

公司研究

26Q1 业绩阶段性承压，核电机制电价将维稳板块盈利水平

——中国核电（601985.SH）2025 年报暨 2026 年第一季度报点评

要点

事件:公司发布 2025 年报及 2026 年第一季度报。公司 2025 年实现营收 820.75 亿元同比+6.22%；归母净利润 93.04 亿元，同比+6.00%。公司拟实施 2025 年末现金分红 0.16 元/股（含税）。公司 2026Q1 实现营收 189.25 亿元，同比-6.65%；归母净利润 20.64 亿元，同比-34.19%。

公司核电以及绿电发电业务量、价均下行，导致 Q1 业绩承压。核电方面，26Q1 上网电量 448.51 亿千瓦时，同比-3.28%（核电机组期间开展检修的天数多于去年同期）；根据我们的测算，26Q1 核电上网电价为 0.348 元/千瓦时（除税），同比-1.2 分/千瓦时，对应-3.4%。26Q1，核电收入同比-10.97 亿元，同比-6.56%；归母净利润同比-6.33 亿元，同比-21.65%。新能源方面，26Q1 上网电量为 100.74 亿千瓦时，同比-0.05%；根据我们的测算，26Q1 新能源平均上网电价为 0.326 元/千瓦时（除税），同比-2.5 分/千瓦时，对应-7.02%。26Q1 新能源收入同比-2.5 亿元，同比-7.07%；归母净利润同比-4.37 亿元，同比-206.72%。此外，1) 核电增值税返还同比减少，2) 25 年中核汇能完成第三期类 REITs 发行，稀释汇能归母净利润，从而进一步稀释公司归母净利润。

在建机组充沛，未来增长明确。截至 26M3，公司控股在建核电机组 13 台，装机容量 1514.8 万千瓦。其中：辽宁地区（装机容量 513.0 万千瓦）、江苏地区（253.0 万千瓦）、徐圩核能供热发电厂一期工程 1 号机组（122.2 万千瓦）、浙江地区（250.2 万千瓦）、金七门 1 台机组（121.5 万千瓦）、福建地区（242.4 万千瓦）、海南小堆（12.5 万千瓦）。新能源控股在建装机容量 793.17 万千瓦，控股抽水蓄能在建装机容量 180 万千瓦。

核电引入机制电价，有望维稳板块电价。核电机制电价的引入有望提升辽宁省内核电机组综合上网电价。26 年 4 月，辽宁已进入核电机制电价结算阶段，核电差价合约费用确认 0.041 元/千瓦时。和辽宁省类似，广东、广西、浙江 26 年年度长协电价同比下行显著，核电盈利承压。我们认为未来持续建设核电机组背景下，提升核电盈利水平至关重要，其他地区也有望引入核电机制电价。

盈利预测、估值与评级：公司核电及新能源电价持续下行，我们下调公司 2026E-2027E 归母净利润至 82.93/92.30 亿元（前值为 107.36/121.84 亿元），并新增 2028 年归母净利润预测为 113.26 亿元，折合 EPS 分别为 0.40/0.45/0.55 元，对应 PE 为 22/20/16 倍。考虑到：1) 公司核电及新能源发电装机持续扩张，未来增长确定性强；2) 核电引入机制电价，有望维稳核电电价，维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济增速下行导致用电量增速不及预期、市场化电价边际下行、核电运营安全风险、项目建设进度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	77,272	82,075	84,016	91,020	105,548
营业收入增长率	3.09%	6.22%	2.36%	8.34%	15.96%
归母净利润（百万元）	8,777	9,304	8,293	9,230	11,326
归母净利润增长率	-17.38%	6.00%	-10.86%	11.29%	22.72%
EPS（元）	0.46	0.45	0.40	0.45	0.55
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.96%	7.84%	6.70%	7.12%	8.25%
P/E	19	20	22	20	16
P/B	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-30

买入（维持）

当前价：8.99 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：宋黎超

执业证书编号：S0930523060001

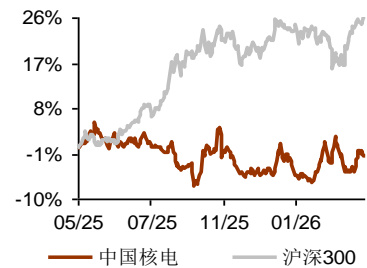
021-52523817

songlichao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	205.68
总市值(亿元):	1849.06
一年最低/最高(元):	8.35/9.83
近 3 月换手率:	45.88%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.21	1.86	-27.56
绝对	2.04	5.02	-1.33

资料来源：Wind

相关研报

核电业绩稳健增长，新能源电价持续承压——中国核电（601985.SH）2025 年中报点评（2025-08-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	77,272	82,075	84,016	91,020	105,548
营业成本	44,116	48,161	51,082	55,613	65,757
折旧和摊销	17,698	20,850	23,052	26,803	30,406
税金及附加	1,077	1,237	1,092	1,183	1,372
销售费用	62	100	102	111	128
管理费用	4,027	4,119	4,159	4,460	5,119
研发费用	1,375	1,440	1,512	1,638	1,900
财务费用	6,844	6,834	8,377	8,114	6,430
投资收益	411	309	400	400	400
营业利润	22,382	23,122	21,268	23,730	29,160
利润总额	22,564	23,289	21,496	23,922	29,356
所得税	6,011	5,318	4,909	5,463	6,704
净利润	16,553	17,971	16,587	18,459	22,652
少数股东损益	7,776	8,666	8,293	9,230	11,326
归属母公司净利润	8,777	9,304	8,293	9,230	11,326
EPS(元)	0.46	0.45	0.40	0.45	0.55

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	40,721	37,408	47,198	49,784	52,664
净利润	8,777	9,304	8,293	9,230	11,326
折旧摊销	17,698	20,850	23,052	26,803	30,406
净营运资金增加	3,370	8,092	132	4,755	9,440
其他	10,875	-838	15,720	8,997	1,492
投资活动产生现金流	-94,945	-94,679	-89,878	-91,692	-89,896
净资本支出	-90,707	-93,618	-89,720	-92,230	-90,301
长期投资变化	8,411	10,385	0	0	0
其他资产变化	-12,648	-11,445	-158	537	405
融资活动现金流	64,490	53,040	43,901	43,309	40,138
股本变化	1,685	0	0	0	0
债务净变化	67,035	60,703	55,570	54,740	50,259
无息负债变化	6,867	5,962	629	3,308	7,207
净现金流	10,247	-4,238	1,222	1,401	2,906

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	42.9%	41.3%	39.2%	38.9%	37.7%
EBITDA 率	61.8%	63.0%	62.3%	64.1%	62.3%
EBIT 率	38.7%	37.4%	34.9%	34.6%	33.5%
税前净利润率	29.2%	28.4%	25.6%	26.3%	27.8%
归母净利润率	11.4%	11.3%	9.9%	10.1%	10.7%
ROA	2.5%	2.4%	2.0%	2.1%	2.3%
ROE (摊薄)	8.0%	7.8%	6.7%	7.1%	8.3%
经营性 ROIC	3.8%	3.6%	3.1%	3.0%	3.1%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	68%	69%	70%	71%	71%
流动比率	0.83	0.82	0.82	0.86	0.98
速动比率	0.52	0.47	0.46	0.49	0.55
归母权益/有息债务	0.29	0.27	0.25	0.24	0.23
有形资产/有息债务	1.69	1.66	1.62	1.59	1.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	659,739	749,262	818,756	891,947	968,374
货币资金	19,738	15,582	16,803	18,204	21,110
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	24,651	25,373	24,524	26,569	30,810
应收票据	34	52	53	57	66
其他应收款 (合计)	2,093	2,182	2,234	2,420	2,807
存货	30,860	36,322	38,524	41,942	49,592
其他流动资产	3,808	3,690	3,787	4,137	4,863
流动资产合计	84,182	86,077	88,985	96,642	113,129
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	8,411	10,385	10,385	10,385	10,385
固定资产	299,227	351,984	425,624	491,474	550,378
在建工程	215,011	239,367	224,088	214,688	206,914
无形资产	6,162	7,680	7,637	7,596	7,558
商誉	5,771	5,419	5,419	5,419	5,419
其他非流动资产	27,869	35,760	35,760	35,760	35,760
非流动资产合计	575,557	663,185	729,771	795,304	855,245
总负债	450,371	517,036	573,235	631,283	688,750
短期借款	29,076	25,272	30,029	30,557	25,299
应付账款	25,082	26,607	28,095	30,587	36,166
应付票据	1,784	2,058	2,043	2,225	2,630
预收账款	7	13	0	0	0
其他流动负债	2,566	1,625	1,625	1,625	1,625
流动负债合计	101,743	105,513	109,167	111,737	115,108
长期借款	304,304	363,176	417,015	472,088	526,023
应付债券	14,964	11,964	11,964	11,964	11,964
其他非流动负债	6,890	7,472	7,472	7,472	7,472
非流动负债合计	348,628	411,523	464,068	519,546	573,642
股东权益	209,368	232,226	245,522	260,663	279,624
股本	20,568	20,568	20,568	20,568	20,568
公积金	46,650	50,611	51,440	52,363	53,496
未分配利润	41,658	46,513	50,687	55,676	62,177
归属母公司权益	110,217	118,718	123,720	129,632	137,266
少数股东权益	99,151	113,508	121,802	131,031	142,357

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.08%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
管理费用率	5.21%	5.02%	4.95%	4.90%	4.85%
财务费用率	8.86%	8.33%	9.97%	8.91%	6.09%
研发费用率	1.78%	1.75%	1.80%	1.80%	1.80%
所得税率	27%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.18	0.18	0.16	0.18	0.22
每股经营现金流	2.16	1.82	2.29	2.42	2.56
每股净资产	5.84	5.77	6.02	6.30	6.67
每股销售收入	4.09	3.99	4.08	4.43	5.13

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	19	20	22	20	16
PB	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	15.8	16.4	17.5	16.9	16.1
股息率	2.0%	2.0%	1.8%	2.0%	2.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼