

国电南瑞 (600406)

2024 年年报及 2025 年一季报点评: 维持高强度研发投入, 业绩符合市场预期

买入 (维持)

2025 年 04 月 29 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 谢哲栋

执业证书: S0600523060001
xiezd@dwzq.com.cn

证券分析师 司鑫尧

执业证书: S0600524120002
sixy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	51,655	57,417	64,627	72,255	80,635
同比 (%)	10.31	11.15	12.56	11.80	11.60
归母净利润 (百万元)	7,175	7,610	8,373	9,390	10,531
同比 (%)	11.31	6.06	10.02	12.15	12.15
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.89	0.95	1.04	1.17	1.31
P/E (现价&最新摊薄)	25.86	24.38	22.16	19.76	17.62

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 发布 24 年年报及 25 年一季报, 公司 24 年营收 574.2 亿元, 同比+11%, 归母净利润 76.1 亿元, 同比+6%, 24Q4/25Q1 实现营收 251/89 亿元, 同比+9%/16%, 归母净利润分别为 31.4/6.8 亿元, 同比+4%/14%; 24 年毛利率 26.7%, 同比-0.1pct, 归母净利率 13.3%, 同比-0.7pct, 24Q4/25Q1 毛利率 23.3%/24.2%, 同比-0.4/-0.5pct, 归母净利率 12.5%/7.6%, 同比-0.6/-0.1pct。业绩符合市场预期。
- **网内业务稳中向好, 特高压建设高峰即将到来。** 24 年公司网内业务收入 392 亿元, 同比+9%, 全年新签订单 663 亿元, 同比+14%, 奠定了良好的增长基础。24 年实现电网投资 6083 亿, 同比+15%, 网内市场稳中向好, 1) **特高压项目方面**, 中标甘肃-浙江特高压柔直换流阀+控保、陕北-安徽换流阀+控保等项目, 金额约 33 亿元, 份额遥遥领先, 展望 25 年, 我们预计有望开工“6 直 5 交”+5 条背靠背, 公司作为直流换流阀及直流控保的龙头公司, 新签订单方面有望实现大幅增长; 2) **传统主网方面**, 公司新一代调控中标超 16 亿元, 调度优势进一步凸显, 保护、调度、监控等主业预计保持稳健增长, 展望 25 年, 新一轮大规模设备更新+配网升级等有望为公司传统主业带来新的需求增量。
- **网外市场快速突破, 国际市场再创佳绩。** 24 年公司网外业务收入 181 亿元, 同比+16%, 其中国际业务收入 33 亿元, 同比+135%, 毛利率 19.02%, 同比-4.23pct。1) **国内网外聚焦电源侧和大型央企国企**, 调相机、储能、新能源电站解决方案等拳头产品在网外市场实现突破, 构网型储能、SVG 等产品开始批量化投放市场, 公司能源低碳/工业互联板块营收同比+26%/-10%, 电源侧需求维持高景气。展望 25 年, 我们预计公司电源侧优势稳固, 工业侧缓慢复苏, 整体保持稳健增长。2) **国际业务发力“一带一路”重点国家**, 在沙特市场实现比沙储能投运, 中南、中西柔直项目中标柔直换流阀等核心设备, 巴西、智利和墨西哥等拉美市场均有斩获。展望 25 年, 公司计划设立亚太、中东及欧非、美洲境外三个区域中心, 兵团作战有望提升海外市场运营效率及盈利能力。
- **持续加大研发投入, 全年指引预期稳健。** 公司 24 年期间费用 64.7 亿元, 同比+15.8%, 费用率 11.3%, 同比+0.4pct, 其中研发费用 22.61 亿元, 同比+19%, 主要系公司持续加大研发投入, 引进高端人才所致, 25 年我们预计销售/管理费用率有望有所压降, 研发费用率仍将维持增长; 25 年公司预计实现营收 645 亿元, 同比+12%, 期间费用 77 亿元, 同比+20%, 我们预计利润将保持 5-10%的稳健增长。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司持续加大研发投入, 我们下修公司 25-26 年归母净利润分别为 83.7/93.9 亿元 (前值为 88.9/101.5 亿元), 预计 27 年归母净利润为 105.3 亿元, 同比+10%/12%/12%, 现价对应 PE 分别为 22x/20x/18x, 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, 竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.10
一年最低/最高价	21.31/30.44
市净率(倍)	3.70
流通 A 股市值(百万元)	184,715.10
总市值(百万元)	185,541.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.24
资产负债率(% ,LF)	40.32
总股本(百万股)	8,032.09
流通 A 股(百万股)	7,996.32

相关研究

- 《国电南瑞(600406): 2024 年三季报点评: 业绩稳健增长, 看好 Q4 交付旺季拉动业绩提速》
2024-11-01
- 《国电南瑞(600406): 2024 年半年报点评: 盈利能力稳步提升, 业绩略超市场预期》
2024-08-29

国电南瑞三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	75,300	82,548	91,624	101,331	营业总收入	57,417	64,627	72,255	80,635
货币资金及交易性金融资产	24,756	27,594	30,044	32,265	营业成本(含金融类)	42,111	47,339	52,814	58,883
经营性应收款项	35,021	38,521	43,203	48,738	税金及附加	435	444	500	574
存货	11,312	12,131	13,780	15,409	销售费用	2,261	2,475	2,746	3,024
合同资产	1,505	1,694	1,894	2,113	管理费用	1,451	1,603	1,770	1,959
其他流动资产	2,706	2,608	2,703	2,805	研发费用	3,235	3,684	4,191	4,717
非流动资产	17,405	18,314	19,173	20,050	财务费用	(476)	(215)	(291)	(370)
长期股权投资	64	69	77	85	加:其他收益	710	743	759	806
固定资产及使用权资产	8,353	8,349	8,447	8,643	投资净收益	38	32	36	40
在建工程	1,039	1,747	2,262	2,653	公允价值变动	148	0	0	0
无形资产	1,614	1,863	2,147	2,468	减值损失	(190)	(40)	(66)	(70)
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	3	1	1
长期待摊费用	65	66	69	72	营业利润	9,106	10,035	11,255	12,625
其他非流动资产	6,269	6,218	6,171	6,127	营业外净收支	23	19	20	21
资产总计	92,705	100,862	110,798	121,381	利润总额	9,128	10,054	11,275	12,646
流动负债	39,273	43,420	48,601	53,736	减:所得税	982	1,086	1,218	1,366
短期借款及一年内到期的非流动负债	658	112	124	145	净利润	8,147	8,968	10,057	11,280
经营性应付款项	28,860	32,527	36,589	40,536	减:少数股东损益	536	595	667	749
合同负债	6,437	7,236	8,072	9,000	归属母公司净利润	7,610	8,373	9,390	10,531
其他流动负债	3,317	3,546	3,815	4,055	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.95	1.04	1.17	1.31
非流动负债	697	557	557	557	EBIT	8,426	9,082	10,234	11,477
长期借款	21	21	21	21	EBITDA	10,168	10,483	11,761	13,147
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.66	26.75	26.91	26.98
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	13.25	12.96	13.00	13.06
其他非流动负债	663	523	523	523	收入增长率(%)	11.15	12.56	11.80	11.60
负债合计	39,969	43,978	49,158	54,293	归母净利润增长率(%)	6.06	10.02	12.15	12.15
归属母公司股东权益	49,224	52,777	56,866	61,565					
少数股东权益	3,511	4,107	4,774	5,523					
所有者权益合计	52,736	56,884	61,640	67,088					
负债和股东权益	92,705	100,862	110,798	121,381					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11,086	10,604	10,081	10,531	每股净资产(元)	6.13	6.57	7.08	7.66
投资活动现金流	(14,441)	(2,246)	(2,335)	(2,492)	最新发行在外股份(百万股)	8,032	8,032	8,032	8,032
筹资活动现金流	(5,940)	(5,520)	(5,296)	(5,818)	ROIC(%)	14.39	14.67	15.37	15.86
现金净增加额	(9,261)	2,838	2,449	2,221	ROE-摊薄(%)	15.46	15.86	16.51	17.11
折旧和摊销	1,741	1,401	1,526	1,670	资产负债率(%)	43.11	43.60	44.37	44.73
资本开支	(1,827)	(2,332)	(2,403)	(2,556)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.38	22.16	19.76	17.62
营运资本变动	1,270	234	(1,519)	(2,433)	P/B (现价)	3.77	3.52	3.26	3.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>