算电协同：AI 高速发展时代下迸发无穷潜力

行业评级 看好（维持）
国家/地区 中国
行业 公用事业行业
报告发布日期 2026 年 07 月 05 日



核心观点

- **算电协同：AI 高速发展时代下拥有无限潜力。**市场认为算电协同产业发展难以改善电力资产盈利能力。但我们认为算力高增带来的用电需求弹性空间巨大，有望率先通过改善区域电力供需格局的形式提升电力资产盈利能力；且远期电力资产的定价逻辑存在从“成本竞争”到“价值发现”跃迁的可能。
- **与众不同的信息与逻辑：**

  行业的量：算力用电总量存在超预期空间；结构上算力枢纽区域供需或率先收紧。1）市场对于远期算力用电增长空间存在一定分歧。我们通过构建“单 Token 推理能耗×日均 Token 调用量×PUE”三维测算模型，在中性情景下测算 2030 年中国数据中心用电量有望达 8000 亿千瓦时。进一步分析三大核心变量，其中日均 Token 调用量作为需求侧驱动因子，其增长边界尚未收敛、几乎不存在物理上限，是决定算力用电弹性的主导变量。这意味着算力用电的长期天花板可能高于当前市场预期，电力保障能力正成为算力时代的核心竞争变量。2）从供需格局看，全国层面新能源装机高增足以覆盖算力用电增量，系统性“缺电”风险概率较低；但新增算力向内蒙古、宁夏、甘肃、贵州等绿电富集区集聚，高确定性用电需求的注入显著改善新能源弃电困局，使其从“被动弃电”走向“主动匹配”。

  行业的价：被低估的电价弹性与未被定价的 Token 分成期权。1）市场对于算电协同项目盈利前景普遍较为悲观。我们认为当下行业痛点是阶段性的，未来随着 GPU 价格下行使电力成本权重上升、算力枢纽区域电力供需由松转紧，绿电定价逻辑有望从“弃电压价”的被动局面向反映资源稀缺性的市场化定价回归。电价中枢上移将显著释放项目盈利弹性。2）大厂资本开支外溢背景下，掌握优质绿电资源的发电企业是 Capex 外包的天然承接方，兼具项目获取资质与分成谈判筹码。盈利模式有望从单纯"卖电"向"Token 分成"跃迁，电力运营商的盈利天花板将被系统性打开，估值逻辑或从传统公用事业属性向成长股切换。

投资建议与投资标的

- **算电协同有望驱动电力资产价值重估。量的维度，算力高增带来庞大用电需求，为绿电提供稳定且充裕的消纳空间；价的维度，随着电力成本权重上升、算力枢纽电力供需趋紧，绿电定价或从“弃电压价”向体现资源稀缺性的市场价值回归。远期来看，其盈利模式可能从传统的“卖电”向“Token 分成”跃迁。电力运营商盈利天花板与估值中枢有望同步抬升。相关标的：**

  1）全国性或枢纽节点区域的新能源运营龙头：华电新能(600930，买入)、龙源电力(001289，买入)、三峡能源(600905，买入)。

  2）拥有稳定且低成本的水电资源：长江电力(600900，买入)、川投能源(600674，买入)。

  3）在算电协同中扮演“核心缓冲器”的储能运营企业：南网储能(600995，买入)。

风险提示

电力市场化改革进度不确定性。行业竞争加剧。AI 需求不及预期。政策推进不及预期。假设条件变化影响测算结果。

证券分析师
孙辉贤 执业证书编号：S0860525090003
sunhuixian@orientsec.com.cn
021-63326320
孙怡萱 执业证书编号：S0860525110002
sunyixuan@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
明确十五五能源发展目标，强化多元电价体系建设：公用事业行业周报（2026/6/22~2026/6/26） 2026-06-28
市场等待回归，我们看见重构——天然气战略溢价下的双重机遇 2026-06-21
用电需求延续高增，新能源出力有所修复：公用事业行业周报（2026/6/15~2026/6/18） 2026-06-21

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

重大投资要素

我们区别于市场的观点

算电协同：AI 高速发展时代下拥有无限潜力。市场认为算电协同产业发展难以改善电力资产盈利能力。但我们认为算力高增带来的用电需求弹性空间巨大，有望率先通过改善区域电力供需格局的形式提升电力资产盈利能力；且远期电力资产的定价逻辑存在从“成本竞争”到“价值发现”跃迁的可能。

与众不同的信息与逻辑：

行业的量：算力用电总量存在超预期空间；结构上算力枢纽区域供需或率先收紧。

1）市场对于远期算力用电增长空间存在一定分歧。我们通过构建“单 Token 推理能耗×日均 Token 调用量×PUE”三维测算模型，在中性情景下测算 2030 年中国数据中心用电量有望达 8000 亿千瓦时，这一规模相当于一个中等经济体量国家的用电水平。

进一步分析三大核心变量，其中日均 Token 调用量作为需求侧驱动因子，其增长边界尚未收敛、几乎不存在物理上限，是决定算力用电弹性的主导变量。算力用电的长期天花板可能高于当前市场预期，电力保障能力正成为算力时代的核心竞争变量。

2）从供需格局看，全国层面新能源装机高增足以覆盖算力用电增量，系统性“缺电”风险概率较低；但是，区域枢纽节点省份面临结构性电力紧张的压力。我们假设中性情景下 2030 年较 2025 年全国新增算力用电需求约 6000 亿千瓦时，其中约 50%（约 3000 亿千瓦时）落地于内蒙古、宁夏、甘肃、贵州四省（区），与四省 2025 年合计全社会用电量（约 10700 亿千瓦时）比较，占比达到 28%，意味着仅算力带来的增量需求就相当于四省现有用电基数的近三成。

行业的价：被低估的电价弹性与未被定价的 Token 分成期权。

1） 市场对于算电协同项目盈利前景普遍较为悲观。通过我们自建的发电侧算电协同投资收益模型，测算结果印证当前项目整体收益率处于偏低区间。但是，我们认为当下行业痛点是阶段性的，**中期来看，电价有望改善释放电力资产盈利弹性**：

对于并网成本高企，我们认为未来可通过输配电价改革、绿电交易机制完善等政策工具疏导；

对于源荷不匹配下高比例配储以及绿电直供电价内卷，我们认为随着算力用电需求快速增长、电力供需格局得到改善，负荷侧"算随电转"或能缓解源荷错配，配储需求随之下降；若区域用电需求增速持续超过本地新能源装机扩张速度，“弃电压价”的逻辑或迎来逆转，绿电价格或将从补贴托底的政策价格，向反映真实资源稀缺性的市场价值回归；

对于需求侧敏感性约束，我们认为缓解则未来随着 GPU 价格逐步下降，在总成本中的占比将逐步收缩，电力成本占总成本比重提升，数据中心对于电价的敏感度增强，绿电经济性得以凸显。绿电价值重估得以具备成本逻辑基础。

我们对项目投资收益模型进行敏感性测试，基准假设下项目 IRR 约 2.15%（全投资、税后），电价若提升至 0.28 元/度，IRR 相应增长至 3.69%，相当于电价每增厚 0.01 元/度，IRR 相对提升约 0.385 个百分点。电价边际改善显著放大盈利弹性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

2）**远期来看，电力企业盈利模式或能从“卖电”延伸至“Token 分成”：**大厂资本开支外溢背景下，掌握优质绿电资源的发电企业是 Capex 外包的天然承接方，兼具项目获取资质与分成谈判筹码，若能切入 AI 产业链享受行业成长红利，电力运营商的盈利天花板将被系统性打开，估值逻辑或从传统公用事业属性向成长股切换。

核心逻辑/核心变量

核心逻辑：算电协同产业发展带来的用电需求增长具备较大弹性空间，且有望率先通过改善部分区域电力供需形势的方式抬升电力资产盈利能力，并存在远期改写电力资产定价逻辑（从"成本竞争"走向"价值发现"）的可能。

核心变量：头部科技企业 AI 资本开支增速、Token 调用量增速、区域用电量增速、区域电价走势等。

股价上涨的催化因素

算电协同政策加码、标杆项目落地、源网荷储一体化等技术出现突破性进展

投资建议与投资标的

算电协同有望驱动电力资产价值重估。量的维度，算力高增带来庞大用电需求，为绿电提供稳定且充裕的消纳空间；价的维度，随着电力成本权重上升、算力枢纽电力供需趋紧，绿电定价或从“弃电压价”向体现资源稀缺性的市场价值回归。远期来看，其盈利模式可能从传统的“卖电”向“Token 分成”跃迁。电力运营商盈利天花板与估值中枢有望同步抬升。相关标的：

1） 全国性或枢纽节点区域的新能源运营龙头：华电新能(600930，买入)、龙源电力(001289，买入)、三峡能源(600905，买入)。

2） 拥有稳定且低成本的水电资源：长江电力(600900，买入)、川投能源(600674，买入)。

3） 在算电协同中扮演“核心缓冲器”的储能运营企业：南网储能(600995，买入)。

风险提示

电力市场化改革进度不确定性。行业竞争加剧。AI 需求不及预期。政策推进不及预期。假设条件变化影响测算结果。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1、 AI 与能源双向赋能，政策大力支持算电协同发展.....6
1.1 政策路径回望：从概念提出到国家顶层战略.....6
1.2 阶段目标和量化指标明确，落地可行性强.....7
2、算力即电力：高增时代的能源需求重构.....9
2.1 算力进入高增通道，电力重要性日益凸显.....9
2.2 Token 调用量爆发潜力下，用电需求弹性巨大.....10
2.3 西部/北部枢纽节点省份或现局部用电紧张.....12
3、被低估的电价弹性与未被定价的 Token 分成期权.....14
3.1 短期：多重现实约束，算电协同项目收益承压.....14
3.2 中期：电价改善释放盈利弹性.....17
3.3 远期：从“卖电”到“Token 分成”，打开成长空间.....18
4、投资建议与相关标的.....21
风险提示.....22

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：2022-2026Q1 年中国数据中心用电量增速加快（亿千瓦时）.....9
图 2：近年来中国智能算力规模高增.....9
图 3：未来中国智能算力规模继续高增，预计 2028 年达到近 2800EFLOPS（EFLOPS，FP16）.....10
图 4：国家能源局预计，到 2030 年中国数据中心用电量达 8000 亿千瓦时（亿千瓦时）.....12
图 5：八大算力枢纽节点机架数占全国 70%以上.....13
图 6：算力枢纽基本落位于绿电资源丰富区域.....13
图 7：部分区域数据中心用电比例较高（%）.....13
图 8：新增算力负荷可能为算力枢纽区域带来供电压力（亿千瓦时）.....13
图 9：各类项目 IRR 对比来看，当下算电协同项目无超额收益.....14
图 10：发电侧出力曲线与负荷侧需求曲线不匹配（%装机）.....16
图 11：电力成本是运营中心的核心成本项.....17
图 12：当前阶段，电力成本占数据中心全生命周期成本极低.....17
图 13：五大云厂商资本开支自 GPT-4 发布以来已增长了 4 倍（十亿美元）.....19
图 14：五大云厂商合计自由现金流将于 2026 年三季度前后将降至零附近（十亿美元）.....19
图 15：同一份绿电资源，价值捕获持续升级.....19
图 16：IDC 预测中国企业智能体 Token 消耗年均增超 30 倍.....20
图 17：核心资源的时代迁移：从黄金、石油到电力.....20

表 1： 2023~2026 年间算电协同政策演进：从概念提出升级至国家顶层战略.....6
表 2：数据中心绿色发展具体约束.....7
表 3：算电协同纳入新基建后将带动万亿级基础设施投资.....8
表 4：电力在 AI 产业中的"计价—流通—稀缺"三重货币属性.....10
表 5：中性情景下，测算中国 2030 年数据中心用电量可达约 8000 亿 kWh.....11
表 6：不同情景下 2030 年中国数据中心用电规模相差逾 35 倍.....11
表 7：不同变量对应的用电需求敏感性测算.....12
表 8：现阶段算电协同项目收益率偏低.....14
表 9：关键假设.....15
表 10：基准情景测算结果印证当前项目整体收益率处于偏低区间.....15
表 11：敏感性测试：电价与利用小时数边际改善显著放大盈利弹性.....18

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

1、AI 与能源双向赋能，政策大力支持算电协同发展

1.1 政策路径回望：从概念提出到国家顶层战略

2023~2024 年间政策实现从方向倡导到硬性指标的跃迁，演进节奏提速。2023 年国家发改委《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》首次提出“算力电力双向协同”，并明确到 2025 年底国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%的目标；2024 年 7 月国家发改委发布《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》将节点数据中心 PUE(能效)“不得高于 1.2”设为强制性上限。

2026 年是历史拐点，算电协同正式从行业政策跃升为国家顶层战略。2026 年 3 月政府工作报告首次将其纳入新基建工程，“十五五”规划纲要明确“推动绿色电力与算力协同布局”，同期首批国家标准立项；配套“六张网”建设总投资超 7 万亿元、国网“十五五”投资约 4 万亿元。覆盖范围从单一绿电占比、PUE 能效，系统化拓展至绿电直连、源网荷储、虚拟电厂等多元协同格局。

表 1： 2023~2026 年间算电协同政策演进：从概念提出升级至国家顶层战略

时间	部门	文件/会议	内容概要
2023.12	国家发改委等	《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》	首次提出“算力电力双向协同”；明确 2025 年底国家枢纽节点新建数据中心绿电占比≥80%；构建三级时延算力网
2024.07	国家能源局	关于政协第十四届全国委员会第二次会议第 03484 号提案答复的函	支持枢纽节点内部及节点间开展算力电力协同试点；提升数据中心集群电力供给便利度
2024.07	国家发改委等	《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》	实施一批算力与电力协同项目；开展算力电力协同规划布局；探索“绿电聚合供应”模式
2024.07	国家发改委等	《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	明确西部智算中心 PUE≤1.20、东部≤1.25；推动算力设施绿色化转型
2025.03	国家发改委等	《关于促进可再生能源绿色电力证书市场高质量发展的意见》	要求国家枢纽节点新建数据中心绿电消费比例在 80%基础上进一步提升；通过绿证强制消费机制为算力设施绿电消纳提供核算工具
2025.04	四川省发改委等	《关于支持加快算电融合发展的实施意见》	省级首个专项文件；建设“源网荷储一体化”绿电算力供给体系
2025.05	国家发改委、国家能源局	《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》	首创“绿电直连”制度通道；新能源不接入公共电网，通过直连线路向用户供给绿电
2025.09	国家发改委、国家能源局	《关于完善价格机制促进新能源发电就近消纳的通知》	明确就近消纳项目须承担输配电价和系统运行费；为绿电直连提供价格结算机制
2026.03	国务院	2026 年《政府工作报告》	**首次将 "算电协同" 纳入国家新型基础设施建设工程**；提出“实施超大规模智算集群、算电协同等新基建工程”
2026.03	国家发改委	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》	在“强化算力算法数据高效供给”章节提出**“推动绿色电力与算力协同布局”**；加强全国一体化算力监测调度，提升算力接入和精准匹配能力
2026.03	国家数据局	中国发展高层论坛 2026 年年会	提出开展算电协同试点，大力推进算电协同工程；确保枢纽节点新建算力设施绿电应用占比≥80%
2026.04	国家能源局	国家能源局 2026 年季度新闻发布会	明确将完善绿电直连政策举措，推进算电协同试点；引导算力设施向新能源富集地区合理布局；纳入“十五五”电力规划

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

2026.05	国家发改委等	《关于促进人工智能与能源双向赋能的行动方案》	部署 29 项重点任务；2027 年初步构建能源保障体系、2030 年达世界领先；统筹新能源基地与算力枢纽布局；首提核电/氢能直连、构网型储能
2026.05	国家发改委、国家能源局	《关于有序推动多用户绿电直连发展有关事项的通知》	绿电直连从“单用户”升级为“多用户共享”模式；优先支持算力设施等新兴产业

数据来源：国家发改委、国家能源局、国务院、东方证券研究所

1.2 阶段目标和量化指标明确，落地可行性强

政策核心目的明确，推动 AI 与能源的双向赋能。2026 年 5 月，四部门联合印发《关于促进人工智能与能源双向赋能的行动方案》，明确“强化能源对人工智能发展的基础支撑作用，发挥人智能对能源转型的叠加倍增作用”。一方面强化能源对人工智能的基础支撑——算力是高耗能产业，电力成本占智算中心运营成本的 50%~70%，发挥我国低电价、电力充裕的优势可直接转化为算力竞争力；另一方面发挥人工智能对能源转型的叠加倍增作用，借助算力负荷"非实时、可中断、可调度"的柔性特征化解新能源消纳难题。

政策已明确"两步走"总体目标，并对数据中心绿色发展设定具体约束。到 2027 年，能源与人工智能融合创新体系初步构建、算力与电力协同发展根基不断夯实；到2030年，相关技术与应用总体达到世界领先水平、协同机制进一步完善。在数据中心绿色发展层面，国家枢纽节点新建算力设施绿电占比必须达到 80%以上，且已从"纳入监测"转向以绿证核算的"实质考核"；能效上要求西部智算中心 PUE 不高于 1.20、东部不高于 1.25，新建大型数据中心 PUE 降至 1.25 以下。

《行动方案》沿"安全供给—绿色转型—协同运行"三条主线部署执行路径。安全供给端，方案提出统筹新能源基地与算力枢纽协同布局，提出探索核电、氢能直连供能，并鼓励配置构网型储能。绿色转型端，方案要求完善绿电直连政策，鼓励新建算力设施与新能源发电企业签订多年期绿色电力交易合同（PPA）。协同运行端，方案提出建立算力与电力互动机制，以电力市场价格信号引导算力设施优化能量管理和跨网跨区调度，支持算力设施作为可调资源参与电力市场。

双碳目标引入以党政同责、一票否决考核机制，算电协同有望在绿色低碳轨道上加快落地。2026 年 4 月，中办、国办《碳达峰碳中和综合评价考核办法》，首次将碳排放双控纳入党内法规体系，标志着双碳工作从顶层设计迈入党政同责、一岗双责的刚性约束阶段。考核由中央组织部统筹，结果与地方领导班子综合考评、选拔任用直接挂钩，设置碳排放总量、煤炭及石油消费总量等 5 项控制指标和 9 项支撑指标。由于算力设施是高耗能、高碳负荷，新建算力集群将直接计入所在地碳排放与能耗指标，这一制度推动算电协同在绿色低碳轨道上加快落地。

表 2：数据中心绿色发展具体约束

约束维度	对象	具体要求
绿电占比约束	国家枢纽节点新建算力设施	绿电占比≥80%；考核机制从 “纳入监测” 升级为以绿证核算的 “实质考核”
能效（PUE）约束	西部智算中心	PUE≤1.20
	东部智算中心	PUE≤1.25
	新建大型数据中心	PUE 降至 1.25 以下

数据来源：国家发改委、国家能源局、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

表 3：算电协同纳入新基建后将带动万亿级基础设施投资

投资板块	整体规模	细分内容与说明
“六张网”统筹建设	超 7 万亿元	统筹推进水网、电网、算力网、新型通信网等“六张网”建设
电力侧（电网）	未来五年总投资超 5 万亿元	国家电网：约 4 万亿元，明确将数智基础设施列为重点投向
		南方电网及地方电网：约 1 万亿元
算力与数据侧	年带动投资规模约 2 万亿元	国家数据基础设施年直接投资约 4000 亿元
		带动上下游关联产业年投资约 2 万亿元

数据来源：国家发改委、国家电网、国家数据局、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

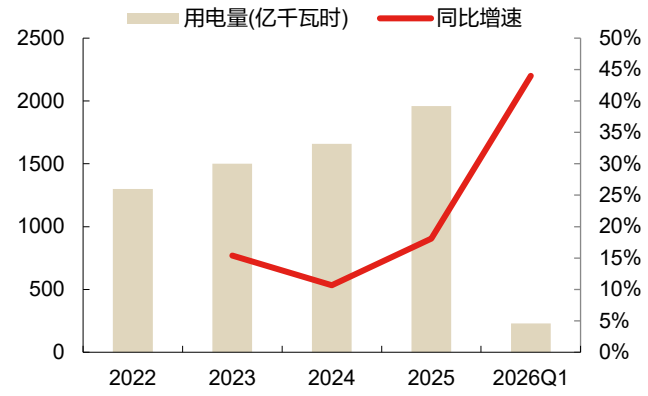
2、算力即电力：高增时代的能源需求重构

2.1 算力进入高增通道，电力重要性日益凸显

我国数据中心用电呈现远超全社会的刚性增长，26Q1 增速达 44%。我国数据中心用电量从 2022 年的 1300 亿千瓦时增至 2025 年的 1960 亿千瓦时，占全社会用电比重由 1.5%升至 1.9%。进入 2026 年，这一增势进一步提速，26Q1 互联网数据服务业用电量 229 亿千瓦时，同比+44%，远超同期全社会用电 5.2%的增速，成为三产用电最重要的新兴增量。

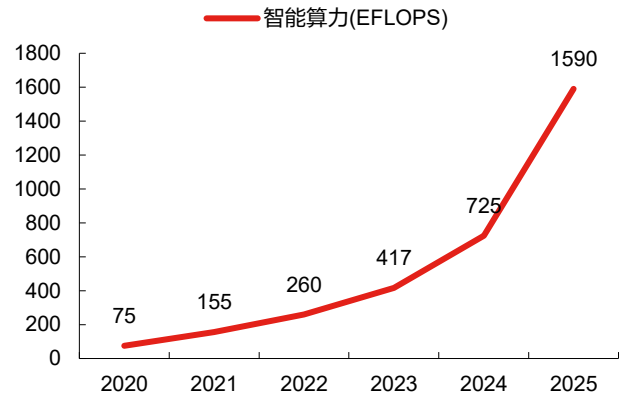
智能算力对通用算力的加速替代，是本轮数据中心用电量飙升的物理根源。据工信部介绍，截至 2025 年底，我国已建成 42 个万卡级智算集群，智能算力规模（FP16）达到 1590 EFLOPS，总规模稳居全球第二；与之对应的微观变化是，AI 单机柜功率密度已从传统的 3-8 千瓦跃升至 20-100 千瓦，英伟达 GB200 等高端机型单柜功率甚至已突破 130 千瓦，这正是用电量飙升最直接的物理根源。

图 1：2022-2026Q1 年中国数据中心用电量增速加快（亿千瓦时）



数据来源：国家能源局、东方证券研究所

图 2：近年来中国智能算力规模高增



数据来源：IDC、工信部、东方证券研究所

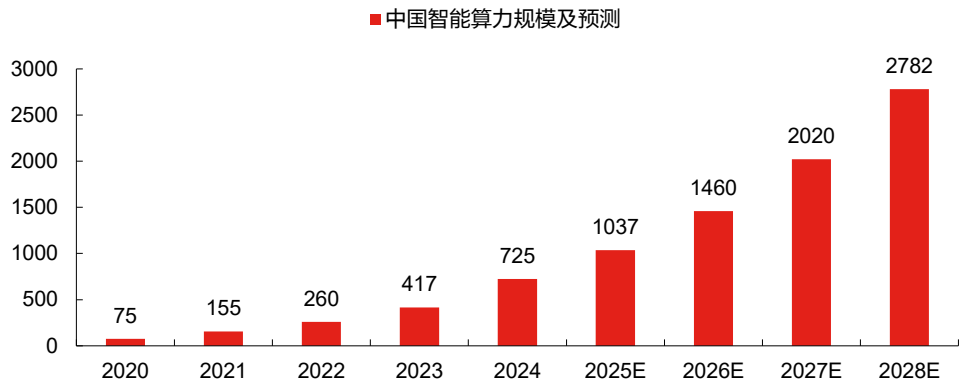
未来 AI 大模型驱动算力指数级增长。全球来看，据中国信通院《先进计算暨算力发展指数蓝皮书(2025 年)》，未来五年全球算力将保持超 60%的年增速，到 2030 年将突破 50 ZFLOPS，智能算力占比升至 95%以上。中国作为全球第二大算力市场，IDC《2025 年中国人工智能计算力发展评估报告》预计，2023~2028 年我国智能算力规模的年复合增速将达 46%。

头部科技企业开启历史性资本开支周期，是对未来算力高增的“确认性押注”。据 CNBC 2026 年 4 月 30 日报道，华尔街分析师预计随着科技巨头在财报电话会上公布更激进的支出计划，2027 年全行业 AI 资本开支总额可能突破 1 万亿美元。国内方面，科技巨头同步进入重投入周期。阿里巴巴于 2025 年 2 月宣布未来三年投入超 3800 亿元建设云与 AI 硬件基础设施，总额超过去十年总和且此后经历多次上修；腾讯 2026 年第一季度经营性资本支出达 312 亿元，同比+18%、环比大幅+84%；公司首席战略官在业绩会上表示，随着国产 AI 芯片供给逐步落地，2026 年下半年资本开支增幅预计将更为显著。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图 3：未来中国智能算力规模继续高增，预计 2028 年达到近 2800EFLOPS（EFLOPS，FP16）



数据来源：IDC、东方证券研究所

电力正在成为算力的"新货币"。英伟达创始人黄仁勋曾以工业时代的发电机作类比：发电机完成了能量向电力的转化，催生了电力工业；而今天的 AI 芯片则是在完成电力向 Token 的转化——每一个 Token 的生成本质上都是电子移动与能源转化为算力的结果。在 2025 年 GTC 大会上他进一步指出“未来每一座数据中心都将受限于电力，我们现在是一个电力受限的行业。” 我们认为，电力已不再是损益表中的单纯成本项，其在 AI 产业中正具备出"计价—流通—稀缺"三重货币属性。

表 4：电力在 AI 产业中的"计价—流通—稀缺"三重货币属性

货币属性	具体内容	产业逻辑
价值尺度	电力是 AI"智能产出"的底层计量与成本基准：算力产能与 Token 产出，最终都需折算到电能消耗上定价与结算	电价直接决定单位 Token 的边际成本；AI 负荷近乎不可中断、不可削峰，供电的持续性与稳定性决定算力资产能否长期创造价值
可交换载体	电力本身难以跨区储运，但经算力中心转化为 Token 后，其价值可脱离本地电网、实现全球流通与跨境结算，完成"物理能量→数字价值"的跃迁	Token 是 AI 处理信息的最小单位,使"电力的价值"以数字服务形式对外输出
稀缺性	AI 爆发使电力从充沛廉价的公用资源，(结构性、局部)转向供给趋紧、议价力上升的战略资源	发输电受长建设周期与刚性产能上限约束，难以匹配算力需求的指数级增长；叠加数据中心对"稳定出力+低碳"的双重要求，进一步收窄优质电力的有效供给半径

数据来源：东方证券研究所整理

2.2 Token 调用量爆发潜力下，用电需求弹性巨大

单 Token 推理能耗是衔接 AI 算力与电力消耗的最小计量单元。Token 是大模型处理信息的最小单位，用户的每一次提问、模型的每一个字输出，背后都是确定数量的 Token 在芯片上完成运算。调用量越大，所需的算力越多；算力运转产生的能耗，加上数据中心制冷、供配电等配套环节的损耗，最终都转化为实实在在的电力消费。沿着"Token 调用量—算力负载—电能转化"这条链条，数据中心用电需求可被拆解为三个核心变量：Token 调用量 × 每生成 1 个 Token 所需的电力消耗 × 算力能耗放大系数（PUE）。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

中性情景下，测算中国 2030 年数据中心用电量可能达到约 8000 亿 kWh。我们以单 Token 推理能耗为基础构建数据中心推理用电测算模型，沿日均 Token 调用量、单 Token 用电量、PUE 系数三条主线展开。在中性情景下，假设 2030 年国内日均 Token 调用量增长至 4000 万亿（为 2025 年底 100 万亿的 40 倍）、单 Token 用电量随 GPU 迭代降至 0.48 kWh/百万 Token、PUE 系数约 1.20。测算中国 2030 年数据中心用电量可能达到约 8000 亿 kWh，这一规模相当于一个中等经济体量国家的用电水平。

表 5：中性情景下，测算中国 2030 年数据中心用电量可达约 8000 亿 kWh

年份	2030E
日均 Token 调用量（万亿/日）	4,000
单 Token 用电量-IT（kWh/百万 token）	0.48
PUE 系数	1.20
年运行天数（天）	365
年化 Token 量（万亿/年）	1,460,000
IT 层用电量（亿 kWh）	7,008
数据中心用电量（亿 kWh）【推理口径】	**8,410**

数据来源：东方证券研究所测算

日均 Token 调用量增长空间广阔，上限难以锚定，是 AI 用电需求弹性的主导来源。单 Token 用电量和 PUE 系数的演进路径相对清晰：虽在不同模型间存在数倍分化，但受芯片能效迭代驱动，长期呈下行趋势；后者受制冷技术与监管红线（2026 年起新建大型数据中心 PUE 强制≤1.15）约束，下行空间较为有限。而日均 Token 调用量难以线性外推，且可能不存在物理上限，其增长空间取决于 AI 应用渗透深度、Agent 自主调用频次、多模态内容生成量及算力出海带来的海外需求内迁等纯需求侧变量，本质上是消费端使用习惯与产业端数字化深度共同决定的外生函数。据中国发展高层论坛 2026 年年会透露，国内日均调用量在 2024 年初仅 1000 亿，2025 年底升至 100 万亿，2026 年 3 月已突破 140 万亿，两年增长超千倍；中国工程院院士、清华大学郑纬民教授预计 2030 年润消耗 Token 量将达到万万亿级。

表 6：不同情景下 2030 年中国数据中心用电规模相差逾 35 倍

情景	日均 Token（万亿/日）	单 Token 用电（IT-kWh/百万 Token）	PUE	2030 推理用电（亿 kWh）
需求低/效率高	1,000	0.18	1.05	**690**
中性	4,000	0.48	1.20	**8410**
需求高/效率低	7,000	0.78	1.35	**26904**

数据来源：东方证券研究所测算

不同情景下 2030 年数据中心用电规模弹性区间 690~26904 亿 kWh，区间跨度逾 35 倍。敏感性测算揭示，日均 Token 量的系统性扩张能够引发总用电规模的倍数级响应，构成用电增长最主要的驱动引擎；而 PUE 在合理政策区间内的实际可变动范围极为有限，对总量的影响始终被压缩在个位数百分比以内。这一不对称性的根源并非弹性系数之差，而在于两类变量的现实变动空间——政策约束已将 PUE 压缩至极窄区间，而 Token 需求的扩张边界尚未收敛。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

表 7：不同变量对应的用电需求敏感性测算

单 Token 用电量 × 日均 Token（PUE = 中性 1.20）					
单 Token(IT) \ 日均 Token →	1000	2500	4000	5500	7000
0.18	788	1,971	3,154	4,336	5,519
0.33	1,445	3,614	5,782	7,950	10,118
0.48	2,102	5,256	8,410	11,563	14,717
0.63	2,759	6,899	11,038	15,177	19,316
0.78	3,416	8,541	13,666	18,790	23,915
PUE × 日均 Token（单 Token=0.48）					
PUE \ 日均 Token →	1000	2500	4000	5500	7000
1.05	1,840	4,599	7,358	10,118	12,877
1.13	1,971	4,928	7,884	10,841	13,797
1.20	2,102	5,256	8,410	11,563	14,717
1.28	2,234	5,585	8,935	12,286	15,637
1.35	2,365	5,913	9,461	13,009	16,556

数据来源：东方证券研究所测算

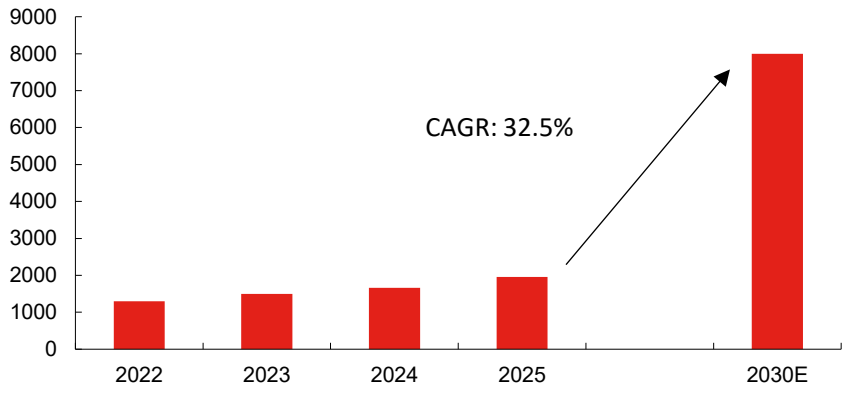
2.3 西部/北部枢纽节点省份或现局部用电紧张

全国层面，算力需求虽能够拉动用电超额增长，但系统性"缺电"风险的概率较低。

需求侧，“十五五”全国算力用电量年均新增 1000 亿千瓦时以上。伴随人工智能蓬勃发展，超大规模智算集群持续升级，芯片制造等新质生产力加速聚集，共同推升用电负荷中枢。国家能源局预计“十五五”时期全国算力用电量年均新增 1000 亿千瓦时以上，到 2030 年预计达 8000 亿千瓦时，占全社会用电量 6%左右。**供给侧，我国新能源新增装机规模仍维持高位。**中电联预测 2026 年新能源年新增装机约 3 亿千瓦，我们假设其中风电/光伏分别新增装机 1.2/1.8 亿千瓦，风电/光伏利用小时数 2000/1000 小时，我国 2026 年约新增新能源供电能力 5000 亿千瓦时。

供需两端对比，算力用电虽为全社会用电增长的重要边际拉动项，但得益于我国充裕的电力供应能力，新增新能源供电规模在数量级上可覆盖算力用电增量，出现系统性"缺电"风险的概率较低。

图 4：国家能源局预计，到 2030 年中国数据中心用电量达 8000 亿千瓦时（亿千瓦时）



数据来源：国家能源局、东方证券研究所

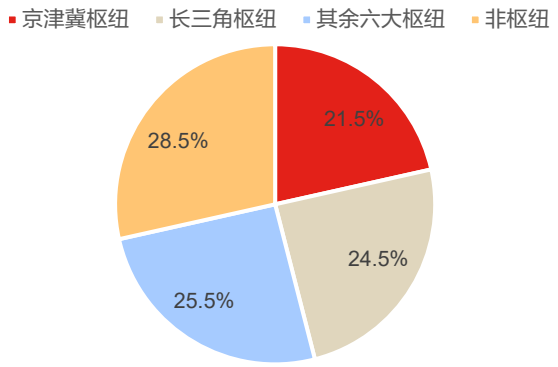
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

但是，区域枢纽节点省份可能出现结构性电力紧张。

新增算力高度集中于西部/北部枢纽节点省份。我国东部地区能耗指标紧张、电力成本高，大规模发展数据中心的难度和局限性加大，而北部/西部凭借土地、电价与气候禀赋顺势承接需求。"十四五"期间，超过 70%新增算力来自西部，约 80%智能算力来自"东数西算"枢纽节点。同时，国家明确要求国家枢纽节点外原则上不得新建各类大型或超大型数据中心，这进一步推动新增算力向国家枢纽节点集聚。

图 5：八大算力枢纽节点机架数占全国 70%以上



数据来源：中国信通院、东方证券研究所
注：数据时间为 2023 年末

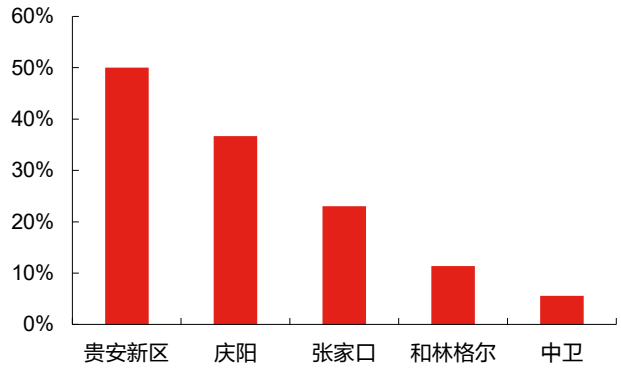
图 6：算力枢纽基本落位于绿电资源丰富区域

枢纽	新能源发电/总发电量	核心定位
内蒙古	33%	北方算力中心
宁夏	32%	中国算力之都
甘肃	51%	算力保障基地
贵州	43%	国产化算力集群
京津冀	37%	实时性算力中心
粤港澳	17%	辐射华南全国

数据来源：国家能源局、东方证券研究所

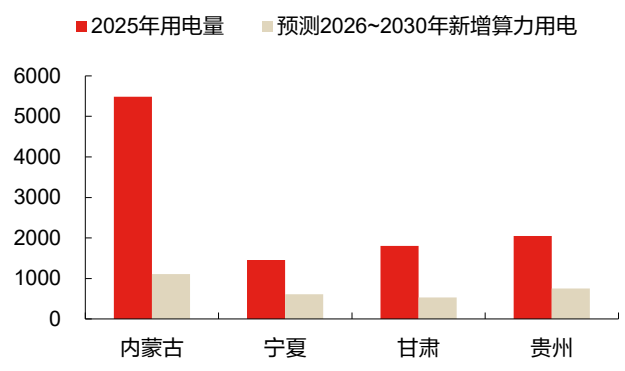
区域枢纽节点省份面临结构性电力紧张的压力。我们假设中性情景下 2030 年相较 2025 年全国新增算力用电需求新增约 6000 亿千瓦时，其中约 50%（约 3000 亿千瓦时）落地于内蒙古、宁夏、甘肃、贵州四省（区），与四省 2025 年合计全社会用电量（约 10700 亿千瓦时）比较，占比达到 28%，意味着仅算力带来的增量需求就相当于四省现有用电基数的近三成。各省拆分来看，以 2025 年已投运算力规模为权重分摊，我们估算其 2026~2030 年新增算力用电量，计算其占该省 2025 年用电技术的比重。其中，宁夏、贵州占比分别高达 42%和 37%，甘肃亦接近 30%，对于用电体量最大的内蒙古，20%的增量负荷也同样构成不可忽视的供给压力。届时，火电作为调峰保供的"压舱石"，其电价有望获得系统性上行支撑；此外，储能装机需求与经济性亦将获得提振。

图 7：部分区域数据中心用电比例较高（%）



数据来源：国家统计局、国家电网、东方证券研究所
注：数据时间为 2025 年

图 8：新增算力负荷可能为算力枢纽区域带来供电压力（亿千瓦时）



数据来源：国家能源局、东方证券研究所测算

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

3、被低估的电价弹性与未被定价的 Token 分成期权

3.1 短期：多重现实约束，算电协同项目收益承压

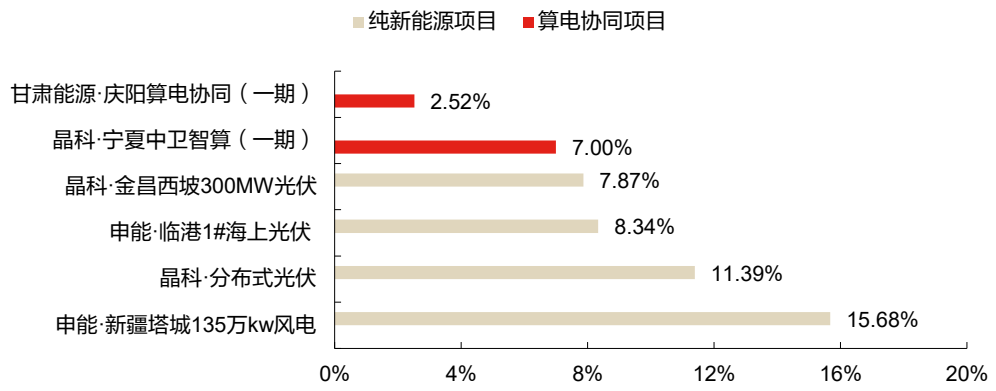
现阶段算电协同项目收益率普遍承压。从已落地或披露项目看，甘肃能源庆阳绿电聚合试点项目一期资本金 IRR 仅 2.52%、投资回收期达 16.3 年，二期进一步降至 2.17%、回收期 16.3 年；其“发用匹配（算电协同）”电价（0.1948–0.2048 元/度）低于普通上网电价（0.2375–0.2475 元/度）。晶科科技宁夏中卫一期采用“绿电+机柜租金”模式，披露投资回报率6.6%–7.4%，与一般地面光伏项目(税后 IRR 约 7.5%–11%)大体相当。现阶段算电协同项目投资回报率甚至低于一般新能源项目。

表 8：现阶段算电协同项目收益率偏低

对比维度	甘肃能源庆阳 “东数西算” 绿电聚合试点项目	晶科科技宁夏中卫 1GW 算力中心项目
项目类型	纯绿电供电型	控股数据中心型
项目地点	甘肃庆阳（“东数西算” 甘肃枢纽节点）	宁夏中卫（“东数西算” 宁夏枢纽节点）
项目规模	一期 、二期均为 100 万千瓦新能源（75 万千瓦风电 + 25 万千瓦光伏）	IT 总功率 1000MW：一期 400MW，二期 300MW，三期 300MW
总投资	一期 44.8 亿元；二期 43.8 亿元	全部三期 245 亿元
资本金要求	资本金占总投资的 20%，其余为银行贷款等	资本金比例为 20%-30%，融资比例 70%-80%
收入来源	售电收入：算电协同部分（约 55% 电量），余电上网参与市场交易	算力租赁订单及相关服务收入（以机柜租赁为主）
电价	预计在 0.4 元/千瓦时以下	宁夏到户电价 0.36 元/千瓦时
资本金收益率	一期：2.52%；二期：2.17%	项目一期：6.6%-7.4%
投资回收期	一期：16.3 年；二期：16.3 年	项目一期：11.8-13.2 年

数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 9：各类项目 IRR 对比来看，当下算电协同项目无超额收益



数据来源：公司公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

通过我们自建的发电侧算电协同投资收益模型，测算结果印证当前项目整体收益率处于偏低区间。模型以西北资源富集区的发电侧主体为对象，建设风电 600MW+光伏 400MW（合计 1000MW 新能源），并配置 200MW/4h 储能，以“绿电直连/就近消纳”模式向智算中心(AIDC)供电、余电上网。

表 9：关键假设

参数	数值	单位	注释
风电 / 光伏装机	600 / 400	MW	风光配比约 3:2
综合发电利用小时	1800	小时/年	风电≈2400h、光伏≈1500h
弃电率	13%	/	参考 2026 年 1-3 月西北省份弃光弃电情况，其中甘肃弃风/光分别 17%/9%、青海 23%/8%
电价(含税)	0.24	元/kWh	甘肃 2027 年上半年新能源机制电价竞价：（光伏 0.2447 元/度、风电 0.244 元/度,2026 年 5 月 11 日公示)
风电 / 光伏单位造价	3.8 / 3.2	元/W	2025~2026 陆上风电与地面光伏 EPC 区间
储能配置 / 单价	200MW·4h / 1.0	元/Wh	约新能源装机 20%配储；4h 系统含税约 0.8–1.0 元/Wh
接入及配套工程	2.0	亿元	送出/升压/配套电网（对应配套电压偏低、电网投资高）
资本金比例 / 负债利率	25% / 3.5%	/	资本金 20~30%、融资 70~80%、项目贷约 3.5%
折旧年限 / 残值率	20 / 5%	年 / %	风电 20、光伏 25、储能 10~15 综合取 20
运营期 / 增值税 / 所得税	25 / 13% / 25%	年 / % / %	三免三减半(1~3 年免、4~6 年减半)
动态总投资	**46.2**	亿元	静态投资 + 建设期资本化利息
其中资本金 / 不含税年收入	**11.6 / 3.6**	亿元	资本金=动态总投资×25%

数据来源：东方证券研究所测算

表 10：基准情景测算结果印证当前项目整体收益率处于偏低区间

指标	数值
项目(全投资)税前 IRR	**2.64%**
项目(全投资)税后 IRR	**2.15%**
资本金(权益)税后 IRR	**1.24%**
静态回收期(全投资)	18.6 年
贷款偿清后 ROE	1.86%

数据来源：东方证券研究所测算

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

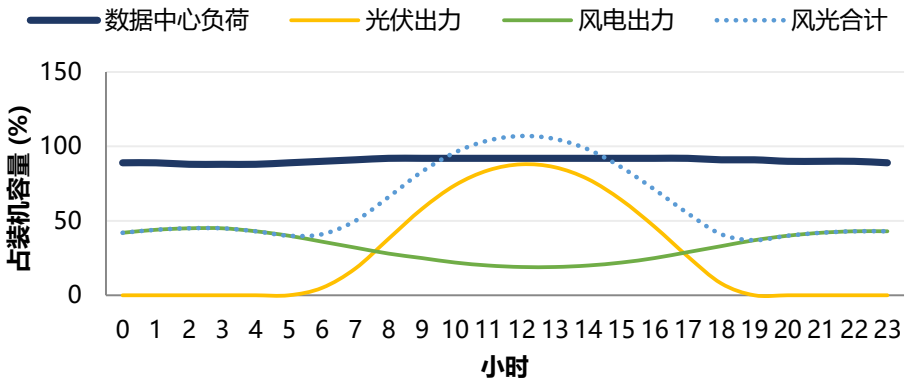
仅供内部参考，请勿外传

我们认为压制当前项目收益率的核心原因可以归纳为“并网成本高企+配储成本刚性+直供电价内卷+需求侧不敏感的四重挤压。

1）并网成本高：电网兜底保供，中间费难以规避。电网因承担对数据中心的备用保障责任，收取更高的容量电价和输配电费，使并网项目难以通过协同显著降低用电成本。宁夏提出源网荷储一体化项目参考 1192 号文价格机制，即将输配电价由“两部制”改为“单一容量制”。在宁夏等高平均负荷率省份，输配电成本不降反升，直接侵蚀项目利润空间。原本绿电直连模式核心优势在于减免电网中转费用、压低度电成本，但并网环节刚性成本压缩其盈利空间，致使该模式对比“电网购绿电搭配绿证”模式已无显著经济性优势。

2）源荷不匹配：发用电时段错配，须高比例配储。新能源发电时段与数据中心高负荷时段错配，需要高比例储能来填谷削峰，而西北新能源配储成本相对较贵，进一步抬升单位投资、压低收益。数据中心全年不间断运行、年运行小时数达 7000~8760 小时，负荷率超 80%；而风电年等效利用小时数仅约 2000~2500 小时、光伏仅约 1500~1600 小时，发电侧出力曲线与负荷侧需求曲线不匹配，尤其在夜间时段存在明显缺口。为弥合缺口，须按新能源装机一定比例(约 15%–30%)、4 小时时长配套储能，这显著抬升初始投资与运维成本。

图 10：发电侧出力曲线与负荷侧需求曲线不匹配（%装机）



数据来源：东方证券研究所绘制

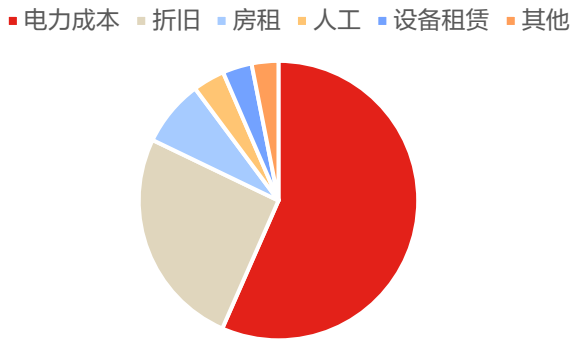
3）绿电直供电价内卷：低于上网电价。算电协同本应带来电价溢价，现实中却变成了“削价竞争”，直接压制收入端。国内大量新能源装机集中于中西部，受限于本地电网送出与消纳能力，长期面临限电、弃风、弃光，叠加绿证价格低位，发电企业的绿色资产价值难以兑现；而算力中心作为全天候运行、负荷曲线平稳且总量持续攀升的优质负荷，成为发电侧争相锁定的稀缺消纳出口。在此驱动下价格战已白热化：据披露，大唐中卫云基地项目通过"物理直供＋双边交易"双轨体系，将给到算力中心的终端综合电价压低至 0.36 元/千瓦时，西北部分绿电直连电价更低至 0.32 元/千瓦时，显著低于宁夏 10kV 代理购电约 0.456 元/度的水平。

4）需求侧不敏感：当下数据中心的核心约束是 GPU 芯片而非电力。与发电侧的价格内卷形成鲜明反差的是，需求侧的数据中心对电价并不敏感，缺乏配合降本与调节的内在动力。这源于其成本结构以 GPU 占绝对主导。以 GW 级算力中心为例，总投资中 IT 设备占比约 80%-90%，其中算力芯片（GPU/AI 加速器）为最大单项支出，约占总投资 40%-50%。虽然电力成本是运营中心的核心成本项（50%-70% OpEx），然而一旦将口径放大到数据中心(尤其是智算中心)全生命周期成本，电力占比极小。因此，电力侧让利难以转化为成交筹码，数据中心采用绿电直连以降本的意愿并不强烈。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

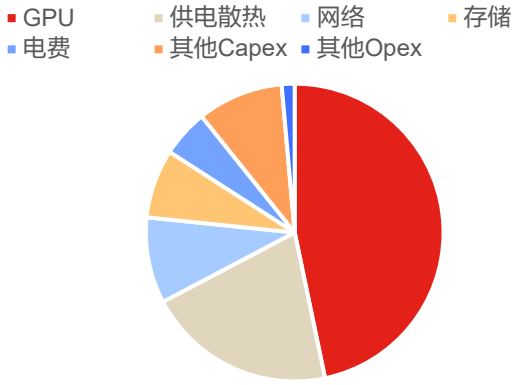
仅供内部参考，请勿外传

图 11：电力成本是运营中心的核心成本项



数据来源：中商产业研究院，东方证券研究所
注：数据时间为 2025 年

图 12：当前阶段，电力成本占数据中心全生命周期成本极低



数据来源：MetaX、东方证券研究所

3.2 中期：电价改善释放盈利弹性

上述算电协同收益率的核心约束中，并网成本高企属于制度性成本，可通过输配电价改革、绿电交易机制完善等政策工具疏导。随着算力用电需求快速增长、电力供需格局得到改善，负荷侧"算随电转"或能缓解源荷错配，配储需求随之下降；同时供需趋紧格局下，绿电价格的内卷态势得以扭转；而需求侧敏感性约束的缓解则更多依赖 GPU 价格的下降，届时电力成本占总成本比重提升，数据中心对于电价的敏感度增强，绿电经济性得以凸显。

由此可见，算电协同中绿电价值重估需满足两个前提条件——GPU 价格大幅下降+电力供需趋紧。

GPU 价格大幅下降，电力成本权重相应抬升。GPU 芯片是是目前智算中心最主要的支出项，随着异构计算平台成熟与 AI 基础设施标准化进程加快，以及国产 GPU 加速渗透，单位算力成本有望持续下行，GPU 在总成本中的占比将逐步收缩。若硬件资本支出不再主导成本结构，能源成本将上升为仅次于芯片采购成本的核心运营支出，电力成本的敏感性随之显著提升。对于数据中线来说，绿电的经济性凸显。绿电价值重估得以具备成本逻辑基础。

算力枢纽区域电力供需格局由松转紧，绿电价值有望回归。随着"算电协同"上升为国家战略，"算力跟着电力走"的产业布局逻辑加速落地，高载能产业正从传统负荷中心向绿电富集的西部、中西部加速聚集，2025 年中部、西部地区高端技术装备制造业用电量较 2020 年已分别增长 120%和 56%，算力中心成为下一个五年绿电直连消纳的核心主体。需求的快速涌入将逐步消化西北枢纽长期积累的过剩供给，供需缺口随之收窄。若区域用电需求增速持续超过本地新能源装机扩张速度，“弃电压价”的逻辑将逆转，绿电价格或将从补贴托底的政策价格，向反映真实资源稀缺性的市场价值回归。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

绿电运营商是典型的高经营杠杆资产，电价与利用小时数边际改善显著放大盈利弹性。我们对上文项目投资收益模型进行敏感性测试，基准假设下项目 IRR 约 2.15%（全投资、税后），电价若提升至 0.28 元/度，IRR 相应增长至 3.69%，相当于电价每增厚 0.01 元/度，IRR 相对提升约 0.385 个百分点。

表 11：敏感性测试：电价与利用小时数边际改善显著放大盈利弹性

资本金(权益)税后 IRR						
电价(元/kWh) \ 利用小时(h)	1600	1800	2000	2200	2400	2600
0.20	-3.95%	-2.01%	-0.15%	1.58%	3.24%	4.85%
0.24	-0.88%	1.24%	3.24%	5.17%	7.12%	9.14%
0.28	1.92%	4.21%	6.47%	8.80%	11.24%	13.83%
0.32	4.53%	7.12%	9.83%	12.70%	15.77%	19.05%
0.36	7.12%	10.18%	13.45%	16.97%	20.76%	24.80%
0.40	9.83%	13.45%	17.38%	21.64%	26.20%	31.00%
0.44	12.70%	16.97%	21.64%	26.67%	31.99%	37.51%
项目(全投资)税后 IRR						
电价(元/kWh) \ 利用小时(h)	1600	1800	2000	2200	2400	2600
0.20	-0.93%	0.30%	1.42%	2.33%	3.19%	4.02%
0.24	1.00%	2.15%	3.19%	4.18%	5.14%	6.06%
0.28	2.50%	3.69%	4.82%	5.91%	6.96%	7.98%
0.32	3.86%	5.14%	6.36%	7.55%	8.70%	9.83%
0.36	5.14%	6.51%	7.84%	9.13%	10.38%	11.62%
0.40	6.36%	7.84%	9.27%	10.66%	12.03%	13.38%
0.44	7.55%	9.13%	10.66%	12.16%	13.64%	15.11%

数据来源：东方证券研究所测算

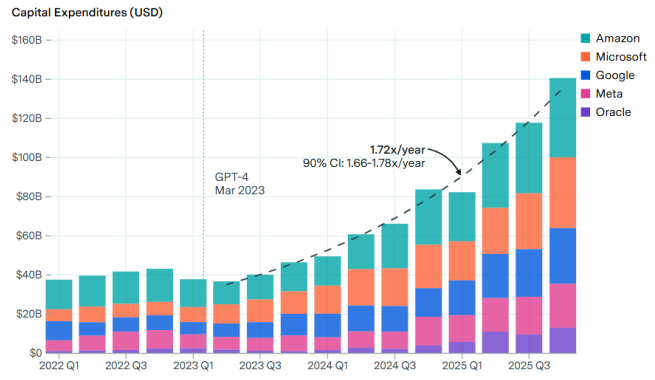
3.3 远期：从“卖电”到“Token 分成”，打开成长空间

大厂资本开支外溢，发电企业有望切入 AI 产业链。从投入端看，据 Futurum Group 等机构测算，截至 2026 年 2 月，美国五大云/AI 基础设施厂商(微软、亚马逊、谷歌、Meta、甲骨文)2026 年资本开支指引合计约 6600 亿-6900 亿美元，较 2025 年增长约 81%，为 2024 年水平的 3 倍。从现金端看，大厂的内生现金创造已难以独立覆盖如此高强度的投入，Epoch AI 测算，五大云厂商合计自由现金流将于 2026 年三季度前后将降至零附近。大厂由此越来越多地将投资移出表外，交由第三方主体承担。典型路径是由专门 SPV 或合资公司开发数据中心资产、大厂仅持少数股权并以长期租赁或容量包销协议锁定使用（如 Meta 以 295 亿美元 SPV 引入 Blue Owl、自身仅保留 20%），实质即"将部分资本开支外包、以包销或分成方式计费"。**掌握绿电资源的发电企业正是 Capex 外溢的天然承接方，既具备项目获取资格，也拥有分成谈判的议价筹码，未来有望从单纯供电方向算力分成方延伸。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

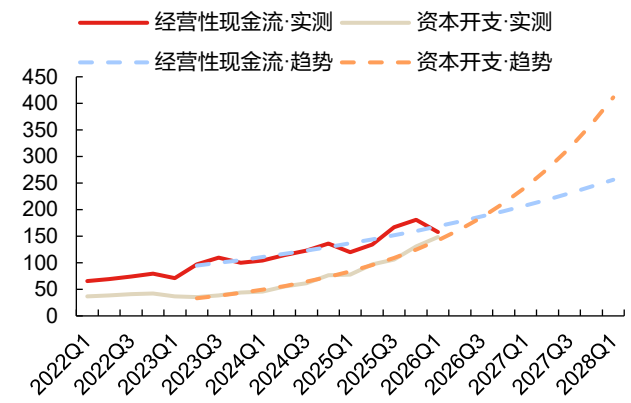
仅供内部参考，请勿外传

图 13：五大云厂商资本开支自 GPT-4 发布以来已增长了 4 倍（十亿美元）



数据来源：Epoch AI、东方证券研究所

图 14：五大云厂商合计自由现金流将于 2026 年三季度前后将降至零附近（十亿美元）



数据来源：Epoch AI、东方证券研究所

图 15：同一份绿电资源，价值捕获持续升级



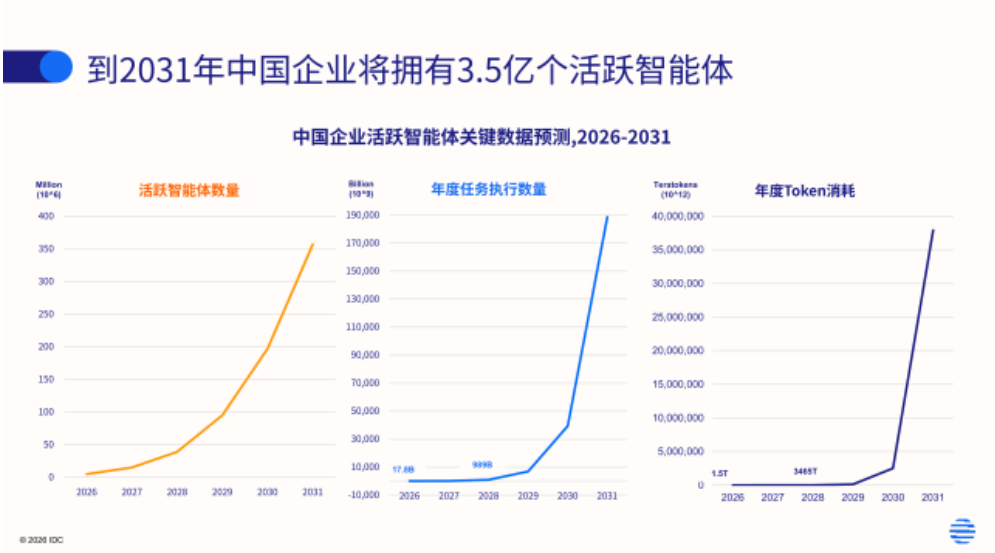
数据来源：东方证券研究所绘制

电价有“天花板”，而 Token 需求无上限。上网电价受市场化交易浮动区间、容量电价补偿力度及政府定价监管的多重制约，系统性上行空间有限。而 Token 分成模式的增长空间取决于 AI 产业链产值的规模与持续性，由 Token 需求的指数级爆发支撑。其核心驱动是 AI 从"对话"走向"执行"的 Agent 化，Gartner 指出，Agentic 模型完成每项任务所需的 Token 数量，是标准生成式 AI 聊天机器人的 5 至 30 倍，并且能够执行远多于人类直接使用 AI 的任务量。IDC 预测，中国企业活跃智能体数量将从 2026 年的规模水平增长至 2031 年突破 3.5 亿，年复合增长率达 135% 以上；伴随任务执行密度与复杂度的提升，智能体 Token 消耗将实现年均超 30 倍的指数级跃升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图 16：IDC 预测中国企业智能体 Token 消耗年均增超 30 倍



数据来源：IDC、东方证券研究所

"Token—电力—人民币"体系或许正从产业构想走向要素积累阶段。

从财富史的坐标审视，这一演进并非无迹可循。人类先后以黄金、石油为财富之锚——前者锚定农耕与贸易时代的信用，后者锚定工业文明对能源的根本性依赖。而今，驱动经济增长的底层要素正在发生新一轮切换：算力是引擎，电力是燃料。"算力的尽头是电力"正逐步成为产业共识，电力或将接续"石油本位"，成为 AI 时代的新价值锚。

图 17：核心资源的时代迁移：从黄金、石油到电力



数据来源：东方证券研究所绘制

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

我国在这一新范式下具备独特的结构性优势。中国依托全球领先的绿电供应能力与新型电力系统调度水平，在电力价值与算力价值深度绑定的新范式下，有望逐步培育以人民币计价的 Token 市场，最终形成 Token—电力—人民币的完整价值闭环。

- **绿电是中国算力底座的成本优势与可持续性根基。**截至 2025 年底，中国可再生能源总装机约 23.4 亿千瓦，占全国电力总装机六成，风电、光伏合计装机已历史性超越火电；绿电占全社会用电量近四成，且过去十年风电、光伏发电成本分别下降约六成和八成。这意味着绿电支撑的算力供给兼具持续走低的边际成本与可再生、可扩展的属性，不会因资源枯竭而触顶，能够随新能源装机扩张持续放量，为算力基础设施的长期扩张提供近乎无限的能源供给弹性。
- **绿电为高度波动的 AI 产业提供了相对确定的价值基准。**模型能力上限快速起伏，如同不断变化的“分子”；而能源供应的稳定性则更接近决定整体价值的“分母”。中国新型储能装机已突破 1 亿千瓦、占全球比重超四成，加之高度互联的大电网与"东数西算"战略布局，使波动的绿电能够被算力负荷消纳并转化为可远距离瞬时传输的数字产出。这种"源网荷储"一体化的调度能力，使中国绿电能够保障 AI 算力稳定运行，具备全球范围内难以复制的确定性溢价。

随着跨境数据流动与算力服务贸易的深化，以绿电为底层支撑的算力输出，将带动电力价值向全球数字价值链高端延伸，并为数据资产化与算力价值实现提供新的制度安排。由此，**中国绿电的成本优势与规模优势，或将转化为 Token 市场的定价权与人民币在数字贸易中的结算权，形成能源竞争力向金融竞争力的战略跃迁。**

4、投资建议与相关标的

算电协同有望驱动电力资产价值重估。量的维度，算力高增带来庞大用电需求，为绿电提供稳定且充裕的消纳空间；价的维度，随着电力成本权重上升、算力枢纽电力供需趋紧，绿电定价或从“弃电压价”向体现资源稀缺性的市场价值回归。远期来看，其盈利模式可能从传统的“卖电”向“Token 分成”跃迁。电力运营商盈利天花板与估值中枢有望同步抬升。相关标的：

1）全国性或枢纽节点区域的新能源运营龙头：华电新能(600930，买入)、龙源电力(001289，买入)、三峡能源(600905，买入)。

2） 拥有稳定且低成本的水电资源：长江电力(600900，买入)、川投能源(600674，买入)。

3） 在算电协同中扮演“核心缓冲器”的储能运营企业：南网储能(600995，买入)。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

电力市场化改革进度不确定性。跨省区电力交易、辅助服务补偿、输配电价分摊等配套机制仍处于建设完善阶段，细则出台时点与执行口径的不确定性，将直接影响项目收益测算的准确性，并制约"算电协同"商业模式的推广。

行业竞争加剧。 AIDC 赛道景气度上行正吸引大量新进入者，部分厂商或采取低价策略抢占市场份额，存在压缩行业整体利润空间的可能。此外，智算中心下游大客户集中度偏高，运营商在分成谈判中的议价能力或将受到制约。

AI 需求不及预期。大模型需求增长若不及预期，将拖累算力基础设施建设节奏，导致绿电需求增长疲弱。

政策推进不及预期。"十五五"算电协同细则若落地迟缓，将阻碍绿电环境溢价的市场化传导与变现节奏。

假设条件变化影响测算结果。本文测算未来数据中心用电量、算电协同项目盈利情况等均基于特定情景假设，若假设条件发生变化，实际结果可能与测算存在较大偏差。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

海上风电龙头，短期业绩承压不改长期成长根基

核心观点

- **装机规模扩张下发电量稳健增长，海上风电与陆上沙戈荒大基地构成增长双引擎。**2025 年公司新增并网装机 462 万千瓦，含风电 200 万千瓦、太阳能发电 251 万千瓦；发电量 763 亿千瓦时，同比+6.0%，风电、光伏发电量分别增长 6.1%和 8.9%。运维端，风电、光伏电站可利用率分别提升至 99.39%、99.81%，精益化运营持续显效。资源储备方面，公司海上风电技术实力与规模优势突出，在江苏、广东、福建等沿海省份持续巩固领先地位；陆上则聚焦内蒙古库布齐、新疆塔克拉玛干两个千万千瓦级“沙戈荒”外送基地，并在青海、甘肃等地积极策划增量基地，依托特高压直流通道外送消纳。受益于项目密集开工，截至 2026 年 Q1，公司在建工程升至约 734 亿元，充裕的在建储备为后续装机与发电量的接续增长奠定基础。
- **前瞻卡位“绿电＋算力”协同。**三峡能源已在积极研究算力中心供电的商业模式与技术手段，拟在政策适配区域探索地理协同、就近直供与一站式能源服务等应用场景。从资源禀赋看，公司重点布局的内蒙古库布齐、新疆塔克拉玛干等千万千瓦级“沙戈荒”基地，以及青海、甘肃等储备区域，与“东数西算”内蒙古、甘肃等西部枢纽节点的布局高度契合，为绿电就近直供数据中心提供了天然条件；叠加公司在新型储能、源网荷储一体化方面的能力，有助于满足算力负荷对长周期、稳定供电的严苛要求；而公司在 CCER、绿证等碳资产领域的积累，则可进一步抬升“零碳算力”的环境价值。值得注意的是，控股股东三峡集团已落地国内首个大型绿色零碳数据中心——三峡东岳庙数据中心，并主动融入“东数西算”国家布局，集团层面积累的算电融合经验有望逐步向上市平台延伸。
- **分红回报持续兑现。**根据 2025 年度利润分配预案，公司拟每 10 股派发现金红利 0.41 元（含税），合计派发现金股利约 11.72 亿元（含税），现金分红占归母净利润比例达 31.56%，在业绩承压阶段仍维持了相对稳定的分红力度，凸显公司对股东回报的持续重视。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 0.15/0.19/0.24 元，参考行业可比公司 2026 年 34 倍估值，对应目标价 5.10 元，首次给予买入评级。

风险提示

现货市场电价风险。弃风弃光率超预期。项目投运不及预期。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	29,717	28,399	29,549	32,119	35,255
同比增长(%)	*12.1%*	*-4.4%*	*4.0%*	*8.7%*	*9.8%*
营业利润(百万元)	8,522	5,078	5,908	7,427	9,333
同比增长(%)	*-5.1%*	*-40.4%*	*16.4%*	*25.7%*	*25.7%*
归属母公司净利润(百万元)	6,110	3,714	4,266	5,318	6,732
同比增长(%)	*-14.8%*	*-39.2%*	*14.9%*	*24.6%*	*26.6%*
每股收益（元）	0.21	0.13	0.15	0.19	0.24
毛利率(%)	52.6%	41.8%	39.2%	41.3%	43.9%
净利率(%)	20.6%	13.1%	14.4%	16.6%	19.1%
净资产收益率(%)	7.2%	4.2%	4.7%	5.7%	6.8%
市盈率	17.5	28.7	25.0	20.1	15.8
市净率	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入（首次）
股价（2026年06月29日）	3.73 元
目标价格	5.10 元
52 周最高价/最低价	4.67/3.65 元
总股本/流通 A 股（万股）	2,858,765/2,858,765
A 股市值（百万元）	106,632
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2026 年 06 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-7.67	-10.55	-15.99	-10.99
相对表现%	-5.05	-11.26	-25.41	-36.62
沪深 300%	-2.62	0.71	9.42	25.63



证券分析师

孙辉贤 执业证书编号：S0860525090003
sunhuixian@orientsec.com.cn
021-63326320
孙怡萱 执业证书编号：S0860525110002
sunyixuan@orientsec.com.cn
021-63326320

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

海上风电龙头，短期业绩承压不改长期成长根基 4

盈利预测与投资建议 7

盈利预测 7

投资建议 7

风险提示 8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：公司股权结构.....4
图 2：公司装机规模延续稳步扩张（单位：万千瓦）.....5
图 3：公司发电量持续提升（单位：亿千瓦时）.....5
图 4：公司 1Q26 营业收入同比-8.9%（单位：亿元）.....5
图 5：公司 1Q26 归母净利润-57.5%（单位：亿元）.....5
图 6： 公司近年股利支付率维持 30%以上.....6
图 7： 2025 年现金分红金额达 11.7 亿元.....6

表 1：可比公司估值表.....8

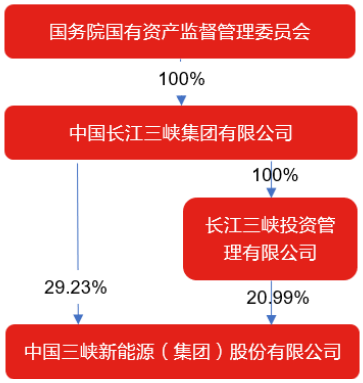
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

海上风电龙头，短期业绩承压不改长期成长根基

三峡集团旗下新能源旗舰上市平台，风光储协同、海陆并举铸就行业龙头地位。公司是三峡集团专注新能源开发、投资与运营的核心上市平台，定位为“三峡集团新能源业务的战略实施主体”。截至 2026 年 Q1，控股股东中国长江三峡集团直接持股 29.23%，并通过长江三峡投资管理有限公司间接持股20.99%，合计控股逾五成，控制权稳固；同属三峡系的长江电力、湖北能源、三峡水利等上市平台，与公司共同构成水、火、风、光多能互补的协同版图。业务层面，公司以风能、太阳能开发运营为主业，并向抽水蓄能、新型储能、氢能、光热等新兴领域延伸，项目已覆盖全国 30 个省、自治区和直辖市。规模上，截至 2025 年末公司并网装机容量达 5237 万千瓦，其中海上风电累计装机 755 万千瓦、约占全国市场份额的 16%，稳居国内海上风电运营规模首位。

图 1：公司股权结构



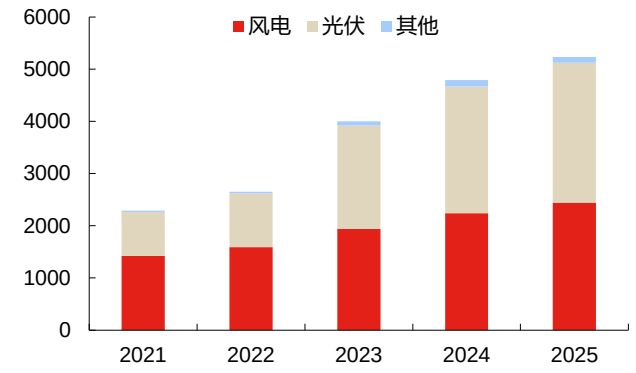
注：截至 1Q26 末
数据来源：公司公告，东方证券研究所

装机规模稳步扩张下发电量稳健增长，海上风电与陆上沙戈荒大基地构成增长双引擎。2025 年公司新增并网装机 462 万千瓦，含风电 200 万千瓦、太阳能发电 251 万千瓦；发电量 763 亿千瓦时，同比+6.0%，风电、光伏发电量分别增长 6.1%和 8.9%。运维端，风电、光伏电站可利用率分别提升至 99.39%、99.81%，精益化运营持续显效。资源储备方面，公司海上风电技术实力与规模优势突出，在江苏、广东、福建等沿海省份持续巩固领先地位；陆上则聚焦内蒙古库布齐、新疆塔克拉玛干两个千万千瓦级“沙戈荒”外送基地，并在青海、甘肃等地积极策划增量基地，依托特高压直流通道外送消纳。受益于项目密集开工，截至 2026 年 Q1，公司在建工程升至约 734 亿元，，充裕的在建储备为后续装机与发电量的接续增长奠定基础。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

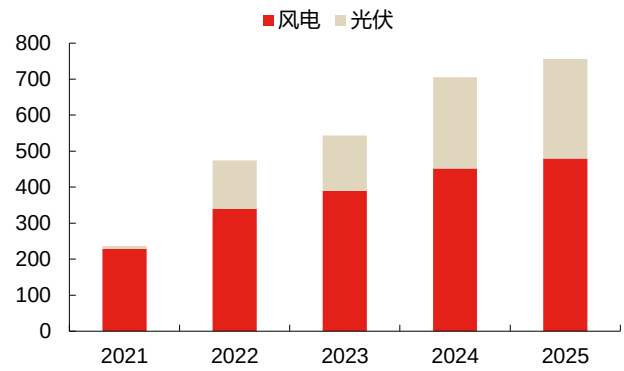
仅供内部参考，请勿外传

图 2：公司装机规模延续稳步扩张（单位：万千瓦）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：公司发电量持续提升（单位：亿千瓦时）

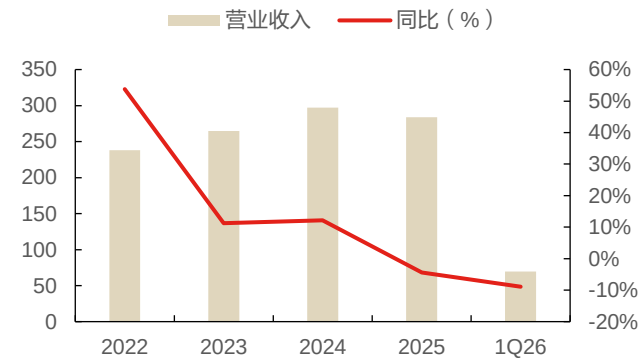


数据来源：公司公告，东方证券研究所

前瞻卡位“绿电＋算力”协同，西部“沙戈荒”大基地有望成为“东数西算”绿电底座。三峡能源已在积极研究算力中心供电的商业模式与技术手段，拟在政策适配区域探索地理协同、就近直供与一站式能源服务等应用场景。从资源禀赋看，公司重点布局的内蒙古库布齐、新疆塔克拉玛干等千万千瓦级“沙戈荒”基地，以及青海、甘肃等储备区域，与“东数西算”内蒙古、甘肃等西部枢纽节点的布局高度契合，为绿电就近直供数据中心提供了天然条件；叠加公司在新型储能、源网荷储一体化方面的能力，有助于满足算力负荷对长周期、稳定供电的严苛要求；而公司在 CCER、绿证等碳资产领域的积累，则可进一步抬升“零碳算力”的环境价值。值得注意的是，控股股东三峡集团已落地国内首个大型绿色零碳数据中心——三峡东岳庙数据中心，并主动融入“东数西算”国家布局，集团层面积累的算电融合经验有望逐步向上市平台延伸。

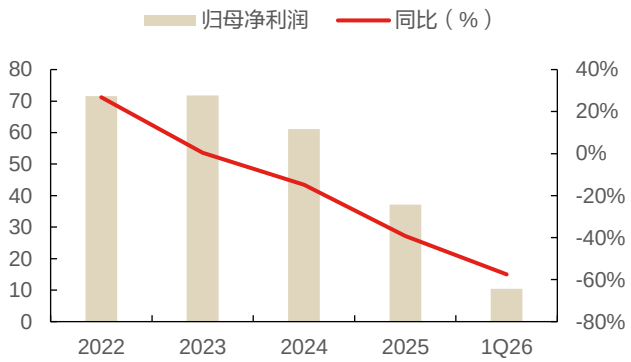
业绩阶段性承压，电价下行、消纳变化与减值计提为主要拖累。2025 年，公司实现营业收入 284 亿元，同比-4.4%；归母净利润 37 亿元，同比-39.2%。业绩承压的核心原因包括：1）市场化交易比例提升拉低平均电价；2）部分区域消纳形势变化导致发电量不及预期；3）基于谨慎性原则对个别参股股权投资、固定资产、商誉等长期资产计提的减值准备同比增加。

图 4：公司 1Q26 营业收入同比-8.9%（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：公司 1Q26 归母净利润-57.5%（单位：亿元）



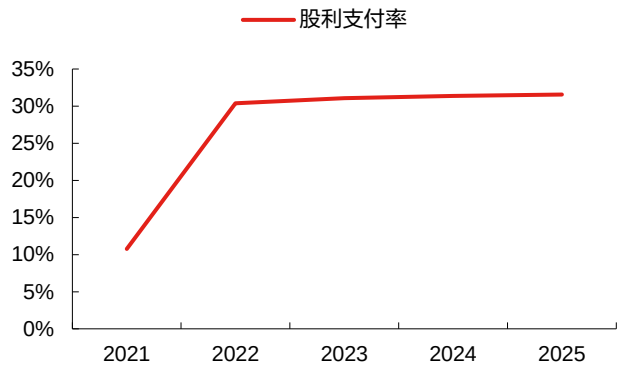
数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

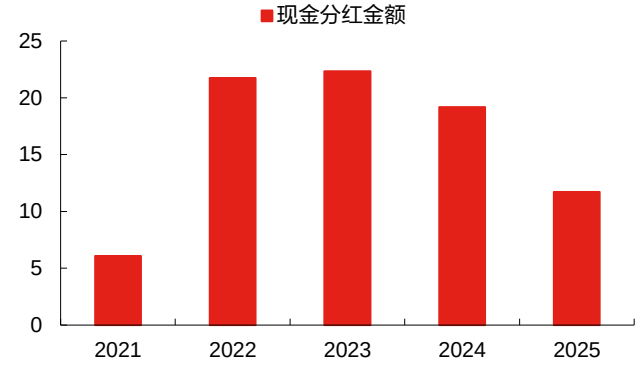
分红回报持续兑现。根据 2025 年度利润分配预案，公司拟每 10 股派发现金红利 0.41 元（含税），合计派发现金股利约 11.72 亿元（含税），现金分红占归母净利润比例达 31.6%，在业绩承压阶段仍维持了相对稳定的分红力度，凸显公司对股东回报的持续重视。

图 6： 公司近年股利支付率维持 30%以上



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7： 2025 年现金分红金额达 11.7 亿元



数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

1) 风电：预计 2026-2028 年公司每年新增风电装机量 300 万千瓦；假设利用小时数继续下降，约 2100 小时；基于以上假设，2026-2028 年风电发电量增速达 6.9%、11.1%、10.9%。假设电价（不含税）继续下降趋势，逐步企稳。假设 2026 年度电成本维持，2027-2028 年微降。

2) 光伏：预计 2026-2028 年公司每年新增光伏装机量 150 万千瓦；假设利用小时数继续下降，约 1100 小时；基于以上假设，2026-2028 年光伏发电量增速达 8.1%、4.5%、5.3%。假设电价（不含税）继续下降趋势，逐步企稳。假设 2026 年度电成本维持，2027-2028 年微降。

3) 公司 2026-2028 年管理费用率为 6.89%。

4) 公司 2026-2028 年的所得税率为 18%。

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
风电					
销售收入（百万元）	19,815.4	18,836.6	19,330.1	21,259.3	23,573.2
增长率	6.7%	-4.9%	2.6%	10.0%	10.9%
毛利率	53.0%	46.5%	44.2%	46.3%	48.9%
光伏					
销售收入（百万元）	9,120.0	8,818.7	9,154.1	9,474.3	9,976.7
增长率	23.0%	-3.3%	3.8%	3.5%	5.3%
毛利率	53.1%	34.0%	31.2%	33.8%	37.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	781.7	744.1	1,064.6	1,385.1	1,705.6
增长率	50.0%	-4.8%	43.1%	30.1%	23.1%
毛利率	36.9%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
合计	**29,717.0**	**28,399.4**	**29,548.9**	**32,118.7**	**35,255.5**
增长率	**12.1%**	**-4.4%**	**4.0%**	**8.7%**	**9.8%**
综合毛利率	**52.6%**	**41.8%**	**39.2%**	**41.3%**	**43.9%**

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 0.15/0.19/0.24 元。我们选取以风电或光伏为主业的新能源企业作为可比公司。参考行业可比公司 2026 年 34 倍估值，对应目标价 5.10 元，首次给予买入评级。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2026/6/29	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
龙源电力	001289	16.12	0.54	0.56	0.63	0.71	29.77	28.96	25.73	22.77
电投绿能	000875	5.17	0.14	0.15	0.17	0.19	36.43	34.19	31.30	26.62
华电新能	600930	4.81	0.17	0.16	0.17	0.18	27.63	29.47	27.64	26.86
南网能源	003035	5.86	0.09	0.12	0.14	0.17	64.04	48.15	41.38	34.90
节能风电	601016	3.83	0.10	0.10	0.13	0.15	36.55	36.86	30.54	25.20
	调整后平均						34	34	30	26

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

现货市场电价风险。新能源发电在区域和时段上的结构性过剩问题尚未根本化解，现货市场机制全面落地后，电价进一步承压的可能性较大。

弃风弃光率超预期。在新能源装机高速扩张阶段，电网消纳矛盾在局部地区较为突出，弃风弃光率存在超预期上升的风险，直接影响项目发电收益。

项目投运不及预期。在建项目存在进度滞后的不确定性，投运节点难以完全保障。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,431	3,776	8,548	15,571	25,198
应收票据、账款及款项融资	44,794	48,299	50,254	54,624	59,959
预付账款	1,661	645	671	729	800
存货	470	467	508	533	559
其他	2,570	3,709	3,757	3,867	4,002
流动资产合计	**54,926**	**56,895**	**63,736**	**75,324**	**90,517**
长期股权投资	17,629	17,777	17,777	17,777	17,777
固定资产	190,710	200,946	241,324	268,926	290,058
在建工程	55,701	68,539	52,049	43,880	39,872
无形资产	6,471	7,527	7,185	6,843	6,500
其他	31,570	35,473	35,410	35,347	35,284
非流动资产合计	**302,080**	**330,260**	**353,744**	**372,773**	**389,491**
资产总计	**357,006**	**387,156**	**417,481**	**448,098**	**480,008**
短期借款	824	3,011	3,011	3,011	3,011
应付票据及应付账款	28,914	30,410	33,052	34,694	36,369
其他	33,703	30,462	30,488	30,546	30,617
流动负债合计	**63,441**	**63,883**	**66,551**	**68,251**	**69,997**
长期借款	147,198	156,128	180,278	204,428	228,578
应付债券	4,995	12,989	12,989	12,989	12,989
其他	37,649	45,410	45,258	45,258	45,258
非流动负债合计	**189,842**	**214,528**	**238,525**	**262,675**	**286,825**
负债合计	**253,282**	**278,411**	**305,076**	**330,926**	**356,822**
少数股东权益	16,956	20,087	20,624	21,354	22,231
实收资本（或股本）	28,620	28,588	28,588	28,588	28,588
资本公积	23,871	23,794	23,794	23,794	23,794
留存收益	33,607	35,450	38,573	42,611	47,748
其他	670	825	825	825	825
股东权益合计	**103,724**	**108,744**	**112,404**	**117,172**	**123,186**
负债和股东权益总计	**357,006**	**387,156**	**417,481**	**448,098**	**480,008**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	7,455	4,123	4,803	6,048	7,609
折旧摊销	11,070	13,570	13,861	16,683	19,146
财务费用	4,310	4,145	3,310	3,607	3,878
投资损失	(667)	(1,390)	(1,189)	(1,270)	(1,371)
营运资金变动	(6,510)	(2,340)	597	(2,865)	(3,820)
其它	3,238	2,831	(1,977)	(39)	(39)
经营活动现金流	**18,895**	**20,938**	**19,406**	**22,163**	**25,404**
资本支出	(45,158)	(38,231)	(35,560)	(35,712)	(35,864)
长期投资	(189)	(93)	0	0	0
其他	13,668	7,790	1,229	1,309	1,410
投资活动现金流	**(31,680)**	**(30,533)**	**(34,331)**	**(34,403)**	**(34,454)**
债权融资	37,167	21,754	24,150	24,150	24,150
股权融资	248	(109)	0	0	0
其他	(24,273)	(13,710)	(4,454)	(4,886)	(5,474)
筹资活动现金流	**13,142**	**7,935**	**19,696**	**19,264**	**18,676**
汇率变动影响	(1)	1	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**356**	**(1,659)**	**4,772**	**7,024**	**9,626**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**29,717**	**28,399**	**29,549**	**32,119**	**35,255**
营业成本	14,081	16,525	17,961	18,853	19,763
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	2,025	2,098	2,036	2,213	2,429
研发费用	43	20	20	22	24
财务费用	4,310	4,145	3,310	3,607	3,878
资产、信用减值损失	1,450	1,961	1,350	1,090	990
公允价值变动收益	(0)	39	39	39	39
投资净收益	667	1,390	1,189	1,270	1,371
其他	47	(2)	(191)	(216)	(247)
营业利润	**8,522**	**5,078**	**5,908**	**7,427**	**9,333**
营业外收入	132	112	112	112	112
营业外支出	97	157	157	157	157
利润总额	**8,557**	**5,032**	**5,863**	**7,382**	**9,288**
所得税	1,103	910	1,060	1,334	1,679
净利润	**7,455**	**4,123**	**4,803**	**6,048**	**7,609**
少数股东损益	1,345	408	537	730	877
归属于母公司净利润	**6,110**	**3,714**	**4,266**	**5,318**	**6,732**
每股收益（元）	0.21	0.13	0.15	0.19	0.24

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	12.1%	-4.4%	4.0%	8.7%	9.8%
营业利润	-5.1%	-40.4%	16.4%	25.7%	25.7%
归属于母公司净利润	-14.8%	-39.2%	14.9%	24.6%	26.6%
获利能力					
毛利率	52.6%	41.8%	39.2%	41.3%	43.9%
净利率	20.6%	13.1%	14.4%	16.6%	19.1%
ROE	7.2%	4.2%	4.7%	5.7%	6.8%
ROIC	4.2%	2.5%	2.3%	2.6%	2.9%
偿债能力					
资产负债率	70.9%	71.9%	73.1%	73.9%	74.3%
净负债率	171.2%	179.6%	191.0%	197.9%	200.0%
流动比率	0.87	0.89	0.96	1.10	1.29
速动比率	0.86	0.88	0.95	1.10	1.29
营运能力					
应收账款周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	34.0	35.3	36.9	36.2	36.2
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
每股指标（元）					
每股收益	0.21	0.13	0.15	0.19	0.24
每股经营现金流	0.66	0.73	0.68	0.78	0.89
每股净资产	3.04	3.10	3.21	3.35	3.53
估值比率					
市盈率	17.5	28.7	25.0	20.1	15.8
市净率	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	12.6	13.2	13.0	10.9	9.3
EV/EBIT	23.5	32.6	32.6	27.3	22.8

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

全球领先风电运营商，或率先受益于绿电价值重估

核心观点

- **国家能源集团旗下新能源旗舰平台，全球领先风电运营商。**龙源电力前身可追溯至1993 年组建的专业化风电开发主体，历经多轮重组后成为国家能源集团控股的清洁能源平台，并于 2022 年完成“A+H”两地上市。截至 1Q26 末，公司实际控制人为国务院国资委，国家能源投资集团持股 57.27%。近年来公司持续处置火电与煤炭资产、并于 2024 年内完成火电出表，业务全面收敛至风光发电主业；2025 年末控股装机规模达 4599 万千瓦，其中风电 3215 万千瓦、占比约 70%，太阳能 1384 万千瓦，风电装机长期位居全球同业前列。
- **“沙戈荒”大基地与海上风电规模化推进，未来集团注入打开成长空间。**公司重点布局“沙戈荒”大型新能源基地与海上风电：作为“宁电入湘”配套电源的宁夏腾格里沙漠基地，首批 300 万千瓦光伏已于 2025 年 10 月全容量投产；海南东方 CZ8 场址 50 万千瓦深远海项目同步开工，成为集团首个深远海风电项目；2026 年公司计划新增开工、投产各 450 万千瓦。国家能源集团承诺于 2028 年前将集团存续风电业务注入上市公司，截至 2025 年末国家能源集团风电装机已达 7200 万千瓦、待注入规模约 4000 万千瓦，若顺利落地公司风电装机有望翻倍。
- **算电协同有望为传统风电平台开辟新成长曲线。**截至 2026 年 2 月，全国已有 84 个绿电直连项目通过审批、配套新能源装机达 3259 万千瓦，应用场景涵盖算力中心供电与零碳园区。国家枢纽节点新建数据中心被要求绿电消费比例达 80%，钢铁等高耗能行业亦纳入绿电消费比例考核，绿电消费刚性约束为风电运营商打开增量市场空间。作为风电龙头，公司清洁电力体量充沛。2025 年完成绿电交易 85.6 亿千瓦时、绿证交易 1632 万张，在福建签署公司首笔 6 年期绿电合约溢价超 20 元/兆瓦时，长期绿电合约的环境价值正在被市场重新定价。随着算电协同深化与绿电环境价值显性化，公司作为传统风电平台有望开辟"电力+算力"的新成长曲线。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 0.53/0.65/0.80 元，参考行业可比公司 2026 年 38 倍 PE 估值，对应目标价 20.14 元，首次给予买入评级。

风险提示

风光资源波动风险。电价下行风险。补贴回收风险。新建项目投产进度与效益不及预期风险。

投资评级	买入（首次）
股价（2026年06月29日）	16.12 元
目标价格	20.14 元
52 周最高价/最低价	20.15/14.82 元
总股本/流通 A 股（万股）	835,982/835,982
A 股市值（百万元）	134,760
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2026 年 06 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-2.29	-13.66	-11.53	3.47
相对表现%	0.33	-14.37	-20.95	-22.16
沪深 300%	-2.62	0.71	9.42	25.63



证券分析师

孙辉贤 执业证书编号：S0860525090003
sunhuixian@orientsec.com.cn
021-63326320

孙怡萱 执业证书编号：S0860525110002
sunyixuan@orientsec.com.cn
021-63326320

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	37,164	30,253	31,316	34,201	37,486
同比增长(%)	*-2.3%*	*-18.6%*	*3.5%*	*9.2%*	*9.6%*
营业利润(百万元)	10,155	6,982	6,915	8,260	9,969
同比增长(%)	*23.2%*	*-31.2%*	*-1.0%*	*19.5%*	*20.7%*
归属母公司净利润(百万元)	6,355	4,526	4,457	5,425	6,674
同比增长(%)	*0.8%*	*-28.8%*	*-1.5%*	*21.7%*	*23.0%*
每股收益（元）	0.76	0.54	0.53	0.65	0.80
毛利率(%)	37.5%	34.8%	35.3%	37.6%	40.2%
净利率(%)	17.1%	15.0%	14.2%	15.9%	17.8%
净资产收益率(%)	8.7%	6.1%	5.8%	6.8%	7.9%
市盈率	21.2	29.8	30.2	24.8	20.2
市净率	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

全球领先风电运营商，或率先受益于绿电价值重估 4

盈利预测与投资建议 6

盈利预测 6
投资建议 6

风险提示 7

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：公司股权结构稳定 4
图 2：2022-2025 年公司控股装机稳步扩张，风电占比约七成（万千瓦） 4
图 3： 2025 年公司发电量同比+12% 4
图 4：公司 1Q26 营业收入同比-3.3%（单位：亿元） 5
图 5：公司 1Q26 归母净利润-14.6%（单位：亿元） 5
图 6：公司 1Q26 经营性净现金流同比+5.7%（单位：亿元） 5
图 7：公司 1Q26 资本开支同比-32.1%（单位：亿元） 5

表 1：可比公司估值表 7

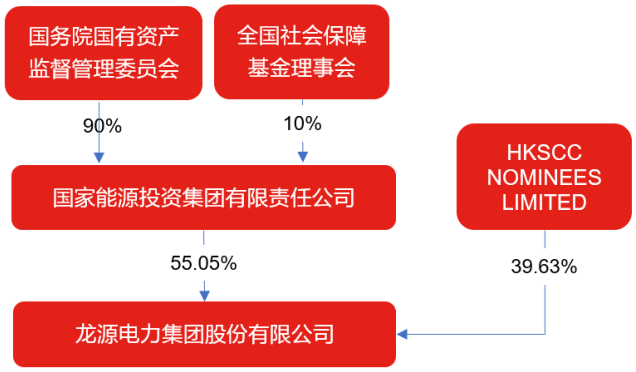
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

全球领先风电运营商，或率先受益于绿电价值重估

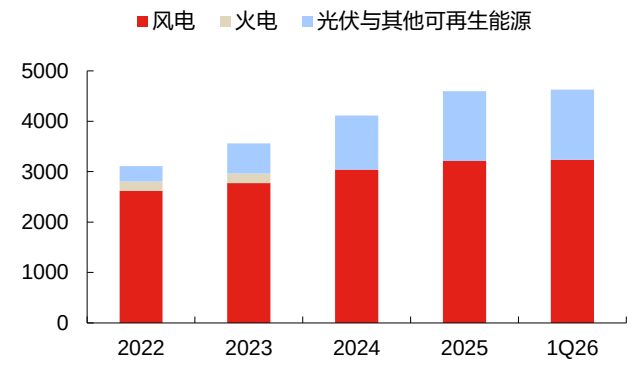
国家能源集团旗下新能源旗舰平台，全球领先风电运营商。龙源电力前身可追溯至 1993 年组建的专业化风电开发主体，历经多轮重组后成为国家能源集团控股的清洁能源平台，并于 2022 年完成“A+H”两地上市，是国内首家由 H 股回归 A 股的新能源发电央企。截至 1Q26 末，公司实际控制人为国务院国资委，国家能源投资集团直接持股 55.05%。近年来公司持续处置火电与煤炭资产，并于 2024 年内完成火电出表，业务全面收敛至风光发电主业；截至 1Q26 末控股装机规模达 4627 万千瓦，其中风电 3237 万千瓦、占比约 70%，太阳能 1390 万千瓦，风电装机长期位居全球同业前列。

图 1：公司股权结构稳定



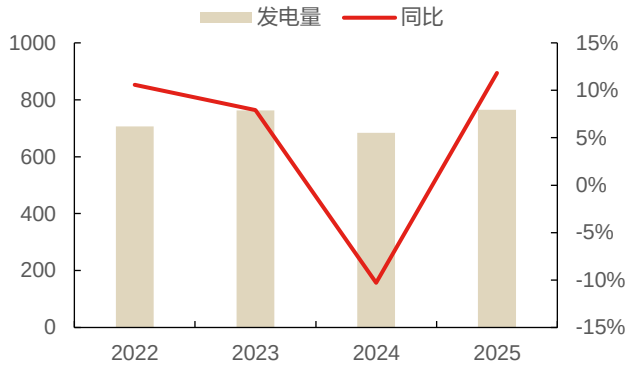
注：截至 1Q26 末
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2022-2025 年公司控股装机稳步扩张，风电占比约七成（万千瓦）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2025 年公司发电量同比+12%（亿千瓦时）



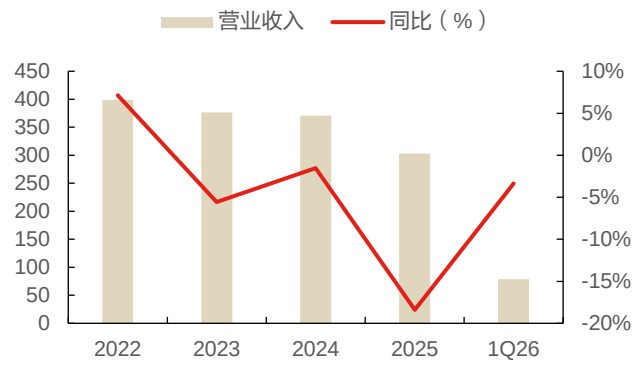
数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

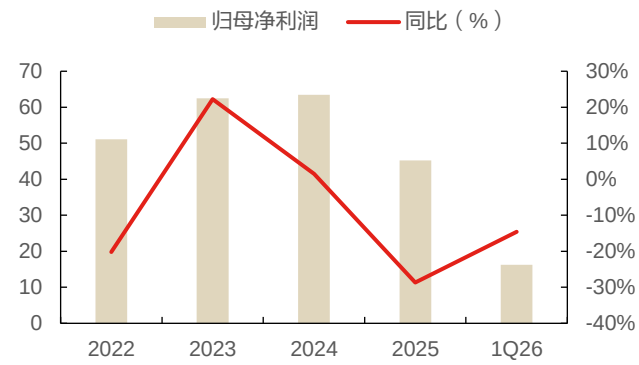
盈利阶段性承压，现金质量持续改善。利润端，2025 年公司归母净利润 45.3 亿元，同比-28.8%，剔除火电业务出表影响后，扣非口径降幅收窄至 22.5%。利润承压主要源于 1）市场化交易扩容叠加平价项目占比提升压低风电含税电价（同比-52 元/兆瓦时）；2）2025 年部分区域平均风速同比下降 0.1 米/秒；3）限电损失较上年有所扩大。现金流端，得益于可再生能源补贴回款大幅放量，2025 年经营活动现金流净额达 218.3 亿元，同比+27.6%。

图 4：公司 1Q26 营业收入同比-3.3%（单位：亿元）



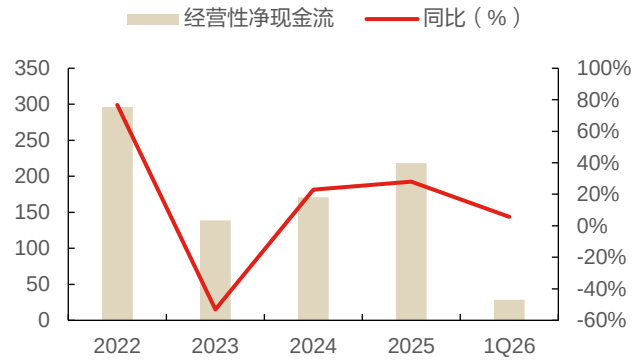
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：公司 1Q26 归母净利润-14.6%（单位：亿元）



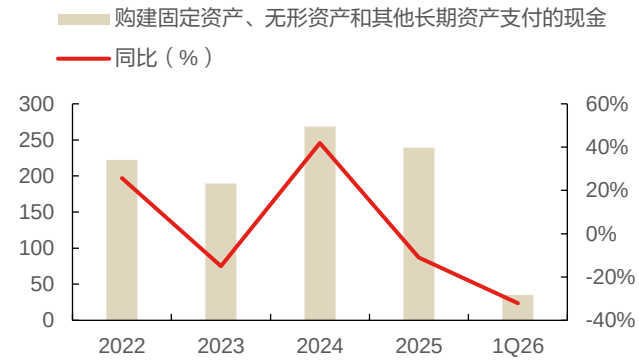
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：公司 1Q26 经营性净现金流同比+5.7%（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：公司 1Q26 资本开支同比-32.1%（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

“沙戈荒”大基地与海上风电规模化推进，未来集团注入打开成长空间。公司重点布局“沙戈荒”大型新能源基地与海上风电：作为“宁电入湘”配套电源的宁夏腾格里沙漠基地，首批 300 万千瓦光伏已于 2025 年 10 月全容量投产；海南东方 CZ8 场址 50 万千瓦深远海项目同步开工，成为集团首个深远海风电项目；2026 年公司计划新增开工、投产各 450 万千瓦。国家能源集团承诺于 2028 年前将集团存续风电业务注入上市公司，截至 2025 年末国家能源集团风电装机已达 7200 万千瓦、待注入规模约 4000 万千瓦，若顺利落地公司风电装机有望翻倍。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

算电协同有望为传统风电平台开辟新成长曲线。截至 2026 年 2 月，全国已有 84 个绿电直连项目通过审批、配套新能源装机达 3259 万千瓦，应用场景涵盖算力中心供电与零碳园区。国家枢纽节点新建数据中心被要求绿电消费比例达 80%，钢铁等高耗能行业亦纳入绿电消费比例考核，绿电消费刚性约束为风电运营商打开增量市场空间。作为风电龙头，公司清洁电力体量充沛。2025 年完成绿电交易 85.6 亿千瓦时、绿证交易 1632 万张，在福建签署公司首笔 6 年期绿电合约溢价超 20 元/兆瓦时，长期绿电合约的环境价值正在被市场重新定价。随着算电协同深化与绿电环境价值显性化，公司作为传统风电平台有望开辟"电力+算力"的新成长曲线。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

1）风电：假设控股风电装机量保持较快增长，2026-2028 年每年新增 400 万千瓦左右；利用小时数小幅下降，2026-2028 年分别为 2030、2020、2020 小时； 考虑到 136 号文影响，假设 2026-2027 年公司风电电价继续下降趋势，2028 年企稳。

2）光伏及其他可再生能源板块：其他可在再生能源占比低，只考虑光伏发电业务。

假设控股光伏装机量保持一定增长，2026-2028 年分别新增 27、50、50 万千瓦；受消纳影响，假设 26~27 年光伏利用小时数小幅下降，分别为 1200、1190、1190 小时；考虑到 136 号文影响，假设 2026-2027 年公司光伏电价继续下降趋势，2028 年企稳。

单位装机成本随新增低成本装机投产逐步下滑。

基于以上假设，公司电力板块收入 2026-2028 年同比增速+3.6%、9.4%、9.8%；毛利率为 35.4%、37.7%、40.3%。

3）公司 2026-2028 年管理费用率均为 1.63%、1.58%、1.53%。

4）公司 2026-2028 年的所得税率为 22.9%。

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
电力行业					
销售收入（百万元）	33,811.8	29,689.1	30,752.3	33,637.6	36,922.3
增长率	3.3%	-12.2%	3.6%	9.4%	9.8%
毛利率	40.4%	34.9%	35.4%	37.7%	40.3%
其他业务					
销售收入（百万元）	3,352.3	563.6	563.6	563.6	563.6
增长率	-37.0%	-83.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	8.4%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%
合计	**37,164.0**	**30,252.7**	**31,315.9**	**34,201.1**	**37,485.8**
增长率	**-2.3%**	**-18.6%**	**3.5%**	**9.2%**	**9.6%**
综合毛利率	**37.5%**	**34.8%**	**35.3%**	**37.6%**	**40.2%**

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

投资建议

我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 0.53/0.65/0.80 元。我们选取新能源发电/电力运营企业作为可比公司。参考行业可比公司 2026 年 38 倍 PE 估值，对应目标价 20.14 元，首次给予买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2026/6/29	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
南网能源	003035	5.86	0.09	0.12	0.14	0.17	64.04	48.15	41.38	34.90
九洲集团	300040	5.59	0.06	0.13	0.18	0.24	87.89	43.88	31.00	22.91
节能风电	601016	3.83	0.10	0.10	0.13	0.15	36.55	36.86	30.54	25.20
华电新能	600930	4.81	0.17	0.16	0.17	0.18	27.63	29.47	27.64	26.86
电投绿能	000875	5.17	0.14	0.15	0.17	0.19	36.43	34.19	31.30	26.62
	调整后平均						46	38	31	26

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

风光资源波动风险。风光自然资源的波动可能影响发电量，进而影响公司收入和利润。

电价下行风险。市场化交易扩大及平价项目增多,推动上网电价承压。

补贴回收风险。补贴不能及时收回将影响公司现金流甚至形成减值损失。

新建项目投产进度与效益不及预期风险。公司经营业绩的增长核心在于新增装机能否按计划投产以及新项目能否实现预期盈利水平。新项目投产进度滞后或者盈利性不及预期对公司业绩造成影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,310	2,158	2,234	2,440	2,674
应收票据、账款及款项融资	43,520	44,004	45,551	49,747	54,525
预付账款	496	543	562	614	673
存货	430	400	411	433	455
其他	4,200	3,838	3,896	4,054	4,233
流动资产合计	**51,956**	**50,944**	**52,654**	**57,288**	**62,560**
长期股权投资	6,226	6,253	6,353	6,403	6,453
固定资产	156,799	170,230	194,051	210,773	225,925
在建工程	21,174	15,091	11,143	9,827	9,437
无形资产	6,034	5,888	5,353	4,818	4,282
其他	15,480	16,855	16,783	16,756	16,729
非流动资产合计	**205,713**	**214,317**	**233,683**	**248,576**	**262,826**
资产总计	**257,669**	**265,261**	**286,337**	**305,864**	**325,386**
短期借款	28,231	16,318	19,735	20,374	19,978
应付票据及应付账款	18,419	15,150	15,549	16,383	17,218
其他	26,342	49,526	49,532	49,550	49,570
流动负债合计	**72,993**	**80,993**	**84,816**	**86,307**	**86,766**
长期借款	79,317	63,057	76,233	89,133	102,033
应付债券	15,998	29,130	29,130	29,130	29,130
其他	3,030	3,349	3,328	3,328	3,328
非流动负债合计	**98,345**	**95,536**	**108,691**	**121,591**	**134,491**
负债合计	**171,338**	**176,530**	**193,507**	**207,898**	**221,257**
少数股东权益	12,988	13,728	14,707	15,756	16,872
实收资本（或股本）	8,360	8,360	8,360	8,360	8,360
资本公积	14,311	14,104	14,104	14,104	14,104
留存收益	50,969	52,755	55,875	59,962	65,009
其他	(296)	(215)	(215)	(215)	(215)
股东权益合计	**86,332**	**88,731**	**92,830**	**97,966**	**104,129**
负债和股东权益总计	**257,669**	**265,261**	**286,337**	**305,864**	**325,386**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	8,296	5,488	5,436	6,474	7,790
折旧摊销	3,695	11,677	6,049	6,769	7,430
财务费用	3,508	3,449	3,476	3,850	4,181
投资损失	(912)	(161)	(175)	(190)	(195)
营运资金变动	(3,183)	8,143	(1,229)	(3,576)	(4,184)
其它	5,704	(6,763)	(3,282)	25	25
经营活动现金流	**17,109**	**21,833**	**10,277**	**13,351**	**15,048**
资本支出	(18,429)	(18,444)	(22,054)	(21,612)	(21,629)
长期投资	(230)	(29)	(56)	(50)	(50)
其他	(7,426)	(5,108)	150	165	170
投资活动现金流	**(26,085)**	**(23,581)**	**(21,960)**	**(21,497)**	**(21,509)**
债权融资	11,370	8,459	13,156	12,900	12,900
股权融资	(1,375)	(207)	0	0	0
其他	(2,684)	(7,494)	(1,396)	(4,549)	(6,204)
筹资活动现金流	**7,311**	**758**	**11,759**	**8,351**	**6,696**
汇率变动影响	(33)	(149)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(1,697)**	**(1,139)**	**76**	**206**	**234**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**37,164**	**30,253**	**31,316**	**34,201**	**37,486**
营业成本	23,213	19,728	20,248	21,335	22,422
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	471	508	511	541	574
研发费用	209	145	125	137	150
财务费用	3,508	3,449	3,476	3,850	4,181
资产、信用减值损失	1,112	83	89	89	89
公允价值变动收益	15	(25)	(25)	(25)	(25)
投资净收益	912	161	175	190	195
其他	577	506	(102)	(155)	(272)
营业利润	**10,155**	**6,982**	**6,915**	**8,260**	**9,969**
营业外收入	207	258	258	258	258
营业外支出	110	121	121	121	121
利润总额	**10,252**	**7,119**	**7,052**	**8,398**	**10,106**
所得税	1,956	1,631	1,616	1,924	2,316
净利润	**8,296**	**5,488**	**5,436**	**6,474**	**7,790**
少数股东损益	1,941	962	979	1,049	1,116
归属于母公司净利润	**6,355**	**4,526**	**4,457**	**5,425**	**6,674**
每股收益（元）	0.76	0.54	0.53	0.65	0.80

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	-2.3%	-18.6%	3.5%	9.2%	9.6%
营业利润	23.2%	-31.2%	-1.0%	19.5%	20.7%
归属于母公司净利润	0.8%	-28.8%	-1.5%	21.7%	23.0%
获利能力					
毛利率	37.5%	34.8%	35.3%	37.6%	40.2%
净利率	17.1%	15.0%	14.2%	15.9%	17.8%
ROE	8.7%	6.1%	5.8%	6.8%	7.9%
ROIC	5.2%	3.7%	3.5%	3.8%	4.1%
偿债能力					
资产负债率	66.5%	66.5%	67.6%	68.0%	68.0%
净负债率	149.9%	143.4%	154.9%	160.4%	162.7%
流动比率	0.71	0.63	0.62	0.66	0.72
速动比率	0.71	0.62	0.62	0.66	0.72
营运能力					
应收账款周转率	137.7	112.8	93.1	95.6	95.7
存货周转率	39.7	47.5	50.0	50.6	50.5
总资产周转率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
每股指标（元）					
每股收益	0.76	0.54	0.53	0.65	0.80
每股经营现金流	2.05	2.61	1.23	1.60	1.80
每股净资产	8.77	8.97	9.35	9.83	10.44
估值比率					
市盈率	21.2	29.8	30.2	24.8	20.2
市净率	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	15.1	11.8	15.9	13.9	12.1
EV/EBIT	19.2	25.1	25.2	21.6	18.5

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

稀缺水电龙头企业，红利资产配置价值突出

核心观点

- **全球水电运营标杆，干流梯级铸就稀缺壁垒。**公司以大型水电运营为立身之本，统一调度乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝、三峡、葛洲坝六座电站，串联成全球规模最大的“清洁能源走廊”。截至 2025 年末，公司可控水电装机 7179.5 万千瓦，其中境内 7169.5 万千瓦，约占全国水电总装机的六分之一，规模远超其余发电主体。这一资源组合依托长江干流独有的径流与落差条件，具备难以复制的稀缺性与天然垄断属性，并通过特许经营长期锁定，构成公司收入与盈利的根基。除水电主业外，公司同步布局抽水蓄能、智慧综合能源、新能源、配售电及海外能源投资，经营版图延伸至秘鲁、巴基斯坦等多个国家。
- **稀缺的高股息、稳现金流资产，长期配置价值突出。**公司将稳定分红写入制度承诺——《2026-2030 年股东分红回报规划》明确未来五年每年现金分红不低于当年归母净利润的 70%，延续了上一轮分红政策；2025 年度拟每 10 股派发现金股利 10 元（含税），合计派现 244.7 亿元、创历史新高，分红比例 70.9%，按当前股价对应股息率约 3.8%。支撑高分红的是公司稳健且可预期的现金流：作为全球最大的水电运营商，六座梯级电站发电量稳定增长，叠加财务费用持续压降、机组折旧陆续到期带来的利润释放，盈利与现金流的确定性强。在低利率环境下，这类盈利稳定、分红丰厚的水电资产具备类债券的防御属性，且股息率长期高于十年期国债收益率，对追求稳定回报的长线资金具有较强吸引力，长期配置价值凸显。
- **水电的稳定调节属性，公司天然契合算力枢纽的零碳基荷需求。**在各类绿电中，水电是唯一兼具规模、稳定性与调节能力的可再生电源。相较风光的间歇性，水电能够提供连续、可预期的电力支撑，适合充当算力枢纽的零碳基荷，天然契合"东数西算"西部枢纽的刚性诉求。公司六座干流电站年发电量逾 3000 亿千瓦时，经直流外送覆盖华中、华东、西南及南方等负荷密集区域；六库联调赋予的削峰填谷与梯级补偿能力，使其在分钟级供电匹配与长周期稳定保供上具备同业难以比拟的禀赋。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 1.49/1.53/1.56 元，参考行业可比公司 2026 年 23 倍 PE，对应目标价 34.27 元，首次给予买入评级。

风险提示

来水不确定性。电价下行风险。新能源电力市场竞争加剧风险。财务费用压降不及预期风险。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	84,492	86,242	85,407	85,949	86,518
同比增长(%)	*8.1%*	*2.1%*	*-1.0%*	*0.6%*	*0.7%*
营业利润(百万元)	39,645	42,599	44,891	46,098	47,176
同比增长(%)	*19.3%*	*7.5%*	*5.4%*	*2.7%*	*2.3%*
归属母公司净利润(百万元)	32,496	34,503	36,397	37,395	38,286
同比增长(%)	*19.3%*	*6.2%*	*5.5%*	*2.7%*	*2.4%*
每股收益（元）	1.33	1.41	1.49	1.53	1.56
毛利率(%)	59.1%	61.7%	61.4%	61.6%	61.5%
净利率(%)	38.5%	40.0%	42.6%	43.5%	44.3%
净资产收益率(%)	15.8%	16.0%	16.0%	15.6%	15.3%
市盈率	20.2	19.0	18.0	17.6	17.2
市净率	3.1	3.0	2.8	2.7	2.6

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入（首次）
股价（2026年06月29日）	26.84 元
目标价格	34.27 元
52 周最高价/最低价	29.81/25.18 元
总股本/流通 A 股（万股）	2,446,822/2,446,822
A 股市值（百万元）	656,727
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2026 年 06 月 30 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.37	-3.28	-1.5	-8.25
相对表现%	2.25	-3.99	-10.92	-33.88
沪深 300%	-2.62	0.71	9.42	25.63



证券分析师

孙辉贤 执业证书编号：S0860525090003
sunhuixian@orientsec.com.cn
021-63326320
孙怡萱 执业证书编号：S0860525110002
sunyixuan@orientsec.com.cn
021-63326320

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

稀缺水电龙头企业，红利资产配置价值突出 4

盈利预测与投资建议 6

盈利预测 6

投资建议 6

风险提示 7

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：公司股权结构.....4
图 2： 2025 年六座梯级电站发电量结构（单位：亿千瓦时）.....4
图 3：公司 1Q26 营业收入同比+6.4%（单位：亿元）.....5
图 4：公司 1Q26 归母净利润+30.5%（单位：亿元）.....5
图 5：“减负债、降杠杆”成效兑现，财务费用连续压降.....5
图 6：公司持续保持高分红比例（单位：元）.....5

表 1：可比公司估值表.....7

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

稀缺水电龙头企业，红利资产配置价值突出

全球水电运营标杆，干流梯级铸就稀缺壁垒。公司以大型水电运营为立身之本，统一调度乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝、三峡、葛洲坝六座电站，串联成全球规模最大的“清洁能源走廊”。截至 2025 年末，公司可控水电装机 7179.5 万千瓦，其中境内 7169.5 万千瓦，约占全国水电总装机的六分之一，规模远超其余发电主体。这一资源组合依托长江干流独有的径流与落差条件，具备难以复制的稀缺性与天然垄断属性，并通过特许经营长期锁定，构成公司收入与盈利的根基。除水电主业外，公司同步布局抽水蓄能、智慧综合能源、新能源、配售电及海外能源投资，经营版图延伸至秘鲁、巴基斯坦等多个国家。

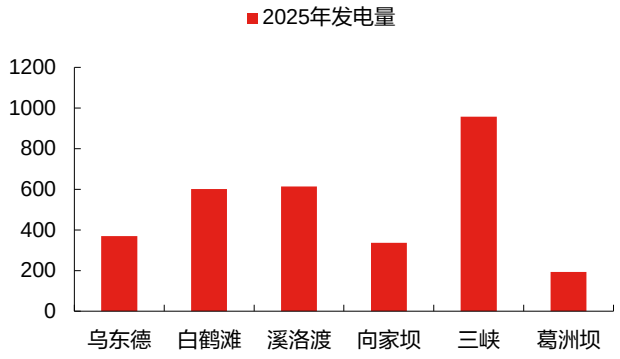
央企控股、股权高度集中。截至 1Q26 末公司控股股东为中国长江三峡集团，直接持股 43.47%，并经由中国三峡建工、长江生态环保集团、长江三峡集团实业发展（北京）等全资子公司间接持股，合计控股比例约 52.93%，实际控制人为国务院国资委。

图 1：公司股权结构



注：截至 1Q26 末
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2025 年六座梯级电站发电量结构（单位：亿千瓦时）



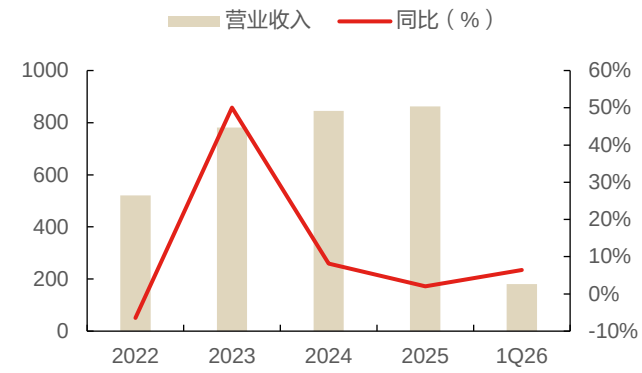
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2026Q1 利润高增三成。1Q26 公司营业收入 181 亿元，同比+6.4%；归母净利润 67.6 亿元，同比+30.5%。归母净利润大幅增长主要受益于 1)发电量稳增：受益于上游蓄能释放与下游来水偏丰（三峡偏丰 5.49%、乌东德偏枯 7.36%），六座梯级电站发电量 618 亿千瓦时，同比+7.2%；2）费用压降，利息费用同比减少 3.9 亿元；3）所持金融资产公允价值变动收益同比+7.4 亿元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

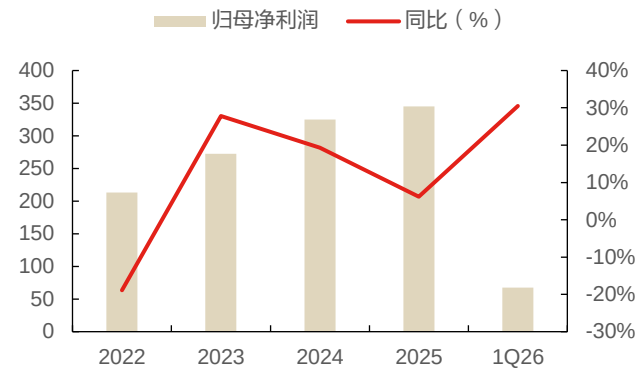
仅供内部参考，请勿外传

图 3：公司 1Q26 营业收入同比+6.4%（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

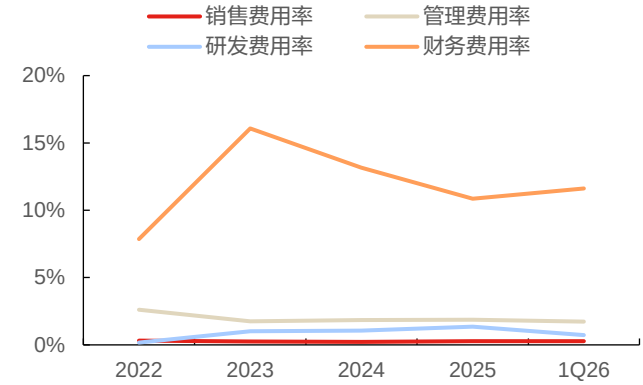
图 4：公司 1Q26 归母净利润+30.5%（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

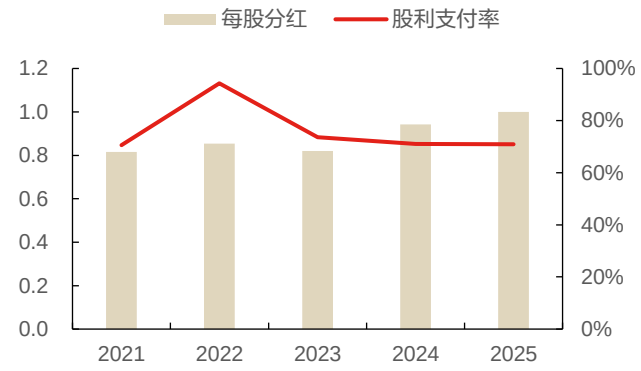
稀缺的高股息、稳现金流资产，长期配置价值突出。公司将稳定分红写入制度承诺——《2026—2030 年股东分红回报规划》明确未来五年每年现金分红不低于当年归母净利润的 70%，延续了上一轮分红政策；2025 年度拟每 10 股派发现金股利 10 元（含税），合计派现 244.7 亿元、创历史新高，分红比例 70.9%，按当前股价对应股息率约 3.8%。支撑高分红的是公司稳健且可预期的现金流：作为全球最大的水电运营商，六座梯级电站发电量稳定增长，叠加财务费用持续压降、机组折旧陆续到期带来的利润释放，盈利与现金流的确定性强。在低利率环境下，这类盈利稳定、分红丰厚的水电资产具备类债券的防御属性，且股息率长期高于十年期国债收益率，对追求稳定回报的长线资金具有较强吸引力，长期配置价值凸显。

图 5："减负债、降杠杆"成效兑现，财务费用连续压降



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：公司持续保持高分红比例（单位：元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

水电的稳定调节属性，公司天然契合算力枢纽的零碳基荷需求。在各类绿电中，水电是唯一兼具规模、稳定性与调节能力的可再生电源。相较风光的间歇性，水电能够提供连续、可预期的电力支撑，适合充当算力枢纽的零碳基荷，天然契合"东数西算"西部枢纽的刚性诉求。公司六座干流电站年发电量逾 3000 亿千瓦时，经直流外送覆盖华中、华东、西南及南方等负荷密集区域；六库联调赋予的削峰填谷与梯级补偿能力，使其在分钟级供电匹配与长周期稳定保供上具备同业难以比拟的禀赋。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

1) 收入端，在装机容量保持不变的前提下，假设 2026 年利用小时继续下降，2027-2028 年保持平稳。2026-2028 年公司发电量保持在 3000 亿千瓦时左右。上网电价方面，假设 2026 电价继续下降，2027-2028 年逐步企稳。综上，2026-2028 年公司营收预计达到 854、859、865 亿元。

2) 成本端，假设单位装机折旧延续下降趋势，折旧节奏保持稳定。2026-2028 年公司营业成本预计分别为 330、330、333 亿元。

3) 公司 2026-2028 年销售费用率均为 0.27%，管理费用率均为 1.88%。

4) 公司 2026-2028 年的所得税率约为 16%。

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
境内水电					
销售收入（百万元）	74,478.7	75,661.6	74,310.5	74,310.5	74,310.5
增长率	7.9%	1.6%	-1.8%	0.0%	0.0%
毛利率	62.5%	65.8%	65.8%	66.2%	66.4%
其他业务					
销售收入（百万元）	10,013.2	10,580.4	11,096.5	11,638.5	12,207.6
增长率	10.1%	5.7%	4.9%	4.9%	4.9%
毛利率	34.0%	32.2%	32.1%	32.1%	32.1%
合计	**84,491.9**	**86,241.9**	**85,407.0**	**85,949.0**	**86,518.1**
增长率	**8.1%**	**2.1%**	**-1.0%**	**0.6%**	**0.7%**
综合毛利率	**59.1%**	**61.7%**	**61.4%**	**61.6%**	**61.5%**

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 1.49/1.53/1.56 元。我们选取绿电运营商，包括水电、风光等可再生能源发电企业作为可比公司。参考行业可比公司 2026 年 23 倍 PE，对应目标价 34.27 元，首次给予买入评级。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2026/6/29	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
华能水电	600025	8.96	0.46	0.48	0.50	0.53	19.63	18.57	17.80	17.01
桂冠电力	600236	8.85	0.42	0.44	0.46	0.48	21.27	20.34	19.28	18.25
川投能源	600674	14.15	0.98	1.03	1.08	1.13	14.51	13.80	13.10	12.49
华电新能	600930	4.81	0.17	0.16	0.17	0.18	27.63	29.47	27.64	26.86
龙源电力	001289	16.12	0.54	0.56	0.63	0.71	29.77	28.96	25.73	22.77
	调整后平均						**23**	**23**	**21**	**19**

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

来水不确定性。公司梯级电站分布于长江中上游，发电量高度依赖长江径流状况。一旦出现"主汛偏枯"等异常来水情形，或因极端气候导致来水量大幅波动，将对公司电力生产形成直接冲击。

电价下行风险。电价下行将直接对于公司收入端产生重要影响。

新能源电力市场竞争加剧风险。随着新能源装机规模持续扩张、市场竞争日趋激烈，公司水电电量消纳及上网电价存在承压下行的风险。

财务费用压降不及预期风险。公司存量有息负债规模较大，若公司推进资产收购或加大资本开支，将带来新增有息负债，新增融资成本受市场利率影响；此外，存量高息债务的置换进程存在不确定性。财务费用压降幅度不及市场预期将对公司净利润造成拖累。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,573	4,586	16,429	28,445	41,464
应收票据、账款及款项融资	9,327	7,252	7,182	7,227	7,275
预付账款	87	193	191	193	194
存货	642	837	834	836	842
其他	579	921	832	877	922
流动资产合计	**17,207**	**13,788**	**25,468**	**37,578**	**50,697**
长期股权投资	73,319	74,936	76,436	77,936	79,436
固定资产	430,410	416,560	412,857	409,833	406,791
在建工程	9,553	15,875	19,049	20,784	21,730
无形资产	25,459	25,025	24,767	24,509	24,251
其他	10,637	13,023	13,001	12,980	12,958
非流动资产合计	**549,378**	**545,420**	**546,110**	**546,042**	**545,167**
资产总计	**566,585**	**559,208**	**571,579**	**583,620**	**595,864**
短期借款	69,692	15,181	15,181	15,181	15,181
应付票据及应付账款	1,620	1,469	1,464	1,468	1,479
其他	88,401	102,290	102,288	102,289	102,290
流动负债合计	**159,713**	**118,940**	**118,933**	**118,938**	**118,950**
长期借款	158,816	172,311	172,311	172,311	172,311
应付债券	21,741	29,781	29,781	29,781	29,781
其他	4,231	4,816	4,794	4,794	4,794
非流动负债合计	**184,788**	**206,908**	**206,885**	**206,885**	**206,885**
负债合计	**344,501**	**325,848**	**325,818**	**325,823**	**325,835**
少数股东权益	11,735	12,023	12,494	12,978	13,473
实收资本（或股本）	24,468	24,468	24,468	24,468	24,468
资本公积	63,778	63,549	63,549	63,549	63,549
留存收益	118,780	129,806	141,735	153,288	165,024
其他	3,323	3,515	3,515	3,515	3,515
股东权益合计	**222,084**	**233,361**	**245,760**	**257,797**	**270,028**
负债和股东权益总计	**566,585**	**559,208**	**571,579**	**583,620**	**595,864**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	32,930	34,949	36,868	37,879	38,781
折旧摊销	20,070	19,486	19,568	20,309	21,100
财务费用	11,131	9,371	8,109	7,462	6,810
投资损失	(5,258)	(4,959)	(5,133)	(5,275)	(5,422)
营运资金变动	(4,604)	(6,939)	6	(97)	(99)
其它	5,379	8,654	(1,692)	(1,669)	(1,667)
经营活动现金流	**59,648**	**60,563**	**57,726**	**58,609**	**59,503**
资本支出	(11,573)	(11,257)	(18,758)	(18,741)	(18,724)
长期投资	(1,601)	(1,740)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
其他	2,204	(5,218)	6,953	6,952	7,099
投资活动现金流	**(10,971)**	**(18,215)**	**(13,306)**	**(13,289)**	**(13,125)**
债权融资	(28,351)	43,631	0	0	0
股权融资	170	(229)	0	0	0
其他	(21,857)	(87,746)	(32,577)	(33,304)	(33,360)
筹资活动现金流	**(50,039)**	**(44,344)**	**(32,577)**	**(33,304)**	**(33,360)**
汇率变动影响	17	6	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(1,344)**	**(1,991)**	**11,843**	**12,016**	**13,018**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**84,492**	**86,242**	**85,407**	**85,949**	**86,518**
营业成本	34,528	33,058	32,953	33,037	33,283
销售费用	188	234	232	233	235
管理费用	1,562	1,617	1,602	1,612	1,623
研发费用	891	1,167	1,156	1,163	1,171
财务费用	11,131	9,371	8,109	7,462	6,810
资产、信用减值损失	47	1,531	8	8	10
公允价值变动收益	212	1,677	1,677	1,677	1,677
投资净收益	5,258	4,959	5,133	5,275	5,422
其他	(1,968)	(3,300)	(3,268)	(3,288)	(3,310)
营业利润	**39,645**	**42,599**	**44,891**	**46,098**	**47,176**
营业外收入	5	32	32	32	32
营业外支出	788	892	892	892	892
利润总额	**38,862**	**41,740**	**44,031**	**45,238**	**46,317**
所得税	5,932	6,791	7,163	7,360	7,535
净利润	**32,930**	**34,949**	**36,868**	**37,879**	**38,781**
少数股东损益	434	446	471	484	495
归属于母公司净利润	**32,496**	**34,503**	**36,397**	**37,395**	**38,286**
每股收益（元）	1.33	1.41	1.49	1.53	1.56

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	8.1%	2.1%	-1.0%	0.6%	0.7%
营业利润	19.3%	7.5%	5.4%	2.7%	2.3%
归属于母公司净利润	19.3%	6.2%	5.5%	2.7%	2.4%
获利能力					
毛利率	59.1%	61.7%	61.4%	61.6%	61.5%
净利率	38.5%	40.0%	42.6%	43.5%	44.3%
ROE	15.8%	16.0%	16.0%	15.6%	15.3%
ROIC	8.2%	8.4%	8.4%	8.3%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	60.8%	58.3%	57.0%	55.8%	54.7%
净负债率	130.8%	121.2%	110.3%	100.5%	91.1%
流动比率	0.11	0.12	0.21	0.32	0.43
速动比率	0.10	0.11	0.21	0.31	0.42
营运能力					
应收账款周转率	9.5	10.4	11.8	11.9	11.9
存货周转率	45.3	44.7	39.5	39.6	39.7
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
每股指标（元）					
每股收益	1.33	1.41	1.49	1.53	1.56
每股经营现金流	2.44	2.48	2.36	2.40	2.43
每股净资产	8.60	9.05	9.53	10.01	10.49
估值比率					
市盈率	20.2	19.0	18.0	17.6	17.2
市净率	3.1	3.0	2.8	2.7	2.6
EV/EBITDA	13.2	13.1	12.9	12.6	12.4
EV/EBIT	18.4	18.0	17.6	17.4	17.3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

四川水电头部企业，分红与成长共振

核心观点

- **参股水电"雅砻江+大渡河"双核驱动，公司投资收益有望持续增长。1）**1Q26雅砻江来水延续偏枯，叠加电价走低，对一季度业绩形成一定压制。但雅砻江流域独家开发叠加水风光一体化，远期成长空间广阔。在建机组方面，牙根一级、卡拉、孟底沟合计在建装机 372 万千瓦，预计分别于 2028、2029、2032 年投产。同时，雅砻江流域水风光一体化基地建设持续推进。雅砻江水电为公司带来的投资收益有望持续增长。**2）**持股 20%的国能大渡河同步进入投产高峰，双江口、金川、沙坪一级等电站年内密集投运，其中双江口作为大渡河干流 28 级梯级的控制性调节水库，建成后可显著强化全流域蓄丰补枯与梯级联合调度能力、提升整体发电效率。
- **"绿电+算力"协同率先落地，省属能源平台卡位算力新基建。**2025 年 12 月，雅砻江公司携手中国电信四川公司打造的两河口算电融合示范项目在甘孜正式投运。项目总投资约 3.5 亿元，建成 6 个算力舱、部署算力芯片 2000 张，以绿电直供、低能耗场址与电站运维模型应用相互嵌套，使流域富集的水风光资源在本地即完成向算力价值的转化。算电协同的深入将放大发电企业在数据中心选址、长周期稳定供电、能耗管控与地方资源统筹中的议价权和不可替代性；而雅砻江基地清洁电力体量充沛、调节能力突出，叠加公司作为四川省属能源集团的资源协调禀赋，有望在算力新基建浪潮中抢占有利身位，为传统水电平台开辟"电力+算力"的新成长维度。
- **承诺 2026-2028 年分红比例不低于 50%，高股息属性强化。**2025 年公司分红比例 51.3%，同比+8.0pct，且于《四川川投能源股份有限公司未来三年（2026-2028 年）股东回报规划》承诺 2026-2028 年每年现金分红不低于归母净利润的 50%，分红确定性大幅增强。我们认为分红比例的提升进一步强化公司高股息属性，凸显其水电资产稳健现金流与长期配置价值。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 1.05/1.12/1.14 元。根据可比公司估值法给予 2026 年 17 倍 PE，对应目标价 17.85 元，首次给予买入评级。

风险提示

来水不确定性风险。电价波动风险。在建项目推进风险。

投资评级	买入（首次）
股价（2026年06月29日）	14.15 元
目标价格	17.85 元
52 周最高价/最低价	16.45/13.52 元
总股本/流通 A 股（万股）	487,461/487,461
A 股市值（百万元）	68,976
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2026 年 06 月 30 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.77	-8.71	-8.18	-9.37
相对表现%	1.85	-9.42	-17.6	-35
沪深 300%	-2.62	0.71	9.42	25.63



证券分析师

孙辉贤 执业证书编号：S0860525090003
sunhuixian@orientsec.com.cn
021-63326320

孙怡萱 执业证书编号：S0860525110002
sunyixuan@orientsec.com.cn
021-63326320

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,609	1,668	1,743	1,751	1,773
同比增长(%)	*8.5%*	*3.6%*	*4.5%*	*0.4%*	*1.3%*
营业利润(百万元)	4,701	4,923	5,279	5,629	5,772
同比增长(%)	*3.5%*	*4.7%*	*7.2%*	*6.6%*	*2.5%*
归属母公司净利润(百万元)	4,508	4,754	5,098	5,437	5,575
同比增长(%)	*2.4%*	*5.5%*	*7.2%*	*6.6%*	*2.5%*
每股收益（元）	0.92	0.98	1.05	1.12	1.14
毛利率(%)	51.2%	50.7%	50.6%	50.4%	50.2%
净利率(%)	280.2%	285.1%	292.5%	310.5%	314.4%
净资产收益率(%)	11.4%	10.9%	11.0%	11.1%	10.7%
市盈率	15.3	14.5	13.5	12.7	12.4
市净率	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

四川水电头部企业，分红与成长共振.....4

盈利预测与投资建议.....6

盈利预测.....6

投资建议.....8

风险提示.....8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：公司控股股东变更为四川能源发展集团 4
图 2： 2025 年公司权益装机同比+10.7%（单位：万千瓦） 4
图 3：公司 1Q26 营业收入同比-9.6%（单位：亿元） 5
图 4：公司 1Q26 归母净利润-1.8%（单位：亿元） 5
图 5：公司 1Q26 投资收益同比-1.1%（单位：亿元） 6
图 6：公司 2025 年分红比例同比+8.0pct（单位：亿元） 6

表 1：雅砻江流域常规水电 2030 年前总装机目标 2300 万千瓦 4
表 2：雅砻江水电规划 2030 年完成新能源/抽水蓄能装机 2000/500 万千瓦 5
表 3：可比公司估值表 8

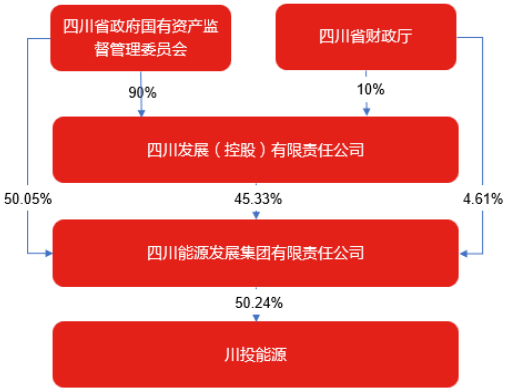
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

四川水电头部企业，分红与成长共振

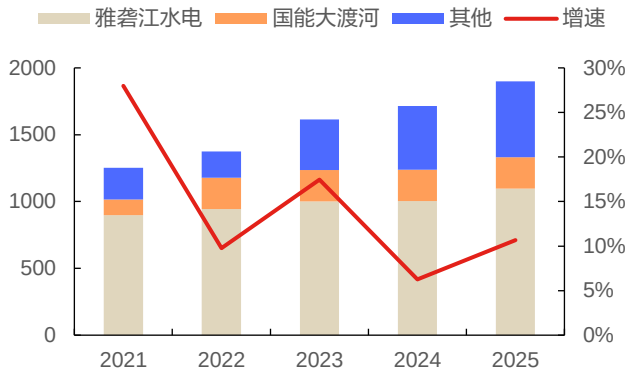
四川省清洁能源旗舰上市平台，权益水电资产价值凸显。川投能源是四川省属清洁能源资产上市投资平台，以权益水电为核心资产，参股雅砻江水电 48%、国能大渡河 20%，并控股田湾河、银江等水电及抽蓄项目。2025 年 2 月，原控股股东川投集团与四川省能投集团新设合并为四川能源发展集团，截至 2026Q1，集团持股 50.24%。截至 2025 年末，公司权益装机 1898 万千瓦，其中雅砻江权益装机占比 58%；2025 年公司实现归母净利润 47.54 亿元、同比+5.47%，其中雅砻江水电贡献投资收益 44.25 亿元、占合并利润总额近九成。

图 1：公司控股股东变更为四川能源发展集团



注：截至 1Q26 末
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2： 2025 年公司权益装机同比+10.7%（单位：万千瓦）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

参股水电"雅砻江+大渡河"双核驱动，公司投资收益有望持续增长。1Q26 雅砻江来水延续偏枯，叠加电价走低，对一季度业绩形成一定压制。但雅砻江流域独家开发叠加水风光一体化，远期成长空间广阔。在建机组方面，牙根一级、卡拉、孟底沟合计在建装机 372 万千瓦，预计分别于 2028、2029、2032 年投产。同时，公司持续推进雅砻江流域水风光一体化基地建设。雅砻江水电为公司带来的投资收益有望持续增长。

持股 20%的国能大渡河同步进入投产高峰，双江口、金川、沙坪一级等电站年内密集投运，其中双江口作为大渡河干流 28 级梯级的控制性调节水库，建成后可显著强化全流域蓄丰补枯与梯级联合调度能力、提升整体发电效率。

表 1：雅砻江流域常规水电 2030 年前总装机目标 2300 万千瓦

阶段	目标
第一阶段	2000 年以前，开发建设二滩水电站，实现投运装机规模 330 万千瓦
第二阶段	2015 年以前，建设锦屏、富地、桐子林水电；全面完成雅砻江下游梯级水电开发；发电能力提升至 1470 万千瓦
第三阶段	2030 年以前，建设包括两河口水电站在内的 4-5 个雅砻江中游主要梯级电站，实现新增装机 800 万千瓦左右；水电发电能力达到 2300 万千瓦以上
第四阶段	本世纪中叶以前，雅砻江流域水电开发全面完成；水电发电能力达到 3000 万千瓦左右

数据来源：雅砻江公司官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

表 2：雅砻江水电规划 2030 年完成新能源/抽水蓄能装机 2000/500 万千瓦

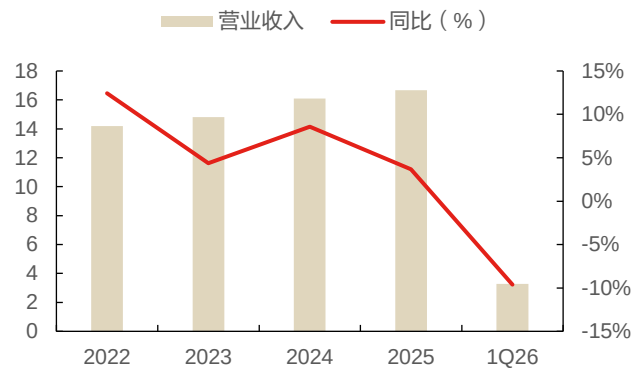
阶段	目标
第一阶段	2020 年以前，开展水风光互补绿色清洁可再生能源示范基地规划和关键问题研究，落实项目建设技术条件
第二阶段	2030 年以前，力争新能源装机达到 2000 万千瓦左右；完成抽水蓄能规划，力争规模达到 500 万千瓦左右
第三阶段	2035 年以前，力争新能源装机达到 3000 万千瓦左右，配套抽水蓄能装机达到 1000 万千瓦左右
第四阶段	本世纪中叶以前，力争新能源及抽水蓄能装机达到 5000 万千瓦以上，雅砻江流域水风光互补绿色清洁可再生能源示范基地全部建成

数据来源：雅砻江公司官网，东方证券研究所

"绿电+算力"协同率先落地，省属能源平台卡位算力新基建。 2025 年 12 月，雅砻江公司携手中国电信四川公司打造的两河口算电融合示范项目在甘孜正式投运。项目总投资约 3.5 亿元，建成 6 个算力舱、部署算力芯片 2000 张，以绿电直供、低能耗场址与电站运维模型应用相互嵌套，使流域富集的水风光资源在本地即完成向算力价值的转化。算电协同的深入将放大发电企业在数据中心选址、长周期稳定供电、能耗管控与地方资源统筹中的议价权和不可替代性；而雅砻江基地清洁电力体量充沛、调节能力突出，叠加公司作为四川省属能源集团的资源协调禀赋，有望在这一轮算力新基建浪潮中抢占有利身位，为传统水电平台开辟"电力+算力"的新成长维度。

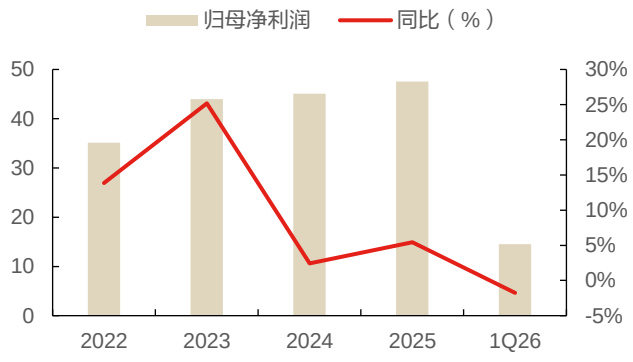
2026Q1 业绩小幅回落，核心投资收益对冲主业压力。2025 年，公司实现营业收入 16.7 亿元，同比+3.7%；归母净利润 47.5 亿元，同比+5.5%。1Q26 公司营业收入 3.3 亿元，同比-9.6%；归母净利润 14.5 亿元，同比-1.8%。营收下降主要受当期来水偏枯、发电量较去年同期减少所致；但由于核心参股公司（雅砻江水电）业绩韧性较强，投资收益降幅极小，最终公司归母净利润仅-1.8%。

图 3：公司 1Q26 营业收入同比-9.6%（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司 1Q26 归母净利润-1.8%（单位：亿元）



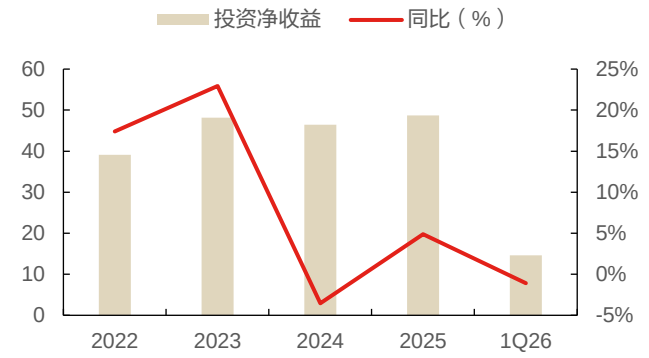
数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

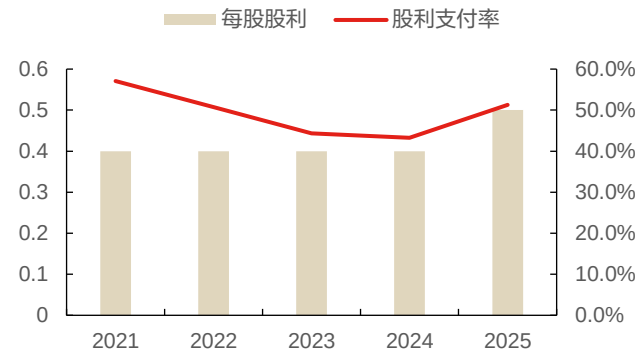
承诺 2026-2028 年分红比例不低于 50%，高股息属性强化。2025 年公司分红比例 51.3%，同比+8.0pct，且于《四川川投能源股份有限公司未来三年（2026-2028 年）股东回报规划》承诺 2026-2028 年每年现金分红不低于归母净利润的 50%，分红确定性大幅增强。我们认为分红比例的提升进一步强化公司高股息属性，凸显其水电资产稳健现金流与长期配置价值。

图 5：公司 1Q26 投资收益同比-1.1%（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：公司 2025 年分红比例同比+8.0pct（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

1) 雅砻江公司：

水电：2025 年雅砻江来水处于偏枯年份，预计 2026-2028 年来水修复 + 调节效应释放，雅砻江水电发电量可能达到 930、950、950 亿千瓦时。假设上网电价 2026 年继续下降，2027-2028 年基本企稳。

风电及光伏：假设 2026-2028 年每年新增风电装机近 20 万千瓦，新增光伏装机 50 万千瓦。

成本端，假设 2026-2028 年有息负债规模逐步下降；整体折旧随新能源装机增长而增加。在上述假设下，预计雅砻江公司 2026-2028 年实现营业收入 254、262、264 亿元，实现净利润 97、102、103 亿元，对应川投能源投资收益 47、49、49 亿元。

2) 国能大渡河公司：假设随着双江口等水电站陆续投产，2026-2028 年归母净利润同比增速 25%、20%、15%，对应川投能源投资收益 4.0、4.9、5.6 亿元。

3) 经营假设：

水电：假设 2026-2028 年来水情况处于历年正常水平，利用小时数维持在 4300 小时。2026-2028 年上网电价降幅收窄逐步企稳。综合以上，2026-2028 年营收达 13 亿元左右。预计毛利率保持在 54%的水平。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

光伏：假设 2026-2028 年无大规模新增装机；预计 2026 年光伏消纳问题加剧，利用小时数下降，2027-2028 年保持低位。随着新能源入市比例提升，假设 2026 年平均上网电价下降至 0.404 元/千瓦时，2027-2028 年企稳。综合以上，2026-2028 年营收维持 1.06 亿元；毛利率下降至 20%。

4) 公司 2026-2028 年销售费用率均为 1.18%；管理费用率维持稳定，2026-2028 年分别为 12.36%、12.44%、12.42%。

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
电力					
销售收入（百万元）	1,276.2	1,349.8	1,406.2	1,393.2	1,393.2
增长率	*14.0%*	*5.8%*	*4.2%*	*-0.9%*	*0.0%*
毛利率	53.3%	51.4%	51.5%	51.5%	51.5%
硬件产品					
销售收入（百万元）	103.3	124.5	136.9	150.6	165.7
增长率	*-45.7%*	20.5%	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*
毛利率	19.9%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
软件产品					
销售收入（百万元）	149.7	156.1	162.6	169.5	176.7
增长率	*20.9%*	*4.2%*	*4.2%*	*4.2%*	*4.2%*
毛利率	55.1%	68.0%	68.0%	68.0%	68.0%
服务					
销售收入（百万元）	56.7	27.0	27.0	27.0	27.0
增长率	*220.9%*	*-52.3%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
毛利率	68.8%	69.1%	69.1%	69.1%	69.1%
其他业务					
销售收入（百万元）	23.0	10.3	10.3	10.3	10.3
增长率	*-25.7%*	*-55.1%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
毛利率	6.6%	32.7%	32.7%	32.7%	32.7%
合计	**1,609.0**	**1,667.7**	**1,743.1**	**1,750.7**	**1,772.9**
增长率	***8.5%***	***3.6%***	***4.5%***	***0.4%***	***1.3%***
综合毛利率	**51.2%**	**50.7%**	**50.6%**	**50.4%**	**50.2%**

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

投资建议

我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 1.05/1.12/1.14 元。我们选取水电相关企业作为可比公司。根据可比公司估值法给予 2026 年 17 倍 PE，对应目标价 17.85 元，首次给予买入评级。

表 3：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2026/6/29	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
长江电力	600900	26.84	1.41	1.47	1.53	1.57	19.03	18.28	17.58	17.12
华能水电	600025	8.96	0.46	0.48	0.50	0.53	19.63	18.57	17.80	17.01
国投电力	600886	13.35	0.92	0.94	0.99	1.03	14.45	14.19	13.44	12.91
南网储能	600995	12.30	0.53	0.57	0.62	0.68	23.28	21.64	19.94	18.13
黔源电力	002039	19.17	1.40	1.33	1.44	1.48	13.66	14.38	13.33	12.97
	调整后平均						**18**	**17**	**16**	**16**

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

来水不确定性风险。若流量持续不足或来水时空分布失衡，公司营收与投资收益将面临下行压力。

电价波动风险。公司收入端的重要影响因素为电价水平，且公司核心业绩来源雅砻江公司下属锦官电源组送苏电价执行“基准落地电价+浮动电价”机制，若后续市场化交易电价下行，影响公司业绩。

在建项目推进风险。公司未来成长与雅砻江水电后续梯级、国能大渡河及控股抽水蓄能项目的落地节奏有关。一旦建设进度滞后，或项目投产后实际盈利能力低于预期，业绩增速可能不及预期。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	874	1,457	2,337	4,446	6,554
应收票据、账款及款项融资	826	832	869	873	884
预付账款	8	7	8	8	8
存货	79	100	105	106	108
其他	1,850	1,855	1,860	1,861	1,863
流动资产合计	**3,637**	**4,251**	**5,180**	**7,294**	**9,417**
长期股权投资	46,468	49,833	51,833	53,333	54,833
固定资产	10,229	10,796	11,932	12,569	13,167
在建工程	386	1,079	1,043	1,025	1,017
无形资产	495	470	450	429	409
其他	3,834	3,851	3,847	3,843	3,840
非流动资产合计	**61,412**	**66,029**	**69,105**	**71,200**	**73,265**
资产总计	**65,049**	**70,281**	**74,285**	**78,494**	**82,682**
短期借款	2,922	2,310	2,310	2,310	2,310
应付票据及应付账款	431	729	764	770	783
其他	2,277	3,558	3,558	3,558	3,558
流动负债合计	**5,629**	**6,597**	**6,632**	**6,639**	**6,652**
长期借款	7,420	5,688	5,888	6,088	6,288
应付债券	5,310	8,600	9,600	10,600	11,600
其他	2,803	2,664	2,664	2,664	2,664
非流动负债合计	**15,533**	**16,952**	**18,152**	**19,352**	**20,552**
负债合计	**21,163**	**23,550**	**24,785**	**25,991**	**27,204**
少数股东权益	1,748	1,843	1,951	2,067	2,185
实收资本（或股本）	4,875	4,875	4,875	4,875	4,875
资本公积	8,232	8,228	8,228	8,228	8,228
留存收益	28,388	31,193	33,854	36,741	39,597
其他	644	593	593	593	593
股东权益合计	**43,886**	**46,731**	**49,500**	**52,503**	**55,478**
负债和股东权益总计	**65,049**	**70,281**	**74,285**	**78,494**	**82,682**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	4,630	4,855	5,207	5,552	5,693
折旧摊销	321	391	381	412	443
财务费用	456	467	442	457	465
投资损失	(4,643)	(4,870)	(5,168)	(5,536)	(5,684)
营运资金变动	(884)	83	(13)	1	(2)
其它	999	(162)	(449)	0	(0)
经营活动现金流	**879**	**763**	**398**	**886**	**916**
资本支出	(1,541)	(1,602)	(1,007)	(1,007)	(1,008)
长期投资	(3,210)	(3,357)	(2,000)	(1,500)	(1,500)
其他	5,443	5,202	5,169	5,536	5,684
投资活动现金流	**691**	**243**	**2,161**	**3,028**	**3,176**
债权融资	646	2,824	1,200	1,200	1,200
股权融资	2,906	(4)	0	0	0
其他	(4,761)	(3,244)	(2,879)	(3,006)	(3,184)
筹资活动现金流	**(1,209)**	**(424)**	**(1,679)**	**(1,806)**	**(1,984)**
汇率变动影响	0	0	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**362**	**582**	**881**	**2,109**	**2,108**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1,609**	**1,668**	**1,743**	**1,751**	**1,773**
营业成本	786	822	861	868	883
销售费用	19	20	21	21	21
管理费用	202	213	215	218	220
研发费用	35	37	38	38	39
财务费用	456	467	442	457	465
资产、信用减值损失	22	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4,643	4,870	5,168	5,536	5,684
其他	(32)	(37)	(56)	(56)	(56)
营业利润	**4,701**	**4,923**	**5,279**	**5,629**	**5,772**
营业外收入	4	2	0	0	0
营业外支出	3	3	0	0	0
利润总额	**4,702**	**4,922**	**5,279**	**5,629**	**5,772**
所得税	72	67	72	77	79
净利润	**4,630**	**4,855**	**5,207**	**5,552**	**5,693**
少数股东损益	122	101	108	115	118
归属于母公司净利润	**4,508**	**4,754**	**5,098**	**5,437**	**5,575**
每股收益（元）	0.92	0.98	1.05	1.12	1.14

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	8.5%	3.6%	4.5%	0.4%	1.3%
营业利润	3.5%	4.7%	7.2%	6.6%	2.5%
归属于母公司净利润	2.4%	5.5%	7.2%	6.6%	2.5%
获利能力					
毛利率	51.2%	50.7%	50.6%	50.4%	50.2%
净利率	280.2%	285.1%	292.5%	310.5%	314.4%
ROE	11.4%	10.9%	11.0%	11.1%	10.7%
ROIC	8.8%	8.4%	8.3%	8.4%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	32.5%	33.5%	33.4%	33.1%	32.9%
净负债率	36.0%	37.6%	36.2%	32.4%	29.0%
流动比率	0.65	0.64	0.78	1.10	1.42
速动比率	0.63	0.63	0.77	1.08	1.40
营运能力					
应收账款周转率	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2
存货周转率	10.4	9.2	8.4	8.2	8.3
总资产周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益	0.92	0.98	1.05	1.12	1.14
每股经营现金流	0.18	0.16	0.08	0.18	0.19
每股净资产	8.64	9.21	9.75	10.35	10.93
估值比率					
市盈率	15.3	14.5	13.5	12.7	12.4
市净率	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	15.2	14.4	13.7	12.9	12.5
EV/EBIT	16.2	15.5	14.6	13.7	13.4

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

全国新能源装机龙头，在建及储备夯实中长期发展基础

核心观点

- **背靠中国华电的唯一新能源整合平台。**公司是中国华电集团以风光发电为主业的新能源资产整合的唯一上市平台，2025 登陆上海证券交易所主板。实控人中国华电通过全资子公司华电福瑞与控股子公司华电国际合计持股 72%。公司资产覆盖全国，全面布局风光资源富集区与电力负荷中心。截至 2025 年末，公司控股发电装机 9738 万千瓦，其中光伏 5287 万千瓦、风电 4251 万千瓦、配套煤机等其他 200 万千瓦，另参股福建福清核电、持有核电权益装机约 285 万千瓦；至 2026 年一季度末控股装机率先突破 1 亿千瓦。以 2025 年底全国市占率计，风电约 6.6%，光伏约 4.4%，公司稳居国内新能源运营商前列。
- **在建与储备项目，配合“沙戈荒”大基地与海上风电等优质资源，为远期成长奠定基础。**截至 2025 年末，公司在建项目 2467 万千瓦；累计储备核准/备案项目规模约 1.3 亿千瓦。公司已获 4 个"沙戈荒"大基地牵头开发权，规划总装机接近 6000 万千瓦：新疆天山北麓已全面投产，内蒙古腾格里、甘肃腾格里河西、青海格尔木东三个基地分别规划 1600、1520、1774 万千瓦，正陆续核准开工；海上风电在建及已获指标超 600 万千瓦，广东阳江三山岛六项目(国内已开工离岸最远、首用 16.2 兆瓦机组)已动工。
- **算电协同有望打开“电力+”第二成长曲线。**公司 “全国一体化算力网络”和林格尔数据中心集群绿色能源供给示范项目已于 2025 年投产，公司以绿电供应商身份与数据中心运营商深度绑定，在投前即锁定电量与电价协议、确保达到内部收益率要求；这一模式放大了发电企业在数据中心选址、长周期稳定供电与负荷侧资源统筹中的议价权。绿电直连方面，公司为内蒙古包头通威硅料产能配套的直连项目已落地，约定大比例电量就地优先供给用电企业，输配电费显著低于全额上网、用电成本低于电网工商业电价。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 0.18/0.19/0.23 元。根据可比公司估值法给予 2026 年 33 倍 PE，对应目标价 5.94 元，首次给予买入评级。

风险提示

上网电价持续承压风险。新增装机与项目投产不及预期风险。上网电量与利用小时波动风险。补贴回款与减值风险。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	33,968	38,980	46,787	53,123	61,177
同比增长(%)	*14.8%*	*14.8%*	*20.0%*	*13.5%*	*15.2%*
营业利润(百万元)	10,397	9,249	9,677	10,448	12,895
同比增长(%)	*-8.8%*	*-11.0%*	*4.6%*	*8.0%*	*23.4%*
归属母公司净利润(百万元)	8,831	7,263	7,564	8,121	9,795
同比增长(%)	*-8.2%*	*-17.8%*	*4.1%*	*7.4%*	*20.6%*
每股收益（元）	0.21	0.17	0.18	0.19	0.23
毛利率(%)	46.1%	39.6%	38.3%	37.4%	38.4%
净利率(%)	26.0%	18.6%	16.2%	15.3%	16.0%
净资产收益率(%)	9.3%	6.0%	5.4%	5.5%	6.4%
市盈率	22.7	27.6	26.5	24.7	20.5
市净率	1.9	1.5	1.4	1.3	1.3

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入（首次）
股价（2026年06月29日）	4.81 元
目标价格	5.94 元
52 周最高价/最低价	10.12/4.66 元
总股本/流通 A 股（万股）	4,171,429/322,981
A 股市值（百万元）	200,646
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2026 年 06 月 30 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-9.59	-25.19	-29.06	
相对表现%	-6.97	-25.9	-38.48	
沪深 300%	-2.62	0.71	9.42	25.63



证券分析师

孙辉贤 执业证书编号：S0860525090003
sunhuixian@orientsec.com.cn
021-63326320
孙怡萱 执业证书编号：S0860525110002
sunyixuan@orientsec.com.cn
021-63326320

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

全国新能源装机龙头，储备与在建丰沛 4

盈利预测与投资建议 6

盈利预测 6
投资建议 7

风险提示 8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：公司股权结构.....4
图 2：公司装机以新能源为主（单位：万千瓦）.....4
图 3：装机集中于风光资源丰沛区域（单位：万千瓦）.....5
图 4：在建项目充沛，以西部/北部省份为主（单位：万千瓦）.....5
图 5：公司 1Q26 营业收入同比+10.0%（单位：亿元）.....5
图 6：公司 1Q26 归母净利润同比-29.4%（单位：亿元）.....5
图 7：公司 1Q26 经营性净现金流同比+5.3%（单位：亿元）.....6
图 8：公司 1Q26 资本开支同比+4.6%（单位：亿元）.....6

表 1：可比公司估值表.....7

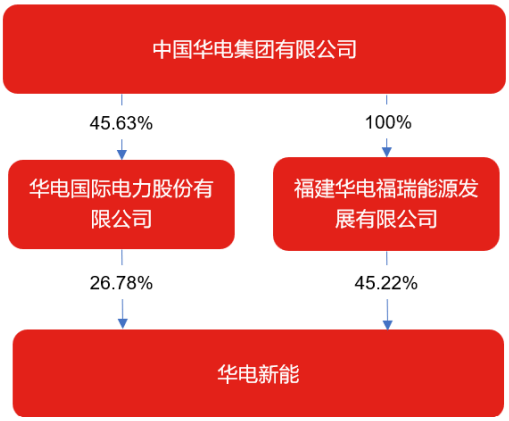
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

全国新能源装机龙头，储备与在建丰沛

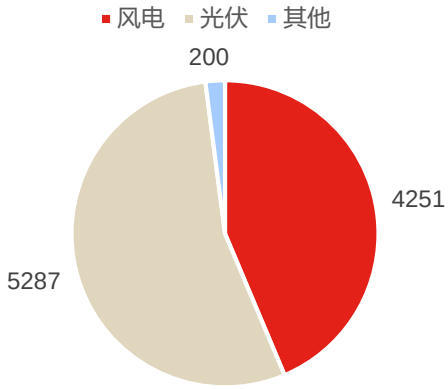
背靠中国华电的唯一新能源整合平台。公司是中国华电集团以风光发电为主业的新能源资产整合的唯一上市平台，2025 登陆上海证券交易所主板。实控人中国华电通过全资子公司华电福瑞与控股子公司华电国际合计持股 72%。公司资产覆盖全国，全面布局风光资源富集区与电力负荷中心。截至 2025 年末，公司控股发电装机 9738 万千瓦，其中光伏 5287 万千瓦、风电 4251 万千瓦、配套煤机等其他 200 万千瓦，另参股福建福清核电、持有核电权益装机约 285 万千瓦；至 2026 年一季度末控股装机率先突破 1 亿千瓦。以 2025 年底全国市占率计，风电约 6.6%，光伏约 4.4%，公司稳居国内新能源运营商前列。

图 1：公司股权结构



注：截至 1Q26 末
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：公司装机以新能源为主（单位：万千瓦）



注：截至 FY2025 末
数据来源：公司公告，东方证券研究所

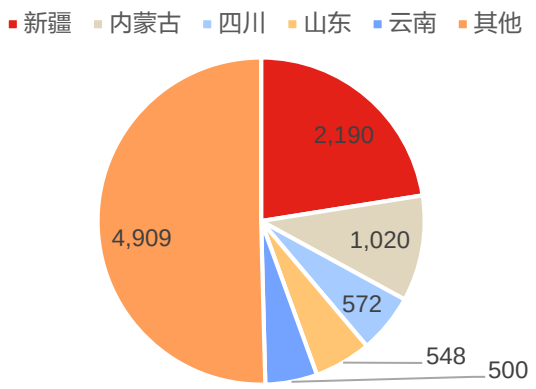
在建与储备项目，配合“沙戈荒”大基地与海上风电等优质资源，为远期成长奠定了坚实基础。截至 2025 年末，公司期末在建项目规模 2467 万千瓦；累计储备核准/备案项目规模约 1.3 亿千瓦。公司已获 4 个"沙戈荒"大基地牵头开发权,规划总装机接近 6000 万千瓦：新疆天山北麓已全面投产,内蒙古腾格里、甘肃腾格里河西、青海格尔木东三个基地分别规划 1600、1520、1774 万千瓦(合计约 4,900 万千瓦)，正陆续核准、开工；海上风电在建及已获指标超 600 万千瓦，广东阳江三山岛六 50 万千瓦项目(国内已开工离岸最远、首用 16.2 兆瓦机组)已动工。由于大基地多采用点对点跨省外送、基本不参与市场化交易，受 136 号文影响小、电价电量保障度高，为远期业绩释放提供稳定锚。



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

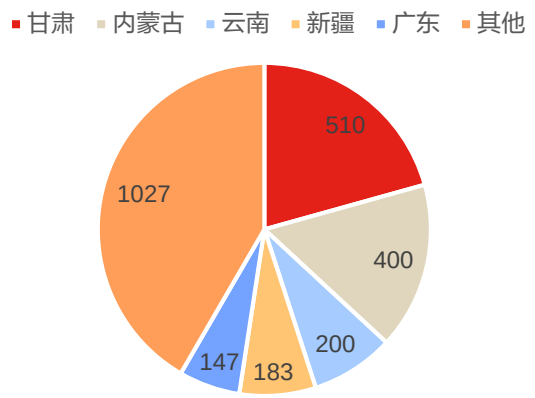
仅供内部参考，请勿外传

图 3：公司装机集中于风光资源丰沛区域（单位：万千瓦）



注：截至 FY2025 末
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司在建项目充沛，以西部/北部省份为主（单位：万千瓦）

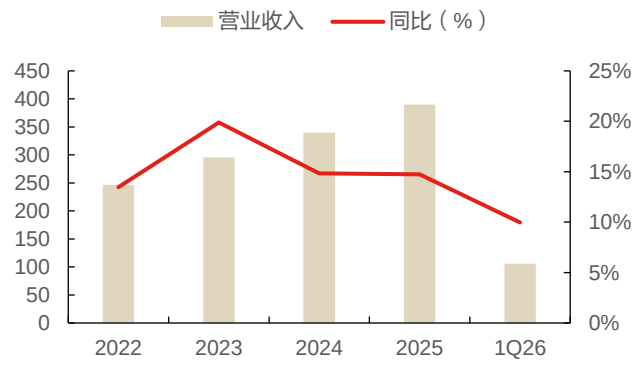


注：截至 FY2025 末
数据来源：公司公告，东方证券研究所

算电协同有望打开“电力+”第二成长曲线。公司 “全国一体化算力网络”和林格尔数据中心集群绿色能源供给示范项目已于 2025 年投产，公司以绿电供应商身份与数据中心运营商绑定，在投前即锁定电量与电价协议、确保达到内部收益率要求；这一模式放大了发电企业在数据中心选址、长周期稳定供电与负荷侧资源统筹中的议价权。绿电直连方面，公司为内蒙古包头通威硅料产能配套的直连项目已落地，约定大比例电量就地优先供给用电企业，输配电费显著低于全额上网、用电成本低于电网工商业电价。氢基能源上，内蒙古达茂旗 20 万千瓦风光制氢、青海德令哈西出口示范基地一期 100 万千瓦光储氢项目均已投运，国内首批规模化长距离输氢试点——达茂旗至包头氢气长输管道亦已开工。

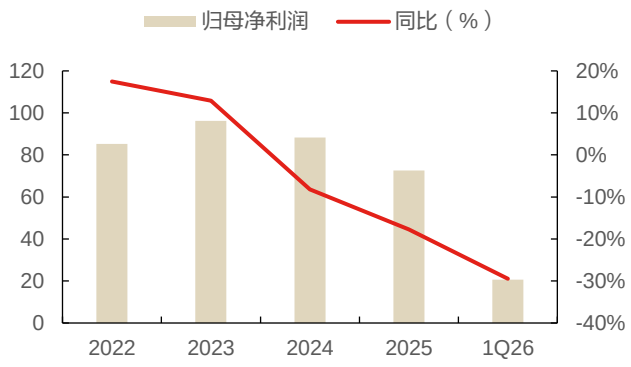
受电价下行叠加投资收益收缩影响，26Q1 利润阶段性承压。2025 年，公司实现营业收入 390 亿元，同比+14.8%；归母净利润 72.6 亿元，同比-17.8%。1Q26，公司营收 106 亿元，同比+10.0%；归母净利润 20.6 亿元，同比-29.4%。公司营业收入增加主要受益于新增投产装机带动发电量同比增加。公司归母净利润下降主要由于风电、光伏利用小时数下行抬升度电营业成本，叠加电价同步下行，26Q1 由于福清大修及三门电网损失致投资收益同比-53%，业绩短期承压。

图 5：公司 1Q26 营业收入同比+10.0%（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：公司 1Q26 归母净利润同比-29.4%（单位：亿元）



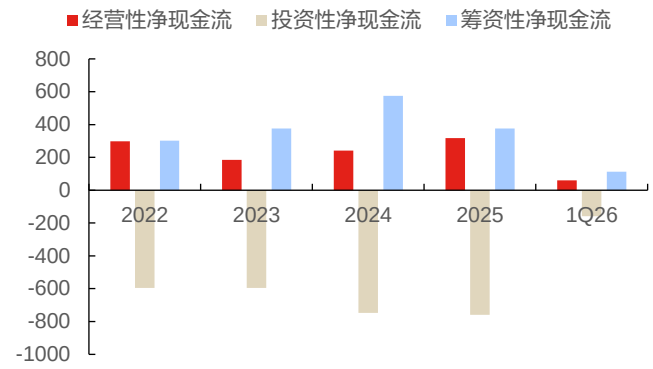
数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

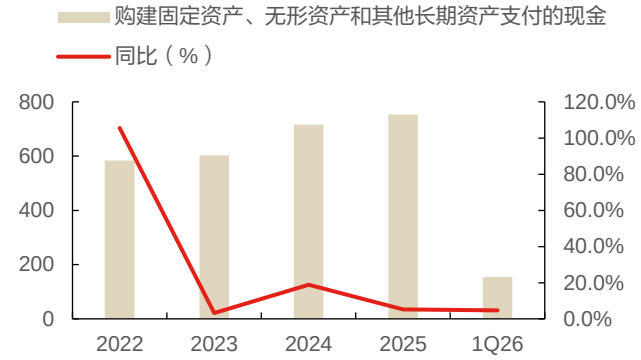
公司资本开支的内源性资金保障能力持续增强。2025 年，公司经营性净现金流达 318 亿元，同比+31.7%，主要受益于新项目投产发电，电费回收增加，同时补贴款集中收回。截至 2025 年末，公司期末现金及现金等价物余额 64.1 亿元。1Q26 经营性净现金流实现 59.4 亿元，同比+5.3%。往后看，公司仍有约 427 亿元应收补贴待回收、新增装机陆续进入现金流释放期，而资本开支增速趋稳，经营性现金流对资本开支的覆盖比例有望进一步抬升。

图 7：公司 1Q26 经营性净现金流同比+5.3%（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：公司 1Q26 资本开支同比+4.6%（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

1) 2026-2028 年公司风电/光伏新增装机量均为 1050/450 万千瓦；利用小时数延续下降趋势。预计 2026-2028 年公司上网电量分别为 1477、1729 和 1995 亿千瓦时。上网电价方面，考虑新能源市场化比例提升带来的影响，预计 2026-2028 年公司含税上网电价为 0.347、0.309 和 0.274 元/千瓦时。成本方面，2026-2028 年单位装机成本 293、291、289 元/千瓦。

2) 公司 2026-2028 年管理费用率为 3.99%、3.94%、3.89%。

3) 公司 2026-2028 年的所得税率为 12.5%、13.0%、15.0%。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
风电					
销售收入（百万元）	22,741.0	22,482.9	27,051.0	32,480.8	38,894.8
增长率	3.9%	-1.1%	20.3%	20.1%	19.7%
毛利率	47.0%	39.8%	38.5%	37.8%	38.6%
光伏					
销售收入（百万元）	10,939.0	15,058.4	18,153.5	18,901.3	20,366.7
增长率	45.5%	37.7%	20.6%	4.1%	7.8%
毛利率	43.8%	39.5%	38.0%	36.6%	38.2%
其他业务					
销售收入（百万元）	287.8	1,439.0	1,582.9	1,741.2	1,915.4
增长率	58.0%	400.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	65.6%	37.7%	37.7%	37.7%	37.7%
合计	**33,967.8**	**38,980.4**	**46,787.4**	**53,123.3**	**61,176.9**
增长率	**14.8%**	**14.8%**	**20.0%**	**13.5%**	**15.2%**
综合毛利率	**46.1%**	**39.6%**	**38.3%**	**37.4%**	**38.4%**

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2026-2028 年 EPS 为 0.18/0.19/0.23 元。我们选取业务聚焦清洁能源的公司作为可比公司。根据可比公司估值法给予 2026 年 33 倍 PE，对应目标价 5.94 元，首次给予买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2026/6/29	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
三峡能源	600905	3.73	0.13	0.14	0.15	0.17	28.71	27.57	24.46	22.22
龙源电力	001289	16.12	0.54	0.56	0.63	0.71	29.77	28.96	25.73	22.77
电投绿能	000875	5.17	0.14	0.15	0.17	0.19	36.43	34.19	31.30	26.62
节能风电	601016	3.83	0.10	0.10	0.13	0.15	36.55	36.86	30.54	25.20
南网能源	003035	5.86	0.09	0.12	0.14	0.17	64.04	48.15	41.38	34.90
	调整后平均						**34**	**33**	**29**	**25**

数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

上网电价持续承压风险。在 136 号文推动新能源全面入市、平价新增项目占比快速抬升、分时电价机制扩面等多重作用下，若机制电价竞价结果不达预期、或分时差价进一步走阔，可能继续侵蚀单位千瓦时盈利。

新增装机与项目投产不及预期风险。风电及光伏上网电量受自然资源条件、电网接入工程建设、当地新能源能力等因素影响，如果上网电量下行，公司经营业绩或将不及预期。

上网电量与利用小时波动风险。风光出力受光照、风资源、汛情、极端天气等自然因素影响明显随新能源在网比例提升，部分区域弃风弃光率与限电压力存在反复可能。

补贴回款与减值风险。公司期末应收可再生能源补贴余额约 427 亿元,2026 年发放节奏尚不确定;若回款放缓,将抬升财务成本与减值计提压力;此外,公司加大老旧机组"以大代小"更新改造,2025 年已计提资产减值约 8.24 亿元,后续仍可能滚动产生减值损失。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	13,281	6,656	7,989	9,071	10,446
应收票据、账款及款项融资	45,512	46,402	55,696	63,238	72,825
预付账款	220	329	395	448	516
存货	81	106	130	150	169
其他	5,541	5,966	6,311	6,591	6,948
流动资产合计	**64,634**	**59,459**	**70,521**	**79,498**	**90,905**
长期股权投资	13,530	14,467	15,467	16,467	17,467
固定资产	215,350	267,898	329,048	382,357	430,395
在建工程	74,011	81,626	76,943	74,611	73,454
无形资产	5,947	7,175	6,776	6,377	5,979
其他	70,618	87,496	87,443	87,391	87,338
非流动资产合计	**379,456**	**458,662**	**515,678**	**567,203**	**614,632**
资产总计	**444,090**	**518,120**	**586,199**	**646,701**	**705,537**
短期借款	40,271	42,895	83,173	115,826	145,453
应付票据及应付账款	27,612	31,401	38,526	44,385	50,243
其他	37,973	41,365	41,391	41,416	41,447
流动负债合计	**105,857**	**115,661**	**163,090**	**201,626**	**237,143**
长期借款	181,026	201,245	215,645	230,045	244,445
应付债券	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
其他	35,587	45,601	44,685	44,685	44,685
非流动负债合计	**218,613**	**248,847**	**262,330**	**276,730**	**291,130**
负债合计	**324,469**	**364,508**	**425,420**	**478,356**	**528,273**
少数股东权益	14,039	16,669	17,561	18,518	19,673
实收资本（或股本）	36,000	41,714	41,714	41,714	41,714
资本公积	12,128	24,362	24,362	24,362	24,362
留存收益	36,485	43,236	49,549	56,157	63,921
其他	20,969	27,632	27,593	27,593	27,593
股东权益合计	**119,621**	**153,613**	**160,779**	**168,345**	**177,264**
负债和股东权益总计	**444,090**	**518,120**	**586,199**	**646,701**	**705,537**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	9,480	8,119	8,456	9,079	10,950
折旧摊销	13,156	15,204	17,544	21,754	25,867
财务费用	5,466	6,058	7,043	8,102	9,054
投资损失	(1,687)	(2,161)	(1,893)	(1,988)	(2,016)
营运资金变动	(4,016)	(409)	(2,577)	(2,013)	(4,141)
其它	1,766	5,020	(2,256)	(1)	(1)
经营活动现金流	**24,164**	**31,831**	**26,317**	**34,934**	**39,713**
资本支出	(70,679)	(77,987)	(72,261)	(72,279)	(72,297)
长期投资	(928)	(925)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
其他	(3,219)	2,918	1,893	1,988	2,017
投资活动现金流	**(74,826)**	**(75,995)**	**(71,367)**	**(71,290)**	**(71,279)**
债权融资	55,802	26,318	14,400	14,400	14,400
股权融资	(900)	17,949	0	0	0
其他	2,593	(6,740)	31,983	23,038	18,542
筹资活动现金流	**57,495**	**37,526**	**46,383**	**37,438**	**32,942**
汇率变动影响	1	(4)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**6,835**	**(6,642)**	**1,333**	**1,082**	**1,375**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**33,968**	**38,980**	**46,787**	**53,123**	**61,177**
营业成本	18,308	23,541	28,883	33,275	37,667
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	1,367	1,574	1,866	2,092	2,378
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	5,466	6,058	7,043	8,102	9,054
资产、信用减值损失	258	848	700	600	500
公允价值变动收益	(0)	1	1	1	1
投资净收益	1,687	2,161	1,893	1,988	2,016
其他	143	127	(513)	(595)	(700)
营业利润	**10,397**	**9,249**	**9,677**	**10,448**	**12,895**
营业外收入	277	290	290	290	290
营业外支出	185	303	303	303	303
利润总额	**10,490**	**9,236**	**9,664**	**10,435**	**12,882**
所得税	1,010	1,117	1,208	1,357	1,932
净利润	**9,480**	**8,119**	**8,456**	**9,079**	**10,950**
少数股东损益	649	857	892	958	1,155
归属于母公司净利润	**8,831**	**7,263**	**7,564**	**8,121**	**9,795**
每股收益（元）	0.21	0.17	0.18	0.19	0.23

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	14.8%	14.8%	20.0%	13.5%	15.2%
营业利润	-8.8%	-11.0%	4.6%	8.0%	23.4%
归属于母公司净利润	-8.2%	-17.8%	4.1%	7.4%	20.6%
获利能力					
毛利率	46.1%	39.6%	38.3%	37.4%	38.4%
净利率	26.0%	18.6%	16.2%	15.3%	16.0%
ROE	9.3%	6.0%	5.4%	5.5%	6.4%
ROIC	4.3%	3.3%	3.1%	3.1%	3.2%
偿债能力					
资产负债率	73.1%	70.4%	72.6%	74.0%	74.9%
净负债率	199.0%	178.2%	203.4%	221.6%	234.5%
流动比率	0.61	0.51	0.43	0.39	0.38
速动比率	0.61	0.51	0.43	0.39	0.38
营运能力					
应收账款周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
存货周转率	236.7	251.9	245.1	238.2	236.2
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
每股指标（元）					
每股收益	0.21	0.17	0.18	0.19	0.23
每股经营现金流	0.67	0.76	0.63	0.84	0.95
每股净资产	2.53	3.28	3.43	3.59	3.78
估值比率					
市盈率	22.7	27.6	26.5	24.7	20.5
市净率	1.9	1.5	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	16.9	16.1	14.3	12.2	10.3
EV/EBIT	30.9	32.0	29.3	26.4	22.3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

稀缺储能运营龙头，抽水蓄能投产打开增长空间

核心观点

- **南网旗下唯一储能上市平台，三大主业构筑稀缺灵活性资源组合。**公司前身文山电力于 2021 年通过重大资产重组注入调峰调频公司的抽水蓄能、调峰水电等核心资产，完成向全国性储能运营商的转型；依托南网在电量消纳、电价结算与项目储备上的支撑，公司形成抽水蓄能、新型储能、调峰水电与技术服务四大板块，经营覆盖南方五省区，截至 2025 年末，公司在运机组总装机容量达 1536 万千瓦，其中抽水蓄能/调峰水/新型储能 1268/203/65 万千瓦。其中抽蓄与调峰水电构成利润基本盘、新型储能与技术服务承载第二增长曲线。从行业地位看，公司是国内第二大抽水蓄能运营商，抽蓄装机规模仅次于国家电网旗下的国网新源，并且是南方五省区内唯一的抽水蓄能与电网侧独立新型储能运营主体，构成了难以复制的稀缺性。
- **抽水蓄能在建项目储备丰沛，有望继续公司贡献稳定业绩增量。**截至 2025 年末，在建抽蓄电站 8 座，总装机容量 960 万千瓦，分别布局于广东（肇庆浪江、惠州中洞、电白）、广西（灌阳、钦州、贵港、玉林）与云南（西畴）。在建规模相当于现有在运装机的约 0.76 倍，并将在“十五五”期间陆续投产，意味着公司抽蓄装机仍有翻倍以上的成长空间。考虑到公司在建项目平均单位造价低于行业头部同业，投产后有望享有更具竞争力的度电成本。
- **算电协同国家战略下，公司在国内储能运营商中形成稀缺卡位优势。**南网储能恰好卡位南方算力枢纽核心腹地：八大国家算力枢纽节点中的粤港澳大湾区与贵州均处南方电网供电范围。公司抽水蓄能资产集中于广东，与粤港澳大湾区这一核心算力负荷中心高度匹配，天然具备就近提供电力调节支撑的条件；调峰水电沿红水河流域布局，整体调节能力深度嵌入南方电网，可为区域算力负荷扩张提供系统级灵活性支撑。商业逻辑上，公司"抽水蓄能＋新型储能"组合是支撑高密度算力负荷所必需的电力调节底座，有望成为"电支撑算、算优化电"双向闭环的关键一环。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2026~2028 年 EPS 为 0.53/0.54/0.56 元。参考行业可比公司 2026 年 27 倍 PE 估值，对应目标价 14.31 元，首次给予买入评级。

风险提示

增量抽蓄项目盈利能力低于预期。项目建设延迟风险。来水不及预期。现货市场价差波动。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,174	7,377	8,208	8,658	9,480
同比增长(%)	*9.7%*	*19.5%*	*11.3%*	*5.5%*	*9.5%*
营业利润(百万元)	1,879	2,646	2,669	2,683	2,795
同比增长(%)	*25.1%*	*40.8%*	*0.9%*	*0.5%*	*4.2%*
归属母公司净利润(百万元)	1,126	1,689	1,709	1,717	1,790
同比增长(%)	*11.1%*	*49.9%*	*1.2%*	*0.5%*	*4.2%*
每股收益（元）	0.35	0.53	0.53	0.54	0.56
毛利率(%)	47.2%	50.8%	46.9%	45.7%	44.7%
净利率(%)	18.2%	22.9%	20.8%	19.8%	18.9%
净资产收益率(%)	5.3%	7.7%	7.3%	6.8%	6.6%
市盈率	34.9	23.3	23.0	22.9	22.0
市净率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入（首次）
股价（2026年06月29日）	12.3 元
目标价格	14.31 元
52 周最高价/最低价	16.86/9.62 元
总股本/流通 A 股（万股）	319,601/319,601
A 股市值（百万元）	39,311
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2026 年 06 月 30 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-6.46	-21.25	-19.03	27.47
相对表现%	-3.84	-21.96	-28.45	1.84
沪深 300%	-2.62	0.71	9.42	25.63



证券分析师

孙辉贤 执业证书编号：S0860525090003
sunhuixian@orientsec.com.cn
021-63326320

孙怡萱 执业证书编号：S0860525110002
sunyixuan@orientsec.com.cn
021-63326320

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

稀缺储能运营龙头，抽水蓄能投产打开增长空间 4

盈利预测与投资建议 6

盈利预测 6

投资建议 7

风险提示 8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：南网储能股权结构 4
图 2：2022-2025 年抽蓄存量项目市占率 4
图 3：2022-2025 年抽蓄在建项目市占率 4
图 4：公司 2025 年营业收入同比+19.5% 5
图 5：公司 2025 年归母净利润同比+49.9% 5

表 1：公司在建抽水蓄能项目（截至 2025 年末） 5

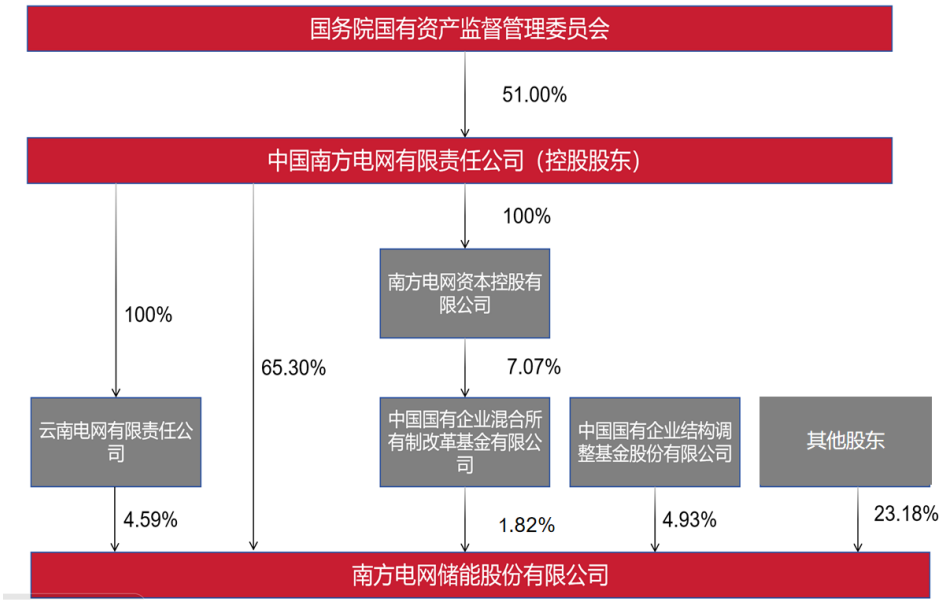
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

稀缺储能运营龙头，抽水蓄能投产打开增长空间

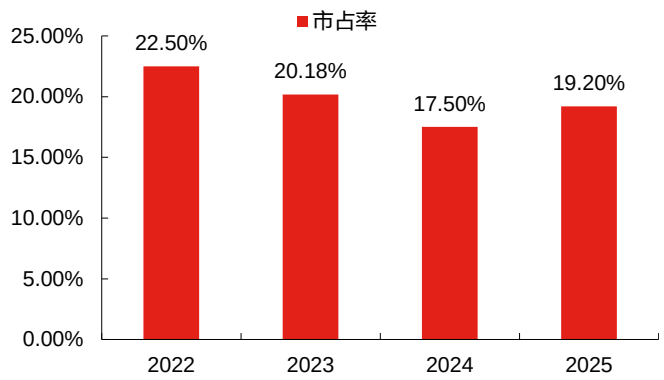
南网旗下唯一储能上市平台，三大主业构筑稀缺灵活性资源组合。公司前身文山电力于 2021 年通过重大资产重组注入调峰调频公司的抽水蓄能、调峰水电等核心资产，完成向全国性储能运营商的转型；依托南网在电量消纳、电价结算与项目储备上的支撑，公司形成抽水蓄能、新型储能、调峰水电与技术服务四大板块，经营覆盖南方五省区，截至 2025 年末，公司在运机组总装机容量达 1536 万千瓦，其中抽水蓄能/调峰水/新型储能 1268/203/65 万千瓦。其中抽蓄与调峰水电构成利润基本盘、新型储能与技术服务承载第二增长曲线。从行业地位看，公司是国内第二大抽水蓄能运营商，抽蓄装机规模仅次于国家电网旗下的国网新源，并且是南方五省区内唯一的抽水蓄能与电网侧独立新型储能运营主体，构成了难以复制的稀缺性。

图 1：南网储能股权结构



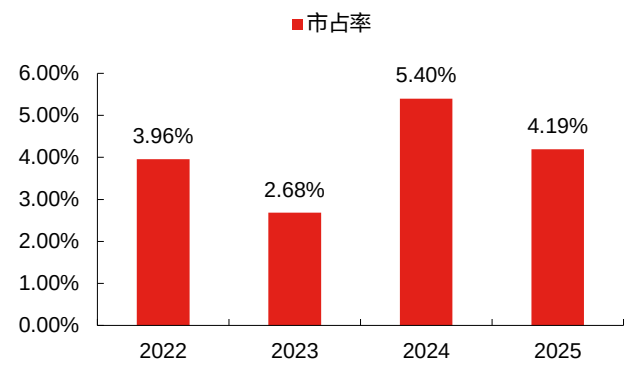
截至 2026Q1
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2022-2025 年抽蓄存量项目市占率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2022-2025 年抽蓄在建项目市占率



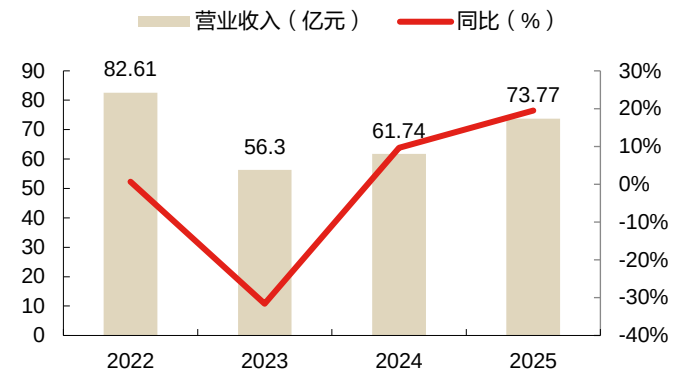
数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

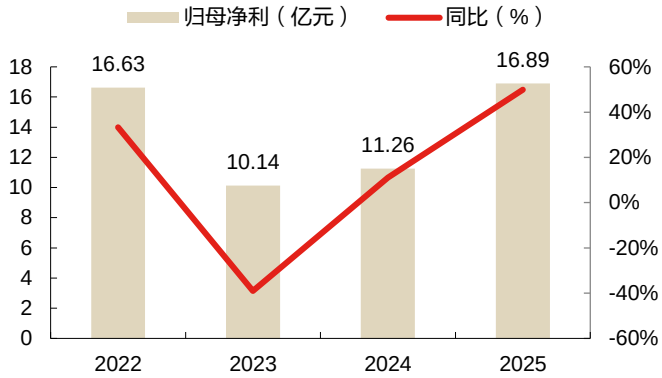
抽蓄密集投产叠加来水偏丰，2025 年公司业绩实现高增。公司 2025 年营业收入 73.8 亿元，同比+19.5%；归母净利为 16.9 亿元，同比+49.9%，主要受益于 1）来水偏丰，调峰水电发电量突破 120 亿千瓦时，同比+49%。调峰水电毛利率同比+9.3pct 至 70.0%，利润弹性充分释放；2）抽水蓄能投产放量（截至 2025 年末，公司抽水蓄能投产装机总规模 1268 万千瓦，同比+240 万千瓦，主要是梅蓄二期、广西南宁两座抽水蓄能电站建成投产），抽蓄收入同比+9%至 45.3 亿元；3）2025 年云南丘北储能项目等项目投产带动新型储能营收+28.6%至 3.6 亿元。

图 4：公司 2025 年营业收入同比+19.5%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：公司 2025 年归母净利润同比+49.9%



注：2021~2022 年公司由于合并重组，归母净利润波动较高
数据来源：公司公告，东方证券研究所

抽水蓄能在建项目储备丰沛，有望继续公司贡献稳定业绩增量。截至 2025 年末，在建抽蓄电站 8 座，总装机容量 960 万千瓦，分别布局于广东（肇庆浪江、惠州中洞、电白）、广西（灌阳、钦州、贵港、玉林）与云南（西畴）。在建规模相当于现有在运装机的约 0.76 倍，并将在“十五五”期间陆续投产，意味着公司抽蓄装机仍有翻倍以上的成长空间。

表 1：公司在建抽水蓄能项目（截至 2025 年末）

省份	电站名称	装机容量（万千瓦）	投产时间
广东	肇庆浪江抽水蓄能电站	120	2026 年
广东	惠州中洞抽水蓄能电站	120	2027 年
广东	电白抽水蓄能电站	120	2028 年
广西	灌阳抽水蓄能电站	120	2028 年
广西	钦州抽水蓄能电站	120	2029 年
广西	贵港抽水蓄能电站	120	2029 年
广西	玉林抽水蓄能电站	120	2029 年
云南	西畴抽水蓄能电站	120	2029 年

注：截至 2025 末
数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

算电协同国家战略下，公司在国内储能运营商中形成稀缺卡位优势。南网储能恰好卡位南方算力枢纽核心腹地：八大国家算力枢纽节点中的粤港澳大湾区与贵州均处南方电网供电范围，前者是承接高实时性算力需求的核心负荷中心，后者为面向全国的数据中心集群，二者在"东数西算"格局下紧密联动。公司抽水蓄能资产集中于广东，与粤港澳大湾区这一核心算力负荷中心高度匹配，天然具备就近提供电力调节支撑的条件；调峰水电沿红水河流域布局，整体调节能力深度嵌入南方电网，可为区域算力负荷扩张提供系统级灵活性支撑。商业逻辑上，公司"抽水蓄能＋新型储能"组合是支撑高密度算力负荷所必需的电力调节底座，可通过削峰填谷、调频备用、配合绿电直供等方式为算力提供稳定保障，有望成为"电支撑算、算优化电"双向闭环的关键一环。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2026~2028 年盈利预测做如下假设：

1) 2026 ~2028 年抽水蓄能新增装机 30、210、200 万千瓦；上网电量 136、149、170 亿千瓦时；上网电价为 0.45 元/千瓦时（不含税）。基于以上假设，2026 ~2028 年抽水蓄能收入同比+24.2%、9.4%、14.6%。假设毛利率维持在 43.9%左右水平。

   2026~2028 年调峰水电利用小时数为 5500、5000、4500 小时；上网电量 111、101、91 亿千瓦时；上网电价为 0.21 元/千瓦时（不含税）。基于以上假设，2026~2028 年调峰水电收入-12%、-9%、-10%。假设毛利率 2026~2028 年为 60%、58%、56%。

2）公司 2026~2028 年管理费用率为 5.20%、5.00%、5.00%%，研发费用率为 1.12%。

3）公司 26-28 年的所得税率维持 20%左右。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
抽水蓄能					
销售收入（百万元）	4,146.6	4,532.7	5,628.1	6,154.5	7,053.8
增长率	*-6.4%*	9.3%	*24.2%*	*9.4%*	*14.6%*
毛利率	44.2%	43.8%	43.9%	43.9%	43.9%
调峰水电					
销售收入（百万元）	1,634.3	2,324.4	2,049.3	1,863.0	1,676.7
增长率	*55.5%*	*42.2%*	*-11.8%*	*-9.1%*	*-10.0%*
毛利率	60.7%	70.0%	60.0%	58.0%	56.0%
电池储能					
销售收入（百万元）	277.6	357.2	367.9	477.1	586.2
增长率	*198.5%*	*28.7%*	*3.0%*	*29.7%*	*22.9%*
毛利率	24.3%	24.1%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	115.4	163.0	163.0	163.0	163.0
增长率	*100.7%*	*41.3%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
毛利率	16.4%	31.8%	31.8%	31.8%	31.8%
合计	**6,173.9**	**7,377.3**	**8,208.3**	**8,657.5**	**9,479.7**
增长率	***9.7%***	***19.5%***	***11.3%***	***5.5%***	***9.5%***
综合毛利率	**47.2%**	**50.8%**	**46.9%**	**45.7%**	**44.7%**

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2026~2028 年 EPS 为 0.53/0.54/0.56 元。我们选取电力/储能运营类企业作为可比公司。参考行业可比公司 2026 年 27 倍 PE 估值，对应目标价 14.31 元，首次给予买入评级。

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2026/6/29	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
协鑫能科	002015	16.30	0.25	0.60	0.72	0.84	65.46	27.26	22.59	19.38
华电新能	600930	4.81	0.17	0.16	0.17	0.18	27.63	29.47	27.64	26.86
南网能源	003035	5.86	0.09	0.12	0.14	0.17	64.04	48.15	41.38	34.90
涪陵电力	600452	9.18	0.26	0.39	0.45	0.51	35.87	23.37	20.46	17.91
芯能科技	603105	6.85	0.40	0.43	0.45	0.47	17.06	16.00	15.19	14.51
	调整后平均						**43**	**27**	**24**	**21**

数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

增量抽蓄项目盈利能力低于预期。114 号文落地后，抽蓄电站的收益机制转为市场化定价，项目内部收益率(IRR)存在不确定性。

项目建设延迟风险。抽水蓄能工程工期长（6-8 年），地质条件、移民、审批、设备供应等因素可能导致项目投产时间晚于预期，可能拖累公司装机增速和业绩释放节奏。

来水不及预期。公司调峰水电发电量高度依赖红水河流域来水量，来水偏枯将直接导致调峰水电收入和利润下降。

现货市场价差波动。随着新能源全面入市，现货峰谷价差波动加大，储能资产的利用小时和获取的价差难以长周期预测，影响抽蓄和新型储能的电量电价收益。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,488	4,707	5,237	5,524	6,048
应收票据、账款及款项融资	447	571	635	670	734
预付账款	12	22	25	26	28
存货	228	245	295	318	354
其他	921	505	510	513	517
流动资产合计	**5,097**	**6,050**	**6,702**	**7,050**	**7,682**
长期股权投资	501	655	755	855	955
固定资产	27,728	30,149	35,658	40,991	46,766
在建工程	14,232	17,402	19,069	21,071	23,324
无形资产	858	881	800	720	640
其他	2,051	3,968	3,938	3,907	3,876
非流动资产合计	**45,369**	**53,054**	**60,220**	**67,544**	**75,562**
资产总计	**50,467**	**59,104**	**66,922**	**74,594**	**83,244**
短期借款	45	850	1,833	3,537	6,239
应付票据及应付账款	867	1,625	1,953	2,106	2,348
其他	2,135	3,731	3,735	3,737	3,740
流动负债合计	**3,047**	**6,207**	**7,521**	**9,380**	**12,327**
长期借款	19,760	21,790	24,190	26,890	29,890
应付债券	0	0	0	0	0
其他	2,714	4,281	6,281	7,281	7,781
非流动负债合计	**22,474**	**26,071**	**30,471**	**34,171**	**37,671**
负债合计	**25,521**	**32,278**	**37,993**	**43,551**	**49,998**
少数股东权益	3,601	4,197	4,591	4,987	5,401
实收资本（或股本）	3,196	3,196	3,196	3,196	3,196
资本公积	11,173	11,173	11,173	11,173	11,173
留存收益	7,167	8,477	10,185	11,903	13,693
其他	(191)	(217)	(217)	(217)	(217)
股东权益合计	**24,946**	**26,826**	**28,929**	**31,043**	**33,246**
负债和股东权益总计	**50,467**	**59,104**	**66,922**	**74,594**	**83,244**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1,432	2,078	2,103	2,114	2,203
折旧摊销	1,375	1,282	1,523	1,802	2,110
财务费用	438	451	478	549	644
投资损失	(21)	(54)	(54)	(54)	(54)
营运资金变动	483	190	210	92	139
其它	149	676	(566)	0	(0)
经营活动现金流	**3,855**	**4,623**	**3,694**	**4,503**	**5,041**
资本支出	(6,895)	(6,713)	(8,023)	(9,026)	(10,028)
长期投资	(125)	(152)	(100)	(100)	(100)
其他	(739)	(1,479)	54	54	54
投资活动现金流	**(7,758)**	**(8,343)**	**(8,069)**	**(9,071)**	**(10,074)**
债权融资	5,022	5,487	4,400	3,700	3,500
股权融资	25	1	0	0	0
其他	(944)	(583)	505	1,155	2,058
筹资活动现金流	**4,103**	**4,905**	**4,905**	**4,855**	**5,558**
汇率变动影响	3	(0)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**203**	**1,184**	**530**	**287**	**525**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**6,174**	**7,377**	**8,208**	**8,658**	**9,480**
营业成本	3,263	3,628	4,361	4,701	5,242
销售费用	0	1	0	0	0
管理费用	454	413	427	433	474
研发费用	57	83	92	97	106
财务费用	438	451	478	549	644
资产、信用减值损失	(2)	1	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	21	54	54	54	54
其他	(107)	(210)	(235)	(248)	(273)
营业利润	**1,879**	**2,646**	**2,669**	**2,683**	**2,795**
营业外收入	6	8	8	8	8
营业外支出	54	49	49	49	49
利润总额	**1,830**	**2,605**	**2,629**	**2,642**	**2,754**
所得税	399	527	526	528	551
净利润	**1,432**	**2,078**	**2,103**	**2,114**	**2,203**
少数股东损益	305	390	394	396	413
归属于母公司净利润	**1,126**	**1,689**	**1,709**	**1,717**	**1,790**
每股收益（元）	0.35	0.53	0.53	0.54	0.56

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	9.7%	19.5%	11.3%	5.5%	9.5%
营业利润	25.1%	40.8%	0.9%	0.5%	4.2%
归属于母公司净利润	11.1%	49.9%	1.2%	0.5%	4.2%
获利能力					
毛利率	47.2%	50.8%	46.9%	45.7%	44.7%
净利率	18.2%	22.9%	20.8%	19.8%	18.9%
ROE	5.3%	7.7%	7.3%	6.8%	6.6%
ROIC	4.1%	5.0%	4.5%	4.2%	4.0%
偿债能力					
资产负债率	50.6%	54.6%	56.8%	58.4%	60.1%
净负债率	70.6%	78.8%	83.0%	90.6%	100.1%
流动比率	1.67	0.97	0.89	0.75	0.62
速动比率	1.60	0.94	0.85	0.72	0.59
营运能力					
应收账款周转率	13.5	14.5	13.6	13.3	13.5
存货周转率	12.6	15.3	16.2	15.3	15.6
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
每股指标（元）					
每股收益	0.35	0.53	0.53	0.54	0.56
每股经营现金流	1.21	1.45	1.16	1.41	1.58
每股净资产	6.68	7.08	7.62	8.15	8.71
估值比率					
市盈率	34.9	23.3	23.0	22.9	22.0
市净率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.3	13.8	12.9	12.0	10.9
EV/EBIT	26.0	19.5	19.2	18.7	17.5

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

仅供内部参考，请勿外传

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。