

2025 年 11 月 04 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
蔡思
SAC: S1350524070005
caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 10 月 30 日

收盘价（元）	9.38
一年内最高/最低（元）	10.58/8.37
总市值（百万元）	192,927.86
流通市值（百万元）	177,125.21
总股本（百万股）	20,568.00
资产负债率（%）	68.94
每股净资产（元/股）	5.62

资料来源：聚源数据

中国核电 (601985. SH)

——Q3 业绩低于预期 在建机组保障中长期成长性

投资要点：

- **事件：**公司披露 2025 年三季度报告，2025Q3 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 23.4 亿元，同比下滑 23.5%，低于我们的预期。
- **所得税补税+新能源归母利润下滑，公司 Q3 盈利低于预期。**分业务来看：1) Q3 公司核电机组或受电价下滑、所得税补税影响，盈利明显下滑。2025 年 H1 公司核电归母净利润同比增长 9.5%，前三季度这一增速下滑至 2.8%，倒算 Q3 核电归母净利润下滑明显，我们分析核心原因或为市场化电价下降、其他收益下滑（增值税退税同比减少）以及所得税大幅增长，Q3 公司所得税同比增加约 5 个亿（在利润总额下滑 9.2% 的背景下）；2) 新能源受电价下滑、归母比例下滑影响，归母净利润大幅下滑。2025 年前三季度公司实现新能源发电量 333.6 亿千瓦时，同比增长 34.8%，但由于市场化电价下降，发行两期类 REITS、市场化债转股稀释归母比例，前三季度公司新能源归母净利润同比下降 68%。
- 经营数据方面，2025 年 Q3 公司实现核电发电量 511.5 亿千瓦时，同比增长 10%，其中发电量增长主要来源于海南核电、福清核电、漳州核电，主因海南、福清核电检修时间同比减少和漳州 1 号机组年初投产。
- **积极推进核能供汽，拓展公司盈利渠道。**公司积极推动核能多用途利用，全国首个工业领域核能供汽项目田湾核能供汽项目“和气一号”稳定供汽累计超 300 万吨，该项目采用田湾核电 3、4 号机组中驱动汽轮机系统做功发电的二回路蒸汽为热源，在物理隔绝的情况下制备工业蒸汽，再通过多级换热将蒸汽通过工业用汽管网输送到石化产业基地，替代传统煤炭消耗，在当前高耗能行业减碳持续推进的背景之下，绿色高温蒸汽需求有望持续增加，为公司未来项目盈利提高奠定基础。
- **在建及核准待建机组达 19 台，装机容量约 22GW，未来陆续投产奠定中长期成长性。**截至 2025 年 6 月底，公司拥有在建及核准待建机组达 19 台，其中已开工机组超 15GW，预计将在十五五期间陆续投产，保障公司未来中长期的稳定成长。更重要的是，随着 2027-2028 年公司核电机组投产高峰期的到来，公司经营现金流有望持续提升，为公司提高分红奠定基础。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 91.9、92.8、102.2 亿元，同比增长率分别为 4.7%、1.01%、10.13%。当前股价对应的 2025-2027 年的 PE 分别为 21、21、19 倍，按照 2024 年分红率计算，公司股息率分别为 2%、2%、2.2%，继续维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**电价存在波动风险、电量存在波动风险、项目投产进度存在不确定性

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	74,957	77,272	82,075	86,317	97,042
同比增长率（%）	5.15%	3.09%	6.22%	5.17%	12.42%
归母净利润（百万元）	10,624	8,777	9,189	9,282	10,222
同比增长率（%）	17.91%	-17.38%	4.69%	1.01%	10.13%
每股收益（元/股）	0.52	0.43	0.45	0.45	0.50
ROE（%）	11.68%	7.96%	7.95%	7.67%	8.05%
市盈率（P/E）	18.16	21.98	21.00	20.78	18.87

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,738	12,361	10,017	5,010
应收票据及账款	24,884	26,431	27,797	31,251
预付账款	2,743	2,914	3,065	3,445
其他应收款	2,093	2,223	2,337	2,628
存货	30,860	34,637	37,089	41,988
其他流动资产	3,863	4,103	4,315	4,852
流动资产总计	84,182	82,670	84,620	89,173
长期股权投资	8,411	8,750	9,089	9,428
固定资产	306,756	329,675	361,983	403,245
在建工程	215,766	253,514	279,833	294,723
无形资产	6,162	5,877	5,621	5,345
长期待摊费用	1,168	973	778	584
其他非流动资产	37,295	37,112	36,879	36,645
非流动资产合计	575,557	635,900	694,182	749,970
资产总计	659,739	718,570	778,803	839,143
短期借款	29,076	31,076	33,076	35,076
应付票据及账款	26,866	30,155	32,289	36,554
其他流动负债	45,801	50,937	54,048	61,089
流动负债合计	101,743	112,167	119,413	132,719
长期借款	323,476	358,394	397,756	429,785
其他非流动负债	25,153	25,153	25,153	25,153
非流动负债合计	348,628	383,546	422,909	454,938
负债合计	450,371	495,713	542,321	587,657
股本	20,568	20,568	20,568	20,568
资本公积	40,206	40,206	40,206	40,206
留存收益	49,443	54,791	60,193	66,143
归属母公司权益	110,217	115,565	120,967	126,917
少数股东权益	99,151	107,291	115,514	124,570
股东权益合计	209,368	222,857	236,482	251,487
负债和股东权益合计	659,739	718,570	778,803	839,143

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	16,553	14,678	14,853	16,626
折旧与摊销	18,310	20,096	22,157	24,651
财务费用	6,844	6,873	7,625	8,346
投资损失	-411	-411	-411	-411
营运资金变动	-1,334	2,559	951	1,746
其他经营现金流	759	3,345	3,345	3,345
经营性现金净流量	40,721	47,141	48,520	54,305
投资性现金净流量	-94,945	-80,722	-80,722	-80,722
筹资性现金净流量	64,490	26,204	29,857	21,410
现金流量净额	10,247	-7,377	-2,344	-5,007

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	77,272	82,075	86,317	97,042
营业成本	44,116	49,515	53,020	60,023
税金及附加	1,077	1,144	1,203	1,352
销售费用	62	66	70	78
管理费用	4,027	4,104	3,884	4,367
研发费用	1,375	1,313	1,208	1,262
财务费用	6,844	6,873	7,625	8,346
资产减值损失	-499	-410	-432	-485
信用减值损失	-66	-70	-74	-83
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	411	411	411	411
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	11	11	11	11
其他收益	2,753	2,753	2,753	2,753
营业利润	22,382	21,754	21,976	24,220
营业外收入	260	260	260	260
营业外支出	78	78	78	78
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	22,564	21,936	22,158	24,402
所得税	6,011	4,607	4,653	5,124
净利润	16,553	17,330	17,505	19,278
少数股东损益	7,776	8,141	8,223	9,056
归属母公司股东净利润	8,777	9,189	9,282	10,222
EPS(元)	0.43	0.45	0.45	0.50

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	3.09%	6.22%	5.17%	12.42%
营业利润增长率	-1.17%	-2.80%	1.02%	10.21%
归母净利润增长率	-17.38%	4.69%	1.01%	10.13%
经营现金流增长率	-5.58%	15.77%	2.93%	11.92%
盈利能力				
毛利率	42.91%	39.67%	38.58%	38.15%
净利率	21.42%	21.11%	20.28%	19.87%
ROE	7.96%	7.95%	7.67%	8.05%
ROA	1.33%	1.28%	1.19%	1.22%
估值倍数				
P/E	21.98	21.00	20.78	18.87
P/S	2.50	2.35	2.24	1.99
P/B	1.77	1.68	1.61	1.53
股息率	1.90%	1.99%	2.01%	2.21%
EV/EBITDA	14	14	14	14

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。