

2025 年 09 月 02 日

证券研究报告·2025 年半年报点评

涪陵电力（600452）公用事业

当前价：10.43 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

基本盘稳固，新项目拓展是关键

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年半年度报告，1H25 实现营收 14.16 亿元，同比下降 3.86%；实现归母净利润 1.67 亿元，同比下降 14.95%；扣非归母净利润 1.61 亿元，同比下降 15.71%。
- **国有控股上市企业，国网旗下唯一配网节能平台。**公司是一家从事输、配、售电业务一体化经营的电力企业，供电区域主要集中于重庆市涪陵区行政区域；重庆川东电力集团为公司控股股东，持股占比 41.65%，公司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。
- **节能业务阶段性下滑拖累整体业绩，电力业务保持稳健增长。**2025 年上半年公司业绩出现下滑，主要原因在于配电网节能业务收入规模下降。分业务看，公司核心业务之一的配电网节能业务实现收入 4.92 亿元，较去年同期同比下降约 17.9%，主要系部分前期收购的节能项目运营期满退出，而新建项目增速放缓所致。与此同时，公司传统的电网业务实现收入 9.24 亿元，同比增长约 5.8%，表现稳健，是公司业绩的“压舱石”。
- **配网节能项目稳步推进，发力分布式光伏接入与消纳。**报告期内，公司核心业务稳步推进，新疆三期及五期、山西一期等配电网节能项目顺利投运或收官，陕西二期项目按期启动。在电网业务侧，公司积极顺应能源转型趋势，在服务新能源并网方面取得显著成效。上半年累计接入分布式光伏项目 992 个，总容量达 9.4 万千瓦，同比增长 796.4%；消纳新能源上网电量 1257.2 万千瓦时，同比增长 573.8%，显示出公司在新型电力系统建设中的重要作用。此外，公司在用户侧用电管理和虚拟电厂领域具备先发优势，有望在电力辅助服务市场中获得新的增长点。
- **盈利预测。**公司作为国家电网旗下配电网节能服务领域的核心平台，在新能源消纳、分布式光伏接入等新兴领域展现出强劲的增长潜力。公司正积极推动向综合能源服务商转型，长期发展前景值得期待。预计公司 25-27 年归母净利润分别为 5.4 亿元/6.1 亿元/6.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/0.40/0.42 元。
- **风险提示：**宏观经济大幅波动风险，行业竞争加剧风险，用电增速不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3116.62	3424.93	3768.34	4151.35
增长率	-9.46%	9.89%	10.03%	10.16%
归属母公司净利润（百万元）	514.46	540.34	612.11	651.75
增长率	-2.07%	5.03%	13.28%	6.48%
每股收益 EPS（元）	0.33	0.35	0.40	0.42
净资产收益率 ROE	9.69%	5.86%	6.31%	6.39%
PE	31.2	29.7	26.2	24.6
PB	3.02	1.74	1.65	1.57

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：韩晨

执业证号：S1250520100002

电话：021-58351923

邮箱：hch@swsc.com.cn

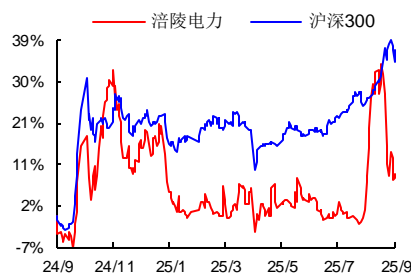
分析师：巢语欢

执业证号：S1250524090002

电话：021-58351923

邮箱：cyh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	15.37
流通 A 股(亿股)	15.37
52 周内股价区间(元)	8.7-12.4
总市值(亿元)	155.19
总资产(亿元)	63.89
每股净资产(元)	3.51

相关研究

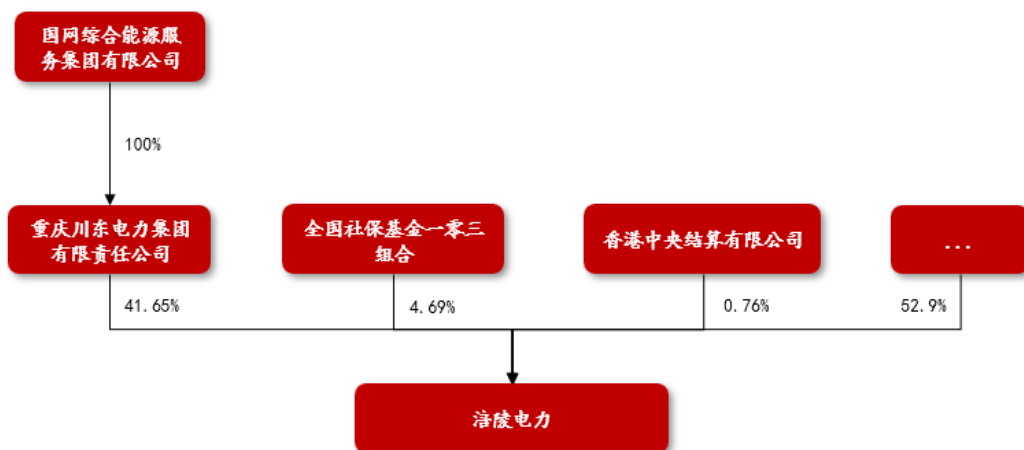
1 背靠国家电网，电网运营与配电网节能双轮驱动

1.1 国有控股上市企业，国网旗下唯一配网节能平台

国有控股上市企业，受益涪陵地区城镇化进程。公司是一家从事输、配、售电业务一体化经营的电力企业，主要从事电力供应、销售，属于电力生产供应行业，供电区域主要集中于重庆市涪陵区行政区域，以 110KV 输电线路为骨干网架，以 35KV、10KV 线路为配电网络。在重庆市五大功能区域划分中，涪陵和另外 11 区县一起组成“城市发展新区”，定位为重庆市工业化、城镇化主战场以及重要的制造业基地。工业化和城镇化发展涪陵区近几年经济发展的主旋律，公司既能直接受益城镇化进程，又能从涪陵区工业经济发展中获益。公司拥有完整的供电网络，能够为供电辖区提供优质、可靠的供电服务，保证了对辖区电力供应的市场优势。

背靠国家电网，国资委和国家电网为实控人。重庆川东电力集团为公司控股股东，持股占比 41.65%，公司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。

图 1：公司股权结构图



数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 深耕涪陵电力市场，布局全国节能业务

配电网节能业务：电网节能以节能降损为目标，是电网公司提质增效，落实“双碳”要求的专业化业务，也是实现“两个千分之三”节约电力电量等考核要求的关键抓手。电网节能服务以合同能源管理为主要业务实施模式，坚持“立足电网、依托电网、服务电网”的工作主基调，深入挖掘各省电力公司在新型电力系统建设中配网薄弱环节及发展掣肘，提供专业节能改造和能效综合治理解决方案，有效解决末端电压低、线损率高等突出问题，着力提升供电可靠性和电网能效水平，助力电网节能减排与电力保供。公司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。

图 2：公司配电网节能业务服务模式

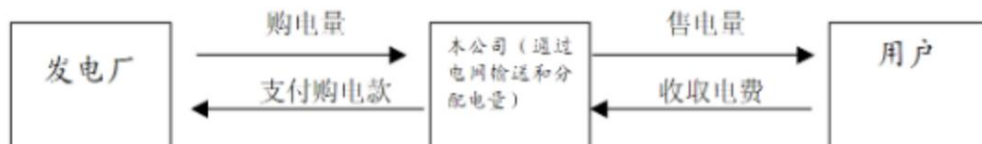


数据来源：公司官网，西南证券整理

国网唯一平台优势，新项目稳步推进。公司作为国家电网旗下配电网节能服务领域的唯一平台，在项目获取上具备天然优势，这是公司长期发展的核心竞争力；报告期内，新疆三期及五期项目已全面竣工投运，山西一期项目收官，陕西二期项目启动，公司仍在积极拓展新项目。

电网运营业务：公司电网运营业务主要集中于重庆市涪陵区行政区域，通过购销差价实现盈利，公司电力来源主要是通过联网线路从国网重庆市电力公司、重庆川东电力集团有限公司等单位趸购电量。

图 3：公司配电网节能业务服务模式



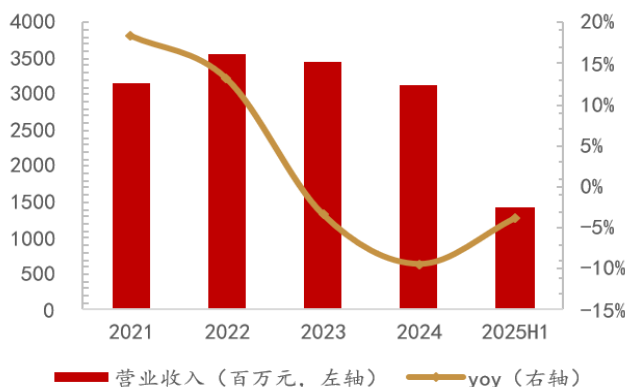
数据来源：公司官网，西南证券整理

基本盘稳固，积极拥抱新能源转型。公司加快推动电网转型升级，积极服务新能源并网。公司上半年累计接入分布式光伏项目 992 个，总容量达 9.4 万千瓦，同比增长 796.4%；消纳新能源上网电量 1257.2 万千瓦时，同比增长 573.82%。这不仅顺应了“双碳”目标和新型电力系统建设的趋势，也为公司向综合能源服务转型奠定了基础。

1.3 财务分析：短期业绩承压，新项目拓展是关键

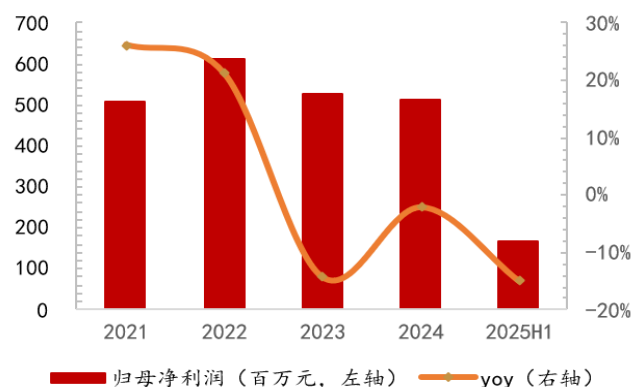
短期业绩受节能业务下滑拖累。公司 2025 年上半年实现营收 14.2 亿元，同比下滑 3.9%；实现归母净利润 1.7 亿元，同比下滑 14.9%；扣非归母净利润 1.6 亿元，同比下滑 16.0%；公司 2025 年 Q2 实现营收 7.1 亿元，同比下滑 3.6%，环比下滑 0.1%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比下滑 13.3%，环比下滑 14.4%；扣非归母净利润 0.8 亿元，同比下滑 10.4%，环比增下滑 11.9%。

图 4：2025H1 公司实现营业收入 14.2 亿元（同比-3.9%）



数据来源：Wind，西南证券整理

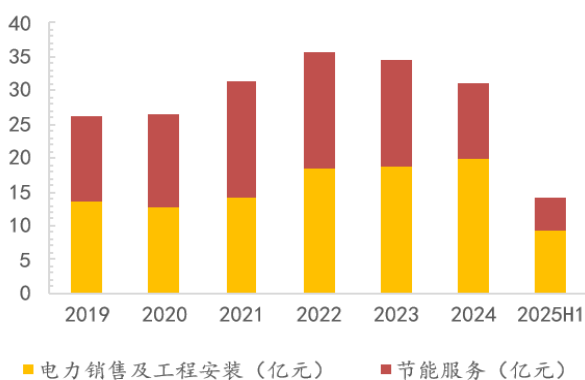
图 5：2025H1 公司实现归母净利润 1.7 亿元（同比-14.9%）



数据来源：Wind，西南证券整理

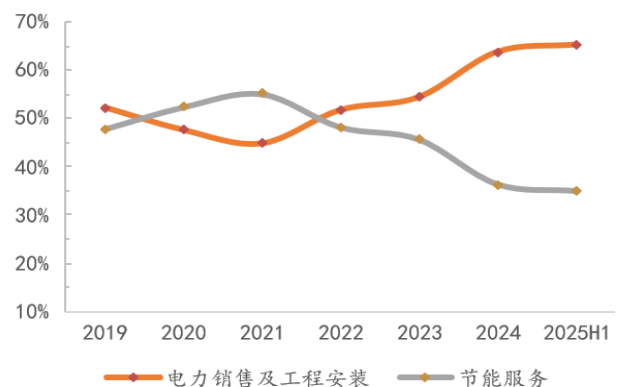
分业务看，公司传统电力业务在上半年表现稳健，成为业绩的“压舱石”，2025H1 公司电力业务实现收入 9.2 亿元，占总收入的 65.2%，售电量稳步增长，营收占比有所提升；配电网节能业务是公司主要的利润来源，该业务在 2016-2021 年完成资产收购后达到峰值，当前随着部分前期项目运营期满退出，而新建项目增速放缓，导致收入规模下滑。2025H1 公司节能业务实现收入 4.9 亿元，同比-17.9%，毛利率高达 36.4%，同比+0.6pp。

图 6：2025H1 公司节能服务收入达 4.9 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

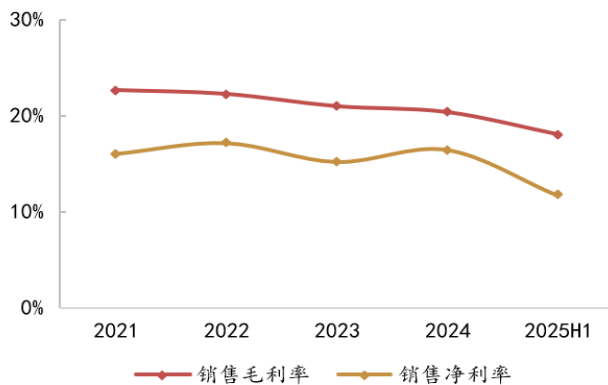
图 7：2025H1 公司节能服务收入占比达 34.8%



数据来源：Wind，西南证券整理

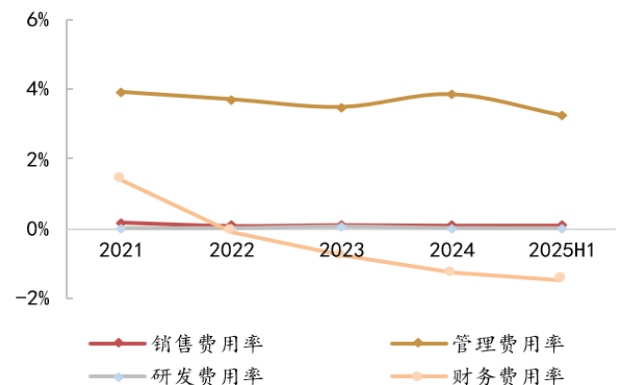
费用端整体较稳健，管控能力突出。2025H1 公司销售毛利率达 18.1%，同比下降 1.1 个百分点，销售净利率达 11.8%，同比下降 1.5 个百分点，期间费用率达 1.8%，同比下降 0.3 个百分点，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.1%/3.2%/-1.5%。

图 8：2025H1 公司销售净利率达 11.8%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2020-2025H1 公司费用端整体较为稳健



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测

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。在重庆市五大功能区域划分中，涪陵和另外 11 区县一起组成“城市发展新区”，定位为重庆市工业化、城镇化主战场以及重要的制造业基地。工业化和城镇化发展是涪陵区近几年经济发展的主旋律，公司既能直接受益城镇化进程。因此我们假设公司该业务板块保持 7% 的增速，假设 25-27 年毛利率稳定在 8.2%；

配电网节能业务：考虑到公司作为国家电网旗下配电网节能服务领域的唯一平台，在项目获取上具备天然优势，目前公司新疆三期及五期项目已全面竣工投运，山西一期项目收官，陕西二期项目启动。因此我们假设该业务保持 15% 的收入增速，假设 25-27 年毛利率为稳定在 41.9%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
电力销售及工程安装业务	收入	1986	2125	2274	2433
	增速	6.2%	7.0%	7.0%	7.0%
	毛利率	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
配电网节能业务	收入	1127	1297	1491	1715
	增速	-28.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	41.9%	41.9%	41.9%	41.9%
其他业务	收入	3	3	3	3
	增速	-	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	57.2%	57.2%	57.2%	57.2%
合计	收入	3117	3425	3768	4151
	增速	-9.5%	9.9%	10.0%	10.2%
	毛利率	20.4%	21.0%	21.5%	22.1%

数据来源：Wind，西南证券

3 风险提示

宏观经济大幅波动风险：宏观经济波动可能企业的应收账款增加，对公司回款及现金流造成风险。

行业竞争加剧风险：随着市场参与者逐渐增多，市场可能面临竞争加剧的风险，会对公司的市占率、盈利能力等因素产生影响。

用电增速不及预期风险：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。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3116.62	3424.93	3768.34	4151.35	净利润	514.46	540.34	612.11	651.75
营业成本	2481.20	2707.31	2957.11	3233.45	折旧与摊销	790.94	459.44	460.57	461.13
营业税金及附加	6.55	7.20	7.92	8.73	财务费用	-39.75	-34.89	-44.32	-2.31
销售费用	2.21	2.43	2.67	2.94	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	119.63	131.46	144.64	159.35	经营营运资本变动	-116.28	142.45	10.91	60.21
财务费用	-39.75	-34.89	-44.32	-2.31	其他	440.64	18.11	-1.47	-0.64
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1590.00	1125.46	1037.79	1170.14
投资收益	4.55	5.00	5.00	5.00	资本支出	295.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2860.28	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2564.87	5.00	5.00	5.00
营业利润	606.81	616.41	705.31	754.19	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	8.25	9.23	9.23	9.07	长期借款	0.00	50.00	50.00	50.00
利润总额	615.06	625.64	714.54	763.26	股权融资	488.21	3494.14	0.00	0.00
所得税	100.61	85.29	102.43	111.51	支付股利	-235.97	-128.61	-135.09	-153.03
净利润	514.46	540.34	612.11	651.75	其他	-502.14	30.04	44.32	2.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-249.89	3445.57	-40.76	-100.72
归属母公司股东净利润	514.46	540.34	612.11	651.75	现金流量净额	-1224.77	4576.03	1002.03	1074.43
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2751.41	7327.44	8329.48	9403.90	成长能力				
应收和预付款项	544.73	727.50	778.03	843.63	销售收入增长率	-9.46%	9.89%	10.03%	10.16%
存货	1.34	1.27	1.43	1.58	营业利润增长率	-1.81%	1.58%	14.42%	6.93%
其他流动资产	21.69	19.34	23.25	24.98	净利润增长率	-2.07%	5.03%	13.28%	6.48%
长期股权投资	126.28	126.28	126.28	126.28	EBITDA 增长率	-14.40%	-23.35%	7.74%	8.15%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2947.53	2490.43	2032.20	1573.41	毛利率	20.39%	20.95%	21.53%	22.11%
无形资产和开发支出	40.89	38.70	36.51	34.31	三费率	2.63%	2.89%	2.73%	3.85%
其他非流动资产	72.06	71.91	71.77	71.62	净利率	16.51%	15.78%	16.24%	15.70%
资产总计	6505.94	10802.87	11398.93	12079.71	ROE	9.69%	5.86%	6.31%	6.39%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.91%	5.00%	5.37%	5.40%
应付和预收款项	1003.99	1348.83	1405.57	1524.04	ROIC	14.09%	16.90%	22.52%	30.35%
长期借款	0.00	50.00	100.00	150.00	EBITDA/销售收入	43.57%	30.39%	29.76%	29.22%
其他负债	190.75	186.98	199.27	212.87	营运能力				
负债合计	1194.74	1585.81	1704.84	1886.90	总资产周转率	0.47	0.40	0.34	0.35
股本	1536.54	1536.54	1536.54	1536.54	固定资产周转率	1.12	1.28	1.68	2.32
资本公积	2024.37	5518.51	5518.51	5518.51	应收账款周转率	4.07	5.01	4.64	4.75
留存收益	1748.42	2160.15	2637.17	3135.89	存货周转率	2036.66	2073.66	2191.87	2153.79
归属母公司股东权益	5311.19	9217.07	9694.09	10192.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.28%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	5311.19	9217.07	9694.09	10192.81	资产负债率	18.36%	14.68%	14.96%	15.62%
负债和股东权益合计	6505.94	10802.87	11398.93	12079.71	带息债务/总负债	0.00%	3.15%	5.87%	7.95%
					流动比率	2.91	5.45	5.89	6.10
					速动比率	2.91	5.45	5.89	6.10
					股利支付率	45.87%	23.80%	22.07%	23.48%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	1357.99	1040.97	1121.55	1213.01	每股收益	0.33	0.35	0.40	0.42
PE	31.15	29.66	26.18	24.59	每股净资产	3.46	6.00	6.31	6.63
PB	3.02	1.74	1.65	1.57	每股经营现金	1.03	0.73	0.68	0.76
PS	5.14	4.68	4.25	3.86	每股股利	0.15	0.08	0.09	0.10
EV/EBITDA	9.73	8.34	6.89	5.53					
股息率	1.47%	0.80%	0.84%	0.95%					

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn