

公司研究

25Q1 业绩稳定增长，装机容量有望持续扩张

——中国核电（601985.SH）2024 年年报暨 2025 年一季度报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季度报。2024 年，公司实现营收 772.72 亿元，同比+3.09%；归母净利润 87.77 亿元，同比-17.38%。2025 年一季度，公司实现营收 202.72 亿元，同比+12.70%；归母净利润 31.37 亿元，同比+2.55%。

24 年核电发电量同比稍有下降，绿电发电量同比大增。公司 2024 年累计商运发电量为 2163.49 亿千瓦时，同比+3.09%；上网电量为 2039.23 亿千瓦时，同比+3.28%。其中，核电发电量 1831.22 亿千瓦时，同比-1.80%；上网电量 1712.60 亿千瓦时，同比-1.83%。主要原因系维修次数增多及受台风影响：秦山大修安排同比增多，发电量同比-1.52%；海南核电受“摩羯”台风影响，配合电网线路检修降功率，发电量同比-7.85%；福清 4 号机组小修，发电量同比-6.74%。由于新能源在运装机规模增加，新能源发电量为 332.27 亿千瓦时（其中光伏发电量 180.69 亿千瓦时，同比+44.81%；风力发电量 151.58 亿千瓦时，同比+39.02%），同比+42.21%；新能源上网电量 326.63 亿千瓦时，同比+42.07%。25Q1 公司核电/新能源发电量分别为 494.82/102.60 亿千瓦时，同比+13.30%/+38.35%；总发电量为 597.42 亿千瓦时，同比+16.93%。

新能源电价下降显著，所得税费用大幅提升压制公司 24 年业绩。公司 24 年核电/风电/光伏上网电价（除税）分别为 0.367/0.344/0.395 元/千瓦时，同比+1.0%/-6.84%/-17.01%。新能源上网电价下降显著与其发电量大幅提升有所对冲，24 年核电/风电/光伏营收分别为 634.57/39.27/58.82 亿元，同比-0.85%/+29.51%/+20.08%。同期，由于计提增值税返还对应所得税费用，导致公司所得税费用同比增长 68.34%达 60.11 亿元，压制公司整体业绩。

在建机组持续扩容，未来增量显著。核电方面，公司 25-29 年核电机组投产规划为 1/2/4/3/2 台，总计 12 台；近期公司浙江三门 5、6 号机组予以核准，共计装机容量 243 万千瓦。新能源方面，公司控股新能源在建装机容量 1435.82 万千瓦（其中风电 237.17 万千瓦、光伏 1198.65 万千瓦），同比+47.60%，在运在建装机容量增速明显。公司核电及新能源在建装机容量持续扩容，为公司未来业绩提供动能。

盈利预测、估值与评级：2025 年年度长协电价“靴子”落地，各地区电价均有不同程度下行，因而我们下调公司 2025E-2026E 归母净利润至 104.39/112.64 亿元（前值为 122.49/134.31 亿元），并新增 27 年归母净利润预测为 133.64 亿元，折合 EPS 分别为 0.51/0.55/0.65 元，对应 PE 为 18/17/14 倍。考虑到公司核电及新能源发电装机持续扩张，未来增长确定性强，**维持公司“买入”评级。**

风险提示：宏观经济增速下行导致用电量增速不及预期、市场化电价边际下行、核电运营安全风险、项目建设进度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	74,957	77,272	86,285	92,623	103,265
营业收入增长率	5.15%	3.09%	11.66%	7.35%	11.49%
归母净利润（百万元）	10,624	8,777	10,439	11,264	13,364
归母净利润增长率	17.91%	-17.38%	18.93%	7.90%	18.65%
EPS（元）	0.56	0.46	0.51	0.55	0.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.68%	7.96%	8.87%	9.01%	9.96%
P/E	16	20	18	17	14
P/B	1.9	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30，23 年/24 年及以后股本分别为 188.83/205.68 亿股

买入（维持）

当前价：9.23 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebscn.com

分析师：宋黎超

执业证书编号：S0930523060001

021-52523817

songlichao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	205.68
总市值(亿元):	1898.43
一年最低/最高(元):	8.66/12.26
近 3 月换手率:	26.90%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.19	-3.09	-1.83
绝对	1.30	-3.62	2.91

资料来源：Wind

相关研报

24H1 业绩稳健，新增核准+投产进入高峰期助力公司成长提速——中国广核（003816.SZ）2024 年中报点评（2024-08-23）
一次性核准 11 台机组，核电复苏提速——核电板块动态跟踪报告（2024-08-20）
发展提速，核电彰显高景气度——碳中和深度报告（十三）（2024-05-22）
业绩水平维持稳健，业务体量持续扩张——中国核电（601985.SH）2024 年中报点评（2024-09-03）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	74,957	77,272	86,285	92,623	103,265
营业成本	41,510	44,116	48,147	51,811	58,809
折旧和摊销	16,356	17,698	20,701	24,052	27,259
税金及附加	1,032	1,077	1,122	1,204	1,342
销售费用	115	62	70	75	84
管理费用	3,828	4,027	4,271	4,539	5,008
研发费用	1,384	1,375	1,639	1,760	1,962
财务费用	7,302	6,844	7,893	7,650	5,848
投资收益	382	411	400	400	400
营业利润	22,646	22,382	26,351	28,764	33,709
利润总额	22,981	22,564	26,498	28,985	33,893
所得税	3,571	6,011	7,059	7,721	9,029
净利润	19,411	16,553	19,439	21,264	24,864
少数股东损益	8,787	7,776	9,000	10,000	11,500
归属母公司净利润	10,624	8,777	10,439	11,264	13,364
EPS(元)	0.56	0.46	0.51	0.55	0.65

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	43,126	40,721	43,359	50,508	53,083
净利润	10,624	8,777	10,439	11,264	13,364
折旧摊销	16,356	17,698	20,701	24,052	27,259
净营运资金增加	6,644	3,486	6,312	3,678	7,196
其他	9,502	10,759	5,907	11,515	5,263
投资活动产生现金流	-71,712	-94,945	-80,419	-79,783	-79,970
净资本支出	-66,974	-90,707	-80,206	-80,383	-80,376
长期投资变化	7,580	8,411	0	0	0
其他资产变化	-12,317	-12,648	-213	600	406
融资活动现金流	22,332	64,490	38,893	30,859	29,548
股本变化	23	1,685	0	0	0
债务净变化	56,334	67,035	49,807	42,397	39,648
无息负债变化	3,385	6,867	711	3,448	5,058
净现金流	-6,263	10,247	1,833	1,585	2,660

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	44.6%	42.9%	44.2%	44.1%	43.1%
EBITDA 率	62.0%	61.8%	63.0%	64.8%	64.3%
EBIT 率	40.0%	38.7%	39.0%	38.9%	37.9%
税前净利润率	30.7%	29.2%	30.7%	31.3%	32.8%
归母净利润率	14.2%	11.4%	12.1%	12.2%	12.9%
ROA	3.6%	2.5%	2.7%	2.7%	2.9%
ROE (摊薄)	11.7%	8.0%	8.9%	9.0%	10.0%
经营性 ROIC	5.3%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	70%	68%	69%	69%	69%
流动比率	0.70	0.83	0.91	1.04	1.27
速动比率	0.43	0.52	0.57	0.66	0.80
归母权益/有息债务	0.29	0.29	0.27	0.26	0.26
有形资产/有息债务	1.69	1.69	1.65	1.64	1.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	539,267	659,739	726,675	789,896	855,214
货币资金	9,774	19,738	21,571	23,156	25,816
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	21,365	24,651	25,885	27,787	30,979
应收票据	49	34	173	185	207
其他应收款 (合计)	1,790	2,093	2,589	2,779	3,098
存货	26,423	30,860	33,702	36,266	41,165
其他流动资产	3,685	3,808	4,259	4,575	5,108
流动资产合计	68,240	84,182	91,804	98,631	110,745
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	7,580	8,411	8,411	8,411	8,411
固定资产	276,921	299,227	365,248	423,679	475,933
在建工程	153,342	215,011	200,908	191,035	184,125
无形资产	2,736	6,162	6,195	6,226	6,256
商誉	5,611	5,771	5,771	5,771	5,771
其他非流动资产	14,757	27,869	27,869	27,869	27,869
非流动资产合计	471,027	575,557	634,871	691,265	744,469
总负债	376,469	450,371	500,889	546,734	591,441
短期借款	19,864	29,076	35,202	25,599	13,248
应付账款	20,216	25,082	26,481	28,496	32,345
应付票据	2,192	1,784	1,926	2,072	2,352
预收账款	8	7	0	0	0
其他流动负债	5,755	2,566	2,566	2,566	2,566
流动负债合计	97,598	101,743	101,279	94,826	87,392
长期借款	244,853	304,304	356,304	408,304	460,304
应付债券	8,402	14,964	14,964	14,964	14,964
其他非流动负债	6,652	6,890	6,890	6,890	6,890
非流动负债合计	278,871	348,628	399,610	451,908	504,049
股东权益	162,798	209,368	225,786	243,162	263,773
股本	18,883	20,568	20,568	20,568	20,568
公积金	32,997	46,650	47,694	48,820	50,157
未分配利润	37,750	41,658	48,032	54,282	62,057
归属母公司权益	90,950	110,217	117,635	125,011	134,122
少数股东权益	71,848	99,151	108,151	118,151	129,651

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.15%	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%
管理费用率	5.11%	5.21%	4.95%	4.90%	4.85%
财务费用率	9.74%	8.86%	9.15%	8.26%	5.66%
研发费用率	1.85%	1.78%	1.90%	1.90%	1.90%
所得税率	16%	27%	27%	27%	27%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.16	0.19	0.21	0.24
每股经营现金流	2.28	2.16	2.11	2.46	2.58
每股净资产	4.82	5.84	5.72	6.08	6.52
每股销售收入	3.97	4.09	4.20	4.50	5.02

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16	20	18	17	14
PB	1.9	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.6	15.9	15.2	14.8	14.3
股息率	2.1%	1.7%	2.0%	2.2%	2.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP