

龙源电力（001289.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月27日

基本信息	估值结果	四维评级
所属行业 公用事业及金融	价值 974.00亿	成长空间 ★★★★★
当前股价 17.6	DDM估值 上行空间 -34%	盈利趋势 ★★★★★
总市值 1471.33亿	状态 高估	产业格局 ★★★★★
PE-TTM 24.97	价值 932.09亿	护城河 ★★★★★
PB-MRQ 1.97	动态估值 上行空间 -37%	
	状态 高估	

核心评级结论

龙源电力是国家能源集团控股的开发运营新能源为主的大型综合性发电集团，是中国乃至全球最大风电运营商，技改、自建及集团注入多元驱动装机增长。

公司成长空间中等，主要因我国能源转型背景下，公司未来风光装机规模仍有较大增长空间，虽然最近两年新增装机规模有所放缓，但不影响公司长期成长性。公司盈利趋势承压，主要系过去两年随着风光上网电价下滑，公司盈利整体下滑，我们认为中短期内此趋势具有一定的延续性。公司产业格局较好，主要系我国风光新能源建设，特别是风电建设主要有国央企主导，且风光上网电价一定程度上由国家调控。公司护城河中等，主要系公司背靠国家能源集团，具有一定的资源优势，比如融资成本优势、国家政策倾斜，且未来衰退的可能性较低。

我们基于公司未来新增装机规模维持合理增长，上网电价和盈利能力小幅下滑的合理假设下，公司现在估值处于高估状态。

我们区别于市场的观点

龙源电力作为风电运营龙头，近几年逐步大力布局光伏发电领域，市场普遍认为在能源转型的大背景下，公司未来业绩成长存在较大提升空间，因此给予了过高的市场估值，我们认为虽然风光发电未来仍有提升空间，但高增长阶段已经过去，且未来随着风光占比的提升，新能源上网电价全面市场化，未来公司上网电价存在一定的下行压力，因此我们对公司未来的盈利能力保持相对谨慎。

风险提示

若未来风光新增装机规模低于预期，或导致盈利预测模型偏乐观；未来风光市场化交易持续推进，公司上网电价存在超预期下滑风险；集团公司承诺注入资产，未来注入效果不及预期风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发强度	4
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	7
6.1 核心假设及逻辑	7
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	7
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	8
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

龙源电力是中国最早开发风电的专业化公司，深耕行业二十余载，隶属于国家能源集团。公司作为风电开发和运营行业的先行者，不断引领行业发展和技术进步，截至2024年底，公司控股总装机容量41.1GW，其中风电装机容量30.4GW、占比约73.9%。此外，公司还拥有光伏、生物质、潮汐和地热等可再生能源项目，业务广泛分布在全国32个省区及加拿大、南非、乌克兰等国家。

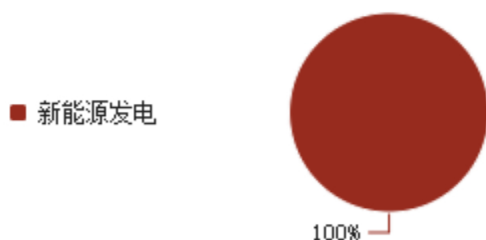
2. 业务介绍

对于龙源电力公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

新能源发电：

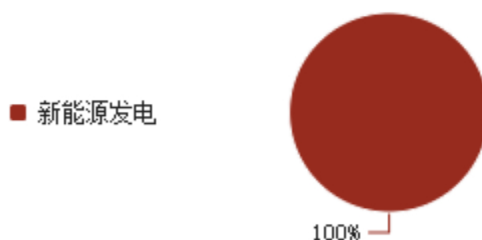
以风电为核心业务，涵盖光伏、生物质能、潮汐能等可再生能源发电，以及综合能源服务和储能项目，公司新能源装机占比超90%，连续十年蝉联全球最大风电运营商。我们对公司业务的市场界定为中国境内的风光发电行业。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司作为新能源发电运营商，在风光电站建设前期需要投入大额资本开支，电站正式投产运营后，通过发电上网实现投资回报，整体来说具有重资产、轻运营属性。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

风光发电属于典型的重资产行业，截至2024年末公司固定资产1564亿元，在建工程252亿元，占总资产比例超过70%，2024年公司总资产周转率仅为0.15次，处于较低水平，说明公司是高资产强度型企业。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

风光电站的投资、建设及运营处于技术相对成熟业务，公司涉及的研发环节较少，不需要支出大额研发成本，2024年公司研发费用率仅为0.56%，处于市场较低水平，说明公司研发强度较低。

3.3 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司的新能源发电业务下游主要为国家电网，公司电站发出的绿电直接并入国家电网实现即时上网，公司销售费用占比极低，因此公司属于低营销强度型企业。

3.4 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

2024年公司前五名客户合计销售金额占年度销售总额的比例为35.2%，主要客户为国网江苏省电力有限公司、国网福建省电力有限公司、国网甘肃省电力公司，整体来说客户集中度处于市场中等水平。

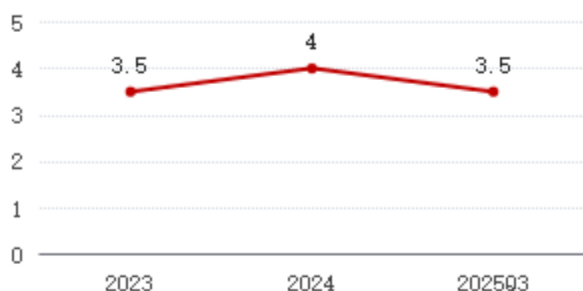
4. 历史经营绩效

近几年公司整体盈利能力良好，成长能力有所走低，业务控制力尚可，但股东回报情况一般。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司整体盈利能力良好，2024年有所提升，主要系公司战略更聚焦于新能源发电，剥离火电业务，使得公司各项毛利率、净利率均有所提升，盈利能力星级走高。2025年上半年公司净资产收益率为4.51%，虽然存在下滑，但整体依旧处于市场中上游水平。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



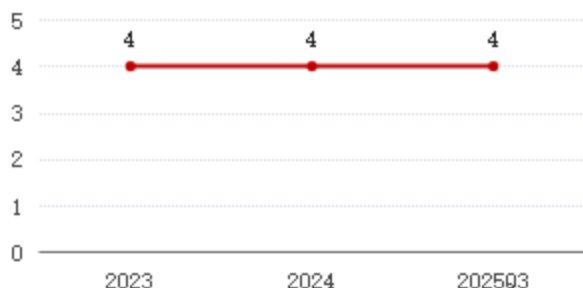
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力持续低位，主要系2024年下半年公司剥离火电业务导致公司收入下滑，2025年上半年公司收入、利润双双下滑，一是受2024年处置所属火电子公司的影响，二是2025年上半年公司平价风电项目增加、参与市场化交易规模扩大等使得风电业务分部平均电价下降，因此2025年上半年公司成长星级进一步下调。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



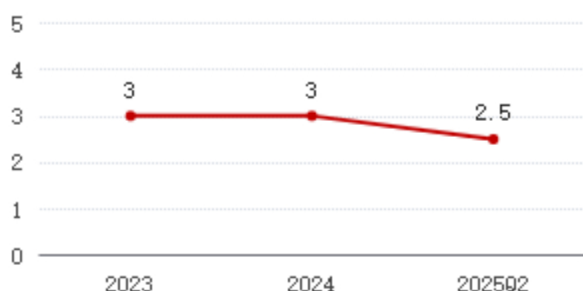
数据来源：公司财报，壹评级

公司整体业务控制力星级较好，主要系公司现金流较好，经营现金流净额大于净利润，说明盈利质量较高；但公司电价收入中存在大额补贴拖欠，导致应收账款规模较大，在产业链中话语权偏弱。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

过去几年公司存在大额资产开支，主要系公司新建风光电站前期需要大额资本投入，因此公司整体分红率较低，2024年分红率维持在20%左右，从股息率角度看吸引力有限，因此股东回报星级一般。

5. 四维评级

公司成长空间中等，盈利趋势承压，护城河星级中等，但产业格局较好。

5.1 成长空间

★★★★☆

能源转型大背景下，公司装机规模存在较大提升空间，整体成长空间中等。

新能源发电(3星)：

2025年公司规划新增装机规模为5GW，而2024年公司实际新增装机规模为7.48GW，可见公司新增装机规模存在放缓迹象，但未来随着能源转型大背景，公司风光装机规模存在进一步提升空间，因此公司整体成长空间中等。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司风光上网电价存在下滑趋势，预计公司盈利能力大概率持续走弱，盈利趋势承压。

新能源发电(2星)：

过去几年我国风光装机规模大幅增长，公司上网电价存在下行趋势，风电上网电价下跌幅度相对较小，但光伏上网电价下跌幅度较大，拖累公司毛利率持续走低，未来新能源上网市场化，未来上网电价存在下行压力，盈利趋势承压。

5.3 产业格局

★★★★☆

我国风光新能源建设，特别是风电建设主要有国央企主导，且风光上网电价一定程度上由国家管控，产业格局较好。

新能源发电(3.5星)：

风光发电行业涉及能源转型且大型风光基地前期投资较大，因此我国风光发电行业大部分由国央企垄断开发，特别是风电和集中式光伏，具有一定的资源属性，而龙源电力作为风电龙头，市占率排名第一，因此公司产业格局较好。

5.4 护城河

★★★★☆

龙源电力背靠国家能源集团，风电市占率在国内排名第一，具有一定的资源优势，护城河星级中等。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
新能源发电	(3星) 龙源电力作为我国风力发电龙头，经壹评级调整后2024年公司净资产收益率约为10%左右，具有一定的超额收益率，且公司风电装机规模排名第一，业务控制力较好，综合判断公司护城河宽度星级3颗星。	(3星) 龙源电力护城河主要系股东背景资源优势，龙源电力控股股东为国家能源集团，国家能源集团作为五大六小发电集团的龙头，在融资成本和风光资源上能够给予龙源电力更多资源倾斜，该优势未来大幅衰减的可能性不大，因此护城河持续性3颗星。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们基于ddm和动态估值方法对公司估值进行测算，公司现在估值处于高估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为新能源发电，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

1) 装机规模：考虑到2024年公司新增装机规模有所放缓，2025年上半年新能源新增装机为2.05GW，我们假设未来2年公司每年新增装机规模为4GW；

2) 利用小时数：考虑到公司历史风电利用小时数均值在2200小时左右，2025年参考半年报数据，风电利用小时数有所下降，2027年之后回归到2200小时，光伏利用小时数逐步提升至1100小时；

3) 上网电价：鉴于新增风电平价项目陆续投产，我们假设公司未来上网电价仍有下降空间，其中风电上网电价逐步下降至0.44元/千瓦时，光伏上网电价逐步下降到0.28元/千瓦时；

盈利能力假设：

1) 毛利率：受上网电价持续下行影响，2025年新能源发电业务毛利率面临下行压力，我们预测2026年后公司毛利率维持在38%左右；

2) 费用情况：鉴于销售费用率、研发费用率、管理费用率占比较低，我们假设未来维持2024年水平；财务费用方面，我们假设未来低利率环境有望持续，有息负债率亦维持2024年水平。

表2：公司整体业绩预测

龙源电力	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	398.6	376.4	370.7	340.0	379.9	408.7	455.0	501.3
归母净利润(亿)	51.1	62.5	63.5	66.1	69.0	74.5	82.0	90.5
归母净利润增速(%)	-20.2	22.2	1.6	4.2	4.4	8.0	10.0	10.3
经营性净利润(亿)	67.4	66.5	74.7	78.0	81.5	88.1	97.2	107.5
经营性净利润增速(%)	-11.1	-1.3	12.4	4.4	4.5	8.2	10.3	10.6
经营性归母净利润(亿)	56.5	61.7	57.3	64.0	66.8	72.3	79.7	88.1
经营性归母净利润增速(%)	-15.4	9.1	-7.2	11.7	4.5	8.2	10.3	10.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

新能源发电	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	398.6	376.4	370.7	340.0	379.9	408.7	455.0	501.3
收入增速(%)	7.1	-5.6	-1.5	-8.3	11.7	7.6	11.3	10.2
经营性净利润(亿)	67.4	66.5	74.7	78.0	81.5	88.1	97.2	107.5
经营性净利率(%)	16.9	17.7	20.2	22.9	21.4	21.6	21.4	21.4
经营性净利润增速(%)	-11.1	-1.3	12.4	4.4	4.5	8.2	10.3	10.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
新能源发电	8.7%	中等-	较好	较强	7.5%	13.85	103.2
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
新能源发电(亿)	57.8	1070.3	1128.1	-	216.0	20.0	932.1
公司整体测算(亿)	57.8	1070.3	1128.1	-	216.0	20.0	932.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
新能源发电(亿)	145.3	1018.7	1164.0	-	210.0	20.0	974.0
公司整体测算(亿)	145.3	1018.7	1164.0	-	210.0	20.0	974.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

龙源电力作为风电运营商龙头企业，最近几年积极布局光伏发电业务。我国新能源发电行业已经逐步进入成熟期，且公司每月发布经营数据，国家统计局每月发布行业发电数据，整体来说可跟踪性较强。虽然最近两年上网电价下滑导致公司盈利能力面临下行压力，但长期角度公司盈利能力相对来说波动性不大，因此我们认为公司估值确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。