

中国核电（601985.SH）

Q3 核电主业经营稳健，新能源业务短期承压

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	74,957	77,272	83,062	87,842	96,844
增长率 yoy（%）	5.2	3.1	7.5	5.8	10.2
归母净利润（百万元）	10,624	8,777	9,314	9,859	10,718
增长率 yoy（%）	17.9	-17.4	6.1	5.9	8.7
ROE（%）	11.9	7.9	7.9	7.8	7.9
EPS 最新摊薄（元）	0.52	0.43	0.45	0.48	0.52
P/E（倍）	17.6	21.3	20.1	19.0	17.5
P/B（倍）	2.1	1.7	1.6	1.5	1.5

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：公司发布 2025 三季报。2025 年前三季度，公司实现营业收入 616.35 亿元，同比+8.16%；归母净利润 80.02 亿元，同比-10.42%；扣非归母净利润 79.58 亿元，同比-10.24%。基本每股收益 0.389 元/股，同比-17.58%；加权平均净资产收益率 7.11%，同比-2.46pct。

从单季度来看，2025 年 Q3 公司实现营收 206.62 亿元，同比+5.72%，环比-0.19%；实现归母净利润 23.36 亿元，同比-23.45%，环比-7.64%；实现扣非净利润 23.27 亿元，同比-23.57%，环比-6.85%。

发电量增长驱动营收提升，新能源业务致归母净利润短期承压。2025 年前三季度，公司营收同比增长 8.16%，主要得益于发电量的稳步提升。前三季度累计商运发电量为 1843.64 亿千瓦时，同比+14.95%；上网电量累计为 1740.95 亿千瓦时，同比+15.20%。但从盈利能力来看，公司前三季度归母净利润同比-10.42%，短期承压，这主要系新能源项目增收不增利（新能源业务前三季度实现归母净利润 5.35 亿元，同比-67.96%），且新能源上年发行两期类 REITS、市场化债转股稀释归母净利润，增资引战导致归母净利润比例下降。但从公司核电业务来看，实现归母净利润 74.67 亿元，同比+2.81%，核电主业仍保持稳健。

核电：主业基本盘稳固，成长路径清晰且确定性高。截至 2025 年 9 月 30 日，公司核电控股在运机组 26 台，装机容量 2500.00 万千瓦。从发电量来看，受益于漳州 1 号机组商运及福清核电机组检修天数同比减少，前三季度控股核电机组发电量累计为 1510.08 亿千瓦时，同比+11.33%；上网电量累计为 1412.83 亿千瓦时，同比+11.44%；核电机组平均利用小时数约 6046 小时。展望未来，截至 9 月底，公司控股在建及核准待建机组 19 台，装机容量 2185.90 万千瓦，占在运装机容量的 87.44%。这些机组预计在未来 5-6 年内陆续投产，其中漳州二号机组预计于今年年底具备商运条件，标志着公司进入新一轮密集的产能投放周期，为远期业绩增长提供了坚实保障。

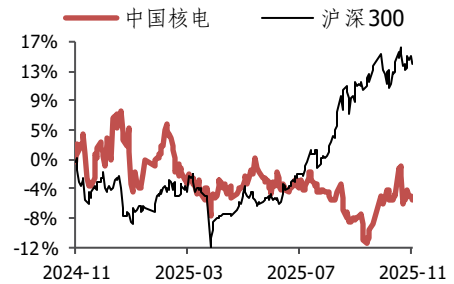
新能源：高速扩张下归母净利润下滑，拟推动第三期类 REITs 发行。截至 2025 年 9 月 30 日，公司新能源控股在运装机容量 3348.47 万千瓦（其中：风电 1049.13 万千瓦+光伏 2299.34 万千瓦），另控股独立储能电站 165.10 万千瓦，控股在建装机容量 738.78 万千瓦（其中：风电 194.64 万千瓦+光伏 544.13

买入（维持评级）

股票信息

行业	电力及公用事业
2025 年 11 月 11 日收盘价（元）	9.06
总市值（百万元）	186,346.10
流通市值（百万元）	171,082.56
总股本（百万股）	20,568.00
流通股本（百万股）	18,883.28
近 3 月日均成交额（百万元）	1,227.90

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号：S1070520030003

邮箱：yuximeng@cgws.com

分析师 范杨春晓

执业证书编号：S1070521050001

邮箱：fycx@cgws.com

分析师 张靖苗

执业证书编号：S1070524070005

邮箱：zhjingmiao@cgws.com

分析师 何郭香池

执业证书编号：S1070523110002

邮箱：hgxc@cgws.com

分析师 杨天放

执业证书编号：S1070524080003

邮箱：yangtianfang@cgws.com

相关研究

- 《核电盈利稳健，首次进行中期分红》2025-09-05
- 《国之重器，兼具成长性与确定性——中国核电（601985.SH）深度报告》2025-01-02

万千瓦)。受益于装机规模扩大,前三季度控股新能源机组发电量达 333.56 亿千瓦时,同比+34.77%。上网电量 328.12 亿千瓦时,同比+34.82% (其中风电 143.62 亿千瓦时,同比+29.28%; 光伏 189.95 亿千瓦时,同比+39.25%)。虽然从盈利能力来看,公司新能源业务短期承压,但这亦是行业短期阵痛下面临的普遍困境,目前公司管理层已明确表示未来新能源项目将结合行业发展趋势做稳妥调整,公司投资项目会严格按照相关收益率要求进行决策。这将有助于稳定控制资本开支、稳定集团整体的盈利水平。此外,中国核电拟通过控股子公司中核汇能发行权益型并表类 REITs (三期),发行规模约 25.36 亿元,以盘活新能源存量资产,优化财务结构,募集资金将用于偿还底层资产外部负债及并购其他新能源项目,降低资产负债率,公司新能源业务有望向高质量发展跃进。

投资建议: 核电行业增长预期明确,受高利用小时数、合理电价、折旧及财务费用长期下降的趋势等利好因素影响,行业规模及利润都将持续增长;公司作为国内核电行业领先企业,受益行业增长,叠加自身规模优势、技术优势及充裕的在建机组储备,成长性与确定性兼备。此外,公司首次推出中期分红,持续提升股东回报。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 830.62、878.42、968.44 亿元,同比增长 7.5%、5.8%、10.2%,实现归母净利润 93.14、98.59、107.18 亿元,同比增长 6.1%、5.9%、8.7%,对应 EPS 分别为 0.45、0.48、0.52 元,当前股价对应的 PE 倍数为 20.1X、19.0X、17.5X。维持“买入”评级。

风险提示: 核电机组建设进度不及预期。新增核电机组核准不及预期。核电厂安全性风险。上游原材料价格波动风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	68240	84182	86778	93156	98315
现金	9774	19738	21293	19692	20196
应收票据及应收账款	21414	24685	21265	29162	25404
其他应收款	1790	2093	2081	2333	2533
预付账款	4845	2743	5414	3213	6298
存货	26423	30860	32636	34696	39727
其他流动资产	3995	4062	4089	4060	4157
非流动资产	471027	575557	620956	670069	718752
长期股权投资	7580	8411	8681	9016	9319
固定资产	276924	299237	350066	396943	442931
无形资产	3803	7417	8567	9876	11481
其他非流动资产	182719	260492	253642	254233	255021
资产总计	539267	659739	707734	763224	817067
流动负债	97598	101743	107619	127094	150107
短期借款	19864	29076	24470	35360	49233
应付票据及应付账款	22408	26866	26530	30732	30352
其他流动负债	55326	45801	56619	61002	70521
非流动负债	278871	348628	376113	396996	411278
长期借款	253255	319268	346752	367635	381917
其他非流动负债	25616	29361	29361	29361	29361
负债合计	376469	450371	483732	524090	561385
少数股东权益	71848	99151	107444	116222	125765
股本	18883	20568	20568	20568	20568
资本公积	27336	40206	40206	40206	40206
留存收益	43411	48102	58666	69849	82006
归属母公司股东权益	90950	110217	116559	122912	129916
负债和股东权益	539267	659739	707734	763224	817067

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	43126	40721	45835	42710	52884
净利润	19411	16553	17607	18638	20261
折旧摊销	16495	17860	18125	21806	25579
财务费用	7302	6844	7918	8465	9326
投资损失	-382	-411	-330	-401	-365
营运资金变动	-569	-1334	2211	-6052	-2165
其他经营现金流	869	1208	304	254	249
投资活动现金流	-71712	-94945	-63159	-70494	-73867
资本支出	67100	90708	63254	70583	73959
长期投资	-1647	-1051	-270	-335	-303
其他投资现金流	-2965	-3186	365	424	394
筹资活动现金流	22332	64490	18879	17596	6462
短期借款	4500	9211	-4606	10890	13874
长期借款	35745	66012	27484	20883	14282
普通股增加	23	1685	0	0	0
资本公积增加	-64	12870	0	0	0
其他筹资现金流	-17871	-25289	-4000	-14177	-21694
现金净增加额	-6263	10247	1555	-10188	-14521

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	74957	77272	83062	87842	96844
营业成本	41510	44116	48901	51855	57316
营业税金及附加	1032	1077	1155	1212	1336
销售费用	115	62	68	61	65
管理费用	3828	4027	4319	4506	4939
研发费用	1384	1375	1462	1502	1637
财务费用	7302	6844	7918	8465	9326
资产和信用减值损失	-292	-564	-339	-277	-278
其他收益	2711	2753	2732	2742	2737
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	382	411	330	401	365
资产处置收益	58	11	35	23	29
营业利润	22646	22382	21998	23129	25078
营业外收入	459	260	131	295	377
营业外支出	124	78	70	74	72
利润总额	22981	22564	22059	23350	25383
所得税	3571	6011	4451	4712	5122
净利润	19411	16553	17607	18638	20261
少数股东损益	8787	7776	8293	8778	9543
归属母公司净利润	10624	8777	9314	9859	10718
EBITDA	46227	46978	47827	53428	60123
EPS (元/股)	0.52	0.43	0.45	0.48	0.52

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	5.2	3.1	7.5	5.8	10.2
营业利润 (%)	15.3	-1.2	-1.7	5.1	8.4
归属母公司净利润 (%)	17.9	-17.4	6.1	5.9	8.7
获利能力					
毛利率 (%)	44.6	42.9	41.1	41.0	40.8
净利率 (%)	25.9	21.4	21.2	21.2	20.9
ROE (%)	11.9	7.9	7.9	7.8	7.9
ROIC (%)	6.0	4.2	4.4	4.3	4.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.8	68.3	68.3	68.7	68.7
净负债比率 (%)	195.7	180.7	181.9	187.2	188.7
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	3.9	3.4	3.6	3.5	3.6
应付账款周转率	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.43	0.45	0.48	0.52
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.10	1.98	2.23	2.08	2.57
每股净资产 (最新摊薄)	4.37	5.31	5.60	5.90	6.23
估值比率					
P/E	17.6	21.3	20.1	19.0	17.5
P/B	2.1	1.7	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	12.5	14.1	14.7	14.0	13.2

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686