

中国广核 (003816)

2025 年报点评: 电量稳增电价承压, 机制电价出台彰显核电基荷价值

2026 年 04 月 01 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002
renyx@dwzq.com.cn

买入 (维持)

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	78,945	75,697	81,691	87,789	92,938
同比 (%)	(4.37)	(4.11)	7.92	7.46	5.87
归母净利润 (百万元)	10,838	9,765	10,338	11,497	12,537
同比 (%)	1.06	(9.90)	5.87	11.21	9.05
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.21	0.19	0.20	0.23	0.25
P/E (现价&最新摊薄)	21.43	23.79	22.47	20.20	18.53

投资要点

- **事件:** 公司公告 2025 年年报, 公司实现营业收入 756.97 亿元, 同减 4.11%; 归母净利润 97.65 亿元, 同减 9.90%; 扣非归母净利润 91.13 亿元, 同减 15.13%; 加权平均 ROE 同降 0.65pct, 至 9.11%。
- **电价承压核电板块毛利下滑。** 2025 年公司实现营收 756.97 亿元, 同减 4.11%, 实现毛利润 242.18 亿元, 同减 18%, 毛利率 31.99%, 同比下降 -5.4pct。分业务来看, 2025 年, 1) **核电板块:** 实现营业收入 617.57 亿元, 同比-6.33%, 毛利润 231.55 亿元, 同比-19.45%, 毛利率 37.49%, 同比-6.11pct; 2) **建筑安装和设计服务:** 实现营业收入 113.41 亿元, 同比-0.39%, 毛利润 2.49 亿元, 同比+46.70%, 毛利率 2.20%, 同比+0.63pct。3) 提供劳务、商品销售和其他业务分别贡献毛利润 5.2 亿元, 2.2 亿元和 0.7 亿元, 其他业务毛利占比不高较为稳定。
- **2025 年上网电量+2.36%, 大亚湾+防城港贡献明显。** 2025 年子公司/子公司及联营上网电量约为 1835/2326 亿千瓦时, 同比+2.51%/+2.36%, 2025 年第四季度, 子公司/子公司及联营上网电量约为 477.52/604.69 亿千瓦时, 同比-1.90%/0.12%。分公司来看, 2025 年, 大亚湾/岭澳/岭东/宁德/阳江/防城港/台山/红沿河核电上网电量同比变动 +11.58%/+2.70%/+1.73%/+0.53%/-0.40%/+10.64%/-3.49%/+1.82%。电量稳定增长, 大亚湾装机容量增加, 防城港核电 4 号机组于 2024 年 5 月 25 日投入商业运营, 电量贡献明显。
- **2025 年电价承压, 核电机组电价出台电价有望反转。** 2025 年综合上网电价 (不含税) 0.337 元/千瓦时 (同比-8.6%, 下跌 3.2 分/千瓦时), 度电成本 0.210 元/千瓦时 (同比+1.3%, 上涨 0.3 分/千瓦时), 度电毛利 0.126 元/千瓦时 (同比-21%, 下跌 3.4 分/千瓦时)。2025 年电力市场交易电价整体下行, 核电市场化电价承压。**2026 年辽宁省率先推出核电机组电价, 通过建立核电可持续发展价格结算机制, 推动核电机组平稳入市, 对纳入机制的电量开展差价结算, 红沿河 1-6 台核电机组平均机制电价执行 0.3798 元/千瓦时, 彰显基荷电源价值, 其他地区政策有望跟进, 核电电价迎反转。**
- **在手项目充沛, 即将进入加速投运阶段。** 截至 2025/12/31, 公司管理 28 台在运机组 (包含联营企业 6 台机组), 子公司及联营企业合计装机容量 31.8GW, 公司在建 16 台/19.4GW, 集团在建 4 台 4.8GW, 考虑在建全部投运装机弹性 76%。投产节奏来看 2026 至 2031 年分别投产 3/2/1/1/5/1, 考虑 2026 年新 FCD 和核准机组, 2031 年前投产规模有望更多。截至 2025/12/31, 苍南核电仍在集团体内, **集团资产加速注入。**
- **盈利预测与投资评级:** 考虑市场化电价影响与项目投产节奏, 我们上调 2026 年归母净利润预测从 100 亿元至 103 亿元, 维持 2027 年归母净利润预测 115 亿元, 预计 2028 年归母净利润 125 亿元, 对应 PE 为 22.5/20.2/18.5 倍 (2026/3/30), 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电力价格波动, 装机进度不及预期, 核电机组运行风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.61
一年最低/最高价	3.33/4.67
市净率(倍)	1.89
流通 A 股市值(百万元)	181,334.89
总市值(百万元)	232,799.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.44
资产负债率(% LF)	65.15
总股本(百万股)	50,498.74
流通 A 股(百万股)	39,335.12

相关研究

- 《中国广核(003816): 2025 三季度报点评: 单三季度业绩彰显韧性, 机组有序建设支撑长期成长》
2025-10-30
- 《中国广核(003816): 2025 中报点评: 电价影响业绩释放, 拟收购惠州核电增厚 EPS》
2025-08-31

中国广核三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	77,891	76,749	76,851	71,715	营业总收入	75,697	81,691	87,789	92,938
货币资金及交易性金融资产	20,827	17,148	13,902	6,038	营业成本(含金融类)	51,479	53,443	56,361	58,705
经营性应收款项	28,509	29,955	31,793	33,301	税金及附加	902	906	974	1,031
存货	22,422	23,257	24,508	25,509	销售费用	37	42	45	47
合同资产	2,368	2,555	2,746	2,907	管理费用	2,862	2,749	2,954	3,127
其他流动资产	3,766	3,834	3,902	3,960	研发费用	1,917	2,254	2,422	2,564
非流动资产	427,765	455,364	485,701	521,876	财务费用	4,523	5,722	6,268	6,709
长期股权投资	17,431	17,431	17,431	17,431	加:其他收益	2,042	1,307	1,317	1,301
固定资产及使用权资产	253,529	272,492	293,934	307,503	投资净收益	2,353	1,963	1,963	1,963
在建工程	113,931	121,807	129,982	151,907	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	8,624	9,384	10,104	10,784	减值损失	25	10	10	10
商誉	419	419	419	419	资产处置收益	23	0	0	0
长期待摊费用	690	690	690	690	营业利润	18,425	19,856	22,054	24,028
其他非流动资产	33,140	33,140	33,140	33,140	营业外净收支	177	(50)	(50)	(50)
资产总计	505,656	532,113	562,552	593,590	利润总额	18,603	19,806	22,004	23,978
流动负债	117,762	122,782	128,491	133,692	减:所得税	3,872	4,210	4,661	5,066
短期借款及一年内到期的非流动负债	73,134	76,134	79,134	82,134	净利润	14,731	15,596	17,343	18,913
经营性应付款项	26,924	27,951	29,478	30,703	减:少数股东损益	4,966	5,257	5,846	6,375
合同负债	6,395	6,902	7,417	7,852	归属母公司净利润	9,765	10,338	11,497	12,537
其他流动负债	11,309	11,796	12,463	13,003	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.19	0.20	0.23	0.25
非流动负债	211,680	221,680	234,180	246,680	EBIT	20,567	25,528	28,273	30,687
长期借款	190,203	200,203	210,203	220,203	EBITDA	34,161	42,701	49,535	55,637
应付债券	9,666	9,666	12,166	14,666	毛利率(%)	31.99	34.58	35.80	36.83
租赁负债	757	757	757	757	归母净利率(%)	12.90	12.66	13.10	13.49
其他非流动负债	11,053	11,053	11,053	11,053	收入增长率(%)	(4.11)	7.92	7.46	5.87
负债合计	329,442	344,462	362,671	380,372	归母净利润增长率(%)	(9.90)	5.87	11.21	9.05
归属母公司股东权益	123,188	129,368	135,752	142,714					
少数股东权益	53,026	58,283	64,129	70,505					
所有者权益合计	176,214	187,651	199,881	213,218					
负债和股东权益	505,656	532,113	562,552	593,590					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	29,971	36,571	42,641	48,399	每股净资产(元)	2.44	2.56	2.69	2.83
投资活动现金流	(32,336)	(42,858)	(49,686)	(59,211)	最新发行在外股份(百万股)	50,499	50,499	50,499	50,499
筹资活动现金流	6,677	2,170	3,799	2,949	ROIC(%)	3.76	4.35	4.56	4.69
现金净增加额	4,316	(4,113)	(3,246)	(7,864)	ROE-摊薄(%)	7.93	7.99	8.47	8.78
折旧和摊销	13,594	17,173	21,262	24,950	资产负债率(%)	65.15	64.73	64.47	64.08
资本开支	(33,429)	(44,822)	(51,650)	(61,175)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.79	22.47	20.20	18.53
营运资本变动	(738)	(506)	(629)	(516)	P/B(现价)	1.89	1.80	1.71	1.63

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>