

中国核电（601985）

2024 年报&2025 一季报点评：所得税影响 24 年业绩，25Q1 核电业绩增长强劲

买入（维持）

2025 年 05 月 06 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

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	74,957	77,272	81,782	86,582	97,201
同比（%）	5.15	3.09	5.84	5.87	12.26
归母净利润（百万元）	10,624	8,777	10,044	10,398	11,591
同比（%）	17.91	(17.38)	14.43	3.52	11.48
EPS-最新摊薄（元/股）	0.52	0.43	0.49	0.51	0.56
P/E（现价&最新摊薄）	17.87	21.63	18.90	18.26	16.38

投资要点

■ **事件：**公司公告 2024 年报和 2025 年一季报。

■ **2024 年收入同增 3%，所得税影响业绩释放。**2024 年公司实现营业收入 772.72 亿元，同增 3.09%；归母净利润 87.77 亿元，同减 17.38%；扣非归母净利润 85.69 亿元，同减 17.57%。业绩主要受到计提增值税返还对应所得税费用所致，根据 2024 年年报相关税费已于期后完成缴纳，主要体现为一次性影响。

■ **核心聚焦核电，拓展风光新能源。**2024 年公司实现营业收入 772.72 亿元，同增 3.09%，实现毛利润 331.6 亿元，同减 0.9%，分业务来看，2024 年 **1）核电：**实现营业收入 629.2 亿元，同比-0.9%，毛利 261.4 亿元，同比-11.7%，毛利率 41.5%，同比-1.5pct；**2）光伏：**实现营业收入 70.6 亿元，同比+20.1%，毛利 38.5 亿元，同比+5.3%，毛利率 54.5%，同比-7.7pct；**3）风电：**实现营业收入 50.9 亿元，同比+29.5%，毛利 25.5 亿元，同比+14.8%，毛利率 50.1%，同比-6.4pct。

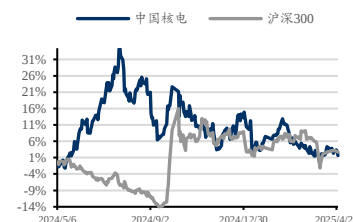
■ **2024 年电价稳定，成本略有上升。**2024 年公司核电综合上网电价（不含税）为 0.367 元/千瓦时（同比+1.0%，同增 0.004 元/千瓦时），核电度电成本为 0.215 元/千瓦时（同比+3.6%，同增 0.008 元/千瓦时），度电毛利为 0.153 元/千瓦时（同比-2.5%，同降 0.004 元/千瓦时）。

■ **福清 4 号恢复+漳州 1 号投产，25 年核电电量释放。**2024 年核电上网电量同比-1.8%，其中秦山一核/二核/三核/三门核电/江苏核电/海南核电/福清核电分别-3.6%/-0.9%/+1.0%/+0.8%/+3.0%/-8.2%/-6.8%，除大修天数安排导致机组电量在年度间波动外，2024 年电量主要受到福清 4 号机组小修影响，福清 4 号小修已于 2024 年 10 月结束，机组重新启动。此外，2025 年 1 月漳州 1 号机组正式投运，2025Q1 核电上网电量同比+13.4%，其中福清核电同比+32.9%，漳州核电上网 24 亿度（24 年同期未投产），**彰显基荷电源的稳定性和成长性，期待 25 年电量释放。**

■ **费控良好，财务费用同比下降。**2024 年公司期间费用同比减少 2.54%至 123.08 亿元，期间费用率下降 0.92pct 至 15.93%，其中研发费用同比减少 0.1 亿元，财务费用同比减少 4.6 亿元，销售费用同比减少 0.5 亿元，管理费用同比增加 2.0 亿元。**公司费用控制良好，财务费用持续下降。**

■ **资本开支加大支撑确定性成长。**2024 年，公司 **1）经营活动**现金流净额 407.21 亿元，同减 5.58%；**2）投资活动**现金流净额-949.45 亿元，同增加 32.4%；**3）筹资活动**现金流净额 644.9 亿元，同增 188.78%。截至 2024/12/31，公司控股核电在运机组 25 台，装机容量 2375 万千瓦。2025 年 4 月公司三门核电三期（5/6 号机组）再获核准，控股在建及核准待建机组提升至 20 台，规模成长弹性 80%。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.23
一年最低/最高价	8.66/12.29
市净率(倍)	1.69
流通 A 股市值(百万元)	174,292.72
总市值(百万元)	189,842.66

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.48
资产负债率(%，LF)	68.48
总股本(百万股)	20,568.00
流通 A 股(百万股)	18,883.28

相关研究

《中国核电(601985)：2024 三季报点评：三季度业绩环比+8%，福清 4 号小修完成四季度释放》

2024-10-30

《中国核电(601985)：2024 半年报点评：核电稳健，绿电优化盘活》

2024-09-02

- **25Q1 归母同增 2.6%，核电归母净利润同增 11.5%。**2025 年一季度公司实现营业收入 202.73 亿元，同比增长 12.7%；归母净利润 31.37 亿元，同比增长 2.55%；扣非归母净利润 31.33 亿元，同比增长 2.95%。分版块来看，1) **核电业务收入同增 10.46%，归母净利润同增 11.52%，稳健增长；**2) **新能源收入同增 24.64%，归母净利润同降 51.32%，**主要系新能源增收不增利，且新能源 2024 年发行两期类 REITS、市场化债转股稀释归母净利润，增资引战导致归母比例下降。**电量提升电价稳定，核电业绩 25Q1 增长强劲。**
- **核电项目充沛，行业龙头即将迎来加速投产。**截至 2024/12/31，公司控股核电在运机组 25 台，装机容量 2375 万千瓦。2025 年 4 月公司三门核电三期（5/6 号机组）再获核准，控股在建及核准待建机组提升至 20 台，规模成长弹性 80%。投运节奏来看，公司预计 2025-2029 年分别投运 2/2/5/2/1 台机组。核电常态化核准空间释放，在建项目即将进入加速投产期。
- **盈利预测与投资评级：**考虑市场化电价波动，我们将 2025-2026 年预测公司归母净利润从 117/127 亿元下调至 100/104 亿元，预计 2027 年归母净利润 116 亿元，2025-2027 年 PE 为 18.9/18.3/16.4 倍（2025/4/30）。公司 2025 至 2027 年计划投运 2 台/2 台/5 台核电机组，进入加速投产阶段，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。

中国核电三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	84,182	75,310	83,051	98,216	营业总收入	77,272	81,782	86,582	97,201
货币资金及交易性金融资产	19,738	6,540	10,541	17,251	营业成本(含金融类)	44,116	48,069	51,121	57,695
经营性应收款项	27,429	29,055	30,718	34,459	税金及附加	1,077	1,145	1,212	1,361
存货	30,860	33,426	35,360	39,759	销售费用	62	82	87	97
合同资产	199	211	223	251	管理费用	4,027	4,171	4,329	4,860
其他流动资产	5,956	6,078	6,208	6,496	研发费用	1,375	1,390	1,385	1,458
非流动资产	575,557	663,132	737,875	808,868	财务费用	6,844	7,818	8,735	9,768
长期股权投资	8,411	8,411	8,411	8,411	加:其他收益	2,753	2,944	3,117	3,499
固定资产及使用权资产	306,756	320,855	320,299	386,791	投资净收益	411	390	390	390
在建工程	215,766	287,366	362,166	366,166	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	6,162	6,662	7,162	7,662	减值损失	(564)	(260)	(260)	(260)
商誉	5,771	5,771	5,771	5,771	资产处置收益	11	0	0	0
长期待摊费用	1,168	1,168	1,168	1,168	营业利润	22,382	22,182	22,960	25,592
其他非流动资产	31,524	32,899	32,899	32,899	营业外净收支	182	200	200	200
资产总计	659,739	738,442	820,926	907,083	利润总额	22,564	22,382	23,160	25,792
流动负债	101,743	118,233	129,862	144,554	减:所得税	6,011	3,781	3,906	4,327
短期借款及一年内到期的非流动负债	60,395	73,643	82,643	91,643	净利润	16,553	18,601	19,255	21,465
经营性应付款项	26,874	29,282	31,141	35,145	减:少数股东损益	7,776	8,556	8,857	9,874
合同负债	433	458	485	545	归属母公司净利润	8,777	10,044	10,398	11,591
其他流动负债	14,041	14,849	15,593	17,221	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.43	0.49	0.51	0.56
非流动负债	348,628	392,116	443,716	493,716	EBIT	29,028	30,200	31,895	35,559
长期借款	304,304	344,304	394,304	444,304	EBITDA	47,338	54,800	57,952	65,367
应付债券	14,964	16,364	17,964	17,964	毛利率(%)	42.91	41.22	40.96	40.64
租赁负债	4,208	4,208	4,208	4,208	归母净利率(%)	11.36	12.28	12.01	11.92
其他非流动负债	25,153	27,240	27,240	27,240	收入增长率(%)	3.09	5.84	5.87	12.26
负债合计	450,371	510,348	573,578	638,270	归母净利润增长率(%)	(17.38)	14.43	3.52	11.48
归属母公司股东权益	110,217	120,386	130,784	142,375					
少数股东权益	99,151	107,707	116,564	126,438					
所有者权益合计	209,368	228,093	247,348	268,813					
负债和股东权益	659,739	738,442	820,926	907,083					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	40,721	49,109	52,448	57,961	每股净资产(元)	5.78	5.80	6.31	6.87
投资活动现金流	(94,945)	(111,415)	(100,210)	(100,210)	最新发行在外股份(百万股)	20,568	20,568	20,568	20,568
筹资活动现金流	64,490	49,276	51,763	48,959	ROIC(%)	3.97	3.98	3.75	3.76
现金净增加额	10,247	(13,030)	4,001	6,710	ROE-摊薄(%)	7.96	8.34	7.95	8.14
折旧和摊销	18,310	24,601	26,056	29,808	资产负债率(%)	68.27	69.11	69.87	70.37
资本开支	(90,707)	(110,603)	(100,600)	(100,600)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.63	18.90	18.26	16.38
营运资本变动	(1,334)	(1,345)	(1,370)	(3,022)	P/B(现价)	1.60	1.59	1.46	1.34

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>