

## 公司研究 | 点评报告 | 华能水电 (600025.SH)

# 来水和调度轮番接力，业绩表现保平稳增长

### 报告要点

2025 年公司实现营业收入 265.95 亿元，同比增长 6.89%，实现归母净利润 85.04 亿元，同比增长 2.50%，全年计划现金分红 38.19 亿元，占归母净利润比例达 44.91%，对应股息率约 2.12%。2026 年一季度，公司实现营业收入 57.63 亿元，同比增长 7.02%，实现归母净利润 15.43 亿元，同比增长 2.32%，新增装机投产、优化调度调节以及流域来水偏丰系主要原因。

### 分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003  
SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003



张子淳

## 来水和调度轮番接力，业绩表现保平稳增长

### 事件描述

公司披露 2025 年年报和 2026 年一季报：2025 年，公司实现营业收入 265.95 亿元，同比增长 6.89%，实现归母净利润 85.04 亿元，同比增长 2.50%。2026 年一季度，公司实现营业收入 57.63 亿元，同比增长 7.02%，实现归母净利润 15.43 亿元，同比增长 2.32%。

### 事件评论

- 产能投产贡献增量，分红比例接近 45%。2025 年公司总发电量达 1,269.32 亿千瓦时，同比增加 13.32%，**主要受益于新增装机投产及澜沧江流域糯扎渡断面来水同比偏丰 1.5 成，叠加公司主汛期全力抢发，其中托巴电站发电量 58.44 亿千瓦时，同比激增 103.62%；硬梁包水电站实现发电量 36.80 亿千瓦时，从 2024 年仅 0.23 亿千瓦时跃升，贡献显著增量。同期，公司新增新能源装机 238.96 万千瓦，助力新能源装机占比提升至约 17.8% 和电量规模增长，其中公司光伏发电量同比增长 57.58%。2025 年公司营收同比增长 6.89%，增速不及电量增速主要由于电力营销环境和电量结构影响。成本方面，受电站投产转固折旧增加影响，同期公司发生营业成本 114.41 亿元，同比增加 4.81%，同理管理费用同比亦有小幅增加 0.74 亿元。受到“费改税”政策影响，公司资源税科目同比增加 7.74 亿元。综合影响下，2025 年全年公司实现归母净利润 85.04 亿元，同比增长 2.50%，全年计划现金分红 38.19 亿元，占归母净利润比例达 44.91%，对应股息率约 2.12%。
- 优化调度电量增长，一季度实现开门红。2026 年一季度，公司完成发电量 239.58 亿千瓦时，同比增加 12.52%，**增长主要得益于新能源装机规模大幅提升、水库优化调度及西电东送电量增加。虽然部分中小型水电站电量下滑，但大型水电站发电量稳中有升，小湾电站发电量达 48.12 亿千瓦时，同比增长 24.53%，糯扎渡电站发电量 61.91 亿千瓦时，同比增长 9.81%，显示出公司通过优化水库互济运行、支撑水电板块结构性增长的努力。一季度公司实现营收 57.63 亿元，同比增长 7.02%，营收增速小于电量表现主因综合电价受市场化交易博弈和电源结构变化影响。成本方面，受到产能扩张影响公司营业成本增长 13.87% 至 27.67 亿元。公司经营活动现金流量净额大增 24.40% 至 37.53 亿元，主要受益于电费回款现金流同比显著改善，现金流质量持续优化。综合影响下，公司 2026 年一季度实现开门红，归母净利润同比增长 2.32%。
- 多元化战略保扩张，护航公司远期成长。**截至 2025 年底，公司已投产装机容量达 3420.81 万千瓦，其中水电 2811.58 万千瓦，新能源 609.23 万千瓦。未来除了水电的成长性以外，公司还通过参控股的方式谋求新能源及火电项目的增量，公司此前公告与华能国际成立合资公司开发雨汪二期煤电与新能源一体化项目，未来有望通过投资收益为公司业绩增厚贡献新力量。
- 投资建议与估值：**根据最新财务数据，预计公司 2026-2028 年对应 EPS 分别为 0.47 元、0.49 元和 0.51 元，对应 PE 分别为 20.55 倍、19.75 倍和 18.94 倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1、电价波动风险；
- 2、来水不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	9.67
总股本(万股)	1,863,109
流通A股/B股(万股)	1,863,109/0
每股净资产(元)	3.81
近12月最高/最低价(元)	10.66/8.86

注：股价为 2026 年 4 月 28 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《蓄能释放带动电量增长，一季度业绩展望积极》2026-04-13
- 《单季电量加速增长，全年业绩展望积极》2026-01-08
- 《来水修复电量稳健增长，单季业绩受限偏弱电价》2025-11-07



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、电价波动风险。公司收入端的重要影响因素为电价水平，且公司核心业绩来源雅砻江公司下属锦官电源组送苏电价执行“基准落地电价+浮动电价”机制，若后续市场化交易电价下行，则会对公司业绩产生不利影响；
- 2、来水不及预期风险。水电公司收入端以及投资收益核心影响因素之一为来水情况，若后来水受降雨影响持续偏枯，将对公司电量产生不利影响，进而进一步加大公司业绩压力。

## 财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>26595</b>	<b>27184</b>	<b>27513</b>	<b>27841</b>	货币资金	3943	3984	3978	4036
营业成本	11441	11843	11878	11914	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>15154</b>	<b>15341</b>	<b>15635</b>	<b>15927</b>	应收账款	2582	2061	2638	2117
%营业收入	57%	56%	57%	57%	存货	46	43	46	44
营业税金及附加	1247	1275	1290	1305	预付账款	88	92	92	92
%营业收入	5%	5%	5%	5%	其他流动资产	1503	1606	1522	1624
销售费用	66	68	68	69	<b>流动资产合计</b>	<b>8163</b>	<b>7786</b>	<b>8276</b>	<b>7913</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	3357	3357	3357	3357
管理费用	612	625	633	641	投资性房地产	147	147	147	147
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	173496	166180	158865	151550
研发费用	97	99	100	101	无形资产	6034	5861	5688	5514
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	2625	2476	2299	2078	递延所得税资产	396	396	396	396
%营业收入	10%	9%	8%	7%	其他非流动资产	35124	43453	48672	53891
加: 资产减值损失	0	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>226717</b>	<b>227181</b>	<b>225401</b>	<b>222769</b>
信用减值损失	-31	0	0	0	短期贷款	11409	8909	5909	1709
公允价值变动收益	22	0	0	0	应付款项	295	338	297	340
投资收益	311	318	322	326	预收账款	3	3	4	4
<b>营业利润</b>	<b>10826</b>	<b>11134</b>	<b>11584</b>	<b>12076</b>	应付职工薪酬	246	254	255	256
%营业收入	41%	41%	42%	43%	应交税费	1390	1421	1438	1455
营业外收支	-58	-50	-50	-50	其他流动负债	31059	31433	31466	31500
<b>利润总额</b>	<b>10768</b>	<b>11084</b>	<b>11534</b>	<b>12026</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>44403</b>	<b>42359</b>	<b>39369</b>	<b>35264</b>
%营业收入	40%	41%	42%	43%	长期借款	89907	86756	82051	77345
所得税费用	1551	1607	1672	1744	应付债券	3017	3017	3017	3017
净利润	9217	9477	9862	10282	递延所得税负债	89	89	89	89
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>8504</b>	<b>8766</b>	<b>9122</b>	<b>9511</b>	其他非流动负债	1187	1187	1187	1187
少数股东损益	713	711	740	771	<b>负债合计</b>	<b>138602</b>	<b>133409</b>	<b>125712</b>	<b>116902</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.45</b>	<b>0.47</b>	<b>0.49</b>	<b>0.51</b>	归属于母公司所有者权益	81960	86907	92084	97490
					少数股东权益	6155	6866	7605	8376
					<b>股东权益</b>	<b>88115</b>	<b>93772</b>	<b>99689</b>	<b>105867</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>226717</b>	<b>227181</b>	<b>225401</b>	<b>222769</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>基本指标</b>				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>19049</b>	<b>20088</b>	<b>18930</b>	<b>20129</b>	每股收益	0.45	0.47	0.49	0.51
取得投资收益收回现金	311	318	322	326	每股经营现金流	1.02	1.08	1.02	1.08
长期股权投资	-83	0	0	0	市盈率	21.49	20.55	19.75	18.94
资本性支出	-16457	-8379	-5269	-5269	市净率	2.20	2.07	1.96	1.85
其他	-1375	0	0	0	EV/EBITDA	14.46	13.91	13.37	12.78
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-17605</b>	<b>-8061</b>	<b>-4947</b>	<b>-4943</b>	总资产收益率	3.8%	3.9%	4.0%	4.3%
债券融资	1017	0	0	0	净资产收益率	10.4%	10.1%	9.9%	9.8%
股权融资	8216	0	0	0	净利率	32.0%	32.2%	33.2%	34.2%
银行贷款增加(减少)	-2609	-5651	-7706	-8906	资产负债率	61.1%	58.7%	55.8%	52.5%
筹资成本	-7499	-6335	-6283	-6222	总资产周转率	0.12	0.12	0.12	0.12
其他	-1257	0	0	0					
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2131</b>	<b>-11985</b>	<b>-13989</b>	<b>-15128</b>					
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-688</b>	<b>42</b>	<b>-6</b>	<b>58</b>					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。