

# 中国核电 (601985.SH)

优于大市

电价下降致业绩有所承压，静待在建核电集中投产期

## 核心观点

**发电量持续增长，电价下行拖累业绩增速。**2025 年公司实现营业收入 820.75 亿元，同比增加 6.22%，其中核电营业收入 671.07 亿元，同比增长 4.02%；实现归母净利润 93.04 亿元，同比增长 6%，其中核电归母净利润 89.58 亿元，同比增长 18.53%。公司全年累计商运发电量 2444.30 亿 kWh，同比增长 12.98%，其中核电发电量 2008.07 亿 kWh，同比增长 9.66%；新能源发电量 436.23 亿 kWh，同比增长 31.29%。公司累计上网电量 2307.47 亿 kWh，同比增长 13.15%，其中核电上网电量 1878.47 亿 kWh，同比增长 9.69%；新能源上网电量 429.00 亿 kWh，同比增长 31.34%。公司全口径上网电价 0.3899 元/kWh，较上年同期降低 0.0261 元/kWh。

2026 年一季度，公司实现营业收入 189.25 亿元，同比减少 6.65%；归母净利润 20.64 亿元，同比减少 34.19%。公司一季度业绩下降主要系发电量减少、电价下降导致发电收入减少，以及大修机组同比增加导致成本增加所致。其中，核电收入同比减少 10.97 亿元或 6.56%，归母净利润同比减少 6.33 亿元或 21.65%，主要系 7 台机组大修，大修成本同比增加，以及发电量减少、电价同比下降及增值税返还同比减少所致；新能源收入同比减少 2.50 亿元或 7.07%，归母净利润同比减少 4.37 亿元或 206.72%，主要系新能源综合电价同比下降及中核汇能第三期类 REITs 发行后公司归母净利润受稀释综合影响所致。

**核电机组有序建设，密集投产期临近。**截至 2026 年一季度，公司控股核电在运机组 27 台，装机容量 2621.2 万千瓦；控股核电在建及核准待建机组 18 台，装机容量 2067.5 万千瓦。公司 2026/2027/2028/2029 年预计投产的机组数量分别为 2/4/2/3 台，密集投产期将近，成长动能充足。

**新能源业务战略收缩，装机增速放缓。**截至 2026 年 3 月 31 日，控股新能源在运装机容量 3400.47 万千瓦，包括风电 1072.34 万千瓦、光伏 2328.13 万千瓦，另控股独立储能电站 185.10 万千瓦；控股新能源在建装机容量 787.34 万千瓦，包括风电 259.49 万千瓦，光伏 527.85 万千瓦。2026 年一季度公司新增控股在运新能源装机容量 36.37 万千瓦，较上年同期下降 66.8%；其中风电新增 9.66 万千瓦，同比下降 77.8%；光伏新增 26.71 万千瓦，同比下降 59.6%。

**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。考虑到公司上网电价有所下降，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 85.9/96.3/106.6 亿元（2026-2027 年原为 100.0/110.9 亿元，新增 2028 年预测），同比增速 -8%/12%/11%，对应当前股价 PE 为 22/19/17X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	77,272	82,075	85,298	94,731	104,008
(+/-%)	3.1%	6.2%	3.9%	11.1%	9.8%
净利润(百万元)	8777	9304	8586	9627	10662
(+/-%)	-17.4%	6.0%	-8%	12%	11%
每股收益(元)	0.43	0.45	0.42	0.47	0.52
EBIT Margin	37.2%	36.2%	35.8%	35.5%	35.3%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	7.8%	6.9%	7.4%	7.9%

## 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：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 9.07 元  
总市值/流通市值 186552/171271 百万元  
52 周最高价/最低价 9.85/8.37 元  
近 3 个月日均成交额 1461.87 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)-业绩因新能源业务归母净利润下降承压，核电风电增值税政策调整》——2025-11-04
- 《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

市盈率 (PE)	21.1	19.9	21.5	19.2	17.3
EV/EBITDA	13.7	13.9	13.2	12.9	12.5
市净率 (PB)	1.68	1.56	1.49	1.43	1.36

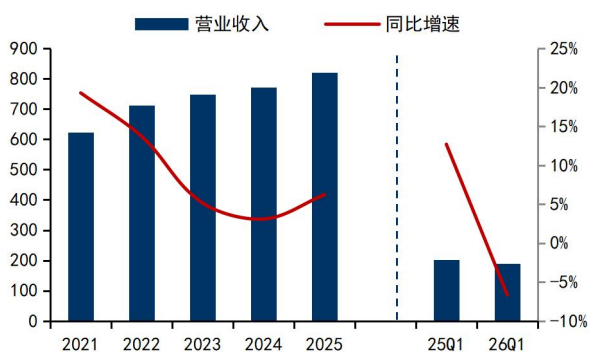
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**发电量持续增长，电价下行拖累业绩增速。**2025 年公司实现营业收入 820.75 亿元，同比增加 6.22%，其中核电营业收入 671.07 亿元，同比增长 4.02%；实现归母净利润 93.04 亿元，同比增长 6%，其中核电归母净利润 89.58 亿元，同比增长 18.53%。公司全年累计商运发电量 2444.30 亿 kWh，同比增长 12.98%，其中核电发电量 2008.07 亿 kWh，同比增长 9.66%；新能源发电量 436.23 亿 kWh，同比增长 31.29%。公司累计上网电量 2307.47 亿 kWh，同比增长 13.15%，其中核电上网电量 1878.47 亿 kWh，同比增长 9.69%；新能源上网电量 429.00 亿 kWh，同比增长 31.34%。公司全口径上网电价 0.3899 元/kWh，较上年同期降低 0.0261 元/kWh。

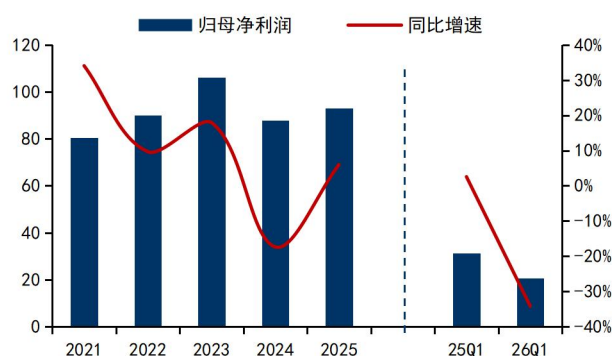
2026 年一季度，公司实现营业收入 189.25 亿元，同比减少 6.65%；归母净利润 20.64 亿元，同比减少 34.19%。公司一季度业绩下降主要系发电量减少、电价下降导致发电收入减少，以及大修机组同比增加导致成本增加所致。其中，核电收入同比减少 10.97 亿元或 6.56%，归母净利润同比减少 6.33 亿元或 21.65%，主要系 7 台机组大修，大修成本同比增加，以及发电量减少、电价同比下降及增值税返还同比减少所致；新能源收入同比减少 2.50 亿元或 7.07%，归母净利润同比减少 4.37 亿元或 206.72%，主要系新能源综合电价同比下降及中核汇能第三期类 REITs 发行后公司归母净利润受稀释综合影响所致。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



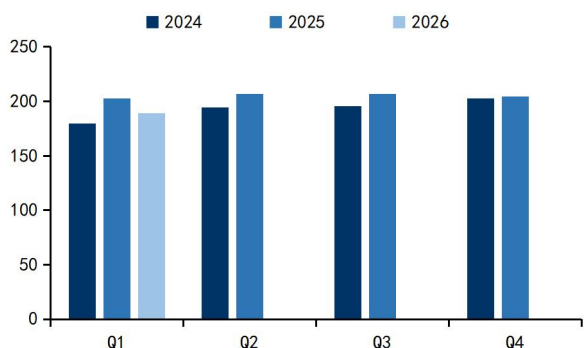
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



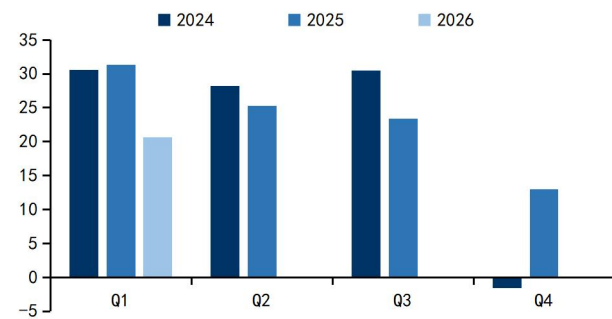
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



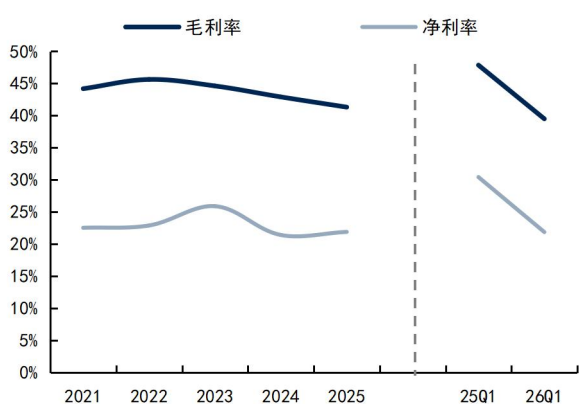
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**电价下行拖累盈利能力有所减弱。**2025 年及 2026 年一季度公司上网电价有所下降，盈利能力减弱，2025 年毛利率为 41.32%，同比下降 1.59pct；但由于 2024

年公司税收口径有所变化，计提和补缴增值税返还对应所得税费用，2025 年净利率为 21.90%，同比升高 0.48pct。2026 年一季度公司毛利率为 39.50%，净利率为 21.87%，同比分别降低 8.36、8.56pct，下降明显。

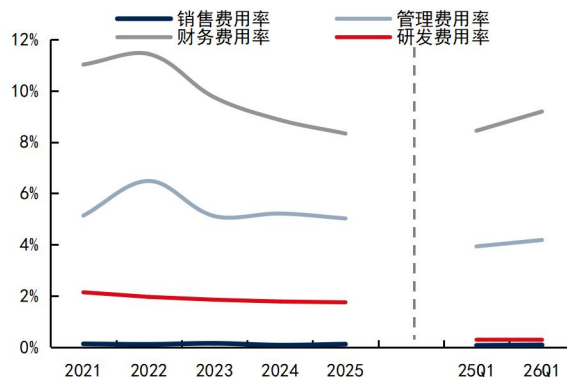
**费用情况控制较好。**2025 年公司经营期间费用率合计 15.22%，较上年同期下降 0.71pct，其中销售费用率 0.12%，同比提高 0.04pct；管理费用率 5.02%，同比下降 0.19pct；财务费用率 8.33%，同比下降 0.53pct，主要系商运核电项目贷款逐步归还和取得低利率借款导致利息费用同比减少所致；研发费用率 1.75%，同比下降 0.03pct。2026 年一季度公司经营期间费用率为 13.76%，同比上升 1.03pct，主要系营业收入同比下降及利息费用小幅增长所致，其中销售费用率 0.09%，同比提高 0.02pct；管理费用率 9.19%，同比提高 0.75%；财务费用率 9.19%，同比提高 0.75pct；研发费用率 0.30%，同比提高 0.01pct。

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

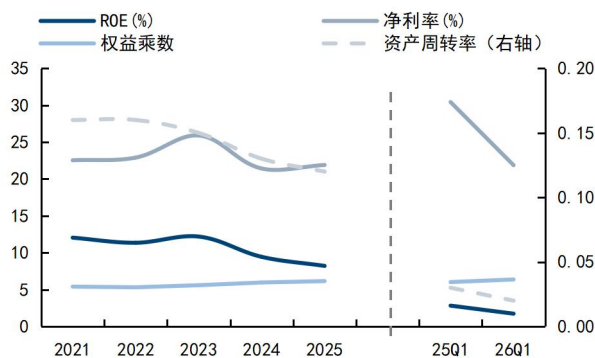


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**ROE 同比下降。**2025 年公司 ROE 为 8.21%，同比下降 1.23pct，公司资产周转率为 0.12 次，同比降低 0.01 次；权益乘数为 6.15，同比提高 0.19。2026 年一季度，公司 ROE 为 1.73%，同比下降 1.09pct，主要系净利率下降所致，公司资产周转率为 0.02 次，同比下降 0.01 次；权益乘数为 6.37，同比提高 0.35。

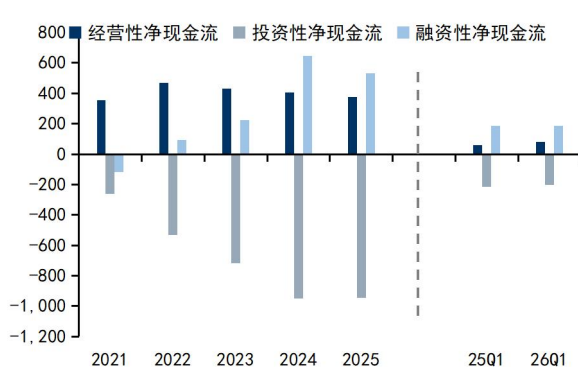
**现金流情况较为稳定。**2025 年公司经营性现金净流入 374.08 亿元，同比减少 8.14%，主要系发电收到售电款增加低于购买商品、接受劳务和支付税费现金流增加所致；投资性现金净流出 946.79 亿元，同比略减 0.28%，主要系核电项目基建投入增加和新能源项目投资减少综合影响所致；融资性现金净流入 530.40 亿元，同比减少 17.75%，主要系根据新能源发展策略，本期筹资净流入小于上年同期。2026 年一季度，经营性现金净流入 81.31 亿元，同比增加 41.70%，主要系购买商品、接受劳务和支付税费现金流减少所致；投资性现金净流出 204.35 亿元，同比减少 4.63%；融资性现金净流入 184.59 亿元，同比减少 0.47%。

图7: 公司 ROE 及杜邦分析



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

**核电机组有序建设，密集投产期临近。**截至2026年3月31日，公司控股核电在运机组27台，装机容量2621.2万千瓦；控股核电在建及核准待建机组18台，装机容量2067.5万千瓦。公司2026/2027/2028/2029年预计投产的机组数量分别为2/4/2/3台，密集投产期将近，成长动能充足。

表1: 中国核电在建核电站情况 (截至2026/3/31)

核电机组	装机容量 (万 kW)	项目阶段	投产预期
江苏核电田湾7号机组	126.5	调试阶段	2026年
海南核电小堆机组	12.5	调试阶段	2026年
辽宁核电徐大堡3号机组	127.4	调试阶段	2027年
三门核电3号机组	125.1	调试阶段	2027年
江苏核电田湾8号机组	126.5	安装阶段	2027年
三门核电4号机组	125.1	安装阶段	2027年
辽宁核电徐大堡1号机组	129.1	安装阶段	2028年
辽宁核电徐大堡4号机组	127.4	安装阶段	2028年
漳州核电3号机组	121.2	安装阶段	2029年
辽宁核电徐大堡2号机组	129.1	土建阶段	2029年
漳州核电4号机组	121.2	土建阶段	2029年
金七门1号机组	121.5	土建阶段	2030年
徐圩1号机组	122.2	土建阶段	2031年
<b>合计</b>	<b>1514.8</b>		

资料来源: 南网储能, 国信证券经济研究所整理

**新能源业务战略收缩，装机增速放缓。**截至2026年3月31日，控股新能源在运装机容量3400.47万千瓦，包括风电1072.34万千瓦、光伏2328.13万千瓦，另控股独立储能电站185.10万千瓦；控股新能源在建装机容量787.34万千瓦，包括风电259.49万千瓦，光伏527.85万千瓦。2026年一季度公司新增控股在运新能源装机容量36.37万千瓦，较上年同期下降66.8%；其中风电新增9.66万千瓦，同比下降77.8%；光伏新增26.71万千瓦，同比下降59.6%。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司上网电价有所下降，下调盈利预测，预计2025-2027年公司归母净利润85.9/96.3/106.6亿元（2026-2027年原为100.0/110.9亿元，新增2028年预测），同比增速-8%/12%/11%，对应当前股价PE为22/19/17X，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (25A)	PEG (26E)	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E			
003816.SZ	中国广核	4.64	2,343	0.19	0.21	0.24	0.25	24.0	22.1	19.3	18.6	9.1%	1.78	优于大市
600900.SH	长江电力	27.05	6,619	1.41	1.49	1.53	1.56	19.2	18.2	17.7	17.3	15.9%	4.36	优于大市
600025.SH	华能水电	9.63	1,794	0.46	0.49	0.51	0.53	21.1	19.8	19.0	18.3	12.9%	3.62	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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	19738	15582	5000	5000	5000	营业收入	77272	82075	85298	94731	104008
应收款项	26777	27607	28218	31338	34407	营业成本	44116	48161	50323	55840	61239
存货净额	30860	36322	30511	34905	39071	营业税金及附加	1077	1237	1285	1427	1567
其他流动资产	6751	6567	8091	8986	9866	销售费用	62	100	104	115	126
<b>流动资产合计</b>	<b>84182</b>	<b>86077</b>	<b>71819</b>	<b>80229</b>	<b>88344</b>	管理费用	4027	4119	4572	5044	5508
固定资产	515003	592095	639954	688955	729459	研发费用	1375	1440	1496	1662	1824
无形资产及其他	6162	7680	7373	7065	6758	财务费用	6844	6834	9787	10352	10907
投资性房地产	45982	53024	53024	53024	53024	投资收益	411	309	309	309	309
长期股权投资	8411	10385	11952	13519	15086	资产减值及公允价值变动	(499)	(496)	(572)	(620)	(667)
<b>资产总计</b>	<b>659739</b>	<b>749262</b>	<b>784123</b>	<b>842793</b>	<b>892672</b>	其他收入	1323	1685	1538	1373	1210
短期借款及交易性金融负债	60395	65226	101635	148949	189993	营业利润	22382	23122	20501	23014	25513
应付款项	26866	28665	25433	29010	32377	营业外净收支	182	167	228	228	228
其他流动负债	14482	11623	14114	16082	17955	<b>利润总额</b>	<b>22564</b>	<b>23289</b>	<b>20729</b>	<b>23242</b>	<b>25741</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>101743</b>	<b>105513</b>	<b>141182</b>	<b>194041</b>	<b>240325</b>	所得税费用	6011	5318	4146	4648	5148
长期借款及应付债券	319268	375140	361021	352354	340313	少数股东损益	7776	8666	7997	8967	9931
其他长期负债	29361	36383	40076	43769	47463	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>8777</b>	<b>9304</b>	<b>8586</b>	<b>9627</b>	<b>10662</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>348628</b>	<b>411523</b>	<b>401097</b>	<b>396123</b>	<b>387775</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>450371</b>	<b>517036</b>	<b>542279</b>	<b>590164</b>	<b>628100</b>	净利润	8777	9304	8586	9627	10662
少数股东权益	99151	113508	118147	123347	129107	资产减值准备	415	(3)	2	42	42
股东权益	110217	118718	123697	129281	135465	折旧摊销	17698	20850	24644	26375	28190
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>659739</b>	<b>749262</b>	<b>784123</b>	<b>842793</b>	<b>892672</b>	公允价值变动损失	499	496	572	620	667
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	6844	6834	9787	10352	10907
	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(14473)	(7213)	6631	871	860
每股收益	0.43	0.45	0.42	0.47	0.52	其它	3717	5221	4636	5159	5718
每股红利	0.20	0.18	0.18	0.20	0.22	<b>经营活动现金流</b>	<b>16633</b>	<b>28655</b>	<b>45071</b>	<b>42693</b>	<b>46138</b>
每股净资产	5.36	5.77	6.01	6.29	6.59	资本开支	(101746)	(96912)	(72770)	(75731)	(69096)
ROIC	2.82%	2.57%	2%	2%	2%	其它投资现金流	2	55	0	0	0
ROE	7.96%	7.84%	7%	7%	8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(102575)</b>	<b>(98831)</b>	<b>(74337)</b>	<b>(77297)</b>	<b>(70663)</b>
毛利率	43%	41%	41%	41%	41%	权益性融资	(18)	19524	0	0	0
EBIT Margin	37%	36%	36%	36%	35%	负债净变化	59451	58872	(14419)	(9167)	(12641)
EBITDA Margin	60%	62%	65%	63%	62%	支付股利、利息	(4114)	(3702)	(3606)	(4043)	(4478)
收入增长	3%	6%	4%	11%	10%	其它融资现金流	(14749)	(63844)	36409	47314	41044
净利润增长率	-17%	6%	-8%	12%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>95906</b>	<b>66020</b>	<b>18684</b>	<b>34604</b>	<b>24525</b>
资产负债率	83%	84%	84%	85%	85%	<b>现金净变动</b>	<b>9964</b>	<b>(4156)</b>	<b>(10582)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股息率	2.2%	2.0%	2.0%	2.2%	2.4%	货币资金的期初余额	9774	19738	15582	5000	5000
P/E	21.1	19.9	21.5	19.2	17.3	货币资金的期末余额	19738	15582	5000	5000	5000
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	企业自由现金流	(77446)	(60334)	(17067)	(21556)	(10637)
EV/EBITDA	13.7	13.9	13.2	12.9	12.5	权益自由现金流	(32745)	(70657)	(2907)	8310	9040

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所提及的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