

涪陵电力（600452.SH）

背靠国网综能，“配、微、储”望协同打造新增长极

国网控股背书，双主业布局持续优化。涪陵电力深耕电力行业多年，是国网旗下唯一配网节能上市平台。公司前身源自涪陵国资委川东电力集团，依托多轮国资整合，于 2020 年深化再融资、收购国家电网下属多省配电网节能资产，逐步建成区域电网运营与配网节能业务并举、全国化拓展的经营格局。公司股权结构高度清晰，国资主导地位稳固，核心高管均具国网系统任职经验，全面赋能公司战略转型。业务涵盖区域电网运营与配网节能两大领域，主业增长韧性突出，高毛利配电网业务增厚利润。

区域负荷扩张叠加电改红利，电网业务量价双升。作为重庆涪陵区的核心供电主体，涪陵电力紧抓区域工业经济向好与电改红利，电网运营板块保持高质量扩张。2024 年，涪陵全区用电量同比增长 4.67%，工业用电量同比增长 2.96%。公司外购电量及售电量不断走高，2024 年售电量达 34.64 亿千瓦时，同比提升 7.71%；电价改革背景下，2024 年单位售电均价升至 0.644 元/千瓦时，购销价差稳步提升至 0.227 元/千瓦时，电网板块营业收入同比增长 6.34%至 19.86 亿元，毛利持续向好。

高毛利配网节能业务，项目切换后弹性可期。配网节能作为公司利润核心引擎，长期受益于政策驱动与行业降本需求。2024 年，虽项目切换进入低谷，营收下降至 11.27 亿元，同比降 28.26%，但毛利率逆势提升至 41.9%，盈利质量持续优化。公司已成功落地新疆、山西等地改造项目，安徽 16 地市合同能源管理大单落地，储备项目持续充裕，未来业绩增量确定性强。EMC 模式下现金流充沛，2024 年经营性现金流净额达 15.9 亿元，为后续扩张提供坚强保障。

“主、配、微”协同塑造新型电网，打开新成长曲线。2024 年以来，电网高质量发展相关意见、《关于促进电网高质量发展的指导意见》以及虚拟电厂、智能微网扶持政策密集出台；今年国家电网宣布“十五五”期间将完成超 4 万亿元投资，推动电网智能化、绿色化升级。除双主业布局外，公司积极探索储能、智慧配网、绿电直连等新业态，全力打造主配微协同的新型电网，迈向成长新周期。

负债健康现金充裕，为后续资本开支与现金分红奠定基础。公司资产负债率持续下降，从 2018 年的 69%降至 2024 年的 18.36%。控费能力优异，费用率近年来持续优化。账上货币资金总量逐年提升，截至 2025 半年报总额达 27.27 亿元，保障资本开支和产业扩张，各类资本支出项目顺利推进，助力公司未来高质量成长。分红意愿突出，2024 年分红总额 1.61 亿元，分红比例升至 31.36%。

投资建议。预计公司 2025-2027 年实现营业收入 31.95/36.33/40.31 亿元，同比实现 2.5%/13.7%/11.0%增长；归母净利润实现 4.75/5.93/7.12 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.31/0.39/0.46 元/股，对应 PE 分别为 38.2/30.6/25.5 倍。当前估值未反映公司近三年业务弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：用电增速不及预期，项目获取与执行节奏不及预期，行业竞争与管理模式风险。

买入（首次）

股票信息

行业	电力
01 月 29 日收盘价（元）	11.79
总市值（百万元）	18,115.83
总股本（百万股）	1,536.54
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	41.53

股价走势



作者

分析师	张津铭
执业证书编号：	S0680520070001
邮箱：	zhangjinming@gszq.com
分析师	高紫明
执业证书编号：	S0680524100001
邮箱：	gaoziming@gszq.com
分析师	刘力钰
执业证书编号：	S0680524070012
邮箱：	liuliyu@gszq.com
分析师	张卓然
执业证书编号：	S0680525080005
邮箱：	zhangzhuoran@gszq.com
分析师	鲁昊
执业证书编号：	S0680525080006
邮箱：	luhao@gszq.com

相关研究

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,442	3,117	3,195	3,633	4,031
增长率 yoy（%）	-3.4	-9.5	2.5	13.7	11.0
归母净利润（百万元）	525	514	475	593	712
增长率 yoy（%）	-14.2	-2.1	-7.7	24.9	20.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.34	0.33	0.31	0.39	0.46
净资产收益率（%）	10.5	9.7	8.3	9.5	10.3
P/E（倍）	34.5	35.2	38.2	30.6	25.5
P/B（倍）	3.6	3.4	3.2	2.9	2.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 01 月 29 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3170	3319	4494	5499	6794
现金	2274	2751	3779	4756	5927
应收票据及应收账款	856	540	674	698	813
其他应收款	14	5	9	8	10
预付账款	1	1	1	1	1
存货	1	1	1	1	2
其他流动资产	24	20	30	34	41
非流动资产	3483	3187	2656	2233	1755
长期投资	122	126	127	130	131
固定资产	2687	2886	2350	1940	1468
无形资产	43	41	40	38	37
其他非流动资产	630	134	139	125	118
资产总计	6652	6506	7151	7732	8549
流动负债	1639	1141	1364	1418	1603
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1473	959	1188	1214	1386
其他流动负债	166	182	176	205	217
非流动负债	30	54	54	56	56
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	30	54	54	56	56
负债合计	1669	1195	1418	1474	1660
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1098	1537	1537	1537	1537
资本公积	1975	2024	2024	2024	2024
留存收益	1909	1748	2169	2695	3326
归属母公司股东权益	4983	5311	5733	6258	6889
负债和股东权益	6652	6506	7151	7732	8549

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1129	1590	1565	1713	1824
净利润	525	514	475	593	712
折旧摊销		806	1039	1101	1063
财务费用	5	1	0	0	0
投资损失	-3	-5	-4	-5	-5
营运资金变动	-413	326	68	27	61
其他经营现金流	3	-53	-14	-3	-7
投资活动现金流	-600	-2565	-491	-670	-573
资本支出	-600	-870	-493	-670	-575
长期投资	0	0	-1	-3	-2
其他投资现金流	0	-1695	3	3	4
筹资活动现金流	-467	-250	-46	-66	-80
短期借款	-280	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	183	439	0	0	0
资本公积增加	16	49	0	0	0
其他筹资现金流	-386	-738	-46	-66	-80
现金净增加额	61	-1225	1027	978	1171

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3442	3117	3195	3633	4031
营业成本	2720	2481	2561	2855	3118
营业税金及附加	6	7	7	8	8
营业费用	3	2	2	3	3
管理费用	120	120	121	134	145
研发费用	1	0	0	0	0
财务费用	-27	-40	-41	-57	-71
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	8	4	6	8	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	5	4	5	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	618	607	556	703	840
营业外收入	4	14	12	8	11
营业外支出	3	6	4	5	5
利润总额	619	615	564	706	846
所得税	94	101	89	113	135
净利润	525	514	475	593	712
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	525	514	475	593	712
EBITDA	1599	1368	1562	1750	1838
EPS (元/股)	0.34	0.33	0.31	0.39	0.46

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-3.4	-9.5	2.5	13.7	11.0
营业利润(%)	-8.3	-1.8	-8.4	26.5	19.4
归属母公司净利润(%)	-14.2	-2.1	-7.7	24.9	20.0
获利能力					
毛利率(%)	21.0	20.4	19.9	21.4	22.6
净利率(%)	15.3	16.5	14.9	16.3	17.7
ROE(%)	10.5	9.7	8.3	9.5	10.3
ROIC(%)	10.0	8.8	7.7	8.7	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	25.1	18.4	19.8	19.1	19.4
净负债比率(%)	-45.4	-51.6	-65.6	-75.7	-85.7
流动比率	1.9	2.9	3.3	3.9	4.2
速动比率	1.9	2.9	3.3	3.9	4.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.0	4.5	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	1.8	2.0	2.4	2.4	2.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.33	0.31	0.39	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	1.03	1.02	1.11	1.19
每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.46	3.73	4.07	4.48
估值比率					
P/E	34.5	35.2	38.2	30.6	25.5
P/B	3.6	3.4	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	7.6	9.9	9.2	7.6	6.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 29 日收盘价

内容目录

1. 从区域电网到国网节能平台	5
1.1 多轮国资深度整合，股权高度集中赋能业务转型	5
1.2 电网运营业务筑基，配电节能业务助力	7
1.3 节能业务换挡+信用减值带来盈利“技术性”回调	8
2. 电网板块：区域负荷扩张叠加电改红利，盈利中枢上行	9
2.1 产业升级背景下涪陵用电稳增	9
2.2 售电板块运营透视，用电规模弹性增长	11
2.3 购销价差趋势性走阔，电价市场化机制重塑电网板块获利空间	12
3. 配电网板块：高毛利的盈利“发动机”	13
3.1 配网节能业务主要采用 EMC 模式，可有效降低线损率	13
3.2 配电网节能相关政策持续加码，助力业务发展	15
3.3 国网旗下唯一配网企业，营造高行业壁垒	17
4. “主、配、微”协同塑造新型电网，打开新成长曲线	19
5. 账上现金充裕支撑稳定分红与大额资本开支	20
6. 投资建议	22
6.1 盈利预测	22
6.2 投资建议	23
风险提示	24

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构	6...
图表 3: 涪陵电力高管结构	7...
图表 4: 公司主营业务	7
图表 5: 公司营收和归母净利润情况（单位：亿元）	8
图表 6: 公司盈利能力	8
图表 7: 涪陵电力 25Q3 利润波动关键项目拆解	8
图表 8: 涪陵电力收入分布（亿元）	9
图表 9: 涪陵电力收入结构百分比	9
图表 10: 重庆市涪陵区工业增加值（亿元）	10
图表 11: 重庆市涪陵区规模以上工业企业数量（户）	10
图表 12: 重庆全社会用电量（亿千瓦时）与年增长率	10
图表 13: 重庆市涪陵区历年 GDP（亿元）及占比情况（%）	10
图表 14: 2021-2024 涪陵全区用电量与工业用电量及同比变化情况（亿千瓦时）	10
图表 15: 公司售电量（万千瓦时）及同比变化情况	11
图表 16: 公司售电量结构情况（万千瓦时）	11
图表 17: 公司上网电价与售电价（元/兆瓦时）及同比变化情况	12
图表 18: 公司售电价格、购电成本及购销差价情况（元/千瓦时）	13
图表 19: 公司外购电量（万千瓦时）及同比变化情况	13
图表 20: 公司电网板块营业收入及同比变化情况（百万元）	13
图表 21: 公司电网板块毛利润及毛利率变化情况（百万元）	13
图表 22: 配电网节能技术介绍	14
图表 23: 我国线路损失率变化（%）	14
图表 24: 涪陵电力配网节能业务涉及区域	14
图表 25: 全球典型国家线损率比较（%）	15
图表 26: 涪陵电力 EMC 业务模式	15
图表 27: 配电网建设及配网节能相关政策梳理	16
图表 28: 零碳园区建设路径	17
图表 29: 零碳园区投资额与传统园区比较（亿元）	17
图表 30: 涪陵电力配网节能业务营收及变化（亿元）	18
图表 31: 公司节能服务毛利率变化	18

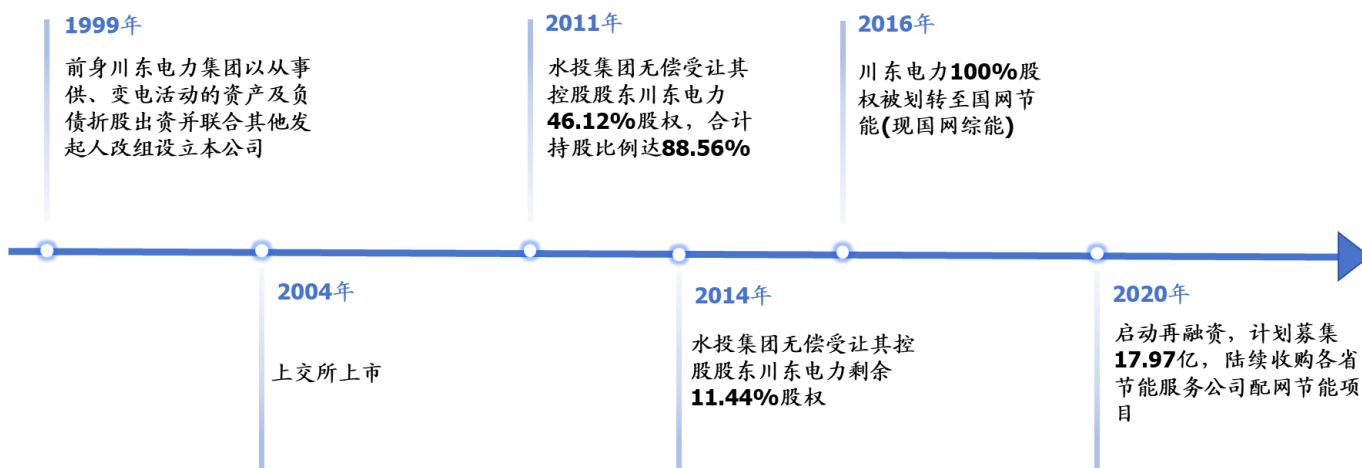
图表 32:	涪陵电力在建工程金额及变化 (亿元)	18
图表 33:	公司现金流情况 (亿元)	18
图表 34:	电网相关政策和事件梳理	19
图表 35:	新型储能应用场景	20
图表 36:	智慧电网结构	20
图表 37:	公司资产负债率健康	21
图表 38:	费用率持续优化	21
图表 39:	公司货币资金情况 (亿元)	21
图表 40:	公司分红情况 (亿元)	21
图表 41:	公司资本支出项目情况	22
图表 42:	涪陵电力盈利预测 (单位: 亿元)	23
图表 43:	可比公司估值对比 (收盘价与总市值截至 2026-1-28)	24

1. 从区域电网到国网节能平台

1.1 多轮国资深度整合，股权高度集中赋能业务转型

历经多次国资整合，公司已转型为国网控股的配网节能专业上市公司。公司前身为涪陵国资委下属的原川东电力集团所属从事供、变电活动的资产及负债，川东电力集团于 1999 年以从事供、变电活动的资产及负债折股出资并联合其他发起人改组设立本公司，主要从事电力供应、销售，送变电工程以及节能服务业务。2004 年在上交所上市。2011 年公司控股股东水投集团将持有的川东电力集团 57.56% 股权中的 46.12% 无偿划转给重庆电力，此次转让使得重庆电力持有川东电力集团股权达到 88.56%。2014 年国网重庆电力无偿受让其控股股东川东电力剩余 11.44% 股权。2016 年重庆电力将其持有的川东电力集团 100% 股权无偿划转至国网节能。2020 年公司启动再融资，计划募集 17.97 亿，陆续收购各省节能服务公司配网节能项目。

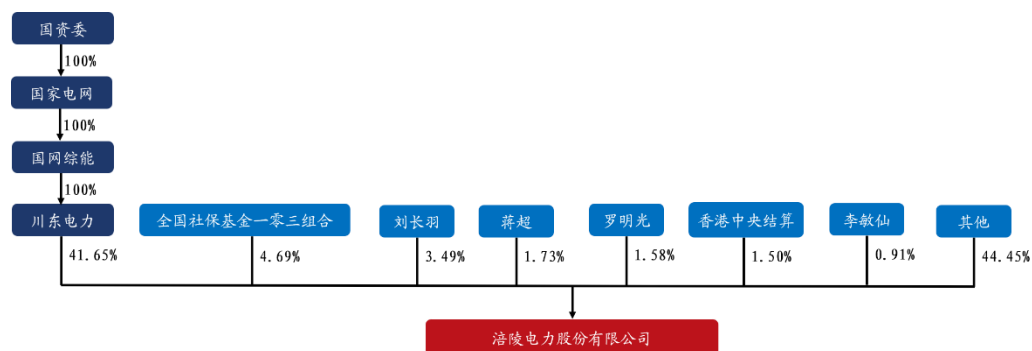
图表1：公司发展历程



资料来源：IFind，公司公告，IESPLAZA 综合能源服务网，国盛证券研究所

股权结构高度明晰，国资背景赋能。截止 2025 年 9 月 30 日，公司控股股东川东电力直接持有公司 41.65% 的股权，社会资本持有公司 58.35% 的股权。除川东电力外，前十大股东对公司的持股比例均未超过 5.00%，股权结构清晰稳定。国网综能全资控股川东电力，国网全资控股国网综能，国资委为公司实际控制人。

图表2: 公司股权结构

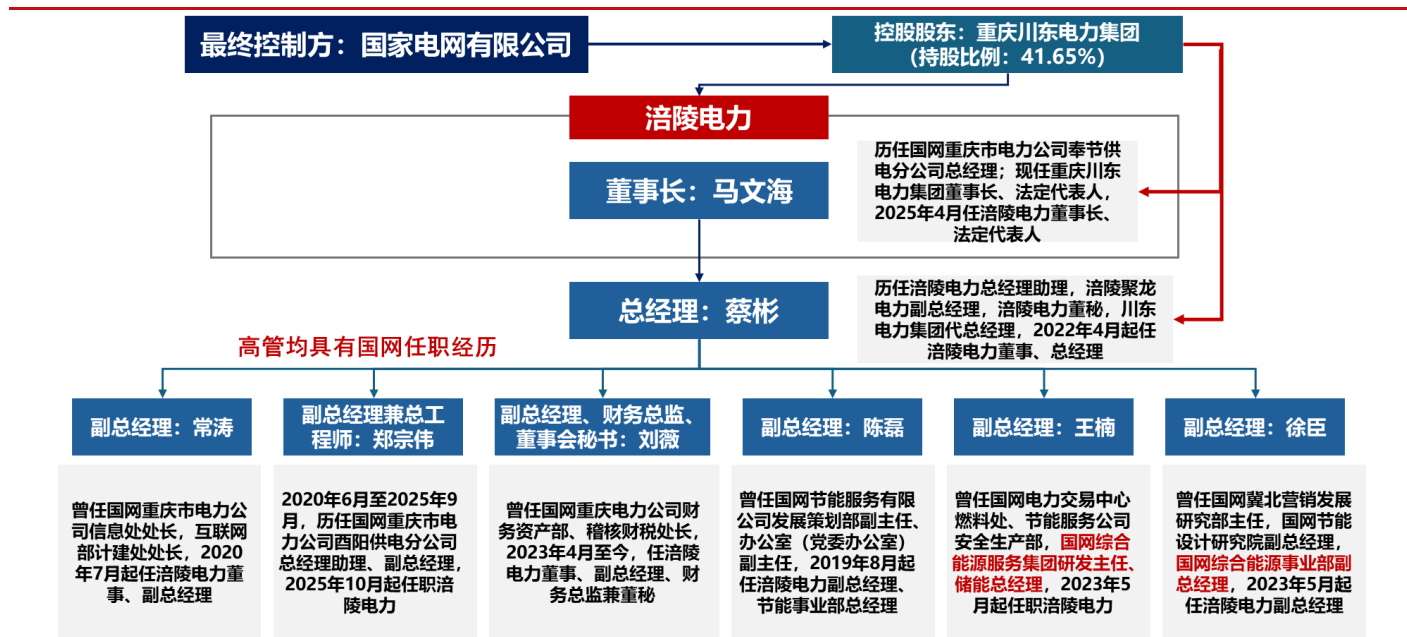


资料来源: iFind, 公司公告, 国盛证券研究所 (截至 2025 年 9 月 30 日)

控股股东国网综能集团为承担国家电网综合能源服务战略性新兴产业发展主体责任的直属产业单位。控股股东国网综合能源服务集团是国家电网公司全资子公司，资产总额超过 500 亿，核心业务节能、电力需求侧管理、新型储能建设运营、公共机构能源托管、多能互补协同供应，是承担国家电网公司综合能源服务战略性新兴产业发展主体责任的直属产业单位。集团为国家级高新技术企业，具有 EMCA 工业、建筑、公共设施领域 AAAAA 级证书和信用评价 AAA 级证书，具备综合能源服务规划设计、系统集成、投资建设、运行维护、评估评价的全产业链能力。立足规划设计和新型储能两个核心能力建设方向，基本具备五大核心业务的设计能力和微电网、能源站等 14 类场景的绘图能力，累计为省综合能源公司提供 180 项规划设计技术服务；启动新型储能系统集成与运维技术实验室建设，发布模块化分布式储能舱等核心技术产品，初步掌握百兆瓦级储能系统集成与调试能力。

公司核心高管均具有国网系统任职经历，2023 年国网综能集团核心高管加入涪陵电力。董事长马文海历任国网重庆市电力公司奉节供电分公司总经理，现任重庆川东电力集团董事长等职务，2025 年 4 月起兼任公司法定代表人。总经理蔡彬曾任川东电力集团代总经理，2022 年任职涪陵电力。公司核心管理团队包含 1 名总经理、6 名副总经理，均具备国网系统任职经历，其中副总经理王楠曾任国网综合能源服务集团储能总经理，副总经理徐臣曾任国网综合能源服务集团事业部副总经理，均于 2023 年起就任涪陵电力。

图表3: 涪陵电力高管结构



资料来源：Ifind，新浪财经，公司官网，国盛证券研究所

1.2 电网运营业务筑基，配电节能业务助力

涪陵电力主营业务两项分别为电网运营业务：供应与销售电力、电力调度及电力资源开发，从事输变电工程设计、安装、调度，电力测试、设计、架线、调校及维修等；**配电网节能业务：**配电网节能业务主要是针对配电网节能降耗提供节能改造和能效综合治理解决方案，主要包括配电网能效管理系统、多级联动与区域综合治理、配电网节能关键设备改造等。

图表4: 公司主营业务

业务分类	业务介绍
电网运营业务	主要集中于重庆市涪陵区行政区域。电力来源主要是通过联网线路从国家电网重庆市电力公司、重庆川东电力集团有限责任公司等单位趸购电量。
配电网节能业务	主要采用合同能源管理（简称EMC）模式，为用户提供节能诊断、改造等服务，并以节能效益分享等方式回收投资和获得合理利润。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

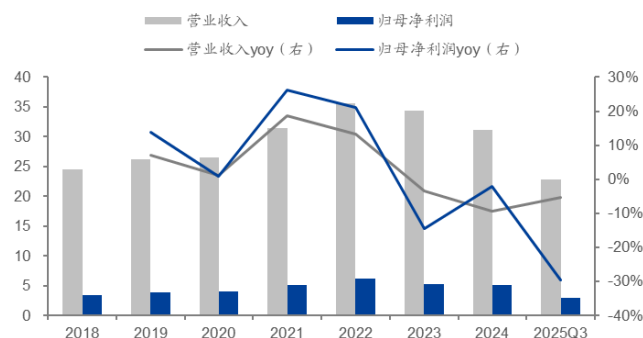
公司主营业务持续发力，同时积极发展扩张新能源业务。2025 年上半年，公司实现营业收入 14.16 亿元。售电业务区域稳定，客户服务能力持续优化：公司电网业务集中在重庆市涪陵区，通过趸购电量保障业务稳定运行，同时，公司深化“三零”“三省”服务，为 100 户小微企业接电，推动智能化运维体系建设，提升客户服务能力和满意度。

配电网节能业务有序推进：稳步推进配电网节能项目，新疆三期及五期项目全面竣工投运，山西一期项目圆满收官，陕西二期项目按期启动；**新能源业务快速扩张：**2024 年，公司累计接入分布式光伏项目 992 个，总容量 9.40 万千瓦，同比增长 796.35%，消纳新能源上网 1257.21 万千瓦时，同比增长 573.82%，展现出强大的执行力。

1.3 节能业务换挡+信用减值带来盈利“技术性”回调

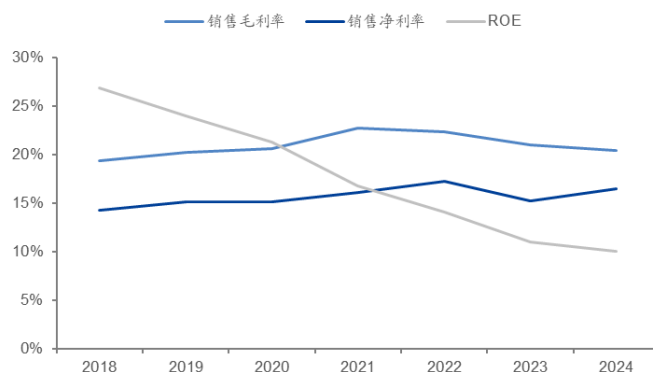
营业收入收缩，盈利能力有待修复。涪陵电力营业收入从 2018 年的 24.48 亿元增长至 2022 年的 35.62 亿元，增速自 2018 年后整体放缓。2023 年以来营收持续小幅回调，2024 年降至 31.17 亿元，同比下滑 9.4%。2025 年前三季度公司营业收入 22.78 亿元，同比下降 5.4%；归母净利润在 2022 年达到 6.13 亿元后连续两年下滑，2025 年前三季度公司归母净利润 2.96 亿元，同比下降 29.5%。

图表5：公司营收和归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表6：公司盈利能力



资料来源：wind，国盛证券研究所

2025 年节能业务换挡+信用减值带来盈利“技术性”回调。2025 年前三季度公司公告显示收入、利润短期承压。2025 年前三季度实现营业收入 22.78 亿元，同比下降 5.43%；归母净利润 2.96 亿元，同比下降 29.58%，扣非归母净利润 2.87 亿元，同比下降 30.23%；单 25Q3 季度，营收 8.61 亿元，同比下降 7.92%，归母净利润 1.29 亿元，同比下降 42.39%，扣非归母净利润 1.26 亿元，同比下降 42.79%。25Q3 利润下滑更多是“基数+会计科目”的技术性扰动，而非主业恶化。由于节能业务采用 EMC 模式，项目期内现金流与收益与节能效益挂钩，在退出高收益存量项目、过渡到新项目的过程中，收入和毛利短期不可避免出现“换挡式平滑”。

图表7：涪陵电力 25Q3 利润波动关键项目拆解

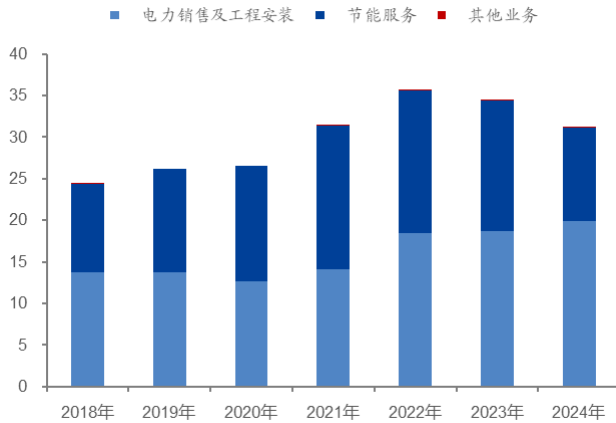
科目/指标	变动方向	主要原因
归母净利润：本报告期	-42.39%	上年同期冲回长账龄应收，基数高；本期无此正向因素，同时信用减值损失增加
利润总额：本报告期	-43.50%	信用减值损失增加所致
经营现金流净额_年初至期末	-48.52%	收到节能效益款减少
研发费用	-100.00%	本期无研发项目
财务费用	54.59%	优化资产配置，资金效益提升，利息收入增加
其他收益	549.34%	资产相关的递延收益摊销至其他收益增加

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

主营业务侧重不变，电力销售及工程安装业务占比超过一半。电力销售及工程安装业务收入从 2018 年 13.69 亿元增长至 2024 年 19.86 亿元，占比从 55.92%先降至 2021 年 44.76%又逐步升高至 2024 年 63.72%，成为主要增长点；节能服务业务作为公司另一主要业务板块，收入先由 2018 年的 10.7 亿元升至 2021 年的 17.36 亿元，随后逐年下降至 2024 年的 11.27 亿元，收入占比从 2018 年的 43.7%先增后减至 2024 年的 36.16%，

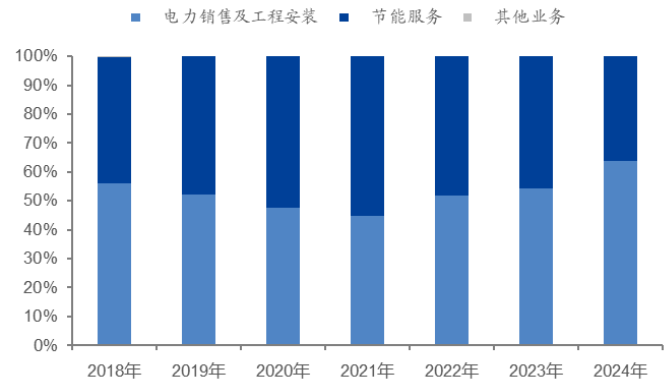
2024 年收入波动较大，主要原因为部分配电网节能项目到期退出所致，不影响公司业务整体发展方向。

图表8: 涪陵电力收入分布 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 涪陵电力收入结构百分比



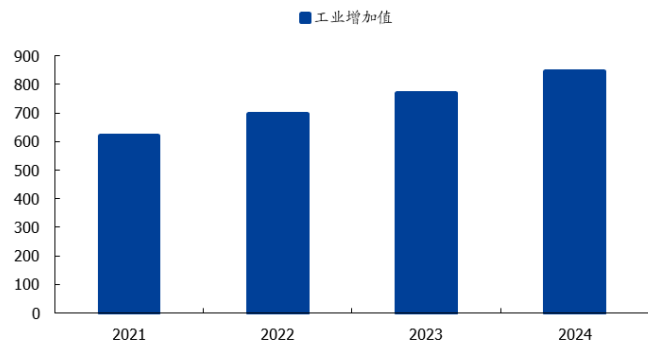
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2. 电网板块: 区域负荷扩张叠加电改红利, 盈利中枢上行

2.1 产业升级背景下涪陵用电稳增

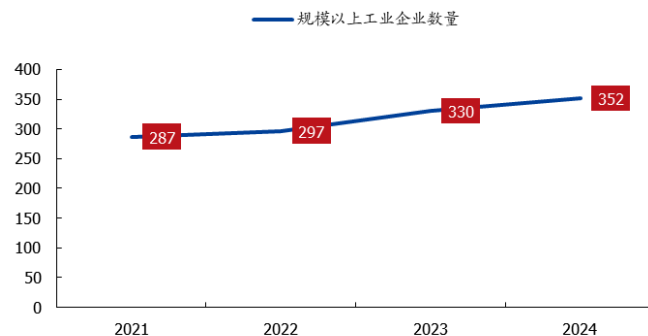
作为国家重要先进制造业中心的主阵地, 涪陵区工业经济展现出显著的集聚效应与增长韧性。根据重庆市涪陵区统计局数据, 该区工业增加值从 2021 年的 619.66 亿元稳步增长至 2024 年的 846.73 亿元, 2024 年同比增速达 9.79%, 规模以上工业企业数量也由 287 户扩张至 352 户, 得益于涪陵在先进材料、现代消费品等优势产业领域持续补链强链。2024 年涪陵区 GDP 跨越 1700 亿元大关, 占全市比重达 5.31%, 且工业对 GDP 增长的贡献率升至 67% 的历史高位, 为 2011 年以来最高水平。全年人均地区生产总值达到 15.52 万元, 比上年增长 6%。工业基础加之经济增长推动用电量的提升。重庆电力需求快速增长, 2024 年全社会用电量 1,611.98 亿千瓦时, 增速为 11%, 位居全国第 3, 最大负荷突破历史新高, 达到 3350 万千瓦, 同比增长 16.7%。2024 年涪陵全区用电量为 105.26 亿千瓦时, 同比增长 4.67%, 其中, 工业用电量为 89 亿千瓦时, 同比增长 2.96%。

图表10: 重庆市涪陵区工业增加值 (亿元)



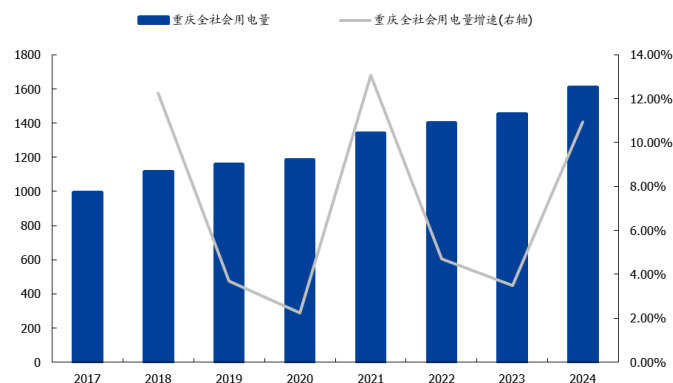
资料来源: 重庆市涪陵区统计局, 国盛证券研究所

图表11: 重庆市涪陵区规模以上工业企业数量 (户)



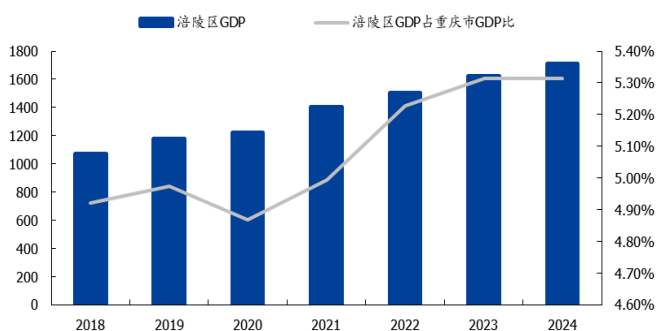
资料来源: 重庆市涪陵区统计局, 国盛证券研究所

图表12: 重庆全社会用电量 (亿千瓦时) 与年增长率



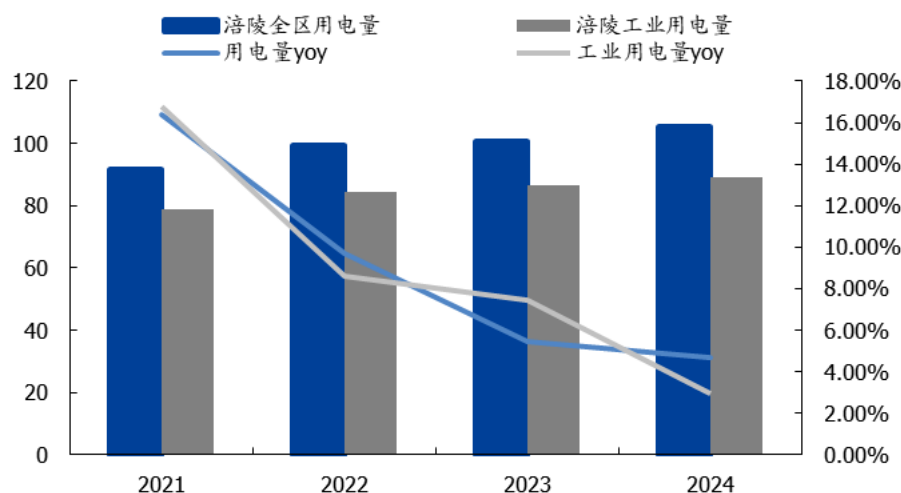
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表13: 重庆市涪陵区历年 GDP (亿元) 及占比情况 (%)



资料来源: iFinD, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表14: 2021-2024 涪陵全区用电量与工业用电量及同比变化情况 (亿千瓦时)



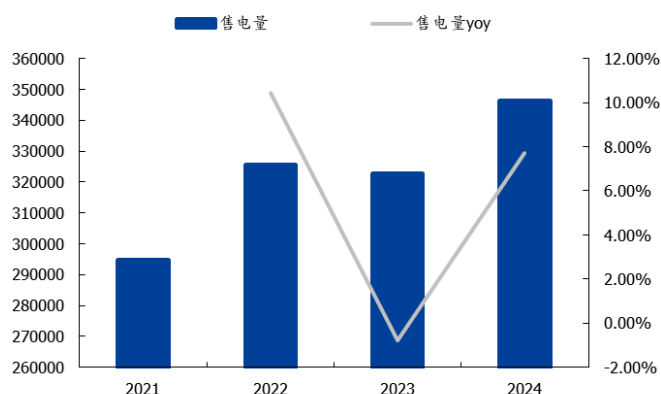
资料来源: 重庆市涪陵区经济和信息化委员会, 国盛证券研究所

2.2 售电板块运营透视，用电规模弹性增长

区域电力消费展现出从极端天气扰动向高质量稳健增长转型的显著特征。2022 年售电量实现 10.46% 的高速增长，其核心增量主要源于当年夏季罕见高温引发的制冷负荷激增；受此高基数效应及 2023 年区域经济短期波动影响，次年售电量出现 0.79% 的小幅回落，其中直售电量因气温回归常态导致负荷需求释放放缓，同比下降 1.13%，而趸售电量则在降雨量影响下增长 5.13%。2024 年受益于宏观经济回升向好及大规模设备更新等政策红利对工业生产的拉动，全区售电量重回增长趋势，取得 7.71% 的稳健增幅，总量达 34.64 亿千瓦时。从售电结构来看，直售电量同比增幅达 8.05%，占比攀升至 94.94%，趸售电量 17,529 万千瓦时，同比减少 5.68%。

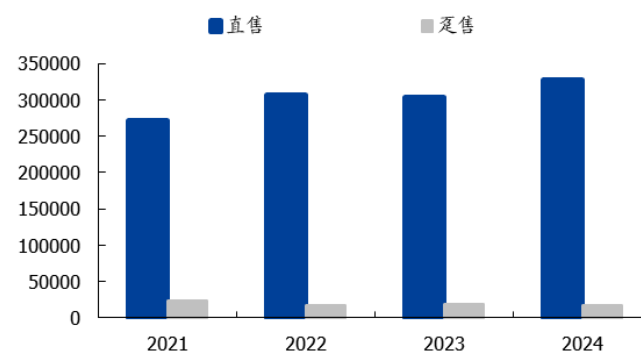
2021-2023 年涪陵地区电力价格受国家电力市场化改革深化及能源成本波动的双重影响，呈现出显著的同步上涨态势，2024 年起电价有所回落。国家发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，取消了燃煤发电标杆上网电价并扩大了市场交易电价波动范围，2022 年上网电价在煤炭价格高位运行背景下取得 17.81% 的显著增幅。售电侧随之联动上调至 626.07 元/兆瓦时，但售电价涨幅整体滞后于上网侧。2024 年涪陵地区电价呈现双降特征，上网与售电价分别回落 1.54% 与 0.81%。在价差维度上，2021 至 2024 年间购销差价稳定在 153.84-175.26 元/兆瓦时区间。

图表15: 公司售电量（万千瓦时）及同比变化情况



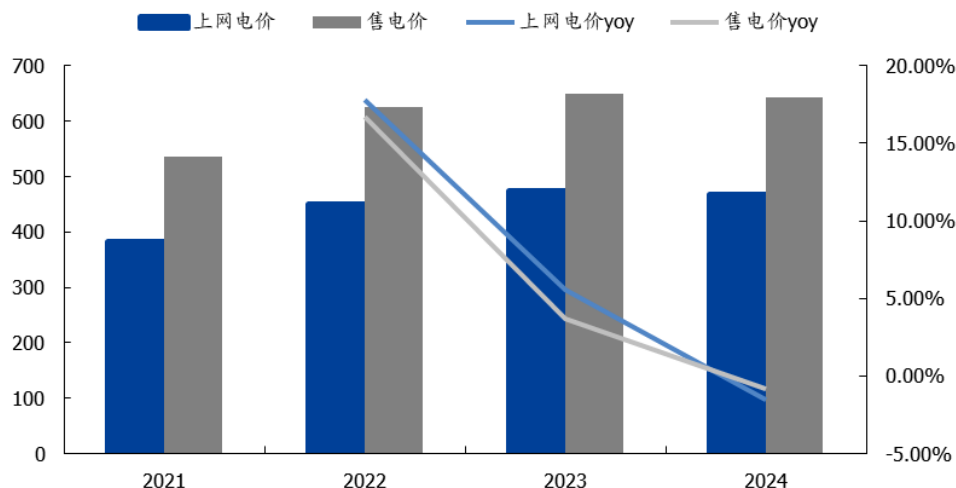
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表16: 公司售电量结构情况（万千瓦时）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表17: 公司上网电价与售电价（元/兆瓦时）及同比变化情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

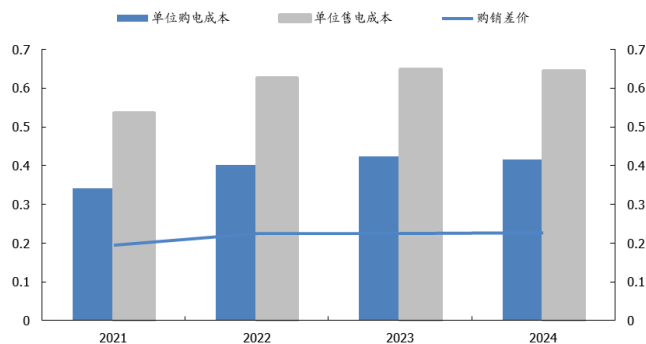
2.3 购销价差趋势性走阔，电价市场化机制重塑电网板块获利空间

公司上游以电网企业为核心供应商，业务发展过程中购售价差呈稳步扩大态势。公司电网运营业务主要集中于重庆市涪陵区行政区域，电力来源主要是通过联网线路从国家电网重庆市电力公司、重庆川东电力集团有限责任公司等单位趸购电量。公司外购电量展现出显著的增长韧性，由 2021 年的 30.15 亿千瓦时稳步攀升至 2024 年的 35.61 亿千瓦时，期间各年度同比分别为 7.17%、2.87%和 7.14%。受国家发改委燃煤发电上网电价市场化改革推动煤电价格联动上涨，单位购电成本从 2021 年 0.341 元/千瓦时升至 2023 年 0.423 元/千瓦时的峰值，2024 年回落至 0.416 元/千瓦时。2021 年重庆取消工商业目录电价，2022 年《关于建立商业夏季分时电价机制的通知》实施后高峰电价在平段电价基础上提高 0.19 元/千瓦时进一步拉高均价，单位售电均价从 2021 年 0.537 元/千瓦时持续升至 2024 年 0.644 元/千瓦时，累计涨幅达 20.0%，购销价差从 2021 年 0.195 元/千瓦时增至 2024 年 0.227 元/千瓦时，累计涨幅 16.6%。

售电业务量价协同，营收规模持续攀升。2021 年度，公司电网板块实现营业收入 140841 万元，营业成本 136031 万元；2022 年度，电网板块营业收入同比增长 31%至 184186 万元，营业成本同比增加 23.22%至 167622 万元，主要系报告期内区域电力需求增长带动售电量提升；2023 年度，电网板块营业收入同比增长 1%至 186797 万元，营业成本同比增长 2.49%至 171790 万元，受区域经济环境影响，收入增速有所放缓；2024 年度，电网板块营业收入同比增长 6.34%至 198644 万元，营业成本同比增长 6.20%至 182442 万元，业务规模保持稳步扩张。

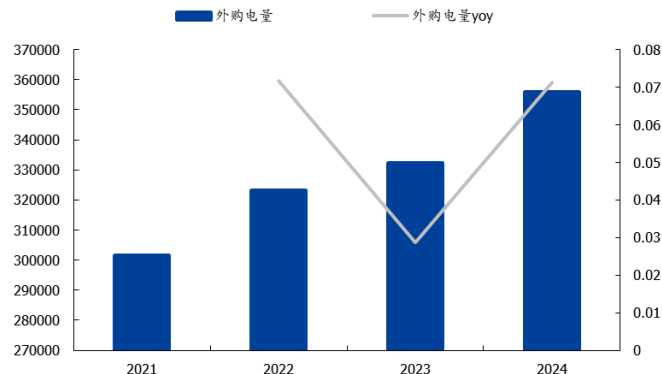
电价改革红利持续兑现，电网板块毛利水平回归良性增长。2021 年 10 月 15 日，重庆市积极对标国家发改委关于完善燃煤发电电价形成机制的相关要求，加速推进区域电力市场化定价转型，正式取消工商业目录销售电价机制。与 2021 年相比，2022 年公司售电毛利率得到改善。2024 年度，电网板块毛利润 16,202.00 万元，毛利率 8.16%，报告期内板块盈利水平保持相对稳定。

图表18: 公司售电价格、购电成本及购销差价情况 (元/千瓦时)



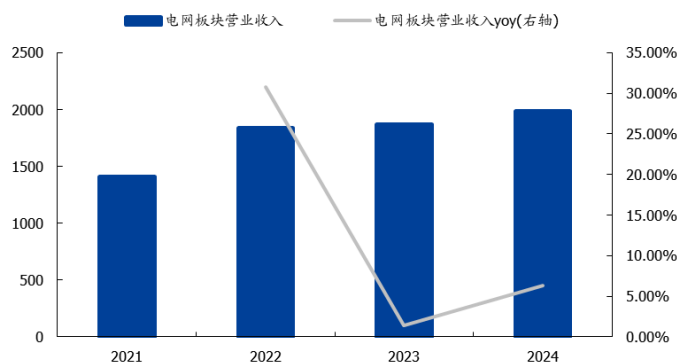
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表19: 公司外购电量 (万千瓦时) 及同比变化情况



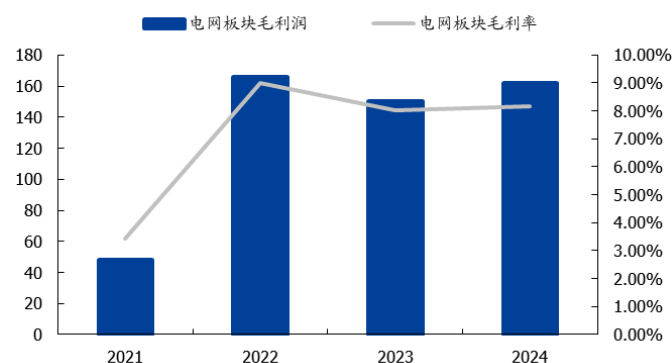
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表20: 公司电网板块营业收入及同比变化情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表21: 公司电网板块毛利润及毛利率变化情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. 配电网板块: 高毛利的盈利“发动机”

3.1 配网节能业务主要采用 EMC 模式, 可有效降低线损率

配网节能业务通过线路优化及变压器改造等, 可有效降低线损率。我国配电网普遍存在供电半径大、电源点较少、配变容量不足、无功建设不足等问题, 随着近年来国家鼓励政策陆续出台, 节能设备、解决方案等方面技术水平得到持续提升, 线损情况得到持续改善。具体而言, 配电网节能服务系就配电网提供节能改造和能效综合治理解决方案, 可有效解决无功损耗大、末端电压低、线损率高等突出问题, 通过电网结构优化可降低线损 20%-40%, 计量精益化管理能减少损耗 10%-15%, 数字化监测系统可使线损分析准确率提升至 90%以上。行业普遍技术包括配电变压器节能改造、配电线路节能改造、无功补偿、计量装置节能改造、谐波治理、单相配电变压器、线路调压器、电网升压改造等。

图表22: 配电网节能技术介绍

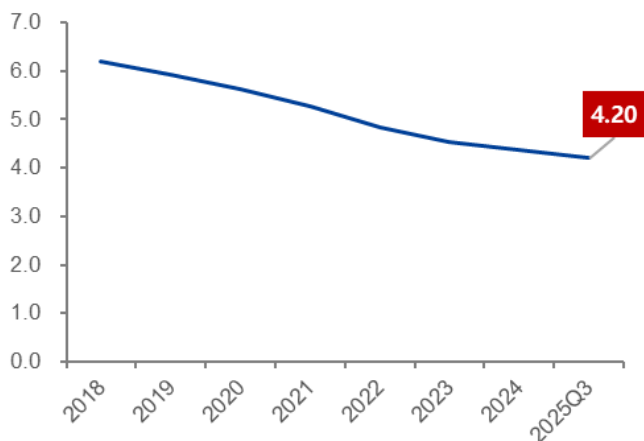
配电网节能技术介绍	
技术类别	主要内容
变压器节能改造	淘汰低效变压器，加大高效节能变压器推广力度，加快电网企业变压器能效提升
线路节能改造	缩短线路长度，架空绝缘导线，合理规划电网，采用导磁率较低的新型材料
无功补偿	安装无功优化配置软件、低压配电柜、低压无功就地补偿装置
电网升压改造	提高配电网络电压等级，将 10kv 配电电压提升至 20kV
三相负荷不平衡治理	加装无功补偿装置分相补偿
需求侧管理	电价制度激励、负荷管理、选用高效用电设备、能源代替等方式提高终端用电效率

资料来源：华经产业研究院，国盛证券研究所

配网节能业务发展带动我国线损率降低。国家层面，我国线损率水平由 2018 年的 6.21% 逐年降低，截至 2025Q3，我国线损率已降至 4.20%，呈现出明显改善。公司层面，涪陵电力作为配网节能业务开展较早的企业，业务涉及全国 20 个左右的省市区域，2024 年一年，公司因地制宜优化业务实施模式，已在多地取得突破进展，新疆三期及五期项目全面竣工投运，山西一期项目圆满收官，陕西二期项目按期启动，配网节能项目稳步推进。

与发达国家相比，我国线损率仍有一定下降空间。输配电损耗包括供电源与配电点之间输送电力以及向消费者配送电力过程中产生的损耗，我国自 2018 年以来伴随电力生产技术的提升以及配电节能业务的深化开展，线损率降低明显，2024 年线损率降至 4.37% 水平，已对日本（4.93%）、德国（5.04%）、美国（5.48%）等老牌发达国家形成了超越，但仍与加拿大（4%）、韩国（3.24%）、新加坡（0.23%）存在差距。我国电力企业针对配电网节能与综合能源管理方面仍具有改善的空间，线损率进一步降低也将帮助企业节省不必要的成本，实现收益的提升。

图表23: 我国线路损失率变化（%）



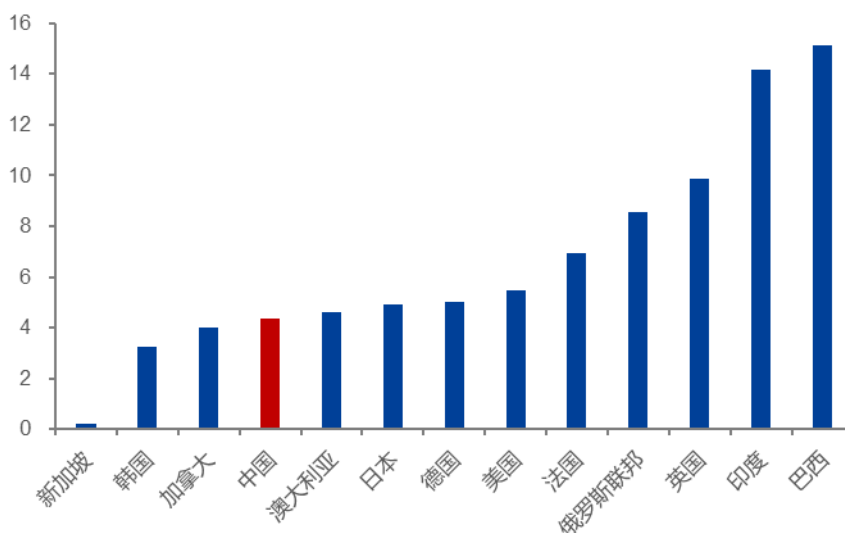
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表24: 涪陵电力配网节能业务涉及区域



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表25: 全球典型国家线损率比较 (%)



资料来源: 世界银行公开数据, Wind, 国盛证券研究所

PS: 俄罗斯为 2022 年数据, 中国为 2024 年数据, 其他国家为 2023 年数据

国内配电网节能服务业务主要采用 **EMC** 模式。EMC 是一种基于“合同能源管理”机制运作的、以盈利为直接目的的专业化公司。EMC 与愿意进行节能改造的客户签订节能服务合同, 向客户提供能源效率审计、节能项目设计、原材料和设备采购、施工、培训、运行维护、节能量监测等一条龙综合性服务, 并通过与客户分享项目实施后产生的节能效益来赢利和滚动发展。

图表26: 涪陵电力 EMC 业务模式



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2 配电网节能相关政策持续加码, 助力业务发展

配电网损耗在输配电系统损耗中占比较大。根据中电联发布的《中国电力行业年度发展报告 2025》, 2024 年我国全年电网线损率 4.36%, 同比降低 0.18 个百分点。根据欧洲能源监管委员会统计, 在欧盟, 配电损耗约占输配电损耗的 76%, 由此带来的经济损失

每年高达数十亿欧元。因此，推进配电网节能，降低线损率对于我国输配电系统具有重大意义。

配电网节能相关政策持续出台，业务发展空间广。自十二五规划以来，我国针对配电网节能、线损率降低相关的政策陆续出台，针对线损率的要求也逐步加码，如《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》，要求 110 千伏以下的线损率由 2014 年的 6.2% 降至 2020 年的 6.0% 等。伴随着我国对于节能减排的相关要求及为达到“双碳”目标，电力系统发展的重点之一便是配网节能，配电网节能业务作为协同电网发展工作的重要内容快速推进，配网的升级改造和智能化转型亦在加速推进，配电网节能业务也将面临新的重大机遇。

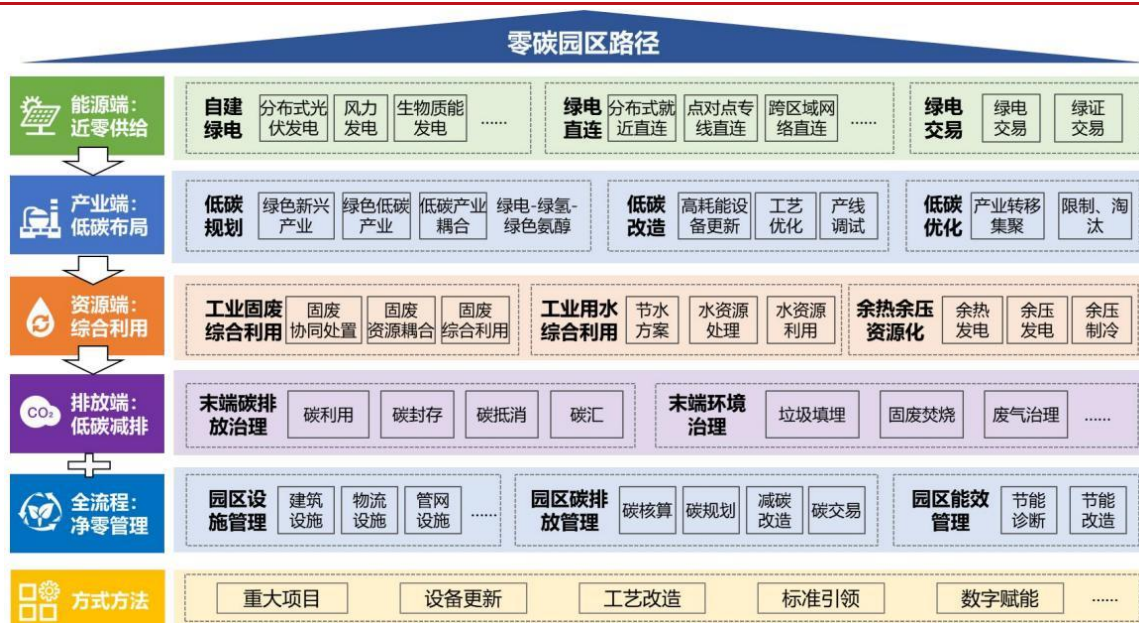
图表27: 配电网建设及配网节能相关政策梳理

日期	政策	内容
2012.8	《节能减排“十二五规划”》	电网综合线损率由 2010 年的 6.53% 降至 2015 年的 6.3%。
2015.7	《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》	2015-2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元，110 千伏以下的线损率由 2014 年的 6.2% 降至 2020 年的 6.0%。
2015.8	《配电变压器能效提升计划（2015-2017 年）》	到 2017 年底，初步完成高耗能配电变压器的升级改造，高效配电变压器在网运行比例提高 14%；建成较为完善的配套体系和规范的市场秩序，当年新增量中高效配电变压器占比达到 70%；预计到 2017 年，累计推广高效配电变压器 6 亿千伏安，实现年节电 94 亿千瓦时。
2015.8	《关于加快配电网建设改造的指导意见》	以智能化为方向，全面提升配电网装备水平；提高配电网能效水平，逐步淘汰高损耗变压器，推广先进适用的节能型设备，完善新能源和分布式电源接入体系。
2016.12	《电力发展“十三五”规划》	线路损失率由 2015 年的 6.64% 降低至 2020 年 6.5% 以内。
2020.12	《变压器能效提升计划（2021-2023 年）》	到 2023 年，高效节能变压器[符合新修订《电力变压器能效限定值及能效等级》（GB20052-2020）中 1 级、2 级能效标准的电力变压器]在网运行比例提高 10%，当年新增高效节能变压器占比达到 75% 以上。
2024.2	《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》	2025 年，配电网承载力和灵活性显著提升，具备 5 亿千瓦左右分布式新能源、1200 万台左右充电桩接入能力；2030 年，基本完成配电网柔性化、智能化、数字化转型，实现主配微网多级协同、海量资源聚合互动、多元用户即插即用，有效促进分布式智能电网与大电网融合发展等。
2025.12	《关于促进电网高质量发展的指导意见》	到 2030 年，接纳分布式新能源能力达到 9 亿千瓦，支撑充电基础设施超过 4000 万台；到 2035 年，主干电网、配电网和智能微电网发展充分协同，贯通各级电网的安全治理机制更加完善，电网设施全寿命周期智能化、数字化水平明显提升。

资料来源：中国政府网，中国质量新闻网，国家发改委，国盛证券研究所

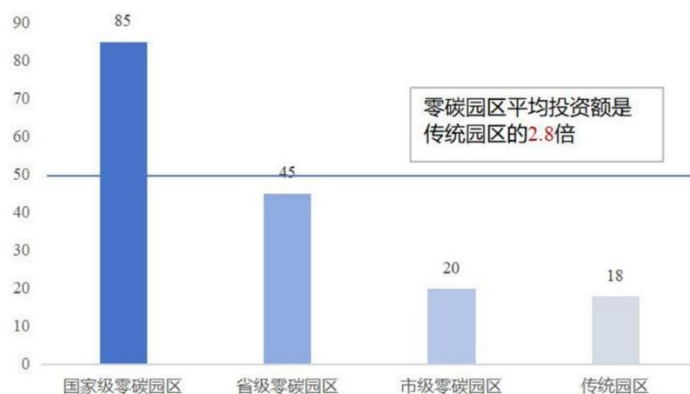
零碳园区政策规划高度匹配涪陵电力业务定位。自 2024 年中央经济工作会议提出“建立一批零碳园区”以来，零碳园区相关政策体系快速成型；2025 年 6 月国家发改委等三部门联合印发《关于开展零碳园区建设的通知》，明确建设条件、任务和保障措施，进入规范化实施阶段；2025 年 10 月国家发改委主任郑栅洁明确提出，“十五五”时期力争建成 100 个左右国家级零碳园区，带动万亿级投资需求。零碳园区能源端通过自建绿电与绿电直连实现近零供给，负荷端通过节能改造与能效优化降低能耗，系统层面依托能碳管理与数字化平台实现源网荷储一体化协同，这与涪陵电力在配电网节能与能效管理领域的业务定位高度契合。国家级零碳园区平均投资额约为 85 亿元，相当于传统园区的 2.8 倍，省级、市级零碳园区投资额亦明显高于传统园区。同等数量园区的前提下，零碳园区的能源与节能改造投资强度显著提升，为配网节能、能效管理、储能与绿电直连项目提供了更大的订单池。

图表28: 零碳园区建设路径



资料来源：中国信息通信研究院，国盛证券研究所

图表29: 零碳园区投资额与传统园区比较（亿元）



资料来源：中国循环经济协会，国盛证券研究所

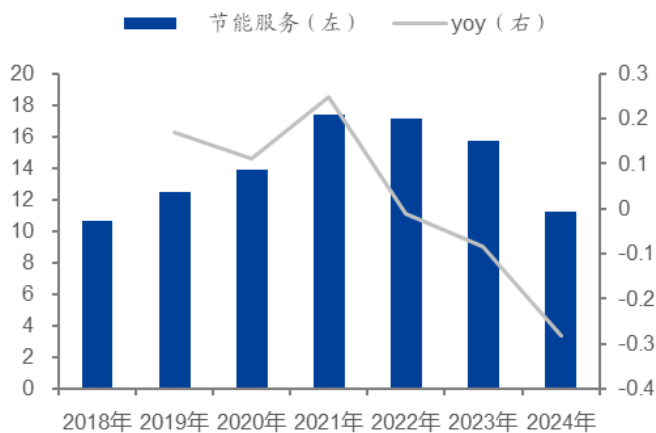
3.3 国网旗下唯一配网企业，营造高行业壁垒

配网节能行业壁垒高，涪陵电力竞争优势明显。配网节能行业具有较高的行业壁垒，对于企业资质有较高要求。公司于 2020 年收购国家电网公司下属 9 家省电力公司所属配电网节能业务及资产，目前已经是国家电网公司所属企业中唯一从事配电网节能业务的企业。综合能源服务的市场需求也将不断扩大，2020~2025 年市场规模将达到 0.8~1.2 万亿元，2035 年市场规模将达到 1.3~1.8 万亿元。而配网节能业务与综合能源服务业务联系紧密，且综合能源服务也是节能服务企业发展模式的转型升级，国网综能作为国网综合能源服务发展的载体，涪陵电力后续受到资本注入可能性较大。

公司配网节能业务短期项目交替导致业绩承压，毛利率维持增长。公司的配网节能业务营业收入从 2018 年的 10.7 亿元升至 2021 年的 17.36 亿元，随后因部分前期收购项目

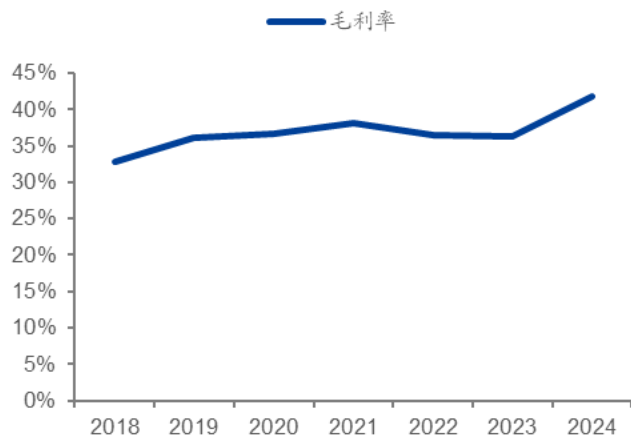
运营期满退出、新签项目增速放缓、新旧项目交替期导致收入确认阶段性“低谷”等原因降至 2024 年的 11.27 亿元，但同时，公司配网节能业务毛利率由 2018 年的 32.76% 逐步升高至 2024 年的 41.85%。

图表30: 涪陵电力配网节能业务营收及变化（亿元）



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表31: 公司节能服务毛利率变化

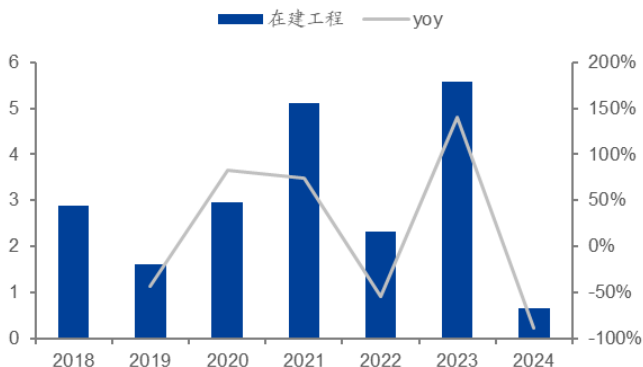


资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司订单源充足，项目扩张逐步精细化。公司作为国网旗下企业，依托国网这一大平台订单量获取来源充足。在建工程金额方面，2023 年公司在建工程金额 5.57 亿元，为近年来最高金额，但 2024 年在建工程金额跌至 0.65 亿元。结合公司营收与毛利数据可见配网节能业务已从高速扩张阶段切换到“存量优化+新项目甄选”阶段。

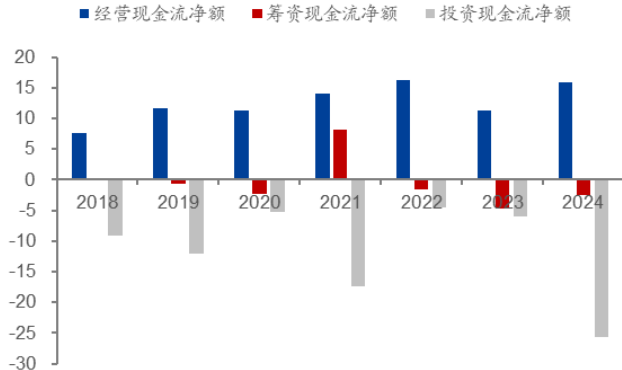
公司经营活动现金流充足，支撑后续资本开支需求。受 EMC 模式先投入后获取收益的模式影响，公司投资端现金流变动主要用于初期支付配电网节能项目工程款及物资款，依赖于经营端和筹资端现金流的补充，公司经营性现金流从 2018 年的 7.57 亿元上升至 2024 年的 15.9 亿元，整体现金流表现充足。

图表32: 涪陵电力在建工程金额及变化（亿元）



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表33: 公司现金流情况（亿元）



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

公司项目稳步建设投产，未来增量确定性高。公司 2024 年建成投产了三个项目，分别为山西一期、新疆三期、新疆五期，预算投资额分别为 3.61 亿元、3.58 亿元、1.49 亿元，2025 年半年报显示公司在建项目一个，为陕西二期项目，预算投资额为 1.65 亿元，2025H1 项目工程进度 40%，有望在 2026 年建成投产。同时 2025 年 5 月，公司与国网

安徽综合能源有限公司就为安徽 16 地市提供配电能效提升改造服务签订合同能源管理合同，总投资金额约 4.88 亿元，预计收益 7.9 亿元，项目投资建设期约 6-8 个月，公司作为项目牵头方，投资、收益占比将超 50%。

4. “主、配、微”协同塑造新型电网，打开新成长曲线

政策推进电网高质量发展，“主、配、微”协同塑造新型电网。2025 年 12 月 31 日，国家发改委、能源局联合发布《关于促进电网高质量发展的指导意见》。预计 2030 年“西电东送”规模超过 4.2 亿千瓦、支撑新能源发电量占比达到 30%、接纳分布式新能源能力达 9 亿千瓦，支撑超过 4000 万台充电基础设施。主干电网方面，推动跨区跨省输电能力较“十四五”末提升超过 30%；配电网方面，阶段性目标是具备 5 亿千瓦左右分布式新能源接入能力，并最终在 2030 年完成柔性化、智能化、数字化转型；智能微电网方面，定位为具有自平衡和自调节能力的新业态载体，政策鼓励其在偏远地区、电网末端及工业园区等场景发展。

国网“十五五”超 4 万亿元投资规划，锁定电网长期景气。作为建设主体的国家电网公司已宣布“十五五”期间固定资产投资预计达到 4 万亿元，较“十四五”增长约 40%，国家电网经营区风光新能源装机容量预计年均新增 2 亿千瓦左右，推动非化石能源消费占比达到 25%、电能占终端能源消费比重达到 35%，这一巨量资本承诺直接锚定了未来五年电网产业链的高景气度。

图表34：电网相关政策和事件梳理

日期	政策/事件	内容
2024.2	《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》	推动配电网向“有源”双向交互系统转变。设定 2025 年具备 5 亿千瓦分布式新能源接入能力，2030 年基本完成柔性化、智能化、数字化转型。
2024.11	《关于支持电力领域新型经营主体创新发展的指导意见》	明确智能微电网、虚拟电厂等新型经营主体的平等市场地位，鼓励其参与市场交易和协同调度。
2025.3	《关于加快推进虚拟电厂发展的指导意见》	国家层面首个虚拟电厂专项政策，推动其规模化发展，并明确可纳入超长期特别国债支持范围。
2025.4	《电力辅助服务市场基本规则》	明确智能微电网、虚拟电厂等在辅助服务市场中的主体地位，为其提供核心盈利渠道。
2025.12	《关于促进电网高质量发展的指导意见》	提出建设“主配微协同”新型电网平台的总体目标。明确到 2030 年，西电东送超 4.2 亿千瓦，支撑新能源电量占比 30%，接纳分布式新能源能力 9 亿千瓦。
2026.1	国家电网“十五五”计划投资 4 万亿元建设新型电力系统	“十五五”期间固定资产投资预计达 4 万亿元，较“十四五”增长 40%，重点投向主网强化、配网升级及数字化智能化。

资料来源：中国政府网，国家发改委，国资委，国家能源局，EESIA，国盛证券研究所

公司积极探索新型储能、虚拟电厂以及绿色智算等新业态，打开业务协同新增长曲线。储能业务更适合采用灵活、市场化的经营机制，是国网综能集团继节能业务后重点培育的又一核心板块，结合公司转型需要，储能业务与主营业务的协同效应将作为核心业务的稳固基石。对于智慧电厂及其他新兴业务，公司有在用户侧用能管理和分布式资源聚

合方面的长期积累。此外，公司还将业务延伸至新兴领域，这些业务的高可靠用电需求与公司的虚拟电厂、储能业务能够形成协同。

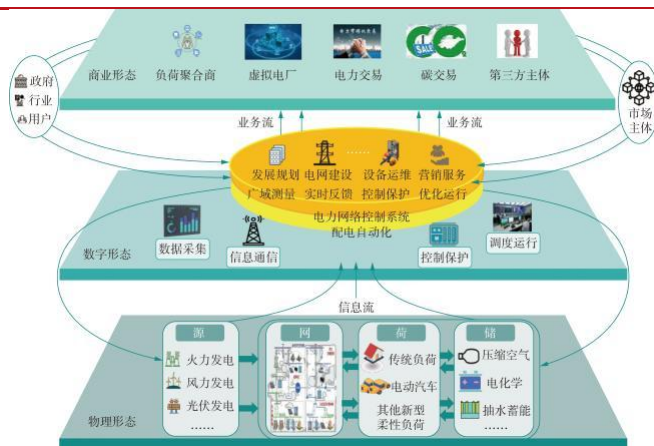
公司在智慧配网领域积极实践。公司在数智化电网技术领域积累了重要的技术储备，不仅在配网节能领域具备深厚的技术积累，包括配网能效管理系统、多级联动与区域综合治理技术、变压器节能改造等，同时还积极推动新型电力系统的建设规划和示范项目。配电网节能业务是支撑数字化电网建设的重要商务模式，公司是国家电网区域内的配电网节能业务实施的唯一主体，主体地位突出，且公司具备雄厚的资金支持和完善的资质，在市场中拥有显著的竞争力。当前，公司正在与多地省公司对接，打造新型智慧配电网技术商业化应用示范项目，重点围绕可靠性试点工程、基于“源网荷储”概念的多台区柔性交直流混合互联供电系统以及台区储能综合示范区等内容开展项目。

图表35: 新型储能应用场景



资料来源: 威腾电气, 国盛证券研究所

图表36: 智慧电网结构



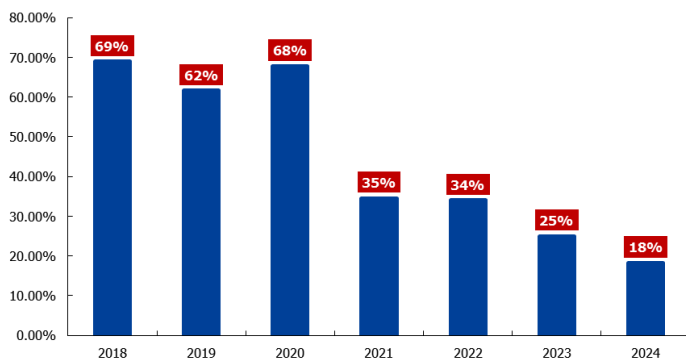
资料来源: 《现代智慧配电网发展方向与关键技术框架研究》(姜奇鹤等), 国盛证券研究所

5. 账上现金充裕支撑稳定分红与大额资本开支

公司资产负债率 2024 年降至 18% 的极低水平。涪陵电力的资产负债率在 2018-2020 年维持在 60% 以上，随后持续降低，2021 年降至 34.65%，后续进一步持续降低至 2024 年 18.36% 的极低水平。公司通过加强业务质量管控、优化资产结构等措施，主动优化财务杠杆，财务结构稳健性持续改善。

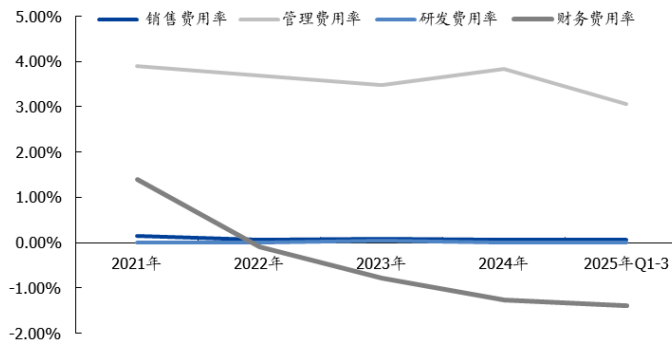
公司控费能力较强，费用率持续降低。公司费用率整体呈现持续下降趋势，截至 2025 年三季度，公司销售、管理、研发以及财务费用率分别为 0.07%、3.06%、0%、-1.39%，其中管理费用较 2024 年年报优化 0.50 亿元，费用管控能力相对突出。

图表37: 公司资产负债率健康



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表38: 费用率持续优化

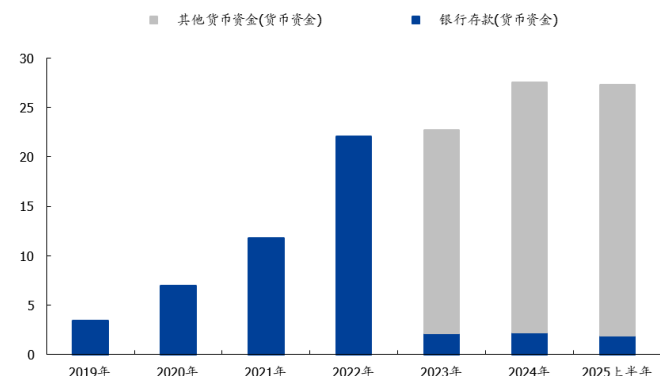


资料来源: wind, 国盛证券研究所

账上现金充裕, 为公司未来资本开支奠定基础。公司货币资金逐年提升, 截至 2025 年上半年, 公司拥有银行存款 1.92 亿元, 其他货币资金 25.35 亿元, 充裕现金为公司后续扩产、投资以及开发新业态等资本开支奠定基础。截至 2024 年年报, 公司资本开支主要用于山西与新疆的配电网综合节能改造及提高电能质量项目, 2024 年投入总计 4.20 亿。

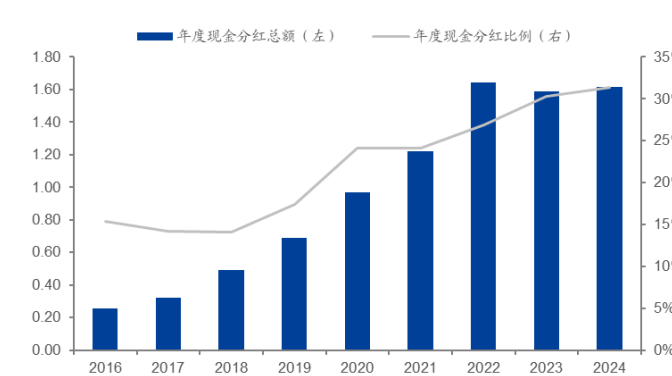
公司重视分红, 充裕现金保证后续分红稳定。涪陵电力年度现金分红总额自 2016 年起持续提升, 2022 年达到峰值 1.65 亿元后小幅回落, 2024 年又回升至 1.61 亿元; 公司分红比例 2018 年降至 14.13% 低位后, 整体持续升高, 2024 年达到近年来最高水平 31.36%, 体现出公司稳健的财务状况以及对未来盈利能力的信心。

图表39: 公司货币资金情况 (亿元)



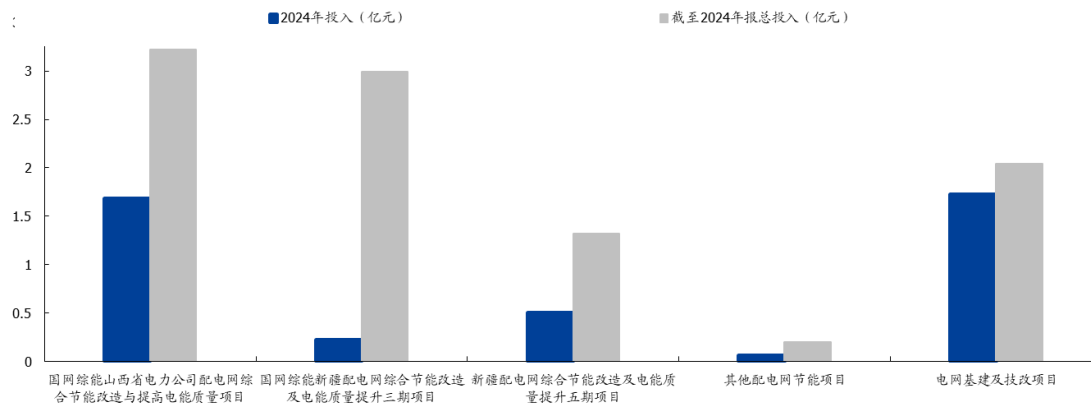
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表40: 公司分红情况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表41: 公司资本支出项目情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6. 投资建议

6.1 盈利预测

公司电网板块依托完善的供电网络与垄断性供电区域, 售电量稳步增长, 2024 年售电量达 34.64 亿千瓦时、同比+7.71%。我们预计公司 2025-2027 年售电量分别达到 34.64/36.23/37.63 亿千瓦时, 自发电量分别为 1407/1407/1407 万千瓦时, 对应售电价分别为 643.65/645.4/644.2 元/兆瓦时, 对应上网电价分别为 468.4/470.8/469.2 元/兆瓦时, 售电收入 2025-2027 年分别达到 20.12/21.10/21.88 亿元。

配电网节能业务自资产收购后业务达到峰值, 成为公司主要盈利来源, 毛利率长期维持在 36-42% 高位, 2024 年业务毛利率提升至 41.9%。伴随国家级零碳园区与绿电直连政策时间轴释放的需求, 配电网业务预计成为未来三年盈利弹性的核心来源。我们预计公司 2025-2027 年配电网业务营收分别达到 11.80/15.20/18.41 亿元, 毛利率维持 40.0% 的较高水平。

基于以上假设, 我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 31.95/36.33/40.31 亿元, 同比实现 2.52%/13.71%/10.97% 增长。

图表42: 涪陵电力盈利预测 (单位: 亿元)

	2023A	2024 A	2025E	2026E	2027E
电网板块					
营业收入	18.68	19.86	20.12	21.10	21.88
Yoy	1.42%	6.34%	1.31%	4.86%	3.67%
营业成本	17.18	18.24	18.51	19.41	20.13
Yoy	2.49%	6.20%	1.48%	4.86%	3.67%
毛利率	8.0%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
配电网板块					
营业收入	15.71	11.27	11.80	15.20	18.41
Yoy	-8.50%	-28.24%	4.65%	28.83%	21.12%
营业成本	10.00	6.56	7.08	9.12	11.05
Yoy	-8.26%	-34.45%	7.98%	28.83%	21.12%
毛利率	36.3%	41.9%	40.0%	40.0%	40.0%
公司合计					
营业收入	34.42	31.17	31.95	36.33	40.31
Yoy	-3.36%	-9.46%	2.52%	13.71%	10.97%
营业成本	27.20	24.81	25.61	28.55	31.18
Yoy	7% -	3%	1%	11.48%	9.24%
毛利率	1%	.%	1%	21.4%	22.6%
营业费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用率	3.5%	3.8%	3.8%	3.7%	3.6%
研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
归母净利润	5.25	5.14	4.75	5.93	7.12
Yoy	-14.2%	-2.1%	-7.7%	24.9%	20.0%

资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

6.2 投资建议

公司作为国网旗下唯一配网节能上市平台, 区域独家的供电格局保证售电增速稳健, 新旧项目切换后收获“再成长”, 安徽 16 地市项目示范 EMC 模式复制的可行性构成中长期成长曲线。国家零碳园区目标叠加绿电直连 60% 以上自发自用比例约束, “配网节能 + 能效管理 + 源网荷储” 解决方案空间放大。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 31.95/36.33/40.31 亿元, 同比实现 2.52%/13.71%/10.97% 增长; 归母净利润实现 4.75/5.93/7.12 亿元, 对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.31/0.39/0.46 元/股, 对应 PE 分别为 38/31/25 倍, 选取安科瑞、南网储能等代表性上市企业, 进行估值对比后显示: 涪陵电力 24 年 PE 低于可比公司平均水平, 当前估值未反映公司近三年业务弹性, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表43: 可比公司估值对比 (收盘价与总市值截至 2026-1-28)

代码	公司	股价 (元)	总市值 (亿元)	PE				EPS (元/股)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300286.SZ	安科瑞	28.42	71.27	35.9	28.0	22.4	17.9	0.79	1.01	1.27	1.59
600995.SH	南网储能	13.89	443.93	39.4	31.4	27.0	23.8	0.35	0.44	0.51	0.58
600452.SH	涪陵电力	11.85	182.08	35.2	38.2	30.6	25.5	0.33	0.31	0.39	0.46

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (可比公司预测采用 Wind 一致预期)

风险提示

- 1. 用电增速不及预期。
若重庆及涪陵区域工业复苏不及预期,将压制电网运营业务的售电量增长与电价弹性。
- 2. 项目获取与执行节奏不及预期。
安徽等地 EMC 项目落地节奏、其他省份项目拓展速度若不达预期,节能业务收入恢复与毛利率维持高位的时间点可能后移。
- 3. 行业竞争与管理模式风险。
随着零碳园区与绿电直连项目全面铺开,其他能源服务商、设备商与地方国企可能加速进入,可能对盈利质量造成扰动。

免责声明

国盛证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com