧摊销	6464	6760	7451	7882	8262
财务费用	1364	1228	987	1010	1034
投资收益	(4133)	(3852)	(4168)	(4269)	(4370)
营运资金变动	851	(395)	(111)	(244)	(296)
其它	270	73	0	0	0
投资活动现金流	(8681)	(6882)	(6843)	(6742)	(6641)
资本支出	(9680)	(7220)	(11011)	(11011)	(11011)
其他投资	999	338	4168	4269	4370
筹资活动现金流	(7818)	(6360)	(12087)	(3445)	(7345)
借款变动	(4900)	(2993)	(6676)	1151	(2468)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	216	53	0	0	0
股利分配	(3352)	(4559)	(4425)	(3585)	(3843)
其他	218	1139	(987)	(1010)	(1034)
现金净增加额	(2793)	(1788)	(8133)	1310	(1094)

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	88003	79554	81374	83344	85324
营业成本	77303	69746	72818	74204	74807
营业税金及附加	498	616	630	645	660
营业费用	206	141	145	148	152
管理费用	2189	2117	2116	2167	2218
研发费用	515	390	399	409	418
财务费用	1077	964	987	1010	1034
资产减值损失	(661)	(584)	(454)	(465)	(476)
公允价值变动收益	149	9	9	9	9
其他收益	320	327	335	343	351
投资收益	4146	3850	3825	3917	4010
营业利润	10168	9181	7994	8564	9928
营业外收入	127	170	173	178	182
营业外支出	263	270	277	283	290
利润总额	10032	9080	7891	8458	9820
所得税	1140	1440	1252	1342	1558
少数股东损益	1138	111	664	712	826
归属于母公司净利润	7753	7528	5975	6405	7436

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-8%	-10%	2%	2%	2%
营业利润	9%	-10%	-13%	7%	16%
归母净利润	19%	-3%	-21%	7%	16%
获利能力					
毛利率	12.2%	12.3%	10.5%	11.0%	12.3%
净利率	8.8%	9.5%	7.3%	7.7%	8.7%
ROE	11.0%	10.0%	7.7%	8.1%	9.0%
ROIC	6.9%	5.5%	5.7%	6.1%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	43.7%	42.5%	39.6%	39.2%	37.2%
净负债比率	29.8%	29.0%	25.4%	25.3%	23.4%
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	12.4	11.3	11.0	10.8	10.8
应收账款周转率	6.7	6.7	7.3	7.3	7.3
应付账款周转率	6.0	5.8	6.7	6.6	6.6
每股资料(元)					
EPS	0.58	0.56	0.45	0.48	0.55
每股经营净现金	1.02	0.85	0.81	0.86	0.96
每股净资产	5.47	5.71	5.82	6.03	6.30
每股股利	0.29	0.33	0.27	0.29	0.33
估值比率					
PE	10.1	10.4	13.1	12.2	10.5
PB	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.3	8.7	8.8	8.3	7.5

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。