

电力行业深度报告

火电成本改善收窄，水电量利双升，核电新能源或迎政策催化

方正证券研究所证券研究报告

分析师

金宁 登记编号：S1220524110004

韩笑 登记编号：S1220525050003

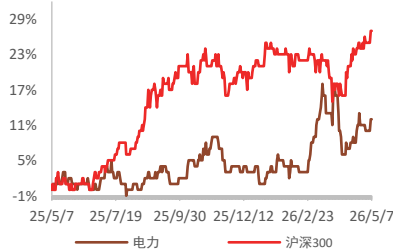
范笑男 登记编号：S1220526010001

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总家数	125
总股本(亿股)	5,825.99
销售收入(亿元)	9,586.84
利润总额(亿元)	1,510.61
行业平均 PE	1.74
平均股价(元)	9.39

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《国电投改革步入深水区，把握资产证券化红利》2025.10.12

《电价下行成系统性压力，火电成本优化独撑业绩》2025.09.07

《破局电价下行系统性风险，火电降本&水电来水偏丰彰显优势》2025.05.06

《火电业绩分化，水核保持稳健》2025.04.23

火电：降价压力持续，Q1 成本优势逐渐收窄。2025 年，火电板块在“电量收缩、电价下行”的双重压力下营收同比下滑 5.61%，但受益于煤价中枢大幅下移，燃料成本系统性降低，归母净利润同比增长 12.30%。进入 2026 年 Q1，经营环境转为多空交织，电量端淡季不淡形成支撑，但年度长协电价延续下行，叠加煤价“淡季不淡”逆势攀升使成本红利加速消退，归母净利润同比微降 1.92%，毛利率仅小幅提升 0.33 个百分点，板块盈利从“明显修复”转入“小幅盘整”阶段，成本与收入的剪刀差正在快速收窄。

水电：来水偏丰推动电量提升，电价较稳支撑业绩增长。2025 年秋汛超预期带动发电量由负转正，全年全国水电发电量同比增长，叠加电价降幅可控、固定成本持续摊薄，板块归母净利润同比增长 8.38%，毛利率攀升至 57.04%，盈利能力表现突出。2026 年 Q1，来水虽由全面偏丰转向结构分化，但龙头电站依托年初高蓄能与梯级联合调度有效对冲了局部偏枯影响，全国水电发电量同比增长 8.9%，叠加财务费用等成本同比优化，驱动板块归母净利润同比高增 20.62%，实现量利双升。

核电&新能源：装机扩张叠加电价承压，呈现出增量不增利态势。核电与新能源板块 2025 年共同电价下行的持续性压力，增量不增利成为全年核心矛盾——新能源板块归母净利润同比降幅达 27.11%，核电则因市场化电价下行出现明显盈利分化。政策层面，新能源率先受益于可持续发展价格结算机制（136 号文）落地，电价下限框架初步搭建。进入 2026 年一季度，核电在辽宁等地率先迎来地方性机制电价破冰，盈利底部预期逐步明朗；新能源则延续电价下行与消纳压力，盈利修复仍需时间。

投资建议：1) **火电板块**，2026 年起各地容量电价普遍提升，有望在一定程度上缓解电价下滑压力；美伊以虽达成临时停火协议，但我们认为短期缓和≠危机结束，当前美伊核心矛盾（核问题、海峡控制权）仍然未得到解决，后期局势走向高度不确定，煤炭价格仍有抬升支撑，火电的成本优势有所减少；日本、韩国、菲律宾的煤电政策转向已落地实施，且当前油价较冲突前仍然偏高，煤电成本优势仍存。建议关注全国化机组布局、稳健盈利的**华能国际、华电国际、大唐发电**；以及新增机组陆续投产有望贡献业绩增量，未来成长性较为清晰的**宝新能源、赣能股份**。

2) **水电板块**，来水偏丰带动水电发电量整体偏好，且水电企业受市场化波动影响较小，考虑到水电企业分红比例整体较高，在无风险利率下行的趋势下股息率仍有优势，建议关注**长江电力、川投能源**，以及去年年底收购两家西藏公司，有望开辟第二成长曲线的**桂冠电力**。

3) **核电&新能源板块**，尽管受市场化交易电量增长以及年度长协电价下滑影响，核电公司的上网电价或有所降低，但部分省份试点核电机制电价或对核电收入形成托底，且考虑到核电核准节奏稳健，新机组投运带来的发电量提升有望实现以量补价，建议关注**中国广核（A+H）、中国核电**。考虑到海风消纳条件相对优异，且多地出台海风建设规划，未来发展潜力较大，建议关注受益于福建海风项目核准的**福能股份、中闽能源**。

风险提示：下游需求不及预期的风险；政策支持力度或推进节奏不及预期的风险；电价大幅下跌的风险；来水波动较大的风险；核电机组核准不及预期的风险。

正文目录

1 电力板块 2025 年年报及 2026 年一季报总结	6
1.1 2025 年：电力需求平稳提升，成本改善带动业绩正增长	6
1.2 2026 年 Q1：板块营收业绩同比微降，电价压力仍存	9
2 火电：降价压力持续，Q1 成本优势逐渐收窄	12
2.1 2025 年：成本改善对冲量价承压，业绩实现转正	12
2.2 2026 年 Q1：成本红利收窄，电量韧性托底	14
3 水电：来水驱动电量增长，盈利韧性持续验证	20
3.1 2025 年：来水偏丰驱动电量增长，固定成本摊薄释放盈利弹性	20
3.2 2026 年 Q1：来水分化不改电量增势，板块实现量利齐升	22
4 核电&新能源：增量不增利困境显现，电价托底机制有望破局	24
4.1 2025 年：装机扩张叠加电价承压，呈现出增量不增利态势	24
4.2 2026 年 Q1：部分省份试点核电机制电价，新能源电价持续探底	26
5 投资建议	28
6 风险提示	28

图表目录

图表 1: 电力板块划分及对应公司	6
图表 2: 2021-2025 年全社会用电量变化情况 (单位: 亿千瓦时)	7
图表 3: 2021-2025 年全国发电量变化情况 (单位: 亿千瓦时)	7
图表 4: 2025 年电力行业各板块财务表现	8
图表 5: 电力板块年度营收变化 (单位: 亿元)	8
图表 6: 电力板块年度归母净利润变化 (单位: 亿元)	8
图表 7: 电力板块年度毛利率和净利率变化	9
图表 8: 电力板块年度 ROE 和总资产净利率变化	9
图表 9: 2022Q1-2026Q1 年全社会用电量变化情况 (单位: 亿千瓦时)	9
图表 10: 2025-2026Q1 年全国规上工业发电量月度变化 (单位: 亿千瓦时)	10
图表 11: 2026 年 Q1 电力行业各板块财务表现	11
图表 12: 电力板块季度营收变化 (单位: 亿元)	11
图表 13: 电力板块季度归母净利润变化 (单位: 亿元)	11
图表 14: 电力板块季度毛利率和净利率变化	11
图表 15: 电力板块季度 ROE 和总资产净利率变化	11
图表 16: 2021-2025 年全口径火电发电量变化	12
图表 17: 2021-2025 年全国 6000 千瓦及以上电厂火电发电设备利用小时数变化	12
图表 18: 部分火电企业 2023-2025 年火电上网电价变化情况 (单位: 元/千瓦时)	13
图表 19: 2024-2025 年煤炭价格变化情况 (单位: 元/吨)	13
图表 20: 火电板块年度营收变化 (单位: 亿元)	14
图表 21: 火电板块年度归母净利润变化 (单位: 亿元)	14
图表 22: 火电板块年度毛利率和净利率变化	14
图表 23: 火电板块年度 ROE 和总资产净利率变化	14
图表 24: 2025 年初-2026 年 3 月全国发电量与火电发电量变化	15
图表 25: 2025 年 1-5 月和 2026 年 1-5 月各地电网代理购电价格对比	15
图表 26: 2026 年至今煤炭价格变化情况 (单位: 元/吨)	17
图表 27: 火电板块季度营收变化 (单位: 亿元)	17
图表 28: 火电板块季度归母净利润变化 (单位: 亿元)	17
图表 29: 火电板块季度毛利率和净利率变化	18
图表 30: 火电板块季度 ROE 和总资产净利率变化	18
图表 31: 火电企业 2025 年和 2026Q1 营收与业绩情况	18
图表 32: 2021-2025 年全口径水电发电量变化	20
图表 33: 2021-2025 年全国 6000 千瓦及以上电厂水电发电设备利用小时数变化	20
图表 34: 部分水电企业 2023-2025 年水电上网电价变化 (单位: 元/千瓦时)	21
图表 35: 水电板块年度营收变化 (单位: 亿元)	21
图表 36: 水电板块年度归母净利润变化 (单位: 亿元)	21
图表 37: 水电板块年度毛利率和净利率变化	21
图表 38: 水电板块年度 ROE 和总资产净利率变化	21
图表 39: 2025 年初-2026 年 3 月水电发电量变化	22
图表 40: 2025Q1-2026Q1 水电企业财务费用率变化情况	22
图表 41: 水电板块季度营收变化 (单位: 亿元)	23
图表 42: 水电板块季度归母净利润变化 (单位: 亿元)	23
图表 43: 水电板块季度毛利率和净利率变化	23
图表 44: 水电板块季度 ROE 和总资产净利率变化	23
图表 45: 水电企业 2025 年和 2026Q1 营收与业绩情况	23

图表 46: 2021-2025 年核、风、光发电量变化	24
图表 47: 2021-2025 年核、风、光装机容量变化	24
图表 48: 2025-2026 年各地新能源机制电价与竞价结果	24
图表 49: 核电&新能源板块年度营收变化 (单位: 亿元)	26
图表 50: 核电&新能源年度归母净利润 (单位: 亿元)	26
图表 51: 核电&新能源板块年度毛利率和净利率变化	26
图表 52: 核电&新能源板块年度 ROE 和总资产净利率变化	26
图表 53: 核电&新能源季度营收变化 (单位: 亿元)	27
图表 54: 核电&新能源季度归母净利润 (单位: 亿元)	27
图表 55: 核电&新能源季度毛利率和净利率变化	27
图表 56: 核电&新能源季度 ROE 和总资产净利率变化	27
图表 57: 核电&新能源企业 2025 年和 2026Q1 营收与业绩情况	27

1 电力板块 2025 年年报及 2026 年一季报总结

随着 2025 年年报与 2026 年一季报披露收官，电力行业各板块的景气差异与盈利分化呈现出较为明显的特征。

回顾 2025 年，我们认为电力行业特征主要为“成本下降驱动的盈利大幅分化”。在需求端，全社会用电量依旧保持平稳，但行业整体上均面临着电价下行的系统性压力。在此背景下，煤价中枢的显著下移为火电板块释放了可观的利润弹性，主要流域来水偏丰则推动水电板块盈利能力重回高位，而同期核电与新能源则受电价拖累而遭遇“量增利减”的困局，整个电力板块盈利能力分化十分明显。

进入 2026 年一季度，我们认为电力行业成本端的单边红利正逐步减弱，尤其煤价“淡季不淡”的逆势上行导致火电板块“成本红利”正快速收窄。但同期，火电呈现出“电量强、电价弱、成本升、补偿增”的多空交织格局，即 Q1 发电量淡季不淡支撑营收，但长协电价继续下行与煤价红利持续收窄挤压利润，容量电价补偿比例提升则部分对冲了经营压力。水电板块，来水由前期的全面偏丰转向结构分化，水电业绩弹性亦随之从普涨走向分化。而局部省份出台核电机制电价，或在一定程度上托底核电盈利，新能源则在全面入市后的电价压力中继续探底。

在行业逻辑持续变化的背景下，我们参考中信证券行业分类，将电力行业划分为火电、水电、核电以及新能源发电四个板块，共选择 61 个上市公司作为研究样本，以验证上述趋势并甄别个体分化，具体公司名单如下：

图表1: 电力板块划分及对应公司

火电运营				水电运营		核电运营		新能源运营	
000027	深圳能源	600021	上海电力	000601	韶能股份	003816	中国广核	000155	川能动力
000037	深南电 A	600023	浙能电力	000722	湖南发展	601985	中国核电	000537	中绿电
000531	穗恒运 A	600027	华电国际	000791	甘肃能源			000591	太阳能
000539	粤电力 A	600098	广州发展	000993	闽东电力			001258	立新能源
000543	皖能电力	600167	联美控股	002039	黔源电力			001289	龙源电力
000600	建投能源	600396	华电辽能	600025	华能水电			002015	协鑫能科
000690	宝新能源	600509	天富能源	600236	桂冠电力			301046	能辉科技
000767	晋控电力	600578	京能电力	600674	川投能源			600163	中闽能源
000875	吉电股份	600642	申能股份	600900	长江电力			600483	福能股份
000883	湖北能源	600726	华电能源					600821	金开新能
000899	赣能股份	600744	华银电力					600905	三峡能源
000958	电投产融	600780	通宝能源					601016	节能风电
000966	长源电力	600795	国电电力					601619	嘉泽新能
001286	陕西能源	600863	内蒙华电					601778	晶科科技
001896	豫能控股	600886	国投电力					603105	芯能科技
002608	江苏国信	600982	宁波能源					603693	江苏新能
600011	华能国际	601991	大唐发电						

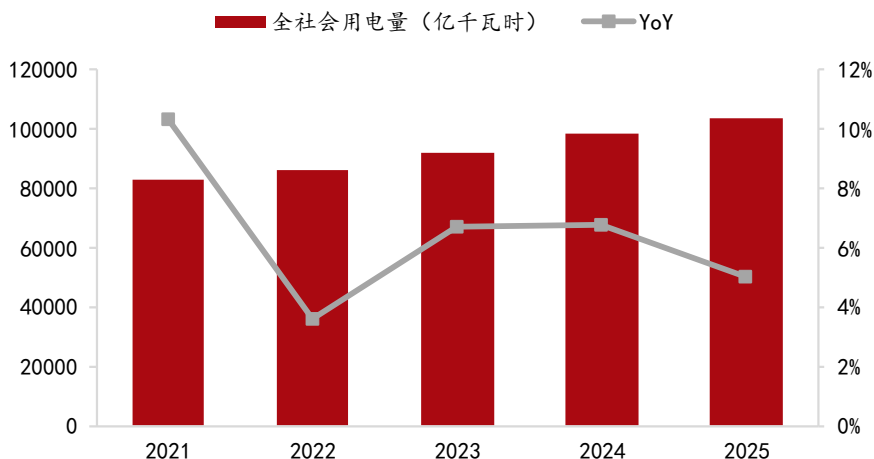
资料来源：iFind，方正证券研究所

1.1 2025 年：电力需求平稳提升，成本改善带动业绩正增长

2025 年全社会用电量平稳增长，第三产业对用电增速拉动作用明显。从需求端看，国家能源局发布的数据显示，2025 年我国全社会用电量累计达到 10.37 万亿

千瓦时，同比增长 5.0%，增速较 2024 年略有放缓。从产业用电来看，2025 年我国第一、第二、第三产业以及城乡居民用电量分别同比变化+9.9%、+3.7%、+8.2%和+6.3%，其中第三产业和城乡居民生活用电对用电量增长的贡献达到了 50%。而充换电服务业以及信息传输、软件和信息技术服务业的用电量增速分别达到了 48.8%和 17.0%，是拉动第三产业用电量增长的重要原因。

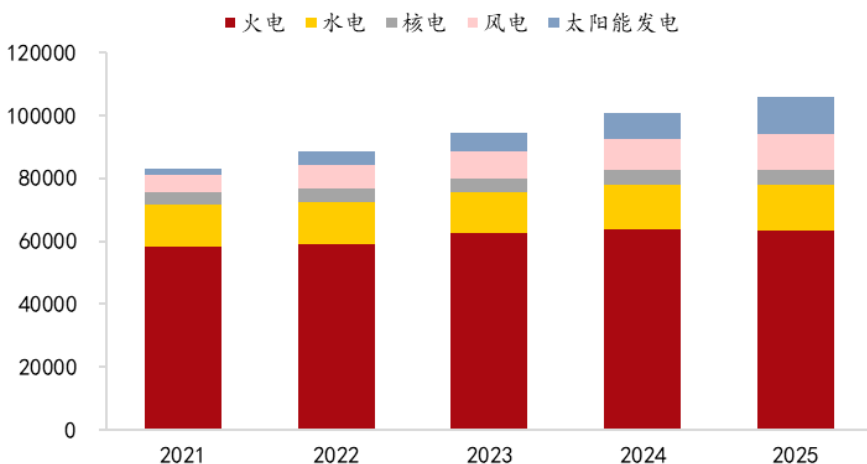
图表2:2021-2025 年全社会用电量变化情况（单位：亿千瓦时）



资料来源：国家能源局，方正证券研究所

2025 年火电发电量略有下滑，水核平稳增长。从供给端看，根据国家统计局发布的国民经济和社会发展统计公报，2025 年我国全国发电装机容量 389134 万千瓦，比上年末增长 16.1%，其中火电、水电、核电、风电、太阳能发电装机容量分别同比变化+6.3%、+2.9%、+2.7%、+22.9%、+35.4%。全年发电总量为 10.58 万亿千瓦时，同比增长 4.8%，其中，火电、水电、核电、风电和太阳能发电量增速分别为-0.7%、+2.5%、+7.6%、+13.1%、+39.8%，火电全年发电量略有下滑，而水电与核电则保持平稳增长态势，风电光伏受益于其装机量的快速提升，发电量继续保持高增长。

图表3:2021-2025 年全国发电量变化情况（单位：亿千瓦时）



资料来源：国家统计局，华经情报网，方正证券研究所

2025 年电力板块营收微增，成本下降带动业绩正增长。2025 年，电力板块整体实现营业收入 17377.24 亿元，同比下降 4.39%；实现归母净利润 1791.13 亿元，同比增长 4.14%；销售毛利率 24.38%，同比提升 1.72 个百分点，呈现出“营收

收缩、利润扩张”的格局，成本改善对盈利的驱动作用显著。分板块来看，电力各板块盈利能力的分化特征鲜明：

1) **火电板块**全年营收同比减少 5.61%至 13197.61 亿元，降幅居各板块之首，主因电力供给相对宽松、市场化交易比例提升背景下，火电上网电价整体下行；然而 2025 年煤炭价格中枢显著回落，燃料成本有所减少，驱动板块归母净利润同比增长 12.30%，毛利率同比提升 2.33 个 pct，实现了“减收增利”的显著修复。

2) **水电板块**受益于 2025 年来水偏丰，营收同比增长 4.69%，归母净利润同比增长 8.38%，在高毛利基础上，板块毛利率进一步攀升 2.63 个 pct，盈利能力与稳定性整体较强。

3) **核电板块**营收同比微增 1.00%，收入端保持稳健，我们推测主要系以量补价支撑收入，与此同时，报告期内板块归母净利润同比小幅下降 2.78%，毛利率下滑 1.37 个 pct，除了计提折旧费用、所得税费用等非经营性因素，我们认为电价下行对盈利空间的挤压亦有所体现。

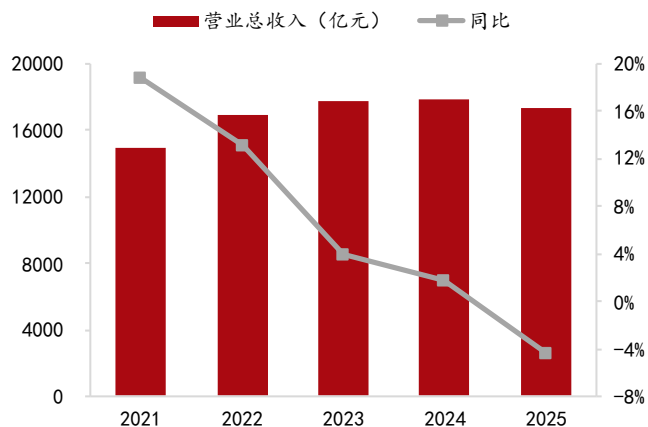
4) **新能源板块**尽管装机容量持续提升，但受风光资源变化以及电价下滑影响，全年营收同比下滑 7.43%，叠加计提资产减值等因素冲击，板块归母净利润同比大幅下降 27.11%，毛利率同比下降 3.86 个 pct，增量不增利困境明显。

图表4:2025 年电力行业各板块财务表现

	营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）		毛利率	
	2025 年	同比	2025 年	同比	2025 年	同比
电力行业	17377.24	-4.39%	1791.13	+4.14%	24.38%	+1.72pct
火电运营	13197.61	-5.61%	892.32	+12.30%	18.09%	+2.33pct
水电运营	1429.92	+4.69%	539.30	+8.38%	57.04%	+2.63pct
核电运营	1577.72	+1.00%	190.70	-2.78%	36.85%	-1.37pct
新能源运营	1172.00	-7.43%	168.81	-27.11%	38.44%	-3.86pct

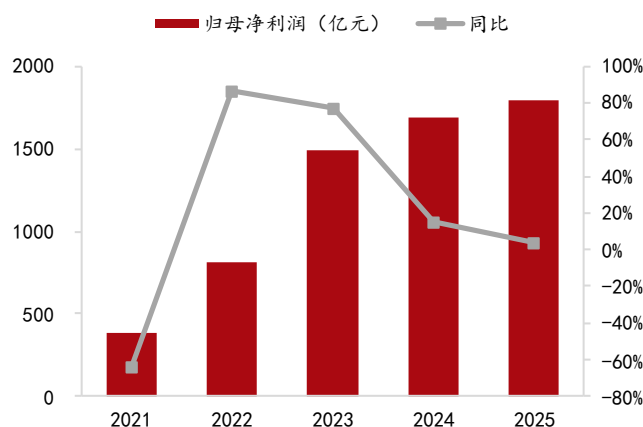
资料来源：iFinD，方正证券研究所

图表5:电力板块年度营收变化（单位：亿元）



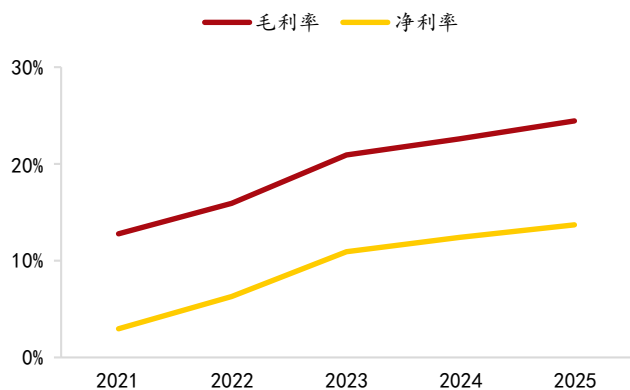
资料来源：iFinD，方正证券研究所

图表6:电力板块年度归母净利润变化（单位：亿元）



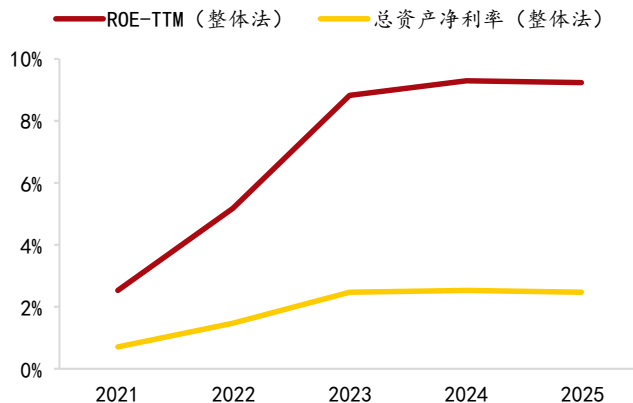
资料来源：iFinD，方正证券研究所

图表7: 电力板块年度毛利率和净利率变化



资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表8: 电力板块年度 ROE 和总资产净利率变化

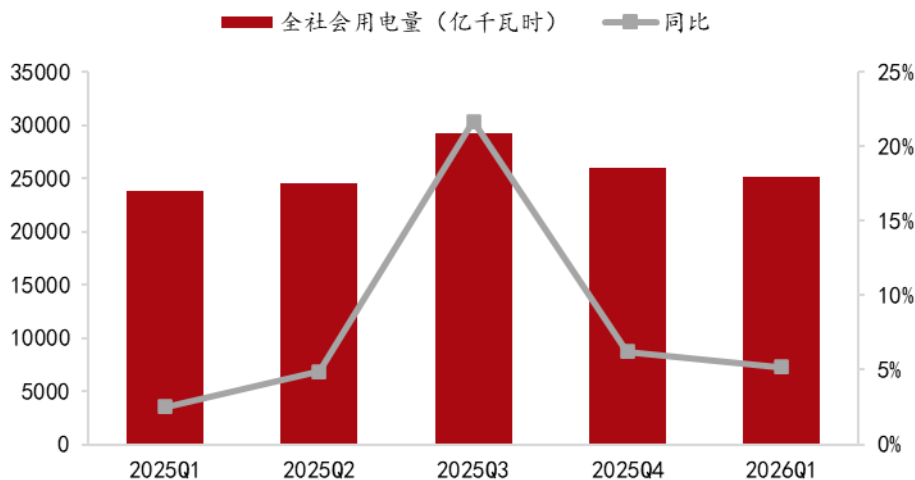


资料来源: iFinD, 方正证券研究所

1.2 2026 年 Q1: 板块营收业绩同比微降, 电价压力仍存

2026 年 Q1 全社会用电量提升 5.2%, 第三产业维持高增速。从需求端看, 国家能源局发布的数据显示, 2026 年 Q1 我国全社会用电量累计达到 25141 亿千瓦时, 同比增长 5.2%, 其中第一、二、三产业和居民生活用电量分别为 336 亿、15987 亿、4833 亿、3985 亿千瓦时, 同比分别增长 7.1%、4.7%、8.1%、3.4%, 第三产业用电量增长较快。细分领域上, 2026 年 Q1 我国高技术及装备制造业和充换电服务业、人工智能产业用电量增长强劲, 其中多个子行业增速超两位数, 是拉动全社会用电量增速提升的重要来源。

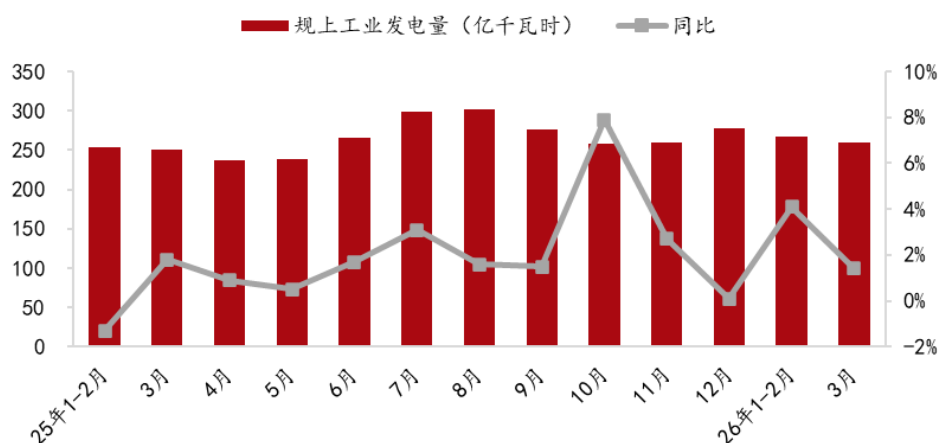
图表9: 2022Q1-2026Q1 年全社会用电量变化情况 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: 国家能源局, 方正证券研究所

2026 年 Q1 火电提前扛旗, 核电检修与来风偏弱让渡空间。从供给端看, 根据国家统计局发布的能源生产情况数据, 2026 年 1-3 月份, 我国规上工业发电量 23782 亿千瓦时, 同比增长 3.4%, 其中 3 月份发电量同比增长 1.4%, 增速比 1-2 月份回落 2.7 个 pct。环比来看, 3 月份, 规上工业火电、水电、太阳能发电增速加快, 核电、风电由增转降, 火电在传统需求淡季中逆势提速, 我们推测主要系核电集中检修以及风电来风条件不佳导致两者共同释放火电的发电空间, 进而让火电在一季度承担了主力增供角色。

图表10:2025-2026Q1 年全国规上工业发电量月度变化（单位：亿千瓦时）



资料来源：国家统计局，华经情报网，方正证券研究所

2026Q1 年电力板块整体实现营业收入 4134.86 亿元，同比下滑 3.03%；归母净利润 464.19 亿元，同比下降 5.31%；销售毛利率 23.86%，同比微降 0.24 个百分点，行业整体呈现“营收收缩、利润下行”的格局，成本端的单边红利正逐步减弱。分板块来看，各电源品类的盈利分化较 2025 年有所收敛，但结构性压力仍存：

1) 火电板块 Q1 营收同比-2.71%，归母净利润同比-1.92%，毛利率同比+0.33 个百分点，板块陷入“多空交织”的胶着状态。即在出力端，核电检修与来风偏弱让渡发电空间，电量淡季不淡对营收形成托底；但价格端长协电价继续下探，成本端煤价“淡季不淡”侵蚀燃料成本优势，容量电价补偿比例提升或在一定程度上缓冲业绩下滑，进而最终业绩仅小幅下滑，展现出一定韧性。

2) 水电板块 Q1 营收同比+8.46%，归母净利润同比+20.62%，毛利率同比+1.91 个百分点，业绩增速与盈利水平均居各板块首位。不过我们注意到今年以来，来水的结构性分化已开始显现，部分流域偏枯与另一部分流域偏丰并存，板块内部不同公司间的业绩弹性或正在拉开差距。

3) 核电板块 Q1 营收同比-9.83%，归母净利润同比-21.99%，毛利率同比-2.82 个百分点，成为一季度业绩下滑幅度最大的电源之一。我们推测集中检修窗口导致发电量大幅收缩是营收下滑的因素之一，且市场化电价下行与折旧、所得税等刚性成本进一步放大了利润端的降幅。当前尽管局部省份已试水核电机制电价，但短期或难以扭转板块盈利压力。

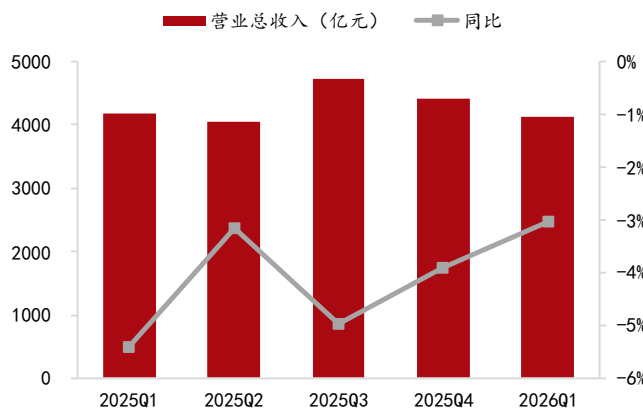
4) 新能源板块 Q1 营收同比-8.50%，归母净利润同比-36.41%，毛利率同比-2.95 个百分点，利润降幅远超收入降幅，“增量不增利”的困局仍在加剧。我们认为当前板块装机扩张带来的电量增长无法弥补电价下行与风光资源波动的双重侵蚀，叠加个别公司计提减值等因素，板块盈利整体压力较大。

图表11:2026 年 Q1 电力行业各板块财务表现

	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率	
	2026Q1	同比	2026Q1	同比	2026Q1	同比
电力行业	4134.86	-3.03%	464.19	-5.31%	23.86%	-0.24pct
火电运营	3191.09	-2.71%	257.87	-1.92%	17.94%	+0.33pct
水电运营	310.66	+8.46%	111.89	+20.62%	52.17%	+1.91pct
核电运营	352.44	-9.83%	48.05	-21.99%	39.44%	-2.82pct
新能源运营	280.66	-8.50%	46.38	-36.41%	40.23%	-2.95pct

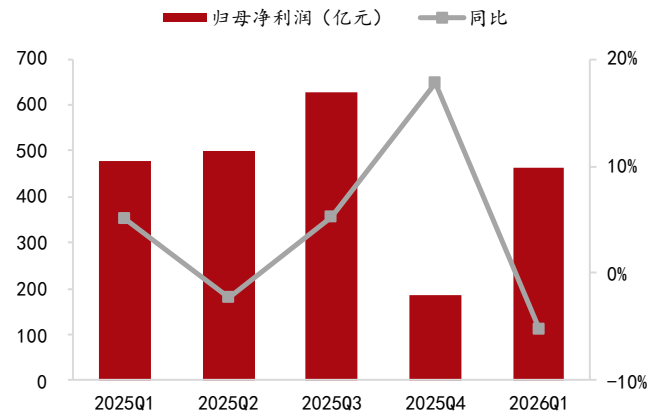
资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表12:电力板块季度营收变化 (单位: 亿元)



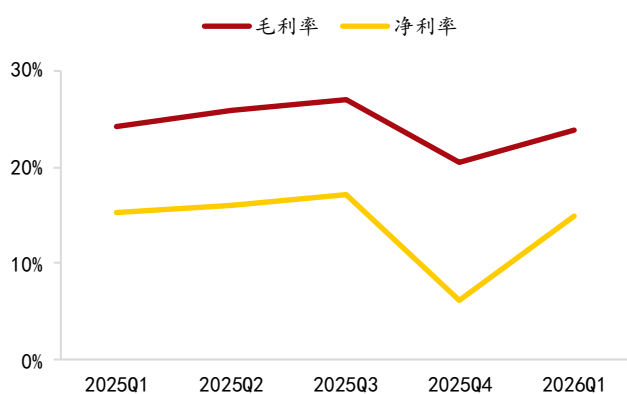
资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表13:电力板块季度归母净利润变化 (单位: 亿元)



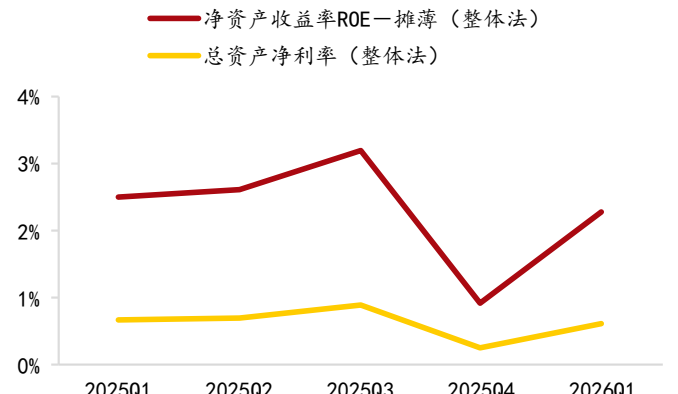
资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表14:电力板块季度毛利率和净利率变化



资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表15:电力板块季度 ROE 和总资产净利率变化



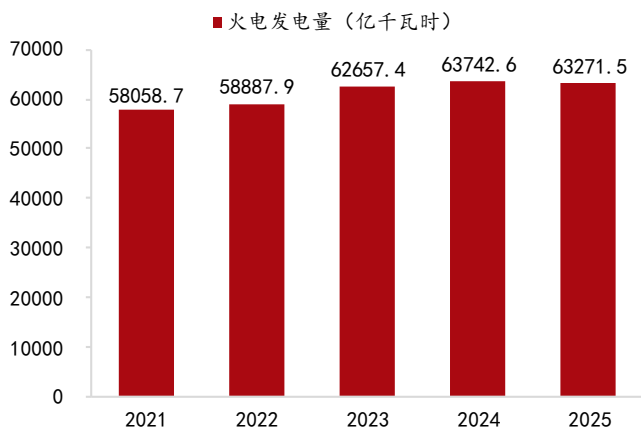
资料来源: iFinD, 方正证券研究所

2 火电：降价压力持续，Q1 成本优势逐渐收窄

2.1 2025 年：成本改善对冲量价承压，业绩实现转正

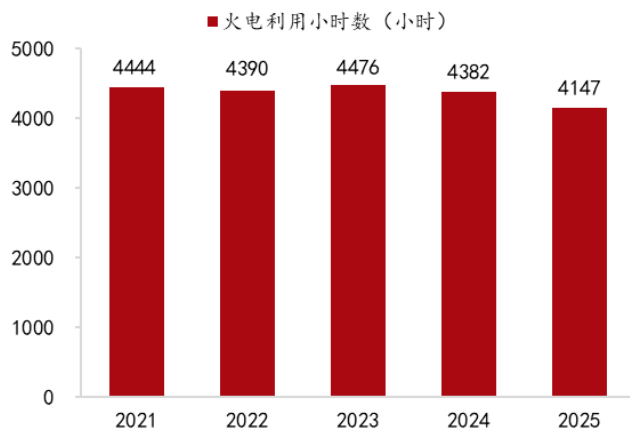
2025 年全国火电发电量同比微降。2025 年，火电板块整体呈现“装机扩张但电量收缩”的结构特征。根据国家能源局统计，截至年末，全国火电装机容量达 15.39 亿千瓦，同比增长 6.3%，电力保供的兜底能力进一步增强。然而，受清洁能源出力增长及电力供给相对宽松影响，火电发电空间受到持续挤压。根据国家统计局数据统计，全年全口径火电发电量约 63272 亿千瓦时，同比下降 0.7%；同口径下，规模以上工业火力发电量 62945 亿千瓦时，同比下降 1.0%；运行效率方面，全国 6000 千瓦及以上火电发电设备累计平均利用 4147 小时，同比减少 235 小时，这体现出火电在电源结构中的角色正加速从“主力发电”向“基础保障+调峰支撑”转型。

图表16:2021-2025 年全口径火电发电量变化



资料来源：国家统计局，华经情报网，方正证券研究所

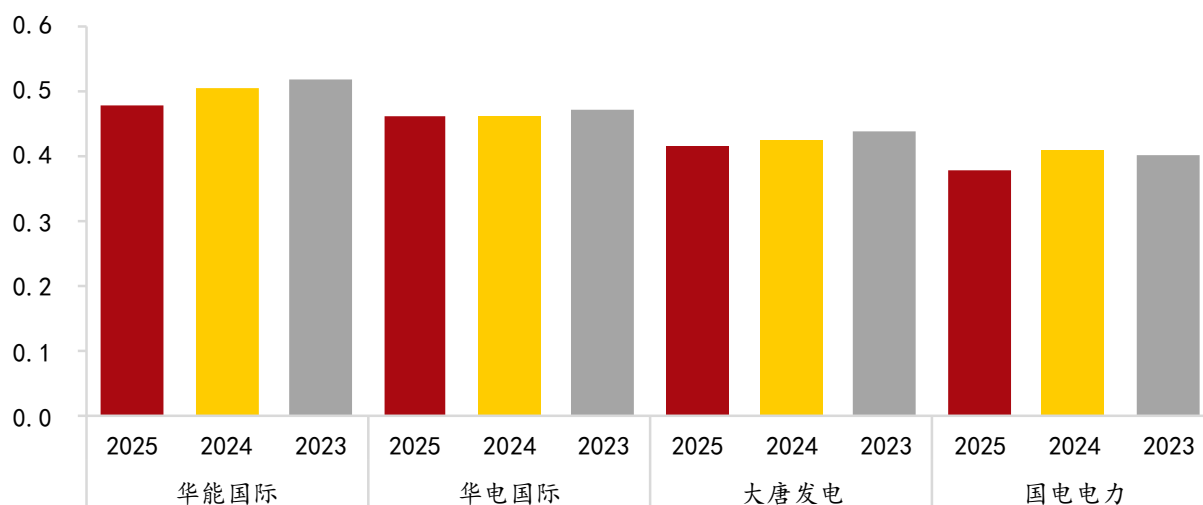
图表17:2021-2025 年全国 6000 千瓦及以上电厂火电发电设备利用小时数变化



资料来源：北极星电力市场网，方正证券研究所

2025 年全国中长期交易均价和月度电价整体走低。2025 年全国多地电价下滑，对火电发电企业收入端构成直接压力。年度长协层面，广东、安徽、江苏等地电价明显下滑，各省成交均价普遍从基准价上浮转为下浮，且月度电价也较 2024 年同期同步走低。我们认为，2025 年多地电价普遍下滑的根源在于煤价中枢下移并通过市场竞价向电价端传导、同时风光等新能源以及水电等低边际成本机组大量入市，对全市场电力供给形成冲击。受此影响，主要火电企业 2025 年平均上网电价普遍承压，尽管容量电价补偿提供了一定缓冲，但上网电价整体下行仍构成火电板块全年营收同比下滑的核心因素。

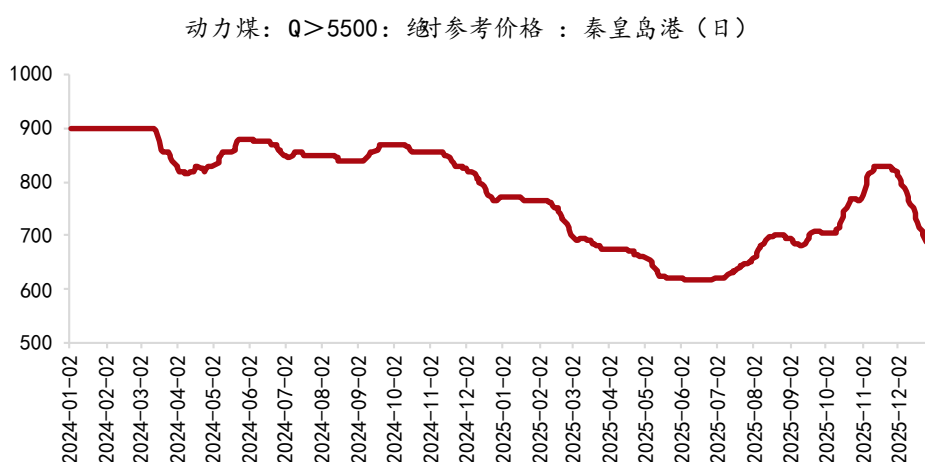
图表18:部分火电企业 2023-2025 年火电上网电价变化情况 (单位: 元/千瓦时)



资料来源: 各公司公告, 方正证券研究所

2025 年煤价持续下探, 整体中枢下移带动火电盈利明显改善。成本端, 受国内煤炭市场供需格局整体宽松影响, 2025 年动力煤价格中枢显著下移。全年来看, 秦皇岛港 5500 大卡动力煤均价约 702 元/吨, 同比下降约 18%, 较 2024 年全年均价跌超 150 元/吨; 其中上半年均价进一步降至约 685 元/吨, 二季度均价约 640 元/吨触及近五年低点。我们认为, 煤价中枢的大幅下移直接压降了火电企业的燃料成本, 成为驱动火电板块毛利率同比提升、归母净利润实现正增长的关键变量, 最终推动板块完成“减收增利”的盈利修复。

图表19:2024-2025 年煤炭价格变化情况 (单位: 元/吨)

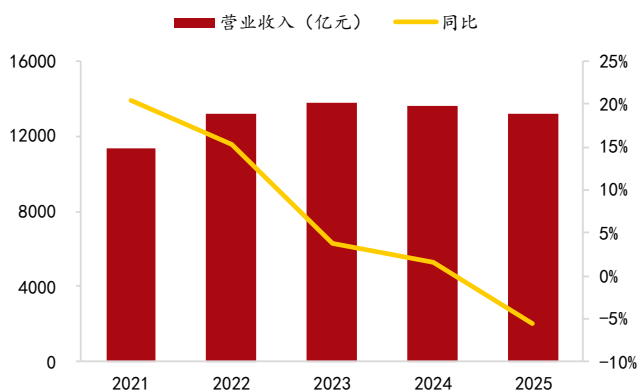


资料来源: 钢联数据, 方正证券研究所

2025 年，火电板块的经营逻辑围绕“收入承压、成本改善、盈利修复”三条主线展开。收入端，全年发电量同比微降，叠加全国多数省份中长期及月度电价普遍下行，主要火电企业平均上网电价承压，构成营收下滑的核心拖累。成本端则迎来显著利好，国内煤炭供需格局持续宽松，动力煤价格中枢大幅下移，燃料成本系统性降低，为盈利修复打开了弹性空间。这一“减收”与“降本”的此消彼长，最终主导了火电板块“营收收缩、利润扩张”的年度格局。

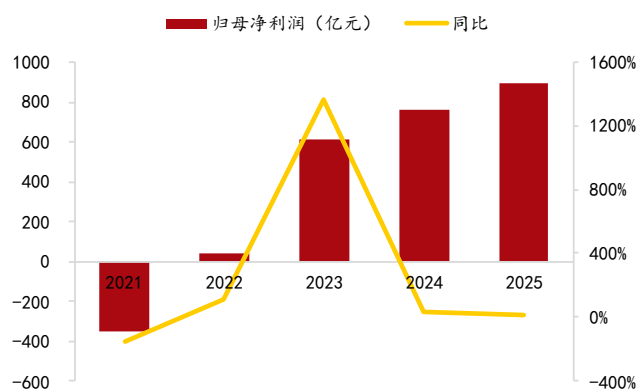
整体上看，2025 年火电板块实现营业收入 1.32 万亿元，同比下降 5.61%；实现归母净利润 892.32 亿元，同比提升 12.30%；实现销售毛利率 18.09%，同比提升 2.33 个百分点。

图表20:火电板块年度营收变化（单位：亿元）



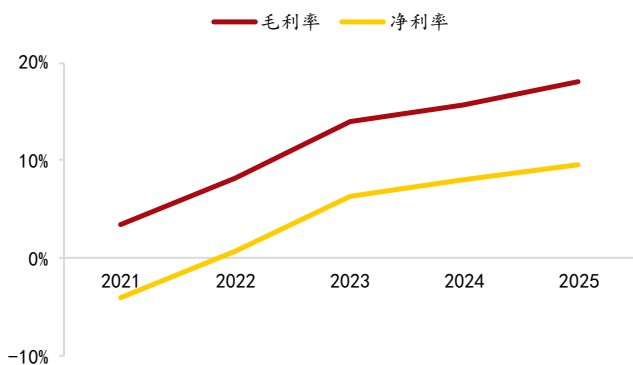
资料来源：iFind，方正证券研究所

图表21:火电板块年度归母净利润变化（单位：亿元）



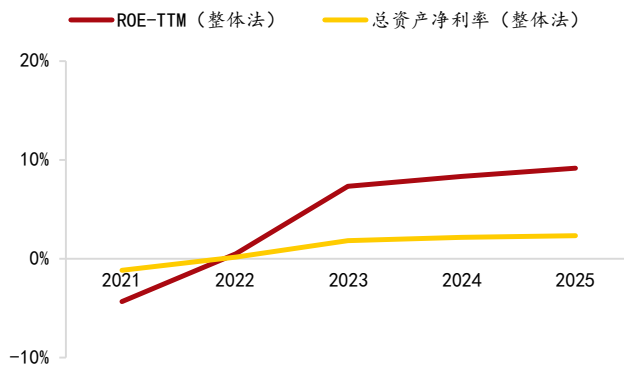
资料来源：iFind，方正证券研究所

图表22:火电板块年度毛利率和净利率变化



资料来源：iFind，方正证券研究所

图表23:火电板块年度 ROE 和总资产净利率变化



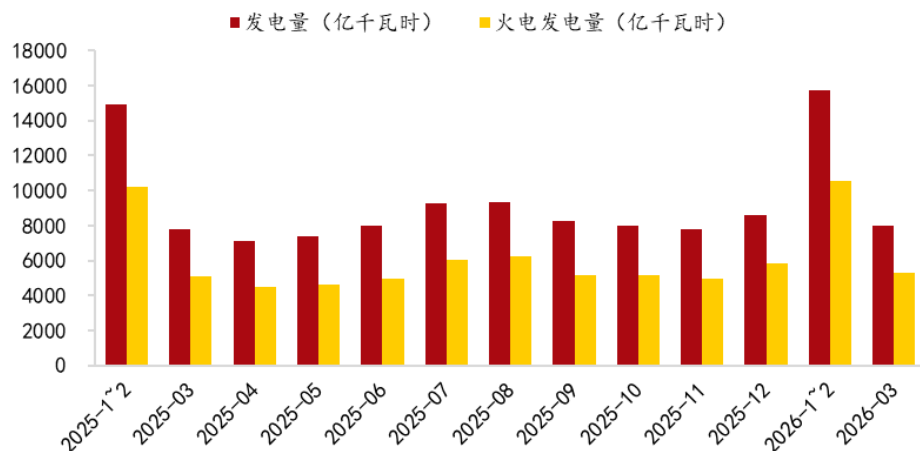
资料来源：iFind，方正证券研究所

2.2 2026 年 Q1：成本红利收窄，电量韧性托底

电量端，2026 年一季度火电发电量淡季不淡，逆势扛起主力增供角色。根据国家统计局数据，1 至 3 月全国火力绝对发电量 15895 亿千瓦时，同比增长 3.7%，增速高于规上工业发电量整体 3.4% 的增速。火电出力的逆势提速，我们认为主要系

核电集中检修与风电来风条件不佳共同让渡出发电空间，与此同时，一季度全社会用电量同比增长 5.2%，需求侧的稳健增长也为火电多发提供了消纳支撑。

图表24:2025 年初-2026 年 3 月全国发电量与火电发电量变化



资料来源：国家统计局，iFinD，方正证券研究所

电价端，2026 年长协电价继续下行，但月度电价部分省份出现结构性改善。2026 年 Q1，年度长协方面，大多数省份尤其是沿海地区电价继续走低，根据江苏电力交易中心公示，2026 年江苏省内年度交易中加权均价 344.19 元/兆瓦时，均价降幅明显；广东 2026 年年度交易成交均价则贴近下限 372 厘/千瓦时；安徽年度双边协商均价亦同比下降超 10%。与此同时，月度及现货市场则出现局部企稳信号，广东 2-4 月月度电价涨至 400 元/兆瓦时以上，江苏、冀北、北京、河南等地的月度电价则持续修复。考虑到今年起多地容量电价有所上调，我们认为这将在一定程度上对上市公司电价下跌形成部分缓冲。然而整体而言，我们认为长协电价持续下行仍是火电企业收入端的主要拖累，部分省份月度或现货价格的阶段性修复尚不足以扭转整体电价的下行趋势。

图表25:2025 年 1-5 月和 2026 年 1-5 月各地电网代理购电价格对比

地区	2025/1	2025/2	2025/3	2025/4	2025/5	2026/1	2026/2	2026/3	2026/4	2026/5
江苏	460	438.9	436.1	443.1	422.2	393.7	310.2	345.8	371.5	352.9
安徽	409.32	411.95	409.86	400.98	413.34	347.86	359.45	336.97	344.53	345.46
广东	502	511.3	498.9	502.1	517.6	378.9	412.8	417.8	404.3	445.7
山东	469.7	473.6	477.6	463.5	451.5	436	388.9	337.5	311.5	353.8
山西	396.285	393.398	388.55	339.55	342.191	295.868	305.396	289.594	322.953	273.332
北京	395.944	390.224	397.665	400.605	396.271	383.338	380.804	388.706	384.024	398.713
河北	413.8	428.5	426.7	429.9	411.5	424.441	410.91	397.992	394.105	402.817
冀北	416.8	415.9	418	423	419.7	377.774	392.891	409.009	417.307	424.239
河南	405.168	405.17	409.594	405.706	405.231	339.764	385.249	393.173	352.904	371.867
浙江	430.2	431.4	408.7	420	437	408.586	386.655	371.954	352.658	/
上海	441.5	446.7	442.7	440.7	448.5	432.5	430.266	439.077	409.164	426.043
重庆	468.123	465.034	458.482	431.738	448.488	431.919	469.529	451.742	443.278	463.499
四川	420	422.967	444.268	435.638	341.582	422.843	413.906	420.719	388.865	335.176
黑龙江	389.559	388.559	383.917	392.06	399.718	307.71	299.2	306.661	309.051	300.874

辽宁	422.893	430.432	424.248	406.789	431.456	332.847	331.216	199.096	288.15	284.631
吉林	421.42	400.86	404.312	386.848	/	341.54	336.807	340.561	341.581	331.878
蒙东	245.321	263.819	297.661	264.991	285.493	248.454	196.301	194.947	169.877	178.271
蒙西	305.4	336.6	282	321.2	/	320.2	325.7	312.8	321.7	/
江西	466.94	471.22	451.61	455.71	442.72	362.841	414.615	410.183	412.085	376.999
湖北	419.1	377.7	435.2	420.2	415.5	384.47	345.162	372.957	378.856	360.071
湖南	480.86	469.29	455.97	432.07	439.47	439.353	441.534	437.547	385.865	374.954
青海	303.695	315.417	280.164	284.578	283.824	259.001	282.908	284.194	223.956	219.83
宁夏	303	311.3	290.4	290.8	292.1	254.9	261.9	255.1	261.5	268
陕西	388.5	356.4	344.1	342.2	338.2	381.3	398.7	337.6	323.2	287.6
天津	410.9	411.2	410.5	418.9	440.7	366.481	394.759	393.871	394.595	388.778
甘肃	335.533	277.082	289.634	303.256	297.547	276.193	290.367	243.433	201.554	160.227
新疆	259.947	234.368	261.875	263.053	248.592	236.052	280.966	321.914	228.721	237.646
广西单一	406.315	321.19	336.542	341.024	341.262	360.177	378.49	313.386	334.676	334.061
广西两部	442.575									
海南	505.33	489.734	475.695	486.222	487.768	623.245	439.247	397.006	414.656	452.751
贵州	404.624	397.205	395.459	395.985	395.6	373.518	392.746	384.898	366.384	383.948
云南	310.596	305.679	293.196	302.533	314.128	243.876	255.19	288.272	300.349	279.347
深圳	502	511.3	498.9	502.1	517.6	378.9	412.8	417.8	404.3	445.7
福建	418.3	405	397.3	409	429.3	386.755	379.49	366.832	365.616	370.539

资料来源：北极星电力网，VOLT 伏特售电，方正证券研究所

成本端：2026 年一季度煤价“淡季不淡”逆势上行，火电企业燃料成本红利加速消退。从走势看，煤价自年初起一路攀升，现货价由 1 月中下旬的 693 元/吨已抬升至 3 月末的 760 元/吨，年内累计上涨近 70 元/吨；进入 4 月，煤价延续偏强运行，截至 4 月底已突破 800 元/吨。我们认为，此轮煤价上涨的驱动因素一方面系国内原煤产量一季度同比仅增 0.1%，但进口煤则同比下降 3.87%，且火电淡季电量增长拉动电煤消费，导致煤炭供需格局趋紧；另一方面，受中东地缘冲突影响，国际能源价格持续攀升，我们认为这也对国内煤价上涨形成支撑。对于火电企业而言，当前煤价中枢的快速抬升意味着其成本端与收入端的剪刀差正在迅速收窄，盈利空间受到一定挤压。

图表26:2026年至今煤炭价格变化情况（单位：元/吨）

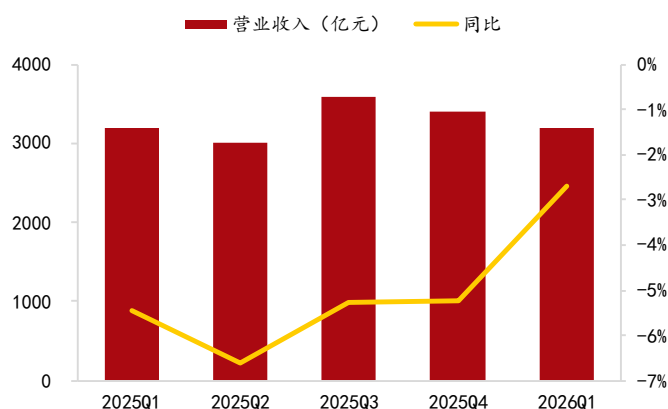


资料来源：钢联数据，方正证券研究所

2026年一季度，火电板块电量端，核电检修与来风偏弱让渡发电空间，火电发电量淡季不淡，出力逆势增长，对营收形成一定支撑；电价端，年度长协电价延续下行趋势，多数省份成交均价继续走低，容量电价补偿比例上调部分缓冲了电能量价格的下跌，但尚难完全对冲；成本端，煤价“淡季不淡”逆势攀升，燃料成本红利加速消退，成本端与收入端的剪刀差迅速收窄，盈利空间受到挤压。

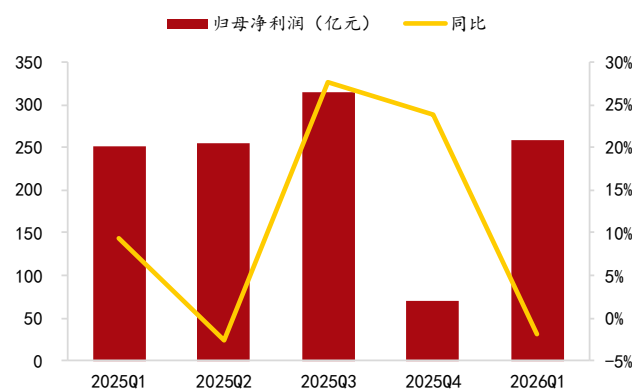
整体上看，2026年Q1火电板块实现营业收入3191.09亿元，同比下降2.71%；实现归母净利润257.87亿元，同比下降1.92%；实现销售毛利率17.94%，同比提升0.33个百分点。

图表27:火电板块季度营收变化（单位：亿元）



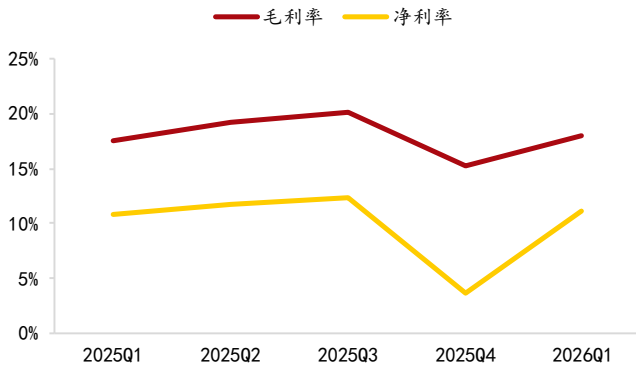
资料来源：iFind，方正证券研究所

图表28:火电板块季度归母净利润变化（单位：亿元）



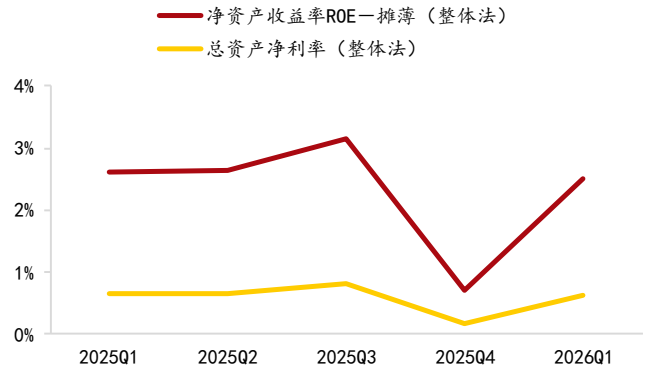
资料来源：iFind，方正证券研究所

图表29:火电板块季度毛利率和净利率变化



资料来源: iFind, 方正证券研究所

图表30:火电板块季度 ROE 和总资产净利率变化



资料来源: iFind, 方正证券研究所

图表31:火电企业 2025 年和 2026Q1 营收与业绩情况

公司名称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
	2025	同比	2026Q1	同比	2025	同比	2026Q1	同比
长源电力	135.28	-22.21%	37.20	11.73%	-0.66	-109.25%	1.05	242.26%
深南电 A	4.02	-9.32%	0.90	54.18%	1.61	635.04%	0.12	197.73%
穗恒运 A	41.41	-3.66%	8.58	-15.91%	3.02	81.54%	1.94	98.58%
华银电力	80.64	-3.40%	23.05	-0.09%	0.82	172.37%	1.38	82.93%
宁波能源	37.87	-10.72%	10.70	9.78%	3.48	22.09%	0.73	71.60%
粤电力 A	515.41	-9.83%	113.53	7.38%	6.00	-37.78%	-1.52	60.39%
湖北能源	174.67	-12.80%	43.92	4.99%	19.09	5.26%	5.06	42.04%
建投能源	227.86	-3.11%	62.64	-4.73%	18.79	253.66%	5.99	35.08%
大唐发电	1,212.55	-1.80%	302.71	0.22%	73.86	63.91%	28.93	29.26%
陕西能源	229.58	-0.86%	57.79	11.10%	30.09	0.03%	8.88	26.30%
华电能源	166.58	-8.22%	50.05	-2.93%	2.00	20.81%	6.02	26.15%
广州发展	508.83	5.29%	116.88	7.78%	23.19	33.93%	5.35	18.37%
华电辽能	43.52	-2.30%	14.08	7.62%	0.28	-66.43%	1.58	8.32%
赣能股份	73.98	6.90%	22.41	52.44%	10.07	40.97%	2.02	4.69%
晋控电力	154.63	-7.24%	39.85	-0.54%	1.96	511.52%	0.63	3.56%
宝新能源	86.34	9.23%	20.98	5.98%	10.24	45.21%	3.10	3.43%
通宝能源	112.64	4.02%	30.77	-1.26%	6.48	26.43%	1.72	2.20%
国投电力	530.14	-8.31%	125.14	-4.63%	73.93	11.30%	21.18	1.91%
京能电力	354.26	0.01%	101.81	2.21%	35.30	101.77%	11.01	1.50%
电投产融	124.66	1.86%	27.29	-17.32%	32.93	-0.67%	11.17	0.29%
皖能电力	273.06	-9.26%	59.97	-6.59%	21.49	4.15%	4.44	0.15%
天富能源	83.85	-9.56%	21.28	-3.69%	2.30	7.27%	1.75	-3.00%
深圳能源	434.30	5.38%	99.50	1.73%	21.03	4.90%	12.49	-7.56%
江苏国信	355.31	-3.79%	87.94	13.32%	34.65	7.01%	7.80	-9.73%

华能国际	2,292.88	-6.62%	567.83	-5.89%	144.10	42.17%	44.84	-9.83%
华电国际	1,260.13	-10.95%	304.73	-9.43%	60.70	1.39%	17.89	-9.93%
浙能电力	795.54	-9.61%	156.62	-11.02%	75.28	-2.99%	9.47	-11.84%
联美控股	32.39	-7.70%	15.84	-6.76%	6.86	4.09%	5.33	-13.82%
申能股份	280.29	-5.37%	68.18	-7.08%	40.13	1.75%	7.88	-22.05%
国电电力	1,702.44	-4.99%	391.69	-1.62%	71.61	-27.15%	13.98	-22.79%
华能蒙电	210.50	-11.76%	47.08	-13.60%	24.93	-17.97%	6.94	-24.63%
上海电力	418.58	-2.05%	99.23	-4.98%	27.67	35.26%	5.67	-31.59%
豫能控股	112.30	-7.61%	25.79	-15.01%	3.90	421.54%	0.29	-33.89%
电投绿能	131.15	-4.55%	35.15	-6.52%	5.15	-53.17%	2.74	-56.00%

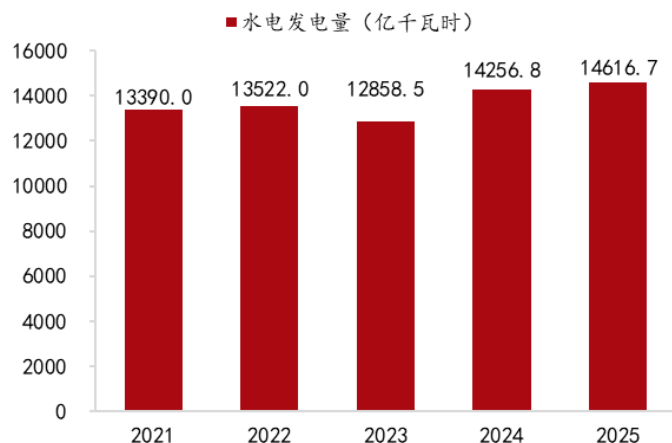
资料来源：iFind，方正证券研究所

3 水电：来水驱动电量增长，盈利韧性持续验证

3.1 2025 年：来水偏丰驱动电量增长，固定成本摊薄释放盈利弹性

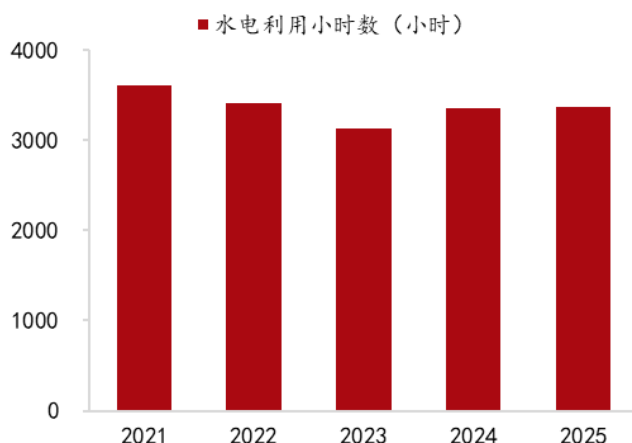
电量端，来水偏丰叠加年内秋汛超预期，推动了发电量由负转正并实现增长。2025 年前三季度，我国来水整体偏少，叠加 7 至 8 月主汛期来水偏枯，规上水电发电量累计同比下降 0.69% 至 9970.50 亿千瓦时。然而 8 月下旬后，我国秋汛强度远超预期——长江流域汉江、珠江流域郁江累计降雨量均为 1961 年以来同期第一，珠江西江接连受台风影响，云贵桂粤等地出现历史罕见洪峰。在此背景下，受益于秋汛及低基数效应，9 月单月我国规上水电发电量同比大增 31.9%，四季度发电量进一步放量，全年全国水电发电量达 14616.7 亿千瓦时，同比增长 2.5%，全国规模以上水电平均利用小时数达 3367 小时，较 2024 年小幅提升。

图表32:2021-2025 年全口径水电发电量变化



资料来源：国家统计局，华经情报网，方正证券研究所

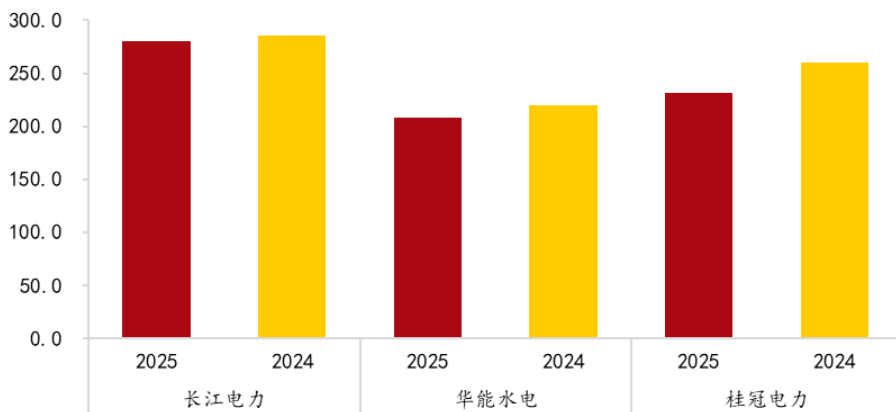
图表33:2021-2025 年全国 6000 千瓦及以上电厂水电发电设备利用小时数变化



资料来源：北极星电力市场网，方正证券研究所

电价端，水电虽难以完全规避全行业市场化电价下行的压力，但电价降幅相较于火电、新能源明显更窄。受电力市场化交易比例提升、清洁能源供给增加等因素影响，水电企业平均上网电价普遍承压，但相较于火电、新能源等电源种类，水电电价受影响程度最小，且部分调节性水电还通过现货市场获取了一定的峰谷溢价。整体来看，水电板块收入端的增长主要由发电量提升所贡献，呈现“以量补价、电价可控”的平稳格局。整体上看，2025 年水电板块实现营业收入 1429.92 亿元，同比提升 4.69%。

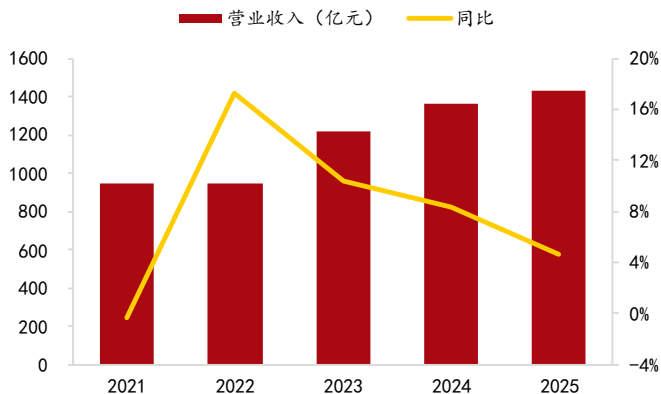
图表34: 部分水电企业 2023-2025 年水电上网电价变化 (单位: 元/千瓦时)



资料来源: 各公司公告, 方正证券研究所

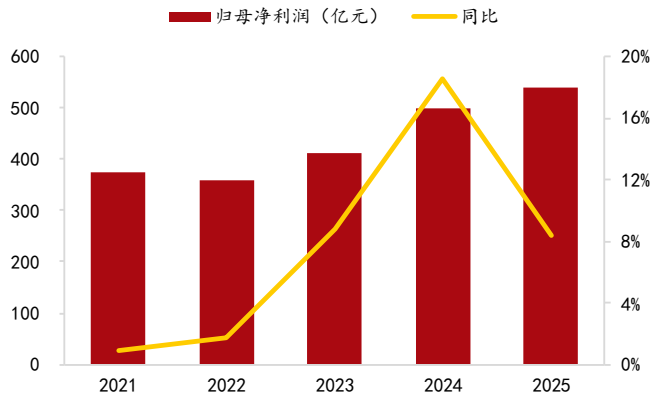
成本端, 来水偏丰带动发电量提升的同时, 单位固定成本被显著摊薄; 叠加利率下行周期中水电企业持续优化债务结构、压降财务费用, 共同推高了板块的利润率水平。全年来看, 水电板块毛利率进一步攀升至 57.04%, 同比提升 2.63 个百分点, 归母净利润同比增长 8.38% 至 539.30 亿元, 无论在盈利增幅还是业绩的稳定性上均表现突出。

图表35: 水电板块年度营收变化 (单位: 亿元)



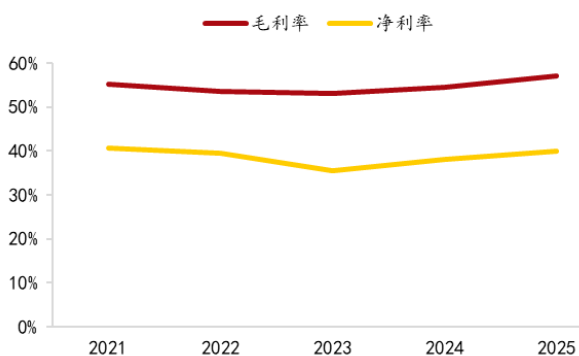
资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表36: 水电板块年度归母净利润变化 (单位: 亿元)



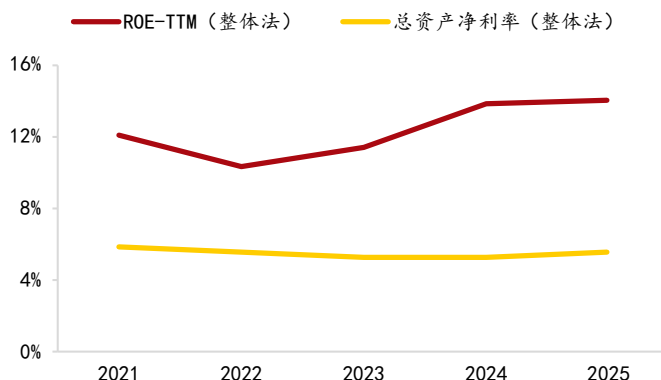
资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表37: 水电板块年度毛利率和净利率变化



资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表38: 水电板块年度 ROE 和总资产净利率变化

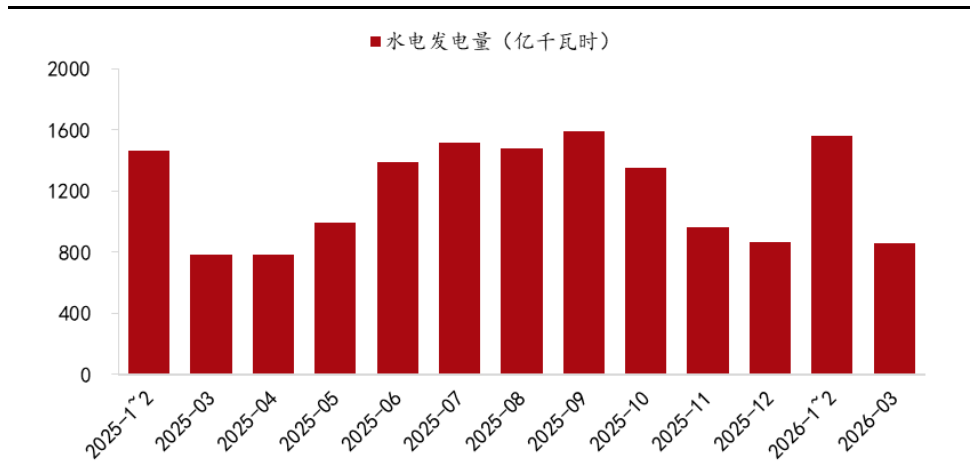


资料来源: iFinD, 方正证券研究所

3.2 2026 年 Q1：来水分化不改电量增势，板块实现量利齐升

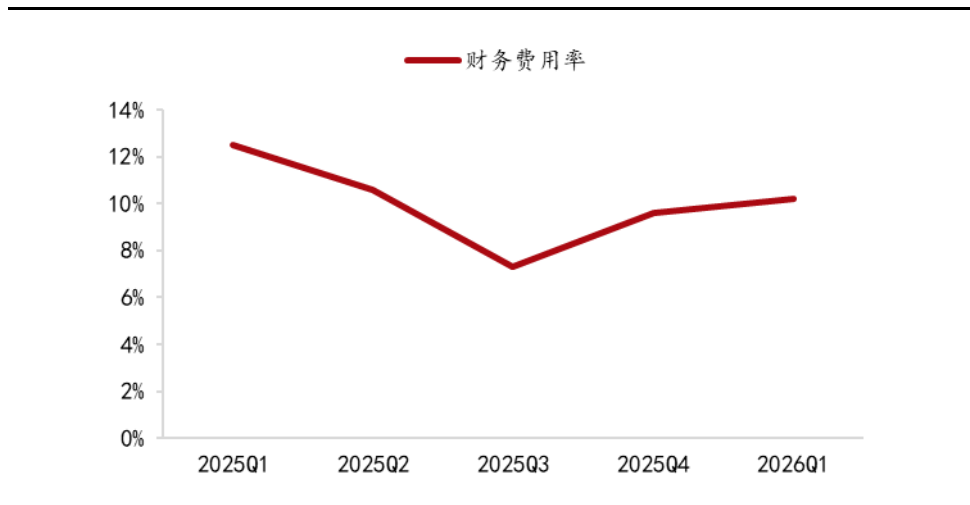
2026 年 Q1，水电板块展现出“来水分化不改电量增势、电价平稳、成本摊薄”的稳健经营格局。电量端，尽管来水从 2025 年的“全面偏丰”转向“结构分化”——长江流域延续偏丰、雅砻江等局部流域来水偏枯，但依托年初长江干流梯级水库蓄能值处于历史高位，以及龙头电站强化梯级联合调度、加快蓄能释放，全国水电发电量达 2424.6 亿千瓦时，同比增长 8.9%，增速居各电源品类之首；水电平均利用小时同比增加 11 小时至 555 小时。电价端，全行业市场化电价下行对水电仍有一定传导压力，但凭借低边际成本和优先消纳地位，综合电价降幅可控，整体保持平稳。成本端，水电以折旧和财务费用为主的固定成本结构充分受益于电量增长，单位固定成本进一步摊薄；叠加利率下行周期中水电企业持续优化债务结构、压降财务费用，共同推动盈利能力高位续升。

图表39:2025 年初-2026 年 3 月水电发电量变化



资料来源：国家统计局，iFinD，方正证券研究所

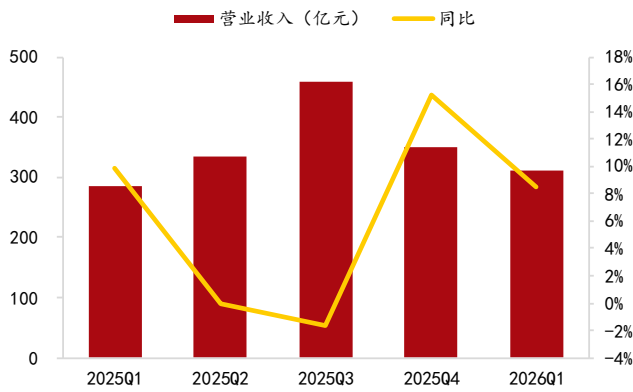
图表40:2025Q1-2026Q1 水电企业财务费用率变化情况



资料来源：iFinD，方正证券研究所

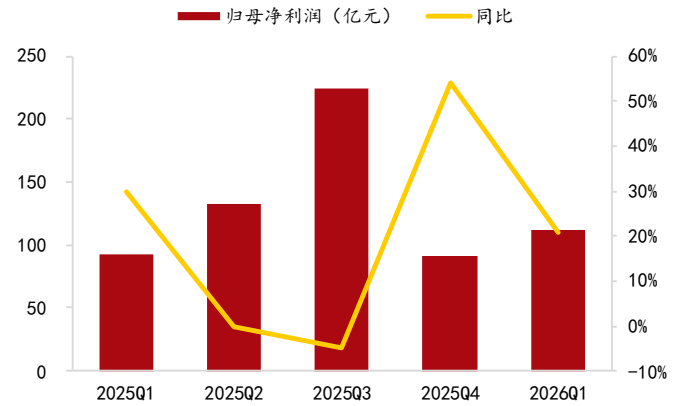
整体来看，水电板块一季度实现营业收入 310.66 亿元，同比增长 8.46%，实现归母净利润 111.89 亿元，同比显著增长 20.62%，毛利率则同比提升 1.91 个百分点至 52.17%，在行业成本红利削弱、各板块盈利普遍承压的背景下，水电板块逆势实现了量利双升，在各类电源中表现突出。

图表41:水电板块季度营收变化 (单位: 亿元)



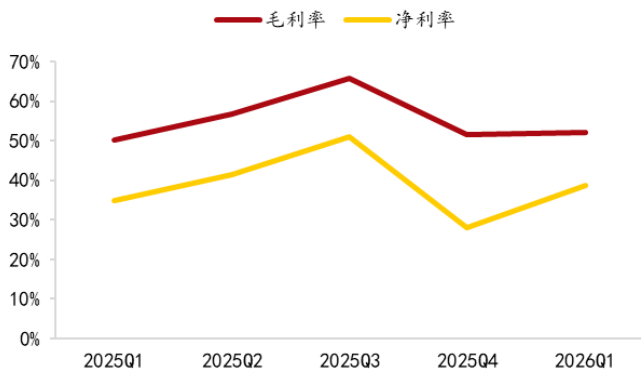
资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表42:水电板块季度归母净利润变化 (单位: 亿元)



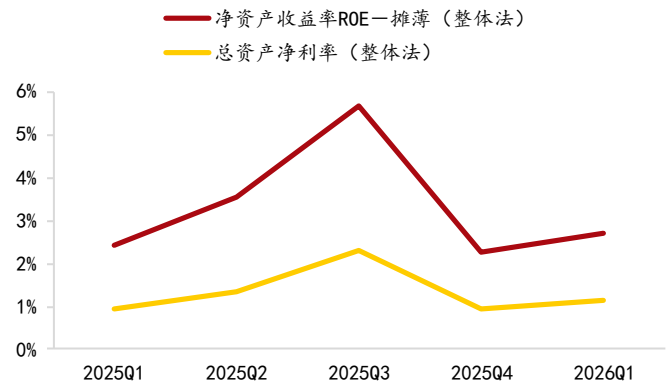
资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表43:水电板块季度毛利率和净利率变化



资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表44:水电板块季度 ROE 和总资产净利率变化



资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表45:水电企业 2025 年和 2026Q1 营收与业绩情况

公司名称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
	2025	同比	2026Q1	同比	2025	同比	2026Q1	同比
湖南发展	3.49	3.67%	0.56	0.82%	0.72	6.39%	0.13	208.25%
黔源电力	32.85	69.98%	4.68	16.72%	6.00	175.02%	0.89	72.09%
桂冠电力	103.93	8.28%	26.64	36.96%	32.80	43.63%	8.59	58.12%
长江电力	862.42	2.07%	181.12	6.44%	345.03	6.18%	67.61	30.50%
华能水电	265.95	6.89%	57.63	7.02%	85.04	2.50%	15.43	2.32%
甘肃能源	90.65	4.26%	23.94	6.94%	20.51	24.77%	4.87	1.57%
川投能源	16.68	3.65%	3.29	-9.56%	47.54	5.47%	14.53	-1.76%
韶能股份	47.96	7.97%	12.01	8.33%	1.07	39.72%	0.11	-41.87%
闽东电力	5.98	-0.75%	0.80	-39.30%	0.59	-65.23%	-0.27	-341.89%

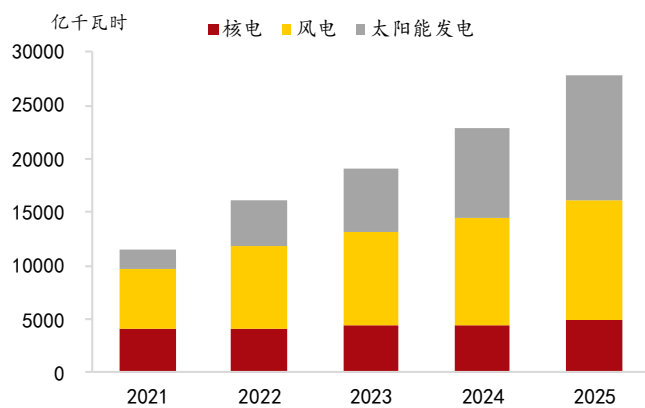
资料来源: iFinD, 方正证券研究所

4 核电&新能源：增量不增利困境显现，电价托底机制有望破局

4.1 2025 年：装机扩张叠加电价承压，呈现出增量不增利态势

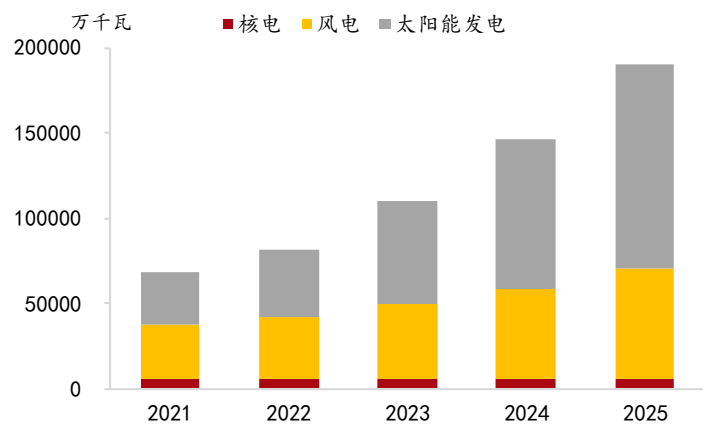
2025 年核电与新能源均面临电价下行的持续性压力。2025 年，核电与新能源板块共同面对着电价下行的持续性压力，增量难抵价减成为全年核心矛盾。装机端，核电在运容量稳步提升，全年发电量同比增长 2.7%，利用小时数居各电源首位；风光装机延续高增，合计突破 15 亿千瓦，新能源发电量持续放量。然而，电量增长并未转化为利润，主要系被电价下滑所拖累——其中核电主要企业综合电价降幅显著，部分公司电力销售收入负增长；新能源风电、光伏上网电价持续下探，叠加部分区域消纳形势恶化，板块营收同比下滑 7.43%，归母净利润同比大幅下降 27.11%，降幅居各类电源之首。

图表46:2021-2025 年核、风、光发电量变化



资料来源：国家统计局，华经情报网，方正证券研究所

图表47:2021-2025 年核、风、光装机容量变化



资料来源：国家统计局，华经情报网，方正证券研究所

电价托底机制出现政策节奏错位，新能源先行，核电仍待信号。新能源率先迎来机制电价安排——136 号文推动可持续发展价格结算机制在全国落地，至年末已有 29 个省份出台实施细则，虽竞价水平偏低，但电价下限框架初步搭建。核电 2025 年则整体缺乏全国统一机制电价，多数电量直接暴露于市场竞价，仅广东等个别省份局部探索。这一政策错位意味着新能源的市场化风险已开始被制度性消化，核电的电价波动风险仍需后续更明确的政策信号来化解。

图表48:2025-2026 年各地新能源机制电价与竞价结果

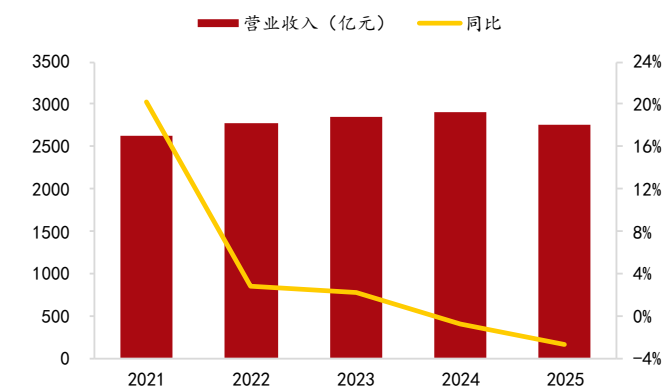
2025-2026 年机制电价		竞价结果				
存量项目		25/6-26/12 增量项目		2025-2026 年竞价区间		启动-出清时间
光伏/风电		光伏	风电	光伏	风电	
北京	0.3598			≤0.3598	≤0.3598	/
天津	0.3655	0.3196	0.3196	≤0.32	≤0.32	已出清
上海	0.4155	0.4155	0.4155	0.2182~0.42	0.2182~0.42	已出清
重庆	0.3964			0.2-0.3964	0.2-0.3964	11.6-12.8
河北南网	0.3644			0.2-0.3644	0.2-0.3644	11.26-
冀北电网	0.372			0.2-0.372	0.2-0.372	11.26-
山西	0.332			0.2-0.332	0.2-0.332	11.21-12.19
辽宁	0.3749			0.18-0.33	0.18-0.33	11.4-11.30
吉林	0.3731			0.15-0.334	0.15-0.334	11.24-12.18

黑龙江	0.374	0.228111	0.228111	0.114-0.3	0.114-0.3	已出清
江苏	0.391			0.25-0.391(风光)	0.3-0.391(海风)	11.17-12.11
浙江	0.4153			0.242-0.393	0.242-0.392	11.21-12.5
安徽	0.3844	0.3837(独立) 0.384(统一)		0.2-0.3844	0.2-0.3844	已出清
福建	0.3932			0.16-0.357(风光)	0.16-0.3932(海风)	11.11-11.29
江西	0.4143	0.33	0.375	0.24-0.38	0.24-0.38	已出清
山东	0.3949	0.225	0.319	0.123-0.35	0.094-0.35	已出清
河南	0.3779			≤0.3779	≤0.3779	/
湖北	0.4161			0.25-0.38	0.26-0.39	11.16-12.16
湖南	0.37-0.45			0.26-0.38	0.26-0.38	11.12-12.4
广东	0.453	0.36(分布式)	/	0.2-0.4	0.35-0.453(海风)	已出清
海南	0.4298	0.3998	0.3998	0.2-0.3998(风光)	0.35-0.4298(海风)	已出清
四川	0.4012			0.2-0.4012	0.2-0.4012	12.9-
贵州	0.3515			0.25-0.3515	0.19-0.3515	/
云南	0.3358	0.33	0.332	0.22-0.3358	0.18-0.3358	已出清
陕西	0.3545			0.23-0.3545	0.23-0.3545	11.13-12.3
甘肃	0.3078	0.1954	0.1954	0.1954-0.2447	0.1954-0.2447	已出清
青海	0.24	0.24	0.24	0.18-0.24	0.205-0.24	已出清
西藏	/			/	/	未发布方案
蒙西	0.2829	/	/	/	/	/
蒙东	0.3035			/	/	未发布方案
广西	0.324-0.4207			/	/	未发布方案
宁夏	0.2595			0.18-0.2595	0.18-0.2595	11.6-11.28
新疆	0.25 补贴-0.262 平价	0.235	0.252	0.15-0.262	0.15-0.262	已出清

资料来源：丞华绿电，新能文摘，欧乐光储充资讯，方正证券研究所

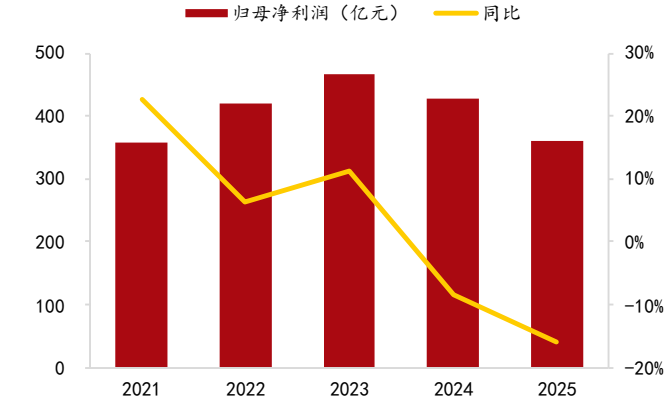
核电盈利分化加剧，新能源利润全面收缩。核电板块内部，中国核电依托漳州1号等新机组投产及电量增长，2025 年全年归母净利润同比增长 6%，盈利韧性较强；中国广核则因市场化电价下行拖累，营收同比有下降 4.11%，归母净利润同比下降 9.90%，营收利润双降，我们认为这一分化本质上反映了核电机组所在地电力市场结构与电价市场化程度的差异。新能源方面，企业普遍面临“量增利减”的情况，即便装机持续扩张，电价下探与弃风弃光抬头仍使利润端全面承压。

图表49:核电&新能源板块年度营收变化（单位：亿元）



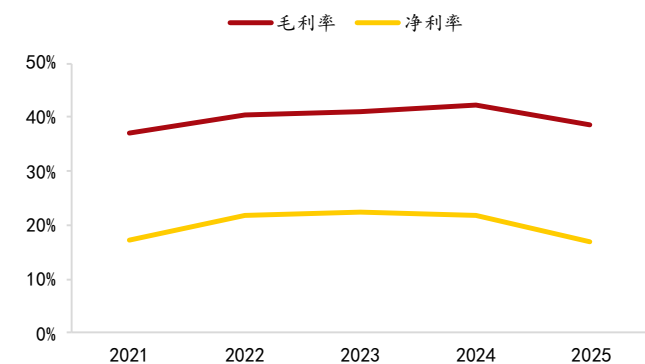
资料来源：iFinD，方正证券研究所

图表50:核电&新能源年度归母净利润（单位：亿元）



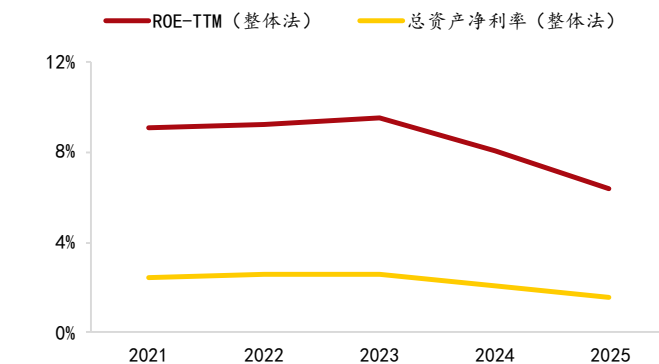
资料来源：iFinD，方正证券研究所

图表51:核电&新能源板块年度毛利率和净利率变化



资料来源：iFinD，方正证券研究所

图表52:核电&新能源板块年度ROE和总资产净利率变化



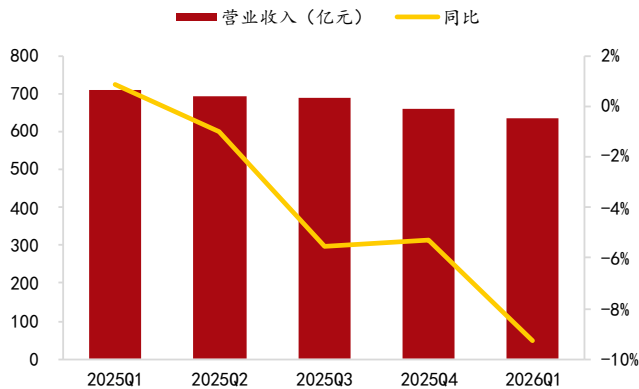
资料来源：iFinD，方正证券研究所

4.2 2026 年 Q1：部分省份试点核电机制电价，新能源电价持续探底

2026 年一季度，核电与新能源板块延续了装机扩张与电价承压的共性难题，但边际变化出现关键分歧。核电方面，发电量受集中检修拖累同比下滑，主要企业营收与归母净利润同步承压；但政策端实现重要突破——辽宁率先建立核电可持续发展价格结算机制，明确红沿河 1-6 号机组机制电价 0.3798 元/千瓦时，广西同步推行差价合约机制，核电机制电价从地方试点正式进入落地阶段。新能源方面，装机延续高增，但来风偏弱叠加电价持续下行，板块营收同比下滑 8.50%，归母净利润同比大幅下降 36.41%，毛利率下降 2.95 个百分点，增量不增利困境较 2025 年进一步加深。

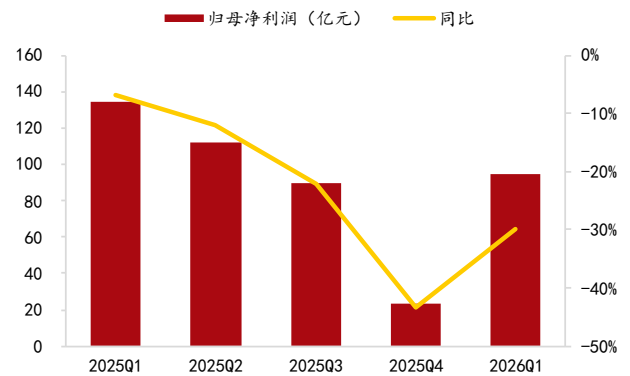
我们认为，当前部分省份试点核电机制电价，板块盈利底部预期有望逐步明朗；而新能源虽有 136 号文框架加持，但竞价水平偏低、消纳压力问题仍有待解决，板块盈利修复或仍需时间。

图表53:核电&新能源季度营收变化 (单位: 亿元)



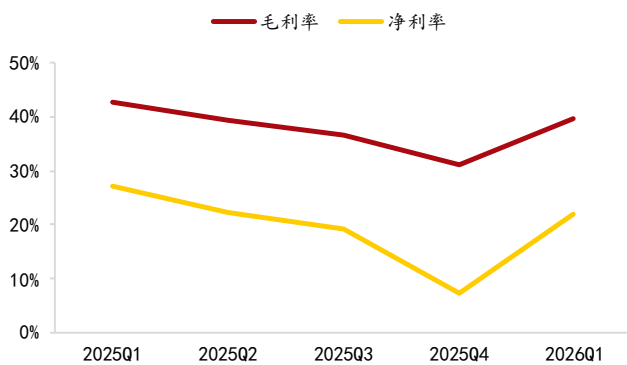
资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表54:核电&新能源季度归母净利润 (单位: 亿元)



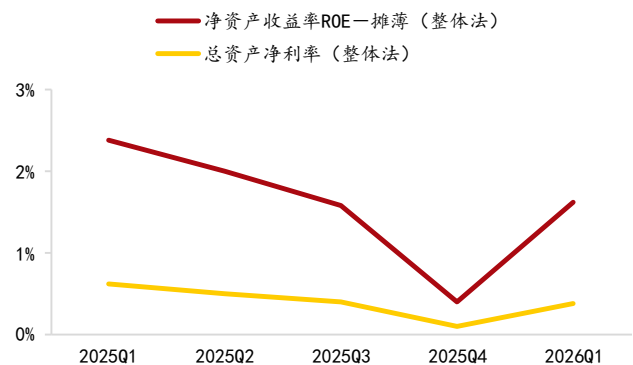
资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表55:核电&新能源季度毛利率和净利率变化



资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表56:核电&新能源季度 ROE 和总资产净利率变化



资料来源: iFinD, 方正证券研究所

图表57:核电&新能源企业 2025 年和 2026Q1 营收与业绩情况

公司名称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
	2025	同比	2026Q1	同比	2025	同比	2026Q1	同比
立新能源	10.60	9.19%	2.65	22.20%	0.85	69.54%	0.06	167.71%
协鑫能科	103.26	5.40%	23.06	-21.37%	4.04	-17.35%	2.88	13.50%
川能动力	36.00	17.83%	12.21	45.97%	5.02	-30.87%	2.67	12.65%
中国广核	756.97	-4.11%	163.19	-13.25%	97.65	-9.90%	27.41	-9.33%
福能股份	137.51	-5.58%	29.36	-5.20%	29.57	5.87%	6.50	-13.57%
龙源电力	302.53	-18.60%	78.68	-3.63%	45.26	-28.78%	16.24	-14.78%
中闽能源	16.07	-7.69%	4.63	-9.83%	5.22	-19.89%	1.96	-21.86%
江苏新能	20.87	-0.58%	5.08	-11.59%	5.07	21.73%	1.09	-33.11%
中国核电	820.75	6.22%	189.25	-6.65%	93.04	6.00%	20.64	-34.19%
太阳能	49.57	-17.91%	10.61	-18.40%	8.23	-32.87%	1.83	-36.51%
嘉泽新能	24.99	3.20%	5.94	-10.09%	7.14	13.35%	1.31	-45.19%

节能风电	44.95	-10.57%	11.22	-14.20%	6.86	-48.45%	2.04	-47.93%
三峡能源	283.99	-4.43%	69.48	-8.92%	37.14	-39.20%	10.40	-57.49%
绿发电力	48.93	27.41%	11.77	14.76%	8.01	-20.61%	0.89	-65.01%
芯能科技	7.38	7.17%	1.21	-14.00%	2.01	3.70%	0.02	-91.70%
金开新能	34.52	-4.44%	7.48	-12.39%	1.01	-87.39%	-0.19	-115.95%
能辉科技	11.82	7.74%	1.46	-53.00%	0.07	-86.71%	-0.05	-184.08%
晶科科技	39.00	-18.32%	5.83	-47.61%	3.30	1.69%	-1.29	-269.42%

资料来源：iFind，方正证券研究所

5 投资建议

1) 火电板块，2026 年起各地容量电价普遍提升，有望在一定程度上缓解电价下滑压力；美伊以虽达成临时停火协议，但我们认为短期缓和≠危机结束，当前美伊核心矛盾（核问题、海峡控制权）仍然未得到解决，后期局势走向高度不确定，煤炭价格仍有抬升支撑，火电的成本优势有所减少；日本、韩国、菲律宾的煤电政策转向已落地实施，且当前油价较冲突前仍然偏高，煤电成本优势仍存。建议关注全国化机组布局、稳健盈利的**华能国际、华电国际、大唐发电**；以及新增机组陆续投产有望贡献业绩增量的**宝新能源、赣能股份**。

2) 水电板块，来水偏丰带动水电发电量整体偏好，且水电企业受市场化波动影响较小，考虑到水电企业分红比例整体较高，在无风险利率下行的趋势下股息率仍有优势，建议关注**长江电力、川投能源**，以及去年年底收购两家西藏公司，有望开辟第二成长曲线的**桂冠电力**。

3) 核电&新能源板块，尽管受市场化交易电量增长以及年度长协电价下滑影响，核电公司的上网电价或有所降低，但部分省份试点核电机制电价或对核电收入形成托底，且考虑到核电核准节奏稳健，新机组投运带来的发电量提升有望实现以量补价，建议关注**中国广核（A+H）、中国核电**。考虑到海风消纳条件相对优异，且多地出台海风建设规划，未来发展潜力较大，建议关注受益于福建海风项目核准的**福能股份、中闽能源**。

6 风险提示

下游需求不及预期的风险：目前宏观经济环境仍存在压力，且年初 1-2 月全社会用电量增速放缓，未来受到地产等行业的拖累，用电需求增速仍有下行风险。

政策支持力度或推进节奏不及预期的风险：电力行业受政策影响较大，如若未来政策对于电力行业的支持力度减弱或相关利好政策的推进节奏不及预期，可能会对行业内公司产生一定影响。

电价大幅下跌的风险：目前煤价仍处于下行区间，且随着新能源入市持续推进，部分地区电价仍有下行风险。

来水波动较大的风险：水电公司的发电量受来水影响较大，若来水不及预期，则可能导致水电公司发电量下滑，进而影响其盈利能力；但若来水偏丰，则有可能对火电出力形成挤压，进而影响相关公司业绩。

核电机组核准不及预期：核电机组核准节奏直接影响相关核电公司后续在建核电机组数量与推进情况，若核电机组核准不及预期，则会影响未来核电发电量增长。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		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，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com