

联合研究 | 公司点评 | 龙源电力 (001289.SZ)

风况偏弱限制主业经营，业绩增速受限高基数

报告要点

三季度公司风电发电量同比增长 3.32%，增速环比降低 4.7 个百分点；光伏发电量同比增长 88.61%，增速环比提升 4.4 个百分点。若剔除火电剥离影响，三季度营业收入同比增长 5.15%，新能源业务收入平稳增长。但利用小时数与电价的承压依然对当期业绩产生不利影响，三季度公司毛利润同比降低 1.51 亿元。去年同期公司因江阴热电转让取得一次性投资收益 5.14 亿元，受高基数的影响，三季度投资收益贡献同比降低 5.26 亿元。主业经营偏弱叠加去年一次性投资收益推高业绩基数，三季度公司实现归母净利润 10.18 亿元，同比降低 38.19%。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003
SFC: BQT627



邬博华

SAC: S0490514040001
SFC: BQK482



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

龙源电力 (001289.SZ)

2025-11-03

联合研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

风况偏弱限制主业经营，业绩增速受限高基数

事件描述

公司发布 2025 年第三季度报告：前三季度公司实现营业收入 222.21 亿元，同比减少 17.29%；实现归母净利润 43.93 亿元，同比减少 21.02%。

事件评论

- **绿电主业营收稳步增长，来风偏弱限制增速表现。**2025 年前三季度，公司新增风电控股装机 113.47 万千瓦，光伏控股装机 116.95 万千瓦；截至 2025 年 9 月 30 日，公司装机容量达到 4341.74 万千瓦，其中风电装机 3154.35 万千瓦，同比增长 11.14%，光伏装机 1186.78 万千瓦，同比增长 49.59%。2025 年 1-9 月，公司风电平均利用小时数为 1511 小时，同比下降 95 小时，但风电装机规模的稳步扩张缓解了风况偏弱的压力，前三季度公司风电发电量 461.88 亿千瓦时，同比增长 5.30%；在装机容量保持高速扩张的带动下，前三季度光伏发电量 103.54 亿千瓦时，同比增长 77.98%。整体来看，前三季度公司累计完成发电量 565.47 亿千瓦时，同比下降 0.53%，剔除火电影响同比增长 13.81%。单季度来看，三季度公司风电利用小时同比下降 27 小时，降幅较二季度提升 3.7 个百分点，来风压力边际提升，受此影响三季度公司风电发电量 126.85 亿千瓦时，同比增长 3.32%，增速环比降低 4.7 个百分点；光伏完成发电量 42.08 亿千瓦时，同比增长 88.61%，增速环比提升 4.4 个百分点。**整体来看，公司三季度实现营业收入 65.64 亿元，同比下降 13.98%，主要受到火电业务剥离的影响，若剔除火电剥离影响，三季度营业收入同比增长 5.15%，新能源业务收入平稳增长。**
- **主业经营偏弱叠加高基数，单季业绩有所承压。**虽然新能源业务收入整体维持增长，但利用小时数与电价的承压依然对当期业绩产生不利影响，且新机组投产也会带来折旧等费用的提升，三季度公司实现毛利润 22.91 亿元，较去年同期降低 1.51 亿元，同比降幅约 6.17%。此外，三季度公司实现投资收益-0.11 亿元，参股公司业绩表现偏弱，且去年同期公司因江阴热电转让取得一次性投资收益 5.14 亿元，受高基数的影响，三季度投资收益贡献同比降低 5.26 亿元。**整体来看，公司绿电主业经营表现偏弱，且去年取得一次性投资收益推高业绩基数，三季度公司实现归母净利润 10.18 亿元，同比降低 38.19%；前三季度公司实现归母净利润 43.93 亿元，同比降低 21.02%。**
- **丰厚储备保障成长，定增缓解资金压力。**公司资源获取规模仍处于较高水平，上半年公司取得开发指标 475 万千瓦，其中风电 298 万千瓦，光伏 177 万千瓦，且公司规划 2025 年新开工新能源项目 550 万千瓦，投产 500 万千瓦。此外，公司拟定向增发募集不超过 50 亿元资金，用于投资海南东方 CZ8 场址 50 万千瓦海上风电项目以及沙坡头 100 万千瓦风电项目，优质产能的稳步扩张为公司持续稳健成长打下坚实基础。
- **投资建议：**根据最新财务数据，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.76 元、0.79 元和 0.85 元，对应 PE 分别为 23.27 倍、22.50 倍和 20.87 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、新建项目投产进度和收益不及预期风险；
- 2、风况、光照资源不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	17.66
总股本(万股)	835,982
流通A股/B股(万股)	504,193/0
每股净资产(元)	8.95
近12月最高/最低价(元)	18.84/14.20

注：股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《偏弱来风有所缓和，业绩增速环比改善》2025-08-21
- 《偏弱来风限制业绩表现，内生外延保障长期成长》2025-05-06
- 《电价提升护航主业表现，减值限制全年业绩增速》2025-03-31



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、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假设依赖于整体新增装机的投产进度及新项目的盈利能力，若后续因组件或其他因素导致新项目投产进度滞后或者盈利性不及预期，会导致公司整体业绩增速存在一定的下行压力；
- 2、风况、光照资源不及预期风险。从一季度来风及光照条件来看，其表现弱于去年同期，但因为气候因素本身难以准确预测，若后续气候快速恶化，不但会导致增量项目盈利能力变弱，还会造成存量项目盈利水平同步弱化，因此会对公司整体业绩预测会存在向下波动的风险。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	37070	32524	35962	39191	货币资金	3283	2940	4351	840
营业成本	23149	19923	22318	24628	交易性金融资产	193	193	193	193
毛利	13920	12601	13644	14563	应收账款	206	267	256	314
%营业收入	38%	39%	38%	37%	存货	428	568	548	683
营业税金及附加	340	358	396	431	预付账款	495	426	477	526
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	47228	49271	54286	58878
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	51833	53664	60111	61434
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	6226	6226	6226	6226
管理费用	471	455	503	549	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	156389	163499	176215	187221
研发费用	209	183	203	221	无形资产	6023	6023	6023	6023
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	146	146	146	146
财务费用	3497	3497	3564	3693	递延所得税资产	842	842	842	842
%营业收入	9%	11%	10%	9%	其他非流动资产	35648	35648	35648	35648
加：资产减值损失	-979	-300	0	0	资产总计	257106	266049	285211	297540
信用减值损失	-130	-200	-200	-200	短期贷款	28177	30177	35177	35177
公允价值变动收益	15	0	0	0	应付款项	14890	12781	15117	14984
投资收益	912	195	216	235	预收账款	0	0	0	0
营业利润	10136	8691	8995	9705	应付职工薪酬	70	61	68	75
%营业收入	27%	27%	25%	25%	应交税费	1002	879	972	1059
营业外收支	97	100	100	100	其他流动负债	28656	29774	29631	31221
利润总额	10233	8791	9095	9805	流动负债合计	72795	73672	80964	82516
%营业收入	28%	27%	25%	25%	长期借款	79174	81435	87551	92056
所得税费用	1952	1582	1637	1765	应付债券	15998	15998	15998	15998
净利润	8281	7209	7458	8040	递延所得税负债	337	337	337	337
归属于母公司所有者的净利润	6345	6344	6563	7075	其他非流动负债	2693	2693	2693	2693
少数股东损益	1935	865	895	965	负债合计	170997	174135	187543	193601
EPS（元）	0.75	0.76	0.79	0.85	归属于母公司所有者权益	73205	78145	83004	88311
现金流量表（百万元）					少数股东权益	12904	13769	14664	15629
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	86109	91914	97668	103939
经营活动现金流净额	17062	19773	21856	23397	负债及股东权益	257106	266049	285211	297540
取得投资收益收回现金	115	195	216	235	基本指标				
长期股权投资	-231	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-26850	-19306	-26300	-25900	每股收益	0.75	0.76	0.79	0.85
其他	897	0	0	0	每股经营现金流	2.04	2.37	2.61	2.80
投资活动现金流净额	-26068	-19111	-26084	-25665	市盈率	20.85	23.27	22.50	20.87
债券融资	11906	0	0	0	市净率	1.79	1.89	1.78	1.67
股权融资	598	0	0	0	EV/EBITDA	10.32	11.35	11.10	10.55
银行贷款增加（减少）	7693	4261	11116	4506	总资产收益率	2.5%	2.4%	2.3%	2.4%
筹资成本	-6253	-5267	-5476	-5749	净资产收益率	8.7%	8.1%	7.9%	8.0%
其他	-6591	0	0	0	净利率	17.1%	19.5%	18.2%	18.1%
筹资活动现金流净额	7353	-1006	5640	-1243	资产负债率	66.5%	65.5%	65.8%	65.1%
现金净流量（不含汇率变动影响）	-1654	-344	1412	-3511	总资产周转率	0.15	0.12	0.13	0.13

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。