

国电南瑞 (600406)

2025 年年报&2026 年一季报点评: 业绩符合市场预期, “十五五” 继续行稳致远

买入 (维持)

2026 年 04 月 30 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 司鑫尧

执业证书: S0600524120002
sixy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	57,829	66,229	75,805	87,011	100,081
同比 (%)	11.95	14.53	14.46	14.78	15.02
归母净利润 (百万元)	7,610	8,279	9,184	10,447	12,032
同比 (%)	6.06	8.79	10.94	13.75	15.17
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.95	1.03	1.14	1.30	1.50
P/E (现价&最新摊薄)	28.09	25.83	23.28	20.47	17.77

投资要点

- **事件:** 公司发布 25 年年报及 26 年一季报, 公司 25 年营收 662.3 亿元, 同比+14.5%, 归母净利润 82.8 亿元, 同比+8.8%, 25Q4/26Q1 实现营收 276.5/95.6 亿元, 同比+10.2%/+7.5%, 归母净利润分别为 34.2/7.2 亿元, 同比+9.1%/+6.0%; 25 年毛利率 25.8%, 同比-0.8pct, 归母净利率 12.5%, 同比-0.8pct, 25Q4/26Q1 毛利率 25.0%/25.1%, 同比+1.6/+0.9pct, 归母净利率 12.4%/7.5%, 同比-0.1/-0.1pct。业绩符合市场预期。
- **网内业务持续稳健增长、奠定“十五五”业绩基石。** 公司 25 年智能电网/数能融合实现营收 334/123 亿元, 同比+16%/-0.5%, 毛利率 30.12%/22.62%, 同比+0.80/0.21pct, 网内业务营收 420 亿元, 同比+6%, 占总营收约 63%, 基本盘稳固。25 年是“十四五”收官之年, 电网基建投资完成额 6395 亿元同比+5%, 公司网内业务聚焦新一代调度、变电站综合等领域核心产品, 特高压柔直换流阀、直流控保保持了龙头地位; “十五五”国网和南网累计投入超 5 万亿, 年均投资额超 1 万亿, 重点投向特高压、配网智能化及数智化转型, 南瑞作为国内新型电力系统的龙头企业, 网内收入/利润有望保持持续稳健增长。
- **“两创”融合培育新质生产力、“三域四层”打开成长边界。** 公司以网内业务为基石, 网外业务加速突破, 25 年实现网外收入 241 亿元, 同比+33%, 能源低碳/工业互联网实现营收 167/30 亿元, 同比+37%/5%, 毛利率 20.21%/21.56%, 同比-2.77/5.85pct。储能、风电业务成为核心增长点, 中标中广核新疆若羌及洛浦储能、阳江三山岛海上风电、引江济淮二期水力量测等项目, 国际业务新开拓坦桑尼亚、马达加斯加等 5 国市场, 调度、配网等专业实现多个首台首套突破或规模化应用, 展望 26 年我们预计公司网外业务有望继续保持高速增长。通过搭建 7 支“十年磨剑”团队和新市场新业务的 2 支战队、2 支特遣队, 以电网域为轴拓展能源互联网域、工业互联网域, 打通控制层、感知层、平台层、应用层, 形成“三域四层”业务架构, 提升公司远期成长空间。
- **费用控制能力稳健、合同负债增长较多。** 公司 25 年/26Q1 期间费用 74.3/17.5 亿元, 同比+14.8%/+13.8%, 期间费用率 11.2%/18.3%, 同比-0.1/+1.0pct, 26Q1 销售/管理/研发/财务费用率 5.2%/3.5%/8.8%/0.7%, 同比变动-0.1/-0.2/+1.4/-0.1pct。合同负债 86.4 亿元, 同比+24.2%。应收账款 266.5 亿元, 较年初-0.3%。存货 165.9 亿元, 同比+18.9%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到原材料成本存在压力, 我们小幅下修公司 26-27 年归母净利润为 91.8/104.5 亿元 (此前 93.9/105.3 亿元), 同比+11%/+14%, 新增 28 年预测 120.3 亿元, 同比+15%, 对应现价 PE 分别为 23x、20x、18x, 考虑到“十五五”期间电网投资的高景气, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电网投资不及预期、原材料成本上涨、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.62
一年最低/最高价	21.08/32.06
市净率(倍)	4.00
流通 A 股市值(百万元)	213,177.65
总市值(百万元)	213,805.35

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.66
资产负债率(% ,LF)	40.20
总股本(百万股)	8,031.76
流通 A 股(百万股)	8,008.18

相关研究

- 《国电南瑞(600406): 2025 三季报点评: 业绩符合市场预期, 电网龙头稳中有进》
2025-10-31
- 《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》
2025-08-29

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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	81,930	95,234	106,567	120,165	营业总收入	66,229	75,805	87,011	100,081
货币资金及交易性金融资产	24,494	28,485	30,804	34,660	营业成本(含金融类)	49,117	56,374	64,865	74,586
经营性应收款项	37,001	44,415	50,779	57,642	税金及附加	437	531	613	689
存货	13,058	14,784	17,079	19,553	销售费用	2,426	2,653	2,958	3,353
合同资产	1,495	1,711	1,964	2,259	管理费用	1,569	1,744	1,958	2,202
其他流动资产	5,883	5,839	5,942	6,052	研发费用	3,604	4,093	4,699	5,404
非流动资产	16,656	17,615	18,533	19,476	财务费用	(169)	(197)	(286)	(363)
长期股权投资	49	55	62	70	加:其他收益	643	872	914	1,001
固定资产及使用权资产	8,313	8,211	8,270	8,467	投资净收益	189	38	44	50
在建工程	484	1,358	1,990	2,463	公允价值变动	162	0	0	0
无形资产	1,818	2,048	2,313	2,618	减值损失	(427)	(500)	(630)	(825)
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	(2)	(1)	(1)	(2)
长期待摊费用	68	69	71	75	营业利润	9,809	11,016	12,530	14,434
其他非流动资产	5,923	5,873	5,825	5,781	营业外净收支	10	13	13	14
资产总计	98,586	112,848	125,101	139,641	利润总额	9,819	11,029	12,544	14,448
流动负债	41,345	50,805	57,169	64,653	减:所得税	961	1,191	1,355	1,560
短期借款及一年内到期的非流动负债	557	112	124	145	净利润	8,858	9,838	11,189	12,888
经营性应付款项	29,741	37,536	42,319	47,829	减:少数股东损益	579	653	742	856
合同负债	7,807	8,960	10,310	11,855	归属母公司净利润	8,279	9,184	10,447	12,032
其他流动负债	3,239	4,197	4,416	4,824	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.03	1.14	1.30	1.50
非流动负债	782	565	565	565	EBIT	9,271	10,410	11,918	13,847
长期借款	21	21	21	21	EBITDA	10,492	11,792	13,419	15,488
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.84	25.63	25.45	25.47
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	12.50	12.12	12.01	12.02
其他非流动负债	751	535	535	535	收入增长率(%)	14.53	14.46	14.78	15.02
负债合计	42,126	51,370	57,734	65,218	归母净利润增长率(%)	8.79	10.94	13.75	15.17
归属母公司股东权益	52,646	57,012	62,158	68,359					
少数股东权益	3,813	4,466	5,208	6,064					
所有者权益合计	56,459	61,478	67,366	74,423					
负债和股东权益	98,586	112,848	125,101	139,641					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12,769	11,767	9,984	12,202	每股净资产(元)	6.55	7.10	7.74	8.51
投资活动现金流	(7,427)	(2,281)	(2,369)	(2,528)	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	(5,587)	(5,496)	(5,295)	(5,817)	ROIC(%)	15.13	15.65	16.46	17.38
现金净增加额	(260)	3,991	2,320	3,856	ROE-摊薄(%)	15.73	16.11	16.81	17.60
折旧和摊销	1,221	1,381	1,501	1,641	资产负债率(%)	42.73	45.52	46.15	46.70
资本开支	(2,108)	(2,372)	(2,445)	(2,603)	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.83	23.28	20.47	17.77
营运资本变动	2,664	82	(3,287)	(3,097)	P/B(现价)	4.06	3.75	3.44	3.13

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>