

2026年05月16日

电力行业利润新高 板块内绿电核电业绩承压

投资评级：看好（维持）

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

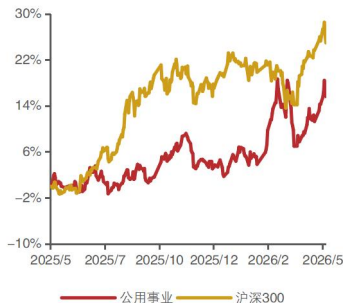
邓思平

SAC: S1350524070003

dengsiping@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



——电力行业 2025 年&2026 年一季度业绩综述

投资要点：

➢ 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，发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**持续性的降费（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。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。
- **风险提示：煤价上涨超预期、市场化电价下滑风险、汛期来水不及预期、政策落地不及预期。**

内容目录

1. 电力行业利润新高 板块内绿电核电业绩承压	5
1.1. 火电：利润新高后 等待供需驱动 EPS 与 PE 共同修复	5
1.2. 水电：业绩稳健符合预期 关注市场风格与短期来水	9
1.3. 绿电：多因素下业绩承压 期待绿电走出“至暗时刻”	11
1.4. 核电：业绩分化明显 关注后续核电电价政策出台	15
2. 风险提示	16

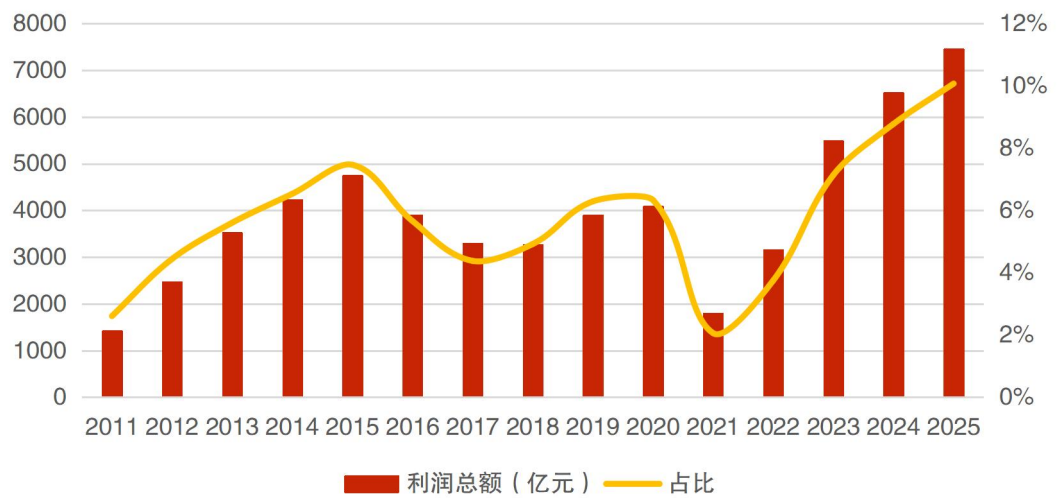
图表目录

图表 1: 2011–2025 年电力、热力生产和供应业行业利润总额及其在规模以上工业企业利润总额的占比	5
图表 2: 主流火电运营商 2024–2025 年、2025Q1–2026Q1 归母净利润情况 (亿元) .	6
图表 3: 主流火电运营商 2024–2025 年、2025Q1–2026Q1 营业收入情况 (亿元)	6
图表 4: 主流火电运营商 2024–2025 年、2025Q1–2026Q1 毛利率变动 (毛利率单位: %, 变动单位: pct)	7
图表 5: 2023 年初至今秦皇岛港口 5500 大卡现货煤价 (元/吨)	8
图表 6: 主流火电运营商 2024–2025 年、2025Q1–2026Q1 可支配现金流变动 (经营性现金流净额减去投资性现金流净额, 亿元)	8
图表 7: 主流水电运营商 2024–2025 年、2025Q1–2026Q1 归母净利润情况 (亿元)	10
图表 8: 主流水电运营商 2024–2025 年、2025Q1–2026Q1 营收情况 (亿元)	10
图表 9: 主流水电运营商 2024–2025 年、2025Q1–2026Q1 水电发电量情况 (亿千瓦时)	10
图表 10: 2024–2025 年主要省份水电利用小时情况 (单位: 小时)	11
图表 11: 2025Q1–2026Q1 主要省份水电利用小时情况 (单位: 小时)	11
图表 12: 主要绿电公司 2025 年收入及归母净利润情况	12
图表 13: 部分绿电公司电价下降情况 (单位: 元/千瓦时)	12
图表 14: 2015–2025 年新能源新增装机及增速 (单位: GW)	13
图表 15: 协合新能源弃风弃光率	13
图表 16: 2021–2025 年部分新能源公司计提资产减值情况 (单位: 亿元)	13
图表 17: 主要绿电公司 2024–2025 年经营活动产生的现金流净额 (单位: 亿元)	14
图表 18: 新能源公司收回补贴情况一览表 (单位: 亿元)	14
图表 19: 2026 年 Q1 主要绿电公司归母净利润变化	14
图表 20: 主要绿电公司风电发电量情况 (单位: 亿千瓦时)	15
图表 21: 核电公司 2025 年年度、2026 年一季度归母净利润表现 (单位: 亿元)	16

1. 电力行业利润新高 板块内绿电核电业绩承压

在火电仍占大比例的电量结构下，2025年在煤价大幅下降背景下，电力行业利润总额创历史新高，同时占规模以上工业企业利润总额占比达到2011年至今的高点（10.1%）。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。

图表 1：2011-2025 年电力、热力生产和供应业行业利润总额及其在规模以上工业企业利润总额的占比



资料来源：wind，华源证券研究所

1.1. 火电：利润新高后 等待供需驱动 EPS 与 PE 共同修复

归母净利润：2025 年创历史新高，2026 年一季度平稳开局

从利润结果看，2025年多家火电运营商归母净利润创历史新高，主要系机制稳定、煤价回落，即在较为稳定的中长期电价下，2025年煤价较2024年大幅回落。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2026年一季度在较低的年度签约电价下，预期2026年面临挑战，2026年一季报利润平稳落地主要系一季度煤价尚处于低位。**展望后市，关注煤价上涨传导电价上涨，以及市场化机制下火电运营商谋求合理回报率。**

图表 2：主流火电运营商 2024-2025 年、2025Q1-2026Q1 归母净利润情况（亿元）

区域	证券简称	2024	2025	yoy	2025Q1	2026Q1	yoy
全国性	华能国际	101	144	42%	50	45	-10%
	华电国际	60	61	1%	20	18	-10%
	大唐发电	45	74	64%	22	29	29%
	国电电力	98	72	-27%	18	14	-23%
	华润电力	144	145	1%	-	-	-
华东	江苏国信	32	35	7%	9	8	-10%
	申能股份	39	40	2%	10	8	-22%
	上海电力	20	28	35%	8	6	-32%
	皖能电力	21	21	4%	4	4	0%
	浙能电力	78	75	-3%	11	9	-12%
华南	粤电力 A	10	6	-38%	-3.8	-1.5	-60%
	宝新能源	7	10	45%	3	3	3%
华北	建投能源	5	19	254%	4	6	35%
	京能电力	17	35	102%	11	11	2%
内蒙	华能蒙电	30	25	-18%	9	7	-25%
华中	赣能股份	7	10	41%	2	2	5%
合计		716	800	12%	177.9	168.5	-5%

资料来源：wind，华源证券研究所。注：调整后口径，华润电力为港元

收入端：利用小时下降趋势较为明确，分化在于新投机组

火电三要素分为电量、电价、煤价，其中收入与电量、电价相关，我们在 2026 年度策略报告中提出，火电企业在“双碳”转型下利用小时数下降为趋势，在装机不变下，电量将会下滑，2025 年与 2026 年一季报再次得到验证。并且我们判断，“十五五”期间，火电利用小时数或处于持续下降趋势，为寻求合理回报率、较为稳定的利润，需要“点火价差”（电价与煤价差）做出“让步”。

以华能国际为例，2025 年华能国际煤机利用小时数 3959 小时，同比下降 326 小时；2026 年一季度华能国际境内电厂结算电价 460.73 元/兆瓦时，同比下降 5.63%。分区域看，营收下滑差异主要在装机与电价，区域差异在于电价差异，区域内差异在于装机差异。整体而言，全国火电机组营收普遍下滑，华东区域下滑更多，华南与华北区域较优。

图表 3：主流火电运营商 2024-2025 年、2025Q1-2026Q1 营业收入情况（亿元）

区域	证券简称	2024	2025	yoy	2025Q1	2026Q1	yoy
全国性	华能国际	2456	2293	-6.6%	603	568	-5.9%
	华电国际	1415	1260	-10.9%	336	305	-9.4%
	大唐发电	1235	1213	-1.8%	302	303	0.2%
	国电电力	1792	1702	-5.0%	398	392	-1.6%

	华润电力	1053	1020	-3.1%	-	-	-
	江苏国信	369	355	-3.8%	78	88	13.3%
	申能股份	296	280	-5.4%	73	68	-7.1%
华东	上海电力	427	419	-2.0%	104	99	-5.0%
	皖能电力	301	273	-9.3%	64	60	-6.6%
	浙能电力	880	796	-9.6%	176	157	-11.0%
华南	粤电力 A	572	515	-9.8%	106	114	7.4%
	宝新能源	79	86	9.2%	20	21	6.0%
华北	建投能源	235	228	-3.1%	66	63	-4.7%
	京能电力	354	354	0.0%	100	102	2.2%
内蒙	华能蒙电	239	211	-11.8%	54	47	-13.6%
华中	赣能股份	69	74	6.9%	15	22	52.4%
	合计	11772	11079	-5.9%	2496	2407	-3.5%

资料来源：wind，华源证券研究所。注：调整后口径，华润电力为港元

毛利率：持续改善系煤价，2026 年二季度或承压

主流火电运营商 2025 年利润大幅改善主要系煤价下跌带来的毛利率改善，虽然毛利率变动不大（华能国际提升 3.3 个百分点），但由于体量大，单位利润薄，使得业绩弹性明显。具体而言，2025 年秦皇岛港口动力煤（5500 大卡）年均 698 元/吨，较 2024 年下降 158 元/吨，降幅 18%。重点关注 2026 年一季报情况，仅华南、华北区域毛利率有所改善，预计华南区域系今年 3 月较高的现货电价、华北区域系较为稳定的中长期电价与较优的用电需求。

值得注意的是，2026 年一季报稳定的毛利率背后是较低的煤价水平，根据 wind，2026 年一季度秦皇岛港口（5500 大卡）现货煤均价 716 元/吨，较 2025 年一季度略低 5 元/吨。考虑到签署的较低的长协煤，整体入炉煤价降幅可观。但从边际趋势考虑，2026 年二季度现货煤价或环比提升，或对火电运营商利润造成吞噬。

图表 4：主流火电运营商 2024-2025 年、2025Q1-2026Q1 毛利率变动（毛利率单位：% ，变动单位：pct）

区域	证券简称	2024	2025	变动	2025Q1	2026Q1	变动
	华能国际	15.14	18.45	3.30	19.05	19.52	0.48
	华电国际	8.78	11.44	2.65	10.73	12.63	1.91
全国性	大唐发电	14.87	19.08	4.21	16.78	19.66	2.88
	国电电力	14.24	15.54	1.30	13.91	12.32	-1.59
	华润电力	-	-	-	-	-	-
	江苏国信	11.41	13.63	2.22	11.21	8.05	-3.16
	申能股份	19.61	22.56	2.95	20.08	19.68	-0.40
华东	上海电力	23.47	25.76	2.28	25.89	22.24	-3.66
	皖能电力	12.05	16.27	4.22	15.02	14.39	-0.62
	浙能电力	12.16	12.33	0.17	7.07	5.45	-1.62
华南	粤电力 A	13.36	11.31	-2.06	4.51	6.95	2.44

	宝新能源	14.92	18.60	3.69	20.17	23.40	3.23
华北	建投能源	15.35	26.65	11.30	19.24	22.98	3.74
	京能电力	13.31	21.28	7.97	18.06	18.69	0.64
内蒙	华能蒙电	19.26	23.16	3.89	25.04	24.43	-0.61
华中	赣能股份	15.67	21.58	5.90	17.63	17.49	-0.14
	平均	14.91	18.51	3.60	16.29	16.53	0.24

资料来源：wind，华源证券研究所。注：调整后口径

图表 5：2023 年初至今秦皇岛港口 5500 大卡现货煤价（元/吨）



注：截至2026年5月8日，现货价不考虑延期

资料来源：wind，华源证券研究所

现金流：2025 年可支配现金流净额扩大，2026 年区域分化

简单定义可支配现金流=经营性现金流净额-投资性现金流净额，2025 年，在煤价下降周期内，火电经营性现金流整体大比例好转，可支配现金流转正；2026 年一季度，在电量与电价下滑压力下，火电整体可支配现金流下滑但仍然为正。分区域看，2026 年一季度全国性火电运营商可支配现金流大幅减少，华东区域多个公司可支配现金流转负；**华南、华北、华中区域火电运营商可支配现金流好转且多地由负转正。**

图表 6：主流火电运营商 2024-2025 年、2025Q1-2026Q1 可支配现金流变动（经营性现金流净额减去投资性现金流净额，亿元）

区域	证券简称	2024	2025	变动	2025Q1	2026Q1	变动
全国性	华能国际	-131	99	230	84	34	-50
	华电国际	91	130	38	85	34	-50
	大唐发电	-26	114	140	53	49	-4

	国电电力	69	84	15	27	3	-24
	华润电力	-184	-13	171	-	-	-
	江苏国信	-1	4	5	6	-6	-13
	申能股份	24	42	18	10	18	7
华东	上海电力	-54	-38	16	4	-11	-15
	皖能电力	-18	23	41	13	-10	-24
	浙能电力	50	46	-5	21	32	11
华南	粤电力 A	-33	-7	26	-12	23	34
	宝新能源	1	3	2	-4	4	8
华北	建投能源	-1	4	5	-3	4	8
	京能电力	24	59	35	6	20	14
内蒙	华能蒙电	20	39	19	4	-23	-27
华中	赣能股份	-25	-21	5	-4	8	12
	合计	-192	569	761	291	178	-113

资料来源: wind, 华源证券研究所。注: 调整后口径, 华润电力为港元

投资分析意见: 从股价结果拆分, 股价上涨分为 EPS 上涨与 PE 上涨 (预期), 复盘板块 2025 年情况, 火电指数 (申万) 2025 年上涨 10%, 与我们选取的主流火电运营商 2025 年 EPS 提升幅度相当; 板块内资产重组预期与京津冀区域的公司涨幅居前。也即说明, **2025 年火电运营商股价反映的仍然是业绩修复预期, 市场对于火电的商业模式能否从周期转为公用事业仍心存疑问。** 2026 年一季度, 火电指数 (申万) 上涨 11%, 远超同期火电企业 EPS 涨幅; 板块内地方性小公司涨幅居前, 在算电协同产业趋势背景下, 市场或对于地方火电公司转型寄予厚望。

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。**

1.2. 水电: 业绩稳健符合预期 关注市场风格与短期来水

归母净利润: 业绩稳健符合预期 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, 发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 (部分区域系来水偏丰, 部分系消落蓄水); 另外持续性的降费 (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。

分区域利润表现存在差异, 核心或在于区域来水差异。除云南、四川外, 其余区域水电 (含外送水电电量) 电价基本稳健, 2025 年区域水电 (桂冠电力、黔源电力) 表现较优主要

系来水偏丰；2026 年一季度仅四川云南本地水电站表现一般，或主要系一季度来水偏枯以及云南省内交易电价下滑影响。整体而言，水电运营商 2025 年年报与 2026 年一季报利润表现符合市场预期且稳健增长。展望后市，**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。**

图表 7：主流水电运营商 2024-2025 年、2025Q1-2026Q1 归母净利润情况（亿元）

流域	区域	证券简称	2024	2025	yoy	2025Q1	2026Q1	yoy
长江	四川、云南	长江电力	325	345	6.2%	52	68	30.5%
澜沧江	云南	华能水电	83	85	2.5%	15	15	2.3%
雅砻江	四川	国投电力	66	74	11.3%	21	21	1.9%
雅砻江	四川	川投能源	45	48	5.5%	15	15	-1.8%
红水河	广西	桂冠电力	23	33	43.6%	5.4	8.6	58.1%
清江	湖北	湖北能源	18	19	5.3%	3.6	5.1	42.0%
北盘江	贵州	黔源电力	2.2	6.0	175.0%	0.5	0.9	72.1%
合计			562.6	609.4	8.3%	112.0	133.3	19.0%

资料来源：wind，华源证券研究所。注：调整后口径

营业收入：雅砻江来水偏枯电价承压 其余流域电量偏丰带动营收增长

水电商业模型较为简单，收入仅与电量、电价有关，仅四川（大渡河）、云南（澜沧江）两个区域本地水电入市交易且电价波动较大，其余区域水电电价较为稳定；从收入结果看，2025 年至今，国投电力（雅砻江）收入持续下滑，或系电量（来水偏枯）以及外送江苏电价下滑共同影响。分区域来水情况，2025 年及 2026 年一季度，仅四川水电利用小时数小幅下降，其余区域水电利用小时数均有所上涨。

图表 8：主流水电运营商 2024-2025 年、2025Q1-2026Q1 营收情况（亿元）

流域	区域	证券简称	2024	2025	变动	2025Q1	2026Q1	变动
长江	四川、云南	长江电力	845	862	2.1%	170	181	6.4%
澜沧江	云南	华能水电	249	266	6.9%	54	58	7.0%
雅砻江	四川	国投电力	578	530	-8.3%	131	125	-4.6%
雅砻江	四川	川投能源	16	17	3.6%	4	3	-9.6%
红水河	广西	桂冠电力	96	104	8.3%	19	27	37.0%
清江	湖北	湖北能源	200	175	-12.8%	42	44	5.0%
北盘江	贵州	黔源电力	19	33	70.0%	4.0	4.7	16.7%
合计			2004	1987	-0.8%	424.1	442.4	4.3%

资料来源：wind，华源证券研究所。注：调整后口径

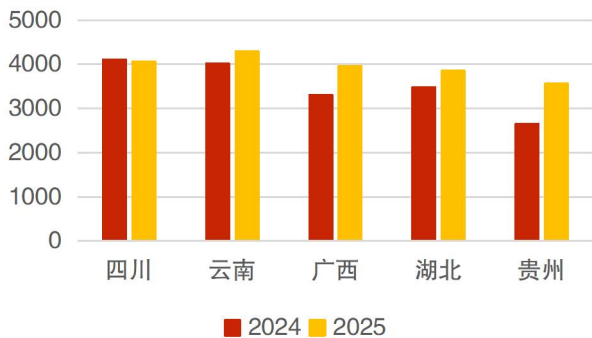
图表 9：主流水电运营商 2024-2025 年、2025Q1-2026Q1 水电发电量情况（亿千瓦时）

流域	区域	公司名称	2024	2025	yoy	2025Q1	2026Q1	yoy
长江	四川、云南	长江电力	2959	3072	3.8%	577	618	7.2%

澜沧江	云南	华能水电	1079	1208	11.9%	197	218	10.4%
雅砻江	四川	国投电力	1041	981	-5.8%	253	233	-7.8%
雅砻江	四川	川投能源	55	64	15.4%	9	8	-6.7%
红水河	广西	桂冠电力	306	416	35.9%	63	100	57.6%
清江	湖北	湖北能源	110	112	2.6%	19	34	85.6%
北盘江	贵州	黔源电力	63	115	80.9%	15	17	17.5%

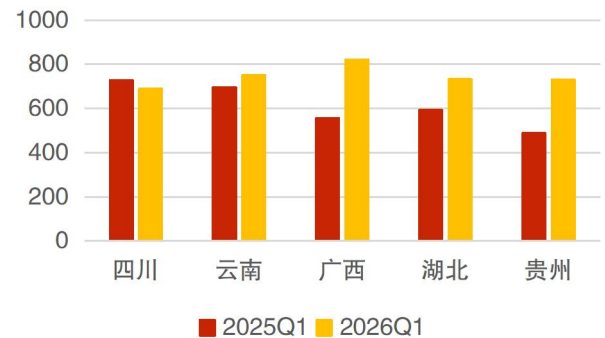
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 10：2024-2025 年主要省份水电利用小时情况（单位：小时）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 11：2025Q1-2026Q1 主要省份水电利用小时情况（单位：小时）



资料来源：wind，华源证券研究所

投资分析意见：2025 年主流水电运营商利润均有所上涨，但股价表现有所差异，“四大水电”股价均有所下滑，且“两投”下滑更多，或主要系市场风格影响；区域小水电受益于来水业绩弹性及资产注入预期涨幅偏多。2026 年一季度水电运营商股价整体表现平淡，传统淡季，仅桂冠电力在新的成长预期下表现远好于其他水电运营商。**展望后市，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。**

1.3. 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。从 2025 年归母净利润表现来看，受电价下滑、限电率提升以及大规模计提减值影响，大多数全国性绿电公司业绩均同比下降，仅部分“小而美”或地方性平台 2025 年业绩同比有所增长。

图表 12：主要绿电公司 2025 年收入及归母净利润情况

		收入（亿元）			归母净利润（亿元）		
		2024	2025	yoy	2024	2025	yoy
601619.SH	嘉泽新能	24.2	25.0	3.20%	6.3	7.1	13.3%
1811.HK	中广核新能源	19.5	16.9	-13.25%	2.5	2.8	11.2%
600956.SH	新天绿能	213.7	198.3	-7.21%	16.7	18.3	9.2%
600483.SH	福能股份	145.6	137.5	-5.58%	27.9	29.6	5.9%
0579.HK	京能清洁能源	205.6	208.8	1.53%	32.5	29.5	-9.2%
600930.SH	华电新能	339.7	389.8	14.76%	88.3	72.6	-17.8%
1250.HK	山高新能源	44.2	44.1	-0.33%	2.8	2.3	-19.5%
600163.SH	中闽能源	17.4	16.1	-7.69%	6.5	5.2	-19.9%
000537.SZ	绿发电力	38.4	48.9	27.41%	10.1	8.0	-20.6%
001289.SZ	龙源电力	371.6	302.5	-18.60%	63.5	45.3	-28.8%
1798.HK	大唐新能源	125.8	125.8	0.01%	23.8	16.0	-32.6%
000591.SZ	太阳能	60.4	49.6	-17.91%	12.3	8.2	-32.9%
600905.SH	三峡能源	297.2	284.0	-4.43%	61.1	37.1	-39.2%
601016.SH	节能风电	50.3	45.0	-10.57%	13.3	6.9	-48.4%
0182.HK	协合新能源	27.5	25.4	-7.56%	8.1	1.4	-82.6%
600821.SH	金开新能	36.1	34.5	-4.44%	8.0	1.0	-87.4%

资料来源：wind，华源证券研究所

注：按照 2025 年归母净利润同比增速从高到低进行排序。中广核新能源货币为美元

1) 原因 1：电价下降明显，平均电价降幅为 5 分钱

下表统计主要绿电公司 2024–2025 年的平均电价，可以看出风电、光伏电价均有所下降，但其中可以看出两大趋势，一是风电电价下降幅度整体小于光伏，平均而言，表内上市公司风电电价平均降幅 0.039 元/千瓦时，光伏电价平均降幅 0.058 元/千瓦时；二是在光伏电价已经很低的地区或企业中，光伏电价下降幅度趋缓。

图表 13：部分绿电公司电价下降情况（单位：元/千瓦时）

		2024 年平均电价	2025 年平均电价	同比降幅
龙源电力	风电	0.527	0.475	-0.052
	光伏	0.335	0.318	-0.017
中广核新能源	风电	0.57	0.54	-0.030
	光伏	0.56	0.49	-0.070
新天绿能	风电	0.43	0.41	-0.019
华电新能	风电	0.41	0.36	-0.046
	光伏	0.36	0.32	-0.045
三峡能源	风电	0.453	0.406	-0.048
	光伏	0.367	0.327	-0.041
节能风电	风电	上网电价同比下降 12.09%		
太阳能	光伏	0.7028	0.5831	-0.120

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

2) 原因 2：新能源装机速度过快导致限电率提升

根据国家能源局的数据，2025 年全国新增风电、太阳能发电装机超 4.3 亿千瓦（其中风电 1.2 亿千瓦，太阳能发电 3.18 亿千瓦），同比增长 22.0%，再创历史新高，风电、太阳能发电累计并网装机达到 18.4 亿千瓦，占比达到 47.3%，历史性超过火电。

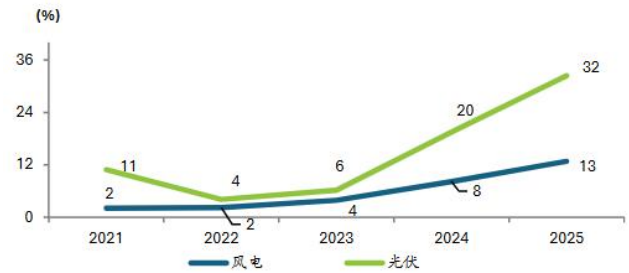
受此影响，2025 年实际限电率较高，根据协合新能源披露的数据，2025 年其弃风率达到 13%，同比增加 5 个百分点，弃光率达到 32%，同比增加 12 个百分点。

图表 14：2015-2025 年新能源新增装机及增速(单位:GW)



资料来源：中电联、国家能源局，华源证券研究所

图表 15：协合新能源弃风弃光率

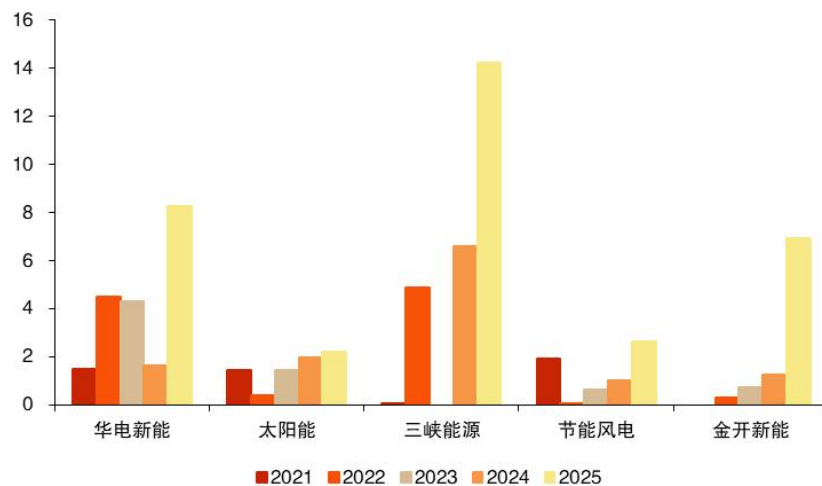


资料来源：协合新能源官网，华源证券研究所

3) 原因 3：部分新能源项目盈利能力下降，导致大比例减值

由于上述两个因素影响，导致部分新能源项目未来预期收益表现较差，部分公司计提较大金额的资产减值，总结而言光伏公司计提减值金额普遍高于风电公司。

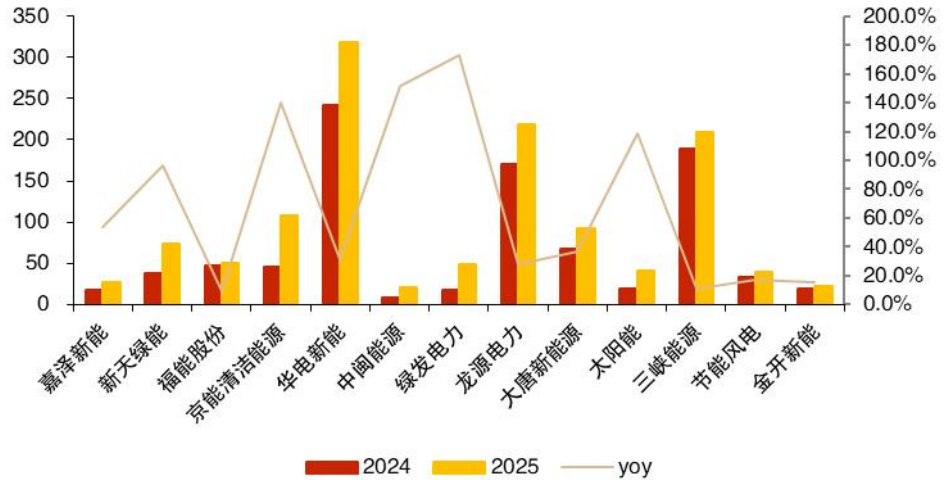
图表 16：2021-2025 年部分新能源公司计提资产减值情况 (单位：亿元)



资料来源：wind，华源证券研究所

从现金流来看，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，增幅基本在 9%-173%之间，主因 2025 年绿电公司可再生电费补贴回款大幅增加。

图表 17：主要绿电公司 2024-2025 年经营活动产生的现金流净额（单位：亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 18：新能源公司收回补贴情况一览表（单位：亿元）

公司	2024	2025 年累计	2025 年 8 月	2025 年累计回收/2024 年全年回收	2025 年 8 月回收/2025 年累计回收	
新能源发电	金开新能	6.39	12.14	9.39	190%	77.3%
	太阳能	13.66	23.19	16.92	170%	73.0%
	晶科科技	5.37	8.91	6.46	166%	72.5%
	云南能投		5.91	3.09		52.3%
	林洋能源	1.73	3.06	2.03	177%	66.3%
生物质发电		光大绿色环保	20.64			

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

注：2025 年累计表示：光大绿色环保 2025 年 7-8 月收到可再生能源补贴金额 20.64 亿元；云南能投为截至 2025 年 9 月 4 日收到补贴情况，其余公司为 2025 年 1-8 月收到补贴情况

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。一方面，中电联预计 2026 年全国新增新能源装机超 3 亿千瓦，显著低于 2025 年的 4.38 亿千瓦，同时根据国家能源局的数据，2026 年 1~3 月，国内新增光伏装机 41.39GW，同比下降 31%；新增风电装机 15.77GW，同比增长 8%，装机逐步放缓；另一方面，主要新能源企业 2026 年投资计划趋于谨慎，例如龙源电力提出“2026 年计划开工新能源装机 4.5GW，投产新能源装机 4.5GW”，低于其 2025 年实际投产装机 4.85GW。

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。

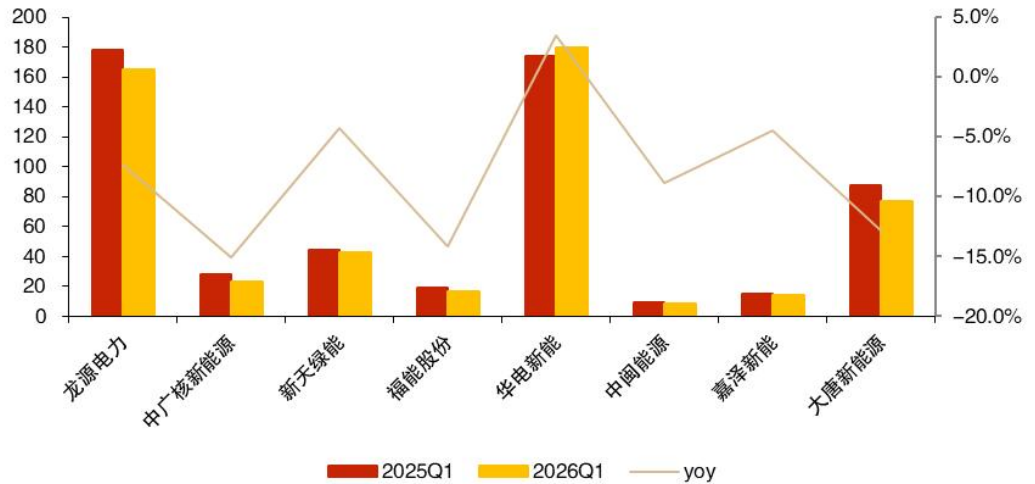
图表 19：2026 年 Q1 主要绿电公司归母净利润变化



	2025Q1	2026Q1	yoy
嘉泽新能	2.4	1.3	-45.2%
新天绿能	9.5	7.2	-25.0%
福能股份	7.5	6.5	-13.6%
京能清洁能源	12.9	10.6	-18.2%
华电新能	29.2	20.6	-29.4%
中闽能源	2.5	2.0	-21.9%
绿发电力	2.5	0.9	-65.0%
龙源电力	19.1	16.2	-15.0%
大唐新能源	10.2	5.0	-51.0%
太阳能	2.9	1.8	-36.5%
三峡能源	24.5	10.4	-57.5%
节能风电	3.9	2.0	-47.9%
金开新能	1.2	-0.2	转亏

资料来源：wind，华源证券研究所

图表 20：主要绿电公司风电发电量情况（单位：亿千瓦时）



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

注：中闽能源、嘉泽新能装机以风电为主，所以这两家用合计发电量

1.4. 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。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；但是，2025 年电

价降幅有限的华东地区，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。

图表 21：核电公司 2025 年年度、2026 年一季度归母净利润表现（单位：亿元）

	2024	2025	yoy	2025Q1	2026Q1	yoy
中国核电	87.8	93.0	6.0%	31.4	20.6	-34.2%
中国广核	108.1	97.7	-9.7%	30.3	27.4	-9.4%
电投产融	33.2	32.9	-0.7%	11.1	11.2	0.3%

资料来源：wind，华源证券研究所

注：电投产融资产重组完毕，2024 年及 2025Q1 采用追溯前数据

2026 年初辽宁核电差价合约机制落地，预计将大比例保障核电电价稳定。2026 年初辽宁省发改委发布《2026 年辽宁省核电机组参与电力市场化交易有关事项的通知》，明确建立核电可持续发展价格结算机制，在场外建立差价结算机制，对纳入机制的电量，市场交易均价低于或高于机制电价的部分，由电网企业按规定开展差价结算，差价结算费用暂纳入系统运行费用，由全体工商业用户进行分摊。2026 年机制电量为当月机组上网电量中除每日 2-5 点外的 21 小时的 80%电量，即机制电量比例约 70%，机制电价为 0.3798 元/千瓦时（红沿河 1-4 号机组核准电价 0.3823 元/千瓦时，5-6 号机组 0.3749 元/千瓦时）。我们分析，该政策率先在辽宁建立核电电价保障机制，保障大比例电量按照核准价执行，有望保障核电盈利稳定，提高企业估值。

预计机制电价政策有望推行至其他省份，助力核电板块估值整体提升。我们在广西电网代理购电表中发现，2026 年 3 月用户侧分摊“核电差价合约费用”0.063 元/千瓦时，判断其或与辽宁核电电价机制类似。2026 年以来，由于电力供需宽松+2025 年底煤价较低的影响，沿海省份 2026 年年度长协电价和 2026 年 1-3 月月度电价结果均不尽人意，导致核电机组经营困难，此次核电差价合约政策也是在这一背景下应运而生。我们认为，该政策有助于保障核电稳定安全运营，未来有望推广至其他省份。

2. 风险提示

煤价上涨超预期、市场化电价下滑风险、汛期来水不及预期、政策落地不及预期。

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。