

公司研究 | 点评报告 | 国电南瑞（600406.SH）

收入保持两位数增长，毛利率略有承压

报告要点

公司发布 2025 年三季报。公司 2025 前三季度营业收入 385.8 亿元，同比+18.5%；归母净利润 48.6 亿元，同比+8.4%；扣非净利润 46.4 亿元，同比+7.0%。单季度看，公司 2025Q3 营业收入 143.3 亿元，同比+16.7%，环比-6.6%；归母净利润 19.0 亿元，同比+7.8%，环比-16.2%；扣非净利润 18.3 亿元，同比+7.2%，环比-16.4%。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001
SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



司鸿历

SAC: S0490520080002
SFC: BVD284



袁澎

SAC: S0490524010001

国电南瑞 (600406.SH)

2025-11-18

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

收入保持两位数增长，毛利率略有承压

事件描述

公司发布 2025 年三季报。公司 2025 前三季度营业收入 385.8 亿元，同比+18.5%；归母净利润 48.6 亿元，同比+8.4%；扣非净利润 46.4 亿元，同比+7.0%。单季度看，公司 2025Q3 营业收入 143.3 亿元，同比+16.7%，环比-6.6%；归母净利润 19.0 亿元，同比+7.8%，环比-16.2%；扣非净利润 18.3 亿元，同比+7.2%，环比-16.4%。

事件评论

- 收入端，公司持续保持两位数的增长。2025 年 1-9 月份，我国电网投资达 4378 亿元，同比增长 9.9%，公司当前收入依然快于电网投资增速，体现出公司持续的业务开拓能力。
- 毛利端，公司 2025 前三季度毛利率达 26.47%，同比-2.68pct；2025Q3 单季度毛利率达 26.51%，同比-3.01pct，环比-1.24pct。我们预计公司毛利率有所下降一方面因为产品结构有所变化，另外或受部分产品降价的影响。
- 费用端，公司 2025 前三季度四项费用率达 11.96%，同比-1.20pct，其中销售费率 3.91%，同比-0.67pct；管理费率达 2.49%，同比-0.31pct；研发费率 5.98%，同比-0.50pct；财务费率-0.41%，同比+0.29pct。2025Q3 单季度四项费用率达 11.19%，同比-0.80pct，环比+1.57pct，其中销售费率 3.56%，同比-0.69pct，环比+0.14pct；管理费率达 2.29%，同比-0.19pct，环比+0.36pct；研发费率 5.53%，同比+0.04pct，环比+0.81pct；财务费率-0.19%，同比+0.04pct，环比+0.27pct。费用率基本保持稳定。
- 其他方面，公司 2025Q3 末存货达 159.37 亿元，同比+24.7%，环比上季度末+12.1%。公司 2025Q3 末合同负债达 82.26 亿元，同比+53.7%，环比上季度末+11.2%。公司 2025Q3 末资产负债率达 43.18%，同比+1.96pct，环比+1.29pct。公司 2025 前三季度经营净现金流达 47.14 亿元，同比+161.3%，其中 2025Q3 经营净现金流达 19.06 亿元，同比-3.2%，环比-38.4%。
- 公司保持持续增长，电源电网投资驱动较为明显。我们预计公司 2025 年归母净利润可达约 85 亿元，对应 PE 约 22.4 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 1、电网投资不及预期；
- 2、产品技术创新风险；
- 3、国际业务风险。

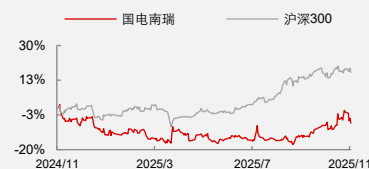
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	23.80
总股本(万股)	803,209
流通A股/B股(万股)	799,632/0
每股净资产(元)	6.13
近12月最高/最低价(元)	26.85/21.08

注：股价为 2025 年 11 月 14 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《智能电网和能源低碳持续增长，海外新签与合同负债表现亮眼》2025-09-09
- 《智能电网驱动发展，收入利润保持增长》2025-05-11
- 《24Q3 业绩稳定，订单与合同负债支撑后续业绩加速》2024-11-16


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、电网投资不及预期：公司市场需求主要来自于电网、发电等电力行业，目前业务覆盖范围较广，并且产品市场份额领先，因此一定程度受到电网投资额影响，若未来电网投资不及预期，可能会对公司订单和收入增速产生影响。
- 2、产品技术创新风险：随着新型电力系统构建地深入推进，以绿色、智能、可持续为特征的新一轮科技革命和产业变革蓄势待发，公司研发的 IGBT、静止同步调相机 (SSC)、特高压直流控制保护设备等新产品和新技术能否应对市场需求和变革方向，可能对公司订单规模产生影响。
- 3、国际业务风险：公司海外业务加速拓展，公司将面临由于国际形势、政治局势、文化差异、法律差异、汇率波动、通货膨胀、原材料价格波动等因素带来的境外经营风险，可能对海外经营产生不利影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	57417	65476	72425	80441	货币资金	9010	10181	15012	20533
营业成本	42111	47841	53253	59463	交易性金融资产	15746	15746	15746	15746
毛利	15306	17635	19172	20978	应收账款	30844	34084	36709	39670
%营业收入	27%	27%	26%	26%	存货	11312	12851	14305	15973
营业税金及附加	435	496	549	609	预付账款	1566	1779	1980	2211
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	6822	7077	7297	7551
销售费用	2261	2619	2752	2896	流动资产合计	75300	81718	91049	101684
%营业收入	4%	4%	4%	4%	长期股权投资	64	64	64	64
管理费用	1451	1702	1774	1890	投资性房地产	74	74	74	74
%营业收入	3%	3%	2%	2%	固定资产合计	8283	11134	11708	12327
研发费用	3235	3699	3911	4344	无形资产	1614	2037	2171	2305
%营业收入	6%	6%	5%	5%	商誉	1	1	1	1
财务费用	-476	-367	-423	-516	递延所得税资产	1309	1309	1309	1309
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	6060	6060	6510	6960
加: 资产减值损失	-58	-70	-80	-90	资产总计	92705	102397	112886	124723
信用减值损失	-132	-10	-10	-10	短期贷款	485	0	0	0
公允价值变动收益	148	0	0	0	应付款项	26626	30249	33671	37598
投资收益	38	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	9106	10214	11414	12649	应付职工薪酬	168	191	212	237
%营业收入	16%	16%	16%	16%	应交税费	1280	1459	1614	1793
营业外收支	23	40	40	40	其他流动负债	10713	12046	13305	14749
利润总额	9128	10254	11454	12689	流动负债合计	39273	43946	48803	54377
%营业收入	16%	16%	16%	16%	长期借款	21	21	21	21
所得税费用	982	1128	1260	1396	应付债券	0	0	0	0
净利润	8147	9126	10194	11293	递延所得税负债	90	90	90	90
归属于母公司所有者的净利润	7610	8524	9521	10547	其他非流动负债	586	586	586	586
少数股东损益	536	602	673	745	负债合计	39969	44643	49500	55074
EPS (元)	0.95	1.06	1.19	1.31	归属于母公司所有者权益	49224	53640	58600	64117
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	3511	4114	4787	5532
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	52736	57754	63386	69649
经营活动现金流净额	11086	6588	10703	11906	负债及股东权益	92705	102397	112886	124723
取得投资收益收回现金	175	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	588	-700	-700	-700	每股收益	0.95	1.06	1.19	1.31
其他	-15205	41	-410	-410	每股经营现金流	1.38	0.82	1.33	1.48
投资活动现金流净额	-14441	-659	-1110	-1110	市盈率	26.62	22.43	20.08	18.12
债券融资	0	0	0	0	市净率	4.12	3.56	3.26	2.98
股权融资	9	0	0	0	EV/EBITDA	20.10	27.05	17.00	14.95
银行贷款增加 (减少)	94	-485	0	0	总资产收益率	8.2%	8.3%	8.4%	8.5%
筹资成本	-5627	-4273	-4762	-5275	净资产收益率	15.5%	15.9%	16.2%	16.5%
其他	-417	0	0	0	净利率	13.3%	13.0%	13.1%	13.1%
筹资活动现金流净额	-5940	-4758	-4762	-5275	资产负债率	43.1%	43.6%	43.8%	44.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-9295	1171	4831	5521	总资产周转率	0.62	0.64	0.64	0.64

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。