

业绩稳健，海外市场多领域突破

—— 国电南瑞（600406.SH）25Q3 业绩点评

2025 年 11 月 11 日

核心观点

- 事件：**25Q1-3 营收 385.77 亿元，同比+18.45%，归母净利润 48.55 亿元，同比+8.43%，扣非净利润 46.39 亿元，同比+7.04%。25Q3 单季营收 143.33 亿元，同比+16.65%，环比-6.61%，归母净利润 19.03 亿元，同比+7.81%，环比-16.24%，扣非净利润 18.34 亿元，同比+7.17%，环比-16.44%，符合预期。
- 电网投资高景气，网内地位稳固。**25Q1-3 国内电网投资 4378 亿元，同比+9.90%，国网输变电设备 25 年 1-5 批中标额达 786.75 亿元，同比+25.23%。10 月以来，蒙西-京津冀、藏东南-大湾区特高压直流启动招标，公司订单有望进一步增长。十五五规划建议稿强调坚持风光水核等多能并举，统筹就地消纳和外送，全面提升电力系统互补互济和安全韧性水平，大力发展新型储能，加快智能电网和微电网建设。公司作为电网全环节智能化、数字化龙头企业，技术创新优势和产业链整合优势明显，将充分受益于电网投资高景气。
- 海外市场多领域突破，合同金额高速增长。**公司产品远销全球 140 多个国家和地区，25 年公司海外在特高压直流输电换流阀、储能、调度自动化系统等多领域取得突破进展，2025H1 海外营收 19.87 亿元，同比+139.18%，毛利率 19.83%，同比-5.45pcts，国际合同同比增长超 200%，海外业务收入及利润实现稳步提升，预计全年将保持稳健增长。
- 盈利短期承压。**25Q3 毛利率 26.5%，同比-3.12pcts/环比-1.25pcts；销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.56%/2.29%/5.53%/-0.19%，同比-0.71/-0.16/+0.03/+0.03pcts，环比+0.15/+0.36/+0.80/+0.26pcts。25Q3 净利率 13.28%，同比-2.03pcts/环比-1.53pcts，主要系项目节奏影响短期盈利。
- 投资建议：**我们预计公司 2025-2026 年营收为 646.96 亿元、717.99 亿元，归母净利润为 85.28 亿元、95.15 亿元，EPS 为 1.06 元、1.18 元，对应 PE 为 23.56 倍、21.11 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**原材料价格大幅上涨的风险；市场需求不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；地缘政治的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	57,417	64,696	71,799	80,564
收入增长率%	11.15	12.68	10.98	12.21
归母净利润(百万元)	7,610	8,528	9,515	10,941
利润增长率%	6.06	12.06	11.58	15.00
毛利率%	26.66	26.86	27.02	27.40
摊薄 EPS(元)	0.95	1.06	1.18	1.36
PE	26.40	23.56	21.11	18.36
PB	4.08	3.57	3.11	2.72
PS	3.50	3.11	2.80	2.49

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

国电南瑞（股票代码：600406）

推荐 维持评级

分析师

曾韬

☎：010-80927653

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

黄林

☎：010-80927627

✉：huanglin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070004

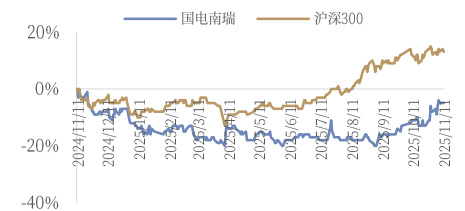
市场数据

2025 年 11 月 11 日

股票代码	600406
A 股收盘价(元)	25.01
上证指数	4,002.76
总股本(万股)	803,209
实际流通 A 股(万股)	799,632
流通 A 股市值(亿元)	2,000

相对沪深 300 表现图

2025 年 11 月 11 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河电新】国电南瑞（600406.SH）业绩点评：25Q2 净利润环比大增，新签订单大幅增长 250831
- 【银河电新】国电南瑞（600446.SH）业绩点评：业绩增长稳健，海外业务增速亮眼 250504
- 【银河电新】公司 24H1 业绩点评报告_国电南瑞（600446.SH）：主业发展稳健，Q2 盈利能力提升 240829

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	75,300	85,736	101,051	118,014
现金	9,010	14,238	23,326	33,045
应收账款	30,844	33,103	37,362	42,141
其它应收款	196	297	343	343
预付账款	1,566	1,649	1,873	2,101
存货	11,312	12,155	13,707	15,346
其他	22,372	24,295	24,441	25,038
非流动资产	17,405	18,680	17,422	16,137
长期投资	64	64	64	64
固定资产	8,283	7,554	6,496	5,410
无形资产	1,614	1,415	1,216	1,016
其他	7,444	9,647	9,647	9,647
资产总计	92,705	104,416	118,474	134,151
流动负债	39,273	43,202	48,415	53,907
短期借款	485	585	685	785
应付账款	26,626	30,249	33,789	37,365
其他	12,161	12,368	13,941	15,757
非流动负债	697	787	787	787
长期借款	21	21	21	21
其他	676	766	766	766
负债总计	39,969	43,989	49,203	54,694
少数股东权益	3,511	4,093	4,733	5,484
归属母公司股东权益	49,224	56,334	64,538	73,972
负债和股东权益	92,705	104,416	118,474	134,151

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11,086	9,535	10,582	11,400
净利润	8,147	9,109	10,155	11,693
折旧摊销	1,741	1,599	1,557	1,586
财务费用	-24	11	13	15
投资损失	-38	-26	-29	-40
营运资金变动	1,270	-1,176	-1,113	-1,853
其他	-9	19	-1	-1
投资活动现金流	-14,441	-3,042	-270	-259
资本支出	-1,827	-616	-299	-299
长期投资	-12,769	0	0	0
其他	156	-2,427	29	40
筹资活动现金流	-5,940	-1,277	-1,223	-1,422
短期借款	100	100	100	100
长期借款	-6	0	0	0
其他	-6,034	-1,377	-1,323	-1,522
现金净增加额	-9,261	5,228	9,088	9,719

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	57,417	64,696	71,799	80,564
营业成本	42,111	47,318	52,396	58,491
税金及附加	435	445	497	574
销售费用	2,261	2,570	2,869	3,198
管理费用	1,451	1,608	1,795	2,018
研发费用	3,235	3,580	4,153	4,794
财务费用	-476	-215	-343	-568
资产减值损失	-58	0	0	0
公允价值变动收益	148	0	0	0
投资收益及其他	38	26	29	40
营业利润	9,106	10,207	11,378	13,101
营业外收入	32	0	0	0
营业外支出	9	0	0	0
利润总额	9,128	10,207	11,378	13,101
所得税	982	1,098	1,223	1,409
净利润	8,147	9,109	10,155	11,693
少数股东损益	536	582	640	751
归属母公司净利润	7,610	8,528	9,515	10,941
EBITDA	10,168	11,591	12,592	14,119
EPS（元）	0.95	1.06	1.18	1.36

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	11.2%	12.7%	11.0%	12.2%
营业利润增长率	6.6%	12.1%	11.5%	15.1%
归母净利润增长率	6.1%	12.1%	11.6%	15.0%
毛利率	26.7%	26.9%	27.0%	27.4%
净利率	13.3%	13.2%	13.3%	13.6%
ROE	15.5%	15.1%	14.7%	14.8%
ROIC	14.1%	14.6%	14.0%	13.9%
资产负债率	43.1%	42.1%	41.5%	40.8%
净资产负债率	-15.8%	-22.3%	-32.4%	-40.4%
流动比率	1.92	1.98	2.09	2.19
速动比率	1.49	1.56	1.67	1.78
总资产周转率	0.64	0.66	0.64	0.64
应收账款周转率	2.00	2.02	2.04	2.03
应付账款周转率	1.63	1.66	1.64	1.64
每股收益	0.95	1.06	1.18	1.36
每股经营现金流	1.38	1.19	1.32	1.42
每股净资产	6.13	7.01	8.04	9.21
P/E	26.40	23.56	21.11	18.36
P/B	4.08	3.57	3.11	2.72
EV/EBITDA	19.11	16.17	14.17	11.96
PS	3.50	3.11	2.80	2.49

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，在《亚洲货币》《机构投资者》《新财富》《水晶球》等评选中屡获佳绩，其中《亚洲货币》评选新能源行业 2018-2023 年连续第一名，《机构投资者》评选荣获 2020 年全球最受欢迎十位分析师，锂电池行业 2020 年第一名，新能源 2018 年第一名，2019-2020 年第二名，2021-2024 年第一名。2017 年《新财富》分析师第二名。2016 年《新财富》分析师第三名。

黄林，北京大学本硕。2022 年 7 月加入银河证券。曾任职于中国联通从事 5G 行业营销。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		