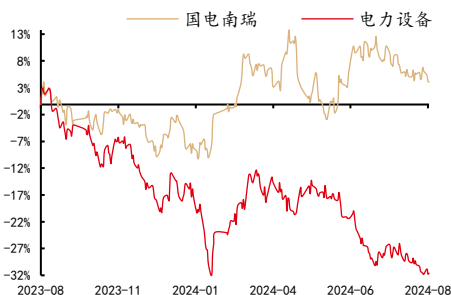


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	23.30
总股本/流通股本(亿股)	80.33 / 79.84
总市值/流通市值(亿元)	1,872 / 1,860
52周内最高/最低价	26.05 / 20.55
资产负债率(%)	41.5%
市盈率	25.89
第一大股东	南瑞集团有限公司

研究所

分析师: 杨帅波
SAC 登记编号: S1340524070002
Email: yangshuaibo@cnpsec.com

国电南瑞(600406)

Q2 业绩亮眼，网外业务持续拓展

● 投资要点

事件：2024年8月28日，公司发布2024年半年报。

2024H1 公司营收 201.1 亿元，同比+11.8%；归母净利润 27.1 亿元，同比 8.4%；毛利率、净利率分别 29.0%/14.3%，同比分别+0.5pct/-0.2pct；其中 2024Q2 公司营收 124.2 亿元，同环比分别+2.7%/+61.3%，归母净利润 21.1 亿，同环比分别+6.9%/+254.8%。

收入端：能源低碳板块收入高增。2024H1 公司智能电网、数能融合、能源低碳、工业互联网四大板块营收分别为 93.6/37.4/50.5/12.1 亿元，同比分别为+1.8%/+14.9%/+32.7%/6.1%。

盈利端：各版块盈利稳定。2024H1 公司智能电网、数能融合、能源低碳、工业互联网四大板块毛利率分别为 33.6%、26.1%、23.3%、22.5%，同比分别+2.6/-0.4/+1.7/-1.0pcts。毛利率提升主要原因（1）公司加强电网类业务市场拓展，新一代集控站、变电站自动化等毛利率较高；（2）继电保护及柔性输电投运项目中高毛利产品的收入占比较高；（3）大力拓展生产运行信息化以及网络安全等核心业务。

网内业务稳定，网外和海外业务增长亮眼。2024H1 公司在电网行业实现营收 111.5 亿元，同比+0.8%，其他行业营收 89.3 亿，同比+24.4%，主要是储能、调相机、海上风电等网外业务快速发展；新签合同 287 亿元，同比增长 10.7%，**国际项目快速推进**，成功签订沙特储能及静止同步补偿器、巴基斯坦默拉直流稳控系统、巴西控保等，中标沙特 ADMS 系统运维等。公司实现海外业务收入 8.3 亿元，同比增长 92.8%，主要系加快海外业务拓展和项目执行所致。

聚焦科研，持续推进重大设备创新。2024H1 公司研发投入 14.3 亿，占营业收入比例为 7.1%，获各级各类省部级以上科技奖励 28 项，其中，1 个项目获国家技术发明奖二等奖。获专利授权 119 项，其中发明专利 102 项，登记软件著作权 62 项。研制的**世界首套静止同步调相机 (SSC) 完成人工短路试验**，自主可控特高压直流控制保护设备首次在混合直流输电工程挂网运行；提出以构网型技术为核心的源网荷储一体化解决方案并在西藏成功应用，自主可控的特高压直流控保设备在±800kV 姑苏换流站挂网运行。

● 盈利预测与投资评级：

我们预测公司 2024-2026 年营收分别为 574.7/636.5/702.0 亿元，归母净利润分别为 79.7/90.4/102.1 亿元，对应 PE 分别为 23/21/18 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

电网投资不及预期；特高压建设不及预期；研报使用的信息数据更新不及时的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	51573	57466	63648	70200
增长率(%)	10.13	11.43	10.76	10.29
EBITDA(百万元)	9816.52	10195.47	11368.41	12633.41
归属母公司净利润(百万元)	7183.69	7969.66	9044.83	10213.90
增长率(%)	11.44	10.94	13.49	12.93
EPS(元/股)	0.89	0.99	1.13	1.27
市盈率(P/E)	26.05	23.48	20.69	18.32
市净率(P/B)	3.97	3.39	2.92	2.52
EV/EBITDA	16.62	16.09	13.68	11.54

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	51573	57466	63648	70200	营业收入	10.1%	11.4%	10.8%	10.3%
营业成本	37754	41860	46240	50865	营业利润	9.2%	12.4%	13.3%	12.8%
税金及附加	326	360	405	444	归属于母公司净利润	11.4%	10.9%	13.5%	12.9%
销售费用	2085	2299	2546	2808	获利能力				
管理费用	1267	1379	1528	1685	毛利率	26.8%	27.2%	27.4%	27.5%
研发费用	2712	2873	3182	3510	净利率	13.9%	13.9%	14.2%	14.5%
财务费用	-476	-325	-465	-634	ROE	15.2%	14.5%	14.1%	13.7%
资产减值损失	-62	-60	-60	-60	ROIC	14.1%	13.8%	13.4%	12.9%
营业利润	8575	9635	10920	12320	偿债能力				
营业外收入	30	0	0	0	资产负债率	41.5%	39.8%	38.4%	37.2%
营业外支出	4	0	0	0	流动比率	1.91	2.05	2.18	2.30
利润总额	8600	9635	10920	12320	营运能力				
所得税	950	1124	1265	1419	应收账款周转率	2.10	2.09	2.11	2.10
净利润	7650	8511	9655	10901	存货周转率	5.70	5.66	5.75	5.77
归母净利润	7184	7970	9045	10214	总资产周转率	0.63	0.63	0.61	0.59
每股收益(元)	0.89	0.99	1.13	1.27	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.89	0.99	1.13	1.27
货币资金	16750	23750	32274	42085	每股净资产	5.87	6.87	7.99	9.26
交易性金融资产	5600	5600	5600	5600	估值比率				
应收票据及应收账款	26485	28681	31908	35238	PE	26.05	23.48	20.69	18.32
预付款项	1327	1541	1641	1825	PB	3.97	3.39	2.92	2.52
存货	9795	10527	11597	12752	现金流量表				
流动资产合计	67214	78596	91950	107051	净利润	7650	8511	9655	10901
固定资产	9084	9593	9814	9937	折旧和摊销	1723	885	913	948
在建工程	1314	969	761	637	营运资本变动	2029	-1411	-1123	-1095
无形资产	1396	1504	1612	1709	其他	42	101	87	89
非流动资产合计	18874	19178	19333	19462	经营活动现金流净额	11444	8087	9533	10843
资产总计	86087	97774	111282	126513	资本开支	-1949	-1180	-1059	-1068
短期借款	385	337	394	438	其他	-3808	108	3	3
应付票据及应付账款	26661	29304	32234	35585	投资活动现金流净额	-5758	-1072	-1055	-1065
其他流动负债	8093	8654	9520	10455	股权融资	0	-18	0	0
流动负债合计	35140	38295	42149	46478	债务融资	-788	-9	57	44
其他	569	599	599	599	其他	-2945	9	-10	-11
非流动负债合计	569	599	599	599	筹资活动现金流净额	-3733	-18	47	33
负债合计	35709	38894	42748	47077	现金及现金等价物净增加额	1983	7000	8525	9811
股本	8033	8033	8033	8033					
资本公积金	7750	7790	7790	7790					
未分配利润	30222	36999	44687	53369					
少数股东权益	3188	3730	4340	5027					
其他	1186	2328	3685	5217					
所有者权益合计	50379	58880	68535	79435					
负债和所有者权益总计	86087	97774	111282	126513					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048