

中国核电 (601985.SH)

优于大市

业绩因新能源业务归母利润下降承压，核电风电增值税政策调整

核心观点

发电量持续增长，新能源业务业绩有所承压。2025 年前三季度，公司实现营业收入 616.35 亿元，同比增加 8.16%；实现归母净利润 80.02 亿元，同比减少 10.42%。第三季度，公司实现营业收入 206.62 亿元，同比增加 5.72%，环比减少 0.19%；实现归母净利润 23.36 亿元，同比减少 23.45%，环比减少 7.64%。公司营收增长主要系发电量同比提高所致，但归母净利润下降，主要系新能源增收不增利且发行两期类 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，以及核电业务电价下行、成本费用增长等因素影响所致。

机组有序建设，装机规模稳健增长。截至 9 月 30 日，公司核电控股在运机组 26 台，装机容量 2500 万千瓦；控股在建及核准待建机组 19 台，装机容量 2185.90 万千瓦；新能源控股在运装机 3348.47 万千瓦，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；控股在建装机容量 738.78 万千瓦，包括风电 194.64 万千瓦，光伏 544.13 万千瓦。

核电、风电增值税政策调整。10 月 17 日，财政部、海关总署、税务总局印发《关于调整风力发电等增值税政策的公告》。自 2025 年 11 月 1 日起至 2027 年 12 月 31 日，对纳税人销售自产的利用海上风力生产的电力产品，实行增值税即征即退 50% 的政策。2025 年 10 月 31 日前已正式商业投产的核电机组，继续按原政策执行；2025 年 10 月 31 日前国务院已核准但尚未正式商业投产的核电机组，核力发电企业生产销售电力产品，自正式商业投产次月起 10 个年度内，实行增值税先征后退政策，退税比例为已入库税款的 50%；2025 年 11 月 1 日后核准的核电机组，不再实行增值税先征后退政策。由于核电投产前期存在进项税抵减增值税的情况，实际不发生增值税返还，预计短期内增值税政策调整将不会对核电盈利产生明显影响。

风险提示：电价下调，用电量增速不及预期，政策不及预期，核安全风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润 92.3/100.0/110.9 亿元（原为 95.9/100.0/111.5 亿元），同比增速 5%/8%/11%，对应当前股价 PE 为 20/18/17X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	74,957	77,272	79,873	85,285	95,036
(+/-%)	5.2%	3.1%	3.4%	6.8%	11.4%
净利润(百万元)	10624	8777	9230	10007	11089
(+/-%)	17.9%	-17.4%	5%	8%	11%
每股收益(元)	0.56	0.43	0.45	0.49	0.54
EBIT Margin	39.0%	38.0%	37.2%	37.9%	37.5%
净资产收益率(ROE)	11.7%	8.0%	8.0%	8.2%	8.7%
市盈率(PE)	16.1	21.2	20.1	18.6	16.7
EV/EBITDA	12.0	13.5	13.1	12.8	12.6
市净率(PB)	1.87	1.69	1.61	1.53	1.45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002	证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003
证券分析师：刘汉轩 010-88005198 liuhanxuan@guosen.com.cn S0980524120001	证券分析师：崔佳诚 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn S0980525070002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	9.10 元
总市值/流通市值	187169/171838 百万元
52 周最高价/最低价	10.58/8.37 元
近 3 个月日均成交额	1169.86 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国核电(601985.SH)-新能源持股比例下降及业绩承压，拟首次进行中期分红》——2025-09-01
- 《中国核电(601985.SH)-所得税增加和电价下降压制业绩增长，三门核电三期获核准》——2025-05-07
- 《中国核电(601985.SH)-电量波动及电价降低导致业绩有所下滑，漳州1号机组获批装料》——2024-11-06
- 《中国核电(601985.SH)-高温气冷堆获核准，拓展核能新生态》——2024-08-31
- 《中国核电(601985.SH)-24H1 上网电量 993 亿 kWh (+4.68%)，拟定向增发 16.4 亿股募集 140 亿元》——2024-07-12

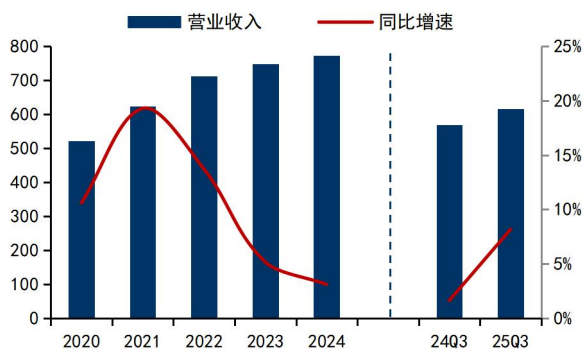
发电量持续增长，新能源业务业绩有所承压。2025 年前三季度，公司实现营业收入 616.35 亿元，同比增加 8.16%；实现归母净利润 80.02 亿元，同比减少 10.42%。第三季度，公司实现营业收入 206.62 亿元，同比增加 5.72%，环比减少 0.19%；实现归母净利润 23.36 亿元，同比减少 23.45%，环比减少 7.64%。公司营收增长主要系发电量同比提高所致，但归母净利润下降，主要系新能源增收不增利且发行两期类 REITS、市场化债转股稀释归母净利润，增资引战导致归母比例下降，以及核电业务电价下行、成本费用增长等因素影响所致。公司新能源业务收入增长 21.09%，归母净利润下降 67.96%；核电业务收入增长 5.56%，归母净利润增长 2.81%。

公司前三季度累计商运发电量 1843.64 亿千瓦时，同比增长 14.95%；上网电量为 1740.95 亿千瓦时，同比增长 15.20%，上网电量增速较上半年略减 0.7pct。第三季度发电量 625.88 亿 kWh，同比增长 13.60%，环比增加 0.89%；上网电量 589.91 亿 kWh，同比增长 13.83%，环比增加 0.57%。

核电发电量 1510.08 亿 kWh，同比增长 11.33%；上网电量累计为 1412.83 亿千瓦时，同比增长 11.44%；机组平均利用小时数约为 6046 小时。电量增长主要系福清核电大小修减少及漳州 1 号投运所致。第三季度核电发电量 511.47 亿 kWh，同比增长 10.03%，环比增长 1.52%；上网电量 477.32 亿 kWh，同比增长 10.09%，环比增长 1.17%。

新能源发电量 333.56 亿千瓦时，同比增长 34.77%；上网电量 328.12 亿千瓦时，同比增长 34.82%，主要系新能源在运装机规模增加所致。第三季度新能源发电量 114.41 亿 kWh，同比增长 32.91%，环比下降 1.84%；上网电量 112.59 亿 kWh，同比增长 32.96%，环比下降 1.87%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

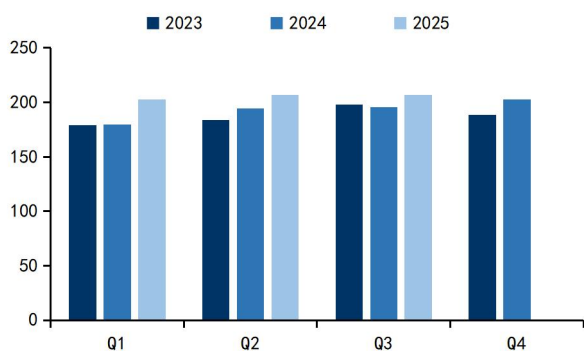
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



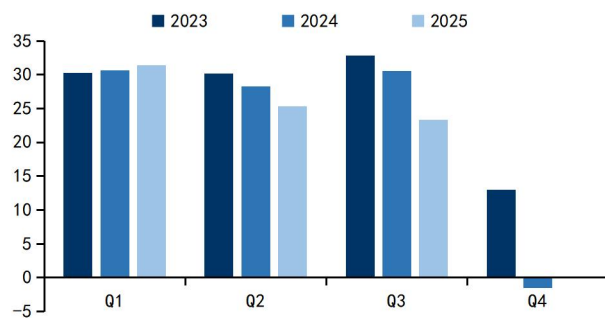
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

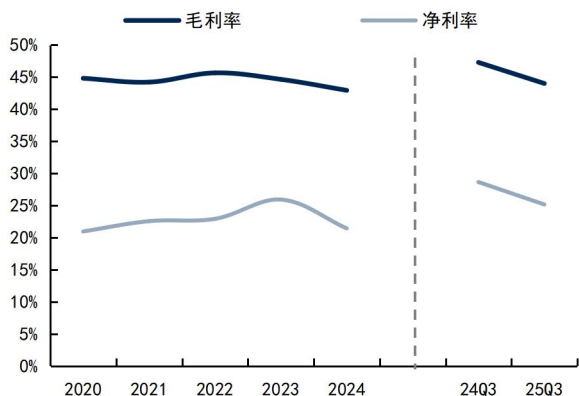


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电价下行拖累盈利能力有所减弱，费用率持续优化。2025 年前三季度，公司上网电价有所下降，盈利能力减弱，毛利率为 43.98%，同比下降 3.28pct；净利率为 25.14%，同比下降 4.485pct。公司销售费用率为 0.12%，同比提高 0.04pct；管理费用率 4.42%，同比降低 0.03pct；公司随着运营机组贷款规模同比减少和资金精益化管理，利息支出同比减少，财务费用率为 8.50%，同比降低 0.78pct；研发费用率 1.23%，同比降低 0.10pct；公司运营期间费用率合计 14.27%，同比降低 0.87pct。

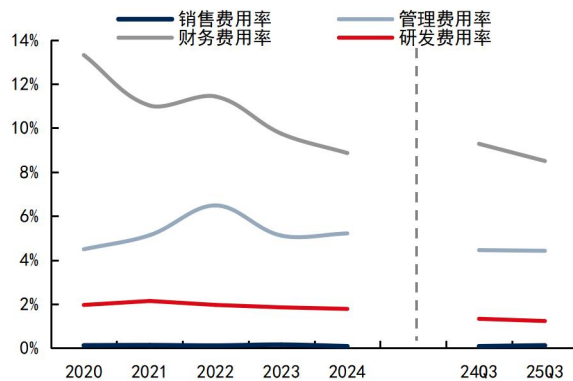
ROE 同比下降，融资性现金流大幅增加。2025 年前三季度公司 ROE 为 7.11%，同比下降 2.46pct，除净利率下降影响外，公司资产周转率为 0.09 次，同比降低 0.01 次；权益乘数为 6.09，同比降低 0.03。公司经营性现金净流入 302.66 亿元，同比减少 7.85%；投资性现金净流出 631.75 亿元，同比增加 2.75%；融资性现金净流入 319.72 亿元，同比增加 12.04%。

图5：公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

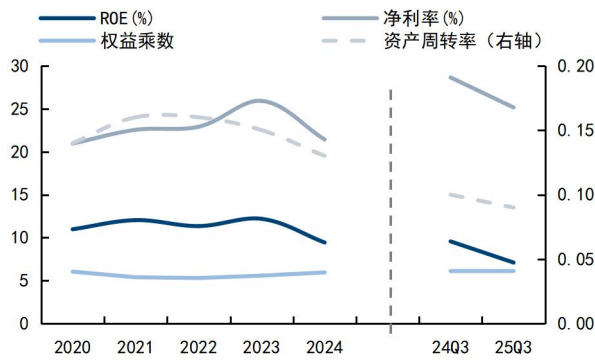
图6：公司三项费用率情况



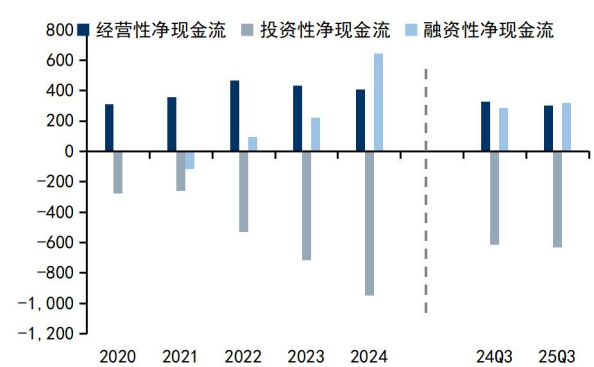
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 及杜邦分析

图8：公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

机组有序建设，装机规模稳健增长。截至 9 月 30 日，公司核电控股在运机组 26 台，装机容量 2500 万千瓦；控股在建及核准待建机组 19 台，装机容量 2185.90 万千瓦；新能源控股在运装机 3348.47 万千瓦，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；控股在建装机容量 738.78 万千瓦，包括风电 194.64 万千瓦，光伏 544.13 万千瓦。

核电、风电增值税政策调整。10 月 17 日，财政部、海关总署、税务总局印发《关于调整风力发电等增值税政策的公告》。自 2025 年 11 月 1 日起至 2027 年 12 月 31 日，对纳税人销售自产的利用海上风力生产的电力产品，实行增值税即征即退 50% 的政策。2025 年 10 月 31 日前已正式商业投产的核电机组，继续按原政策执行；2025 年 10 月 31 日前国务院已核准但尚未正式商业投产的核电机组，核力发电企业生产销售电力产品，自正式商业投产次月起 10 个年度内，实行增值税先征后退政策，退税比例为已入库税款的 50%；2025 年 11 月 1 日后核准的核电机组，不再实行增值税先征后退政策。由于核电投产前期存在进项税抵减增值税的情况，实际不发生增值税返还，预计短期内增值税政策调整将不会对核电盈利产生明显影响。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润 92.3/100.0/110.9 亿元（原为 95.9/100.0/111.5 亿元），同比增速 5%/8%/11%，对应当前股价 PE 为 20/18/17X，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
003816.SZ	中国广核	3.94	1,990	0.21	0.19	0.21	0.23	14.6	20.7	18.8	17.1	9.3%	-	优于大市
600900.SH	长江电力	28.10	6,876	1.33	1.41	1.49	1.53	22.3	19.9	18.9	18.4	15.7%	3.37	优于大市
600025.SH	华能水电	9.84	1,833	0.46	0.48	0.51	0.53	20.6	20.4	19.3	18.6	11.9%	2.46	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：华能水电为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9774	19738	10000	10000	10000	营业收入	74957	77272	79873	85285	95036
应收款项	23203	26777	24398	26051	29029	营业成本	41510	44116	46312	48594	54237
存货净额	26423	30860	27735	28482	32674	营业税金及附加	1032	1077	1113	1188	1324
其他流动资产	8784	6751	7753	8279	9225	销售费用	115	62	65	69	77
流动资产合计	68240	84182	69975	72953	81155	管理费用	3828	4027	4240	4511	4998
固定资产	430497	515003	566760	616434	667256	研发费用	1384	1375	1421	1517	1691
无形资产及其他	2736	6162	5915	5669	5422	财务费用	7302	6844	8445	9146	9888
投资性房地产	30214	45982	45982	45982	45982	投资收益	382	411	411	411	411
长期股权投资	7580	8411	9600	10790	11979	资产减值及公允价值变动	(208)	(499)	(583)	(640)	(700)
资产总计	539267	659739	698233	751828	811794	其他收入	1301	1323	1553	1456	1283
短期借款及交易性金融负债	59373	60395	92950	135681	176021	营业利润	22646	22382	21078	23004	25506
应付款项	22408	26866	23560	24120	27584	营业外净收支	335	182	147	147	147
其他流动负债	15818	14482	15243	15736	17982	利润总额	22981	22564	21225	23151	25653
流动负债合计	97598	101743	131754	175537	221586	所得税费用	3571	6011	3502	3936	4361
长期借款及应付债券	253255	319268	317143	315483	316724	少数股东损益	8787	7776	8493	9208	10203
其他长期负债	25616	29361	29688	30015	30343	归属于母公司净利润	10624	8777	9230	10007	11089
长期负债合计	278871	348628	346831	345499	347067	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	376469	450371	478585	521036	568653	净利润	10624	8777	9230	10007	11089
少数股东权益	71848	99151	104077	109417	115335	资产减值准备	(164)	415	(69)	43	45
股东权益	90950	110217	115570	121375	127806	折旧摊销	16356	17698	21020	22659	24410
负债和股东权益总计	539267	659739	698233	751828	811794	公允价值变动损失	208	499	583	640	700
关键财务与估值指标						财务费用	7302	6844	8445	9146	9888
每股收益	0.56	0.43	0.45	0.49	0.54	营运资本变动	(15268)	(14473)	2216	(1503)	(2035)
每股红利	0.20	0.18	0.19	0.20	0.23	其它	5827	4081	4995	5298	5873
每股净资产	4.82	5.36	5.62	5.90	6.21	经营活动现金流	17583	16997	37975	37144	40082
ROIC	3.91%	2.82%	3%	3%	3%	资本开支	(75676)	(101746)	(73046)	(72770)	(75731)
ROE	11.68%	7.96%	8%	8%	9%	其它投资现金流	(0)	2	(33)	(53)	(85)
毛利率	45%	43%	42%	43%	43%	投资活动现金流	(77572)	(102575)	(74268)	(74012)	(77005)
EBIT Margin	39%	38%	37%	38%	38%	权益性融资	(9)	40934	0	0	0
EBITDA Margin	61%	61%	63%	65%	63%	负债净变化	36342	59451	(2424)	(2160)	641
收入增长	5%	3%	3%	7%	11%	支付股利、利息	(3777)	(3702)	(3877)	(4203)	(4657)
净利润增长率	18%	-17%	5%	8%	11%	其它融资现金流	(11520)	(56889)	32556	42731	40340
资产负债率	83%	83%	83%	84%	84%	融资活动现金流	53601	95542	26555	36868	36923
股息率	2.0%	2.0%	2.1%	2.3%	2.5%	现金净变动	(6388)	9964	(9738)	0	0
P/E	16.1	21.2	20.1	18.6	16.7	货币资金的期初余额	16162	9774	19738	10000	10000
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5	货币资金的期末余额	9774	19738	10000	10000	10000
EV/EBITDA	12.0	13.5	13.1	12.8	12.6	企业自由现金流	(49925)	(77006)	(25027)	(24752)	(23752)
						权益自由现金流	(25103)	(79531)	(1948)	8227	9021

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032