龙源电力（001289.SZ）

毛利率下行拖累盈利，简易自由现金流转正

优于大市

核心观点

营收小幅下滑，三季度单季归母净利润同比下降近六成。2026年前三季度实现营收212.42亿元、归母净利润28.17亿元、扣非归母净利润28.21亿元，同比分别下降5.19%、36.83%、34.27%。Q3单季营收64.40亿元，归母及扣非归母净利润分别为4.42亿元和4.08亿元，同比分别下降4.58%、57.84%和59.37%。业绩承压主要系利用小时和电价下降压低收入，装机扩张带来的折旧摊销增加进一步压缩利润所致。

毛利率下行拖累净利率，财务费用下降形成部分对冲。2026年前三季度公司毛利率和归母净利率分别为33.83%和13.26%，同比下降5.47和6.64个百分点。同期营业成本同比增长3.35%至140.56亿元，收入下降与成本上升共同压缩毛利。财务费用同比减少1.78亿元，带动期间费用率下降0.08个百分点至13.24%。此外，公司陆上风电不再享受增值税即征即退，其他收益同比减少5.23亿元，进一步拖累净利率。

前三季度总发电量基本持平，光伏贡献三季度主要增量。2026年前三季度公司总发电量562.50亿千瓦时，同比下降0.52%，其中风电下降4.97%、光伏增长19.29%。按累计电量差分，Q3发电量174.68亿千瓦时，同比增长3.39%，其中风电下降0.46%、光伏增长15.02%。前三季度部分大型风电项目所在区域来风偏弱、限电增加，风电平均利用小时同比减少132小时至1,379小时。9月末光伏控股装机同比增长26.28%，支撑光伏电量增长。

经营现金流增长两成，资本开支下降推动简化自由现金流转正。2026年前三季度公司经营现金流净额192.18亿元，同比增长20.40%。销售收现同比增加25.35亿元，经营现金流出减少8.06亿元，支出减少主要来自其他经营支出和税费支出下降。购建长期资产现金支出同比下降33.76%至127.70亿元，简化自由现金流由上年同期净流出33.15亿元转为净流入64.49亿元。9月末应收账款3.05亿元、应收款项融资417.77亿元，两项合计较年初减少19.48亿元，主要来自应收款项融资余额下降。

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32.25/42.15/44.97亿元（原值为48.85/55.30/58.93亿元），同比增速-28.7%/30.7%/6.7%，当前股价对应PE=39/30/28x，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	29,823	32,002	33,495
(+/-%)	-1.5%	-18.4%	-1.4%	7.3%	4.7%
净利润(百万元)	6345	4526	3225	4215	4497
(+/-%)	1.5%	-28.7%	-28.8%	30.7%	6.7%
每股收益（元）	0.76	0.54	0.39	0.50	0.54
EBIT Margin	37.3%	34.2%	28.8%	29.2%	29.7%
净资产收益率（ROE）	8.7%	6.0%	4.2%	5.3%	5.4%
市盈率（PE）	19.7	27.6	38.8	29.6	27.8
EV/EBITDA	12.1	13.0	13.8	13.0	12.4
市净率（PB）	1.71	1.67	1.62	1.56	1.50

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	14.73元
总市值/流通市值	123140/123140百万元
52周最高价/最低价	20.23/14.14元
近3个月日均成交额	55.57百万元

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）-上网电价下降致使业绩承压，经营活动现金流改善明显》——2026-05-05

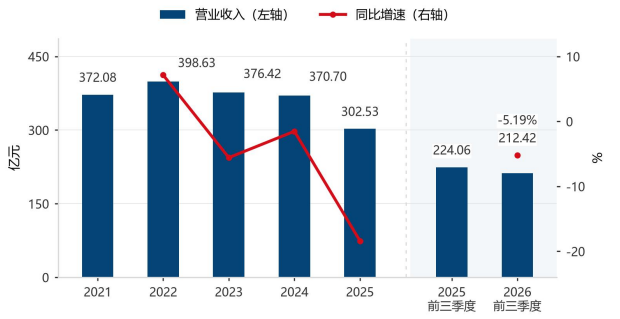
《龙源电力（001289.SZ）-电价下降影响业绩表现，加快建设大基地和海上风电项目》——2025-08-24

《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

营收小幅下滑，三季度单季归母净利润同比下降近六成。2026 年前三季度实现营收 212.42 亿元、归母净利润 28.17 亿元、扣非归母净利润 28.21 亿元，同比分别下降 5.19%、36.83%、34.27%。Q3 单季营收 64.40 亿元，归母及扣非归母净利润分别为 4.42 亿元和 4.08 亿元，同比分别下降 4.58%、57.84%和 59.37%。业绩承压主要系利用小时和电价下降压低收入，装机扩张带来的折旧摊销增加进一步压缩利润所致。

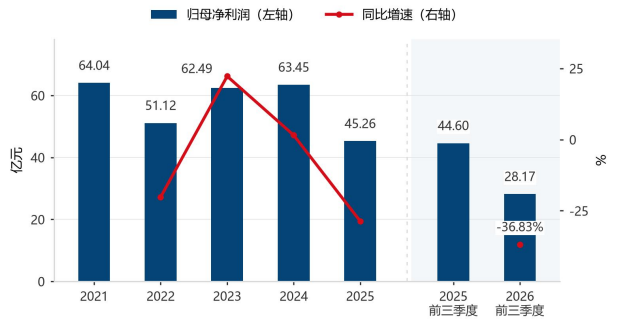
毛利率下行拖累净利率，财务费用下降形成部分对冲。2026 年前三季度公司毛利率和归母净利率分别为 33.83%和 13.26%，同比下降 5.47 和 6.64 个百分点。同期营业成本同比增长 3.35%至 140.56 亿元，收入下降与成本上升共同压缩毛利。财务费用同比减少 1.78 亿元，带动期间费用率下降 0.08 个百分点至 13.24%。此外，公司陆上风电不再享受增值税即征即退，其他收益同比减少 5.23 亿元，进一步拖累净利率。

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

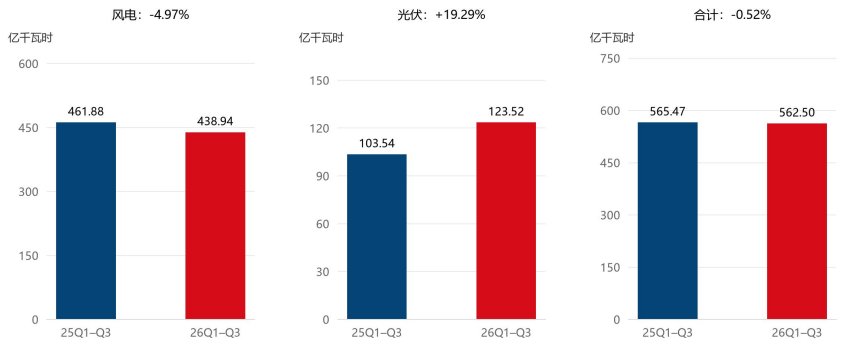
图2：龙源电力归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

前三季度总发电量基本持平，光伏贡献三季度主要增量。2026 年前三季度公司总发电量 562.50 亿千瓦时，同比下降 0.52%，其中风电下降 4.97%、光伏增长 19.29%。按累计电量差分，Q3 发电量 174.68 亿千瓦时，同比增长 3.39%，其中风电下降 0.46%、光伏增长 15.02%。前三季度部分大型风电项目所在区域来风偏弱、限电增加，风电平均利用小时同比减少 132 小时至 1,379 小时。9 月末光伏控股装机同比增长 26.28%，支撑光伏电量增长。

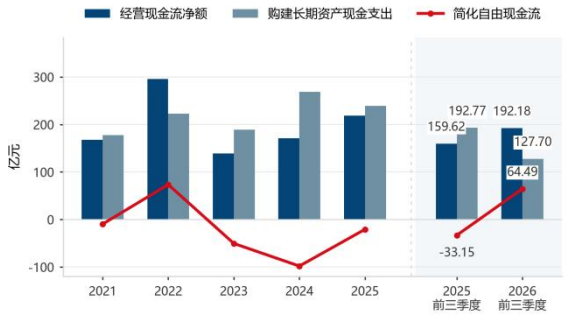
图3：龙源电力 2025Q3 与 2026Q3 发电量情况对比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

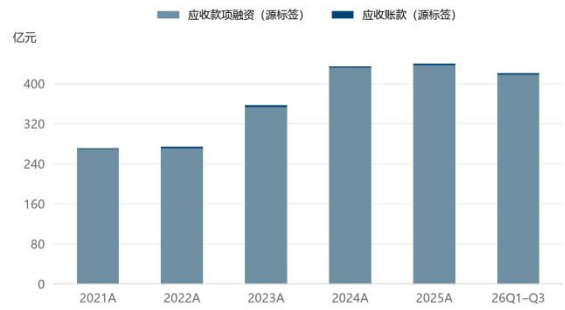
经营现金流增长两成，资本开支下降推动简化自由现金流转正。2026 年前三季度公司经营现金流净额 192.18 亿元，同比增长 20.40%。销售收现同比增加 25.35 亿元，经营现金流出减少 8.06 亿元，支出减少主要来自其他经营支出和税费支出下降。购建长期资产现金支出同比下降 33.76%至 127.70 亿元，简化自由现金流由上年同期净流出 33.15 亿元转为净流入 64.49 亿元。9 月末应收账款 3.05 亿元、应收款项融资 417.77 亿元，两项合计较年初减少 19.48 亿元，主要来自应收款项融资余额下降。

图4：龙源电力 OCF、CAPEX、FCFF 情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：龙源电力应收账款及应收款项融资情况



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。

经营假设方面，结合前三季度风电利用小时同比减少 132 小时，我们下调全年及后续年度的利用小时假设。2026 年风电利用小时由 1,952 小时下调至 1,750 小时，2027—2030 年由 1,952 小时下调至 1,800 小时。2026—2030 年光伏利用小时由约 1,035 小时下调至 1,000 小时。沿用原装机及电价假设，2026 年风电上网电量由 629.42 亿千瓦时下调至 564.28 亿千瓦时，光伏由 153.96 亿千瓦时下调至 148.81 亿千瓦时。

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 32.25/42.15/44.97 亿元（原值为 48.85/55.30/58.93 亿元），同比增速-28.7%/30.7%/6.7%，当前股价对应 PE=39/30/28x，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	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	25A	26E	
龙源电力	001289.SZ	14.73	1231	0.54	0.39	0.50	0.54	27.21	38.19	29.21	27.38	6.11	-1.33	优于大市
可比公司														
华电新能	600930.SH	3.95	1648	0.18	0.15	0.16	0.17	21.94	26.89	24.69	23.43	5.99	-1.46	无
三峡能源	600905.SH	3.41	975	0.13	0.11	0.13	0.14	26.27	31.46	26.48	23.78	4.24	-1.91	优于大市
节能风电	601016.SH	3.05	200	0.11	0.10	0.12	0.15	28.77	30.14	24.80	20.75	3.91	-6.66	无
均值									**29**	**25**	**23**			

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 2026.11.9）

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3283	2158	3440	2961	2853
应收款项	1853	1984	1955	2098	2196
存货净额	428	400	422	448	447
其他流动资产	46076	46216	45559	48888	51168
流动资产合计	**51833**	**50944**	**51581**	**54620**	**56913**
固定资产	181653	189486	196009	199210	203974
无形资产及其他	6023	5888	5347	4854	4405
投资性房地产	11371	12690	12690	12690	12690
长期股权投资	6226	6253	7071	7430	7832
资产总计	**257106**	**265261**	**272698**	**278803**	**285813**
短期借款及交易性金融负债	37331	37237	55170	51665	51774
应付款项	18393	15150	15972	16960	16945
其他流动负债	17071	28606	30040	31917	31976
流动负债合计	**72795**	**80993**	**101183**	**100542**	**100694**
长期借款及应付债券	95172	92187	76070	78573	81076
其他长期负债	3030	3349	3977	4641	5178
长期负债合计	**98202**	**95536**	**80047**	**83215**	**86255**
负债合计	**170997**	**176530**	**181230**	**183756**	**186949**
少数股东权益	12904	13728	14208	14836	15506
股东权益	73205	75003	77261	80211	83359
负债和股东权益总计	**257106**	**265261**	**272698**	**278803**	**285813**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.76	0.54	0.39	0.50	0.54
每股红利	0.23	0.16	0.12	0.15	0.16
每股净资产	8.76	8.97	9.24	9.59	9.97
ROIC	5.28%	3.54%	3%	3%	3%
ROE	8.67%	6.03%	4.17%	5.26%	5.39%
毛利率	38%	35%	29%	30%	31%
EBIT Margin	37%	34%	29%	29%	30%
EBITDA Margin	66%	76%	75%	74%	75%
收入增长	-2%	-18%	-1%	7%	5%
净利润增长率	2%	-29%	-29%	31%	7%
资产负债率	72%	72%	72%	71%	71%
股息率	1.5%	1.1%	0.8%	1.0%	1.1%
P/E	19.7	27.6	38.8	29.6	27.8
P/B	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.1	13.0	13.8	13.0	12.4

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**37070**	**30253**	**29823**	**32002**	**33495**
营业成本	23149	19728	21072	22413	23273
营业税金及附加	340	342	337	362	378
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	1117	1069	1055	1015	974
财务费用	3497	3449	3594	3562	3600
投资收益	912	161	161	211	211
资产减值及公允价值变动	(964)	(113)	(116)	(119)	(122)
其他收入	1221	1269	1131	1760	1586
营业利润	10136	6982	4941	6502	6945
营业外净收支	97	137	137	137	137
利润总额	10233	7119	5079	6639	7082
所得税费用	**1952**	**1631**	**1168**	**1527**	**1629**
少数股东损益	1935	962	686	897	957
归属于母公司净利润	6345	4526	3225	4215	4497

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	6345	4526	3225	4215	4497
资产减值准备	(1173)	(850)	3	2	3
折旧摊销	10612	12763	13668	14446	15264
公允价值变动损失	(1173)	(850)	3	2	3
财务费用	3497	3449	3594	3562	3600
营运资本变动	(1351)	7981	2994	(634)	(2335)
其它	624	(1738)	3910	3976	4056
经营活动现金流	**13884**	**21833**	**23803**	**22008**	**21487**
资本开支	(18930)	(23909)	(19727)	(17155)	(19581)
其它投资现金流	266	7	(19)	(20)	(23)
投资活动现金流	**(21434)**	**(23581)**	**(20564)**	**(17535)**	**(20006)**
权益性融资	202	53	0	0	0
负债净变化	10486	(16117)	(16117)	2503	2503
支付股利、利息	(1904)	(1358)	(967)	(1265)	(1349)
其它融资现金流	(25416)	8017	17932	(3505)	109
融资活动现金流	**(6265)**	**758**	**(1957)**	**(4953)**	**(1589)**
现金净变动	**(1596)**	**(1125)**	**1282**	**(480)**	**(108)**
货币资金的期初余额	4879	3283	2158	3440	2961
货币资金的期末余额	3283	2158	3440	2961	2853
企业自由现金流	0	4810	3546	3856	998
权益自由现金流	0	(3290)	2594	112	837

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±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±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