

龙源电力 (001289.SZ)

优于大市

上网电价下降致使业绩承压，经营活动现金流改善明显

核心观点

营业收入、归母净利润均有所下降。2025年公司实现营业收入302.53亿元，同比减少18.60%，主要系2024年下半年处置火电业务出表所致；剔除火电业务影响后，新能源业务营业收入同比减少3.85%。2025年公司实现实现归母净利润45.26亿元，同比减少28.78%；扣除非经常性损益后归母净利润为44.09亿元，同比减少22.81%，主要系上网电价下降所致。

新能源装机容量、发电量提升，利用小时及上网电价下滑。装机层面，截至2025年末，公司控股装机容量为4599.43万千瓦，全部为可再生能源，其中风电3214.74万千瓦，太阳能1384.08万千瓦。公司2025年净新增新能源控股装机容量485.11万千瓦，其中新增风电173.86万千瓦，新增太阳能发电314.25万千瓦。**发电量层面**，2025年公司累计完成发电量764.69亿千瓦时，同比增长11.82%；上网电量751.22亿千瓦时，同比增长7.77%。其中，风电发电量630.86亿千瓦时，同比增长4.19%；太阳能发电量133.77亿千瓦时，同比增长70.92%。**利用小时层面**，2025年公司风电平均利用小时数为2052小时，同比下降138小时，主要因项目分布区域平均风速下降及部分区域限电比例同比升高所致。公司风电利用小时数较行业平均水平（1979小时）高73小时。**上网电价层面**，2025年公司风电平均上网电价为475元/兆瓦时（含税），太阳能发电平均上网电价为318元/兆瓦时（含税），同比分别减少52元/兆瓦时和17元/兆瓦时，主要由于市场交易规模扩大、平价项目增加及结构性因素导致。

经营活动现金流改善明显，分红率与24年保持一致。2025年公司经营活动产生的现金流量净额本年较上年增加47.23亿元，增幅27.61%，主要原因一是本年可再生电费补贴回款较上年同期大幅增加；二是2024年下半年处置所属火电子公司，本年不再有火电分部经营现金流；三是本年支付的相关费用以及代收代付款同比减少。公司2025年拟末期分红0.0625元/股（含税），叠加已派发的中期分红，全年累计分红0.1625元/股（含税），合计派发现金红利13.58亿元，占归母净利润的30.01%，与2024年保持一致。

风险提示：电量下降；电价下滑；新能源项目投运不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。随着电力现货市场覆盖范围不断扩大，市场化交易比例提升，国内电价仍可能面临一定的下行压力，我们下调盈利预测，预计2026-2028年归母净利润48.85/55.30/58.93亿元（2026-2027年原值为70.91/74.53亿元），同比增速7.9%/13.2%/6.6%，当前股价对应PE=26/23/21x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	37,070	30,253	32,561	34,185	35,773
(+/-%)	-1.5%	-18.4%	7.6%	5.0%	4.6%
净利润(百万元)	6345	4526	4885	5530	5893
(+/-%)	1.5%	-28.7%	7.9%	13.2%	6.6%
每股收益(元)	0.76	0.54	0.58	0.66	0.70
EBIT Margin	37.3%	34.2%	34.5%	33.5%	33.9%
净资产收益率 (ROE)	8.7%	6.0%	6.2%	6.7%	6.8%
市盈率 (PE)	20.2	28.4	26.3	23.2	21.8
EV/EBITDA	12.3	13.2	12.6	12.1	11.5
市净率 (PB)	1.75	1.71	1.64	1.56	1.49

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029
huangxiujie@guosen.com.cn
S0980521060002

证券分析师：刘汉轩 010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

证券分析师：崔佳诚

021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn
S0980525070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	15.36元
总市值/流通市值	128407/128407百万元
52周最高价/最低价	19.50/14.96元
近3个月日均成交额	163.34百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《龙源电力(001289.SZ)-电价下降影响业绩表现，加快建设大基地和海上风电项目》——2025-08-24
- 《龙源电力(001289.SZ)-新能源持续发展，分红比例进一步提升》——2025-03-31
- 《龙源电力(001289.SZ)-24Q3风电电量改善，投资收益增长显著使得归母净利润增幅较大》——2024-11-03
- 《龙源电力(001289.SZ)-风电板块电量、电价下降影响业绩，装机容量持续增长》——2024-08-29
- 《龙源电力(001289.SZ)-24Q1业绩同比微增，盈利能力保持稳定》——2024-04-26

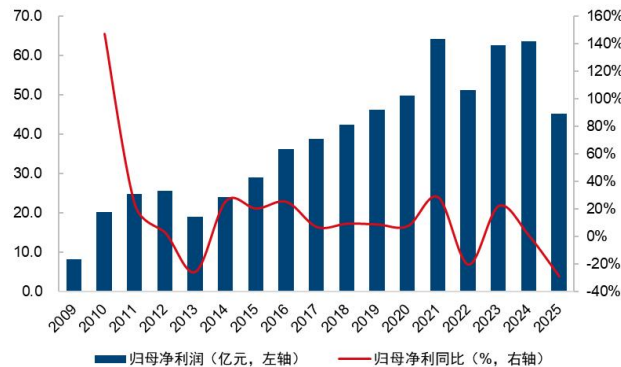
营业收入、归母净利润均有所下降。2025 年公司实现营业收入 302.53 亿元，同比减少 18.60%，主要系 2024 年下半年处置火电业务出表所致；剔除火电业务影响后，新能源业务营业收入同比减少 3.85%。2025 年公司实现归母净利润 45.26 亿元，同比减少 28.78%；扣除非经常性损益后归母净利润为 44.09 亿元，同比减少 22.81%，主要系上网电价下降所致。

图1：龙源电力营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：龙源电力归母净利润及增速（单位：亿元、%）



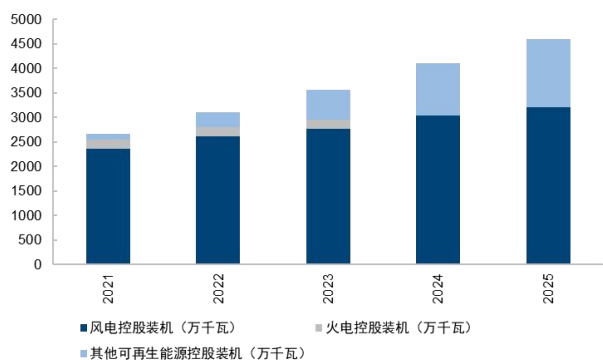
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新能源装机容量、发电量提升，利用小时及上网电价下滑：

装机层面，截至 2025 年末，公司控股装机容量为 4599.43 万千瓦，全部为可再生能源，其中风电 3214.74 万千瓦，太阳能 1384.08 万千瓦。公司 2025 年净新增新能源控股装机容量 485.11 万千瓦，其中新增风电 173.86 万千瓦，新增太阳能发电 314.25 万千瓦。

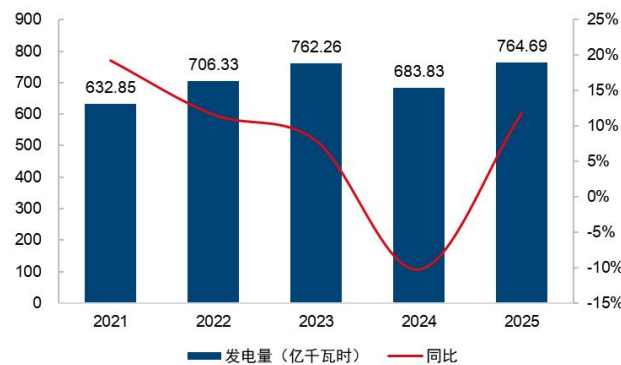
发电量层面，2025 年公司累计完成发电量 764.69 亿千瓦时，同比增长 11.82%；上网电量 751.22 亿千瓦时，同比增长 7.77%。其中，风电发电量 630.86 亿千瓦时，同比增长 4.19%；太阳能发电量 133.77 亿千瓦时，同比增长 70.92%。

图3：2021-2025 龙源电力控股发电装机情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2021-2025 龙源电力发电量情况（单位：亿千瓦时）



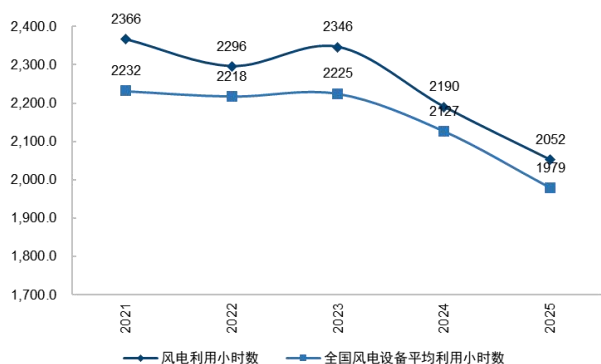
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

利用小时层面，2025 年公司风电平均利用小时数为 2052 小时，同比下降 138 小时，主要因项目分布区域平均风速下降及部分区域限电比例同比升高所致。公司风电利用小时数较行业平均水平（1979 小时）高 73 小时。

上网电价层面，2025 年公司风电平均上网电价为 475 元/兆瓦时（含税），太阳

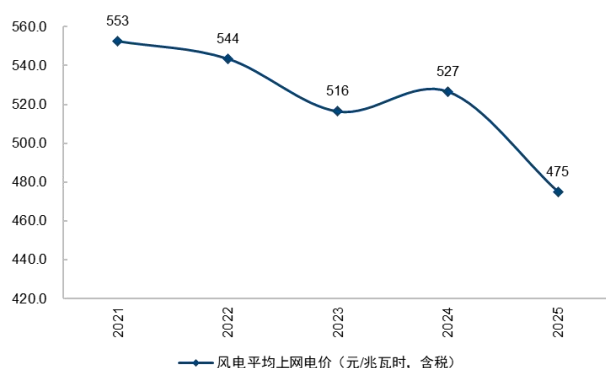
能发电平均上网电价为 318 元/兆瓦时（含税），同比分别减少 52 元/兆瓦时和 17 元/兆瓦时，主要由于市场交易规模扩大、平价项目增加及结构性因素导致。

图5：2021-2025 龙源电力风电利用小时数与全国平均对比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

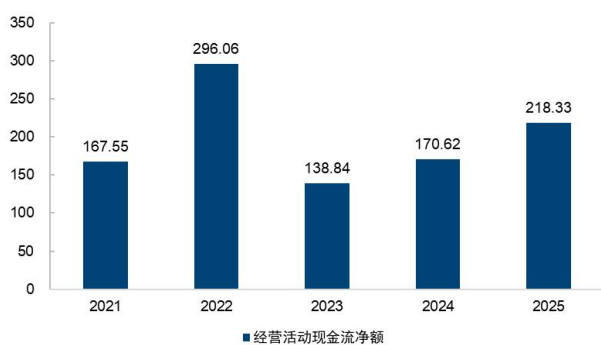
图6：2021-2025 龙源电力风电平均上网电价情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

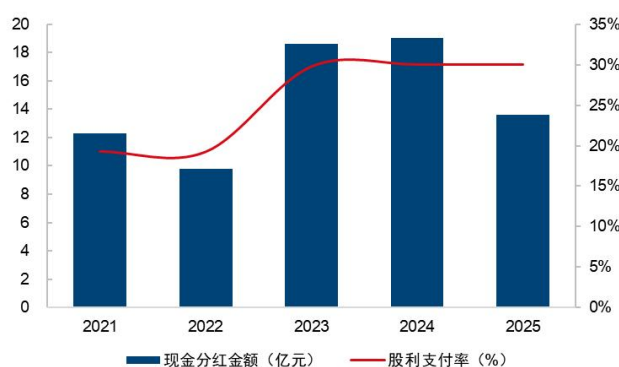
经营活动现金流改善明显，分红率与 24 年保持一致。2025 年公司经营活动产生的现金流量净额本年较上年增加 47.23 亿元，增幅 27.61%，主要原因一是本年可再生电费补贴回款较上年同期大幅增加；二是 2024 年下半年处置所属火电子公司，本年不再有火电分部经营现金流；三是本年支付的相关费用以及代收代付款同比减少。公司 2025 年拟末期分红 0.0625 元/股（含稅），叠加已派发的中期分红，全年累计分红 0.1625 元/股（含稅），合计派发现金红利 13.58 亿元，占归母净利润的 30.01%，与 2024 年保持一致。

图7：龙源电力经营活动现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：龙源电力近年来分红情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示：电量下降；电价下滑；新能源项目投运不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。随着电力现货市场覆盖范围不断扩大，市场化交易比例提升，国内电价仍可能面临一定的下行压力，我们下调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润 48.85/55.30/58.93 亿元（2026-2027 年原值为 70.91/74.53 亿元），同比增速 7.9%/13.2%/6.6%，当前股价对应 PE=26/23/21x，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司简称	代码	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG		投资 评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	25A	26E			
龙源电力	001289.SZ	15.36	1284	0.54	0.58	0.66	0.70	28.37	26.48	23.27	21.94	6.11	2.96			优于 大市
可比公司																
华能国际	600011.SH	6.94	1089	0.74	0.86	0.91	0.95	9.38	8.08	7.63	7.29	10.30	57.54			优于 大市
国电电力	600795.SH	4.82	860	0.40	0.42	0.46	0.44	11.99	11.37	10.50	10.92	12.40	1.64			优于 大市
三峡能源	600905.SH	4.10	1172	0.13				31.54								优于 大市
华电新能	600930.SH	6.01	2507	0.17				35.35								无

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理 注:可比公司取自Wind一致预期(股价数据更新至2026.4.17,截至当日三峡能源与华电新能仅披露2025年业绩预告,尚未披露年报)

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3283	2158	3440	2961	2853	营业收入	37070	30253	32561	34185	35773
应收款项	1853	1984	2135	2241	2345	营业成本	23149	19728	21072	22413	23273
存货净额	428	400	423	449	449	营业税金及附加	340	342	368	386	404
其他流动资产	46076	46216	49742	52223	54649	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	51833	50944	55946	58100	60544	管理费用	1117	1069	1101	1052	1013
固定资产	181653	189486	196009	199210	203974	财务费用	3497	3449	3627	3604	3605
无形资产及其他	6023	5888	5347	4854	4405	投资收益	912	161	161	211	211
投资性房地产	11371	12690	12690	12690	12690	资产减值及公允价值变动	(964)	(113)	(116)	(119)	(122)
长期股权投资	6226	6253	7071	7430	7832	其他收入	1221	1269	1118	1749	1576
资产总计	257106	265261	277063	282284	289444	营业利润	10136	6982	7557	8572	9144
短期借款及交易性金融负债	37331	37237	57802	52362	51426	营业外净收支	97	137	137	137	137
应付款项	18393	15150	16032	17007	16994	利润总额	10233	7119	7695	8709	9281
其他流动负债	17071	28606	30303	32127	32194	所得税费用	1952	1631	1770	2003	2135
流动负债合计	72795	80993	104138	101496	100614	少数股东损益	1935	962	1039	1176	1254
长期借款及应付债券	95172	92187	76070	78573	81076	归属于母公司净利润	6345	4526	4885	5530	5893
其他长期负债	3030	3349	3977	4641	5178						
长期负债合计	98202	95536	80047	83215	86255	现金流量表 (百万元)					
负债合计	170997	176530	184185	184711	186869	净利润	6345	4526	4885	5530	5893
少数股东权益	12904	13728	14455	15279	16157	资产减值准备	(1173)	(850)	3	2	3
股东权益	73205	75003	78423	82294	86419	折旧摊销	10612	12763	13668	14446	15264
负债和股东权益总计	257106	265261	277063	282284	289444	公允价值变动损失	(1173)	(850)	3	2	3
						财务费用	3497	3449	3627	3604	3605
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1351)	7981	(1049)	185	(2474)
每股收益	0.76	0.54	0.58	0.66	0.70	其它	624	(1738)	4190	4213	4268
每股红利	0.23	0.16	0.18	0.20	0.21	经营活动现金流	13884	21833	21701	24379	22956
每股净资产	8.76	8.97	9.38	9.84	10.34	资本开支	(18930)	(23909)	(19727)	(17155)	(19581)
ROIC	5.28%	3.54%	4%	4%	4%	其它投资现金流	266	7	(19)	(20)	(23)
ROE	8.67%	6.03%	6.23%	6.72%	6.82%	投资活动现金流	(21434)	(23581)	(20564)	(17535)	(20006)
毛利率	38%	35%	35%	34%	35%	权益性融资	202	53	0	0	0
EBIT Margin	37%	34%	34%	34%	34%	负债净变化	10486	(16117)	(16117)	2503	2503
EBITDA Margin	66%	76%	76%	76%	77%	支付股利、利息	(1904)	(1358)	(1466)	(1659)	(1768)
收入增长	-2%	-18%	8%	5%	5%	其它融资现金流	(25416)	8017	20565	(5440)	(937)
净利润增长率	2%	-29%	8%	13%	7%	融资活动现金流	(6265)	758	145	(7324)	(3058)
资产负债率	72%	72%	72%	71%	70%	现金净变动	(1596)	(1125)	1282	(480)	(108)
股息率	1.5%	1.1%	1.1%	1.3%	1.4%	货币资金的期初余额	4879	3283	2158	3440	2961
P/E	20.2	28.4	26.3	23.2	21.8	货币资金的期末余额	3283	2158	3440	2961	2853
P/B	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	企业自由现金流	0	4810	1543	6302	2555
EV/EBITDA	12.3	13.2	12.6	12.1	11.5	权益自由现金流	0	(3290)	3198	590	1345

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032