

# 国电南瑞（600406）

## 2025 年中报点评：国际业务高速增长，业绩符合市场预期

买入（维持）

2025 年 08 月 28 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）  | 24.73  | 23.31  | 21.19  | 18.90  | 16.85  |

关键词：#业绩符合预期

### 投资要点

■ **事件：**公司 25H1 营收 242.4 亿元，同比+19.5%，归母净利润 29.5 亿元，同比+8.8%，毛利率 26.5%，同比-2.6pct，归母净利率 12.2%，同比-1.3pct；其中 25Q2 营收 153.5 亿元，同比+22.5%，归母净利润 22.7 亿元，同比+7.3%，毛利率 27.8%，同比-4pct，归母净利率 14.8%，同比-2.2pct。业绩符合市场预期。

■ **网内市场：**电网投资高景气，订单&收入加速增长。25H1 公司智能电网/数能融合板块分别实现营收 122.25/39.00 亿元，同比+28%/+4%，毛利率分别为 30.34%/23.40%，同比-2.93/-2.67pct。截至 25H1 国内电网基建投资完成额同比+15%，公司网内收入约 130.7 亿元，同比+15.56%，略高于行业投资增速，行业龙头地位稳固。网内业务毛利率略有下降，我们认为主要系 24 年降价电表&保护装备交付拉低了网内业务毛利率水平。25H1 公司新签订单 354.32 亿元，同比+23%，其中新一代调度、配电自动化、电力现货市场等软件产品快速落地，自动化领域龙头地位稳固。展望 25H2，我们预计藏东南-粤港澳、蒙西-京津冀有望启动物资招标，公司特高压订单有望实现大幅增长，网内业务维持高景气。

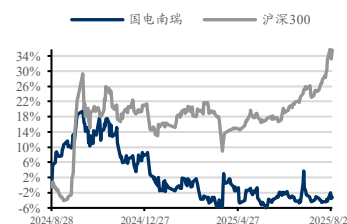
■ **网外市场：**国内电源侧是重要增量市场，国际业务拓展顺利。25H1 公司能源低碳/工业互联分别实现营收 65.41/12.45 亿元，同比+29%/+3%，毛利率分别为 21.59%/20.00%，同比-1.68/-2.52pct。国内网外市场电源侧保持了高速增长，我们预计储能业务是重要的增长来源，25H1 国内新型储能装机同比+77%，公司中标华能乌兰察布、国电投海西州等储能项目，提出南瑞特色“4S”储能，有望实现差异化竞争。国际业务拓展顺利，25H1 海外营收约 19.87 亿元，同比+139%，新签合同同比超 200%，在沙特、南美等市场放量增长，换流阀、SVC 等优势产品在沙特、印尼、智利、巴西等市场落地，展望 25H2，我们预计公司国内网外业务收入有望保持同比 20-30%增长，国际业务继续保持高速增长，成为公司业务第二增长曲线。

■ **控费效果显著，存货&合同负债稳健增长。**公司 25H1 期间费用 30.1 亿元，同比+7.9%，期间费用率 12.4%，同比-1.5pct，其中销售/管理/研发费用率分别同比-0.7/-0.4/-0.9pct，控费效果显著；25H1 末存货 142.2 亿元，同比+23%，合同负债 73.99 亿元，同比+56%，在手订单充沛，持续增长潜力强。公司增加中期分红 11.75 亿元，股利支付率约 40%，分红次数的增加，彰显公司对稳定盈利的信心。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 83.7/93.9/105.3 亿元，同比+10%/12%/12%，现价对应 PE 分别为 21x、19x、17x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电网投资不及预期，竞争加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 22.09       |
| 一年最低/最高价      | 21.31/30.44 |
| 市净率(倍)        | 3.64        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 176,638.81  |
| 总市值(百万元)      | 177,428.83  |

### 基础数据

|              |          |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 6.07     |
| 资产负债率(% ,LF) | 41.89    |
| 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》

2025-04-29

《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         |               |
| <b>流动资产</b>      | <b>75,300</b> | <b>82,548</b>  | <b>91,624</b>  | <b>101,331</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>57,417</b> | <b>64,627</b> | <b>72,255</b> | <b>80,635</b> |
| 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         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>17,405</b> | <b>18,314</b>  | <b>19,173</b>  | <b>20,050</b>  | 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             | <b>营业利润</b>     | <b>9,106</b>  | <b>10,035</b> | <b>11,255</b> | <b>12,625</b> |
| 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            |
| <b>资产总计</b>      | <b>92,705</b> | <b>100,862</b> | <b>110,798</b> | <b>121,381</b> | <b>利润总额</b>     | <b>9,128</b>  | <b>10,054</b> | <b>11,275</b> | <b>12,646</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>39,273</b> | <b>43,420</b>  | <b>48,601</b>  | <b>53,736</b>  | 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            | <b>净利润</b>      | <b>8,147</b>  | <b>8,968</b>  | <b>10,057</b> | <b>11,280</b> |
| 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          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>7,610</b>  | <b>8,373</b>  | <b>9,390</b>  | <b>10,531</b> |
| 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         |
| <b>负债合计</b>      | <b>39,969</b> | <b>43,978</b>  | <b>49,158</b>  | <b>54,293</b>  | 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          |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>52,736</b> | <b>56,884</b>  | <b>61,640</b>  | <b>67,088</b>  |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>92,705</b> | <b>100,862</b> | <b>110,798</b> | <b>121,381</b> |                 |               |               |               |               |

| 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) | 23.31 | 21.19 | 18.90 | 16.85 |
| 营运资本变动      | 1,270    | 234     | (1,519) | (2,433) | P/B (现价)        | 3.60  | 3.36  | 3.12  | 2.88  |

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>