

2026年05月12日

投资评级：看好（维持）

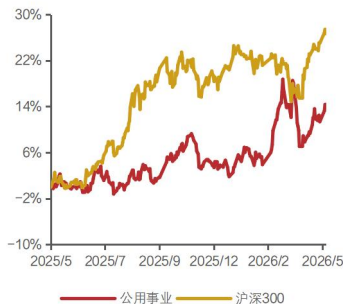
证券分析师

查浩  
SAC: S1350524060004  
zhahao@huayuanstock.com  
刘昕宁  
SAC: S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com  
戴映妍  
SAC: S1350524080002  
daiyingxin@huayuanstock.com  
蔡思  
SAC: S1350524070005  
caisi@huayuanstock.com  
邓思平  
SAC: S1350524070003  
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

秦雨茁  
qinyuzhuo@huayuanstock.com

板块表现：



# 各板块业绩综述：电力行业利润新高，燃气现金流改善派息率提升，电力主网设备表现优异

——大能源行业 2026 年第 18 周周报（20260510）

投资要点：

- 电力行业 2025 年&2026 年一季报业绩综述：电力行业利润新高 板块内绿电核电业绩承压**

2025 年电力行业利润总额创历史新高，但板块内表现分化，在入市与供给宽松影响下，新能源与核电的电价持续下滑，业绩承压。预计 2026 年为电力市场“试错”与“过渡”年份，期待供需边际改善以及市场愈加成熟下，各电源获取其应有回报率，并在经济发展下享受成长。

**火电：利润新高后，等待供需驱动 EPS 与 PE 共同修复。**2025 年归母净利润创历史新高，2026 年一季度平稳开局。以华能国际为例，2025 年实现归母净利润 144 亿元，同比增长 42%，创历史新高，同年 ROE（加权）达到 19.04%，仅次于 2015 年（19.29%），煤电度电税前利润达到 3.9 分/千瓦时。分区域利润表现存在差异，核心在于 1）火电纯度，即弹性差异；2）区域电价降幅不一。而在较低的年度签约电价下，预期 2026 年面临挑战，2026Q1 利润平稳落地主要系一季度煤价尚处于低位。**展望后市，预期在供需改善背景下，火电电价回归合理水平。二季度火电运营商或在煤价上涨与用电淡季下业绩承压，但三季度或在用电旺季期频繁反映其涨价诉求，看好年底火电电价谈判，火电运营商有望在电价修复周期、供需改善周期内，迎来 EPS 与 PE 共同改善。**

**水电：业绩稳健符合预期，关注市场风格与短期来水。**2025 年及 2026Q1 业绩稳健符合预期，2026 年汛期南方降水或增多。从利润结果看，2025 年主流水电运营商利润全面增长，符合市场预期，电量增长与降本增效抵御电价下滑。以长江电力为例，2025 年实现归母净利润 345 亿元，同比增长 6.2%，同期长江电力水电发电量 3072 亿千瓦时，同比增加 3.8%（营收增幅 2.1%，低于电量增幅）。2026 年一季度水电运营商整体利润较优（仍然符合市场预期），主要系电量较优，另外持续性降费（尤其是财务费用，其次为折旧费用）为水电运营商利润中枢的上移提供支撑。仅从来水分析，预计长江流域主汛期（6-8 月）降水总体偏少；“厄尔尼诺”年份南方地区降水或显著增多。**我们预计“四大水电”股价走势仍然与市场风格紧密相关，长期看好；区域小水电需观测来水。**

**绿电：多因素下业绩承压，期待绿电走出“至暗时刻”。**2025 年绿电公司业绩出现分化，部分小而美/地方性公司业绩同比增长，其余大部分全国性上市平台业绩同比下降。主要原因包括：1）电价下降明显，绿电公司平均电价降幅为 5 分钱；2）新能源装机速度过快导致限电率提升；3）部分新能源项目盈利能力下降，导致大比例减值。2025 年主要绿电公司经营活动产生的现金流净额均大幅增加，主因 2025 年绿电公司可再生电费补贴回款大幅增加。从资本开支来看，部分绿电公司 2026 年资本开支均计划收缩，预计将缓解未来几年新能源供需失衡状态。2026 年一季度，受风资源较差、电价下滑影响，主要绿电公司归母净利润均有所下滑。2026Q1 受风资源较差影响，风电企业（除华电新能外）发电量均有下滑，同时企业电价持续下降，综合影响下，2026Q1 绿电企业归母净利润均有不同程度下滑。

**核电：业绩分化明显，关注后续核电电价政策出台。**2025 年核电公司归母净利润小幅波动，其中中国核电小幅上涨，中国广核、电投产融小幅下滑，主因：1）2024 年核电公司所得税支出大幅增长，导致基数本身较低；2）不同核电公司电价变动幅度相差较大，2025 年华南地区电价降幅普遍高于华东地区；3）上市公司积极增效降费贡献部分增量。2026Q1 核电公司业绩分化显著，其中电投产融归母净利润维持稳定，中国广核小幅下滑，中国核电大幅下滑，主因各地区电价政策相差较大。我们分析，由于 2025 年以广东、广西为代表的华南地区电价降幅较大，2026 年其电价政策都有所修正，广东省取消“变动成本补偿机制”，辽宁省实施“政府授权合约机制”，使得中国广核 2026Q1 业绩小幅下滑；华东地区 2026 年电价大幅下降，从而导致中国核电 2026Q1 归母净利润大幅下滑。

**投资分析意见：重点推荐：**1）低估值绿电运营商**龙源电力（H）**，2）兼具 Alpha 与低估值的**华润电力**，3）绿醇公司**嘉泽新能**。**建议关注：**1）兼具股息率与成长性的**桂冠电力、华能水电**；2）算电协同：**新筑股份、韶能股份、涪陵电力**；3）优质商业模式的大水电**长江电力、国投电力、川投能源**；以及港股低估值风电**大唐新能源、中广核新能源、新天绿色能源**；4）具备潜在装机增量与较高股息率的公司：**华能国际（H）、国电电力、中国电力**等；5）绿醇：**电投绿能**等；6）资产整合方向：**电投水电、电投产融、黔源电力**等。

➤ **燃气 2025 年报和 2026 一季报总结：接驳业务利润承压，现金流改善派息率提升**

**2025 年天然气下游城燃公司业绩整体承压，中上游标的业绩分化。**1) **城市燃气**：受接驳业务下滑及销气量增速承压等因素影响，业绩均出现一定程度的下滑；区域性城燃业绩有所分化，原因主要系部分公司拓展新业务所致。2) **中上游**：天然气中上游公司业绩分化，中游标的新奥股份、九丰能源 2025 年扣非后归母净利润保持稳健，2026Q1 业绩短期承压；上游煤层气开采公司新天然气、首华燃气 2025 年业绩分化，主要受到不同区块产量增速分化、部分公司计提减值损失等因素影响，2026Q1 业绩进一步分化，主要受到不同区块放量节奏及相关补贴变动等因素影响。

**资本开支收缩、现金流改善，派息率持续提升。**各城燃公司现金流充裕、资本开支持续收缩，2025 年自由现金流持续改善，其中华润燃气、新奥能源、昆仑能源 2025 年自由现金流分别同比+12.3%、+3.7%、+2.7%。2025 年各公司派息率整体稳中有升，从 2026 年分红规划来看，昆仑能源发布三年股息分派政策，规划 2026-2028 年派息率不低于当年归母利润的 50%，且该年度派息总额不低于 2025 年派息总额，华润燃气规划 2026 年提高派息率。

**投资分析意见**：1) 城燃公司销气主业经营稳健，现金流持续改善，具备红利价值，建议关注港股优质全国性城燃：**新奥能源、昆仑能源、华润燃气、中国燃气、香港中华煤气、港华智慧能源**；2) 建议关注具备海外低价长协的天然气产业链相关标的：**新奥股份、深圳燃气、佛燃能源**；3) 建议关注能源安全相关和多元项目布局的天然气中上游标的：**新天然气、首华燃气、九丰能源**。

➤ **电网 2025 年报和 2026 一季报总结：主网设备表现优异 配网线缆电表承压**

行业层面来看，2025 年电网投资依旧维持较高水平，全年电网基本建设投资完成额达到 6395 亿元（同比+5.1%），继续创历史新高。2026 年一季度，全国电网基本建设投资完成额达到 1370 亿元，同比增速达到 43%，增速近年来仅次于 2021 年一季度（主要由于 2020 年一季度的低基数）。

由于电网投资构成较为复杂，我们以申万行业分类为基础，并进行部分调整，将电网设备上市公司分为主网一次（6 家）、配网一次（37 家）、二次设备（31 家）、线缆（36 家）、电表（11 家）进行分析。

**(1) 主网一次设备**：收入和利润增速小幅放缓，毛利率持续改善；**(2) 配网一次设备**：营收承压，归母净利率下滑；**(3) 二次设备**：2025 年整体营收开始反弹，盈利能力整体稳定；**(4) 线缆**：铜价上涨影响线缆公司盈利能力；**(5) 电表**：受电表招标价格下滑影响，盈利能力显著承压。

**投资分析意见**：看好“十五五”电网投资机会，关注国内特高压、配电网以及电力设备出海相关机会。

**(1) 国内特高压和主网建议关注**：**平高电气、国电南瑞、许继电气、南网科技**等；**(2) 配电网及电力设备出海关注**：**四方股份、思源电气、华明装备、三星电气、海兴电力、金盘科技、伊戈尔**等。

➤ **储能 2025 年报和 2026 一季报总结：户储景气度向好，2026 年一季度同比高增**

2026 年来户储景气边际增强，重新进入高增长通道。户储排产上行始于 2025 年四季度，我们认为主要来自于澳洲补贴和乌克兰战后需求，其次是欧洲几国补贴加码。

户储行业共有 3 家公司列入统计，2026 年第一季度储能板块实现营收 83 亿元，同比增长 57.7%；实现归母净利润 14 亿元，同比增长 87.4%。2025 年储能板块实现营收 252 亿元，同比增长 19.9%；实现归母净利润 34 亿元，同比增长 10.5%。

以典型企业德业股份为例，公司 2026 年一季度实现归母净利润 11.9 亿元，同比增长 68.4%；毛利率为 41.4%，同比增加 4.24pct，环比增加 4.42pct。2025 年全年公司实现营业收入 122.2 亿元，较 2024 年的 112.1 亿元增长 9.1%；归母净利润 31.7 亿元，较 2024 年的 29.6 亿元增长 7.1%。从盈利能力来看，整体业务毛利率维持较高水平，储能电池包因为碳酸锂成本略有上升，毛利率略微受到影响，但户储产品传导成本能力较强，对下游客户有所提价，因此 2026 年一季度毛利率环比和同比均有所提升。

➤ **投资分析意见**：建议关注逆变器及户储相关公司：**德业股份、艾罗能源、固德威、锦浪科技、禾迈股份、昱能科技**等。

➤ **风险提示**：煤价上涨超预期；新能源电价波动；汛期来水不及预期；储能需求不及预期；毛利率波动风险；贸易冲突风险；天然气需求不及预期等。

## 内容目录

---

1. 燃气 2025 年报和 2026 一季报总结：接驳业务利润承压，现金流改善派息率提升 ....	6
2. 电网 2025 年报和 2026 一季报总结：主网设备表现优异 配网线缆电表承压 .....	9
3. 储能 2025 年报和 2026 一季报总结：户储景气度向好，一季度同比高增 .....	15
4. 定期数据更新 .....	18
5. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1: 燃气板块各公司 2024-2025 年、2025Q1-2026Q1 归母净利润 (亿港元、亿元)	6
图表 2: 全国性城燃公司 2024-2025 年销气量 (亿立方米)	6
图表 3: 2017-2025 年各公司毛差 (元/立方米)	7
图表 4: 各公司 2024-2026E 新增居民接驳户数及增速 (万户)	7
图表 5: 各公司 2015-2025 年燃气接驳收入占比	7
图表 6: 各公司 2015-2025 年燃气接驳分部利润占比	7
图表 7: 2020-2025 年华润燃气资本开支情况 (亿港元)	8
图表 8: 2017-2025 年昆仑能源资本开支情况 (亿元)	8
图表 9: 各公司自由现金流 (亿港元、亿元)	8
图表 10: 2019-2025 年各公司分红率	9
图表 11: 2020-2025 年电网基本建设投资完成额 (亿元)	10
图表 12: 20Q1-26Q1 电网基本建设投资完成额 (亿元)	10
图表 13: 主网一次 2022-2025 营收和归母净利润增速	10
图表 14: 主网一次 22Q1-26Q1 营收和归母净利润增速	10
图表 15: 主网一次 2022-2025 毛利率和归母净利率	11
图表 16: 主网一次 22Q1-26Q1 毛利率和归母净利率	11
图表 17: 配网一次 2022-2025 营收和归母净利润增速	11
图表 18: 配网一次 22Q1-26Q1 营收和归母净利润增速	11
图表 19: 配网一次 2022-2025 毛利率和归母净利率	12
图表 20: 配网一次 22Q1-26Q1 毛利率和归母净利率	12
图表 21: 二次设备 2022-2025 营收和归母净利润增速	12
图表 22: 二次设备 22Q1-26Q1 营收和归母净利润增速	12
图表 23: 二次设备 2022-2025 毛利率和归母净利率	13
图表 24: 二次设备 22Q1-26Q1 毛利率和归母净利率	13
图表 25: 线缆 2022-2025 营收和归母净利润增速	13
图表 26: 线缆 22Q1-26Q1 营收和归母净利润增速	13
图表 27: 线缆 2022-2025 毛利率和归母净利率	14
图表 28: 线缆 22Q1-26Q1 毛利率和归母净利率	14

图表 29: SHEF 铜价走势 (元/吨) .....	14
图表 30: 电表 2022—2025 营收和归母净利润增速 .....	15
图表 31: 电表 22Q1—26Q1 营收和归母净利润增速 .....	15
图表 32: 电表 2022—2025 毛利率和归母净利率 .....	15
图表 33: 电表 22Q1—26Q1 毛利率和归母净利率 .....	15
图表 34: 户储重点公司 2025 年及 2026Q1 财务数据 .....	17
图表 35: 秦皇岛 5500 大卡煤炭 (元/吨) .....	18
图表 36: 环渤海港煤炭库存 (万吨) .....	18
图表 37: 三峡入库流量(立方米/秒) .....	18
图表 38: 三峡出库流量(立方米/秒) .....	18
图表 39: 多晶硅致密料价格 (元/kg) .....	18
图表 40: 双面双玻组件(元/W) .....	18
图表 41: 现货市场周度数据 4.27—5.03 (单位: 元/兆瓦时) .....	19
图表 42: 中国液化天然气出厂价格指数(元/吨) .....	19
图表 43: 全球主要市场 LNG 价格指数 (美元/百万英热) .....	20

## 1. 燃气 2025 年报和 2026 一季报总结：接驳业务利润承压，现金流改善派息率提升

2025 年天然气下游城燃公司业绩整体承压，中上游标的业绩分化。1) 城市燃气：受接驳业务下滑及销气量增速承压等因素影响，业绩均出现一定程度的下滑；区域性城燃业绩有所分化，原因主要系部分公司拓展新业务所致。2) 中上游：天然气中上游公司业绩分化，中游标的新奥股份、九丰能源 2025 年扣非后归母净利润保持稳健，2026Q1 业绩短期承压；上游煤层气开采公司新天然气、首华燃气 2025 年业绩分化，主要受到不同区块产量增速分化、部分公司计提减值损失等因素影响，2026Q1 业绩进一步分化，主要受到不同区块放量节奏及相关补贴变动等因素影响。

图表 1：燃气板块各公司 2024-2025 年、2025Q1-2026Q1 归母净利润（亿港元、亿元）

证券代码	公司名称	2024	2025	YoY	2025Q1	2026Q1	YoY
1193.HK	华润燃气	40.88	35.47	-13.2%			
2688.HK	新奥能源	59.87	59.04	-1.4%			
0135.HK	昆仑能源	59.60	53.46	-10.3%			
0003.HK	香港中华煤气	57.12	56.88	-0.4%			
1083.HK	港华智慧能源	16.06	15.85	-1.3%			
601139.SH	深圳燃气	14.57	14.08	-3.4%	2.33	2.67	14.6%
002911.SZ	佛燃能源	8.53	10.30	20.8%	0.81	0.83	2.1%
603689.SH	皖天然气	3.33	3.24	-2.5%	1.01	1.15	13.6%
600803.SH	新奥股份	44.93	46.81	4.2%	9.76	6.55	-32.9%
605090.SH	九丰能源	16.84	14.80	-12.1%	5.06	4.34	-14.2%
603393.SH	新天然气	11.85	8.07	-31.9%	3.77	1.45	-61.5%
300483.SZ	首华燃气	-7.11	1.69	扭亏	0.21	0.53	155.2%

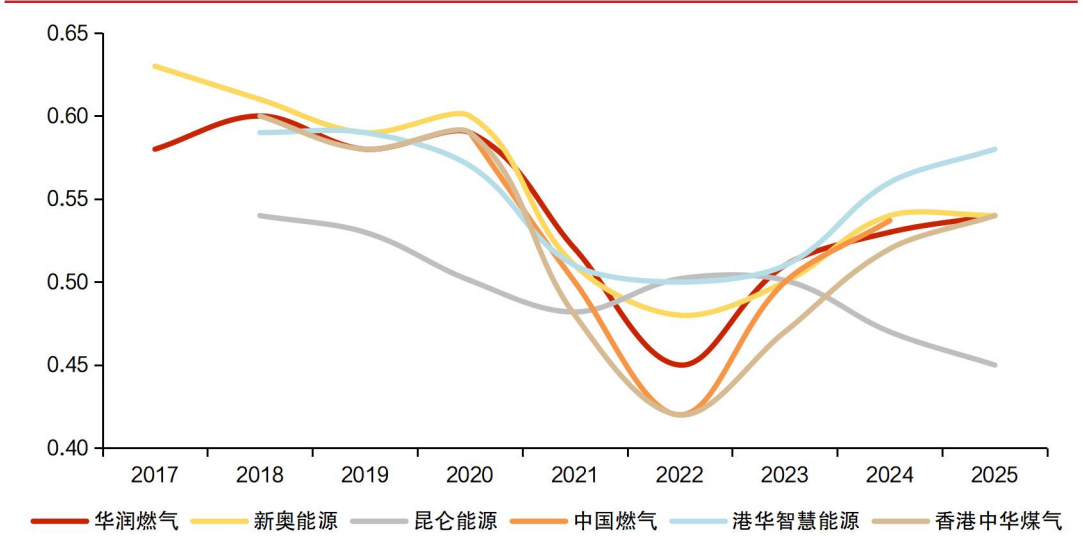
资料来源：wind，华源证券研究所。备注：华润燃气、香港中华煤气、港华智慧能源货币单位为港元，其他公司货币单位为人民币。

图表 2：全国性城燃公司 2024-2025 年销气量（亿立方米）

	零售气量			其中：居民气量			其中：工商业气量			其中：加气站气量		
	2024	2025	YoY	2024	2025	YoY	2024	2025	YoY	2024	2025	YoY
华润燃气	399.1	401.8	0.7%	100.4	105.3	4.9%	289.4	287.9	-0.5%	9.3	8.6	-7.5%
新奥能源	262.0	266.1	1.6%	54.7	55.2	0.9%	204.8	208.9	2.0%	2.5	2.0	-20.0%
昆仑能源	327.6	335.1	2.3%	36.1	34.5	-4.4%	275.1	289.7	5.3%	16.4	10.9	-33.5%
香港中华煤气	292.5	287.6	-1.7%	80.7	81.5	1.0%	211.8	206.1	-2.7%			
港华智慧能源	136.4	133.4	-2.2%	32.3	32.6	0.9%	104.1	100.8	-3.2%			

资料来源：各公司官网，华源证券研究所

图表 3：2017-2025 年各公司毛差（元/立方米）



资料来源：各公司官网，华源证券研究所

**燃气接驳业务加速筑底，营收及利润占比持续下降。**受房地产市场深度调整影响，各城燃公司燃气接驳业务持续承压、加速筑底，2025 年华润燃气、新奥能源、昆仑能源、香港中华煤气、港华智慧能源新增居民接驳户数分别同比-20.1%、-14.4%、-11.6%、-13.9%、-18.3%。燃气接驳业务占营收及利润的比重持续下降，影响进一步减弱。

图表 4：各公司 2024-2026E 新增居民接驳户数及增速（万户）

	2024	2025	2026E	2024-2025YoY	2025-2026EYoY
华润燃气	269.3	215.2	150~170	-20.1%	-21.0%~-30.3%
新奥能源	161.7	138.4		-14.4%	
昆仑能源	82.3	72.8	60~70	-11.6%	-3.8%~-17.6%
香港中华煤气	167.9	144.6		-13.9%	
港华智慧能源	84.5	69.0		-18.3%	

资料来源：各公司官网，华源证券研究所

图表 5：各公司 2015-2025 年燃气接驳收入占比

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
华润燃气	20.9%	22.6%	22.4%	19.4%	18.7%	17.8%	15.0%	12.9%	10.8%	9.0%	6.2%
新奥能源	17.2%	16.5%	12.3%	9.7%	9.9%	9.0%	8.7%	5.4%	4.7%	3.7%	3.0%
中国燃气	16.3%	18.0%	16.9%	18.8%	20.7%	17.8%	8.2%	6.2%	4.9%	4.6%	
港华智慧能源	22.1%	23.2%	20.1%	17.2%	16.2%	17.2%	14.2%	12.0%	9.4%	8.8%	6.6%

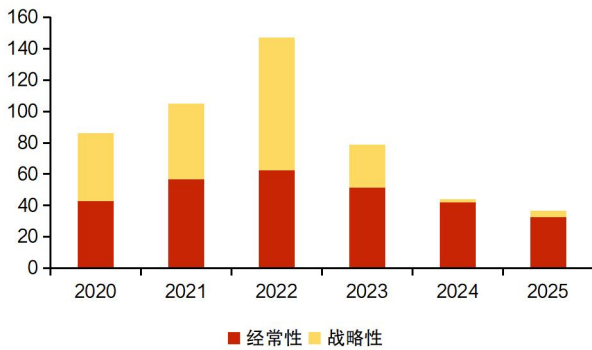
资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 6：各公司 2015-2025 年燃气接驳分部利润占比

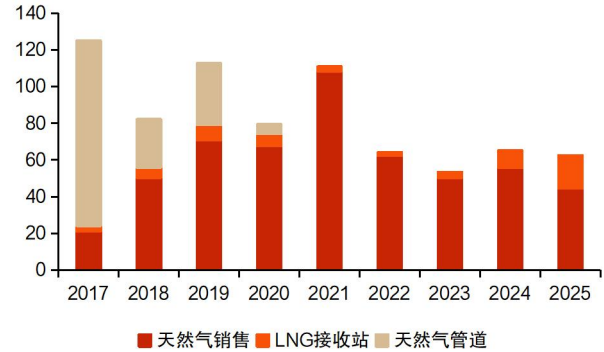
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
华润燃气	48.5%	49.6%	50.7%	43.4%	44.5%	40.2%	39.3%	37.7%	30.9%	23.2%	16.3%
新奥能源	50.4%	48.9%	44.8%	36.3%	33.0%	26.5%	31.6%	18.7%	19.3%	14.1%	12.5%
中国燃气	48.8%	52.3%	35.6%	34.2%	22.0%	21.5%	12.6%	14.1%	10.2%	7.6%	
港华智慧能源	61.1%	61.6%	56.1%	50.3%	46.4%	46.1%	48.7%	53.4%	39.8%	35.2%	15.3%

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

**资本开支收缩、现金流改善，派息率持续提升。**各城燃公司现金流充裕、资本开支持续收缩，2025年自由现金流持续改善，其中华润燃气、新奥能源、昆仑能源2025年自由现金流分别同比+12.3%、+3.7%、+2.7%。2025年各公司派息率整体稳中有升，从2026年分红规划来看，昆仑能源发布三年股息分派政策，规划2026-2028年派息率不低于当年归母利润的50%，且该年度派息总额不低于2025年派息总额，华润燃气规划2026年提高派息率。

**图表 7：2020-2025 年华润燃气资本开支情况（亿港元）**


资料来源：华润燃气公司官网，华源证券研究所

**图表 8：2017-2025 年昆仑能源资本开支情况（亿元）**


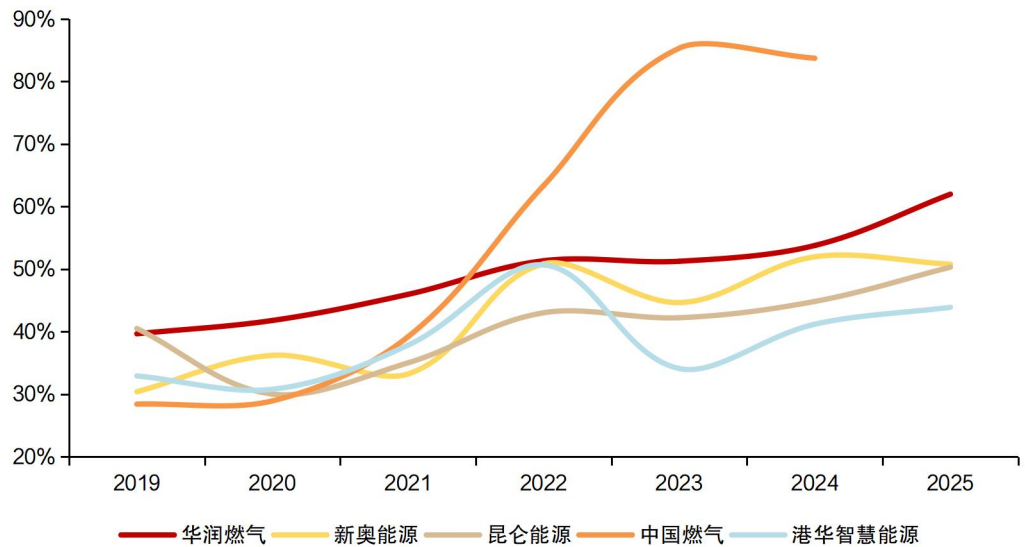
资料来源：昆仑能源公司官网，华源证券研究所

**图表 9：各公司自由现金流（亿港元、亿元）**

公司名称	2024	2025	yoy
华润燃气	25.8	29.0	12.3%
新奥能源	37.3	38.7	3.7%
昆仑能源	70.2	72.1	2.7%

资料来源：各公司官网，华源证券研究所。备注：华润燃气货币单位为港元，新奥能源、昆仑能源货币单位为人民币。

图表 10：2019-2025 年各公司分红率



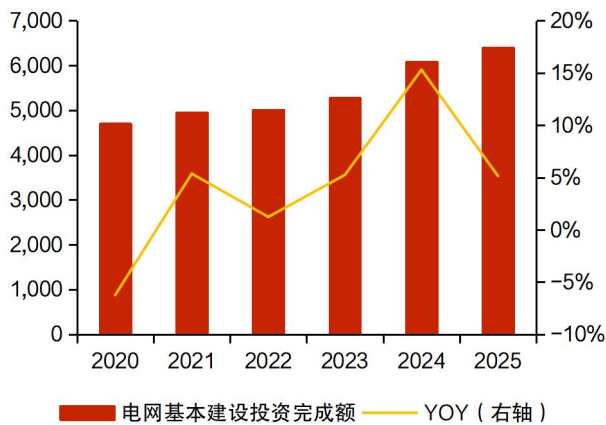
资料来源：wind，华源证券研究所

**投资分析意见：**1) 城燃公司销气主业经营稳健，现金流持续改善，具备红利价值，建议关注港股优质全国性城燃：**新奥能源、昆仑能源、华润燃气、中国燃气、香港中华煤气、港华智慧能源**；2) 建议关注具备海外低价长协的天然气产业链相关标的：**新奥股份、深圳燃气、佛燃能源**；3) 建议关注能源安全相关和多元项目布局的天然气中上游标的：**新天然气、首华燃气、九丰能源**。

## 2. 电网 2025 年报和 2026 一季报总结：主网设备表现优异 配网线缆电表承压

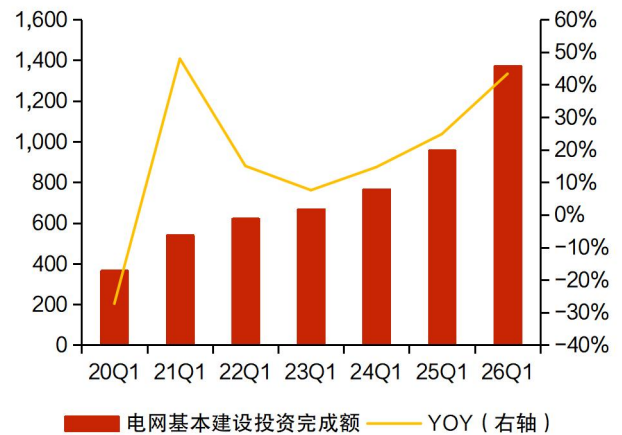
行业层面来看，2025 年电网投资依旧维持较高水平，全年电网基本建设投资完成额达到 6395 亿元（同比+5.1%），继续创历史新高。2026 年一季度，全国电网基本建设投资完成额达到 1370 亿元，同比增速达到 43%，近年来增速仅次于 2021 年一季度（主要由于 2020 年一季度的低基数）。

图表 11：2020—2025 年电网基本建设投资完成额（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：20Q1—26Q1 电网基本建设投资完成额（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

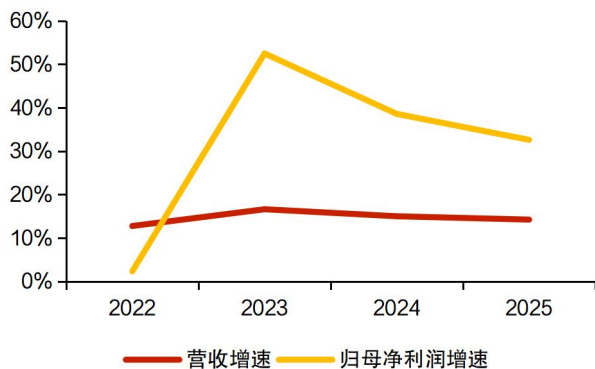
由于电网投资构成较为复杂，我们以申万行业分类为基础，并进行部分调整，将电网设备上市公司分为主网一次（6 家）、配网一次（37 家）、二次设备（31 家）、线缆（36 家）、电表（11 家）进行分析。由于部分公司业务涉及多个领域，可能会同时被分在不同组别。

### 一、主网一次设备：收入和利润增速小幅放缓 毛利率持续改善

**2025 年营收增速小幅放缓，毛利率持续提升。**2025 年主网一次设备营收增速 14.2%，高于全行业增速，毛利率 23.9%持续向上。总的来看，主网一次设备公司业务主要涉及国内特高压、超高压主设备，格局好，因此毛利率维持较好水平。2024、2025 年营收增速都出现小幅下滑，主要与电网投资结构相关。2025 年归母净利润增速 32.6%，由于毛利率持续改善，2023 年来归母净利润增速均远高于营收增速。

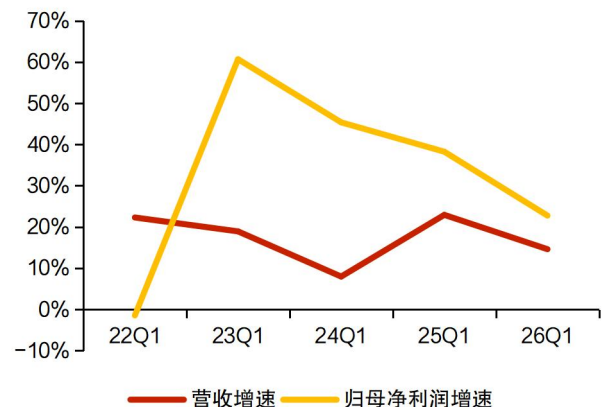
**26Q1 归母净利润波动较大，毛利率趋势较好。**近年来电网一次设备公司 Q1 归母净利润呈现波动性，这与电网容易在年底出现跨期交付现象以及 Q1 占全年比重较低有关，但毛利率、归母净利润率与全年情况一致性较高。

图表 13：主网一次 2022—2025 营收和归母净利润增速



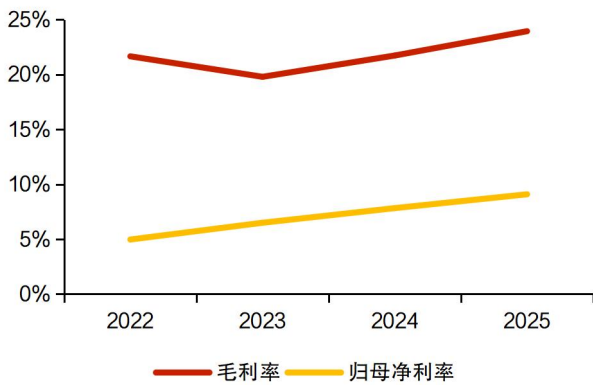
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：主网一次 22Q1—26Q1 营收和归母净利润增速



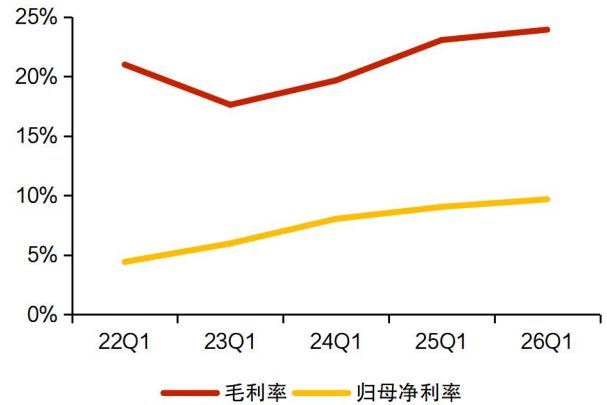
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 15：主网一次 2022—2025 毛利率和归母净利率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 16：主网一次 22Q1—26Q1 毛利率和归母净利率

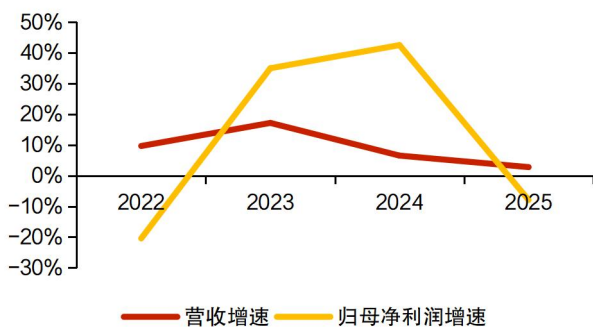


资料来源：Wind，华源证券研究所

## 二、配网一次设备：营收承压 归母净利率下滑

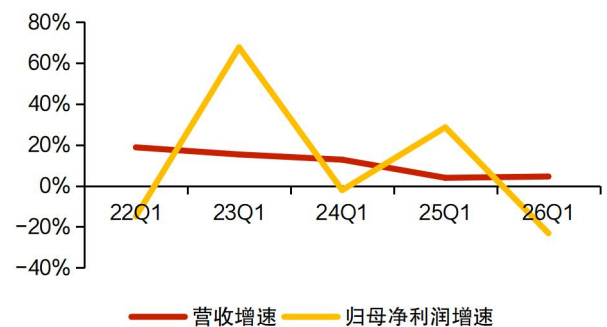
**2025 年营收增速下滑，归母净利润增速转负。**2025 年配网一次设备营业收入同比增长 2.8%，增速低于全国电网增速，也大幅低于主网一次设备，代表配网投资占比下降。归母净利率同比下降 0.59pct。26Q1 延续 2025 年全年的态势，归母净利润增速转负，毛利率和归母净利率同比均下滑。配网一次设备和主网一次设备走势差异较大，主要原因可能是国网区域联采制度导致。

图表 17：配网一次 2022—2025 营收和归母净利润增速

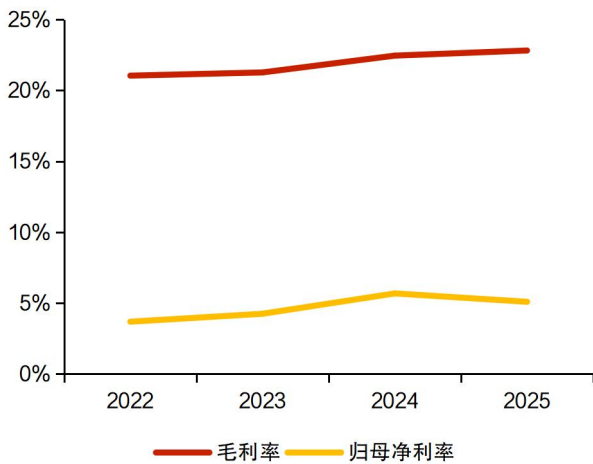


资料来源：Wind，华源证券研究所

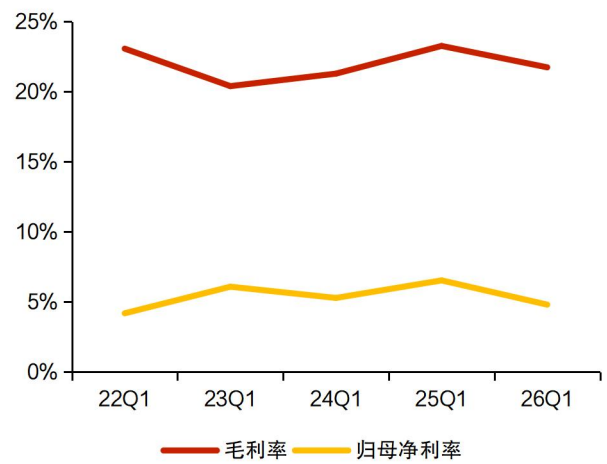
图表 18：配网一次 22Q1—26Q1 营收和归母净利润增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

**图表 19：配网一次 2022—2025 毛利率和归母净利率**


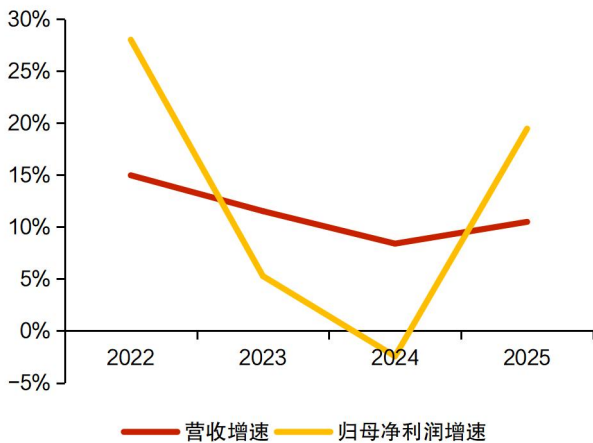
资料来源：Wind，华源证券研究所

**图表 20：配网一次 22Q1—26Q1 毛利率和归母净利率**


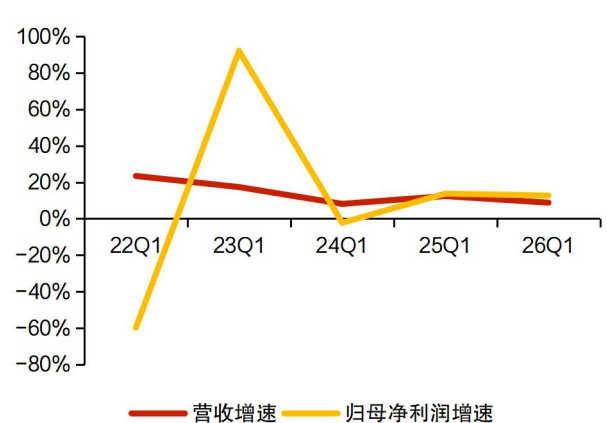
资料来源：Wind，华源证券研究所

### 三、二次设备：2025 年整体营收开始反弹 盈利能力整体稳定

二次设备的营收增速和归母净利润增速均在 2024 年创下近年来低点，但是 2025 年两者双双反弹。其中 2025 年营收增速 10.5%、归母净利润增速 19.5%。盈利能力（毛利率、归母净利率）整体维持稳定。26Q1 也基本维持类似态势。

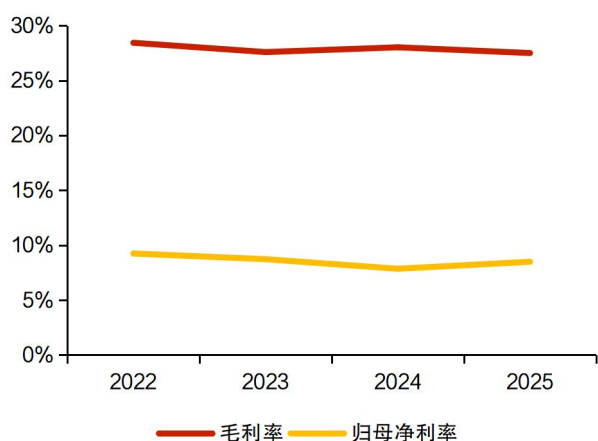
**图表 21：二次设备 2022—2025 营收和归母净利润增速**


资料来源：Wind，华源证券研究所

**图表 22：二次设备 22Q1—26Q1 营收和归母净利润增速**


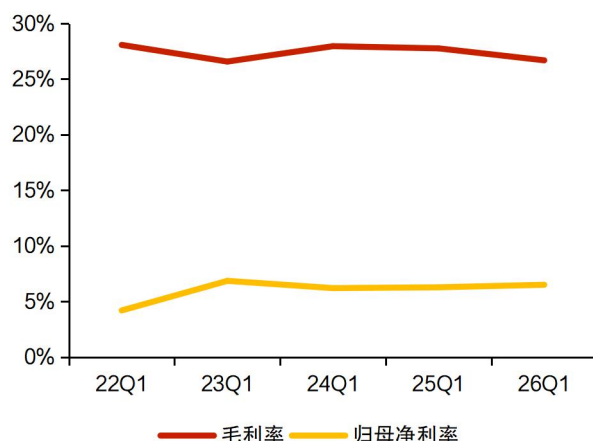
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 23：二次设备 2022—2025 毛利率和归母净利率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 24：二次设备 22Q1—26Q1 毛利率和归母净利率

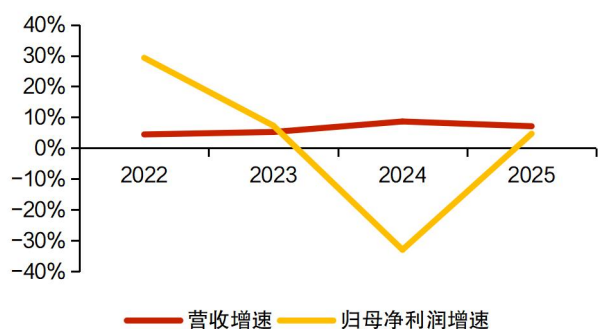


资料来源：Wind，华源证券研究所

#### 四、 线缆：铜价上涨影响线缆公司盈利能力

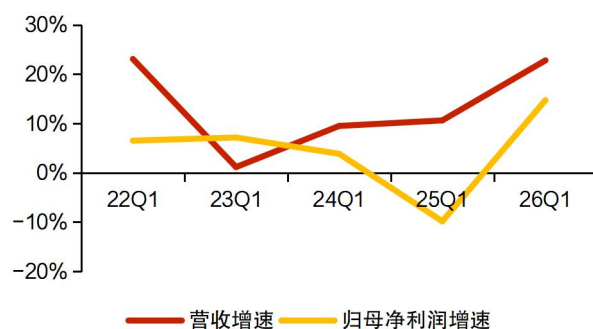
线缆公司 2025 年营收增速 7.1%，且近年来基本保持稳定。但是盈利能力波动较大，2024 年归母净利率有明显下滑，导致当年归母净利润下滑 33%。26Q1 营收大幅增长 22.8%，与行业增速基本匹配，但毛利率和归母净利率水平进一步下降。主要原因可能与不断走高的铜价有关，沪铜价格已经从 2022 年低点约 5.3 万元/吨持续走高至近期近 10 万元/吨，一定程度上影响了线缆公司的盈利能力。

图表 25：线缆 2022—2025 营收和归母净利润增速



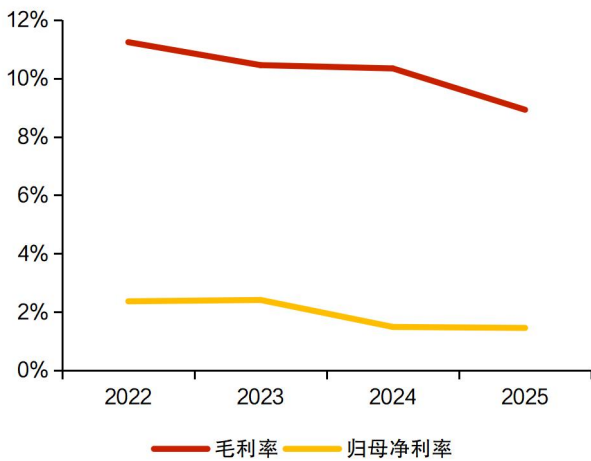
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 26：线缆 22Q1—26Q1 营收和归母净利润增速



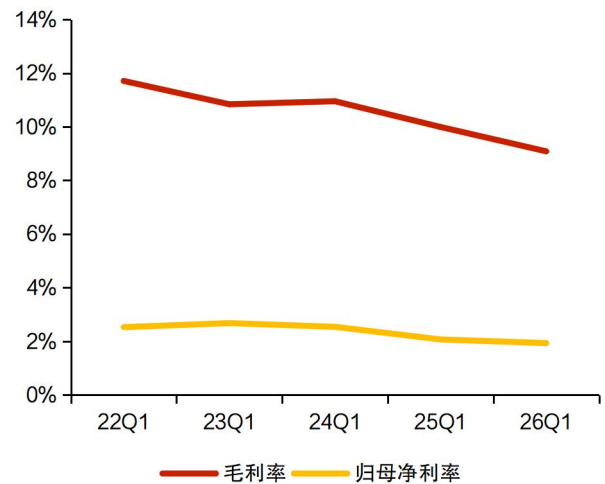
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 27：线缆 2022—2025 毛利率和归母净利率



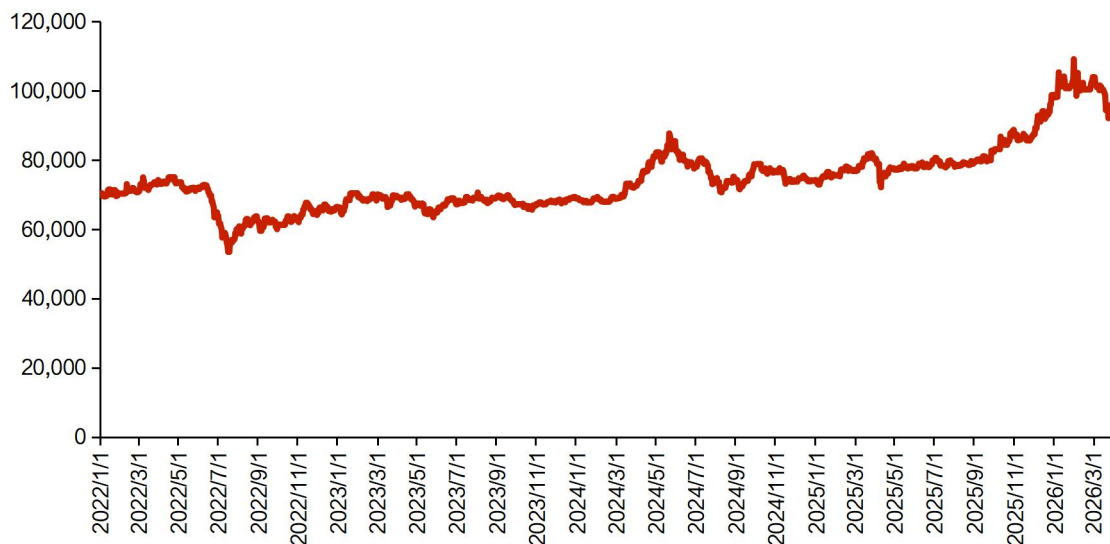
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 28：线缆 22Q1—26Q1 毛利率和归母净利率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 29：SHEF 铜价走势（元/吨）

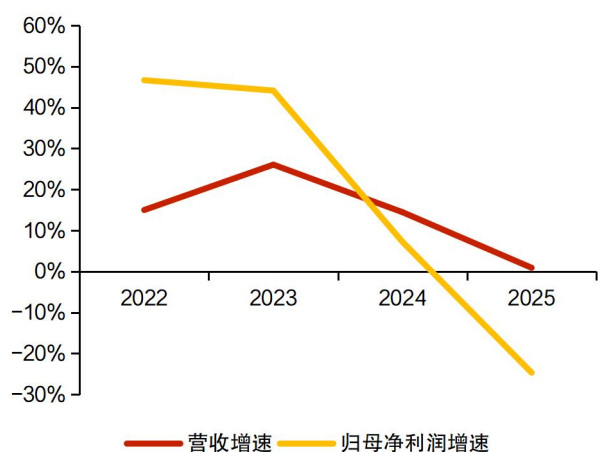


资料来源：Wind，华源证券研究所

## 五、电表：受电表招标价格下滑影响 盈利能力显著承压

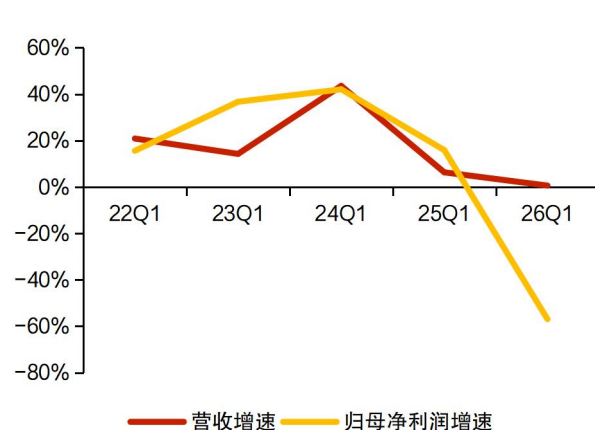
电表公司近期营收和盈利能力均面临较大压力。2025 年整体营收增长 0.9%，但归母净利润大幅下滑 24.7%，归母净利率下滑 3.6pct。26Q1 情况类似，整体营收增长 0.6%，但归母净利润下滑 57%。电表行业盈利能力明显承压，主要与近年来国网电表招标价格持续下滑有关。

图表 30：电表 2022—2025 营收和归母净利润增速



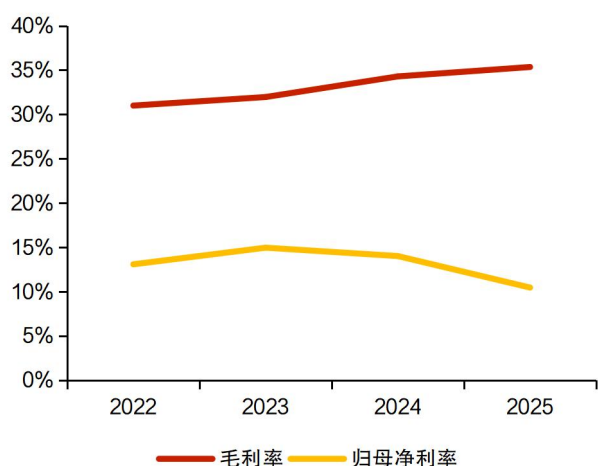
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 31：电表 22Q1—26Q1 营收和归母净利润增速



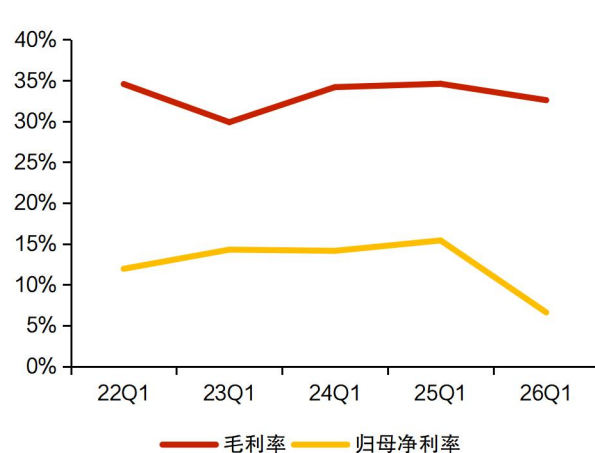
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 32：电表 2022—2025 毛利率和归母净利率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 33：电表 22Q1—26Q1 毛利率和归母净利率



资料来源：Wind，华源证券研究所

**投资分析意见：**看好“十五五”电网投资机会，关注国内特高压、配电网以及电力设备出海相关机会。（1）国内特高压和主网建议关注：**平高电气、国电南瑞、许继电气、南网科技**等；（2）配电网及电力设备出海关注：**四方股份、思源电气、华明装备、三星电气、海兴电力、金盘科技、伊戈尔**等。

### 3. 储能 2025 年报和 2026 一季报总结：户储景气度向好，一季度同比高增

2026 年来户储景气度边际增强，重新进入高增长通道。户储排产上行始于 2025 年四季度，我们认为主要来自于澳洲补贴和乌克兰战后需求，其次是欧洲几国补贴加码。根据 CESC2026

第四届储能大会公众号，2025 年澳洲政府先是推出 23 亿澳元补贴，12 月直接追加到 72 亿澳元，2026 年预计户储装机达 8GWh。英国从 2026 年起强制新建建筑配置光伏，同时推出 150 亿英镑补贴，推动光储热泵发展，有望带动 300 万户家庭新增光伏，对应 24GWh 户储增量。乌克兰发电设施损毁严重，全国停电频繁，户储成为生存刚需，2026 年预计装机超 2GWh，若进入灾后重建，增量空间可达 34GWh。荷兰户用光伏渗透率高，但存量配储率不足 10%，取消净计量政策后，存量用户被迫增配储能，预计带来 20GWh+增量。匈牙利推出 1000 亿福林户储补贴，每户可覆盖超 80%投资成本。波兰计划拨款 5 亿兹罗提延续“我的电力”补贴。

户储行业共有 3 家公司列入统计，2026 年第一季度储能板块实现营收 83 亿元，同比增长 57.7%；实现归母净利润 14 亿元，同比增长 87.4%。2025 年储能板块实现营收 252 亿元，同比增长 19.9%；实现归母净利润 34 亿元，同比增长 10.5%。

以典型企业德业股份为例，公司 2026 年一季度实现归母净利润 11.9 亿元，同比增长 68.4%；毛利率为 41.4%，同比增加 4.24pct，环比增加 4.42pct。2025 年全年公司实现营业收入 122.2 亿元，较 2024 年的 112.1 亿元增长 9.1%；归母净利润 31.7 亿元，较 2024 年的 29.6 亿元增长 7.1%。从盈利能力来看，整体业务毛利率维持较高水平，储能电池包因为碳酸锂成本略有上升，毛利率略微受到影响，但户储产品传导成本能力较强，对下游客户有所提价，因此 2026 年一季度毛利率环比和同比均有所提升。从产品分类来看，逆变器稳健增长，储能电池包实现快速增长。2025 年储能电池包实现收入 38.32 亿元，同比+56.34%。2025 年逆变器(不含配件)实现收入 62.71 亿元，其中光伏逆变器实现收入 10.54 亿元，同比-7.21%，储能逆变器实现收入 52.17 亿元，同比+18.92%。

**图表 34：户储重点公司 2025 年及 2026Q1 财务数据**

2025年财务数据及同比情况												
主要业务领域	公司代码	公司名称	营收 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率 (%)			净利率 (%)		
			2024年	2025年	2024年	2025年	2023年	2024年	2025年	2023年	2024年	2025年
户储	605117.SH	德业股份	112	122	30	32	40.4%	38.8%	38.1%	23.9%	26.4%	25.9%
		同比	49.8%	9.1%	65.3%	7.1%		-1.65pct	-0.64pct		2.47pct	-0.49pct
	688390.SH	固德威	67	89	-0.6	1.3	30.8%	21.0%	21.5%	11.8%	-0.1%	1.8%
		同比	-8.4%	31.9%	转亏	扭亏为盈		-9.81pct	0.56pct		-11.83pct	1.88pct
	688717.SH	艾罗能源	31	41	2	1	39.9%	38.1%	32.0%	23.8%	6.6%	3.0%
		同比	-31.3%	32.8%	-80.9%	-40.6%		-1.77pct	-6.16pct		-17.18pct	-3.66pct
	合计		210	252	31	34						
	同比			19.9%		10.5%						

2026Q1财务数据及同比情况												
主要业务领域	公司代码	公司名称	营收 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率 (%)			净利率 (%)		
			2025年Q1	2026年Q1	2025年Q1	2026年Q1	2024Q1	2025年Q1	2026年Q1	2024Q1	2025年Q1	2026年Q1
户储	605117.SH	德业股份	25.7	44.6	7.1	11.9	36.3%	37.2%	41.4%	23.0%	27.5%	26.6%
		同比	36.2%	73.8%	63.0%	68.4%		0.88pct	4.24pct		4.51pct	-0.87pct
	688390.SH	固德威	18.8	23.6	-0.3	1.0	27.5%	19.4%	26.3%	-1.7%	-0.6%	4.2%
		同比	67.1%	25.4%	-2.8%	扭亏为盈		-8.06pct	6.92pct		1.13pct	4.76pct
	688717.SH	艾罗能源	8.0	14.5	0.5	0.7	40.1%	29.9%	33.0%	5.0%	5.8%	4.6%
		同比	16.7%	82.0%	35.3%	45.0%		-10.12pct	3.04pct		0.79pct	-1.17pct
	合计		52	83	7	14						
	同比			57.7%		87.4%						

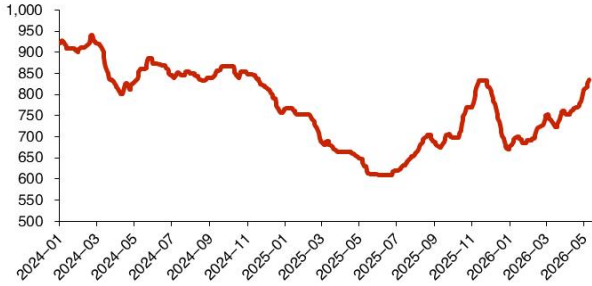
2026Q1盈利能力环比变化情况								
主要业务领域	公司代码	公司名称	毛利率 (%)			净利率 (%)		
			2025年Q3	2025年Q4	2026年Q1	2025年Q3	2025年Q4	2026年Q1
户储	605117.SH	德业股份	40.3%	37.0%	41.4%	24.9%	24.4%	26.6%
		同比		-3.30pct	4.42pct		-0.52pct	2.25pct
	688390.SH	固德威	26.2%	20.2%	26.3%	4.8%	1.7%	4.2%
		同比		-5.98pct	6.09pct		-3.04pct	2.46pct
	688717.SH	艾罗能源	30.5%	30.9%	33.0%	0.7%	-2.8%	4.6%
		同比		0.46pct	2.05pct		-3.49pct	7.38pct
	合计							

资料来源：wind，华源证券研究所，净利率为销售净利率

**投资分析意见：**建议关注逆变器及户储相关公司：**德业股份、艾罗能源、固德威、锦浪科技、禾迈股份、昱能科技等。**

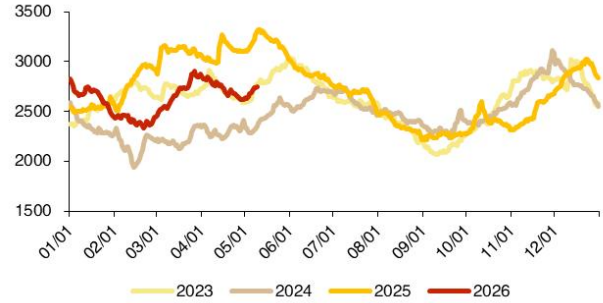
## 4. 定期数据更新

图表 35: 秦皇岛 5500 大卡煤炭 (元/吨)



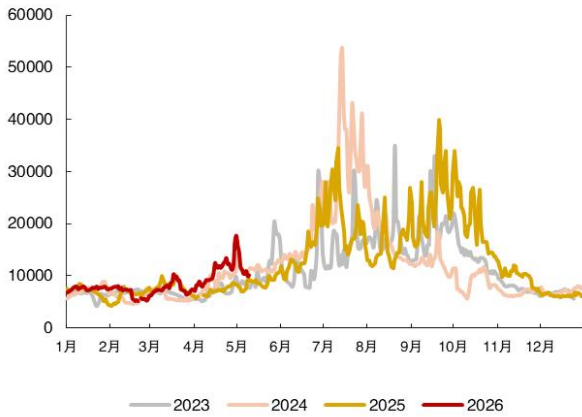
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 36: 环渤海港煤炭库存 (万吨)



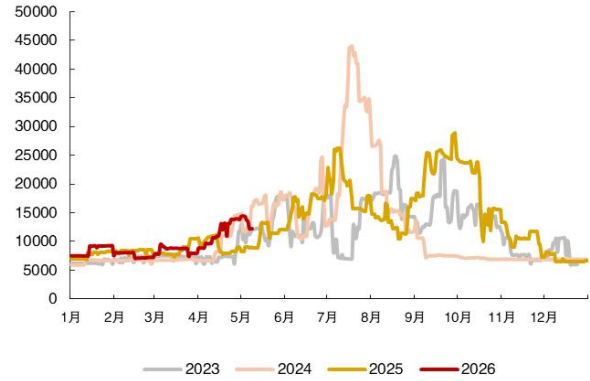
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 37: 三峡入库流量 (立方米/秒)



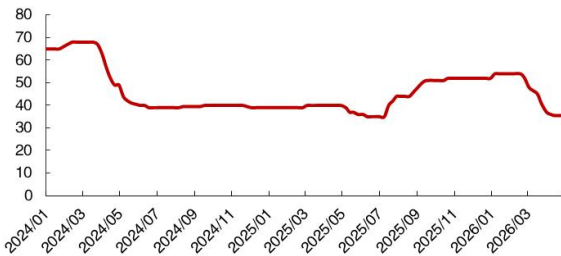
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 38: 三峡出库流量 (立方米/秒)



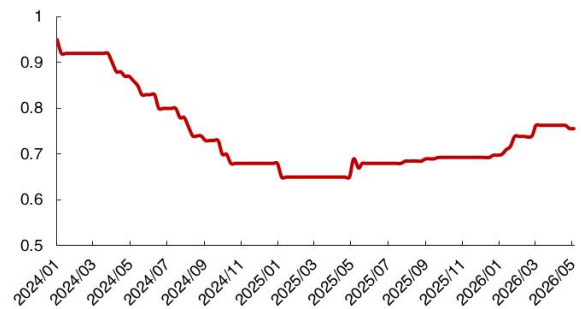
资料来源: wind, 华源证券研究所

图表 39: 多晶硅致密料价格 (元/kg)



资料来源: infolink, 华源证券研究所

图表 40: 双面双玻组件 (元/W)



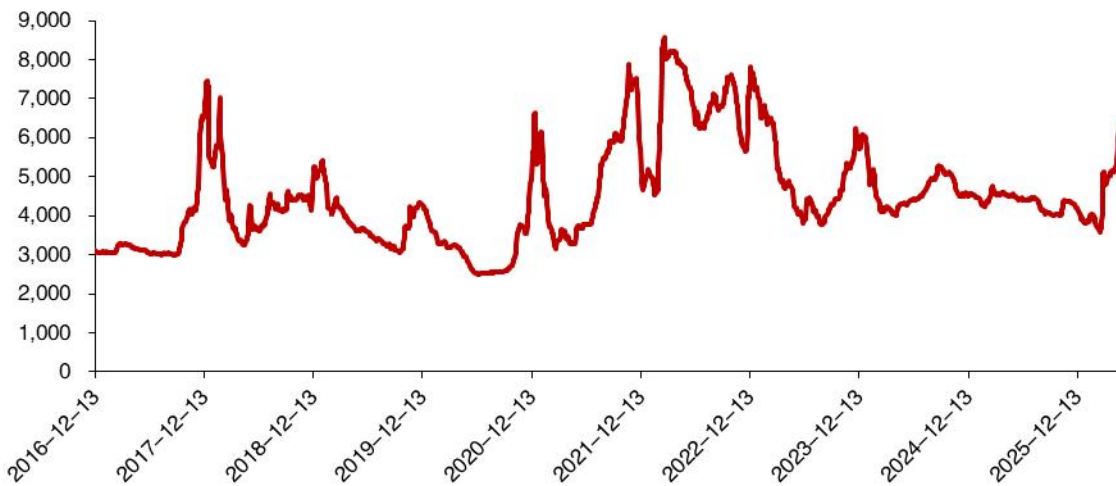
资料来源: infolink, 华源证券研究所  
注: 2025 年 5 月 7 日起改为 topcon 型组件价格

图表 41：现货市场周度数据 4.27-5.03（单位：元/兆瓦时）



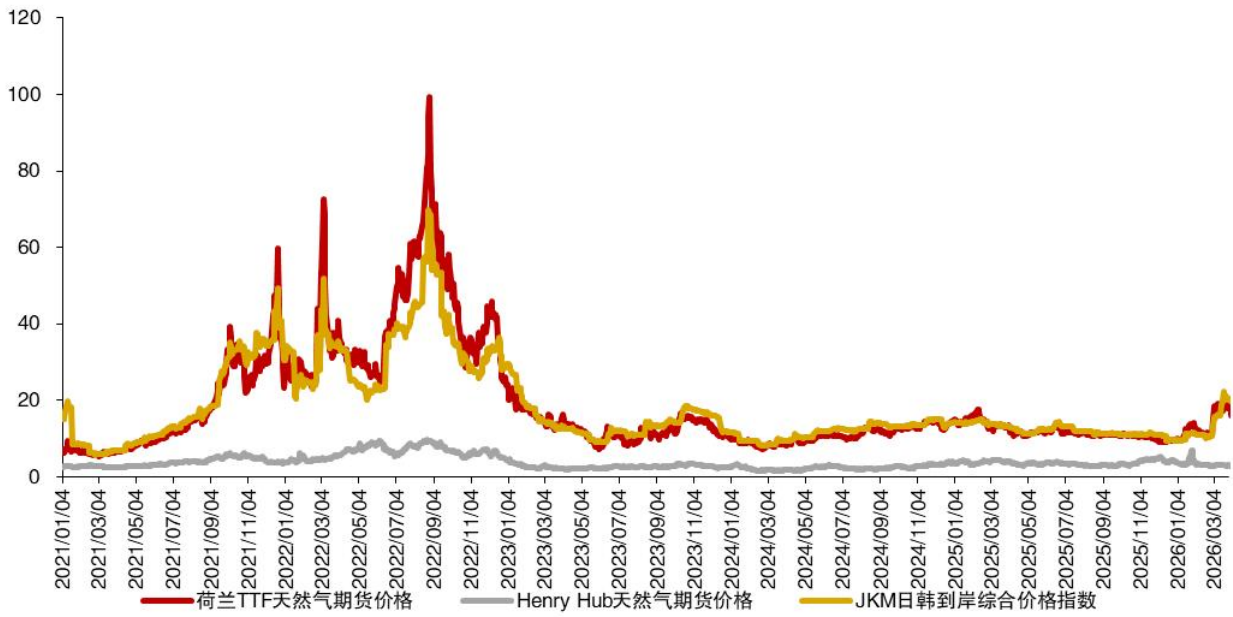
资料来源：兰木达现货微信公众号，华源证券研究所。注：虚线为燃煤发电基准价。

图表 42：中国液化天然气出厂价格指数(元/吨)



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 43: 全球主要市场 LNG 价格指数 (美元/百万英热)



资料来源: investing, wind, 华源证券研究所

## 5. 风险提示

煤价上涨超预期；新能源电价波动；汛期来水不及预期；储能需求不及预期；毛利率波动风险；贸易冲突风险等；天然气需求不及预期等。

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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门、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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。