



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 10 月 30 日

基础数据

10 月 29 日收盘价（元）	9.51
总市值（亿元）	1,956.02
总股本（亿股）	205.68

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】中国核电 2025 年半年报点评：25H1 核能发电上网电量同比+12.14%，中核汇能利润承压-2025.08.28

【兴证公用】中国核电 2024 年年报及 2025 年一季报点评：计提所得税费用影响全年损益，坚定看好机组陆续投产带来持续成长-2025.04.29

【兴证公用 蔡屹】中国核电 2024 年三季报点评：检修偏多拖累核电电量，福清 4 号已重新启动-2024.10.30

分析师：蔡屹

S0190518030002
caiyl@xyzq.com.cn

分析师：史一粟

S0190523110001
shiyisu@xyzq.com.cn

中国核电(601985.SH)

前三季度上网电量同比+15.20%，新能源业务持续承压

投资要点：

- **事件：中国核电公告 2025 年第三季度报告。**2025 年前三季度，公司实现营收 616.35 亿元，同比+8.16%；实现归母净利润 80.02 亿元，同比-10.42%；实现扣非归母净利润 79.58 亿元，同比-10.24%。其中 2025 年第三季度，公司实现营收 206.62 亿元，同比+5.72%；实现归母净利润 23.36 亿元，同比-23.45%。结合公司经营数据，我们点评如下：
- **前三季度上网电量明显增长，核电与新能源发电的归母净利润贡献出现分化。**2025 年前三季度，公司实现上网电量 1740.95 亿千瓦时，同比+15.20%。（1）核电：漳州 1 号机组于年初投运带来发电增量，福清核电大修减少发电量同比+25.45%，公司前三季度合计实现核电上网电量 1412.83 亿千瓦时，同比+11.44%，并使核电分部收入同比增长 5.56%。但受成本费用增长影响，核电分部归母净利润同比增长 2.81%，小于收入增速。（2）新能源发电：截至 2025 年三季报公司控股在运新能源装机 3348.47 万千瓦，同比+38.67%；前三季度新能源发电合计上网电量 328.12 亿千瓦时，同比+34.82%，并使新能源发电分部营收增长 21.09%；但受新能源上年发行两期类 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等影响，新能源发电分部归母净利润同比-67.96%，成为公司前三季度业绩下滑的主要原因。
- **从中核汇能中报数据来看，新能源发电度电营收出现下滑、少数股东权益占比明显提升。**根据公司经营数据及中核汇能中报计算，2025H1 中核汇能计算平均上网电价为 0.35 元/千瓦时（不含税），同比-8.53%；2025H1 中核汇能归母净利润 6.39 亿元，同比-58.45%，其中少数股东损益占持续经营净利润的比重同比提升 36.11pct 至 43.85%。
- **核电长期积极发展逻辑未变，新能源投资逐步回归理性，期待公司业绩重新进入增长通道。**2025 年 4 月国务院常务会议核准 10 台核电机组（包含公司两台），核电长期积极有序安全发展逻辑未变。同时据国家能源局，2025 年 9 月光伏新增装机同比-54%，风电新增装机同比-41%，新能源发电投资在 136 号文发布后逐步回归理性，期待后续核电机组投产及新能源机组稳定运行后公司业绩重新进入增长通道。
- **投资建议：维持“增持”评级。**在国家积极安全有序发展核能的背景下，公司核电机组容量有望持续提高，未来成长确定性强，同时新能源发电投资逐步回归理性。综上我们调整公司 2025-2027 年归母净利润的预测为 95.51 亿/100.99 亿/125.46 亿元，分别同比+8.8%/+5.7%/+24.2%，对应 2025 年 10 月 29 日收盘价的 PE 估值为 20.5x/19.4x/15.6x。
- **风险提示：**政策风险，价格风险，项目建设进度不及预期风险，核安全风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	77272	84705	90208	102018
同比增长	3.1%	9.6%	6.5%	13.1%
归母净利润（百万元）	8777	9551	10099	12546
同比增长	-17.4%	8.8%	5.7%	24.2%
毛利率	42.9%	41.1%	41.1%	42.7%
ROE	8.0%	8.0%	7.8%	8.9%
每股收益（元）	0.43	0.46	0.49	0.61
市盈率	22.3	20.5	19.4	15.6

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	84182	78739	85447	95048
货币资金	19738	7231	9408	10705
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	24685	27060	28818	32591
预付款项	2743	3103	3306	3638
存货	30860	34905	37192	40921
其他	6155	6440	6723	7194
非流动资产	575557	644053	678569	686774
长期股权投资	8411	8411	8411	8411
固定资产	299237	364538	409559	434166
在建工程	215766	212613	202090	185672
无形资产	6162	6162	6162	6162
商誉	5771	5771	5771	5771
其他	40211	46559	46576	46593
资产总计	659739	722792	764016	781823
流动负债	101743	139468	161820	156247
短期借款	29076	59076	79076	69076
应付票据及应付账款	26866	30388	32379	35625
其他	45801	50004	50366	51546
非流动负债	348628	356158	356158	356158
长期借款	304304	304304	304304	304304
其他	44324	51854	51854	51854
负债合计	450371	495626	517979	512405
股本	20568	20568	20568	20568
未分配利润	41658	49616	58025	68409
少数股东权益	99151	107612	116559	127674
股东权益合计	209368	227166	246037	269418
负债及权益合计	659739	722792	764016	781823

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	8777	9551	10099	12546
折旧和摊销	18310	27982	35632	41941
营运资金的变动	-1334	-3298	-2179	-3877
经营活动产生现金流量	40721	49475	59556	68793
资本支出	-90707	-90179	-69805	-49803
长期投资	-3144	3	3	3
投资活动产生现金流量	-94945	-95777	-69473	-49408
债权融资	56066	40805	20000	-10000
股权融资	40934	-2	0	0
融资活动产生现金流量	64490	33805	12093	-18087
现金净变动	10247	-12507	2176	1298

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	77272	84705	90208	102018
营业成本	44116	49898	53168	58498
税金及附加	1077	1180	1257	1422
销售费用	62	76	81	92
管理费用	4027	4414	4701	5317
研发费用	1375	1507	1605	1815
财务费用	6844	6900	7400	7453
投资收益	411	450	479	542
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-66	-60	-60	-60
资产减值损失	-499	-200	-200	-200
营业利润	22382	23835	25212	31366
营业外收支	182	182	182	182
利润总额	22564	24017	25394	31548
所得税	6011	6004	6349	7887
净利润	16553	18013	19046	23661
少数股东损益	7776	8461	8947	11115
归属母公司净利润	8777	9551	10099	12546
EPS(元)	0.43	0.46	0.49	0.61

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	3.1%	9.6%	6.5%	13.1%
营业利润增长率	-1.2%	6.5%	5.8%	24.4%
归母净利润增长率	-17.4%	8.8%	5.7%	24.2%
盈利能力				
毛利率	42.9%	41.1%	41.1%	42.7%
归母净利率	11.4%	11.3%	11.2%	12.3%
ROE	8.0%	8.0%	7.8%	8.9%
偿债能力				
资产负债率	68.3%	68.6%	67.8%	65.5%
流动比率	0.83	0.56	0.53	0.61
速动比率	0.46	0.26	0.25	0.29
营运能力				
资产周转率	12.9%	12.3%	12.1%	13.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.43	0.46	0.49	0.61
每股经营现金	1.98	2.41	2.90	3.34
估值比率(倍)				
PE	22.3	20.5	19.4	15.6
PB	1.8	1.6	1.5	1.4

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。

，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