

## 供电及供水业务积极变化，布局“电力+低空”新场景

### 投资要点

- 推荐逻辑：**1、公司电、水价有望向上调整，直接增厚公司业绩。2、公司是湖南省最大的地方区域电网公司，公司现有电源结构中新能源占比提升空间较大，公司加快新能源分布式光伏建设，购电成本将大幅降低，供电主业盈利能力有望提升。3、公司提前布局智能电网运维和光伏运维，从业务模式上看，无人机巡检和光伏面板清洗并非单一的设备替代，而是以“设备+运维服务+数据平台”为核心的持续性运维投入，公司提前切入蓝海市场，提升空间巨大。
- 郴州市国资委控股上市公司，公司是湖南省最大的地方区域电网公司。**公司主营供电、供水两大主业，负责郴州两区四县的电力供应和郴州市城区、桂阳县城、郴资桂沿线乡镇供水。公司上市21年来，从一个单纯供电的地方电网企业，发展成为集供电、供水、污水处理、水电开发、工业气体、新能源和综合能源六大板块于一体的大型国有企业和上市公司，公司最终实际控制人为郴州市国资委，是湖南省最大的地方区域电网公司。
- 加大新能源装机建设，驱动电源结构转型。**公司电源主要结构一是向外网购电；二是购网内水电；三是购网内新能源电，再通过自有供电网络将电力销售给终端用电户，电源结构中约30%的供电量来自于当地水电，近10%的供电量来自于光伏，近年来由于来水偏弱，公司外购电价成本增加，导致供电盈利能力波动较大，公司大力发展战略性新兴产业，根据测算，分布式光伏发电成本在0.16-0.30元/千瓦时，大幅低于湖南省工商业代购电价格，公司增加新能源电源供应，外购电成本有望大幅降低。
- 打造“电力+低空经济”新场景，有望开拓新兴业务。**公司依托区域电网运营与配电资产优势，通过全资子公司郴电科技，将低空经济技术深度融入核心业务，率先实现运维模式革新。在电网巡检领域，公司部署的无人机巡检系统较传统人工效率提升5倍以上，缺陷识别准确率达93%以上，同时将业务边界延伸至光伏运维领域，开启无人机清洁光伏面板及增值服务。2030年无人机巡检市场规模有望突破480亿元，2024年中国太阳能电池板自动清洗设备市场规模达到48.7亿元，公司提前布局有望快速切入蓝海市场，抢占市场份额。
- 盈利预测与投资建议。**公司为湖南最大的地方区域电网，有稳定的供电供水市场，随着供电、供水价格有望提升，自发新能源占比提升，购电成本下降，业绩有望实现增长。另外除供电供水主业以外，公司在无人机电网运维，光伏面板清洗等新兴领域提前布局，有望快速抢占市场份额。预计公司25-27年归母净利润分别为0.8亿元/1.5亿元/2.0亿元，对应EPS分别为0.21/0.41/0.54元。给予公司**2027年30倍PE**，对应目标价**16.20元**，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 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。

### 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)	3.70
流通A股(亿股)	3.70
52周内股价区间(元)	5.97-12.32
总市值(亿元)	43.70
总资产(亿元)	142.82
每股净资产(元)	9.84

### 相关研究

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4291.52	4442.68	4640.35	4871.40
增长率	9.47%	3.52%	4.45%	4.98%
归属母公司净利润(百万元)	-36.27	76.92	150.19	200.63
增长率	41.21%	312.05%	95.26%	33.59%
每股收益EPS(元)	-0.10	0.21	0.41	0.54
净资产收益率ROE	1.55%	3.04%	5.14%	7.27%
PE	-120.5	56.8	29.1	21.8
PB	1.13	1.09	1.04	0.96

数据来源：Wind，西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 深耕郴州供电供水网络，多元化战略布局.....</b>	<b>1</b>
1.1 省内最大的地方区域电网公司.....	1
1.2 传统供电供水市场稳定，多元化经营战略布局.....	1
1.3 财务分析：盈利能力修复，降本增效效果显著.....	3
<b>2 供电、供水价格有望提升，电源结构转型，驱动成本优化.....</b>	<b>5</b>
2.1 投资成本逐渐传导，供电、供水价格有望提升.....	5
2.2 自发自用分布式光伏经济性大于工商业购电.....	5
2.3 加快发展新能源，降低购电成本.....	7
<b>3 打造“电力+低空经济”新场景，开辟第二增长曲线.....</b>	<b>8</b>
3.1 配电网建设加快，电力智能化升级成必然趋势.....	8
3.2 国内光伏装机突破1TW，催生光伏运维刚性需求.....	10
<b>4 盈利预测与估值.....</b>	<b>11</b>
4.1 盈利预测.....	11
4.2 相对估值.....	12
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>12</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构图 (截至 2025 年三季报) .....	1
图 2: 25 年前三季度公司实现营业收入 30.8 亿元 (同比 -7.2%) .....	3
图 3: 25 年前三季度公司实现归母净利 0.8 亿元 (同比 +33.9%) .....	3
图 4: 25 年上半年公司供电业务收入达 16.5 亿元 .....	4
图 5: 25 年上半年公司供电业务收入占比达 84.1% .....	4
图 6: 公司各业务毛利率情况 .....	4
图 7: 25 年前三季度公司销售净利率达 3.6% .....	4
图 8: 25 年前三季度公司期间费用率同比下降 1.7pp .....	4
图 9: 我国分布式光伏系统初始投资成本结构与度电成本分析 (2025-2027) .....	6
图 10: 25 年-26 年 2 月湖南省工商业代理购电价格 .....	7
图 11: 24 年郴州市 GDP 同比增长 5.9% .....	7
图 12: 24 年郴州市全社会用电量同比增长 1.5% .....	7
图 13: 2015-2025 年国家电网和南方电网投资额 .....	9
图 14: 2025 年国网、南网电网总投资同比增长 28.8% .....	9
图 15: 2018 年-2025 年 11 月中国光伏装机容量持续高增长 .....	10
图 16: 1m <sup>2</sup> 光伏组件的输出功率与积尘量的关系 .....	10
图 17: 1m <sup>2</sup> 光伏组件表面有、无积尘时的输出功率曲线 .....	10

## 表 目 录

表 1: 公司主要控股参股公司情况 (截至 25 年中报) .....	2
表 2: 分布式光伏的特征和应用场景 .....	6
表 3: 公司投资的光伏项目概况 (不完全统计) .....	8
表 4: 国家电网“十五五”投资重点与对应系统升级方向 .....	9
表 5: 分业务收入及毛利率 .....	11
表 6: 可比公司估值 (2026/01/30) .....	12
附表: 财务预测与估值 .....	13

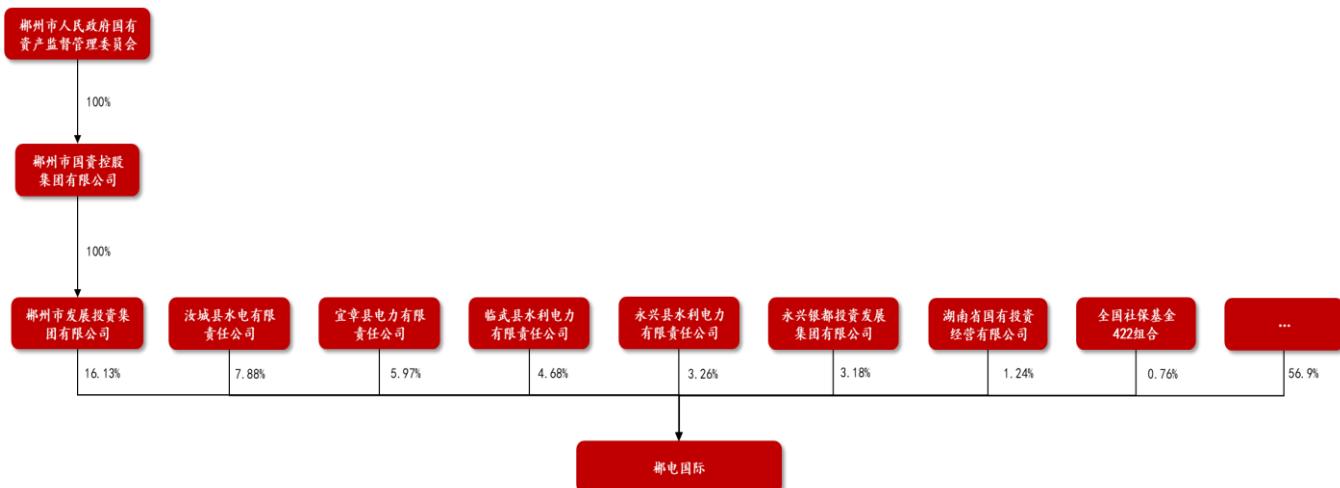
# 1 深耕郴州供电供水网络，多元化战略布局

## 1.1 省内最大的地方区域电网公司

公司是湖南省最大的地方区域电网公司。2000年12月，公司由原郴州市电力公司作为主发起人，联合宜章、临武、汝城、永兴四家地方电力企业和联合国国际小水电中心共同发起成立。公司主营供电、供水两大主业，负责郴州两区四县的电力供应和郴州市城区、桂阳县城、郴资桂沿线乡镇供水。公司上市21年来，从一个单纯供电的地方电网企业，发展成为集供电、供水、污水处理、水电开发、工业气体、新能源和综合能源六大板块于一体的大型国有企业和上市公司。

郴州市国资委为公司实控人。郴州市发展投资集团有限公司为公司第一大股东，持股占比16.13%，郴州市国资控股集团有限公司持有郴州市发展投资集团100%股权，公司最终实际控制人为郴州市国资委。

图1：公司股权结构图（截至2025年三季报）



数据来源：Wind, 西南证券整理

## 1.2 传统供电供水市场稳定，多元化经营战略布局

公司投资布局广泛，板块主要涵盖电力供应、城市供水、水电开发、污水处理、工业气体、新能源和综合能源、科技制造、工程服务板块。在供电领域，主要的子公司是临沧郴电水电投资有限公司；新能源业务主要的子公司是湖南郴电新能源发展有限公司；在水电开发领域，主要的子公司是湖南郴电国际水电投资有限责任公司，以及参股公司中国水电建设集团圣达水电有限公司、四川圣达水电开发有限公司；在城市供水领域，主要负责的子公司是郴州市自来水有限责任公司；在污水处理领域，主要负责的子公司是湖南郴电格瑞环保科技有限公司和湖南郴电（安仁）水务有限责任公司。

**表 1：公司主要控股参股公司情况（截至 25 年中报）**

公司名称	公司类型	主要业务
湖南郴电国际水电投资有限责任公司	子公司	投资与资产管理
湖南汇银国际投资有限责任公司	子公司	其他资本市场服务
郴州万国大酒店有限责任公司	子公司	房地产开发经营、物业管理
临沧郴电水电投资有限公司	子公司	水力发电
郴州市自来水有限责任公司	子公司	自来水生产和供应
湖南郴电格瑞环保科技有限公司	子公司	污水处理及其再生利用
湖南郴电恒泰电力工程有限责任公司	子公司	电力工程安装
湖南郴电（安仁）水务有限责任公司	子公司	污水处理及其再生利用
湖南郴电（永兴）综合能源服务有限公司	子公司	综合能源服务
湖南郴电新能源发展有限公司	子公司	新能源
湖南郴电裕隆工程设计有限责任公司	子公司	专业技术服务业
湖南郴电恒源市政工程有限责任公司	子公司	市政工程施工
中国水电建设集团圣达水电有限公司	参股公司	水力发电
四川圣达水电开发有限公司	参股公司	水力发电

数据来源：公司公告，西南证券整理

**供电业务：**公司供电主业拥有特许经营权，有相对稳定的供电市场，供电市场包括郴州市四县两区及郴州市城区 70% 的供电区域，是湖南最大的地方区域电网，承担着为郴州数百万用户提供稳定、可靠电力的重任。公司电源主要结构一是向外网购电；二是购网内水电；三是购网内新能源电，再通过自有供电网络将电力销售给终端用电户，电源结构中约 30% 的供电量来自于当地水电，近 10% 的供电量来自于光伏。2024 年，郴电国际累计售电量 56.4 亿千瓦时，同比增长 8.3%；1H25 公司累计售电量 27.3 亿千瓦时，同比增长 4.8%。

**供水业务：**郴州市政府授予公司全资子公司郴州市自来水有限责任公司特许经营权，明确其为郴州市城区及周边乡镇群的唯一供水主体，目前公司自来水水源主要来自东江湖，东江湖水量充沛，水质优良，达到国家一级饮用水标准，是国内稀有的优质饮用水资源。

**污水处理业务：**污水处理项目是与政府相关的 BOT/PPP 项目，其收益相对稳定。目前，公司投资建设运营的污水处理业务主要有安仁县松山、安平、金紫仙、灵官、龙海等 5 个乡镇污水处理及配套管网工程建设 PPP 项目。下阶段，公司将联合安仁县政府部门对现有污水处理厂开展设施设备更新改造工作，对老旧、自动化程度低的设施设备进行更换，打造覆盖全县污水处理厂、厂外泵站的智慧水务平台，集中收集各项数据，强化联动运行。

**工业气体业务：**自 2005 年以来，公司先后在江苏、河北、内蒙古、江西等地投资了工业气体项目，是公司利润的重要增长点。公司主要围绕大中型钢铁、冶金企业生产、运输和销售高纯度工业用氧气、氮气、氩气等气体。

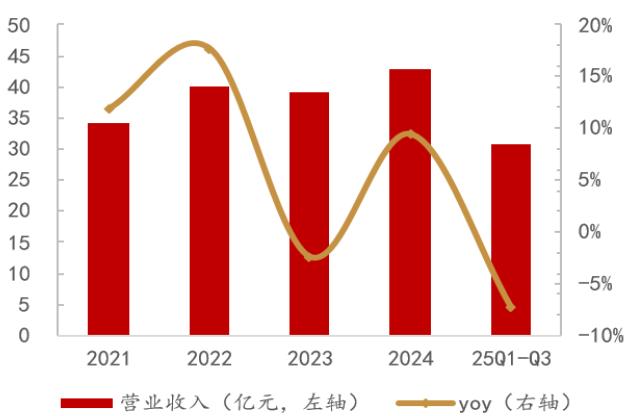
**水电开发：**自 2009 年开始公司在湖南、云南、四川等水电资源丰富的地区开展水电站投资和建设，大部分项目都已进入成熟运营期，为公司创造持续稳定的收益。水电行业受天气影响业绩波动较大，为最大限度弥补发电量，公司积极谋划永州湘江水电站生态流量电站投资建设，对忙糯河、仟信河水电站进行技改大修，进一步提升发电产能。

**新能源开发业务：**近年来，公司抢抓政策机遇，组织开展新能源项目建设大会战，大力推进新能源开发建设。截至目前公司已投资建成光伏项目约 110MW。同时，公司子公司湖南郴电国际水电投资有限责任公司主动拓展海外市场，与合作方签订赞比亚光伏项目战略合作协议。在风电领域，与华骏新能源公司签订了框架协议，迈出了公司风电投资的第一步。

### 1.3 财务分析：盈利能力修复，降本增效效果显著

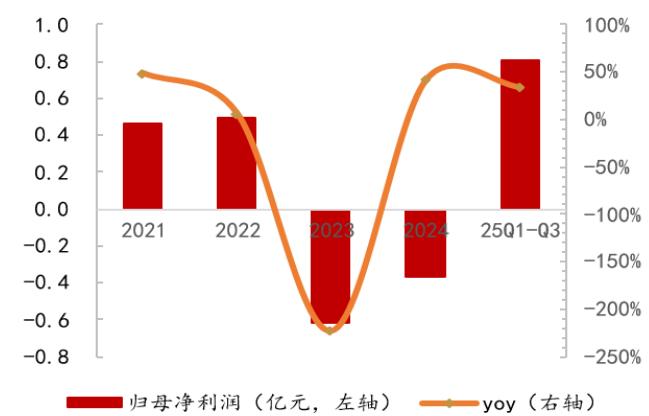
**盈利能力修复，业绩企稳回升。**25 年前三季度公司实现营收 30.8 亿元，同比下滑 7.2%；实现归母净利润 0.81 亿元，同比提升 33.9%；扣非归母净利润 0.6 亿元，同比提升 303.9%。

图 2：25 年前三季度公司实现营业收入 30.8 亿元（同比-7.2%）



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 3：25 年前三季度公司实现归母净利 0.8 亿元（同比+33.9%）

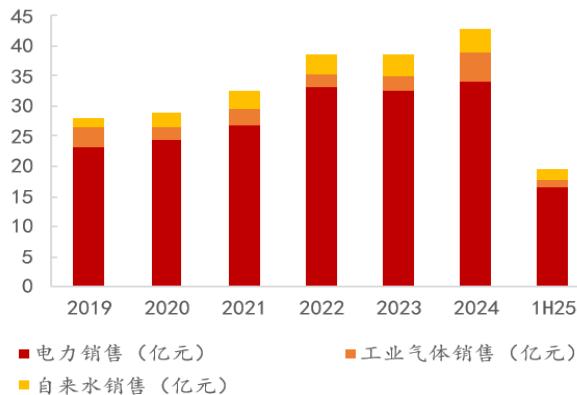


数据来源: Wind, 西南证券整理

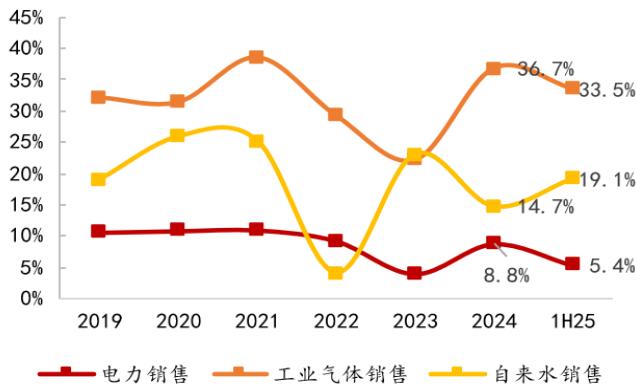
分业务看，25 年上半年公司供电业务实现收入 16.5 亿元，同比增长 21.9%，占总收入的 84.1%，售电量 27.3 亿千瓦时，同比增长 4.8%；供电业务是公司主要的利润来源，25 年上半年供电业务毛利率达 5.4%，同比 24 年同期提升 3.2pp，较 2024 全年毛利率下滑 3.4pp，近年来公司供电业务盈利能力减弱，主要系（1）来水偏弱，水电上网电量同比减少，25 年上半年郴州区域内降雨量严重偏少，小水电上网电量同比减少；（2）购电成本增加，购省网工商业电量优惠幅度同比减少及代理购电均价上涨，购电成本同比增加，供电核心主业盈利支撑作用减弱。

工业气体业务方面，25 年上半年公司工业气体销售业务实现收入 1.2 亿元，同比下滑 71.1%，毛利率达 33.5%，同比 24 年同期下滑 5.6pp，盈利能力波动较大，主要系（1）近两年钢铁行业国家产业政策的调整、环保要求的提升以及安全生产标准的加强等增加了公司的运营成本和不确定性；（2）25 年上半年液态气体（液氧、液氩）市场波动性显著增强，对公司投资的工业气体项目的经营形势产生了一定的影响。

供水业务方面，得益于郴州市政府授予公司全资子公司郴州市自来水有限责任公司特许经营权，明确其为郴州市城区及周边乡镇群的唯一供水主体，公司供水业务收入增长稳健，25 年上半年公司供水业务实现收入 1.9 亿元，同比增长 6.8%，毛利率达 19.1%，同比 24 年同期提升 1.7pp，较 24 年全年提升 4.42pp。

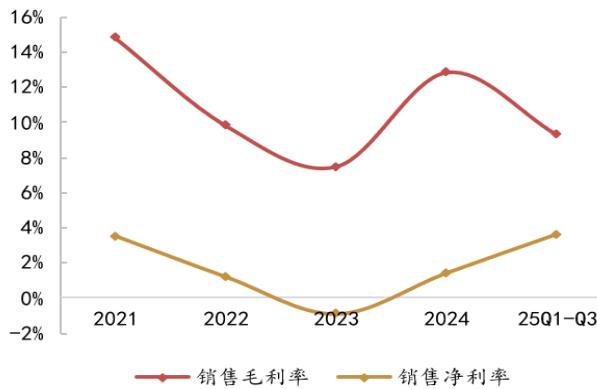
**图 4: 25 年上半年公司供电业务收入达 16.5 亿元**


数据来源: Wind, 西南证券整理

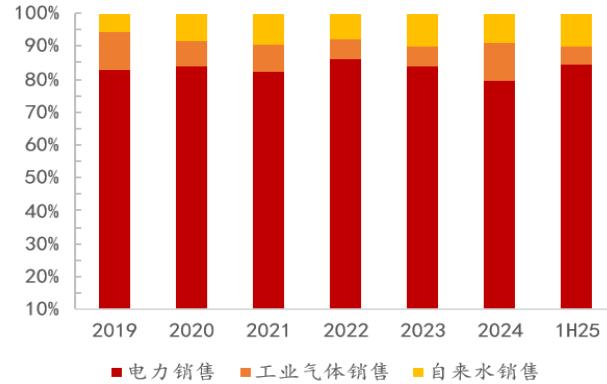
**图 6: 公司各业务毛利率情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

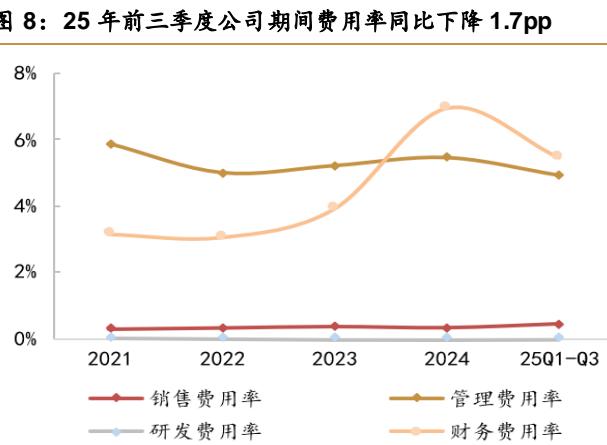
费用端整体较稳健，25 年前三季度公司降本增效能力突出。25 年前三季度公司销售毛利率达 9.3%，较 24 年同期下降 4.9pp，销售净利率达 3.6%，较 24 年同期提升 0.1pp，25 年前三季度公司期间费用率为 10.8%，较 24 年同期下降 1.7pp，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.4%/4.9%/5.5%，较 24 年同期分别 +0.1pp/-0.4pp/-1.4pp。

**图 7: 25 年前三季度公司销售净利率达 3.6%**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 5: 25 年上半年公司供电业务收入占比达 84.1%**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 8: 25 年前三季度公司期间费用率同比下降 1.7pp**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2 供电、供水价格有望提升，电源结构转型，驱动成本优化

### 2.1 投资成本逐渐传导，供电、供水价格有望提升

公司主营供电、供水两大主业，负责郴州两区四县的电力供应和郴州市城区、桂阳县城、郴资桂沿线乡镇供水。目前公司自来水水源主要来自东江湖，东江湖水量充沛，水质优良，达到国家一级饮用水标准，是国内稀有的优质饮用水资源。

公司接手郴州区域供水业务后，投资建设东江引水工程。工程从东江湖库区取水，取水总规模 100 万吨/日，一期工程 40 万吨/日，二期 20 万吨/日，远期规划 100 万吨/日。从库区取水经净化后，以重力自流方式通过输水管道向郴州市城区、资兴市、桂阳县供水。

东江引水工程和管网投资折旧等供水刚性成本较高等因素在一定程度上影响公司供水业务盈利能力。在城市供水领域，主要负责的子公司是郴州市自来水有限责任公司，该子公司常年亏损，**2024 年亏损约 1.14 亿元，投资成本并没有顺畅传导至供水价格。**

随着自来水行业发展空间的拓宽、政策法规的完善、合理定价机制的形成以及市场化进程的推进，为公司立足水务行业并做大做强的发展规划带来了机遇。公司正大力推动水价调整。**全面梳理水价调整程序，在市委、市政府及相关市直部门的大力支持下，推动水价调整进入实施阶段，全面疏导供水投入产出机制。**

公司供电主业拥有特许经营权，有相对稳定的供电市场，供电市场包括郴州市四县两区及郴州市城区 70% 的供电区域，是湖南最大的地方区域电网，承担着为郴州数百万用户提供稳定、可靠电力的重任。

**2024 年，公司合计售电约 56.4 亿度电，售电平均价格 0.696 元/度。2024 年，郴州市全社会用电量 147.13 亿千瓦时，增长 1.5%，其中工业用电量 95.1 亿千瓦时，下降 1.2%。公司供电区域占据 70% 郴州市城区，公司供电以民用电为主，由于工业民用交叉补贴的电价政策，公司实际供电均价长期低于合理价格。公司正全力争取国家第四监管周期输配电价政策支持，实现电网投资成本有效传导；做好分时电价、居民电价、与国网上下网电量互抵等政策争取，维护公司经营利益。**

我们认为，在“十五五”期间，随着电力市场化机制的推行及《水利工程供水价格管理办法》中完善水利工程水价形成机制、深化水利工程供水价格改革的逐渐推进，**公司的电价及水价有望逐渐上升，从而直接增厚公司业绩。**

### 2.2 自发自用分布式光伏经济性大于工商业购电

分布式光伏是一种安装在用户端附近（如屋顶、厂房、农业大棚、停车场等），所发电能就地消纳为主，多余电量可并入电网的小型光伏发电系统，与集中式光伏电站（通常指在荒漠、戈壁建设的大型地面电站，发电直接全部并入高压电网）形成鲜明对比。这种发电模式秉持因地制宜、清洁高效、分散布局、就近利用的原则，充分利用当地丰富的太阳能资源，成为新能源发电方式的重要组成部分。

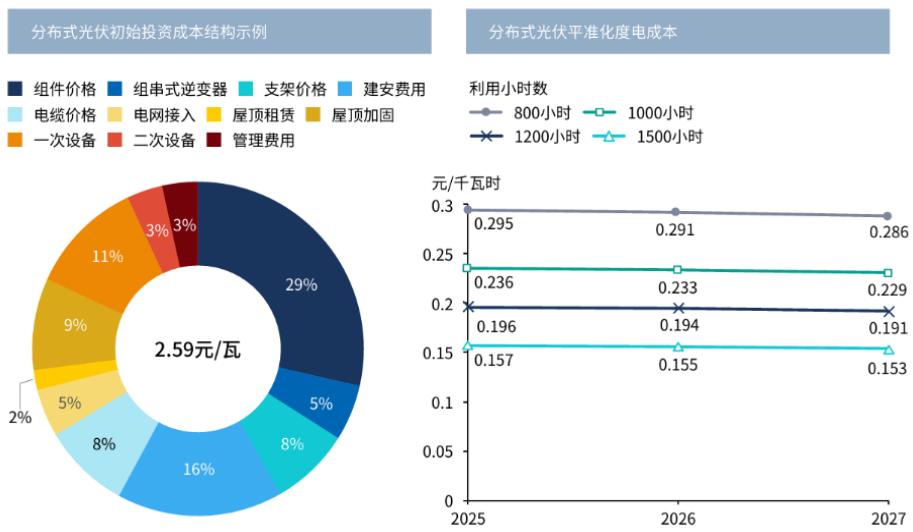
**表 2：分布式光伏的特征和应用场景**

	主要内容
核心特征	就近安装，就近消纳
	接入配电网
	规模较小
	投资主体多元
主要应用场景	户用光伏：城乡居民住宅的屋顶
	工商业光伏：工厂、商场、物流园区、数据中心等工商业建筑的屋顶或闲置场地
	公共机构光伏：学校、医院、政府大楼等
	“光伏+”模式：光伏+农业大棚（农光互补）、光伏+停车场（车棚光伏）、光伏+建筑立面（BIPV）等

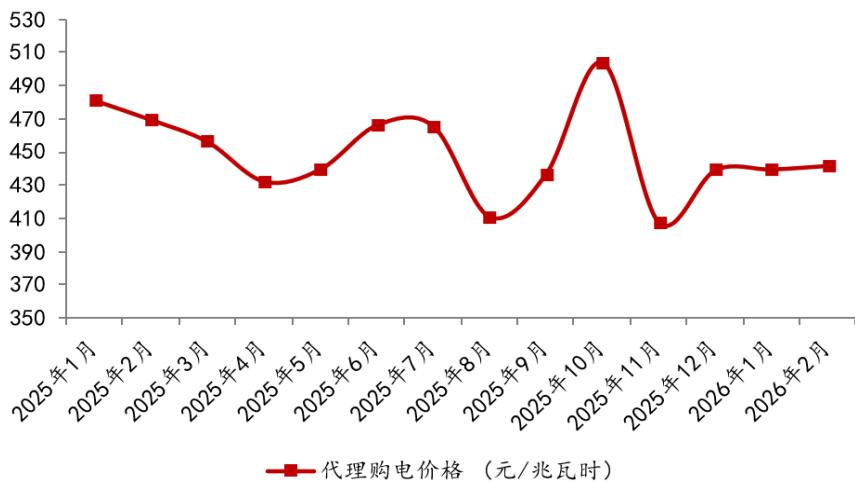
数据来源：西南证券整理

分布式光伏是我国“双碳”目标下新型电力系统建设中的重要支撑，是我国满足快速增长用电需求的关键方式。自2021年底以来，其累计装机年平均增长率高达49%，显著高于集中式光伏与风电。截止2025年9月底，分布式光伏累计装机容量已超过5亿千瓦，占光伏总装机比例45%，占新能源装机比例30%。同时，分布式光伏因靠近用户端，可直接贡献于工业、建筑、交通等重点领域的绿电利用，是推动能源消费绿色化低碳化、提高终端用能清洁电气化的有力抓手。

分布式光伏发电成本显著低于工商业购电成本。分布式光伏自发自用部分电量的经济性，将直接影响分布式光伏项目的投资回报率，目前，根据不同场景和装机规模，我国分布式光伏系统初始全投资成本约在2.3–3.0元/瓦区间，根据中国光伏协会及落基山研究所预测，假设初始分布式光伏全投资成本为2.59元/瓦，根据不同地区的日照条件，分布式光伏平准化度电成本在0.16–0.30元/千瓦时区间，显著低于湖南省工商业电价采购成本。考虑到郴州地区地处湖南、江西和广东三省的交界处，拥有丰富的太阳能、风能资源，采用自用新能源电量后，公司购电成本有望大幅降低。

**图 9：我国分布式光伏系统初始投资成本结构与度电成本分析（2025–2027）**


数据来源：中国光伏行业协会，落基山研究所，西南证券整理

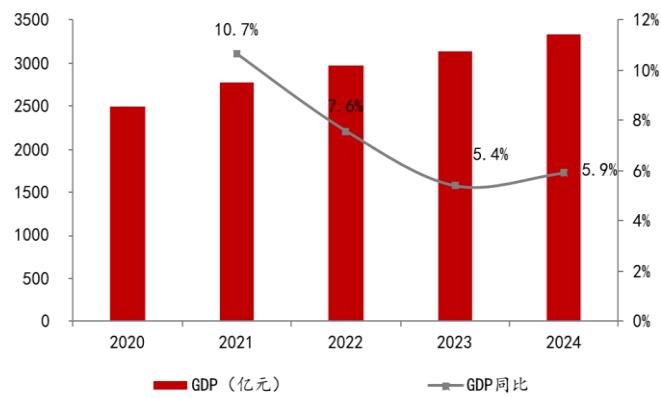
**图 10：25 年-26 年 2 月湖南省工商业代理购电价格**


数据来源：中创慧联，西南证券整理

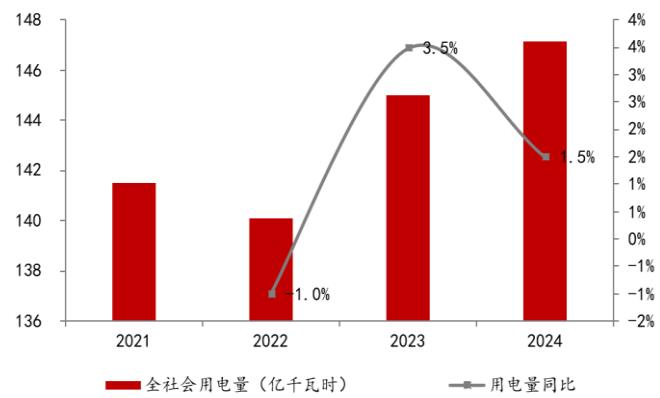
### 2.3 加快发展新能源，降低购电成本

公司供电业务盈利能力下降，寻求电源结构转型。公司电力供区涵盖郴州市城区和周边6县区，是湖南最大的地方区域电网，公司近年来供电业务增长放缓，盈利能力减弱，一为受宏观经济影响，供区内工商业企业开工及产能不足，且有多家大型工业企业因环保整治关停，导致上半年供电量下降，二为购省网工商业电量优惠幅度同比减少及代理购电均价上涨，购电成本同比增加。

24年郴州市全社会用电量同比增长1.5%，达147.1亿千瓦时，同比增加2.2亿千瓦时，公司电源主要结构一是向外网购电；二是购网内水电；三是购网内新能源电，再通过自有供电网络将电力销售给终端用电户，由于当地水电电量占比30%，来水情况具有周期波动性，当小水电上网电量同比减少时，公司需向省内电网代理购电，近年来代理购电成本增加导致公司盈利能力波动较大。

**图 11：24 年郴州市 GDP 同比增长 5.9%**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 12：24 年郴州市全社会用电量同比增长 1.5%**


数据来源：Wind，西南证券整理

**发展自有新能源电源，驱动采购成本优化。**随着郴州市新能源产业的发展，公司全资子公司湖南郴电新能源发展有限公司（以下简称“郴电新能源”）大力开拓新能源业务，创新能源开发利用模式，加快构建适应新能源的新型电力系统，深化新能源领域市场改革。为实现自身业务增长需要，郴电新能源拟投资建设郴州大汉家居建材机电城（简称“郴州大汉机电城”）等分布式光伏项目，增加公司电源供应，降低外购电成本，夯实地方电网基础，构建坚强的地方电网体系。

截止 2025 年 12 月公司已建成宜章公有产权场地分布式光伏项目等 46 个，总装机规模约 110MW，2025 年 6 月 12 日，公司分别与赞比亚能源池资源有限公司、赞比亚卡富埃峡区域培训中心达成赞比亚 CHOMA 地区 50MW 光伏项目、赞比亚纳马伦杜太阳能公园 10MW 光伏项目战略合作意向。同时，公司积极拓展风电领域，与郴州华骏新能源公司签订合作框架协议，在集中式风电领域迈出了第一步。

**表 3：公司投资的光伏项目概况（不完全统计）**

项目名称	规划装机容量 (kWp)	项目总投资 (万元)
郴州大汉机电城分布式光伏项目	18980	7200
宜章县乡镇市场 9 个分布式光伏项目	5312.16	1892.01
宜章公有产权场地第一批 7 个分布式光伏项目	10913.86	3745.64
宜章公有产权场地第二批 9 个分布式光伏项目	8881.5	3028.77

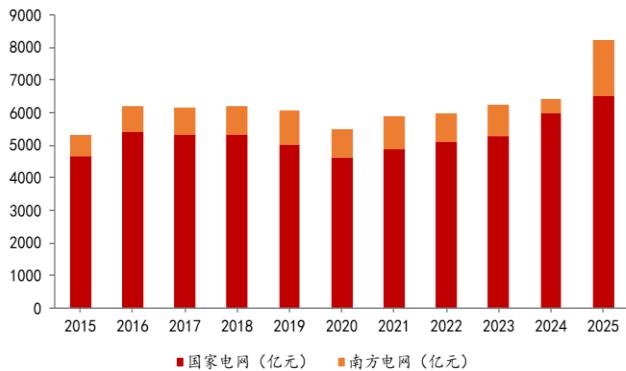
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3 打造“电力+低空经济”新场景，开辟第二增长曲线

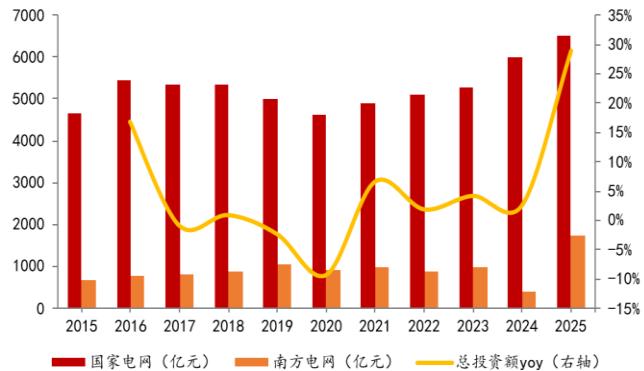
#### 3.1 配电网建设加快，电力智能化升级成必然趋势

**4 万亿投资驱动新型电力系统变革。**国家电网宣布“十五五”时期固定资产投资预计达到 4 万亿元，较“十四五”投资增长 40%，年均投资额约 8000 亿元，创下历史新高。2025 年，中国两大电网公司(国家电网和南方电网)的投资计划总额突破了 8250 亿元，相比 2024 年显著增长。其中，国家电网首次突破 6500 亿元，同比增长约 8%-10%，南方电网投资 1750 亿元，创历史新高。

国家电网 4 万亿元投资并非均匀铺开，“十五五”期间，国家电网将初步建成主干电网、配电网和智能微电网协同的新型电网平台；加快推进城市、农村、边远地区配网建设，探索末端保供型、离网型微电网模式；夯实数智基础设施，实施“人工智能+”专项行动，强化电网数字赋能。此外，国家电网将提升系统调节能力，优化抽蓄站点布局，支持新型储能规模化发展，提高新能源运行支撑和并网消纳水平。

**图 13：2015-2025 年国家电网和南方电网投资额**


数据来源：中国能源报、北极星发电网、中国电力企业联合会、西南证券整理

**图 14：2025 年国网、南网电网总投资同比增长 28.8%**


数据来源：Wind，西南证券整理

**电网数字化配套迎来投资风口。**随着主干电网和配电网建设加快，电力运维的智能化升级是行业必然趋势，传统人工巡检模式早已难以适配当前电力网络的发展需求。我国电力线路广泛分布于各种复杂的地理环境之中，包括崇山峻岭、茂密丛林以及广袤的水域，巡检人员往往需要徒步跋涉，穿梭于山地、丘陵等复杂地形，人工巡检效率低下，不仅难以满足电网快速发展的需求，还可能导致潜在隐患无法及时被发现，相较传统人工巡检，无人机巡检在复杂地形、长距离线路及高频巡检场景下具备显著的效率与安全优势，可有效降低人工成本、减少巡检盲区，并提升隐患识别的及时性与准确性，符合电网运维“少人化、标准化、数字化”的发展方向。电网数字化配套投资有望给数字孪生电网、无人机巡检、智能调度系统等领域带来持续的资金投入。

**表 4：国家电网“十五五”投资重点与对应系统升级方向**

投资领域	投资规模预估占比	关键建设内容	预期成效
特高压骨干网架	40%	新建跨区直流通道，改造存量线路	2030 年西电东送能力超 4.2 亿千瓦
智能配电网	30%	配电自动化升级、分布式能源接入	分布式新能源接纳能力达 9 亿千瓦
系统调节能力	20%	抽水蓄能、电化学储能、需求响应	新能源利用率稳定在 95% 以上
数字化基础设施	10%	智能传感、平台建设、5G 融合	故障隔离时间缩短至分钟级

数据来源：国家电网、中投产业研究院、西南证券

**2030 年无人机巡检市场规模有望突破 480 亿元。**无人机凭借高效、安全、全覆盖的优势，成为电力运维修的核心载体。国家发改委、能源局明确将无人机巡检纳入电力行业推广模式，2024 年电力领域无人机巡检覆盖率已达 45%，预计 2030 年将提升至 85% 以上，行业级无人机巡检市场规模预计 2030 年将突破 480 亿元。

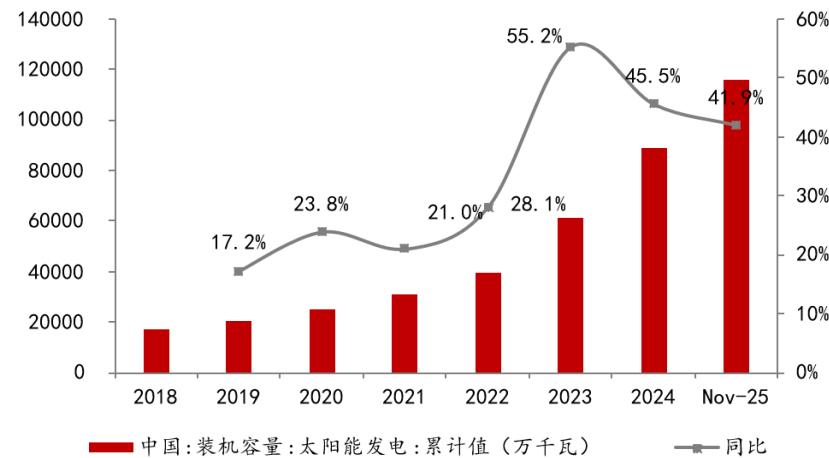
从业务属性看，无人机巡检并非单一的设备替代，而是以“设备+运维服务+数据平台”为核心的持续性运维修投入。随着区域电网规模扩大、配网精细化管理要求提升以及巡检频次增加，该业务具备稳定放量基础，且具备较强稳定性，受电网投资周期波动影响相对较小，具备一定的逆周期属性。

公司依托区域电网运营与配电资产优势，积极推进无人机巡检在输配电线路上的应用。公司通过全资子公司郴电科技，将低空经济技术深度融入核心业务，率先实现运维模式革新。在电网巡检领域，公司部署的无人机巡检系统较传统人工效率提升 5 倍以上，缺陷识别准确率达 93% 以上，可精准识别绝缘子破损、导线断股等典型问题，不仅大幅降低了高山、密林等复杂区域的巡检安全风险，更将自身电网运维成本降低约 20%。

### 3.2 国内光伏装机突破1TW，催生光伏运维刚性需求

截至2025年11月中国光伏容量达116119万千瓦，装机总量已突破1TW级别，随着中国光伏装机规模持续全球领先，光伏运维市场的空间不断扩大，新增装机持续高增长，为后端运维需求奠定了体量基础。

图15：2018年-2025年11月中国光伏装机容量持续高增长



数据来源：Wind，西南证券整理

**发电效率下降催生刚性需求。**通过实验发现，光伏组件（实验均以晶体硅光伏组件为例分析）表面积尘量会对光伏组件的输出功率产生影响，光伏组件的输出功率随积尘量的增大而减小。当积尘量达到 $100\text{g}/\text{m}^2$ 时， $1\text{m}^2$ 光伏组件的输出功率相对于积尘量为 $30\text{g}/\text{m}^2$ 时光伏组件的输出功率降低了15.2%；对于 $1\text{m}^2$ 光伏组件而言，表面清洁的光伏组件与表面积尘的光伏组件在1天内08:00~17:00期间的输出功率对比如图17所示，由图可知，光伏组件表面有积尘时比无积尘时的输出功率最大下降了23.9%。在此背景下，光伏板清洗已从可选服务演变为电站资产保值增值的核心手段，《智能光伏产业创新发展行动计划》明确要求支撑新型电力系统，开发智能清洗机器人、智能巡检无人机等智能运维产品。此外，《能源重点领域大规模设备更新实施方案》提出到2027年实现能源重点领域设备投资规模较2023年增长25%以上，重点推动光伏领域设备更新和技术改造，为清洗设备市场提供了明确的政策支撑。

图16： $1\text{m}^2$ 光伏组件的输出功率与积尘量的关系

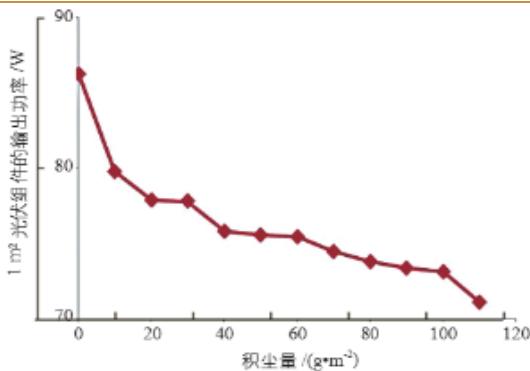


图1 1m²光伏组件的输出功率与积尘量的关系

数据来源：《积尘对光伏电站发电量的影响及清洁方式分析》，西南证券整理

图17： $1\text{m}^2$ 光伏组件表面有、无积尘时的输出功率曲线

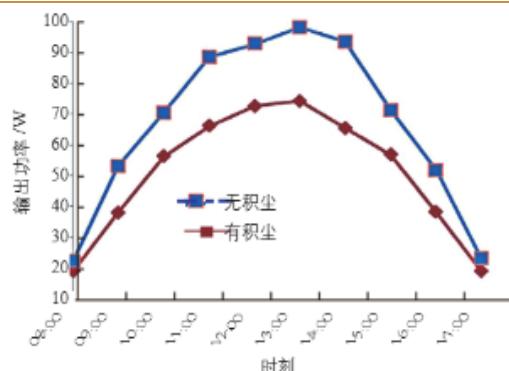


图2 1m²光伏组件表面有、无积尘时的输出功率曲线

数据来源：《积尘对光伏电站发电量的影响及清洁方式分析》，西南证券整理

**无人机光伏面板清洗具备成本和效率优势。**传统人工清洗效率低、成本高且存在安全隐患，固定式喷淋设备造价高，屋顶电站更望尘莫及，相较于人工清洗，根据各地数据，无人机清洁在规模化作业中更具成本优势，约为人工清洗成本的 70%-75%。且能适配沙漠、高原等极端环境，在效率提升方面具备显著优势。

根据博研咨询，2024年中国太阳能电池板自动清洗设备市场规模达到 48.7 亿元，较 2023 年的 36.2 亿元同比增长 34.5%，反映出下游光伏电站对高效、低人工依赖的清洁解决方案的高度认可。该增长动力主要来源于西北地区大型集中式光伏电站的规模化投运，以及东部沿海地区分布式屋顶光伏对轻量化、模块化清洁机器人的需求上升。

公司将业务边界延伸至光伏运维领域，开启无人机清洁光伏面板及增值服务。公司通过为同行提供标准化清洁服务，有望快速抢占市场份额，从“自我运维”转向“行业服务”，打开全新盈利空间。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

**关键假设：**

**电力销售业务：**公司供电主业拥有特许经营权，有相对稳定的供电市场，供电市场包括郴州市四县两区及郴州市城区 70% 的供电区域，是湖南最大的地方区域电网。因此我们假设公司该业务板块在 25-27 年保持 4.5%/5.6%/6.1% 的增速，考虑到公司布局新能源建设，加大自发电比例，优化购电成本，因此我们假设 25-27 年毛利率为 9.7%/12.8%/15.7%；

**工业气体销售业务：**考虑工业气体作为钢铁、化工、电子、新能源、医疗等行业的基础生产要素，具备显著的刚需属性，其需求与工业生产高度相关但波动幅度相对有限。因此我们假设该业务 25-27 年 -5%/-5%/-5% 的收入增速，假设 25-27 年毛利率为 36.7%/38%/39%。

**自来水销售业务：**公司全资子公司郴州市自来水有限责任公司拥有特许经营权，为郴州市城区及周边乡镇群的唯一供水主体，东江引水工程竣工投运后，供水能力达 60 万吨/日，因此我们假设该业务保持 5% 的收入增速，假设 25-27 年毛利率为 19%/21%/21.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

**表 5：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
电力销售	收入	3398	3552	3750	3978
	增速	4.6%	4.5%	5.6%	6.1%
	毛利率	8.8%	9.7%	12.8%	15.7%
工业气体销售	收入	495	470	447	425
	增速	103.1%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	36.7%	36.7%	38.0%	39.0%
自来水销售	收入	383	402	422	443
	增速	0.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	14.7%	19.0%	21.0%	21.5%

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
其他业务	收入	16	18	21	26
	增速	-65.7%	15.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	87.3%	87.3%	87.3%	87.3%
合计	收入	4292	4443	4640	4871
	增速	9.5%	3.5%	4.4%	5.0%
	毛利率	12.8%	13.7%	16.3%	18.6%

数据来源: Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取行业内 2 家可比公司，两家可比公司均为区域性电网公司，2026 年可比公司平均 PE 为 27 倍。公司为湖南最大的地方区域电网，有稳定的供电供水市场，随着自发新能源占比提升，公司未来购电成本有望下降，业绩有望增长。另外除供电供水主业以外，公司在无人机电网运维，光伏面板清洗等新兴领域提前布局，有望快速抢占市场份额。给予公司 2027 年 30 倍 PE，对应目标价 16.20 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值 (2026/01/30)

证券代码	公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
600452.SH	涪陵电力	12.42	0.33	0.35	0.40	0.42	37.64	35.49	31.05	29.57
600101.SH	明星电力	10.03	0.38	0.34	0.38	0.40	26.39	29.50	26.39	25.08
平均值							32.02	32.49	28.72	27.32
600969.SH	郴电国际	11.81	-0.10	0.21	0.41	0.54	-118.1	56.24	28.80	21.87

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 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	4291.52	4442.68	4640.35	4871.40	净利润	60.07	121.93	216.96	330.28
营业成本	3740.44	3833.29	3883.16	3963.51	折旧与摊销	532.86	677.16	678.60	679.32
营业税金及附加	37.73	39.06	40.80	42.83	财务费用	298.33	190.93	191.27	162.95
销售费用	14.48	14.99	15.66	16.44	资产减值损失	-24.93	0.00	0.00	0.00
管理费用	233.87	242.11	252.88	265.47	经营营运资本变动	384.17	-368.12	-44.29	-36.50
财务费用	298.33	190.93	191.27	162.95	其他	10.70	-176.14	-26.21	-33.82
资产减值损失	-24.93	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1261.19	445.75	1016.33	1102.23
投资收益	55.89	70.00	70.00	70.00	资本支出	199.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.07	0.07	0.07	0.07	其他	-153.90	59.81	73.49	68.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	45.67	59.81	73.49	68.93
<b>营业利润</b>	<b>152.13</b>	<b>192.36</b>	<b>326.65</b>	<b>490.27</b>	短期借款	235.25	1033.33	-646.67	-735.75
其他非经营损益	-24.14	-18.18	-16.70	-18.44	长期借款	-108.99	-200.00	-150.00	-150.00
<b>利润总额</b>	<b>127.98</b>	<b>174.18</b>	<b>309.95</b>	<b>471.83</b>	股权融资	8.32	0.00	0.00	0.00
所得税	67.92	52.25	92.98	141.55	支付股利	0.00	2.87	-3.04	-6.93
<b>净利润</b>	<b>60.07</b>	<b>121.93</b>	<b>216.96</b>	<b>330.28</b>	其他	-962.66	-754.27	-191.27	-162.95
少数股东损益	96.34	45.01	66.78	129.65	筹资活动现金流净额	-828.08	81.93	-990.98	-1055.63
归属母公司股东净利润	-36.27	76.92	150.19	200.63	<b>现金流量净额</b>	478.77	587.48	98.84	115.53
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
货币资金	1633.86	2221.34	2320.17	2435.70	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	919.17	1090.99	1114.01	1157.20	销售收入增长率	9.47%	3.52%	4.45%	4.98%
存货	59.49	69.29	68.16	69.29	营业利润增长率	1546.41%	26.44%	69.81%	50.09%
其他流动资产	80.19	92.28	96.07	99.57	净利润增长率	266.53%	102.98%	77.95%	52.23%
长期股权投资	1593.78	1593.78	1593.78	1593.78	EBITDA 增长率	47.86%	7.84%	12.83%	11.37%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	9682.64	9021.43	8358.78	7695.41	毛利率	12.84%	13.72%	16.32%	18.64%
无形资产和开发支出	428.80	413.28	397.76	382.23	三费率	12.74%	10.08%	9.91%	9.13%
其他非流动资产	108.79	108.36	107.94	107.51	净利率	1.40%	2.74%	4.68%	6.78%
<b>资产总计</b>	<b>14506.71</b>	<b>14610.75</b>	<b>14056.67</b>	<b>13540.69</b>	ROE	1.55%	3.04%	5.14%	7.27%
短期借款	436.00	1469.33	822.67	86.92	ROA	0.41%	0.83%	1.54%	2.44%
应付和预收款项	1002.28	1005.15	1022.11	1049.67	ROIC	2.01%	2.66%	3.72%	4.98%
长期借款	6472.35	6272.35	6122.35	5972.35	EBITDA/销售收入	22.91%	23.87%	25.79%	27.35%
其他负债	2713.30	1856.35	1868.05	1886.91	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>10623.94</b>	<b>10603.18</b>	<b>9835.18</b>	<b>8995.86</b>	总资产周转率	0.29	0.31	0.32	0.35
股本	370.05	370.05	370.05	370.05	固定资产周转率	0.44	0.48	0.54	0.61
资本公积	2566.88	2566.88	2566.88	2566.88	应收账款周转率	5.84	5.79	5.78	5.79
留存收益	607.28	687.07	834.21	1027.91	存货周转率	55.04	56.26	53.70	54.77
归属母公司股东权益	3554.78	3634.57	3781.71	3975.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.56%	—	—	—
少数股东权益	327.99	373.00	439.77	569.42	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3882.77</b>	<b>4007.57</b>	<b>4221.49</b>	<b>4544.84</b>	资产负债率	73.23%	72.57%	69.97%	66.44%
负债和股东权益合计	14506.71	14610.75	14056.67	13540.69	带息债务/总负债	65.03%	73.01%	70.61%	67.36%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	流动比率	0.84	1.03	1.31	1.82
EBITDA	983.31	1060.44	1196.52	1332.53	速动比率	0.82	1.01	1.28	1.79
PE	-120.48	56.82	29.10	21.78	股利支付率	0.00%	-3.73%	2.03%	3.45%
PB	1.13	1.09	1.04	0.96	<b>每股指标</b>				
PS	1.02	0.98	0.94	0.90	每股收益	-0.10	0.21	0.41	0.54
EV/EBITDA	10.28	9.22	7.43	5.92	每股净资产	10.49	10.83	11.41	12.28
股息率	0.00%	—	0.07%	0.16%	每股经营现金	3.41	1.20	2.75	2.98
					每股股利	0.00	-0.01	0.01	0.02

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。

	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
公司评级	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
	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
行业评级	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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	15821376156	zfy@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
	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
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanj@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	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	lzs@swsc.com.cn