

龙源电力（001289.SZ）

补贴回款充沛现金流，装机增长平滑业绩波动

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	38,052	37,070	35,511	36,770	38,722
增长率 yoy（%）	-4.5	-2.6	-4.2	3.5	5.3
归母净利润（百万元）	6,303	6,345	6,329	6,853	7,461
增长率 yoy（%）	23.3	0.7	-0.3	8.3	8.9
ROE（%）	8.1	9.6	8.4	8.7	8.7
EPS 最新摊薄（元）	0.75	0.76	0.76	0.82	0.89
P/E（倍）	23.2	23.1	23.2	21.4	19.6
P/B（倍）	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年 1-9 月，公司实现营业收入 222.21 亿元，同比下降 17.29%；实现归母净利润 43.93 亿元，同比下降 21.02%；基本 EPS 为 0.5255 元/股，同比下降 20.34%；加权平均 ROE 为 5.88%，同比下降 1.76 个 pct。Q3 单季度公司实现营业收入 65.64 亿元，同比下降 13.98%；实现归母净利润 10.18 亿元，同比下降 38.19%。

火电剥离致营收承压，补贴回款夯实现金流根基。 营收及利润下滑主要由于 1）本年 1-9 月不再包含火电收入。根据 2024 年财报，火电营业收入 57 亿元，占 2024 年总营业收入的 15.4%。2）平价风电项目增加、参与市场化交易规模扩大等使得风电电价下降；3）风电平均利用小时数 1511h，较去年同期下降 95h。由于前三季度可再生电费补贴回款较上年同期大幅增加，公司经营现金流同比增长 53.33%，为主营业务稳健增长提供有力的现金流支撑。

新增装机驱动发电量同比增长，Q3 风电电量环比收窄。 前三季度，公司新增新能源装机 227.42 万千瓦，其中风电/光伏分别 113.47/116.95 万千瓦。前三季度，公司完成发电量 565.47 亿千瓦时（yoy-0.53%），剔除火电影响同比增长 13.81%，其中风电发电量 461.88 亿千瓦时（yoy+5.3%），光伏发电量 103.54 亿千瓦时（yoy+78.0%）。

Q3 单季度完成发电量 168.94 亿千瓦时（yoy+0.77%，qoq-12.8%），剔除火电影响同比增长 16.43%，其中风电发电量 126.85 亿千瓦时（yoy+3.33%，qoq-19.3%），光伏发电量 42.08 亿千瓦时（yoy+88.57%，qoq+15.6%）。

投资建议：短期受火电业务剥离影响，但新能源核心业务增长强劲；在建装机持续推进、集团资源注入预期为公司长期发展注入动力。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 355.11、367.7、387.22 亿元，实现归母净利润 63.29、68.53、74.61 亿元，对应 EPS 为 0.76、0.82、0.89 元/股，对应 PE 为 23.2X、21.4X、19.6X，维持“增持”评级。

风险提示：电力需求不及预期风险、市场化电价波动风险、风资源波动与气候风险、技术迭代与资产效率风险、项目建设与并网延期风险。

增持（维持评级）	
股票信息	
行业	电力及公用事业
2025 年 11 月 7 日收盘价（元）	17.53
总市值（百万元）	146,547.58
流通市值（百万元）	88,385.11
总股本（百万股）	8,359.82
流通股本（百万股）	5,041.93
近 3 月日均成交额（百万元）	103.33



作者	
分析师	于夕朦
执业证书编号：	S1070520030003
邮箱：	yuximeng@cgws.com
分析师	范杨春晓
执业证书编号：	S1070521050001
邮箱：	fycx@cgws.com
分析师	何郭香池
执业证书编号：	S1070523110002
邮箱：	hgxc@cgws.com
分析师	杨天放
执业证书编号：	S1070524080003
邮箱：	yangtianfang@cgws.com
分析师	张靖苗
执业证书编号：	S1070524070005
邮箱：	zhjingmiao@cgws.com

相关研究	
1、《新能源发电量稳健增长，大基地项目注入长期发展新动能》	2025-08-29
2、《存量焕新夯实基本盘，增量进击开启新增长》	2025-07-21

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	46106	51898	71080	90506	82067
现金	5161	3292	22554	41713	33221
应收票据及应收账款	370	213	393	216	432
其他应收款	1295	1684	1169	1786	1326
预付账款	612	496	565	533	624
存货	729	430	615	474	681
其他流动资产	37940	45783	45783	45783	45783
非流动资产	191498	205490	194152	194107	196082
长期股权投资	5995	6226	6376	6576	6776
固定资产	145172	156588	146619	147822	151013
无形资产	6903	6298	5033	3792	2543
其他非流动资产	33427	36378	36125	35918	35751
资产总计	237603	257388	265232	284613	278149
流动负债	73674	72961	77761	96291	91453
短期借款	26805	28231	29643	31125	32681
应付票据及应付账款	18437	18409	10042	20830	12031
其他流动负债	28432	26320	38076	44336	46741
非流动负债	79184	98202	94479	87693	77692
长期借款	76945	95172	91448	84663	74662
其他非流动负债	2239	3030	3030	3030	3030
负债合计	152858	171163	172240	183984	169145
少数股东权益	12461	12946	14350	16053	17840
股本	8382	8360	8360	8360	8360
资本公积	15721	14263	14263	14263	14263
留存收益	46619	50954	56378	62373	68855
归属母公司股东权益	72284	73279	78642	84576	91165
负债和股东权益	237603	257388	265232	284613	278149

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	14346	17062	13040	36506	14317
净利润	6832	8281	7734	8555	9248
折旧摊销	10748	11606	10438	10796	11601
财务费用	3472	3497	4512	3918	3609
投资损失	-19	-912	-350	-500	-500
营运资金变动	-8739	-6699	-10354	12640	-10795
其他经营现金流	2052	1289	1060	1097	1155
投资活动现金流	-24169	-26068	1243	-10255	-13081
资本支出	21665	26864	-1051	10552	13376
长期投资	-2718	-75	-150	-200	-200
其他投资现金流	214	871	342	497	495
筹资活动现金流	-3848	7353	4980	-7092	-9728
短期借款	8282	1426	1412	1482	1556
长期借款	10220	18227	-3724	-6786	-10001
普通股增加	0	-22	0	0	0
资本公积增加	1301	-1457	0	0	0
其他筹资现金流	-23651	-10821	7292	-1788	-1283
现金净增加额	-13666	-1686	19262	19159	-8492

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	38052	37070	35511	36770	38722
营业成本	24160	23149	20878	21766	23075
营业税金及附加	359	340	329	339	358
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	451	471	441	460	483
研发费用	145	209	179	192	200
财务费用	3472	3497	4512	3918	3609
资产和信用减值损失	-2235	-1109	-1052	-1093	-1150
其他收益	1029	924	959	948	951
公允价值变动收益	-51	15	-7	0	-2
投资净收益	19	912	350	500	500
资产处置收益	18	-10	-1	-4	-3
营业利润	8246	10136	9421	10446	11294
营业外收入	189	207	201	203	202
营业外支出	107	110	109	110	110
利润总额	8328	10233	9513	10539	11387
所得税	1495	1952	1779	1984	2139
净利润	6832	8281	7734	8555	9248
少数股东损益	529	1935	1405	1702	1787
归属母公司净利润	6303	6345	6329	6853	7461
EBITDA	22319	25227	24267	25079	26414
EPS (元/股)	0.75	0.76	0.76	0.82	0.89

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-4.5	-2.6	-4.2	3.5	5.3
营业利润 (%)	7.3	22.9	-7.0	10.9	8.1
归属母公司净利润 (%)	23.3	0.7	-0.3	8.3	8.9
获利能力					
毛利率 (%)	36.5	37.6	41.2	40.8	40.4
净利率 (%)	18.0	22.3	21.8	23.3	23.9
ROE (%)	8.1	9.6	8.4	8.7	8.7
ROIC (%)	4.9	5.3	5.1	5.1	5.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.3	66.5	64.9	64.6	60.8
净负债比率 (%)	137.2	150.5	132.4	102.8	99.7
流动比率	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.15	0.14	0.13	0.14
应收账款周转率	112.84	137.39	129.21	131.93	131.03
应付账款周转率	2.06	1.71	1.92	1.87	1.86
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.75	0.76	0.76	0.82	0.89
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.72	2.04	1.56	4.37	1.71
每股净资产 (最新摊薄)	8.40	8.77	9.29	9.89	10.55
估值比率					
P/E	23.2	23.1	23.2	21.4	19.6
P/B	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	12.3	11.5	11.6	10.5	10.2

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031

传真：86-10-88366686