中国核电（601985.SH）

优于大市

三季度业绩企稳修复，静待电价回升及机组投产释放增量

核心观点

单三季度营收与归母净利润恢复同比增长。2026 年前三季度，公司实现营业收入 598.48 亿元，追溯调整后同比下降 2.90%；归母净利润为 60.66 亿元，追溯调整后同比下降 24.20%。分业务看，核电收入同比减少 8.35 亿元，归母净利润同比减少 9.59 亿元，主要系大修增加、发电量增长带动折旧和核燃料成本增加、乏燃料处置费计提增加及增值税返还减少。新能源收入同比减少 9.51 亿元，归母净利润同比减少 9.77 亿元，主要受综合电价下降、项目转固后折旧增加，以及类 REITs 和公募 REITs 发行稀释中核汇能归母利润影响。单第三季度，公司实现营业收入 214.51 亿元，追溯调整后同比增长 3.82%，环比增长 10.15%；实现归母净利润 24.25 亿元，追溯调整后同比增长 3.80%，环比增长 53.79%。

核电机组有序建设，密集投产期临近。公司目前控股核电在运机组 27 台，装机容量 2621.2 万千瓦；在建及核准待建机组共 22 台，总装机容量 2563.5 万千瓦，其中 2026 年 7 月 31 日最新核准辽宁庄河核电 1、2 号机组和浙江金七门核电 3、4 号机组。2026 年上半年，三门 3 号、田湾 8 号启动冷态功能试验转入调试阶段；漳州 3 号、徐大堡 1 号完成反应堆厂房穹顶吊装转入安装阶段；徐圩 1 号、金七门 2 号机组 FCD。公司即将进入核电项目密集投产期，成长确定性较强。

新能源业务战略收缩，装机增速放缓。截至 2026 年三季度末，公司新能源控股在运装机容量 3591.56 万千瓦，包括风电 1119.11 万千瓦、光伏 2472.45 万千瓦，另控股独立储能电站 206.10 万千瓦；控股在建装机容量 926.36 万千瓦，包括风电 390.62 万千瓦，光伏 535.74 万千瓦。前三季度风电增加 56.43 万千瓦，较上年同期下降 38.2%；光伏增加 171.03 万千瓦，较上年同期下降 42.5%。公司新能源装机增速显著放缓，资本开支压力下降。

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：调整盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到各省电价出现回升信号，2027 年公司核电盈利能力有望修复，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 75.7/99.2/109.5（原为 75.8/95.3/105.3 亿元），同比增速-19%/31%/10%，对应当前股价 PE 为 26/20/18X，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	81,918	95,434	104,690
（+/-%）	3.1%	6.2%	-0.2%	16.5%	9.7%
净利润（百万元）	8777	9304	7572	9925	10949
（+/-%）	-17.4%	6.0%	-19%	31%	10%
每股收益（元）	0.43	0.45	0.37	0.48	0.53
EBIT Margin	37.2%	36.2%	34.1%	35.9%	35.7%
净资产收益率（ROE）	8.0%	7.8%	6.2%	7.7%	8.1%
市盈率（PE）	22.7	21.4	26.3	20.1	18.2
EV/EBITDA	14.0	14.2	14.1	13.0	12.6
市净率（PB）	1.81	1.68	1.62	1.55	1.47

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

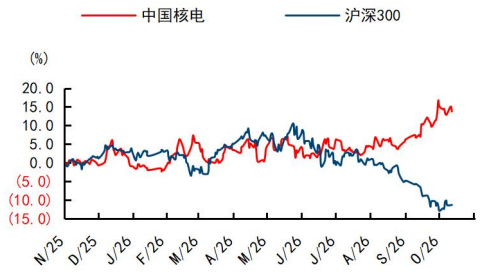
证券分析师：刘汉轩
010-88005198
liuhanxuan@guosen.com.cn
S0980524120001

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	9.69 元
总市值/流通市值	199304/182979 百万元
52 周最高价/最低价	9.96/8.46 元
近 3 个月日均成交额	843.80 百万元

市场走势



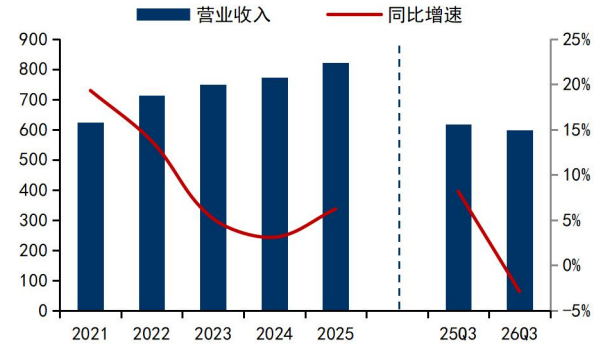
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国核电（601985.SH）-电量电价双双承压，静待在建核电集中投产期》——2026-09-09
《中国核电（601985.SH）-电价下降致业绩有所承压，静待在建核电集中投产期》——2026-05-12
《中国核电（601985.SH）-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》——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

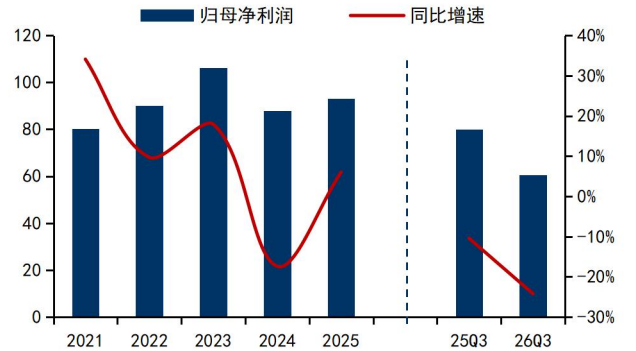
单三季度营收与归母净利润恢复同比增长。2026 年前三季度，公司实现营业收入 598.48 亿元，追溯调整后同比下降 2.90%；归母净利润为 60.66 亿元，追溯调整后同比下降 24.20%。分业务看，核电收入同比减少 8.35 亿元，归母净利润同比减少 9.59 亿元，主要系大修增加、发电量增长带动折旧和核燃料成本增加、乏燃料处置费计提增加及增值税返还减少。新能源收入同比减少 9.51 亿元，归母净利润同比减少 9.77 亿元，主要受综合电价下降、项目转固后折旧增加，以及类 REITs 和公募 REITs 发行稀释中核汇能归母利润影响。单第三季度，公司实现营业收入 214.51 亿元，追溯调整后同比增长 3.82%，环比增长 10.15%；实现归母净利润 24.25 亿元，追溯调整后同比增长 3.80%，环比增长 53.79%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



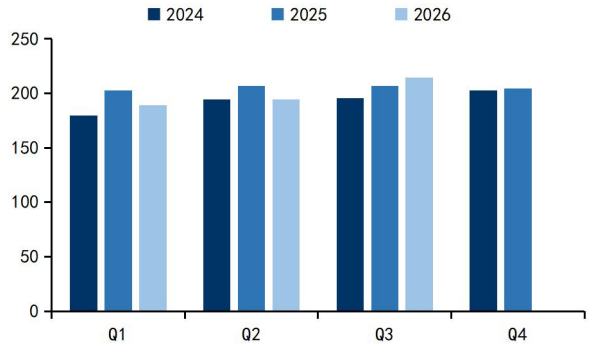
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



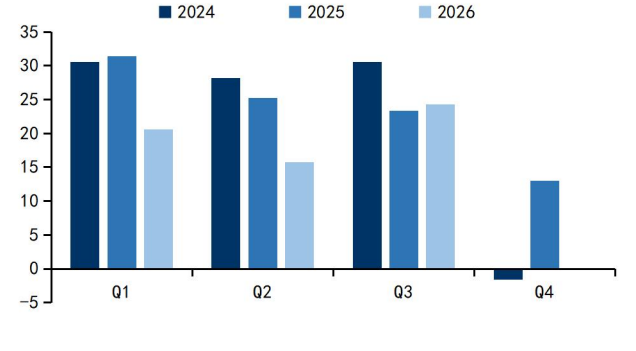
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）



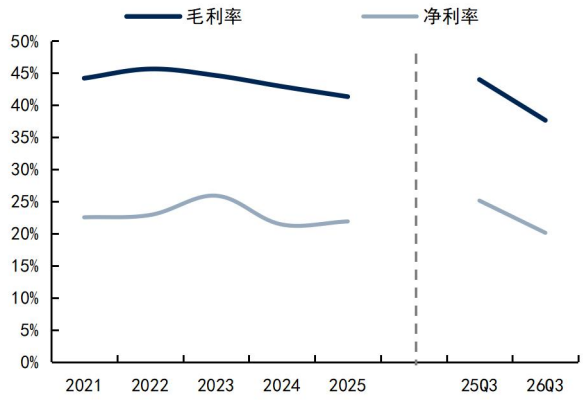
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

电价下行拖累盈利能力有所减弱，费用率相对稳定。公司毛利率为 37.64%，同比下降 6.34pct；净利率为 20.13%，同比下降 5.01pct。公司发电量同比增长，但电价下降影响发电收入，同时大修、折旧及核燃料等成本增加，导致公司盈利能力有所下降。前三季度公司销售费用为 0.66 亿元，同比下降 8.84%；管理费用为 24.62 亿元，同比下降 9.67%；研发费用为 6.57 亿元，同比下降 13.25%。财务费用为 52.12 亿元，同比下降 0.57%。公司期间费用率合计 14.03%，同比略降 0.24pct。

ROE 同比下降，企业自由现金流压力有所缓解。2026 年前三季度公司 ROE 为 5.06%，同比下降 2.05pct，降幅较为明显，主要系净利率同比下降所致。公司资产周转

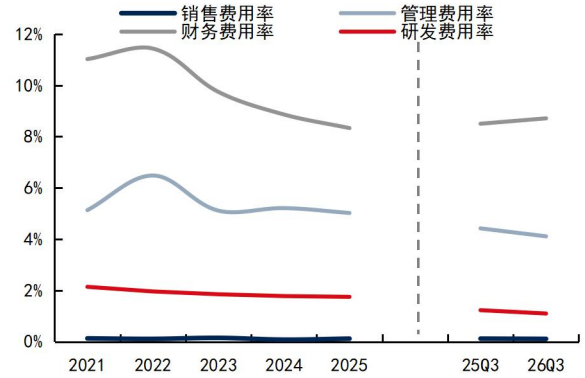
率为 0.08 次，同比降低 0.01 次；权益乘数为 6.44，同比提高 0.35。公司前三季度，经营现金净流入 351.69 亿元，同比增长 16.20%。主要系发电收到售电款减少低于购买商品、接受劳务和支付税费现金流减少所致，采购及劳务付款与税费支出合计同比减少 76.70 亿元，超过销售及劳务收款减少的 22.56 亿元。投资现金净流出 519.24 亿元，净流出规模同比减少 17.93%，主要系购建长期资产支付的现金同比减少 106.59 亿元，公司新能源业务战略收缩，新建规模降低，资本开支压力有所缓解。筹资现金净流入 162.41 亿元，同比下降 49.35%，主要系借款及子公司吸收少数股东投资收到的现金减少所致。前三季度公司企业自由现金流量为-349.96 亿元，流出规模同比下降 28.4%，现金流压力有所缓解。

图5：公司毛利率、净利率情况



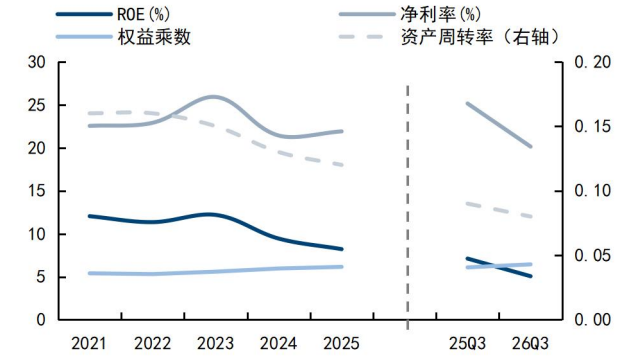
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



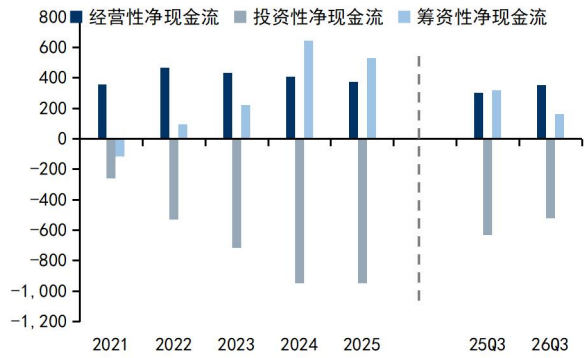
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 及杜邦分析



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

三季度核电电量回升，带动前三季度核电上网电量转为同比增长。26 年前三季度累计商运发电量 1866.6 亿 kWh，同比增长 1.25%；上网电量 1760.53 亿 kWh，同比增长 1.12%。其中核电发电量 1532.78 亿 kWh，同比增长 1.50%，上网电量 1432.62 亿 kWh，同比增长 1.40%；新能源发电量 333.82 亿 kWh，同比增长 0.08%，其中风电 139.12 亿 kWh，同比下降 3.13%；光伏 194.70 亿 kWh，同比增长 2.50%；新能源上网电量 327.91 亿 kWh，同比下降 0.07%。分电站看，江苏、海南、福清核电发电量同比有所下降，秦山、三门、漳州核电同比增加，主要系机组检修天数变化及漳州 2 号机组投产所致。

仅第三季度，公司总发电量 669.91 亿 kWh（同比+7.03%，环比+8.82%），上网电量 631.34 亿 kWh（同比+7.02%，环比+8.86%）；核电发电量 553.06 亿 kWh（同比+8.13%，环比+10.35%），上网电量 516.53 亿 kWh（同比+8.21%，环比+10.47%）；新能源发电量 116.85 亿 kWh（同比+2.13%，环比+2.11%），上网电量 114.81 亿 kWh（同比+1.97%，环比+2.18%）。

核电机组有序建设，密集投产期临近。公司目前控股核电在运机组 27 台，装机容量 2621.2 万千瓦；在建及核准待建机组共 22 台，总装机容量 2563.5 万千瓦，其中 2026 年 7 月 31 日最新核准辽宁庄河核电 1、2 号机组和浙江金七门核电 3、4 号机组。2026 年上半年，三门 3 号、田湾 8 号启动冷态功能试验转入调试阶段；漳州 3 号、徐大堡 1 号完成反应堆厂房穹顶吊装转入安装阶段；徐圩 1 号、金七门 2 号机组 FCD。公司即将进入核电项目密集投产期，成长确定性较强。

新能源业务战略收缩，装机增速放缓。截至 2026 年三季度末，公司新能源控股在运装机容量 3591.56 万千瓦，包括风电 1119.11 万千瓦、光伏 2472.45 万千瓦，另控股独立储能电站 206.10 万千瓦；控股在建装机容量 926.36 万千瓦，包括风电 390.62 万千瓦，光伏 535.74 万千瓦。前三季度风电增加 56.43 万千瓦，较上年同期下降 38.2%；光伏增加 171.03 万千瓦，较上年同期下降 42.5%。公司新能源装机增速显著放缓，资本开支压力下降。

投资建议：调整盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到各省电价出现回升信号，2027 年公司核电盈利能力有望修复，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 75.7/99.2/109.5（原为 75.8/95.3/105.3 亿元），同比增速-19%/31%/10%，对应当前股价 PE 为 26/20/18X，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	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	(25A)	(26E)	
003816.SZ	中国广核	4.77	2,400	0.19	0.21	0.24	0.25	19.4	22.7	19.9	19.1	9.1%	1.83	优于大市
600900.SH	长江电力	29.91	7,318	1.41	1.34	1.51	1.54	19.3	22.3	19.8	19.4	15.9%	6.40	优于大市
600025.SH	华能水电	10.97	2,044	0.46	0.47	0.50	0.52	19.9	23.1	21.9	21.0	12.9%	4.90	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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	19738	15582	5000	5000	5000
应收款项	26777	27607	27100	31571	34633
存货净额	30860	36322	29915	34917	39083
其他流动资产	6751	6567	7770	9052	9930
流动资产合计	**84182**	**86077**	**69785**	**80540**	**88646**
固定资产	515003	592095	639954	688955	729459
无形资产及其他	6162	7680	7373	7065	6758
投资性房地产	45982	53024	53024	53024	53024
长期股权投资	8411	10385	11952	13519	15086
资产总计	**659739**	**749262**	**782088**	**843104**	**892974**
短期借款及交易性金融负债	60395	65226	101548	150032	190745
应付款项	26866	28665	24936	29020	32387
其他流动负债	14482	11623	13799	16103	17975
流动负债合计	**101743**	**105513**	**140283**	**195155**	**241107**
长期借款及应付债券	319268	375140	361021	352354	340313
其他长期负债	29361	36383	40076	43769	47463
长期负债合计	**348628**	**411523**	**401097**	**396123**	**387775**
负债合计	**450371**	**517036**	**541380**	**591278**	**628882**
少数股东权益	99151	113508	117599	122961	128876
股东权益	110217	118718	123109	128866	135216
负债和股东权益总计	**659739**	**749262**	**782088**	**843104**	**892974**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.43	0.45	0.37	0.48	0.53
每股红利	0.20	0.18	0.15	0.20	0.22
每股净资产	5.36	5.77	5.99	6.27	6.57
ROIC	2.82%	2.57%	2%	2%	3%
ROE	7.96%	7.84%	6%	8%	8%
毛利率	43%	41%	39%	41%	42%
EBIT Margin	37%	36%	34%	36%	36%
EBITDA Margin	60%	62%	64%	64%	63%
收入增长	3%	6%	-0%	16%	10%
净利润增长率	-17%	6%	-19%	31%	10%
资产负债率	83%	84%	84%	85%	85%
股息率	2.1%	1.9%	1.6%	2.1%	2.3%
P/E	22.7	21.4	26.3	20.1	18.2
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	14.0	14.2	14.1	13.0	12.6

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**77272**	**82075**	**81918**	**95434**	**104690**
营业成本	44116	48161	49842	55840	61239
营业税金及附加	1077	1237	1234	1438	1577
销售费用	62	100	99	116	127
管理费用	4027	4119	4403	5079	5542
研发费用	1375	1440	1437	1674	1836
财务费用	6844	6834	9679	10335	10897
投资收益	411	309	367	367	367
资产减值及公允价值变动	(499)	(496)	(572)	(620)	(667)
其他收入	1323	1685	1597	1360	1198
营业利润	22382	23122	18053	23733	26206
营业外净收支	182	167	228	228	228
利润总额	**22564**	**23289**	**18281**	**23961**	**26434**
所得税费用	6011	5318	3656	4792	5287
少数股东损益	7776	8666	7053	9244	10198
归属于母公司净利润	**8777**	**9304**	**7572**	**9925**	**10949**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	8777	9304	7572	9925	10949
资产减值准备	415	(3)	2	42	42
折旧摊销	17698	20850	24644	26375	28190
公允价值变动损失	499	496	572	620	667
财务费用	6844	6834	9679	10335	10897
营运资本变动	(14473)	(7213)	7854	(633)	868
其它	3717	5221	4089	5320	5873
经营活动现金流	**16633**	**28655**	**44733**	**41649**	**46589**
资本开支	(101746)	(96912)	(72770)	(75731)	(69096)
其它投资现金流	2	55	0	0	0
投资活动现金流	**(102575)**	**(98831)**	**(74337)**	**(77297)**	**(70663)**
权益性融资	(18)	19524	0	0	0
负债净变化	59451	58872	(14419)	(9167)	(12641)
支付股利、利息	(4114)	(3702)	(3180)	(4168)	(4598)
其它融资现金流	(14749)	(63844)	36322	48484	40714
融资活动现金流	**95906**	**66020**	**19022**	**35649**	**24074**
现金净变动	**9964**	**(4156)**	**(10582)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	9774	19738	15582	5000	5000
货币资金的期末余额	19738	15582	5000	5000	5000
企业自由现金流	(77446)	(60334)	(17935)	(22544)	(10128)
权益自由现金流	(32745)	(70657)	(3776)	8505	9226

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±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±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