

# 国电南瑞（600406.SH）

收入利润稳健增长，海外与网外业务持续突破

优于大市

## 核心观点

**上半年业绩稳健增长，业务结构影响盈利能力。**2025年上半年，公司实现营业收入 242.43 亿元，同比+19.54%；归母净利润 29.52 亿元，同比+8.82%；扣非净利润 28.04 亿元，同比 6.94%。上半年毛利率 26.45%，同比-2.58pct；净利率 12.89%，同比-1.38pct。

**二季度业绩保持稳健，盈利能力有所下降。**2025年二季度公司实现营业收入 153.48 亿元，同比+22.50%，环比+72.55%；归母净利润 22.72 亿元，同比+7.33%，环比+234.02%。二季度毛利率 27.75%，同比-3.97pct，环比+3.55pct，净利率 15.83%，同比-2.42pct，环比+8.02pct。

**智能电网与能源低碳业务快速增长。**上半年公司实现智能电网收入 122.25 亿元，同比+28.37%，毛利率 30.34%，同比-2.93pct.；数能融合收入 39.00 亿元，同比+4.43%，毛利率 23.40%，同比-2.67pct.；能源低碳收入 65.41 亿元，同比+29.49%；毛利率 21.59%，同比-1.68pct.。

**海外收入同比+139%，网外收入占比达到 46%。**上半年公司实现国内收入 222.56 亿元，同比+15.64%，毛利率 27.04%；海外收入 19.87 亿元，同比+139.18%，毛利率 19.83%。上半年公司实现网内收入 130.71 亿元，同比+15.56%，网外收入 111.41 亿元，同比+24.72%，网外收入占比达到 46%。

**上半年新签订单同比+23%，拟进行中期分红。**上半年公司新签合同 354.32 亿元，同比+23.46%；其中，国网公司系统外业务合同占比超 50%，国际合同同比增长超 200%。公司拟进行中期分红，每股派发现金股利 0.147 元（含税），合计派发现金红利 11.75 亿元，占上半年公司归母净利润 45.72%。

**技术创新持续引领，海外市场不断突破。**上半年公司国际业务拓展取得新突破，沙特、南美等市场放量增长，落地沙特柔直换流阀等重大项目，智能用电及调相机业务进入巴西市场，配网运维业务应用于智利市场。

**风险提示：**海外市场开拓不及预期；电网投资不及预期；行业竞争加剧。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到网内招标交付节奏和网外行业竞争情况，下调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 83.69/94.62/107.16 亿元（25-26 年原预测值为 93.12/105.47 亿元），当前股价对应 PE 分别为 21/19/17 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	51,573	57,417	64,756	72,197	79,570
(+/-%)	10.1%	11.3%	12.8%	11.5%	10.2%
净利润(百万元)	7184	7610	8369	9462	10716
(+/-%)	11.4%	5.9%	10.0%	13.1%	13.3%
每股收益(元)	0.89	0.95	1.04	1.18	1.33
EBIT Margin	14.4%	13.8%	14.3%	14.7%	15.2%
净资产收益率 (ROE)	16.0%	15.8%	16.4%	17.1%	17.7%
市盈率 (PE)	24.9	23.5	21.4	18.9	16.7
EV/EBITDA	23.6	23.0	21.7	19.5	17.7
市净率 (PB)	3.55	3.39	3.14	2.87	2.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

### 基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

22.25 元

总市值/流通市值

178714/177918 百万元

52 周最高价/最低价

30.44/21.08 元

近 3 个月日均成交额

1133.35 百万元

### 市场走势



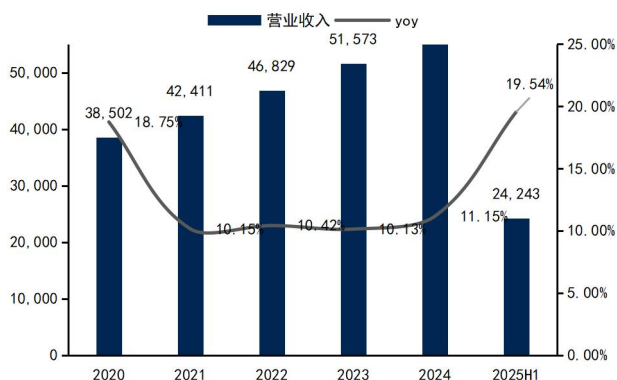
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

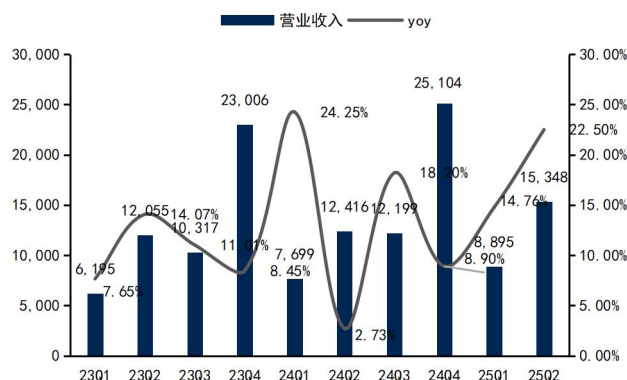
《国电南瑞（600406.SH）-收入利润稳健增长，海外与网外业务持续突破》——2024-08-29

《国电南瑞（600406.SH）-业绩稳健增长，提高分红彰显发展信心》——2024-05-07

**上半年业绩稳健增长，业务结构影响盈利能力。**2025 年上半年，公司实现营收 242.43 亿元，同比+19.54%；归母净利润 29.52 亿元，同比+8.82%；扣非净利润 28.04 亿元，同比 6.94%。上半年毛利率 26.45%，同比-2.58pct；净利率 12.89%，同比-1.38pct。

**图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）**


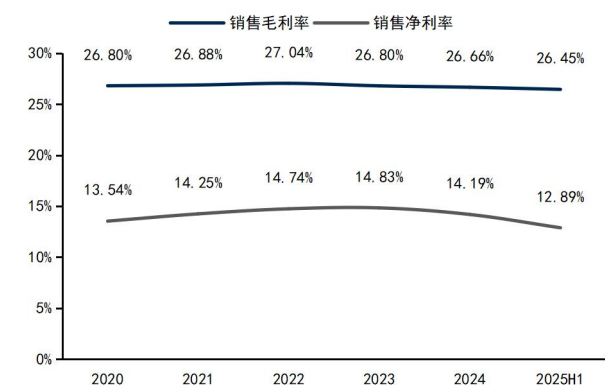
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）**

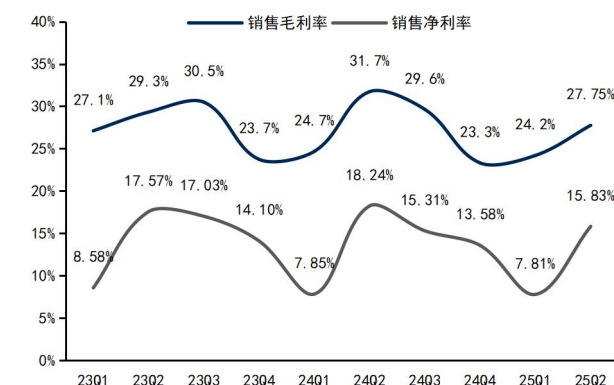

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**二季度业绩保持稳健，盈利能力有所下降。**2025 年二季度公司实现营收 153.48 亿元，同比+22.50%，环比+72.55%；归母净利润 22.72 亿元，同比+7.33%，环比+234.02%；扣非净利润 21.95 亿元，同比+5.84%，环比+260.38%。二季度毛利率 27.75%，同比-3.97pct，环比+3.55pct，净利率 15.83%，同比-2.42pct，环比+8.02pct。

**智能电网与能源低碳业务快速增长。**上半年公司实现智能电网收入 122.25 亿元，同比+28.37%，毛利率 30.34%，同比-2.93pct.；数能融合收入 39.00 亿元，同比+4.43%，毛利率 23.40%，同比-2.67pct.；能源低碳收入 65.41 亿元，同比+29.49%；毛利率 21.59%，同比-1.68pct.；工业互联网收入 12.45 亿元，同比+2.94%，毛利率 20.00%，同比-2.52pct.；集成及其他收入 3.00 亿元，同比-58.60%；毛利率 35.08%，同比+0.75pct.。

**海外收入同比+139%，网外收入占比达到 46%。**上半年公司实现国内收入 222.56 亿元，同比+15.64%，毛利率 27.04%（24 年全年为 27.12%）；海外收入 19.87 亿元，同比+139.18%，毛利率 19.83%（24 年全年为 19.02%）。上半年公司实现网内收入 130.71 亿元，同比+15.56%，网外收入 111.41 亿元，同比+24.72%，网外收入占比达到 46%。

**上半年新签订单同比+23%，拟进行中期分红。**上半年公司新签合同 354.32 亿元，同比+23.46%；其中，国网公司系统外业务合同占比超 50%，国际合同同比增长超 200%。公司拟进行中期分红，每股派发现金股利 0.147 元（含税），合计派发现金红利 11.75 亿元，占上半年公司归母净利润 45.72%。

**技术创新持续引领，海外市场不断突破。**公司持续推动研发创新，在新型继电保护、新型电网调度、抽蓄励磁和控制系统等方面取得突破。上半年公司国际业务拓展取得新突破，沙特、南美等市场放量增长，落地沙特柔直换流阀等重大项目，智能用电及调相机业务进入巴西市场，配网运维业务应用于智利市场。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到网内招标交付节奏和网外行业竞争情况，下调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 83.69/94.62/107.16 亿元（25-26 年原预测值为 93.12/105.47 亿元），当前股价对应 PE 分别为 21/19/17 倍，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表（2025 年 9 月 8 日收盘价）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (24A)	投资评级
				24A	25E	26E	24A	25E	26E		
600406.SH	国电南瑞	22.25	1,787	0.95	1.04	1.18	23.5	21.4	18.9	15.5	优于大市
000400.SZ	许继电气	23.82	243	1.10	1.38	1.69	21.7	17.3	14.1	9.9	-
600312.SH	平高电气	15.66	212	0.75	1.01	1.21	20.9	15.5	12.9	9.8	-
002028.SZ	思源电气	93.25	726	2.63	3.46	4.35	35.5	27.0	21.4	16.6	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司均采用 Wind 一致预测

# 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	16750	9010	10000	13968	19934	营业收入	51573	57417	64756	72197	79570
应收款项	26485	30960	31934	35604	39240	营业成本	37754	42111	47946	53588	59047
存货净额	9795	11312	13136	14682	16177	营业税金及附加	326	435	408	455	501
其他流动资产	5940	5201	7192	8038	8857	销售费用	2085	2261	2331	2527	2705
<b>流动资产合计</b>	<b>67214</b>	<b>75300</b>	<b>81884</b>	<b>92405</b>	<b>104798</b>	管理费用	1267	1451	1554	1588	1671
固定资产	10396	9319	8540	7758	6973	研发费用	2712	3235	3238	3393	3581
无形资产及其他	1396	1614	1507	1399	1292	财务费用	(476)	(476)	(106)	(113)	(202)
其他长期资产	6918	6408	7771	7220	6366	投资收益	(2)	38	60	20	20
长期股权投资	163	64	94	124	154	资产减值及公允价值变动	(51)	(190)	(150)	(170)	(170)
<b>资产总计</b>	<b>86087</b>	<b>92705</b>	<b>99795</b>	<b>108905</b>	<b>119582</b>	其他收入	773	1047	890	910	910
短期借款及交易性金融负债	532	658	1671	700	700	营业利润	8575	9106	10035	11349	12856
应付款项	26661	28860	28899	32300	35590	营业外净收支	25	23	24	24	24
其他流动负债	2942	3317	5183	5770	6342	<b>利润总额</b>	<b>8600</b>	<b>9128</b>	<b>10059</b>	<b>11373</b>	<b>12880</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>35140</b>	<b>39273</b>	<b>42228</b>	<b>45989</b>	<b>50590</b>	所得税费用	950	982	1127	1274	1443
长期借款及应付债券	27	21	21	21	21	少数股东损益	466	536	563	637	721
其他长期负债	542	676	664	667	670	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7184</b>	<b>7610</b>	<b>8369</b>	<b>9462</b>	<b>10716</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>569</b>	<b>697</b>	<b>685</b>	<b>688</b>	<b>691</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>35709</b>	<b>39969</b>	<b>42913</b>	<b>46678</b>	<b>51281</b>	净利润	7184	7610	8369	9462	10716
少数股东权益	3188	3511	3874	4360	4922	资产减值准备	(62)	(58)	(50)	(50)	(50)
股东权益	47191	49224	53008	57867	63379	折旧摊销	1644	1597	937	940	942
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>86087</b>	<b>92705</b>	<b>99795</b>	<b>108905</b>	<b>119582</b>	公允价值变动损失	(19)	(148)	(40)	(40)	(40)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	财务费用	(476)	(476)	(106)	(113)	(202)
每股收益	0.89	0.95	1.04	1.18	1.33	营运资本变动	59	(1674)	(3611)	(1781)	(1788)
每股红利	0.54	0.57	0.57	0.65	0.73	其它	2639	3759	475	597	592
每股净资产	6.27	6.57	7.08	7.75	8.50	<b>经营活动现金流</b>	<b>11444</b>	<b>11086</b>	<b>6081</b>	<b>9128</b>	<b>10374</b>
ROIC	15%	15%	16%	16%	17%	资本开支	(1951)	(1832)	(50)	(50)	(50)
ROE	16%	16%	16%	17%	18%	其它投资现金流	(3806)	(12609)	(1373)	501	804
毛利率	27%	27%	26%	26%	26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(5758)</b>	<b>(14441)</b>	<b>(1423)</b>	<b>451</b>	<b>754</b>
EBIT Margin	14%	14%	14%	15%	15%	权益性融资	152	(163)	(1)	0	0
EBITDA Margin	18%	17%	16%	16%	16%	负债净变化	(1689)	(1826)	1013	(971)	0
收入增长	10%	11%	13%	11%	10%	支付股利、利息	(2671)	(4427)	(4786)	(4753)	(5364)
净利润增长率	11%	6%	10%	13%	13%	其它融资现金流	(1716)	(1820)	1013	(971)	0
资产负债率	41%	43%	43%	43%	43%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3733)</b>	<b>(5940)</b>	<b>(3668)</b>	<b>(5611)</b>	<b>(5162)</b>
股息率	2.4%	2.6%	2.6%	2.9%	3.3%	<b>现金净变动</b>	<b>1953</b>	<b>(9295)</b>	<b>990</b>	<b>3968</b>	<b>5965</b>
P/E	24.9	23.5	21.4	18.9	16.7	货币资金的期初余额	14744	16750	9010	10000	13968
P/B	3.5	3.4	3.1	2.9	2.6	货币资金的期末余额	16750	9010	10000	13968	19934
EV/EBITDA	23.6	23.0	21.7	19.5	17.7	企业自由现金流	6360	5163	5516	8562	9818
						权益自由现金流	5094	3761	6623	7692	9997

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032