

核电业绩增速放缓，新能源仍受股比稀释拖累

—— 中国核电 2025 年三季度报点评

2025 年 10 月 30 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年三季度报。25Q1-3 实现营收 616.35 亿元，同比+8.16%；实现归母净利润 80.02 亿元（扣非 79.58 亿元），同比-10.42%（扣非同比-10.24%）。由此计算 25Q3 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（扣非 23.27 亿元），同比-23.45%（扣非同比-23.57%）。
- 25Q3 核电、新能源电量同比延续良好增长态势。**25Q1-3，公司核电实现上网电量 1412.83 亿 kwh，同比+11.44%；其中 25Q3 为 477.32 亿 kwh，同比+10.09%；主要得益于漳州 1 号机组年初投产以及福清 4 号机组恢复正常运行。25Q1-3，公司新能源实现上网电量 328.12 亿 kwh，同比+34.82%；其中 25Q3 为 112.59 亿 kwh，同比+32.96%；主要受装机增长驱动，截至 25Q3 末，公司风电、光伏累计装机分别为 1049.13、2299.34 万千瓦，对应 25Q1-3 新增装机 91.24、297.61 万千瓦。
- 受电价、成本影响，25Q3 毛利率同比下滑 5.4pct。**收入端，25Q1-3 公司核电业务同比增长 5.56%，而 25H1 为 6.74%，我们认为或受到电量增速稍放缓及江苏等省份月度电价走弱的共同影响。新能源方面，25Q1-3 收入同比增长 21.09%（25H1 为 22.16%），收入增速低于电量增速预计主要系综合上网电价下行所致。成本端，25Q3 公司发生营业成本 121.12 亿元，同比+16.5%，对应度电成本 0.194 元/kwh，同比+2.5%或+0.005 元/kwh，或主要受新能源折旧增加等的影响。综合以上因素，25Q3 公司毛利率同比-5.4pct 至 41.4%。
- 其他收益、所得税、新能源股比稀释进一步拖累业绩增速。**在毛利率下滑的背景下：1）25Q3，公司其他收益 yoy-24.2%至 5.84 亿元，但 25Q1-3 yoy+5.9%，或主要为季度间波动；2）25Q3，公司发生所得税费用 15.29 亿元，yoy+45.3%，对应所得税率由 24Q3 的 16.1%提升至 25.8%，预计主要受增值税返还纳税以及核电、新能源部分项目税收优惠政策到期影响；3）中核汇能 24 年发行两期类 REITs、市场化债转股稀释其自身归母净利润比例，以及增资引战导致中国核电持股比例进一步下降的影响在 25Q3 继续存在。据公司公告，核电业务 25Q1-3 归母净利润同比增长 2.81%，而 25H1 为 9.48%，单三季度增速放缓较为明显；25Q1-3，新能源板块归母净利润同比-67.96%（25H1 为-66.28%）。
- 中核汇能计划发行第三期类 reits，预计对公司的进一步影响可控。**公司同时公告中核汇能权益型并表类 REITs（三期）发行方案，底层资产包括 5 家项目公司持有的光伏资产，总装机 47.30 万千瓦，有助于降低资产负债率，改善财务指标。若成功发行，中核汇能自身的归母净利润比例或将进一步被稀释，但考虑到中核汇能目前对公司归母净利润贡献的绝对金额显著下降（25H1 新能源业务归母净利润为 3.4 亿元，占公司整体的 6%，而 24H1 约 17%），低基数下预计影响将相对可控。
- 投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 93.06、97.70、109.86 亿元，对应 PE 21.02x、20.02x、17.80x，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。

中国核电（股票代码：601985）

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

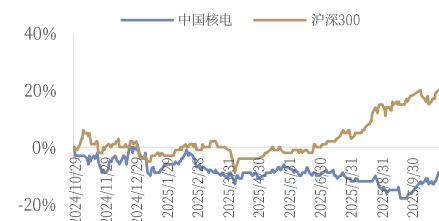
市场数据

2025 年 10 月 29 日

股票代码	601985
A 股收盘价(元)	9.51
上证指数	4,016.33
总股本(万股)	2,056,800
实际流通 A 股(万股)	1,888,328
流通 A 股市值(亿元)	1,796

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 29 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河环保公用】公司点评_中国核电：核电盈利稳健增长，新能源持续承压
- 【银河环保公用】公司点评_中国核电：所得税拖累 24 年业绩，25Q1 核电业务录得良好增长
- 【银河环保公用】公司点评_中国核电：漳州 1 号年内投产，在建+核准核电超 2000 万千瓦

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,272	81,200	85,979	95,655
收入增长率%	3.09	5.08	5.89	11.25
归母净利润(百万元)	8,777	9,306	9,770	10,986
利润增长率%	-17.38	6.03	4.98	12.44
分红率%	41.78	37.60	37.70	37.80
毛利率%	42.91	40.15	39.66	39.38
摊薄 EPS(元)	0.43	0.45	0.48	0.53
PE	22.28	21.02	20.02	17.80
PB	1.77	1.66	1.58	1.50
PS	2.53	2.41	2.27	2.04

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	84,182	81,006	81,270	88,166
现金	19,738	12,040	8,322	7,374
应收账款	24,651	25,805	27,304	30,361
其它应收款	2,093	2,199	2,329	2,591
预付账款	2,743	3,037	3,243	3,624
存货	30,860	33,802	35,933	40,042
其他	4,097	4,122	4,139	4,173
非流动资产	575,557	671,207	726,216	772,084
长期投资	8,411	9,111	9,711	10,211
固定资产	299,237	347,513	392,814	439,981
无形资产	6,162	6,651	7,117	7,514
其他	261,748	307,932	316,574	314,378
资产总计	659,739	752,213	807,486	860,251
流动负债	101,743	117,388	125,458	136,139
短期借款	29,076	34,939	40,660	46,494
应付账款	25,082	27,675	29,545	33,022
其他	47,585	54,773	55,253	56,622
非流动负债	348,628	409,251	441,251	466,251
长期借款	304,304	339,304	351,304	376,304
其他	44,324	69,948	89,948	89,948
负债总计	450,371	526,639	566,709	602,390
少数股东权益	99,151	107,834	116,950	127,200
归属母公司股东权益	110,217	117,740	123,826	130,660
负债和股东权益	659,739	752,213	807,486	860,251

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	40,721	45,921	49,835	54,428
净利润	16,553	17,990	18,886	21,236
折旧摊销	18,310	22,759	25,873	29,154
财务费用	6,984	7,085	7,349	7,698
投资损失	-411	-430	-456	-478
营运资金变动	-1,334	-1,536	-1,819	-3,180
其他	618	54	3	-1
投资活动现金流	-94,945	-117,825	-80,242	-74,359
资本支出	-90,707	-112,610	-80,098	-74,338
长期投资	-3,144	-700	-600	-500
其他	-1,093	-4,515	456	478
筹资活动现金流	64,490	64,208	26,689	18,983
短期借款	9,211	5,864	5,721	5,834
长期借款	59,451	35,000	12,000	25,000
其他	-4,172	23,345	8,968	-11,851
现金净增加额	10,247	-7,698	-3,718	-948

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	77,272	81,200	85,979	95,655
营业成本	44,116	48,600	51,883	57,990
税金及附加	1,077	1,080	1,101	1,177
销售费用	62	81	86	91
管理费用	4,027	4,141	4,299	4,687
研发费用	1,375	1,421	1,462	1,607
财务费用	6,844	6,809	7,192	7,598
资产减值损失	-499	-195	-166	-162
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	3,109	3,310	3,506	3,875
营业利润	22,382	22,182	23,297	26,217
营业外收入	260	250	250	250
营业外支出	78	75	75	75
利润总额	22,564	22,357	23,472	26,392
所得税	6,011	4,368	4,586	5,156
净利润	16,553	17,990	18,886	21,236
少数股东损益	7,776	8,683	9,116	10,250
归属母公司净利润	8,777	9,306	9,770	10,986
EBITDA	47,338	51,925	56,537	63,144
EPS（元）	0.43	0.45	0.48	0.53

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	3.1%	5.1%	5.9%	11.3%
营业利润增长率	-1.2%	-0.9%	5.0%	12.5%
归母净利润增长率	-17.4%	6.0%	5.0%	12.4%
毛利率	42.9%	40.1%	39.7%	39.4%
净利率	11.4%	11.5%	11.4%	11.5%
ROE	8.0%	7.9%	7.9%	8.4%
ROIC	3.6%	3.5%	3.4%	3.5%
资产负债率	68.3%	70.0%	70.2%	70.0%
净资产负债率	173.9%	194.7%	199.7%	198.7%
流动比率	0.83	0.69	0.65	0.65
速动比率	0.46	0.34	0.30	0.30
总资产周转率	0.13	0.12	0.11	0.11
应收账款周转率	3.36	3.22	3.24	3.32
应付账款周转率	1.95	1.84	1.81	1.85
每股收益	0.43	0.45	0.48	0.53
每股经营现金流	1.98	2.23	2.42	2.65
每股净资产	5.36	5.72	6.02	6.35
P/E	22.28	21.02	20.02	17.80
P/B	1.77	1.66	1.58	1.50
EV/EBITDA	11.85	12.05	11.80	11.07
PS	2.53	2.41	2.27	2.04

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
公司评级	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
	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