

中国核电（601985）

中国核电 2025 年年报以及 2026 一季报点评：主业

经营稳健，新能源盈利短期承压

投资评级

增持

下调评级

2026 年 05 月 15 日

收盘价(元): 9.14

目标价(元): 10.5

公司基本数据

总股本(百万股) 20,568.00

总市值(百万) 187,991.54

流通股本(百万股) 18,883.28

流通市值(百万) 172,593.22

12 月最高/最低价(元) 9.85/8.37

资产负债率(%) 69.44

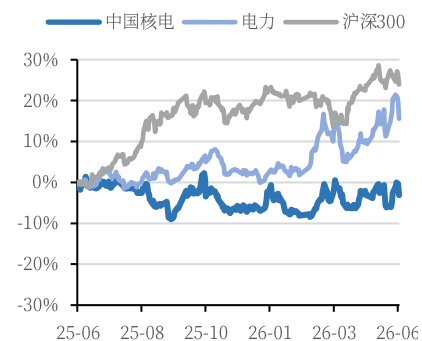
每股净资产(元) 5.83

市盈率(TTM) 22.84

市净率(PB) 1.57

净资产收益率(%) 1.71

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

宋浩田 分析师
SAC 执业证书: S0640524100001
联系电话:
邮箱: songht@avicsec.com

孙雨浩 研究助理
SAC 执业证书: S0640126010001
联系电话:

报告摘要

◆ 事件

公司 4 月 30 日公告, 2025 年公司营收 (820.75 亿元, +6.22%), 归母净利润 (93.04 亿元, +6%); 毛利率 (41.32%, -1.59pcts), 销售净利率 (21.90%, +0.48pcts)。单季度来看, 2026Q1, 公司营收 (189.25 亿元, -6.65%), 归母净利润 (20.64 亿元, -34.19%); 毛利率 (39.50%, -8.36pcts), 销售净利率 (21.87%, -8.56pcts)。

◆ 核电主业压舱石作用稳固, 仍为公司核心基本盘, 新能源板块增长较快但盈利承压

中国核能电力股份有限公司 (中国核电) 历史可追溯至我国大陆首座核电站——秦山核电站建设体系。1982 年, 国家正式批准建设秦山核电一期工程; 1985 年, 30 万千瓦核电机组正式开工建设, 标志着中国大陆核电实现“零的突破”。2008 年, 中核核电有限公司成立, 作为中核集团核电资产整合与运营平台。2015 年 6 月 10 日, 公司成功在上海证券交易所上市, 成为 A 股首家纯核电上市企业, 开启资本驱动下的快速扩张阶段。随后, 随着“华龙一号”等自主三代核电技术持续推进, 福清核电、田湾核电、漳州核电等多个重点项目相继建设及投运, 公司装机规模持续扩大。2020 年, 公司收购新能源平台中核汇能, 正式形成“核电+新能源”双轮驱动的发展格局。

核电板块, 2025 年实现收入 (654.53 亿元, +4.03%), 保持稳健增长; 毛利率 (41.66%, +0.12pct) 小幅改善, 利润 (272.69 亿元, +4.33%)。量端来看, 漳州 1 号机组年初投产叠加福清 4 号恢复正常运行, 核电发电量同比增加 9.66%至 2008.07 亿 kWh, 平均利用小时数首次突破 8000 小时; 价端来看, 市场化交易占比由 50.78%提升至 71.36%, 综合电价同比减少 5.16%。成本端, 度电成本同比下降 0.01 元/kWh 至 0.19 元, 主要系

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

运维效率提升及折旧摊薄。我们认为，发电量增长+成本优化+上年所得税补缴高基数消除，共同推动核电归母净利润达（89.58 亿元，+18.53%）实现较快增长，为公司业绩核心支撑。

新能源板块，2025 年合计实现收入（141.69 亿元，+16.6%），延续较快增长，主要系新增装机投产驱动，光伏/风电发电量同比增长所致。利润（55.88 亿元，-12.67%）阶段性承压，主要系新能源全面入市，综合电价同比下降降幅显著大于核电，新能源发电业务折旧、运维等刚性成本增加所致。其中光伏实现收入（87.25 亿元，+23.52%）增长较快，毛利（33.08 亿元，-14.14%）有所承压，毛利率（37.92%，-16.62pct）降幅较为明显；风电实现收入（54.44 亿元，+7.05%）稳步增长，毛利（22.80 亿元，-10.47%）阶段性下滑，毛利率（41.87%，-8.20pct）同样有所回落。我们认为，新能源板块仍处于装机扩张阶段，收入增长确定性较强，但后续盈利弹性仍需关注电价走势。

◆ 期间费用小幅增长，费用率保持稳定

2025 年，公司期间费用合计（124.92 亿元，+1.50%）小幅增长。其中，销售费用（9967.75 万元，+59.51%）大幅上行，主要系新能源电力业务营销费用增加所致；管理费用（41.19 亿元，+2.27%）保持低速增长、研发费用（14.40 亿元，+4.73%）延续稳健投入；财务费用（68.34 亿元，-0.13%）基本持平，主要系存量贷款归还与低息借款置换，利息支出有所下降所致。我们认为，公司期间费用整体波动较小，销售费用虽同比增幅较高，但绝对金额及占收入比重较低，对整体费用率影响有限；财务费用优化形成一定对冲，管理与研发支出控制稳健，公司整体费用结构保持健康。

◆ 经营性现金流净额下降，存货有所增长

2025 年，公司经营性现金流净额（374.08 亿元，-8.13%）有所下降，主要系采购支出及税费支付同比增加所致。其中，采购支出增加主要系公司为保障核电机组安全稳定运行，增加核燃料及备品备件采购所致。同期，公司存货余额（363.22 亿元，+17.7%）有所增长，主要系核燃料及委托加工物资增加所致；其中，核燃料（92.08 亿元，+10.88%）保持增长，委托加工物资（173.44 亿元，+29.52%）增长较快。整体来看，存货增长与经营性现金流出增加相互印证，且存货结构较为合理，体现出公司对核燃料及关键物资安全储备的重视。我们认为，尽管短期经营性现金流有所承压，公司经营性现金流仍保持较大规模净流入，主营业务造血能力依然稳健。

邮箱：

相关研究报告

中国核电（601985）2023 年中报点评：核电稳步发展，风光发电贡献增量 —2023-09-10

◆ 在建工程储备充裕，成长确定性强，为穿越周期提供坚实保障

截至 2025 年末，控股在运核电机组 26 台，装机容量 2500.00 万千瓦；控股核电在建及核准待建机组 19 台，装机容量 2185.90 万千瓦；在运、在建及核准待建核电装机规模合计为 4685.90 万千瓦，项目储备充足。2026 年公司将迎来新一轮投产周期，继 1 月 1 日漳州 2 号机组商运后，田湾 7 号机组及全球首个陆上商用小堆海南“玲龙一号”预计均将于下半年投产。我们认为，展望“十五五”期间，公司有望进入更为密集的投产阶段，新增机组投运预计将有效对冲市场化电价下行压力，支撑业绩持续增长。

◆ 高分红与股份回购彰显股东回报意愿，新兴产业布局打开远期空间

2025 年，公司分红比例提升至 39.80%；同时，公司完成上市以来首次股份回购，累计回购金额近 5 亿元。我们认为，在经营阶段性承压背景下，公司仍维持较高分红比例并实施股份回购，体现出公司对长期经营质量及现金流稳定性的信心，也有助于增强市场对公司股东回报能力的预期。

此外，公司新兴产业布局正逐步推进。核能供热、供汽等综合利用业务持续拓展，医用同位素已推出自主品牌并实现商业化销售，同时公司参股中国聚变能源公司，前瞻性布局下一代能源技术体系。我们认为，随着相关业务逐步成熟，新兴产业有望成为公司中长期成长曲线的重要补充，但其盈利贡献仍需结合项目落地节奏、商业模式成熟度及产业化进展持续跟踪。

◆ 投资建议

我们认为，公司以核电站投资、建设、运营为核心，依托中核集团完整核工业体系，在燃料采购、核燃料加工、乏燃料处理等环节具有显著产业链优势。具体观点如下：

①核电方面，公司在运、在建、待建机组储备极强，且即将进入未来两三年的密集投产期，这将带来发电量和利润的持续释放；

②新能源方面，公司仍有较大在建和指标储备，收入规模还会继续扩大。

基于以上观点，我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别为 863.49 亿元、985.97 亿元和 1045.59 亿元，归母净利润分别为 86.35 亿元、104.60 亿元及 123.37 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.51 元、0.60 元。我们给予“增持”评级，给予目标价 10.50 元，对应 25、20、18 倍 PE。

风险提示：市场化降价幅度超预期，核电审批与工期不确定性

公司主要产品预测表 (百万元)		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
核电	营收	629.17	654.53	684.01	806.53	863.62
	成本	367.8	381.84	400.15	475.85	505.22
	毛利	261.37	272.69	283.87	330.68	358.40
	毛利率	41.54%	41.66%	41.50%	41.00%	41.50%
新能源	营收	121.49	141.69	154.94	154.90	157.43
	成本	57.51	85.81	98.72	102.63	106.96
	毛利	63.98	55.88	56.22	52.27	50.47
	毛利率	52.66%	39.44%	36.28%	33.74%	32.06%
核电类	营收	13.27	13.94	13.94	13.94	13.94
	成本	9.36	7.97	7.97	7.97	7.97
	毛利	3.91	5.97	5.97	5.97	5.97
	毛利率	29.46%	42.83%	42.83%	42.83%	42.83%
其他主营业务	营收	8.33	10.25	10.25	10.25	10.25
	成本	6.25	5.89	5.89	5.89	5.89
	毛利	2.08	4.36	4.36	4.36	4.36
	毛利率	24.97%	42.54%	42.54%	42.54%	42.54%
咨询服务收入	营收	0.45	0.35	0.35	0.35	0.35
	成本	0.24	0.11	0.11	0.11	0.11
	毛利	0.21	0.24	0.24	0.24	0.24
	毛利率	46.67%	68.57%	68.57%	68.57%	68.57%

资料来源：iFind，中航证券研究所

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	77272.06	82075.50	86348.97	98596.79	104558.81
增长率 (%)	3.09	6.22	5.21	14.18	6.05
归母净利润 (百万元)	8777.34	9304.21	8634.90	10460.16	12336.93
增长率 (%)	-17.38	6.00	-7.19	21.14	17.94
毛利率 (%)	42.91	41.32	40.61	39.91	40.12
每股收益 (元)	0.43	0.45	0.42	0.51	0.60
市盈率 PE	21.42	20.20	21.77	17.97	15.24
市净率 PB	1.72	1.60	1.52	1.43	1.34
净资产收益率 ROE (%)	7.96	7.84	6.91	7.88	8.71

资料来源：iFind，中航证券研究所



报表预测						
单位:百万元						
会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
利润表						
营业收入	74,957.18	77,272.06	82,075.50	86,348.97	98,596.79	104,558.81
减: 营业成本	41,509.67	44,115.70	48,161.11	51,283.84	59,245.32	62,615.04
税金及附加	1,031.67	1,076.74	1,236.62	1,230.90	1,405.49	1,490.48
主营业务利润	32,415.84	32,079.62	32,677.77	33,834.23	37,945.98	40,453.30
减: 销售费用	115.11	62.49	99.68	102.43	116.96	124.04
管理费用	3,828.24	4,027.04	4,118.63	4,414.40	5,040.55	5,345.34
研发费用	1,383.79	1,374.58	1,439.61	1,548.23	1,767.84	1,874.74
财务费用	7,301.74	6,843.60	6,834.48	9,931.89	8,729.77	6,277.80
经营性利润	19,786.96	19,771.91	20,185.36	17,837.27	22,290.87	26,831.39
加: 资产减值损失	-208.22	-498.57	-495.86	-439.56	-501.91	-532.25
信用减值损失	-83.73	-65.90	-23.53	-64.95	-74.17	-78.65
其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	382.07	410.73	308.64	362.32	362.32	362.32
公允价值变动损益	0.16	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	57.93	11.23	-2.73	-2.73	-2.73	-2.73
其他收益	2,710.71	2,752.62	3,150.39	2,871.24	2,871.24	2,871.24
营业利润	22,645.88	22,382.02	23,122.27	20,563.59	24,945.62	29,451.31
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	459.10	260.00	276.71	276.71	276.71	276.71
减: 营业外支出	123.82	78.11	109.91	109.91	109.91	109.91
利润总额	22,981.16	22,563.91	23,289.07	20,730.38	25,112.41	29,618.10
减: 所得税	3,570.54	6,010.82	5,318.49	4,492.46	5,442.09	6,418.51
净利润	19,410.62	16,553.10	17,970.58	16,237.92	19,670.32	23,199.59
减: 少数股东损益	8,786.79	7,775.75	8,666.37	7,603.02	9,210.16	10,862.66
归属母公司股东净	10,623.83	8,777.34	9,304.21	8,634.90	10,460.16	12,336.93
资产负债表						
货币资金	9,773.82	19,738.02	15,581.64	8,634.90	9,859.68	10,455.88
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	48.90	34.32	51.52	49.63	56.67	60.09
应收账款	21,617.74	24,850.14	25,554.28	26,519.06	30,280.55	32,111.58
预付账款	4,845.16	2,743.42	2,696.25	3,827.95	4,370.91	4,635.21
其他应收款	1,789.87	2,092.53	2,182.40	2,232.09	2,548.69	2,702.80
存货	26,422.61	30,860.06	36,321.66	35,731.78	41,278.91	43,626.74
其他流动资产	3,742.23	3,863.19	3,689.67	4,169.91	4,761.38	5,049.29
长期股权投资	7,579.96	8,411.16	10,385.29	10,716.05	11,046.81	11,377.57
金融资产投资	105.65	94.70	141.56	141.56	141.56	141.56
投资性房地产	422.05	377.23	367.53	263.28	159.03	54.78
固定资产和在建工程	435,890.37	522,522.01	598,601.09	598,079.39	541,322.55	456,919.13
无形资产和开发支出	9,413.95	13,187.61	14,802.23	14,026.07	13,189.06	12,352.05
其他非流动资产	17,614.94	30,964.77	38,886.87	38,334.87	37,783.45	37,783.45
资产总计	539,267.25	659,739.17	749,261.99	742,726.54	696,799.24	617,270.15
短期借款	19,864.35	29,075.73	25,271.88	35,691.54	30,246.74	8,121.08
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	2,191.99	1,784.33	2,057.65	2,324.48	2,685.34	2,838.08
应付账款	20,215.58	25,082.03	26,607.09	27,488.48	31,755.89	33,562.08
预收账款	7.58	7.46	12.66	10.13	11.57	12.27
合同负债	245.21	433.21	418.56	402.31	459.37	487.15
其他应付款	9,810.34	11,475.46	9,566.29	11,882.32	13,726.97	14,507.73
长期借款	256,878.83	323,475.57	379,866.19	340,826.62	269,838.21	186,732.90
其他负债	67,255.36	59,037.43	73,235.93	77,964.20	85,087.52	88,146.61
负债合计	376,469.25	450,371.21	517,036.25	496,590.09	433,811.62	334,407.89
股本	18,883.28	20,568.00	20,568.00	20,568.00	20,568.00	20,568.00
资本公积	27,336.44	40,206.01	43,444.43	43,444.43	43,444.43	43,444.43
留存收益	44,729.90	49,443.02	54,705.17	61,012.85	68,653.87	77,665.84
归属母公司股东权益	90,949.62	110,217.03	118,717.61	125,025.29	132,666.30	141,678.27
少数股东权益	71,848.38	99,150.93	113,508.14	121,111.16	130,321.32	141,183.98
股东权益合计	162,798.00	209,367.96	232,225.75	246,136.45	262,987.63	282,862.25
负债和股东权益合计	539,267.25	659,739.17	749,261.99	742,726.54	696,799.24	617,270.15
投入资本(IC)	437,157.43	549,813.75	629,848.17	622,513.05	562,931.01	477,574.67
现金流量表						
资本支出	67,621.46	87,548.24	87,179.58	90,000.00	50,000.00	40,000.00
自由现金流	-15,524.14	-59,092.54	-41,411.81	31,554.26	86,292.56	113,675.52
短期借款增加	4,499.84	9,211.38	-3,803.85	10,419.66	-5,444.80	-22,125.66
长期带息债务增加	36,578.50	66,596.74	56,390.62	-39,039.57	-70,988.41	-83,105.30
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	3,682.24	3,667.29	410.53	2,327.21	2,819.15	3,324.96
长期投资	-4,737.28	-4,237.25	-1,060.15	-704.74	-704.74	-704.74
经营性现金净流量	43,126.08	40,720.53	37,408.40	124,639.74	139,914.38	156,137.40
投资性现金净流量	-71,711.53	-94,944.65	-94,678.50	-90,707.47	-50,707.47	-40,707.47
筹资性现金净流量	22,332.07	64,489.63	53,040.01	-40,879.02	-87,982.13	-114,833.73
现金流量净额	-6,262.71	10,247.40	-4,238.22	-6,946.75	1,224.78	596.20
货币资金的期初余额	15,585.42	9,322.71	19,570.11	15,331.89	8,385.14	9,609.92
货币资金的期末余额	9,322.71	19,570.11	15,331.89	8,385.14	9,609.92	10,206.13
企业自由现金流	-15,524.14	-59,092.54	-41,411.81	31,554.26	86,292.56	113,675.52
权益自由现金流	19,386.91	11,695.06	5,901.26	-4,845.21	3,021.40	3,527.21

资料来源: iFind, 中航证券

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于中国航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级资本市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637