

公司研究

业绩稳健增长，国际业务拓展成效显著

——国电南瑞（600406.SH）2025 年年报及 2026 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2025 年年报，25 年实现营业收入 662.29 亿元，同比增长 14.53%（相较于 24 年调整后数据）；归母净利润 82.79 亿元，同比增长 8.79%（相较于 24 年调整后数据）；扣非归母净利润 79.83 亿元，同比增长 8.04%（相较于 24 年调整后数据）。公司同时发布 2026 年一季报，26Q1 实现营业收入 95.64 亿元，同比增长 7.52%；归母净利润 7.21 亿元，同比增长 6.04%；扣非归母净利润 6.42 亿元，同比增长 5.39%。

电网投资持续提升，公司凭借龙头地位充分受益。 25 年国家电网完成固定资产投资 6657 亿元，同比增长 5.2%，电网投资规模创下历史新高；特高压建设节奏稳步推进，全年新核准 17 项、开工 9 项、投产 6 项特高压工程；配电网投资同步发力，全年完成投资 2604 亿元；南方电网完成固定资产投资 1751 亿元；在此背景下，公司电网智能业务实现营收 334.22 亿元，同比增长 15.73%，毛利率同比上升 0.80pct 至 30.12%。26Q1 国家电网完成固定资产投资超过 1290 亿元，同比增长 37%；南方电网完成固定资产投资 384.5 亿元，同比增长 49.5%；电网投资提升推动公司 26Q1 业绩实现稳健增长。

网内外业务同步发力，新签订单稳健增长。 25 年公司数能融合业务实现营收 123.03 亿元，同比减少 0.50%，毛利率同比上升 0.21pct 至 22.62%；能源低碳业务实现营收 167.30 亿元，同比增长 37.30%，毛利率同比下降 2.77pct 至 20.21%；工业互联业务实现营收 30.14 亿元，同比增长 5.10%，毛利率同比下降 5.85pct 至 21.56%；集成及其他业务实现营收 6.87 亿元，同比减少 52.21%，毛利率同比下降 7.02pct 至 26.64%。公司电网内业务基本盘持续巩固，同时电网外业务成为重要增长引擎，25 年全年新签合同 758.68 亿元，同比增长 14.40%。

国际业务拓展成效显著，有望成为新增长极。 25 年公司借船出海与自主拓展并举，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套突破或规模化应用，50 余项产品通过南德、莱茵等国际认证，海外市场正式成为新增长极。25 年公司海外业务实现营收 60.38 亿元，同比增长 84.13%，毛利率同比上升 0.17pct 至 19.19%。

维持“买入”评级：考虑到电网行业竞争或将持续加剧，基于审慎原则我们下调 26/27 年并新增 28 年盈利预测，预计公司 26-28 年实现归母净利润 91.05/100.51/110.51 亿元（下调 3%/下调 3%/新增），对应 EPS 为 1.13/1.25/1.38 元，当前股价对应 26-28 年 PE 为 23/21/19 倍。公司有望持续受益于我国电网投资增加和电网数字化的加速建设，看好公司长远发展，**维持“买入”评级。**

风险提示：电网投资不及预期；人才流失及技术转移风险；产品技术创新风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	57,417	66,229	75,579	85,568	95,927
营业收入增长率	11.33%	15.35%	14.12%	13.22%	12.11%
归母净利润（百万元）	7,610	8,279	9,105	10,051	11,051
归母净利润增长率	5.94%	8.79%	9.98%	10.39%	9.94%
EPS（元）	0.95	1.03	1.13	1.25	1.38
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.46%	15.73%	16.04%	16.35%	16.57%
P/E	27	25	23	21	19
P/B	4.2	4.0	3.7	3.4	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-30

买入（维持）

当前价：25.97 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：邓怡亮

执业证书编号：S0930525070003

021-52523802

dengyiliang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	80.32
总市值(亿元)	2085.85
一年最低/最高(元)	20.94/32.06
近 3 月换手率	66.09%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.79	-2.45	-6.84
绝对	-0.46	1.92	19.39

资料来源：Wind

相关研报

新签合同稳健增长，国际业务快速放量——国电南瑞（600406.SH）2025 年半年报点评（2025-08-31）

业绩稳健增长，国内外业务持续突破——国电南瑞（600406.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评（2025-04-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	57,417	66,229	75,579	85,568	95,927
营业成本	42,111	49,117	56,714	64,835	72,767
折旧和摊销	1,597	1,116	1,246	1,386	1,527
税金及附加	435	437	499	565	634
销售费用	2,261	2,426	2,768	3,134	3,514
管理费用	1,451	1,569	1,791	2,028	2,273
研发费用	3,235	3,604	4,113	4,657	5,220
财务费用	-476	-169	-99	-185	-250
投资收益	38	189	50	50	50
营业利润	9,106	9,809	10,742	11,795	12,907
利润总额	9,128	9,819	10,761	11,812	12,922
所得税	982	961	1,076	1,181	1,292
净利润	8,147	8,858	9,685	10,630	11,630
少数股东损益	536	579	579	579	579
归属母公司净利润	7,610	8,279	9,105	10,051	11,051
EPS(元)	0.95	1.03	1.13	1.25	1.38

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	11,086	12,769	12,805	12,541	12,659
净利润	7,610	8,279	9,105	10,051	11,051
折旧摊销	1,597	1,116	1,246	1,386	1,527
净营运资金增加	2,070	5,610	-1,280	78	1,072
其他	-192	-2,236	3,733	1,027	-991
投资活动产生现金流	-14,441	-7,427	-1,932	-1,938	-1,938
净资本支出	-1,827	-2,108	-2,150	-2,150	-2,150
长期投资变化	64	49	0	0	0
其他资产变化	-12,677	-5,368	218	212	212
融资活动现金流	-5,940	-5,587	-5,418	-5,142	-5,597
股本变化	0	-1	0	0	0
债务净变化	121	-101	-521	0	0
无息负债变化	4,140	2,258	4,779	5,109	5,000
净现金流	-9,261	-260	5,455	5,461	5,124

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	26.7%	25.8%	25.0%	24.2%	24.1%
EBITDA 率	18.0%	16.5%	15.4%	14.7%	14.6%
EBIT 率	15.1%	14.8%	13.8%	13.1%	13.0%
税前净利润率	15.9%	14.8%	14.2%	13.8%	13.5%
归母净利润率	13.3%	12.5%	12.0%	11.7%	11.5%
ROA	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
ROE (摊薄)	15.5%	15.7%	16.0%	16.3%	16.6%
经营性 ROIC	23.7%	23.6%	25.2%	26.5%	28.2%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	43%	43%	43%	44%	44%
流动比率	1.92	1.98	1.97	1.96	1.97
速动比率	1.63	1.67	1.66	1.66	1.67
归母权益/有息债务	72.47	91.03	986.91	1069.07	1159.56
有形资产/有息债务	131.35	164.25	1808.07	1989.75	2177.80

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	92,705	98,586	107,533	117,945	128,728
货币资金	9,010	7,323	12,778	18,239	23,363
交易性金融资产	15,746	17,170	17,170	17,170	17,170
应收账款	30,844	31,250	35,024	37,676	41,107
应收票据	117	73	84	95	106
其他应收款 (合计)	196	178	203	230	258
存货	11,312	13,058	14,260	15,359	16,535
其他流动资产	3,681	7,000	4,195	4,195	4,195
流动资产合计	75,300	81,930	89,965	99,613	109,773
其他权益工具	34	34	34	34	34
长期股权投资	64	49	49	49	49
固定资产	8,280	8,253	9,140	9,921	10,567
在建工程	1,039	484	557	578	589
无形资产	1,614	1,818	1,778	1,743	1,711
商誉	1	1	1	1	1
其他非流动资产	1,099	4,040	4,040	4,040	4,040
非流动资产合计	17,405	16,656	17,568	18,332	18,955
总负债	39,969	42,126	46,384	51,493	56,493
短期借款	485	521	0	0	0
应付账款	26,626	27,829	32,133	36,734	41,228
应付票据	2,234	1,907	2,202	2,517	2,825
预收账款	0	6	6	7	8
其他流动负债	740	916	916	916	916
流动负债合计	39,273	41,345	45,619	50,728	55,728
长期借款	21	21	21	21	21
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	318	346	346	346	346
非流动负债合计	697	782	766	766	766
股东权益	52,736	56,459	61,148	66,452	72,235
股本	8,033	8,032	8,032	8,032	8,032
公积金	10,340	10,970	11,881	11,924	11,924
未分配利润	32,008	35,061	38,260	42,942	48,146
归属母公司权益	49,224	52,646	56,756	61,481	66,685
少数股东权益	3,511	3,813	4,392	4,971	5,550

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.94%	3.66%	3.66%	3.66%	3.66%
管理费用率	2.53%	2.37%	2.37%	2.37%	2.37%
财务费用率	-0.83%	-0.26%	-0.13%	-0.22%	-0.26%
研发费用率	5.63%	5.44%	5.44%	5.44%	5.44%
所得税率	11%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.57	0.62	0.66	0.73	0.80
每股经营现金流	1.38	1.59	1.59	1.56	1.58
每股净资产	6.13	6.55	7.07	7.65	8.30
每股销售收入	7.15	8.25	9.41	10.65	11.94

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	27	25	23	21	19
PB	4.2	4.0	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	19.2	18.2	16.7	15.2	13.5
股息率	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%	3.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明:		A 股市场基准为沪深 300 指数; 香港市场基准为恒生指数; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼