



光伏分部经营业绩高增，国补回收助力现金流优化

—— 2025 年年报点评

2026 年 04 月 02 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年年报。2025 年实现营收 302.53 亿元，同比-18.60%；实现归母净利润 45.26 亿元（扣非 44.09 亿元），同比-28.78%（扣非同比-22.81%）。公司 2025 年度累计派发现金分红 0.1625 元/股，现金分红总额占归母净利润的 30.01%，与 2024 年持平。2026 年 4 月 1 日收盘价对应股息率为 1%。
- 风电利用小时下降影响电量表现，装机扩张驱动光伏电量高增。**2025 年，公司净新增新能源控股装机 4851.10MW，其中风电+1738.60MW、太阳能+3142.50MW，生物质-30MW。截至 25 年末，公司控股装机容量 45994.29MW，其中风电 32147.37MW，太阳能 13840.82MW，其他可再生能源 6.10MW。公司 2025 年累计完成发电量 764.69 亿 kwh，其中风电 630.86 亿 kwh，同比增长 4.19%；太阳能 133.77 亿 kwh，同比增长 70.92%。2025 年公司风电平均利用小时 2052h，同比下降 138h，在一定程度上拖累风电电量表现。公司风电利用小时下降主要原因包括：1) 2025 年公司项目分布区域平均风速同比下降 0.1 米/秒；2) 限电损失同比增加。
- 风电电价降幅大于光伏，分部业绩表现分化。**2025 年公司收入下降部分受到火电资产出表的影响。分业务来看，风电分部实现收入 259.95 亿元，同比-27.66 亿元或-9.6%，主要系电价下行所致。2025 年，公司风电平均上网电价 475 元/MWh（含税），同比下降 52 元/MWh，主要由于风电市场交易规模扩大，平价项目增加以及结构性因素导致。叠加成本端折旧摊销费用同比+4.65 亿元或+4.5%，风电分部经营利润同比-26.68 亿元或-21.6%至 96.87 亿元。太阳能分部 2025 年实现收入 38.09 亿元，同比+13.68 亿元或+56.0%。2025 年，公司太阳能发电平均上网电价 318 元/MWh（含税），同比下降 17 元/MWh，主要由于太阳能发电市场交易规模扩大，市场交易电价偏低拉低平均上网电价。考虑成本端折旧摊销费用同比+7.73 亿元或+62.1%，太阳能分部实现经营利润 11.52 亿元，同比+6.31 亿元或+121.0%。
- 国补回收助力现金流优化，26 年新增装机指引进一步放缓。**2025 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 218.33 亿元，同比+27.61%，主要得益于可再生电费补贴回款较上年同期大幅增加。截至 25 年末，公司应收款项融资 436.73 亿元，同比仅增加 0.8%，增速较以往年度大幅放缓。2025 年，公司新签订开发协议 5.86GW，其中风电 4GW、太阳能 0.65GW、储能 1.21GW，均位于资源较好地区；全年累计取得开发指标 8.63GW，其中风电 4.27GW，太阳能 4.36GW。展望 2026 年，公司计划开工新能源项目 450 万千瓦，投产 450 万千瓦，较 2025 年新增规模有望进一步放缓，进入高质量发展阶段。
- 投资建议：**我们预计公司 26-28 年分别实现归母净利润 44.9、52.3、57.7 亿元，对应 PE 分别为 30x、26x、23x；给予“推荐”评级。
- 风险提示：**电价超预期下跌的风险，资源条件&限电导致利用小时不及预期的风险等。

龙源电力（股票代码：001289）

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

研究助理：马敏

✉：mamin_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2026 年 04 月 01 日

股票代码	001289
A 股收盘价(元)	16.19
上证指数	3,948.55
总股本(万股)	835,982
实际流通 A 股(万股)	504,193
流通 A 股市值(亿元)	816

相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 01 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河环保公用】公司点评_龙源电力：风资源环比有所修复，拟进行中期利润分配
- 【银河环保公用】公司点评_龙源电力：风电业务盈利向好，25-27 年分红规划落地
- 【银河环保公用】公司点评_龙源电力_板块间有所分化：风电承压，光伏高增

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	30,253	31,899	35,154	37,666
收入增长率%	-18.60	5.44	10.20	7.15
归母净利润(百万元)	4,526	4,491	5,226	5,768
利润增长率%	-28.78	-0.77	16.35	10.38
分红率%	30.01	30.00	30.00	30.00
毛利率%	34.79	33.86	34.79	34.81
摊薄 EPS(元)	0.54	0.54	0.63	0.69
PE	29.90	30.14	25.90	23.46
PB	1.80	1.73	1.65	1.58
PS	4.47	4.24	3.85	3.59

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	50,944	52,669	54,179	55,464
现金	2,158	2,721	2,884	2,540
应收账款	330	348	384	411
其它应收款	1,703	1,796	1,979	2,120
预付账款	543	581	631	676
存货	400	428	465	498
其他	45,809	46,795	47,837	49,219
非流动资产	214,317	226,231	235,393	241,588
长期投资	6,463	6,463	6,463	6,463
固定资产	170,304	176,959	182,758	187,703
无形资产	5,888	5,706	5,508	5,295
其他	31,662	37,103	40,664	42,126
资产总计	265,261	278,900	289,573	297,052
流动负债	80,993	75,497	78,426	80,138
短期借款	16,318	20,318	21,318	21,318
应付账款	13,651	14,598	15,861	16,990
其他	51,025	40,581	41,247	41,831
非流动负债	95,536	110,574	113,549	114,053
长期借款	63,057	68,057	70,057	70,057
其他	32,479	42,516	43,492	43,996
负债总计	176,530	186,070	191,975	194,191
少数股东权益	13,728	14,682	15,792	17,018
归属母公司股东权益	75,003	78,147	81,805	85,843
负债和股东权益	265,261	278,900	289,573	297,052

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	21,833	23,028	25,383	26,456
净利润	5,488	5,445	6,336	6,994
折旧摊销	12,989	14,279	15,206	16,135
财务费用	3,267	3,250	3,494	3,487
投资损失	-161	-170	-187	-201
营运资金变动	-19	40	346	-149
其他	269	184	188	191
投资活动现金流	-23,581	-25,986	-24,134	-22,087
资本支出	-23,890	-26,156	-24,321	-22,288
长期投资	181	0	0	0
其他	128	170	187	201
筹资活动现金流	758	3,520	-1,086	-4,714
短期借款	-11,914	4,000	1,000	0
长期借款	-16,259	5,000	2,000	0
其他	28,931	-5,480	-4,086	-4,714
现金净增加额	-1,139	563	163	-344

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	30,253	31,899	35,154	37,666
营业成本	19,728	21,098	22,922	24,554
税金及附加	342	360	397	426
销售费用	0	0	0	0
管理费用	508	526	573	603
研发费用	145	152	168	180
财务费用	3,449	3,217	3,454	3,444
资产减值损失	-89	-80	-80	-80
公允价值变动收益	-25	0	0	0
投资收益及其他	1,014	483	532	570
营业利润	6,982	6,947	8,092	8,951
营业外收入	258	233	246	239
营业外支出	121	116	118	117
利润总额	7,119	7,064	8,219	9,073
所得税	1,631	1,619	1,883	2,079
净利润	5,488	5,445	6,336	6,994
少数股东损益	962	954	1,110	1,226
归属母公司净利润	4,526	4,491	5,226	5,768
EBITDA	23,557	24,560	26,879	28,652
EPS (元)	0.54	0.54	0.63	0.69

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	-18.6%	5.4%	10.2%	7.1%
营业利润增长率	-31.2%	-0.5%	16.5%	10.6%
归母净利润增长率	-28.8%	-0.8%	16.4%	10.4%
毛利率	34.8%	33.9%	34.8%	34.8%
净利率	18.1%	17.1%	18.0%	18.6%
ROE	6.0%	5.7%	6.4%	6.7%
ROIC	3.7%	3.4%	3.7%	3.9%
资产负债率	66.5%	66.7%	66.3%	65.4%
净资产负债率	198.9%	200.4%	196.7%	188.8%
流动比率	0.63	0.70	0.69	0.69
速动比率	0.59	0.66	0.65	0.65
总资产周转率	0.12	0.12	0.12	0.13
应收账款周转率	112.76	93.96	95.98	94.70
应付账款周转率	1.38	1.49	1.51	1.49
每股收益(元)	0.54	0.54	0.63	0.69
每股经营现金流(元)	2.61	2.75	3.04	3.16
每股净资产(元)	8.97	9.35	9.79	10.27
P/E	29.90	30.14	25.90	23.46
P/B	1.80	1.73	1.65	1.58
EV/EBITDA	11.25	11.09	10.28	9.67
PS	4.47	4.24	3.85	3.59

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		