

2026 年 01 月 02 日

涪陵电力（600452.SH）

公司快报

电网运营+配电网节能业务双轮驱动

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2025 年三季报。报告期内实现营业收入 22.78 亿元，同比-5.43%；归属于上市公司股东的净利润 2.96 亿元，同比-29.58%，扣非后归母净利润 2.87 亿元，同比-30.23%。25Q3 实现营业收入 8.61 亿元，同比-7.92%；归母净利润 1.29 亿元，同比-42.39%；扣非后归母净利润 1.26 亿元，同比-42.79%。
- ◆ **电网运营+配电网节能业务双轮驱动。**涪陵电力主要从事电网运营业务、配电网节能业务。重庆川东电力集团有限责任公司，截至 2025 年 9 月 30 日，持有涪陵电力 41.65% 的股份，公司背靠国家电网，在资源获取、项目拓展和信用背书方面优势显著，形成垄断性区域供电+高毛利节能业务拓展的成熟结构，连续四年净利润突破 5 亿元，盈利稳定。目前，公司电网业务发展稳定，售电量 2024 年同比增长 7.71%，营收同比+6.34pct；电网运营业务主要供应与销售电力、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。业务主要集中于重庆市涪陵区行政区域。公司配电网节能业务利润稳定，存在增量空间，配电网节能业务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。目前公司电力供应业务按照国家相关规定在营业许可范围从事经营业务，配电网节能业务是为电网节能降耗提供节能改造和能效综合治理，目前已覆盖全国 20 个省、市、自治区。25H1，电力销售方面，公司实现营业收入 9.24 亿元，节能业务方面，公司实现营业收入 4.92 亿元，营收下滑是由于节能业务正处于新旧项目交替的换挡期，导致短期业绩有所承压。
- ◆ **电网业务基本盘稳定，助力新能源消纳。**涪陵电力作为一家从事电网运营的电力企业，公司在现有的供电区域内拥有完善的供电网络，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，具有较强的竞争优势。2024 年，涪陵电力完成售电量 34.64 亿千瓦时，同比增长 7.71%，呈现稳健增长态势。期间加快推动电网转型升级，顺利实施东门 110 千伏变电站主变增容、枣子湾 220 千伏变电站 110 千伏送出、李渡变电站主变增容等重点工程，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%，实现电网发展新突破；完成铜鼓湖 110 千伏变电站“一键顺控”改造，加快建设码头岸电设施，助力长江涪陵段保护，以务实举措助力“双碳”目标落地稳步推进配电网节能项目，随着涪陵区经济的发展，公司基础售电量将协同提升。
- ◆ **节能业务平台优势显著。**配电网节能业务方面，公司作为国家电网下属配电网节能服务领域唯一平台，具备独特的平台优势，是国网在节能服务领域的重要抓手。配电网节能业务 2016-2021 年完成资产收购后，业务达到峰值，现在随着部分前期收购的项目运营期满退出，新建项目增速同比放缓，收入规模略有下滑，导致公司 2024 年度、2025 年一季度和半年度部分指标下滑，但其整体利润保持稳定，仍是公司利润贡献的主要来源。公司配电网节能业务主要包括配电网能效管理系统、多

电力及公用事业 | 电网III

投资评级

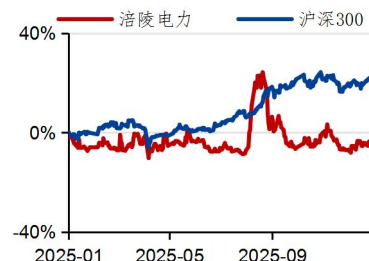
买入(首次)

股价(2025-12-31)

9.37 元

交易数据	
总市值（百万元）	14,397.40
流通市值（百万元）	14,397.40
总股本（百万股）	1,536.54
流通股本（百万股）	1,536.54
12 个月价格区间	12.13/9.11

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.24	0.88	-28.42
绝对收益	1.41	0.64	-10.76

分析师

贺朝晖

SAC 执业证书编号：S0910525030003

hezhaohui@huajinsc.cn

分析师

周涛

SAC 执业证书编号：S0910523050001

zhoutao@huajinsc.cn

相关报告

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。2024 年度达到毛利率 41.85%，同比+5.51pct，随着未来依据国企背景强化资源配置与节能业务的开展改革有望实现业务量与毛利率齐升。

◆ **投资建议：**公司深耕电网运营及配电网节能业务，背靠国家电网，在资源获取、项目拓展和信用背书方面优势显著，随着辖区发展及国企资源配置，长期成长空间可期。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 5.44、6.07 和 6.83 亿元，对应 EPS 为 0.35、0.40 和 0.44 元/股，PE 为 27、24 和 21 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**1、行业竞争加剧风险；2、管理模式的风险；3、用电增速不及预期

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,442	3,117	3,276	3,582	3,978
YoY(%)	-3.4	-9.5	5.1	9.3	11.1
归母净利润(百万元)	525	514	544	607	683
YoY(%)	-14.3	-2.1	5.8	11.6	12.5
毛利率(%)	21.0	20.4	21.6	21.3	21.1
EPS(摊薄/元)	0.34	0.33	0.35	0.40	0.44
ROE(%)	10.5	9.7	9.4	9.8	10.3
P/E(倍)	27.4	28.0	26.5	23.7	21.1
P/B(倍)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.2
净利率(%)	15.3	16.5	16.6	16.9	17.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测及业务分拆

预测 2025-2027 年公司整体营收 32.76/35.82/39.78 亿元，毛利率 18.56%/18.97%/19.34%。电力业务受益于重庆工业发展节奏与经济复苏预期，售电量稳健增长，毛利率稳定，预计 2025-2027 年实现收入 21.45/23.38/25.49 亿元，毛利率 8.30%/8.30%/8.30%；节能业务领域，公司作为国家电网下属配电网节能服务领域唯一平台，配网节能业务前景广阔，随着国企背景进一步的资源配置进行，业务量与盈利能力有望稳中有升，预计 2025-2027 年实现收入 11.27/12.40/14.26 亿元，毛利率 38.00%/39.00%/39.00%；其他业务，预计 2025-2027 年分别实现收入 0.03/0.03/0.03 亿元，毛利率 55.00%/55.00%/55.00%。

表 1：公司业务分拆和预测

		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
电力行业	收入（亿元）	18.68	19.86	21.45	23.38	25.49
	YoY（%）		6.34%	8.00%	9.00%	9.00%
	毛利率（%）	8.03%	8.16%	8.30%	8.30%	8.30%
节能行业	收入（亿元）	15.71	11.27	11.27	12.40	14.26
	YoY（%）		-28.24%	0.00%	10.00%	15.00%
	毛利率（%）	36.34%	41.85%	38.00%	39.00%	39.00%
其他业务	收入（亿元）	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
	YoY（%）		-16.10%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率（%）	55.76%	57.15%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	收入（亿元）	34.42	31.17	32.76	35.82	39.78
	YoY（%）		-9.46%	5.10%	9.34%	11.07%
	毛利率（%）	21.00%	20.39%	18.56%	18.97%	19.34%

资料来源：wind，华金证券研究所

二、估值对比

我们选取南方电网旗下综合能源上市公司南网能源、南网储能，以及从事电力监控与能效管理的安科瑞作为可比公司。涪陵电力深耕电网运营及配电网节能业务，兼具国家电网平台价值和节能业务长期成长性，长期成长空间可期。

表 2：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 （元）	总市值 （亿元）	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
003035.SZ	南网能源	4.58	173.48	0.13	0.16	0.18	34.05	28.91	24.95
600995.SH	南网储能	12.57	401.74	0.44	0.51	0.58	28.44	24.47	21.57
300286.SZ	安科瑞	23.08	57.88	1.01	1.27	1.59	22.76	18.17	14.50
平均							28.42	23.85	20.34
600452.SH	涪陵电力	9.37	143.97	0.35	0.4	0.44	26.50	23.70	21.10

资料来源：数据截止 2025 年 12 月 30 日收盘，wind（可比公司采用 wind 一致预期），华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3170	3319	4568	4442	5669	营业收入	3442	3117	3276	3582	3978
现金	2274	2751	3986	3770	4951	营业成本	2720	2481	2569	2818	3140
应收票据及应收账款	856	540	552	642	684	营业税金及附加	6	7	6	7	8
预付账款	1	1	1	1	2	营业费用	3	2	2	3	3
存货	1	1	1	2	1	管理费用	120	120	122	132	135
其他流动资产	37	25	27	27	31	研发费用	1	0	1	1	1
非流动资产	3483	3187	3074	3110	3212	财务费用	-27	-40	-62	-75	-91
长期投资	122	126	136	145	156	资产减值损失	-14	52	-5	-6	-5
固定资产	2687	2886	2768	2776	2846	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	43	41	32	27	22	投资净收益	3	5	5	5	6
其他非流动资产	630	134	139	161	188	营业利润	618	607	643	706	794
资产总计	6652	6506	7642	7552	8881	营业外收入	4	14	8	13	13
流动负债	1639	1141	1845	1350	2191	营业外支出	3	6	4	4	4
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	619	615	647	714	803
应付票据及应付账款	1473	959	1559	1203	1874	所得税	94	101	103	107	120
其他流动负债	166	182	287	146	317	税后利润	525	514	544	607	683
非流动负债	30	54	26	32	35	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	525	514	544	607	683
其他非流动负债	30	54	26	32	35	EBITDA	1547	1323	834	909	1019
负债合计	1669	1195	1871	1382	2226	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	1098	1537	1537	1537	1537	成长能力					
资本公积	1975	2024	2024	2024	2024	营业收入(%)	-3.4	-9.5	5.1	9.3	11.1
留存收益	1909	1748	2178	2667	3213	营业利润(%)	-8.3	-1.8	6.0	9.7	12.6
归属母公司股东权益	4983	5311	5771	6170	6655	归属于母公司净利润(%)	-14.3	-2.1	5.8	11.6	12.5
负债和股东权益	6652	6506	7642	7552	8881	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	21.0	20.4	21.6	21.3	21.1
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率(%)	15.3	16.5	16.6	16.9	17.2
经营活动现金流	1129	1590	1461	252	1727	ROE(%)	10.5	9.7	9.4	9.8	10.3
净利润	525	514	544	607	683	ROIC(%)	9.3	8.3	7.9	8.2	8.5
折旧摊销	996	791	288	311	346	偿债能力					
财务费用	-27	-40	-62	-75	-91	资产负债率(%)	25.1	18.4	24.5	18.3	25.1
投资损失	-3	-5	-5	-5	-6	流动比率	1.9	2.9	2.5	3.3	2.6
营运资金变动	-413	326	696	-587	795	速动比率	1.9	2.9	2.5	3.3	2.6
其他经营现金流	51	2	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-600	-2565	-171	-342	-443	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
筹资活动现金流	-467	-250	-56	-126	-104	应收账款周转率	4.0	4.5	6.0	6.0	6.0
每股指标(元)						应付账款周转率	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.33	0.35	0.40	0.44	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	1.03	0.95	0.16	1.12	P/E	27.4	28.0	26.5	23.7	21.1
每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.46	3.76	4.02	4.33	P/B	2.9	2.7	2.5	2.3	2.2
						EV/EBITDA	7.9	8.8	12.5	11.7	9.3

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；
- 增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；
- 中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；
- 减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；
- 卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

- 领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；
- 同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；
- 落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

贺朝晖、周涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn