

公司研究

惠州机组注入在即，营业成本上行叠加增值税返回大幅减少压制业绩

——中国广核（003816.SZ）2025 年中报点评

要点

事件：公司发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现营收 391.67 亿元，同比-0.53%；归母净利润 59.52 亿元，同比-16.30%。Q2 单季度，公司实现营收 191.39 亿元，同比-5.23%；归母净利润 29.26 亿元，同比-16.54%。

上网电量增长对冲上网电价下行影响，核电发电营收同比+0.93%。2025 年上半年，公司控股机组上网电量 892.65 亿千瓦时，同比+8.84%；主要增量来自于大亚湾核电站及防城港核电站。2025 年上半年，大亚湾核电站换料大修总时间少于 2024 年同期，其上网电量同比+39.78%，达 78.53 亿千瓦时；由于防城港 4 号机组于 2024 年 5 月 25 日投产，2025 年上半年上网电量同比+33.85%，达 155.22 亿千瓦时。但由于电力市场整体交易价格有所下降，2025 年上半年公司平均市场电价较 2024 年同期下降约 8.23%；电价下行对冲上网电量增长，公司上半年核电发电营收 306.58 亿元，同比+0.93%。同期，公司其他业务（建筑安装和设计服务、提供劳务等）营收有所下行，同比-5.48%；因此拉低公司整体营收水平。

营业成本大幅提升，压制公司盈利水平。25 年上半年，公司电力板块营业成本为 173.87 亿元，同比+11.66%；该板块对应毛利率为 43.29%，同比下降 5.44pct。叠加同期其他收益中增值税返还同比减少 5.75 亿元，达 3.48 亿元，对公司业绩有所压制。

核电机组发展有序，拟注入核电资产。8 月 27 日，公司与集团签订股权转让协议，拟向集团收购其持有的惠州核电（惠州 1、2 号机组）82%股权、惠州第二核电（惠州 3、4 号机组）100%股权、惠州第三核电（惠州 5、6 号机组）100%股权、湛江核电 100%股权。截至 25 年 6 月 30 日，公司共管理 20 台在建核电机组（包括本公司控股股东委托公司管理的 8 台机组），其中 3 台处于设备安装阶段，2 台处于调试阶段，4 台处于土建施工阶段，11 台处于 FCD 准备阶段。2025-2030 年间预计投产机组分别为 1/2/2/1/1/2 台，为公司机组持续扩张提供稳健增量。

盈利预测、估值与评级：公司营业成本大幅提升，叠加上网电价有所下行；我们下调公司 2025E-2027E 归母净利润预测至 98.11/102.34/109.71 亿元（前值为 107.57/117.33/120.10 亿元），折合 EPS 分别为 0.19/0.20/0.22 元，对应 PE 为 19/19/17 倍。基于公司核电机组持续扩张，我们维持公司“买入”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期、政策变化致项目核准进度不及预期、原材料价格上涨风险、核电上网电价超预期下行。

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）	82,549	86,804	86,681	88,724	91,851
营业收入增长率	-0.33%	5.16%	-0.14%	2.36%	3.53%
归母净利润（百万元）	10,725	10,814	9,811	10,234	10,971
归母净利润增长率	7.62%	0.83%	-9.27%	4.31%	7.20%
EPS（元）	0.21	0.21	0.19	0.20	0.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.47%	9.05%	7.88%	7.88%	8.07%
P/E	18	18	19	19	17
P/B	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-01

买入（维持）

当前价：3.78 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：宋黎超

执业证书编号：S0930523060001

021-52523817

songlichao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	504.99
总市值(亿元):	1908.85
一年最低/最高(元):	3.25/4.80
近 3 月换手率:	18.79%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.56	-11.60	-57.85
绝对	3.00	5.84	-19.30

资料来源：Wind

相关研报

业绩增长稳健，机组持续扩容——中国广核（003816.SZ）2024 年年报点评（2025-03-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	82,549	86,804	86,681	88,724	91,851
营业成本	52,858	57,266	59,959	60,961	63,038
折旧和摊销	11,893	13,115	13,425	14,210	14,978
税金及附加	875	935	867	887	919
销售费用	41	47	52	53	55
管理费用	2,664	2,679	2,600	2,662	2,756
研发费用	2,420	2,443	2,514	2,484	2,388
财务费用	5,666	5,133	4,888	5,032	5,091
投资收益	1,604	1,933	1,800	1,800	1,800
营业利润	20,594	21,974	19,332	20,214	21,234
利润总额	20,531	21,596	19,282	20,164	21,184
所得税	3,485	4,153	3,471	3,629	3,813
净利润	17,046	17,444	15,811	16,534	17,371
少数股东损益	6,321	6,630	6,000	6,300	6,400
归属母公司净利润	10,725	10,814	9,811	10,234	10,971
EPS(元)	0.21	0.21	0.19	0.20	0.22

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	33,120	38,016	33,405	35,205	37,444
净利润	10,725	10,814	9,811	10,234	10,971
折旧摊销	11,893	13,115	13,425	14,210	14,978
净营运资金增加	4,775	-3,984	340	-821	-1,179
其他	5,727	18,071	9,828	11,582	12,673
投资活动产生现金流	-12,513	-20,169	-26,077	-25,795	-25,770
净资本支出	-14,232	-19,594	-26,654	-26,500	-26,500
长期投资变化	14,494	15,636	-1,000	-1,000	-1,000
其他资产变化	-12,774	-16,211	1,577	1,705	1,730
融资活动现金流	-19,088	-17,973	-6,787	-9,001	-11,048
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,109	-3,652	2,906	641	-1,201
无息负债变化	-3,249	6,790	1,509	2,235	3,744
净现金流	1,540	-114	541	408	626

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	36.0%	34.0%	30.8%	31.3%	31.4%
EBITDA 率	45.2%	44.3%	41.4%	42.4%	43.0%
EBIT 率	30.7%	29.1%	25.9%	26.4%	26.7%
税前净利润率	24.9%	24.9%	22.2%	22.7%	23.1%
归母净利润率	13.0%	12.5%	11.3%	11.5%	11.9%
ROA	4.1%	4.1%	3.6%	3.6%	3.7%
ROE (摊薄)	9.5%	9.1%	7.9%	7.9%	8.1%
经营性 ROIC	6.1%	5.8%	5.1%	5.1%	5.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	60%	59%	58%	57%	56%
流动比率	0.94	0.90	0.85	0.81	0.80
速动比率	0.67	0.66	0.61	0.59	0.58
归母权益/有息债务	0.57	0.61	0.62	0.65	0.68
有形资产/有息债务	2.00	2.07	2.12	2.18	2.27

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	415,250	425,401	440,829	455,495	470,448
货币资金	15,740	16,795	17,336	17,745	18,370
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	11,827	9,198	9,185	9,401	9,733
应收票据	1	10	10	10	10
其他应收款 (合计)	73	718	732	758	790
存货	20,573	20,303	21,260	21,615	22,351
其他流动资产	2,553	2,297	2,305	2,182	1,994
流动资产合计	72,787	75,491	77,103	78,884	81,245
其他权益工具	558	662	662	662	662
长期股权投资	14,494	15,636	16,636	17,636	18,636
固定资产	246,684	261,803	274,567	285,934	296,043
在建工程	56,324	44,947	41,958	39,566	37,653
无形资产	5,446	6,109	5,973	5,851	5,741
商誉	419	419	414	414	414
其他非流动资产	7,120	7,116	7,116	7,116	7,116
非流动资产合计	342,463	349,909	363,726	376,611	389,203
总负债	249,946	253,084	257,499	260,374	262,917
短期借款	14,255	17,181	23,087	26,727	28,526
应付账款	23,437	20,188	21,137	21,490	22,223
应付票据	6,833	6,665	6,978	7,095	7,336
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	152	2,713	2,638	3,867	5,749
流动负债合计	77,388	83,479	91,053	96,796	102,134
长期借款	159,268	155,716	152,716	149,716	146,716
应付债券	2,497	2,397	2,397	2,397	2,397
其他非流动负债	8,856	9,133	9,125	9,258	9,462
非流动负债合计	172,559	169,605	166,446	163,579	160,782
股东权益	165,304	172,316	183,330	195,121	207,531
股本	50,499	50,499	50,499	50,499	50,499
公积金	17,471	17,777	18,758	19,782	20,879
未分配利润	44,432	50,242	54,274	58,742	63,655
归属母公司权益	113,236	119,441	124,455	129,946	135,956
少数股东权益	52,068	52,875	58,875	65,175	71,575

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.05%	0.05%	0.06%	0.06%	0.06%
管理费用率	3.23%	3.09%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	6.86%	5.91%	5.64%	5.67%	5.54%
研发费用率	2.93%	2.81%	2.90%	2.80%	2.60%
所得税率	17%	19%	18%	18%	18%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.09	0.10	0.09	0.10	0.10
每股经营现金流	0.66	0.75	0.66	0.70	0.74
每股净资产	2.24	2.37	2.46	2.57	2.69
每股销售收入	1.63	1.72	1.72	1.76	1.82

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	18	18	19	19	17
PB	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.9	12.5	13.7	13.4	13.0
股息率	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.7%

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