

中国核电 (601985.SH)

优于大市

新能源持股比例下降及业绩承压，拟首次进行中期分红

核心观点

发电量持续增长，新能源业务业绩有所承压。2025年上半年公司营业收入409.73亿元，同比增长9.43%；实现归母净利润56.66亿元，同比减少3.66%。第二季度营业收入207.00亿元，同比增长6.41%，环比增长2.11%；实现归母净利润25.29亿元，同比减少10.40%，环比减少19.37%，主要系公司对中核汇能持股比例由70%下降至62.7074%及中核汇能归母净利润同比下降31.71%所致。2025年上半年累计发电量1217.76亿kWh，同比增长15.65%；累计上网电量1151.04亿kWh，同比增长15.92%。

机组有序建设，装机规模稳健增长。截止6月30日，公司核电控股在运装机26台，装机容量2500万kW，其中秦山二核2#机组由67万千瓦扩容至70.8万kW；控股在建及核准待建机组19台，装机容量2185.90万kW。8月10日，金七门1号机组FCD，预计2030年商运，公司在建装机达1513.8万kW，2025-2027年分别将投产1/2/4台机组。公司新能源控股在运装机容量3322.49万千瓦，包括风电1034.18万千瓦、光伏2288.31万千瓦，另控股独立储能电站165.10万千瓦；控股在建装机容量1044.75万千瓦，包括风电184.97万千瓦，光伏859.78万千瓦。上半年新能源控股在运装机容量增加362.87万千瓦，其中风电增加76.29万千瓦，光伏增加286.58万千瓦。

首次进行半年度利润分配。公司首次进行半年度利润分配，拟每股派发现金股利0.02元，股利支付率7.27%。

核能利用三步齐走，布局先进核电技术。三代核电方面，公司推动核能综合利用，田湾核能供汽项目“和气一号”累计供汽超300万吨；“和福一号”同位素品牌首批商用堆产同位素产品投放市场。控股股东中核集团在拥有“华龙一号”、“玲龙一号”、CAP1000、VVER、高温气冷堆等技术路线的基础上，完成了我国首台百万千瓦商用钠冷快堆CFR1000初步设计，具备上报审批条件；中国聚变能源有限公司同日挂牌成立，中国核电上市公司投资100亿元持股6.65%，集团持股50.35%。

风险提示：电价下调，用电量增速不及预期，政策不及预期，核安全风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司新能源业务盈利下降，参股中核汇能比例降低，预计2025-2027年归母净利润95.9/100.0/111.5亿元（原为103.8/113.6/127.1亿元），同比增速9%/4%/11%，对应当前股价PE为19/19/17X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	74,957	77,272	79,969	85,810	95,611
(+/-%)	5.2%	3.1%	3.5%	7.3%	11.4%
净利润(百万元)	10624	8777	9586	10000	11145
(+/-%)	17.9%	-17.4%	9%	4%	11%
每股收益(元)	0.56	0.43	0.47	0.49	0.54
EBIT Margin	39.0%	38.0%	38.9%	37.8%	37.4%
净资产收益率(ROE)	11.7%	8.0%	8.3%	8.2%	8.7%
市盈率(PE)	16.1	21.2	19.4	18.6	16.7
EV/EBITDA	12.0	13.5	12.8	12.9	12.4
市净率(PB)	1.87	1.69	1.60	1.53	1.45

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

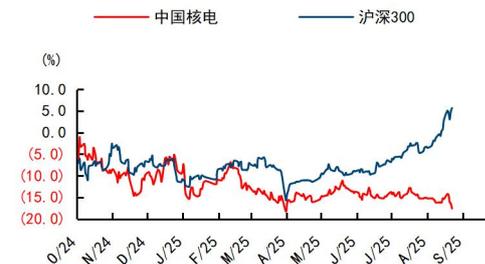
公用事业·电力

证券分析师: 黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002	证券分析师: 郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003
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	8.91元
总市值/流通市值	183261/168250百万元
52周最高价/最低价	12.18/8.66元
近3个月日均成交额	889.54百万元

市场走势



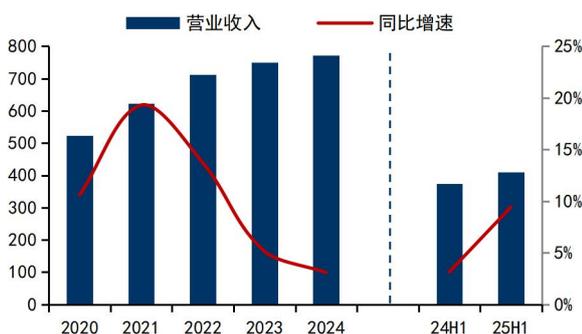
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国核电(601985.SH)-所得税增加和电价下降压制业绩增长,三门核电三期获核准》——2025-05-07
- 《中国核电(601985.SH)-电量波动及电价降低导致业绩有所下滑,漳州1号机组获批募料》——2024-11-06
- 《中国核电(601985.SH)-高温气冷堆获核准,拓展核能新生态》——2024-08-31
- 《中国核电(601985.SH)-24H1上网电量993亿kWh(+4.68%),拟定向增发16.4亿股募集140亿元》——2024-07-12
- 《中国核电(601985.SH)-新能源业务带动业绩增长,核电投产期临近》——2024-05-07

发电量持续增长，新能源业务业绩有所承压。2025年上半年公司营业收入409.73亿元，同比增长9.43%；实现归母净利润56.66亿元，同比减少3.66%。第二季度营业收入207.00亿元，同比增长6.41%，环比增长2.11%；实现归母净利润25.29亿元，同比减少10.40%，环比减少19.37%，主要系公司对中核汇能持股比例由70%下降至62.7074%及中核汇能归母净利润同比下降31.71%所致。公司2025年上半年累计发电量1217.76亿kWh，同比增长15.65%；累计上网电量1151.04亿kWh，同比增长15.92%。二季度单季发电量620.34亿kWh，同比增长14.44%，环比增长3.84%；上网电量586.55亿kWh，同比增长14.74%，环比增长3.91%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



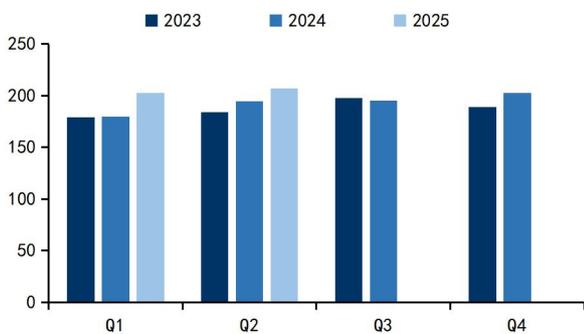
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



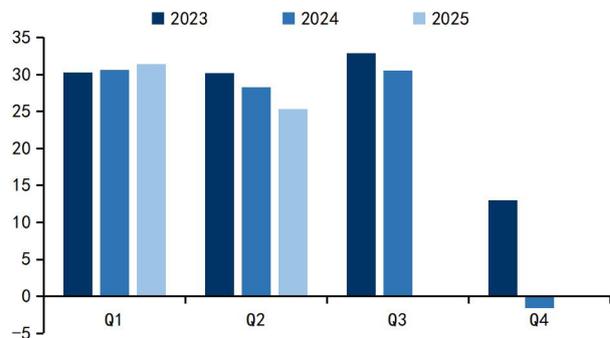
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（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4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



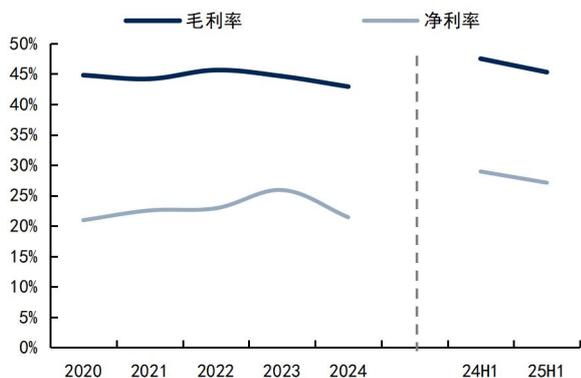
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电价下行拖累盈利能力有所减弱，费用率持续优化。2025年上半年，公司江苏、福建、海南核电及新能源发电电价下降，盈利能力有所减弱，毛利率为45.29%，同比下降2.22pct；净利率为27.10%，同比下降1.85pct。公司销售费用率为0.10%，同比提高0.01pct；管理费用率4.39%，同比提高0.29pct，随着新核电机组投运和新能源装机规模增加，计入当期的管理费用随之增加；公司随着运营机组贷款规模同比减少和资金精益化管理，利息支出同比减少，财务费用率为8.55%，同比降低0.71pct；研发费用率1.08%，同比降低0.10pct；公司费用率合计14.12%，同比降低0.51pct。

ROE 同比下降，融资性现金流大幅增加。2025年上半年公司ROE为5.07%，同比下降1.29pct，除净利率下降影响外，公司资产周转率为0.06次，同比降低0.01次；权益乘数为6.15，同比降低0.03。公司经营性现金净流入187.24亿元，同

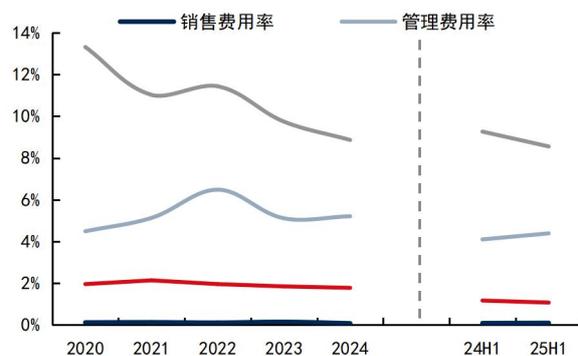
比减少 4.33%，主要系发电收到售电款增加低于购买商品、接受劳务和支付税费现金流增加所致；投资性现金净流出 437.1 亿元，同比增加 5.61%，主要系核电机组基建投入增加所致，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 429.98 亿元，同比增长 8.19%；融资性现金净流入 369.36 亿元，同比减少 3.60%，主要系根据新能源发展策略，本期筹资净流入小于上年同期所致。

图5：公司毛利率、净利率情况



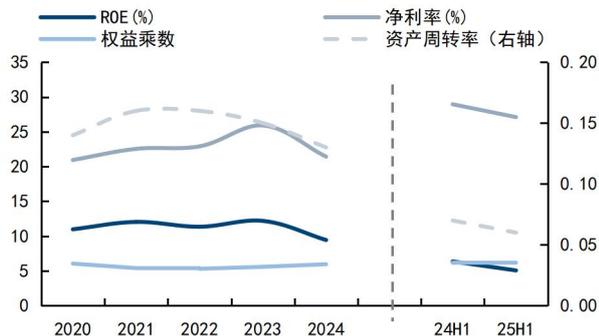
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



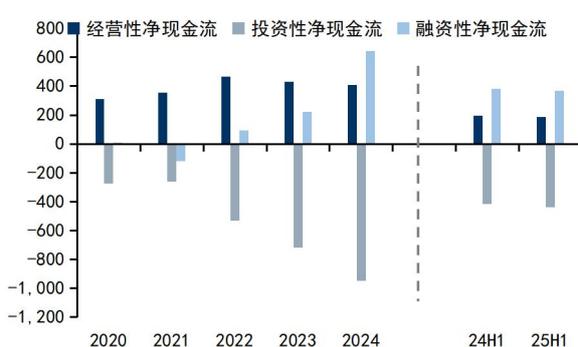
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

机组有序建设，装机规模稳健增长。截止 6 月 30 日，公司核电控股在运装机 26 台，装机容量 2500 万 kW，其中秦山二核 2#机组由 67 万千瓦扩容至 70.8 万 kW；控股在建及核准待建机组 19 台，装机容量 2185.90 万 kW。8 月 10 日，金七门 1 号机组 FCD，预计 2030 年商运，公司在建装机达 1513.8 万 kW，2025-2027 年分别将投产 1/2/4 台机组。公司新能源控股在运装机容量 3322.49 万千瓦，包括风电 1034.18 万千瓦、光伏 2288.31 万千瓦，另控股独立储能电站 165.10 万千瓦；控股在建装机容量 1044.75 万千瓦，包括风电 184.97 万千瓦，光伏 859.78 万千瓦。上半年新能源控股在运装机容量增加 362.87 万千瓦，其中风电增加 76.29 万千瓦，光伏增加 286.58 万千瓦。

首次进行半年度利润分配。公司首次进行半年度利润分配，拟每股派发现金股利 0.02 元，股利支付率 7.27%。

核能利用三步齐走，布局先进核电技术。三代核电方面，公司推动核能综合利用，田湾核能供汽项目“和气一号”累计供汽超 300 万吨；“和福一号”同位素品牌

首批商用堆产同位素产品投放市场。控股股东中核集团在拥有“华龙一号”、“玲龙一号”、CAP1000、VVER、高温气冷堆等技术路线的基础上，完成了我国首台百万千瓦商用钠冷快堆 CFR1000 初步设计，具备上报审批条件；中国聚变能源有限公司同日挂牌成立，中国核电上市公司投资 100 亿元持股 6.65%，集团持股 50.35%。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司新能源业务盈利下降，参股中核汇能比例降低，预计 2025-2027 年归母净利润 95.9/100.0/111.5 亿元（原为 103.8/113.6/127.1 亿元），同比增速 9%/4%/11%，对应当前股价 PE 为 19/19/17X，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)	(25E)	
003816.SZ	中国广核	3.82	1929	0.21	0.21	0.22	0.24	18.2	17.4	15.9	18.2	9.05%	7.73	优于大市
600900.SH	长江电力	27.96	6,819	1.33	1.41	1.49	1.53	22.3	19.8	18.8	18.3	15.45%	3.35	优于大市
600025.SH	华能水电	9.16	1,647	0.46	0.50	0.53	0.55	20.6	18.2	17.3	16.7	11.27%	2.02	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 华能水电为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9774	19738	10000	10000	10000	营业收入	74957	77272	79969	85810	95611
应收款项	23203	26777	24427	26211	29205	营业成本	41510	44116	45655	49714	55438
存货净额	26423	30860	28085	30211	33949	营业税金及附加	1032	1077	1064	1142	1273
其他流动资产	8784	6751	7763	8330	9281	销售费用	115	62	92	98	109
流动资产合计	68240	84182	70363	74894	82661	管理费用	3828	4027	4245	4537	5027
固定资产	430497	515003	555008	608507	659440	研发费用	1384	1375	800	858	956
无形资产及其他	2736	6162	5915	5669	5422	财务费用	7302	6844	8607	9209	9999
投资性房地产	30214	45982	45982	45982	45982	投资收益	382	411	411	411	411
长期股权投资	7580	8411	9600	10790	11979	资产减值及公允价值变动	(208)	(499)	(578)	(635)	(695)
资产总计	539267	659739	686869	745842	805485	其他收入	1301	1323	2174	2115	2017
短期借款及交易性金融负债	59373	60395	90880	132452	171781	营业利润	22646	22382	22312	23001	25497
应付款项	22408	26866	23858	25584	28660	营业外净收支	335	182	147	147	147
其他流动负债	15818	14482	15426	16589	18620	利润总额	22981	22564	22459	23148	25644
流动负债合计	97598	101743	130163	174625	219061	所得税费用	3571	6011	3930	3819	4103
长期借款及应付债券	253255	319268	306903	309876	312262	少数股东损益	8787	7776	8943	9329	10397
其他长期负债	25616	29361	29688	30015	30343	归属于母公司净利润	10624	8777	9586	10000	11145
长期负债合计	278871	348628	336591	339891	342605	现金流量表 (百万元)					
负债合计	376469	450371	466754	514516	561665	净利润	10624	8777	9586	10000	11145
少数股东权益	71848	99151	104338	109748	115779	资产减值准备	(164)	415	(70)	42	44
股东权益	90950	110217	115777	121577	128041	折旧摊销	16356	17698	19979	22071	24335
负债和股东权益总计	539267	659739	686869	745842	805485	公允价值变动损失	208	499	578	635	695
关键财务与估值指标						财务费用	7302	6844	8607	9209	9999
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(15268)	(14473)	2306	(1219)	(2204)
每股收益	0.56	0.43	0.47	0.49	0.54	其它	5827	4081	5257	5369	5986
每股红利	0.20	0.18	0.20	0.20	0.23	经营活动现金流	17583	16997	37636	36898	40001
每股净资产	4.82	5.36	5.63	5.91	6.23	资本开支	(75676)	(101746)	(60246)	(76001)	(75761)
ROIC	3.91%	2.82%	3%	3%	3%	其它投资现金流	(0)	2	(33)	(53)	(85)
ROE	11.68%	7.96%	8%	8%	9%	投资活动现金流	(77572)	(102575)	(61468)	(77243)	(77035)
毛利率	45%	43%	43%	42%	42%	权益性融资	(9)	40934	0	0	0
EBIT Margin	39%	38%	39%	38%	37%	负债净变化	36342	59451	(12664)	2473	1786
EBITDA Margin	61%	61%	64%	63%	63%	支付股利、利息	(3777)	(3702)	(4026)	(4200)	(4681)
收入增长	5%	3%	3%	7%	11%	其它融资现金流	(11520)	(56889)	30485	41572	39329
净利润增长率	18%	-17%	9%	4%	11%	融资活动现金流	53601	95542	14094	40345	37034
资产负债率	83%	83%	83%	84%	84%	现金净变动	(6388)	9964	(9738)	0	0
股息率	2.0%	2.0%	2.2%	2.3%	2.5%	货币资金的期初余额	16162	9774	19738	10000	10000
P/E	16.1	21.2	19.4	18.6	16.7	货币资金的期末余额	9774	19738	10000	10000	10000
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5	企业自由现金流	(49925)	(77006)	(12328)	(28079)	(23587)
EV/EBITDA	12.0	13.5	12.8	12.9	12.4	权益自由现金流	(25103)	(79531)	(1608)	8276	9128

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