



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 10 月 29 日

基础数据

10 月 28 日收盘价（元）	4.07
总市值（亿元）	2,055.29
总股本（亿股）	504.99

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证公用】中国广核 2025 年半年报点评：平均市场电价下滑拖累公司业绩，拟收购惠州核电等四家公司股权-2025.08.28

【兴证公用】中国广核 2024 年年报点评：平均市场电价同比下降拖累电力业务毛利率，财务费用显著节约-2025.03.28

分析师：蔡屹

S0190518030002
caiyi@xyzq.com.cn

分析师：史一粟

S0190523110001
shiyisu@xyzq.com.cn

中国广核(003816.SZ)

平均电价下滑拖累公司业绩,广东取消核电变动成本补偿机制有望恢复相关机组盈利能力

投资要点：

- **事件：中国广核公告 2025 年第三季度报告。**2025 年前三季度，公司实现营收 597.23 亿元，同比（调整后）-4.09%；实现归母净利润 85.76 亿元，同比（调整后）-14.14%；实现扣非归母净利润 81.80 亿元，同比（调整后）-16.05%。其中 2025 年第三季度，公司实现营收 205.56 亿元，同比（调整后）-10.21%；实现归母净利润 26.24 亿元，同比（调整后）-8.81%。结合公司经营数据，我们点评如下：
- **前三季度公司核电上网电量保持平稳增长，市场化电价下降拖累营收及利润水平。**2025 年前三季度，公司运营管理的核电机组实现总上网电量 1721.79 亿千瓦时，同比 +3.17%，主要因大亚湾核电、岭东核电换料大修总时间均少于 2024 年同期，及防城港核电 4 号机组于 2024 年 5 月 25 日投入商运所致。但受电力市场整体形势影响，公司子公司参与市场化交易的电量增加且市场电价下降，叠加公司营业成本偏固定，造成公司营收及归母净利润出现负增长。
- **广东取消核电变动成本补偿机制，公司在广东参与市场化交易的核电均价有望提升。**广东电力交易中心于 10 月 21 日发布《关于广东电力市场 2026 年交易关键机制和参数的通知》，其中明确核电不再执行变动成本补偿机制。2025 年广东执行的核电变动成本补偿机制为“当年月中长期市场交易均价低于市场参考价时，核电机组按照核定上网电价、年月中长期市场交易均价中的较大值与市场参考价之差乘以系数 k（暂取 0.85）执行变动成本补偿机制”，即例如 2025 年广东电力年度交易均价为 0.39186 元/度（含税，下同），市场参考价为 0.463 元/度，核电核定上网电价为 0.4153 元/度，核电机组需执行约-0.041 元/度（负号代表需要核电机组缴纳）的变动成本补偿。2026 年广东核电变动成本补偿机制取消有望提升广东核电市场化交易均价，恢复公司在广东运行的核电机组盈利水平。
- **拟收购惠州核电等四家公司股权，未来成长获进一步确定。**截至 2025 年三季报，公司共管理 20 台在建核电机组。公司拟收购控股股东中广核集团持有的惠州核电 82%股权、惠州第二核电 100%股权、惠州第三核电 100%股权和湛江核电 100%股权，总交易作价 93.75 亿元，对应 PB1.17x。其中惠州第一核电/惠州第二核电/惠州第三核电/湛江核电分别负责惠州 1-2 号/惠州 3-4 号/惠州 5-6 号/湛江核电的建设运营，本次收购将使公司未来成长获得进一步确定。
- **投资建议：维持“增持”评级。**考虑到 2025 年部分地区电力市场化交易价格下降及广东省取消核电变动成本补偿机制，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润的预测分别为 95.13 亿/110.22 亿/118.54 亿元，分别同比-12.0%/+15.9%/+7.6%，对应 2025 年 10 月 28 日收盘价的 PE 估值为 21.6x/18.6x/17.3x。
- **风险提示：**宏观环境变化风险，行业相关政策风险，全社会用电量下滑风险，电价波动风险，项目建设不及预期风险，核安全风险等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	86804	85837	92870	97962
同比增长	5.2%	-1.1%	8.2%	5.5%
归母净利润（百万元）	10814	9513	11022	11854
同比增长	0.8%	-12.0%	15.9%	7.6%
毛利率	34.0%	31.3%	33.1%	33.8%
ROE	9.1%	7.6%	8.4%	8.6%
每股收益（元）	0.21	0.19	0.22	0.23
市盈率	19.0	21.6	18.6	17.3

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	75491	77559	80230	89096
货币资金	16795	19219	17881	23710
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	9207	9105	9851	10391
预付款项	22708	21851	23431	24520
存货	20303	20907	22023	22985
其他	6478	6477	7045	7491
非流动资产	349909	386594	419556	446927
长期股权投资	15636	15636	15636	15636
固定资产	261803	267122	271316	272576
在建工程	44947	72336	100246	125575
无形资产	6109	6833	7481	8055
商誉	419	419	419	419
其他	20994	24249	24457	24666
资产总计	425401	464153	499787	536023
流动负债	83479	90659	98358	105692
短期借款	17181	20181	23181	26181
应付票据及应付账款	26852	27650	29126	30398
其他	39447	42828	46052	49113
非流动负债	169605	189864	204864	219864
长期借款	155716	175716	190716	205716
其他	13889	14148	14148	14148
负债合计	253084	280523	303222	325556
股本	50499	50499	50499	50499
未分配利润	50242	54181	58705	63562
少数股东权益	52875	58708	65465	72733
股东权益合计	172316	183630	196564	210467
负债及权益合计	425401	464153	499787	536023

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	10814	9513	11022	11854
折旧和摊销	13465	13120	13796	14387
营运资金的变动	3537	639	784	1391
经营活动产生现金流量	38016	32736	36338	39314
资本支出	-19594	-47248	-46878	-41878
长期投资	-446	-108	-108	-108
投资活动产生现金流量	-20169	-48571	-45572	-40572
债权融资	-1731	26990	18000	18000
股权融资	102	0	0	0
融资活动产生现金流量	-17973	18241	7896	7086
现金净变动	-114	2424	-1338	5829

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	86804	85837	92870	97962
营业成本	57266	58967	62114	64828
税金及附加	935	925	1000	1055
销售费用	47	46	49	52
管理费用	2679	2666	2897	3046
研发费用	2443	2416	2614	2757
财务费用	5133	4479	4952	5400
投资收益	1933	1564	1564	1564
公允价值变动收益	-6	-6	-6	-6
信用减值损失	164	110	110	110
资产减值损失	-125	-125	-125	-125
营业利润	21974	19560	22602	24281
营业外收支	-378	-378	-378	-378
利润总额	21596	19183	22224	23903
所得税	4153	3837	4445	4781
净利润	17444	15346	17779	19122
少数股东损益	6630	5833	6757	7268
归属母公司净利润	10814	9513	11022	11854
EPS(元)	0.21	0.19	0.22	0.23

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	5.2%	-1.1%	8.2%	5.5%
营业利润增长率	6.7%	-11.0%	15.5%	7.4%
归母净利润增长率	0.8%	-12.0%	15.9%	7.6%
盈利能力				
毛利率	34.0%	31.3%	33.1%	33.8%
归母净利率	12.5%	11.1%	11.9%	12.1%
ROE	9.1%	7.6%	8.4%	8.6%
偿债能力				
资产负债率	59.5%	60.4%	60.7%	60.7%
流动比率	0.90	0.86	0.82	0.84
速动比率	0.32	0.32	0.29	0.33
营运能力				
资产周转率	20.7%	19.3%	19.3%	18.9%
每股资料(元)				
每股收益	0.21	0.19	0.22	0.23
每股经营现金	0.75	0.65	0.72	0.78
估值比率(倍)				
PE	19.0	21.6	18.6	17.3
PB	1.7	1.6	1.6	1.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

税本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn