

## 国电南瑞 (600406.SH)

强烈推荐 (维持)

## 业绩平稳增长, 新签合同增长亮眼

中游制造/电力设备及新能源  
目标估值: NA  
当前股价: 21.43 元

公司公告: 2025H1 年实现营收、归母净利润、扣非净利润分别为 242.43、29.52、28.04 亿元, 其中 Q2 营收、归母利润、扣非净利润分别为 153.48、22.72、21.95 亿元, 分别同比增长 22.5%、7.5%、5.84%, 维持“强烈推荐”投资评级。

## 基础数据

总股本(百万股)	8032
已上市流通股(百万股)	7996
总市值(十亿元)	172.1
流通市值(十亿元)	171.4
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	16.1
资产负债率	41.9%
主要股东	国网电力科学研究院有限公司
主要股东持股比例	56.9%

□ 业绩平稳增长。公司 2025 年上半年营业收入、归母净利润、扣非净利润分别为 242.43、29.52、28.04 亿元, 分别同比增加 19.54%、8.97%、6.94%。其中 Q2 公司收入 153.48 亿元, 同比增长 22.5%, 净利润、扣非利润 22.72、21.95 亿元, 分别同比增加 6.95%、5.70%。

□ 盈利指标稳定。2025 年 H1 公司实现毛利率 26.45%, 同比下降 2.58pcts, 净利率 12.89%, 同比下降 1.38pcts。公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 4.12%/2.6%/6.24%/-0.54%, 分别同比 -0.7pcts/-0.36pcts/-0.86pcts/+0.46pcts, 财务费用变动系较上年利息收入减少及外币汇率变动汇兑收益减少, 费用率整体呈现下降趋势。

□ 主要业务保持稳定, 海外营收翻倍。智能电网: 收入 122.25 亿元, 同比 +28.37%, 毛利率 30.34%, 同比-3.23pcts。数能融合: 收入 39 亿元, 同比 +4.43%, 毛利率 23.40%, 同比-2.67pcts。低碳绿色能源: 收入 65.41 亿元, 同比+29.49%, 毛利率 21.59%, 同比-1.68pcts。工业互联网: 收入 12.45 亿元, 同比+2.94%, 毛利率 20.00%, 同比-2.52pcts。集成及其他: 收入 3 亿元, 同比-58.60%, 毛利率 35.08%, 同比+0.75pcts。海外营收 19.87 亿元, 同比+139.18%, 毛利率 19.83%, 同比-5.45pcts。网内营收 130.71 亿元, 同比+15.56%, 网外营收 111.41 亿元, 同比+24.72%。

□ 新签合同增长亮眼。公司上半年新签合同 354.32 亿元, 同比增长 23.46%, 其中网外占比超 50%, 国际合同同比增加超 200%。公司上半年在网内市场份额巩固提升, 落地多地新一代调度、电力现货市场、配网自动化、新一代用采、阳江柔直换流阀等重大项目。网外中标多个储能、抽蓄项目。海外在沙特、南美、印尼、巴西等地实现柔直换流阀、SVC 等关键项目落地。

□ 特高压和配网建设可能带来弹性。特高压招标下半年可能有所追赶, 公司直流换流阀技术领先, 公司有望受益。公司配网自动化和调度自动化业务受益于配网自动化升级改造和国网软件更新, 也或将带来一定弹性。

□ 投资建议: 估算公司 2025-2026 年归母净利润为 86.28、96.26 亿元, 对应估值 20、18 倍, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 电力建设不及预期、公司中标情况不及预期、海外业务进展风险。

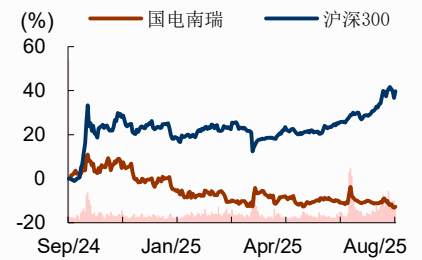
## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	51573	57417	66955	76389	84479
同比增长	10%	11%	17%	14%	11%
营业利润(百万元)	8575	9106	10385	11549	12639
同比增长	9%	6%	14%	11%	9%
归母净利润(百万元)	7184	7610	8628	9636	10531
同比增长	11%	6%	13%	12%	9%
每股收益(元)	0.89	0.95	1.07	1.20	1.31
PE	24.0	22.6	20.0	17.9	16.3
PB	3.6	3.5	3.3	3.0	2.8

资料来源: 公司数据、招商证券

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-8	-14
相对表现	-11	-22	-50



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

1、《国电南瑞 (600406) — 业绩稳健增长, 海外和网外业务快速成长》  
2024-09-20

游家训 S1090515050001

✉ youjx@cmschina.com.cn

吕昊 S1090524020002

✉ lvhao1@cmschina.com.cn

表 1: 业绩摘要

单位: 百万元	2022	2023	2024	2024H1	2025H1	同比变化(%)
营业收入	46828.96	51573.30	57417.25	20114.14	24243.21	20.53
营业成本	34164.70	37753.75	42110.96	14275.14	17830.80	24.91
毛利润	12664.27	13819.56	15306.30	5839.00	6412.41	9.82
销售税金	315.15	325.91	434.89	124.55	137.03	10.02
毛利润(扣除销售税金)	12349.11	13493.64	14871.41	5714.45	6275.37	9.82
销售费用	1758.49	2085.31	2261.40	969.21	999.33	3.11
管理费用	1143.64	1266.93	1451.17	596.28	630.91	5.81
研发费用	2380.28	2711.68	3235.17	1427.93	1513.23	5.97
经营利润	7066.71	7429.73	7923.68	2721.02	3131.91	15.10
资产和信用减值损失	-201.87	(51.32)	(189.87)	-5.36	-167.79	
财务费用	-466.46	-475.61	-475.85	-201.59	-131.38	
投资收益	18.98	-1.65	38.34	-0.86	107.21	
资产处置收益	7.65	(1.04)	(0.18)	-0.17	-0.07	-56.30
公允价值变动净收益	2.00	19.14	148.15	69.57	74.30	6.80
其他收益	491.84	704.04	709.63	281.42	268.37	-4.64
营业外收入	38.81	29.67	32.01	16.60	10.72	-35.43
营业外支出	5.45	4.50	9.49	2.94	3.01	2.16
利润总额	7885.13	8599.69	9128.12	3280.87	3553.01	8.29
所得税	980.39	949.65	981.52	411.41	429.15	4.31
税后净利润	6904.74	7650.04	8146.60	2869.46	3123.86	8.87
少数股东损益	458.56	466.35	536.48	160.29	171.67	7.10
归母净利润	6446.18	7183.69	7610.12	2709.18	2952.19	8.97
非经常性损益	152.34	233.50	233.50	61.89	88.26	42.61
扣非归母净利润	6293.84	6950.19	7376.62	2647.29	2863.93	8.18
主要比率						百分点变化(%)
毛利率	27.04	26.80	26.66	29.03	26.45	-2.58
销售费用率	3.76	4.04	3.94	4.82	4.12	-0.70
管理费用率	2.44	2.46	2.53	2.96	2.60	-0.36
研发费用率	5.08	5.26	5.63	7.10	6.24	-0.86
财务费用率	-1.00	-0.92	-0.83	-1.00	-0.54	0.46
经营利润率	15.09	14.41	13.80	13.53	12.92	-0.61
所得税率	12.46	11.04	10.80	12.54	12.45	-0.08
净利率	14.74	14.83	14.19	14.27	12.89	-1.38
扣非净利率	13.44	13.48	12.85	13.16	11.81	-1.35

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 分项业务拆分

	2023	2024H1	2024	2025H1
营业收入(百万元)	<b>51,573.3</b>	<b>20,114.14</b>	<b>57,417.25</b>	<b>24,243.21</b>
智能电网	25,635.13	9,357.2	28,468.13	12,224.75
融合项目	11,134.02	3,735.1	12,364.85	3,900.47
低碳绿色能源	9,637.72	5,051.63	12,185.27	6,541.39
工业互联网	3,168.86	1,209.11	2,867.49	1,244.71
集成及其他	1,888.82	724.27	1,437.67	299.84
其他业务	108.75	36.84	93.84	32.04
综合毛利率(%)	<b>26.8</b>	<b>29.03</b>	<b>26.66</b>	<b>26.45</b>
智能电网	28.91	33.57	29.52	30.34
融合项目	22.38	26.07	22.41	23.4

	2023	2024H1	2024	2025H1
低碳绿色能源	23.92	23.27	22.98	21.59
工业互联网	26.47	22.52	27.41	20
集成及其他	37.31	34.33	33.66	35.08
其他业务	60.9	75.61	63.44	75.96

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 负债情况

	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2	环比变化(%)
负债率%	40.8	41.5	43.1	40.3	41.9	1.6
短期借款(百万元)	196.3	385.5	485.2	520.4	553.3	6.3
一年内到期的非流动负债(百万元)	1119.2	146.1	172.9	178.3	143.8	-19.4
在手现金(百万元)	140.3	143.0	239.5	5945.7	6564.9	10.4

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 现金情况

	2022	2023	2024	2024Q2	2025Q2	同比变化(%)
赊销比	48.78	51.35	53.92	133.88	116.20	-17.68
存货营收比	17.71	22.87	182.59	57.29	58.64	1.35
销售商品、劳务获现金(百万元)	46276.88	52794.24	59563.53	21964.58	30019.82	135.67
销售商品、劳务获现金/营收	98.82	58.08	103.74	109.20	123.83	14.63
经营性现金流净额(百万元)	8759.96	11444.09	11085.89	-187.38	2808.52	-1499.81
经营现金流净额/税后净利润	135.89	28.37	145.67	-6.92	95.13	102.05

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 资产回报率情况

	2022	2023	2024	2024Q2	2025Q2	同比变化(%)
归上净利率(%)	13.77	13.93	13.25	13.47	12.18	-1.29
总资产周转率(%)	0.63	0.63	0.64	0.24	0.27	0.02
权益乘数	1.86	1.82	1.85	1.80	1.86	0.06
ROE(%)	16.02	16.02	15.79	5.85	6.03	0.18
ROA(%)	9.24	9.40	9.11	3.44	3.42	-0.01
ROIC(%)	14.68	14.74	14.79	5.36	5.63	0.27

资料来源：公司公告、招商证券

表 6: 固定资产和在建工程情况

	2022	2023	2024	2024Q2	2025Q2	环比变化(%)
固定资产(百万元)	9,122.18	9,084.47	8,283.13	8,838.33	7,320.83	-17.17
在建工程(百万元)	2,531.21	1,314.39	1,039.02	1,060.32	1,005.85	-5.14

资料来源：公司公告、招商证券

表 7: 国电南瑞 2015 年-2024 年在手订单和新签订单

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
在手订单(亿元)	126.87	115.57	312.79	331.02	398.32	455.72	515.08	498.41	498.52	506.97
YOY		-9%	171%	6%	20%	14%	13%	-3%	0%	2%
新签订单(亿元)	72.85	54.95	174.54	193.74	232.37	255.46	256.58	259.13	274.27	290.06
YOY		-25%	218%	11%	20%	10%	0%	1%	6%	6%

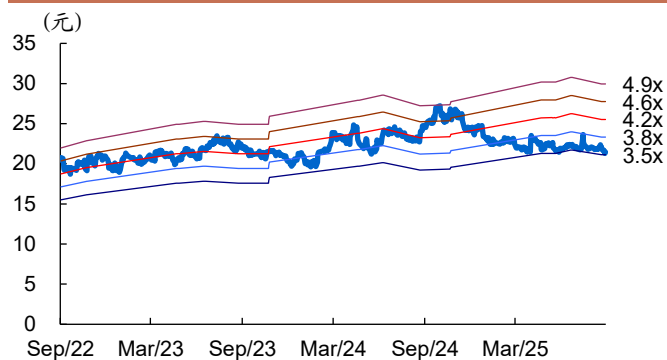
资料来源：公司公告、招商证券

图 1: 国电南瑞历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 国电南瑞历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

业绩稳健增长, 海外和网外业务快速成长 2024-09-20

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	67214	75300	86100	98095	109247
现金	16750	9010	11110	14715	18717
交易性投资	5601	15746	15746	15746	15746
应收票据	78	117	136	155	172
应收款项	26407	30844	35967	41035	45381
其它应收款	189	196	228	260	288
存货	9795	11312	13458	15392	17011
其他	8395	8076	9455	10792	11933
<b>非流动资产</b>	18874	17405	16506	15735	15075
长期股权投资	163	64	64	64	64
固定资产	9084	8283	7608	7039	6558
无形资产商誉	2002	2117	1905	1714	1543
其他	7625	6942	6929	6919	6910
<b>资产总计</b>	<b>86087</b>	<b>92705</b>	<b>102606</b>	<b>113831</b>	<b>124322</b>
<b>流动负债</b>	35140	39273	45494	51603	56617
短期借款	385	485	50	50	0
应付账款	26661	28860	34337	39272	43403
预收账款	5005	6437	7658	8759	9680
其他	3089	3490	3449	3523	3535
<b>长期负债</b>	569	697	697	697	697
长期借款	27	21	21	21	21
其他	542	676	676	676	676
<b>负债合计</b>	<b>35709</b>	<b>39969</b>	<b>46191</b>	<b>52300</b>	<b>57314</b>
股本	8033	8033	8033	8033	8033
资本公积金	6898	6737	6737	6737	6737
留存收益	32260	34454	37539	41999	46748
少数股东权益	3188	3511	4105	4761	5490
归属于母公司所有者权益	47191	49224	52310	56769	61519
<b>负债及权益合计</b>	<b>86087</b>	<b>92705</b>	<b>102606</b>	<b>113831</b>	<b>124322</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	11444	11086	7451	8029	9131
净利润	7650	8147	9222	10292	11260
折旧摊销	1667	1665	1520	1390	1280
财务费用	9	(24)	(473)	(475)	(474)
投资收益	2	(38)	(896)	(896)	(896)
营运资金变动	2118	1390	(1926)	(2286)	(2041)
其它	(2)	(53)	3	4	3
<b>投资活动现金流</b>	(5758)	(14441)	277	277	277
资本支出	(1951)	(1832)	(619)	(619)	(619)
其他投资	(3806)	(12609)	896	896	896
<b>筹资活动现金流</b>	(3733)	(5940)	(5628)	(4702)	(5407)
借款变动	(1631)	(2066)	(558)	0	(100)
普通股增加	1338	(0)	0	0	0
资本公积增加	(1219)	(160)	0	0	0
股利分配	(2611)	(4338)	(5543)	(5177)	(5782)
其他	389	624	473	475	474
<b>现金净增加额</b>	<b>1953</b>	<b>(9295)</b>	<b>2100</b>	<b>3605</b>	<b>4002</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	51573	57417	66955	76389	84479
营业成本	37754	42111	50102	57303	63330
营业税金及附加	326	435	460	529	602
营业费用	2085	2261	2343	2674	2957
管理费用	1267	1451	1540	1757	1943
研发费用	2712	3235	3348	3819	4224
财务费用	(476)	(476)	(473)	(475)	(474)
资产减值损失	(52)	(190)	(146)	(129)	(155)
公允价值变动收益	19	148	148	148	148
其他收益	704	710	710	710	710
投资收益	(2)	38	38	38	38
<b>营业利润</b>	8575	9106	10385	11549	12639
营业外收入	30	32	32	32	32
营业外支出	4	9	9	9	9
<b>利润总额</b>	8600	9128	10407	11571	12662
所得税	950	982	1186	1279	1402
少数股东损益	466	536	594	656	728
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7184</b>	<b>7610</b>	<b>8628</b>	<b>9636</b>	<b>10531</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	10%	11%	17%	14%	11%
营业利润	9%	6%	14%	11%	9%
归母净利润	11%	6%	13%	12%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.8%	26.7%	25.2%	25.0%	25.0%
净利率	13.9%	13.3%	12.9%	12.6%	12.5%
ROE	16.0%	15.8%	17.0%	17.7%	17.8%
ROIC	14.8%	14.8%	16.0%	16.7%	16.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.5%	43.1%	45.0%	45.9%	46.1%
净负债比率	0.6%	0.7%	0.1%	0.1%	0.0%
流动比率	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	4.2	4.0	4.0	4.0	3.9
应收账款周转率	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9
应付账款周转率	1.5	1.5	1.6	1.6	1.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.89	0.95	1.07	1.20	1.31
每股经营净现金	1.42	1.38	0.93	1.00	1.14
每股净资产	5.88	6.13	6.51	7.07	7.66
每股股利	0.54	0.69	0.64	0.72	0.79
<b>估值比率</b>					
PE	24.0	22.6	20.0	17.9	16.3
PB	3.6	3.5	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	22.0	21.0	18.5	17.0	15.7

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。