

中国广核（003816.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

任明霞
公用、
交通、
煤炭
行业研究员

2025年12月1日

基本信息

所属行业 公用事业及金融
当前股价 3.79
总市值 1913.90亿
PE-TTM 20.35
PB-MRQ 1.55

估值结果

价值 2821亿
DDM估值 上行空间 47%
状态 偏低估
价值 2844亿
动态估值 上行空间 49%
状态 偏低估

四维评级

成长空间 ★★★★★
盈利趋势 ★★★★★
产业格局 ★★★★★
护城河 ★★★★★

核心评级结论

中国广核是中广核集团旗下核能发电的唯一平台，公司核电装机规模位居行业第一，集团覆盖核电产业链上下游，协同效应明显。

公司成长空间较高，主要系在能源转型背景下，按照国家规划，我国核电装机规模未来存在较大增长空间，行业增速大概率保持5%以上。公司整体盈利趋势稳健，虽然过去两年公司上网电价有所下行导致盈利能力承压，但我们认为电价下行空间已经不大，未来盈利趋势保持稳健。公司产业格局极好，主要系我国核电行业属于政府强管控行业，中国广核和中国核电两家龙头核电公司合计市占率约为95%，属于典型的双寡头垄断性行业。公司护城河较深，主要系公司具有明显的牌照优势，截至到2024年底，拥有核电牌照的一共四家，且未来核电牌照大规模放开的可能性极低。

基于我们对于公司核电规模保持稳健增长，核电上网电价基本保持稳定，公司盈利能力小幅提升的合理假设下，公司现在处于偏低估状态。

我们区别于市场的观点

2025年由于电力供给偏松，中国广核上网电价承压下行，导致公司业绩下滑，因此市场普遍对公司未来业绩稳定性有所担忧，股价明显下跌，但我们认为短期的电价波动不改我们对公司长期盈利能力的判断，公司未来核电业务成长空间具有高确定性，且随着公司电价触底回升，公司盈利能力存在提升的可能，因此我们认为公司现在处于偏低估状态。

风险提示

若我国出现重大核电安全事故，公司未来核电新增规模或面临断崖式下滑风险；国家调整核电上网电价政策，或引发公司未来盈利存在不确定性；控股股东中广核集团资产注入不及预期风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

中国广核是中广核集团旗下唯一核能发电平台，2014年、2019年分别于港股和A股上市。2023年7月，公司联营企业宁德第二核电所有的宁德5号及6号机组获得国务院核准；同年12月，公司受托管理的惠州3、4号机组也获得核准。未来公司将持续推进核电机组的建设，致力于核能发电为主的电力供应和服务。

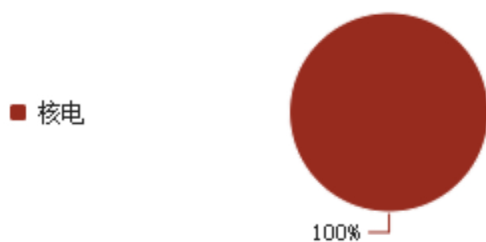
2. 业务介绍

对于中国广核公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

核电：

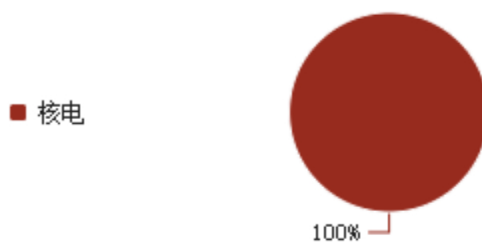
截至2024年12月31日，本公司管理28台在运核电机组和16台在建核电机组（包含本公司控股股东委托本公司管理的8台机组），装机容量分别为31,798兆瓦和19,406兆瓦，占全国在运及在建核电总装机容量的45.02%，因此销售电力是公司营收主要来源，其次是建筑安装和设计服务。考虑到建筑安装和设计服务毛利率极低，几乎不贡献利润，因此我们不对公司业务进行拆分，统一按照核电业务进行四维评级打分。我们对核电业务的市场界定为国内核电行业。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司属于典型重资产行业，核电业务商业模式都属B0型（先投资后运营），因此在前期电站建设需要进行大额资本投入，通过后期运营产生现金流实现投资回报，因此核电行业具有“高门槛、高固定成本、低边际成本、长回报周期”的特征。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司具有明显的重资产特征，截至2024年末，公司固定资产为2618亿元，在建工程为449亿元，整体资产周转率较低，因此公司资产强度高。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司营销强度低，主要系公司和下游电网深度绑定，公司不需要支出大额销售费用，2024年公司销售费用率仅为0.05%，处于市场较低水平。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度高，主要系公司下游用户主要为国家电网、南方电网及其附属子公司，2024年，公司前五名客户销售收入合计为846亿元，占公司营业收入的97.48%。

3.4 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

公司供应商集中度较高，2024年前五名供应商采购额276亿元，占年度采购总额51.20%；其中第一大供应商为中广核，占年度采购总额23.77%，为公司的控股股东。

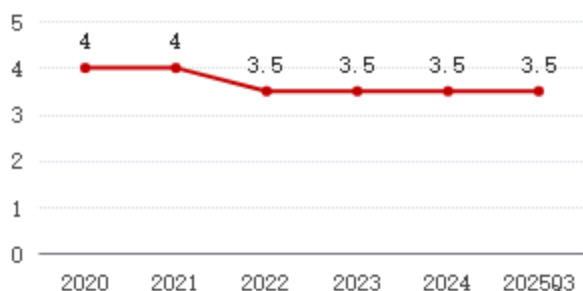
4. 历史经营绩效

公司整体盈利能力良好，由于2025年前三季度业绩承压，成长能力有所走低，但公司业务控制力和股东回报率较好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



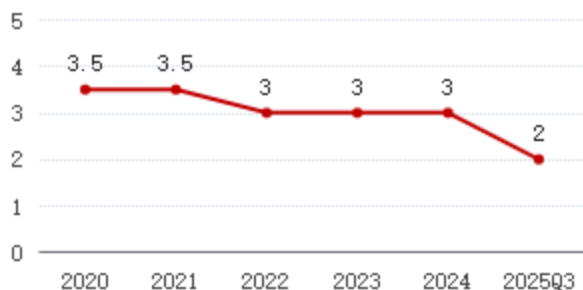
数据来源：公司财报，壹评级

由于核电行业具有公用事业属性，因此公司盈利能力相对稳健，多年来一直维持在中等偏高水平；2025年前三季度公司业绩有所下行，主要系公司上网电价下行拖累公司业绩，但整体盈利能力依旧相对稳健。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



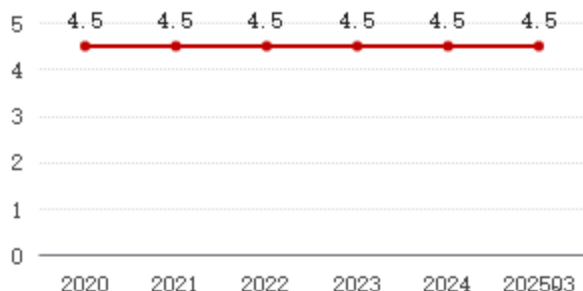
数据来源：公司财报，壹评级

最近几年公司成长能力整体中等，主要系公司新建核电站投产贡献业绩增量，但2025年前三季度公司成长星级走低，主要系2025年由于受电力供给偏宽松影响，公司上网电价有所下行，导致公司业绩下滑，因此公司成长能力有所下行，但未来随着集团资产注入和公司在建核电站投产，公司整体成长性依旧较好。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力较高，主要系公司整体现金流较好，经营现金流净额/净利润比例大于100%，且公司在产业链中话语权较强，不存在被上下游大额占款的现象。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司坚持每年分红，分红率在44%左右，高于同行中国核电，历史股息率在2%以上，对于股东具有一定的吸引力，整体股东回报尚可。

5. 四维评级

公司整体成长空间较高，盈利趋势稳健，产业格局极好，护城河较深。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间较高，主要系在能源转型背景下，按照国家规划，未来我国核电装机规模存在较大增长空间，行业增速大概率保持5%以上。

核电(3.5星)：

按照国家规划，2030年底核电在运装机为1.1-1.2亿千瓦，2035年远景目标在运装机为1.5亿千瓦，占全国总发电量约10%，由此我们可以测算，未来10年我国核电装机规模复合增长率大概率在5%以上，依旧存在较大增长空间。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势稳健，主要系公司核电业务毛利率虽有波动但整体相对稳健，不影响我们对公司长期盈利趋势判断。

核电(3星)：

公司核电业务盈利能力相对稳健，最近两年毛利率虽有下滑，主要系2025年我国电力供给偏松，公司上网电价下滑拖累公司核电业务毛利率小幅承压，但整体依旧稳健。

5.3 产业格局

★★★★★

公司产业格局极好，主要系我国核电行业属于政府强管控行业，中国核电和中国广核两家市占率合计约为95%，属于典型的双寡头垄断行业。

核电(5星)：

中国核电行业呈现“双寡头主导、两强追赶”的高度集中格局，四大央企（中核、中广核、国电投、华能集团）垄断市场，中广核与中国核电掌控94%市场，国家电投、华能加速追赶但难以撼动双雄地位。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要系公司具有明显的牌照优势，截至到2024年底，拥有核电牌照的一共四家，且未来大规模放开的可能性极低。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
核电	(4星) 经壹评级调整后，公司核电业务的净资产收益率大约9%，相对市场来说具有超额收益，且公司核电装机规模位居行业第一，公司在产业链中话语权较强，因此公司护城河宽度星级较高。	(4星) 公司护城河为牌照优势，截止到2024年底，中国仅有四家企业拥有核电开发牌照，中广核和中核合计市占率为95%，占据绝对龙头位置，且未来核电牌照大规模放开的可能性较小，因此公司核电牌照优势护城河衰减的可能性较低。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对于公司核电规模保持稳健增长，核电上网电价基本保持稳定，公司盈利能力小幅提升的合理假设下，公司现在处于偏低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为核电业务业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 量：公司未来5年的核电机组投产预计日期有披露，因此未来五年核电装机量参考公司披露数据，远期国家对我国核电装机规模有规划，参考国家规划和公司市占率，假设2030年之后每年新增400万千瓦；
- 2) 价：由于电力供给偏松，2025年公司核电上网电价存在下滑，我们假设未来随着电力供需改善，公司核电上网电价小幅提升1%，2028年之后保持不变；

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：假设2025年公司上网电价下滑会拖累核电业务毛利率下滑至40%，但随着公司上网电价提升，假设公司毛利率逐步提升至42%；
- 2) 费用率：假设销售费用、管理费用、研发费用维持在2024年水平不变，财务费用占比较高，我们假设未来我国大概率维持低利率环境，假设公司负债成本维持在2024年不变。

表2：公司整体业绩预测

中国广核	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	828.2	825.5	868.0	827.1	840.1	930.2	1011.6	1093.0
归母净利润(亿)	99.6	107.3	108.2	92.4	96.2	111.7	122.7	133.6
归母净利润增速(%)	2.4	7.7	0.8	-14.6	4.1	16.2	9.8	8.8
经营性净利润(亿)	136.6	155.1	156.1	130.7	136.8	161.9	179.6	197.1
经营性净利润增速(%)	-6.4	13.5	0.7	-16.3	4.7	18.4	11.0	9.7
经营性归母净利润(亿)	89.3	97.6	96.8	81.0	84.8	100.4	111.4	122.2
经营性归母净利润增速(%)	-1.4	9.3	-0.8	-16.3	4.7	18.4	11.0	9.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

核电	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	828.2	825.5	868.0	827.1	840.1	930.2	1011.6	1093.0
收入增速(%)	2.7	-0.3	5.2	-4.7	1.6	10.7	8.7	8.0
经营性净利润(亿)	136.6	155.1	156.1	130.7	136.8	161.9	179.6	197.1
经营性净利率(%)	16.5	18.8	18.0	15.8	16.3	17.4	17.8	18.0
经营性净利润增速(%)	-6.4	13.5	0.7	-16.3	4.7	18.4	11.0	9.7

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
核电	6.3%	中等	非常好	较强	7.0%	21.45	272.4
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
核电(亿)	830.5	3400.5	4231.0	-	1607.0	220.0	2844.0
公司整体测算(亿)	830.5	3400.5	4231.0	-	1607.0	220.0	2844.0

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
核电(亿)	1502.7	2691.5	4194.2	-	1593.0	220.0	2821.2
公司整体测算(亿)	1502.7	2691.5	4194.2	-	1593.0	220.0	2821.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

中国广核作为核电行业绝对龙头，公司核电业务虽然有波动，但整体业绩稳健性较强，主要系核电上网电价虽然受电力供需影响，但整体波动性不大，其次从可跟踪性上，国家能源局每月发布核电行业发电数据，公司每季度发布经营数据，因此综合判断公司估值可确定性较强。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。