

公司研究 | 点评报告 | 中国核电（601985.SH）

短期因素限制表观业绩, 内资价值安全边际突出

报告要点

前三季度公司核电业务归母净利润同比增长 2.81%，与上半年公司控股核电子公司净利润同比增长 10.72%相比，单季度核电业绩增速由正转负，盈利下滑主因系增值税退返结算节奏以及所得税增加影响。新能源业务方面，由于市场化电价下降叠加股比下降影响，公司前三季度新能源贡献归母净利润同比下降 67.96%。受此影响，公司三季度归母净利润为 23.36 亿元，同比下降 23.45%；前三季度归母净利润为 80.02 亿元，同比下降 10.42%。虽然公司业绩短期承压，但其更多系非经常性税收及资源偏弱影响，我们认为公司长期价值依然稳固。

分析师及联系人



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



司旗

SAC: S0490520120001



宋尚骞

SAC: S0490520110001



刘亚辉

SAC: S0490523080003

中国核电 (601985.SH)

2025-10-31

短期因素限制表观业绩，内资价值安全边际突出

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2025 年三季报：2025 年三季度公司实现营业收入 206.62 亿元，同比增长 5.72%；实现归母净利润 23.36 亿元，同比减少 23.45%。

事件评论

- **电量稳增长拉动营收，税费限制核电单季业绩。**2025 年前三季度，公司控股核电机组发电量 1510.08 亿千瓦时，同比增长 11.33%；单三季度来看，核电机组发电量为 511.47 亿千瓦时，同比增长 10.03%，得益于福清核电 4 号机组于去年三季度完成小修后恢复正常运行以及年初漳州 1 号机组商运的共同拉动，核电电量延续优异表现。**电价方面，受公司核电部分布局省份市场化交易电价下降影响，公司前三季度核电业务营收增速仅有 5.56%，同样略低于上半年公司控股核电子公司 6.96% 的营收增速。**盈利方面，或受核电增值税退返结算节奏问题，三季度公司其他收益为 5.84 亿元，同比下降 24.19%，进一步限制了核电的业绩表现。**公司前三季度核电业务归母净利润同比增长 2.81%，与上半年公司控股核电子公司净利润同比增长 10.72% 相比，单季度核电业绩增速由正转负，盈利下滑主因一方面系增值税退返放缓，另一方面或与核电子公司所得税增加影响。**
- **电量增速受限资源偏弱，股比稀释共同压制绿电贡献。**截至 2025 年 9 月 30 日，公司新能源控股在运装机容量 3348.47 万千瓦，同比增长 38.67%，其中风电 1049.13 万千瓦、光伏 2299.34 万千瓦，另控股独立储能电站 165.10 万千瓦。得益于新能源装机的持续扩张，2025 年前三季度公司控股新能源机组发电量累计为 333.56 亿千瓦时，同比增长 34.77%；其中风电发电量 143.62 亿千瓦时，同比增长 29.28%，光伏发电量 189.95 亿千瓦时，同比增长 39.25%。单三季度来看，公司三季度新能源发电量 114.41 亿千瓦时，同比增长 32.91%，增速环比持续回落，主因或系公司所处区域风光资源偏弱。**虽然电量增长，但受市场化电价下降影响，公司前三季度新能源业务营收增速为 21.09%，低于电量增速且与上半年中核汇能营收增速 24.23% 相比进一步下滑。**此外由于规模扩张以及增资引战后公司对新能源持股比例降低等影响，前三季度新能源业务贡献归母净利润同比下降 67.96%，较上半年中核汇能归母净利润 58.45% 的降幅有所扩大。**因此整体来看，由于公司核电与绿电两大主业均短期有所承压影响，公司三季度归母净利润为 23.36 亿元，同比下降 23.45%；前三季度归母净利润为 80.02 亿元，同比下降 10.42%。**
- **绿核项目储备雄厚，长期价值依然稳固。**截至 2025 年 9 月 30 日，公司控股在建以及核准待建核电机组 19 台，装机容量 2185.90 万千瓦；新能源控股在建装机 738.78 万千瓦，包括风电 194.64 万千瓦，光伏 544.13 万千瓦，丰富项目资源储备保障远期增长空间，同时社保基金等资金的持续注入保障公司在核电景气度向上周期背景下资金需求。**虽然公司业绩短期承压，但其更多系非经常性税收及资源偏弱影响，公司长期价值依然稳固。**
- **投资建议：**根据最新财务数据，我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.46 元、0.51 元和 0.56 元，对应 PE 分别为 20.54 倍、18.72 倍和 16.88 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、新建项目投产进度与效益不及预期风险；
- 2、风况、日照资源不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	9.51
总股本(万股)	2,056,800
流通A股/B股(万股)	1,888,328/0
每股净资产(元)	5.62
近12月最高/最低价(元)	10.58/8.37

注：股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《核电主业经营稳健，绿电偏弱限制业绩》2025-10-14
- 《核电主业稳健绿电承压，短期波动不改长期价值》2025-08-31
- 《核绿电量延续优异表现，上半年业绩展望稳健》2025-07-06


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

1、新建项目投产进度与效益不及预期风险。公司经营业绩的增长核心假设依赖于整体新增装机的投产进度及新项目的盈利能力，若后续因组件或其他因素导致新项目投产进度滞后或者盈利性不及预期，会导致公司整体业绩增速存在一定的下行压力。

2、风况、日照资源不及预期风险。从部分时段的来风及光照条件来看，其表现优于去年同期，但因为气候因素本身难以准确预测，若后续气候快速恶化，不但会导致增量项目盈利能力变弱，还会造成存量项目盈利水平同步弱化，因此会对公司整体业绩预测会存在向下波动的风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	77272	84336	92331	104013	货币资金	19738	18792	18626	18306
营业成本	44116	50177	55496	62991	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	33156	34160	36835	41021	应收账款	24651	25572	29412	32529
%营业收入	43%	41%	40%	39%	存货	30860	34293	37767	44025
营业税金及附加	1077	1265	1385	1560	预付账款	2743	3120	3451	3917
%营业收入	1%	2%	2%	2%	其他流动资产	6189	6282	6638	6932
销售费用	62	99	109	123	流动资产合计	84182	88059	95895	105709
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	8411	8411	8411	8411
管理费用	4027	4385	4801	5409	投资性房地产	377	377	377	377
%营业收入	5%	5%	5%	5%	固定资产合计	299237	367399	375877	450911
研发费用	1375	1434	1570	1768	无形资产	6162	5792	5422	5052
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	5771	5771	5771	5771
财务费用	6844	6842	7188	7816	递延所得税资产	1910	1910	1910	1910
%营业收入	9%	8%	8%	8%	其他非流动资产	253690	268767	287946	237414
加: 资产减值损失	-499	0	0	0	资产总计	659739	746486	781609	815554
信用减值损失	-66	0	0	0	短期贷款	29076	34076	37076	38576
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	25082	26439	30544	34135
投资收益	411	422	462	520	预收账款	7	8	9	10
营业利润	22382	23255	25060	27883	应付职工薪酬	514	585	647	734
%营业收入	29%	28%	27%	27%	应交税费	7059	7704	8435	9502
营业外收支	182	150	150	150	其他流动负债	40005	45803	45851	47738
利润总额	22564	23405	25210	28033	流动负债合计	101743	114615	122561	130694
%营业收入	29%	28%	27%	27%	长期借款	304304	363175	373715	381086
所得税费用	6011	4915	4916	5536	应付债券	14964	14964	14964	14964
净利润	16553	18490	20294	22496	递延所得税负债	488	488	488	488
归属于母公司所有者的净利润	8777	9522	10451	11586	其他非流动负债	28872	28872	28872	28872
少数股东损益	7776	8968	9843	10911	负债合计	450371	522114	540601	556105
EPS (元)	0.46	0.46	0.51	0.56	归属于母公司所有者权益	110217	116254	123047	130577
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	99151	108118	117961	128872
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	209368	224372	241008	259449
经营活动现金流净额	40721	41628	45563	50124	负债及股东权益	659739	746486	781609	815554
取得投资收益收回现金	239	422	462	520	基本指标				
长期股权投资	-831	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-90707	-99192	-48109	-47593	每股收益	0.46	0.46	0.51	0.56
其他	-3645	-1201	0	0	每股经营现金流	2.16	2.02	2.22	2.44
投资活动现金流净额	-94945	-99971	-47647	-47072	市盈率	20.54	20.54	18.72	16.88
债券融资	6562	0	0	0	市净率	1.63	1.68	1.59	1.50
股权融资	40934	-195	0	0	EV/EBITDA	11.49	13.28	12.18	11.09
银行贷款增加 (减少)	68662	63871	13540	8871	总资产收益率	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%
筹资成本	-21937	-10528	-11622	-12243	净资产收益率	8.0%	8.2%	8.5%	8.9%
其他	-29731	4248	0	0	净利率	11.4%	11.3%	11.3%	11.1%
筹资活动现金流净额	64490	57397	1918	-3372	资产负债率	68.3%	69.9%	69.2%	68.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	10266	-946	-166	-321	总资产周转率	0.13	0.12	0.12	0.13

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。