

**事件：**2025 年 4 月 28 日，公司发布 24 年年报、25 年一季报。2024 年，公司实现营业收入 574.17 亿元，同比增长 11.15%；归母净利润 76.10 亿元，同比增长 6.06%；扣非归母净利润 73.89 亿元，同比增长 6.15%。单 24Q4，公司实现营收 251.04 亿元，同比+8.90%；归母净利润 31.37 亿元，同比+4.04%；扣非归母净利润 30.55 亿元，同比+6.16%。单 25Q1，公司实现营业收入 88.95 亿元，同比增长 14.76%；归母净利润 6.80 亿元，同比增长 14.14%；扣非归母净利润 6.09 亿元，同比增长 11.14%。

**网内网外业务稳增，智能电网、数能融合板块实现 10% 以上增长。**24 年公司在电网行业的营收为 392.06 亿元，同比+8.97%；电网外行业的营收为 181.18 亿元，同比+16.37%。分具体板块来看，智能电网 24 年实现营收 284.68 亿元，同比+10.70%，毛利率为 29.52%，同比+0.61Pct。数能融合 24 年实现营收 123.65 亿元，同比+11.05%；毛利率为 22.41%，同比基本持平。能源低碳 24 年实现营收 121.85 亿元，同比+26.43%；毛利率为 22.98%，同比-0.94Pct，主要因大力拓展储能、风电等毛利率偏低的网外业务，收入大幅增长，毛利率水平有所下降。工业互联网 24 年实现营收 28.67 亿元，同比-9.51%；毛利率为 27.41%，同比+0.94Pct，收入下降主要因工业控制和轨道交通等业务规模下降。集成及其他 24 年实现营收 14.38 亿元，同比-23.89%；毛利率为 33.66%，同比-3.65Pcts，主要因节能租赁相关业务放缓，收入和毛利率有所下降。

**海外业务高增，公司在手订单充足。**24 年公司国内业务实现收入 540.44 亿元，同比+7.76%；毛利率为 27.06%，同比+0.24Pct。24 年公司海外业务实现收入 32.79 亿元，同比+135.14%，主要系加快海外业务拓展和项目执行所致；毛利率为 19.02%，同比-4.23Pcts。截至 24 年末，公司在手订单为 506.97 亿元，其中 2024 年新签在手订单 290.06 亿元，公司计划 2025 年实现营业收入 645 亿元，同比+12.34%，发生营业成本 473.24 亿元，期间费用 77.41 亿元。

**公司研发投入同比增长较多，积极推进关键技术突破。**2024 年公司研发投入为 40.32 亿元，同比+15.94%，占营业收入比例为 7.02%，同比+0.29Pct，公司已实现功率半导体、PLC 等核心技术突破，自主产品在工业、交通、市政等领域应用，持续提升自主可控和国产化替代水平。

**投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 645.18、720.45、806.08 亿元，对应增速分别为 12.4%、11.7%、11.9%；归母净利润分别为 84.98、95.56、106.61 亿元，对应增速分别为 11.7%、12.5%、11.6%，以 4 月 30 日收盘价为基准，对应 2025-2027 年 PE 为 21X、19X、17X，公司是国内电力设备龙头企业，技术实力领先，维持“推荐”评级。

**风险提示：**电网投资不及预期风险，新产品新市场拓展不及预期风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	57,417	64,518	72,045	80,608
增长率 (%)	11.2	12.4	11.7	11.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,610	8,498	9,556	10,661
增长率 (%)	6.1	11.7	12.5	11.6
每股收益 (元)	0.95	1.06	1.19	1.33
PE	23	21	19	17
PB	3.6	3.4	3.1	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**22.15 元**


### 分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

### 分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

### 分析师 许俊哲

执业证书：S0100525030003

邮箱：xujunzhe@mszq.com

## 相关研究

- 国电南瑞 (600406.SH) 2024 年三季报点评：24Q3 业绩稳健，持续推动研发创新-2024/11/03
- 国电南瑞 (600406.SH) 2024 年半年报点评：24H1 业绩稳步提升，国内外市场实现新突破-2024/09/02
- 国电南瑞 (600406.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩稳健增长，持续研发投入-2024/04/27
- 国电南瑞 (600406.SH) 2023 年三季报点评：Q3 业绩符合预期，盈利能力保持稳定-2023/11/01
- 国电南瑞 (600406.SH) 2023 年半年报点评：23H1 业绩符合预期，订单实现稳健增长-2023/09/03

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	57,417	64,518	72,045	80,608
营业成本	42,111	47,167	52,580	58,938
营业税金及附加	435	452	576	645
销售费用	2,261	2,452	2,666	2,902
管理费用	1,451	1,548	1,657	1,854
研发费用	3,235	3,678	4,035	4,433
EBIT	8,426	10,125	11,396	12,642
财务费用	-476	-82	-147	-200
资产减值损失	-58	-114	-126	-141
投资收益	38	32	36	81
营业利润	9,106	10,125	11,454	12,781
营业外收支	23	30	30	30
利润总额	9,128	10,155	11,484	12,811
所得税	982	1,066	1,263	1,409
净利润	8,147	9,088	10,221	11,402
归属于母公司净利润	7,610	8,498	9,556	10,661
EBITDA	10,168	11,919	13,219	14,494

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,010	14,485	18,864	21,500
应收账款及票据	30,960	32,373	36,151	40,528
预付款项	1,566	1,415	1,577	2,063
存货	11,312	11,285	12,435	13,939
其他流动资产	22,451	24,467	25,165	25,942
流动资产合计	75,300	84,025	94,192	103,971
长期股权投资	64	64	64	64
固定资产	8,283	8,721	9,159	9,159
无形资产	1,614	1,614	1,614	1,614
非流动资产合计	17,405	17,854	17,870	17,862
资产合计	92,705	101,879	112,062	121,834
短期借款	485	485	485	485
应付账款及票据	28,860	33,017	36,952	41,748
其他流动负债	9,927	10,506	11,631	10,938
流动负债合计	39,273	44,008	49,068	53,170
长期借款	21	21	21	21
其他长期负债	676	684	684	684
非流动负债合计	697	705	705	705
负债合计	39,969	44,713	49,773	53,875
股本	8,033	8,032	8,032	8,032
少数股东权益	3,511	4,102	4,767	5,508
股东权益合计	52,736	57,166	62,289	67,958
负债和股东权益合计	92,705	101,879	112,062	121,834

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	11.15	12.37	11.67	11.88
EBIT 增长率	4.63	20.16	12.56	10.93
净利润增长率	6.06	11.66	12.46	11.56
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	26.66	26.89	27.02	26.88
净利润率	13.25	13.17	13.26	13.23
总资产收益率 ROA	8.21	8.34	8.53	8.75
净资产收益率 ROE	15.46	16.01	16.61	17.07
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.92	1.91	1.92	1.96
速动比率	1.42	1.43	1.45	1.47
现金比率	0.23	0.33	0.38	0.40
资产负债率 (%)	43.11	43.89	44.42	44.22
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	179.65	175.87	170.25	170.28
存货周转天数	90.26	86.23	81.20	80.55
总资产周转率	0.64	0.66	0.67	0.69
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.95	1.06	1.19	1.33
每股净资产	6.13	6.61	7.16	7.78
每股经营现金流	1.38	1.57	1.40	1.26
每股股利	0.57	0.63	0.71	0.80
<b>估值分析</b>				
PE	23	21	19	17
PB	3.6	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	16.99	14.49	13.07	11.92
股息收益率 (%)	2.57	2.87	3.22	3.59

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	8,147	9,088	10,221	11,402
折旧和摊销	1,741	1,794	1,823	1,852
营运资金变动	1,270	1,533	-926	-3,181
经营活动现金流	11,086	12,593	11,275	10,130
资本开支	-1,827	-1,657	-1,732	-1,738
投资	-12,769	0	0	0
投资活动现金流	-14,441	-2,370	-1,695	-1,657
股权募资	9	0	0	0
债务募资	193	5	0	0
筹资活动现金流	-5,940	-4,749	-5,201	-5,836
现金净流量	-9,261	5,475	4,379	2,636

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048