

## 以售电业务为基，节能业务成转型关键

2025年05月23日

► **构筑区域能源服务生态，引领智能电网创新发展。**涪陵电力主要从事业务包括电网运营业务：供应与销售电力、电力调度及电力资源开发、输变电工程设计、电力测试及维修等，在供电区域内拥有完善的供电网络，能够为供电辖区内电力用户提供优质、可靠的供电服务，主要集中于重庆市涪陵区行政区域；配电网节能业务：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，目前已覆盖全国 20 个省、市、自治区。

2020-2024 年公司收入和归母净利润 CAGR 分别为 4.09%和 6.46%。2024 年实现收入 31.17 亿元，同比下降 9.46%；归母净利润 5.14 亿元，同比下降 2.07%；扣非归母净利润 5.04 亿元，同比下降 2.55%；2025Q1 实现收入 7.09 亿元，同比下降 4.09%；归母净利润 0.9 亿元，同比下降 16.29%；扣非归母净利润 0.85 亿元，同比下降 19.89%，业绩波动主要是部分配电网节能项目到期退出所致。

► **电力消费需求呈现稳健攀升态势，售电量高增拉动业绩。**公司业务主要集中于重庆市涪陵区行政区域，2024 年公司实现总售电量 346384 万千瓦时，同比增长 7.71%，呈现稳健增长态势，售电价为 643.65 元/兆瓦时，同比减少 0.81%，整体保持稳定水平。从销售结构来看，直售电量达 328855 万千瓦时，同比增长 8.05%，占总售电量的 94.94%，占比提升 0.69pct；趸售电量为 17529 万千瓦时，同比下降 5.68%，受益于区域经济快速发展和用电需求持续攀升，电网运营板块展现出强劲的增长动能，2020-2024 年营业收入复合年增长率 11.98%，2024 年，公司电力销售及工程安装业务实现营业收入 19.86 亿元，同比增长 6.34%，延续了稳健增长态势。

► **背靠国网集团，积极拓展配电网节能业务。**在业务拓展方面，根据不同地区的电网特点和客户需求，量身定制差异化解决方案，目前已在华东、华北等多个区域市场取得显著成效。截至 2024 年底，公司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。2025 年 5 月，公司拟与安徽综能开展战略合作，共同推进安徽省 16 个地市配电网能效提升项目。本项目采用合同能源管理（EMC）模式，重点对配变设施进行节能改造，旨在提升配电网运行效率、降低网损、改善供电质量及可靠性。项目收益约为 7.9 亿元，项目运营期限为 8 年，公司的投资、收益占比将超过 50%。

► **投资建议：**公司售电业务与配电网节能业务协同发展，作为国家电网节能板块的上市平台，配电网节能业务有望受益国网综合能源业务增长。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 5.24/5.55/6.03 亿，同比增速为 1.9%/5.8%/8.8%。对应 5 月 22 日收盘价，2025-2027 年 PE 分为 28x/27x/25x，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧风险；管理模式的风险；用电增速不及预期。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,117	3,327	3,555	3,801
增长率 (%)	-9.5	6.8	6.9	6.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	514	524	555	603
增长率 (%)	-2.1	1.9	5.8	8.8
每股收益 (元)	0.33	0.34	0.36	0.39
PE	29	28	27	25
PB	2.8	2.6	2.4	2.3

资料来源：同花顺 ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 05 月 22 日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

9.62 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 黎静

执业证书：S0100525030004

邮箱：lijing@mszq.com

研究助理 郝元斌

执业证书：S0100123060023

邮箱：haoyuanbin@mszq.com

# 目录

<b>1 背靠国家电网平台，转型电网节能综合服务商</b> .....	<b>3</b>
1.1 售电业务为基，持续突破电网节能业务.....	3
1.2 财务分析：短期业绩承压，配电网节能业务提升盈利.....	4
<b>2 售电业务回暖，节能业务成转型关键</b> .....	<b>6</b>
2.1 电网运营业务：售电量增长带动收入增长.....	6
2.2 配电网节能业务：转型关键期，新签合同带动新增量.....	8
<b>3 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>12</b>
3.1 盈利预测假设与业务拆分.....	12
3.2 估值分析.....	13
3.3 投资建议.....	14
<b>4 风险提示</b> .....	<b>15</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>17</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>17</b>

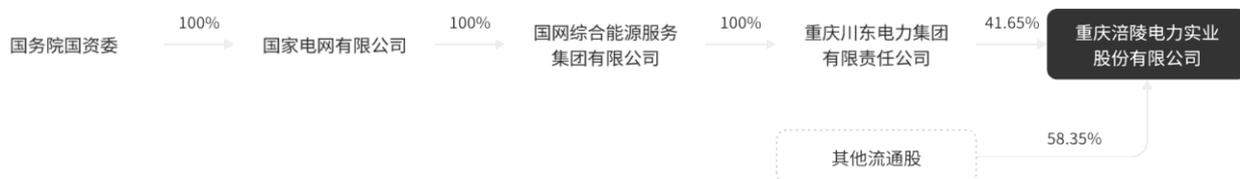
# 1 背靠国家电网平台，转型电网节能综合服务商

## 1.1 售电业务为基，持续突破电网节能业务

**构筑区域能源服务生态，引领智能电网创新发展。**重庆涪陵电力实业股份有限公司成立于 1999 年 12 月，2004 年 3 月在上海证券交易所挂牌上市。公司主要从事业务包括电网运营业务：供应与销售电力、电力调度及电力资源开发、输变电工程设计、电力测试及维修等，在供电区域内拥有完善的供电网络，能够为供电辖区内电力用户提供优质、可靠的供电服务，主要集中于重庆市涪陵区行政区域；配电网节能业务：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，目前已覆盖全国 20 个省、市、自治区。

股权结构方面，公司控股股东为重庆川东电力集团有限公司，截至 2025 年一季度，重庆川东电力持有公司 51.6% 的股份，处于绝对控股地位，最终实际控制人为国务院国资委和国家电网，是国网旗下唯一配网节能平台。国家电网是中央直接管理的国有独资公司，业务覆盖 26 个省，供电范围占国土面积的 88%，供电人口超过 11 亿，是世界上输电能力最强、新能源并网规模最大的电网公司，强大的国资背景为公司发展提供了有力的政策支持和资源保障。

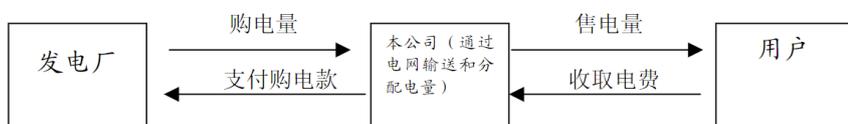
图1：股权结构（截至 2025 年一季度）



资料来源：iFind，公司官网，民生证券研究院

**电力运营业务：主要是通过赚取电量买卖价差来实现盈利。**1) **购电**：电力来源主要是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，在保障电力供应的前提下，优先采购低价优质的水电资源，减少电能浪费，提升整体输电经济性。2) **售电**：重点拓展高电价的居民、商业及市政工程用电市场，提高售电业务整体收益水平，通过降低购电成本、提升输电效率和优化售电结构与管理，有效扩大电力购销价差，增强企业盈利能力。

图2：电力运营业务模式



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

**配电网节能业务：**作为达成“两个千分之三”节能目标的关键实施路径，该业务采用合同能源管理模式，秉持“服务电网、赋能电网、优化电网”的发展理念，针对新型电力系统转型过程中各省电网面临的配网短板和效能瓶颈，提供覆盖规划设计、技术改造、运营优化的全链条能效提升方案，重点解决电压质量不稳定、线路损耗偏高等行业痛点，综合利用多种节能手段实现最优节能效果，全面提升电网运行质量和能源利用效率，为构建清洁低碳、安全高效的能源体系提供有力保障。

图3：配电网节能服务业务模式

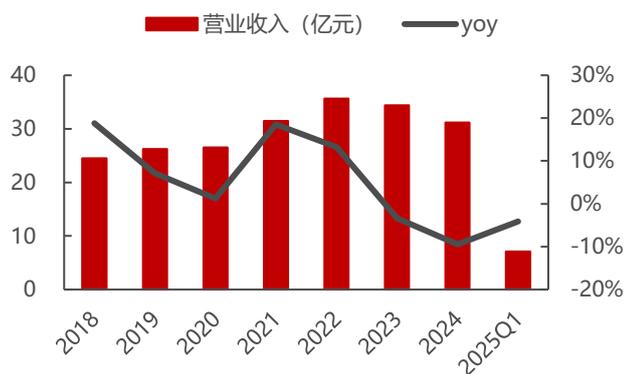


资料来源：公司官网，民生证券研究院

## 1.2 财务分析：短期业绩承压，配电网节能业务提升盈利

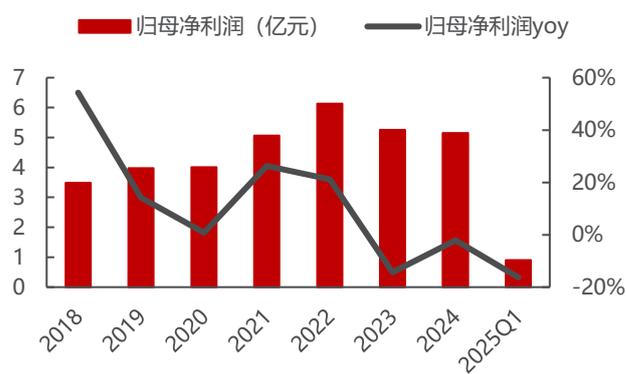
整体保持稳健增长态势，短期业绩有所下滑。2020-2024 年公司收入和归母净利润 CAGR 分别为 4.09%和 6.46%。2024 年实现收入 31.17 亿元，同比下降 9.46%；归母净利润 5.14 亿元，同比下降 2.07%；扣非归母净利润 5.04 亿元，同比下降 2.55%；2025Q1 实现收入 7.09 亿元，同比下降 4.09%；归母净利润 0.9 亿元，同比下降 16.29%；扣非归母净利润 0.85 亿元，同比下降 19.89%，业绩波动主要是部分配电网节能项目到期退出所致。

图4：2018-2025Q1 营业收入 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图5：2018-2025Q1 净利润 (亿元) 及增速 (%)

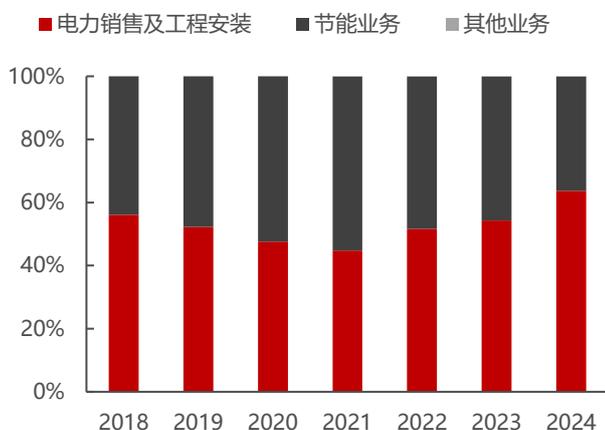


资料来源：iFinD，民生证券研究院

**分业务来看，**两个主营业务旗鼓相当，毛利率也在逐年改善，2021 年前节能业务增势亮眼，随后电力业务逐步增长，节能业务受疫情+新核定输配电价上涨+部分配电项目到期退出的影响业绩有所下滑，2024 年电力销售及工程安装业务（电网运营）营业收入占总营收的 63.74%，占比同比提升了 9.47pcts，整体呈稳步增长态势，毛利率为 8.16%，同比增加 0.13pct；2024 年节能业务收入占总营

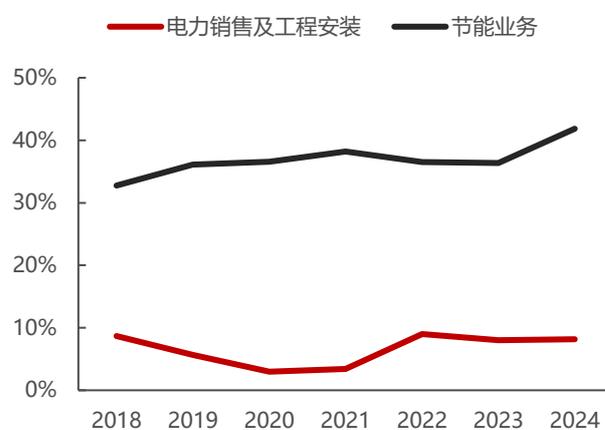
收的 36.18%，毛利率为 41.85%，同比增加 5.51pcts。

图6：2018-2024 业务拆分 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

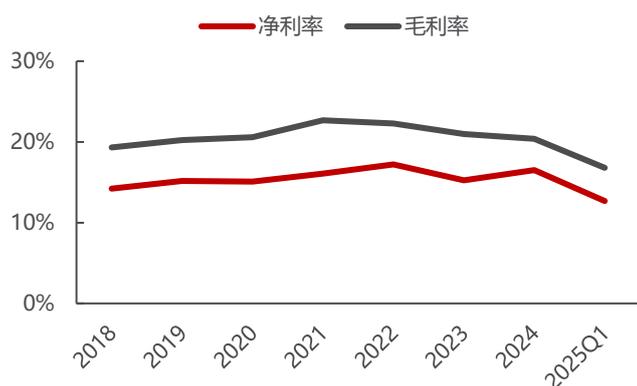
图7：2018-2024 分业务毛利率 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

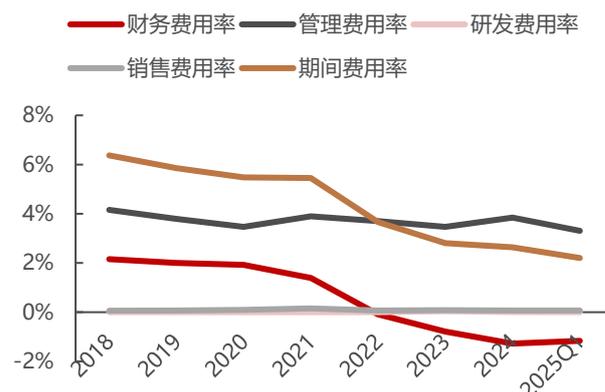
**费用端管控良好。** 24 年毛利率为 20.39%，同比下降 0.61pcts，净利率为 16.51%，同比增加 1.25pcts；2025Q1 毛利率为 16.79%，同比减少 1.54pcts，净利率为 12.68%，同比减少 1.85pcts。费用率方面，24 年期间费用率为 2.64%，同比下降 0.17pcts；财务/管理/研发/销售费用率分别为 -1.28%/3.84%/0.003%/0.07%，同比下降 0.48pct/增加 0.36pct/下降 0.04pct/下降 0.01pct，整体费用情况相对稳定，财务费用减少主要系无银行贷款、利息费用减少以及资金利息收入增加所致。

图8：2018-2025Q1 销售毛利率与净利率 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：2018-2025Q1 销售、管理、研发、财务费用率 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

## 2 售电业务回暖，节能业务成转型关键

### 2.1 电网运营业务：售电量增长带动收入增长

电力消费需求呈现稳健攀升态势，预计 2025 年全社会用电量同比增长 6%左右。根据中国电力企业联合会最新统计数据显示，2024 年全国全行业用电指数攀升至 129.50 基准点，较 2020 年基期（设定为 100）实现 29.50% 的显著增长。2024 年，全社会用电量 98521 亿千瓦时，同比增长 6.8%。随着终端用能电气化率提升，工业、建筑、交通、农业等领域电能替代加快，叠加数据中心、5G 基站等算力、网络运力基础设施、新能源汽车、锂电光伏制造新兴产业拉动用电需求，我国电力需求仍将持续增长。根据中电联的预测，2025 年全国全社会用电量预计达到 10.4 万亿千瓦时，同比增长 6%左右，全年统调最高用电负荷 15.5 亿千瓦左右（暂未考虑全球贸易环境恶化的影响）。

图10：2016-2025E 全社会用电量

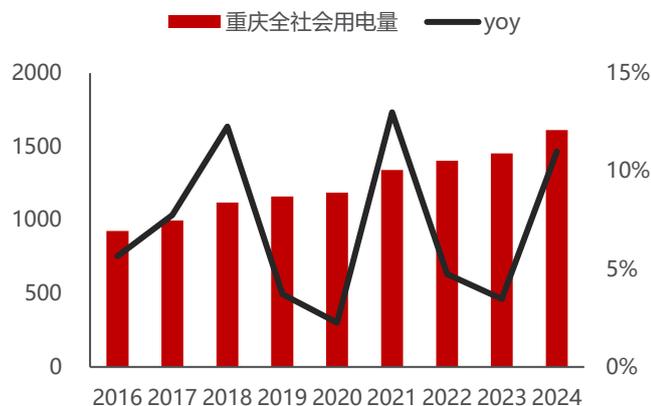


资料来源：iFinD，中电联，民生证券研究院

**重庆地区用电负荷创纪录，电力需求旺盛。**2024 年重庆全社会用电量约 1612 亿千瓦时，同比高增 11%。2024 年夏天，重庆电网用电负荷已创历史新高。2024 年 8 月 9 日，全市统调电网最大负荷 2733 万千瓦，较上年度夏最大负荷（2603 万千瓦）高 130 万千瓦，同期最大可调电力约 2800 万千瓦。

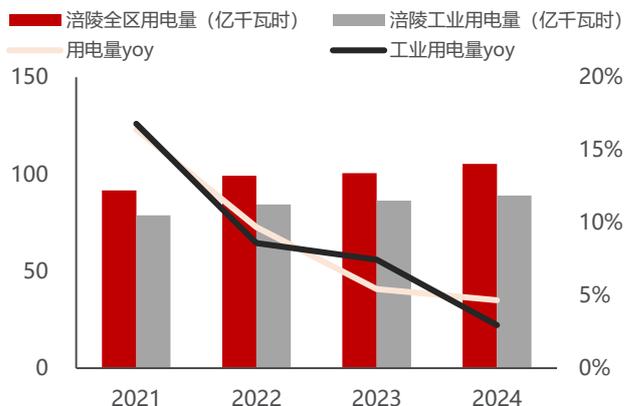
**涪陵区作为重庆市重要的工业基地和经济要地，其用电需求同样稳步增长。**涪陵区 2024 年 GDP 突破 1700 亿元、增长 6.5%左右，人均 GDP 达 15.4 万元、全市排名第三，其中工业年产值近 2500 亿元，位居全市第二，呈现出显著的工业主导特征，是重庆市重要的工业基地和经济要地。伴随能源结构优化和电力保供措施的推进，2024 年涪陵区全社会用电量达 105.26 亿千瓦时，同比增长 4.67%，占重庆总用电的 6.53%，其中工业用电量 89 亿千瓦时，占比约 84.5%，同比增长 2.96%。

图11: 2016-2024 重庆全社会用电量情况 (亿千瓦时)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

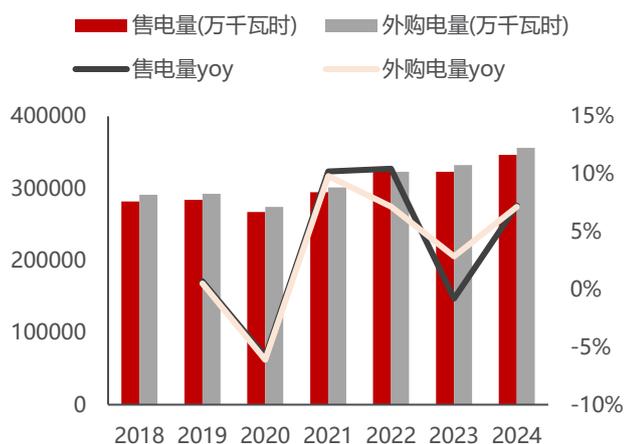
图12: 2021-2024 涪陵区用电量情况



资料来源: 重庆市涪陵区人民政府, 民生证券研究院

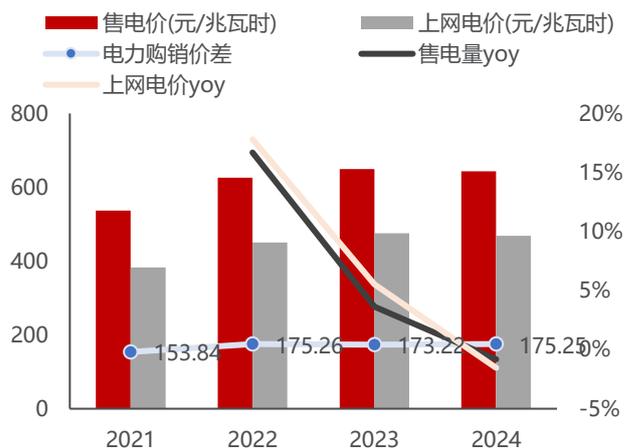
**售电量逐年增长, 直售比例提升。**公司业务主要集中于重庆市涪陵区行政区域, 2024 年公司实现总售电量 346384 万千瓦时, 同比增长 7.71%, 呈现稳健增长态势, 售电价为 643.65 元/兆瓦时, 同比减少 0.81%, 整体保持稳定水平。外购电量 356093 万千瓦时, 同比增长 7.14%, 上网电价 468.4 元/兆瓦时, 同比减少 1.54%, 电力购销价差为 175.25 元/兆瓦时, 盈利水平相比去年有所提升。从销售结构来看, 直售电量达 328855 万千瓦时, 同比增长 8.05%, 占总售电量的 94.94%, 占比提升 0.69pct; 趸售电量为 17529 万千瓦时, 同比下降 5.68%, 主要系: 1) 受夏季极端高温天气影响, 空调负荷激增带动直售电量显著增长; 2) 小水电购售规模缩减导致趸售电量有所下降。得益于直售电量规模的持续扩大, 公司在终端电力市场的竞争优势正在不断增强。

图13: 2018-2024 售电量及外购电量情况

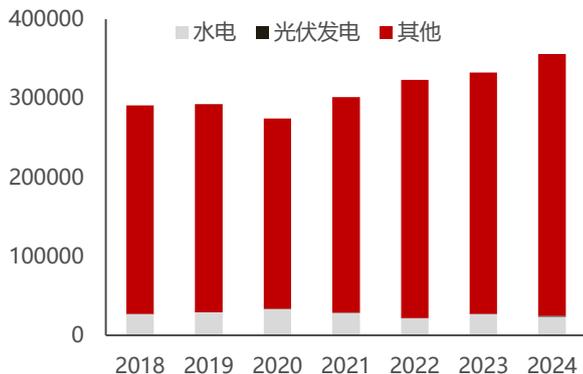


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

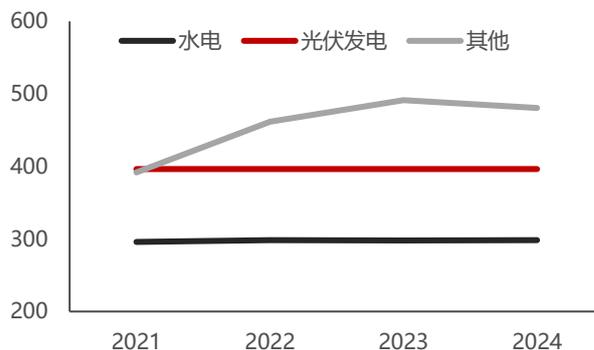
图14: 2021-2024 售电价 (元/兆瓦时) 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

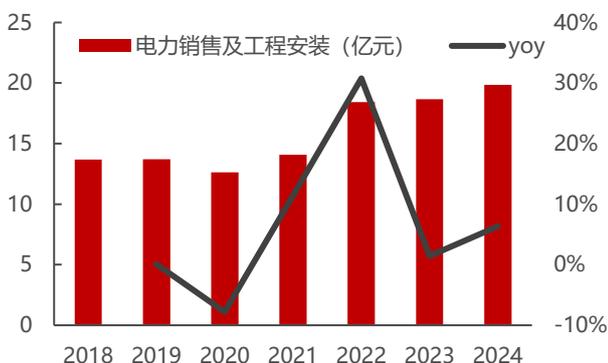
**图15：2018-2024 外购电量拆分 (万千瓦时)**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

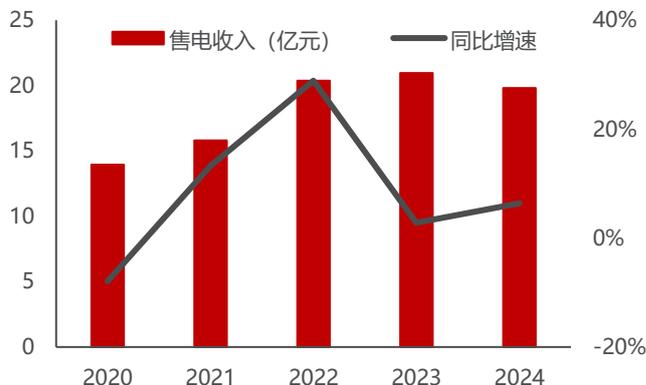
**图16：2021-2024 上网电价拆分(元/兆瓦时)**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**售电量高增拉动业绩增长。**受益于区域经济快速发展和用电需求持续攀升，叠加电力购销价差的优化，电网运营板块展现出强劲的增长动能，2020-2024 年营业收入复合年增长率高达 11.98%，2024 年，公司电力销售及工程安装业务实现营业收入 19.86 亿元，同比增长 6.34%，延续了稳健增长态势。作为核心业务板块，电网运营业务的优异表现为公司整体业绩增长奠定了坚实基础。

**图17：2018-2024 电网业务营收 (亿元) 及增速**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图18：2020-2024 年售电含税收入 (亿元) 及增速**


资料来源：公司各年度报告，民生证券研究院

## 2.2 配电网节能业务：转型关键期，新签合同带动新增量

**配电网节能业务为电网节能降损提供节能改造和能效综合治理。**配电网作为电力系统的关键末端环节，是连接主网与终端用户的“最后一公里”，其运行效率直接影响整个电力系统的经济性和可靠性。当前我国配电网普遍面临以下结构性挑战：负荷分布不均衡、供电半径过长、导线截面偏小、无功补偿不足等问题，这些问题不仅导致线损率居高不下，造成每年数百亿千瓦时的电力浪费，还会加速设备老化，缩短电网资产使用寿命。配电网节能业务为电网节能降损提供节能改造和能效综合治理，主要分为规划建设减损节能、生产运行降损节能以及需求侧节能三种形态，技术主要包括变压器节能改造、线路节能改造、无功补偿、电网升压改造、三相负荷不平衡治理、需求侧管理等，能有效实现节能降损，促进能源、经济与环境协调发展。

**表1：配网节能技术介绍**

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、低压补偿配电柜、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，民生证券研究院

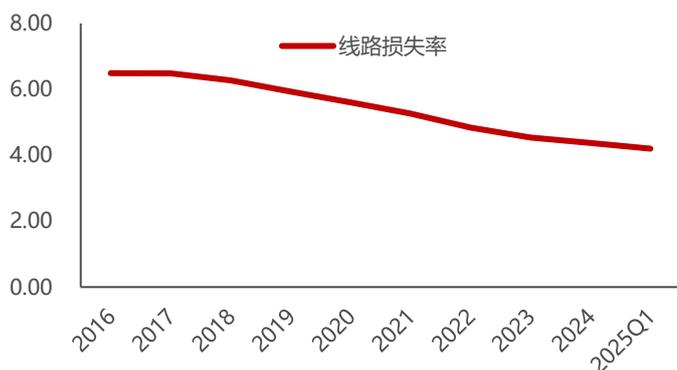
**配网建设与配网节能的政策出台，配网建设紧迫性提升的同时提高配网能效水平。**国家能源局发布《配电网高质量发展行动实施方案（2024—2027 年）》，进一步对未来几年配网投资建设细节进行指导，其中关于配网对分布式能源接纳能力、配网变压器等环节均做出明确量化指引。

**表2：《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》相关内容**

	相关内容
2025年发展目标	到2025年，配电网网架结构更加坚强清晰，供电能力合理充裕；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年发展目标	到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，较好满足分布式电源、新型储能及各类新业态发展需求，为建成覆盖广泛、规模适度、结构合理、功能完善的高质量充电基础设施体系提供有力支撑。
全面提升供电保障能力	适度超前规划变配电布点，优化电网设施布局，打造坚强灵活电网网架。加快推进城镇老旧小区、城中村配电设施升级改造，严格落实城镇居民用电“一户一表”。

资料来源：国家发改委官网，民生证券研究院

《电力发展“十四五”规划》要求线损率从 2020 年的 5.9%降至 2025 年的 5.5%，截至 2025 年 3 月，全国线路损失率为 4.2%，相较于 2016 年损失率降低近 2.29pcts，彰显国家对于线路治理的决心和成果。在“双碳”战略深入实施和新型电力系统加快建设的大背景下，随着电网投资持续向配网侧倾斜，以及数字孪生、物联网等新技术的深度融合，配网节能领域将迎来黄金发展期，成为电力行业实现绿色低碳转型的重要突破口之一。

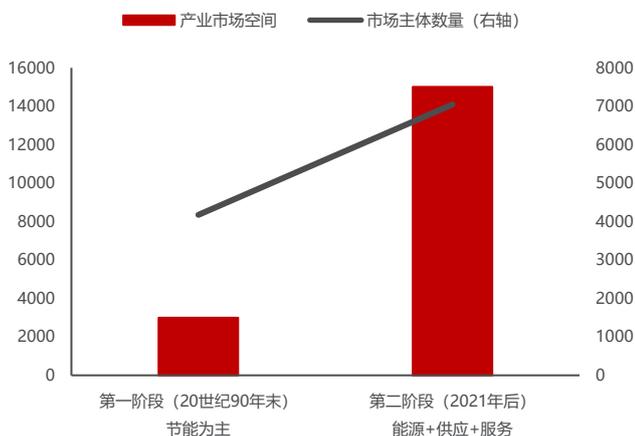
**图19：2016-2025Q1 线路损失率 (%)**


资料来源：iFinD，民生证券研究院

根据国家电网战略规划，综合能源服务业务 2025 年将实现收入 800 亿元，2030 年突破 3000 亿元。随着双碳转型和电改的不断深入，“能源供应+新能源+多元化服务”取代了单一的节能业务，综合能源服务从以建设、维护、改造为主，向运营服务增值转变，未来发展空间广阔。2016 年，国网综能将配电网节能业务资产注入公司，公司作为国网旗下唯一配网节能平台，未来有望协同发展国网综能的部分节能业务，助力公司收入规模增长。

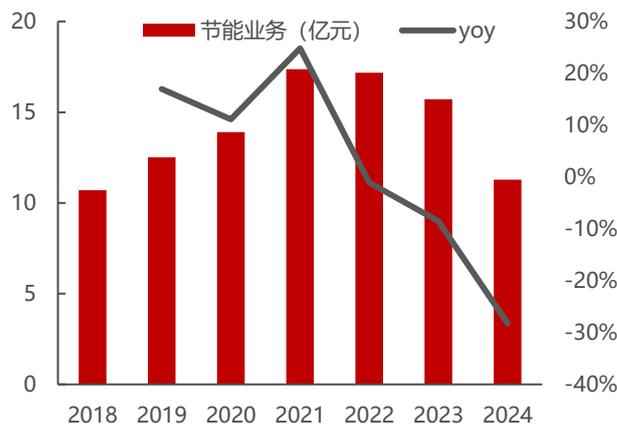
**公司节能业务业绩短期承压，积极拓展配电网节能业务深化业务模式创新。** 2024 年节能板块业务营业收入 11.27 亿元，毛利率 41.85%，同比提升 5.51pcts。公司持续深化配电网节能业务布局，通过创新业务模式和服务方式，推动节能业务实现高质量转型。

图20：综合能源服务业务市场空间（亿元）及市场主体数量（个）



资料来源：能源 Time，民生证券研究院

图21：2018-2024 节能业务营收（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**拥有自主知识产权的节能服务系统解决方案，资源整合优势显著。**公司介入节能服务业务早，在配电网节能服务领域开发具有示范意义的项目，拥有丰富的经验和资源整合优势，2024 年开展客户能效诊断服务，为 17 户工业客户、18 户公共机构提供能效账单分析，助力企业及公共机构节能降耗，接入充电桩 2834 个，累计完成 28 个超级充电站接入，累计充电量 590 万千瓦时；**实现节电 243501.37 万千瓦时，完成电能替代电量 527 万千瓦时，线损率降低至 2.73%，同比减少 0.12pct，降低线损节约的电量达 926 万千瓦时。**加快分布式光伏发电项目的开拓和发展，服务接入分布式光伏 992 个，并网小水电站 56 座，接入新能源总容量 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%。

**与国网协同开展安徽省配变能效提升改造服务项目。**在业务拓展方面，根据不同地区的电网特点和客户需求，量身定制差异化解决方案，目前已在华东、华北等多个区域市场取得显著成效。截至 2024 年底，公司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。2025 年 5 月，公司拟与

安徽综能开展战略合作，共同推进安徽省 16 个地市配电网能效提升项目。本项目采用合同能源管理 (EMC) 模式，重点对配变设施进行节能改造，旨在提升配电网运行效率、降低网损、改善供电质量及可靠性。项目收益约为 7.9 亿元，项目运营期限为 8 年，公司的投资、收益占比将超过 50%。公司将积极开拓更多地区配电网节能业务，推动新一轮业务增长。

图22：配电网节能业务分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3 盈利预测与投资建议

### 3.1 盈利预测假设与业务拆分

**电力销售及工程安装业务：**公司售电业务主要集中在重庆市涪陵区，售电量变化受当地用电需求及经济发展增速影响。涪陵区作为重庆市重要的工业基地和经济要地，2024年GDP突破1700亿元，同比增长6.5%左右，伴随能源结构优化和电力保供措施的推进，2024年涪陵区全社会用电量达105.26亿千瓦时，同比增长4.67%，占重庆总用电的6.53%。因此我们假设公司该业务板块保持5%的增速，2025-2027年实现营收20.85/21.90/22.99亿元。公司近年来电价总体上保持稳定，假设25-27年毛利率稳定在8.2%的情形下，营业成本分别为19.14/20.10/21.11亿元。

**配电网节能业务：**公司作为国家电网旗下唯一从事配电网节能业务企业，发展空间广阔。2021-2024年受输配电电价改革以及部分项目到期退出影响，新收购及新签项目较少，2025年5月公司公告与国网安徽综能的合同能源管理项目，有望开启新一轮项目签订进程。在2021年国家全面取消工商业目录销售电价背景下，2023年中，第三监管周期按照“准许成本+合理收益”原则核定输配电价，并由工商业用户全面执行，同时明确上网环节线损率并要求上网环节线损费用在输配电价外单列，有利于用户更加及时充分感受购电线损变化，促进电网企业精益管理、增效降损，电网企业自身节能降耗要求有所提高，推动配网节能业务持续增长。因此我们保守假设该业务保持10%的收入增速，预计2025-2027年实现收入12.40/13.64/15.00亿元。该业务近几年毛利率相对稳定，假设25-27年毛利率为稳定在42%，营业成本分别为7.19/7.91/8.70亿元。

公司主营业务主要包括电力销售及工程安装业务、配电网节能业务两大部分。公司历年费用率相对稳定，2024年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为0.07%/3.84%/0.00%/-1.28%，与2023年变动不大，我们假设2025-2027各费用率分别稳定在：销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为0.1%/3.6%/0.01%/-1.0%。

**表3：公司营收拆分**

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入 (百万元)</b>	<b>3145</b>	<b>3562</b>	<b>3442</b>	<b>3116</b>	<b>3327</b>	<b>3555</b>	<b>3801</b>
YOY	18.5%	13.3%	-3.4%	-9.5%	6.8%	6.9%	6.9%
毛利率	22.6%	22.3%	21.0%	20.4%	20.8%	21.2%	21.6%
<b>总营业成本 (百万元)</b>	<b>2433</b>	<b>2769</b>	<b>2720</b>	<b>2479</b>	<b>2634</b>	<b>2802</b>	<b>2981</b>
<b>电力销售及工程安装 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
营业收入	1408	1842	1871	1986	2085	2190	2299
YOY	11.50%	30.80%	1.60%	6.20%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	3.40%	9.00%	8.10%	8.20%	8.2%	8.2%	8.2%
营业成本	1360	1676	1719	1823	1914	2010	2111

配电网节能业务 (百万元)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1736	1717	1571	1127	1240	1364	1500
YOY	24.80%	-1.10%	-8.50%	-28.20%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	38.20%	36.50%	36.30%	41.90%	42.0%	42.0%	42.0%
营业成本	1073	1090	1001	655	719	791	870
其他业务 (百万元)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1.2	3.1	0	2.7	2.0	2.0	2.0
毛利率	92.80%	33.40%	0.00%	57.20%	60.0%	60.0%	60.0%
营业成本	0.1	2.1	0.0	1.2	0.8	0.8	0.8

资料来源: 同花顺 ifind, 民生证券研究院预测

**表4: 公司费用率预测**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.09%	0.07%	0.10%	0.10%	0.10%
管理费用率	3.47%	3.84%	3.60%	3.60%	3.60%
研发费用率	0.04%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%
财务费用率	-0.79%	-1.28%	-0.98%	-0.92%	-0.87%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

## 3.2 估值分析

公司以售电业务作为基本盘, 转型发展配电网节能服务业务。我们选取南方电网旗下综合能源上市公司【南网能源】及【南网储能】, 以及专注于电站运营服务的【能辉科技】作为可比公司, 计算得到 2025-2027 年 PE 平均值为 33x/27x/22x, 公司 2025 年 PE 估值为 28 倍, 相较于同行业平均值处于偏低水平。国家电网综合能源业务发展空间广阔, 公司作为国家电网旗下唯一从事配电网节能业务企业, 有望持续获得新订单, 未来估值也具备想象空间。

**表5: 可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
003035.SZ	南网能源	4.46	0.13	0.16	0.19	34	28	23
600995.SH	南网储能*	9.81	0.42	0.48	0.54	23	20	18
301046.SZ	能辉科技*	19.20	0.48	0.60	0.75	40	32	26
	平均值					33	27	22
600452.SH	涪陵电力	9.62	0.34	0.36	0.39	28	27	25

资料来源: 同花顺 ifind, 民生证券研究院; 注: \*可比公司数据采用同花顺 ifind 机构一致预期, 股价时间为 2025 年 05 月 22 日

### 3.3 投资建议

公司售电业务与配电网节能业务协同发展，作为国家电网节能板块的上市平台，配电网节能业务有望受益国网综合能源业务增长。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 5.24/5.55/6.03 亿，同比增速为 1.9%/5.8%/8.8%。对应 5 月 22 日收盘价，25-27 年 PE 分为 28x/27x/25x，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

**表6：公司盈利预测**

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,117	3,327	3,555	3,801
增长率 (%)	-9.5	6.8	6.9	6.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	514	524	555	603
增长率 (%)	-2.1	1.9	5.8	8.8
每股收益 (元)	0.33	0.34	0.36	0.39
PE	29	28	27	25
PB	2.8	2.6	2.4	2.3

资料来源：同花顺 ifind，民生证券研究院；(股价时间为 2025 年 5 月 22 日)

## 4 风险提示

**1) 行业竞争加剧风险。**随着节能需求的激发，更加综合、智能化的节能服务需求不断增长，一批专业从事细分领域服务的专精特新中小企业和科技型民营节能环保企业正在成为推动行业创新发展的生力军，综合能源传统业务领域市场竞争日益加剧、赛道拥挤，项目开发难度与运营风险增加。

**2) 管理模式的风险。**配电网节能项目合同能源管理模式的前期投资金额大，服务周期较长，项目投资回收主要来源于节能减排投资项目逐年产生的收益。因此，服务期内，存在因客户所处行业政策的变动、经营状况不佳、宏观经济环境、自然灾害等不确定因素导致公司项目投资可行性边界条件发生较大变化的可能。

**3) 用电增速不及预期。**中国 GDP 增长不及预期导致用电量增速不及预期，供需失衡可能导致售电量增速不及预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,117	3,327	3,555	3,801
营业成本	2,481	2,634	2,802	2,981
营业税金及附加	7	7	7	8
销售费用	2	3	4	4
管理费用	120	120	128	137
研发费用	0	0	0	0
EBIT	562	574	612	669
财务费用	-40	-32	-33	-33
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	5	10	7	8
营业利润	607	617	652	709
营业外收支	8	0	0	0
利润总额	615	617	652	709
所得税	101	93	98	106
净利润	514	524	555	603
归属于母公司净利润	514	524	555	603
EBITDA	1,368	1,400	1,490	1,616

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,751	2,779	2,788	2,839
应收账款及票据	540	549	587	627
预付款项	1	1	1	1
存货	1	1	2	2
其他流动资产	25	13	14	15
流动资产合计	3,319	3,344	3,391	3,484
长期股权投资	126	126	126	126
固定资产	2,886	3,049	3,297	3,603
无形资产	41	41	41	41
非流动资产合计	3,187	3,607	4,027	4,447
资产合计	6,506	6,951	7,418	7,931
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	959	1,024	1,090	1,159
其他流动负债	182	197	209	223
流动负债合计	1,141	1,221	1,299	1,382
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	54	53	53	53
非流动负债合计	54	53	53	53
负债合计	1,195	1,274	1,352	1,435
股本	1,537	1,537	1,537	1,537
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,311	5,676	6,067	6,496
负债和股东权益合计	6,506	6,951	7,418	7,931

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-9.46	6.75	6.86	6.92
EBIT 增长率	-4.30	2.09	6.66	9.23
净利润增长率	-2.07	1.89	5.79	8.75
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	20.39	20.83	21.19	21.57
净利润率	16.51	15.76	15.60	15.87
总资产收益率 ROA	7.91	7.54	7.48	7.60
净资产收益率 ROE	9.69	9.23	9.14	9.28
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.91	2.74	2.61	2.52
速动比率	2.89	2.73	2.61	2.52
现金比率	2.41	2.28	2.15	2.05
资产负债率 (%)	18.36	18.33	18.22	18.09
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	80.64	58.91	57.49	57.48
存货周转天数	0.18	0.19	0.19	0.19
总资产周转率	0.47	0.49	0.49	0.50
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.33	0.34	0.36	0.39
每股净资产	3.46	3.69	3.95	4.23
每股经营现金流	1.03	0.93	0.95	1.03
每股股利	0.11	0.11	0.11	0.12
<b>估值分析</b>				
PE	29	28	27	25
PB	2.8	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	8.85	8.64	8.12	7.49
股息收益率 (%)	1.09	1.11	1.18	1.28

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	514	524	555	603
折旧和摊销	806	826	878	947
营运资金变动	326	78	33	35
经营活动现金流	1,590	1,424	1,464	1,584
资本开支	-870	-1,231	-1,282	-1,352
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-2,565	-1,221	-1,275	-1,344
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-250	-175	-180	-189
现金净流量	-1,225	28	9	51

## 插图目录

图 1: 股权结构 (截至 2025 年一季报)	3
图 2: 电力运营业务模式	3
图 3: 配电网节能服务业务模式	4
图 4: 2018-2025Q1 营业收入 (亿元) 及增速 (%)	4
图 5: 2018-2025Q1 净利润 (亿元) 及增速 (%)	4
图 6: 2018-2024 业务拆分 (%)	5
图 7: 2018-2024 分业务毛利率 (%)	5
图 8: 2018-2025Q1 销售毛利率与净利率 (%)	5
图 9: 2018-2025Q1 销售、管理、研发、财务费用率 (%)	5
图 10: 2016-2025E 全社会用电量	6
图 11: 2016-2024 重庆全社会用电量情况 (亿千瓦时)	7
图 12: 2021-2024 涪陵区用电量情况	7
图 13: 2018-2024 售电量及外购电量情况	7
图 14: 2021-2024 售电价 (元/兆瓦时) 及增速	7
图 15: 2018-2024 外购电量拆分 (万千瓦时)	8
图 16: 2021-2024 上网电价拆分(元/兆瓦时)	8
图 17: 2018-2024 电网业务营收 (亿元) 及增速	8
图 18: 2020-2024 年售电含税收入 (亿元) 及增速	8
图 19: 2016-2025Q1 线路损失率 (%)	9
图 20: 综合能源服务业务市场空间 (亿元) 及市场主体数量 (个)	10
图 21: 2018-2024 节能业务营收 (亿元) 及增速	10
图 22: 配电网节能业务分布	11

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 配网节能技术介绍	9
表 2: 《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》相关内容	9
表 3: 公司营收拆分	12
表 4: 公司费用率预测	13
表 5: 可比公司 PE 数据对比	13
表 6: 公司盈利预测	14
公司财务报表数据预测汇总	16

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048