

业绩降幅环比收窄，26 年广东电价有望触底回升

—— 中国广核 2025 年三季度报点评

2025 年 10 月 29 日

核心观点

- **事件：**公司发布 2025 年三季度报。25Q1-3 实现营收 597.23 亿元，同比-4.09%；实现归母净利润 85.76 亿元（扣非 81.80 亿元），同比-14.14%（扣非同比-16.05%）。由此计算 25Q3 公司实现营收 205.56 亿元，同比-10.21%；实现归母净利润 26.24 亿元（扣非 25.70 亿元），同比-8.81%（扣非同比-7.59%）。
- **25Q3 低基数效应减退，上网电量同比有所下滑。**25Q1-3，公司实现上网电量 1721.78 亿 kwh，同比+3.17%；其中子公司 1357.46 亿 kwh，同比+4.15%；红沿河核电 364.32 亿 kwh，同比-0.34%。考虑防城港 4 号机组于 2024 年 5 月 25 日投入商业运营，公司 25H1 电量表现在一定程度上受益于低基数。25Q3，公司实现上网电量 588.18 亿 kwh，同比-3.39%；其中子公司 464.81 亿 kwh，同比-3.80%；红沿河核电 123.37 亿 kwh，同比-1.78%。
- **25Q3 上网电价同比降幅或收窄，毛利率降幅亦有所改善。**我们简单以公司营业收入/子公司上网电量衡量公司的上网电价水平（暂不考虑工程业务相关影响），25Q3 公司度电营收 0.442 元/kwh，同比-6.66%，较 25H1 的-8.61%有所收窄，我们认为或受益于广东省 24H2 以来月度电价较低带来的低基数效应。受市场化电价下滑影响，公司 25Q3 毛利率同比-2.8pct 至 30.8%，但降幅较 25H1 的-3.6pct 有所改善。
- **费用压降、其他收益增加、所得税减少助力归母净利表现好于营收。**25Q3，公司发生财务费用、研发费用 11.57、3.62 亿元，同比-16.14%、-37.10%，费用压降成效显著。25Q3 公司实现其他收益 5.63 亿元，同比+156.19%；25Q1-3 为 10.53 亿元，同比-14.30%；预计主要由增值税退税到账时点差异导致。25Q1-3，公司所得税费用为 33.84 亿元，同比+9.11%；其中 Q3 为 8.94 亿元，同比-9.67%；预计增值税返还对应的所得税补缴已基本消化完毕。综合以上影响，公司 25Q3 归母净利润增速表现略好于营收端。
- **广东取消核电变动成本补偿，看好 26 年公司广东市场化电价触底回升。**根据广东电力交易中心，26 年安排岭澳、阳江核电年度市场化电量约 312 亿 kwh 作为最终交易上限，并不再执行变动成本补偿机制。考虑 26 年年度市场化电量由 25 年的 273 亿 kwh 进一步提升，以及 25 年约 4 分/kwh 的变动成本补偿，即使假设 26 年广东年度市场化交易电价降至 0.372 元/kwh 的下限，我们预计广东核电的综合上网电价仍有望实现同比抬升，从而为公司带来利润增量。
- **投资建议：**考虑广东核电变动成本补偿机制取消，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测分别至 96.58、108.31、117.69 亿元，对应 PE 21.28x、18.98x、17.46x，维持推荐评级。
- **风险提示：**上网电价超预期下调的风险，税收优惠政策变动的风险等。

中国广核（股票代码：003816）

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

研究助理：马敏

✉：mamin_yj@chinastock.com.cn

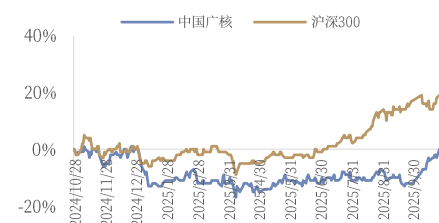
市场数据

2025 年 10 月 28 日

股票代码	003816
A 股收盘价(元)	4.07
上证指数	3,988.22
总股本(万股)	5,049,861
实际流通 A 股(万股)	3,933,499
流通 A 股市值(亿元)	1,601

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 28 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河环保公用】公司点评_中国广核：多因素拖累 25H1 业绩，收购集团资产赋能成长
- 2.【银河环保公用】公司点评_中国广核：短期波动不改长期成长确定性
- 3.【银河环保公用】公司点评_中国广核：发电业务稳健运行，惠州 1 号机组投产在即

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	86,804	86,323	91,892	98,542
收入增长率%	5.16	-0.55	6.45	7.24
归母净利润(百万元)	10,814	9,658	10,831	11,769
利润增长率%	0.83	-10.69	12.14	8.66
分红率%	44.36	44.46	44.56	44.66
毛利率%	34.03	31.20	31.89	32.07
摊薄 EPS(元)	0.21	0.19	0.21	0.23
PE	19.01	21.28	18.98	17.46
PB	1.72	1.65	1.57	1.50
PS	2.37	2.38	2.24	2.09

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	75,491	67,590	69,027	74,149
现金	16,795	8,695	7,862	10,164
应收账款	9,198	9,112	9,444	9,854
其它应收款	718	379	403	432
预付账款	22,708	22,864	23,782	24,768
存货	20,303	20,785	21,557	22,685
其他	5,770	5,755	5,978	6,245
非流动资产	349,909	362,351	378,935	395,525
长期投资	15,636	16,636	17,636	18,636
固定资产	261,803	261,096	263,593	269,166
无形资产	6,109	5,919	5,699	5,439
其他	66,361	78,699	92,007	102,285
资产总计	425,401	429,941	447,962	469,674
流动负债	83,479	80,898	84,553	89,841
短期借款	17,181	14,181	15,181	17,181
应付账款	20,188	20,950	22,078	23,615
其他	46,111	45,767	47,294	49,045
非流动负债	169,605	165,640	167,640	170,640
长期借款	155,716	151,716	153,716	156,716
其他	13,889	13,924	13,924	13,924
负债总计	253,084	246,538	252,193	260,481
少数股东权益	52,875	58,547	64,908	71,820
归属母公司股东权益	119,441	124,856	130,861	137,373
负债和股东权益	425,401	429,941	447,962	469,674

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	38,016	34,525	35,939	38,549
净利润	17,444	15,331	17,192	18,680
折旧摊销	13,465	14,607	15,455	16,444
财务费用	5,388	5,085	5,031	5,142
投资损失	-1,933	-2,158	-2,205	-2,266
营运资金变动	3,537	1,425	386	468
其他	115	234	80	80
投资活动现金流	-20,169	-24,965	-29,915	-30,848
资本支出	-19,594	-24,041	-30,960	-31,960
长期投资	-446	-1,240	-1,114	-1,155
其他	-128	317	2,160	2,266
筹资活动现金流	-17,973	-17,610	-6,858	-5,398
短期借款	2,926	-3,000	1,000	2,000
长期借款	-3,552	-4,000	2,000	3,000
其他	-17,348	-10,610	-9,858	-10,398
现金净增加额	-114	-8,099	-833	2,302

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	86,804	86,323	91,892	98,542
营业成本	57,266	59,387	62,585	66,940
税金及附加	935	880	937	1,005
销售费用	47	43	46	49
管理费用	2,679	2,590	2,757	2,956
研发费用	2,443	2,331	2,481	2,661
财务费用	5,133	4,834	4,901	5,025
资产减值损失	-125	-20	-20	-20
公允价值变动收益	-6	0	0	0
投资收益及其他	3,805	3,755	3,905	4,089
营业利润	21,974	19,994	22,070	23,976
营业外收入	50	20	20	20
营业外支出	428	80	80	80
利润总额	21,596	19,934	22,010	23,916
所得税	4,153	4,604	4,818	5,236
净利润	17,444	15,331	17,192	18,680
少数股东损益	6,630	5,672	6,361	6,912
归属母公司净利润	10,814	9,658	10,831	11,769
EBITDA	38,636	39,375	42,367	45,385
EPS（元）	0.21	0.19	0.21	0.23

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	5.2%	-0.6%	6.5%	7.2%
营业利润增长率	6.7%	-9.0%	10.4%	8.6%
归母净利润增长率	0.8%	-10.7%	12.1%	8.7%
毛利率	34.0%	31.2%	31.9%	32.1%
净利率	12.5%	11.2%	11.8%	11.9%
ROE	9.1%	7.7%	8.3%	8.6%
ROIC	5.5%	5.1%	5.4%	5.6%
资产负债率	59.5%	57.3%	56.3%	55.5%
净资产负债率	104.7%	98.3%	94.0%	89.3%
流动比率	0.90	0.84	0.82	0.83
速动比率	0.32	0.22	0.21	0.23
总资产周转率	0.21	0.20	0.21	0.21
应收账款周转率	8.26	9.43	9.90	10.21
应付账款周转率	2.63	2.89	2.91	2.93
每股收益	0.21	0.19	0.21	0.23
每股经营现金流	0.75	0.68	0.71	0.76
每股净资产	2.37	2.47	2.59	2.72
P/E	19.01	21.28	18.98	17.46
P/B	1.72	1.65	1.57	1.50
EV/EBITDA	10.07	9.48	8.90	8.37
PS	2.37	2.38	2.24	2.09

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学(北京)，超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学(本科)，加州大学洛杉矶分校(硕士)，纽约州立大学布法罗分校(硕士)。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn