

## Q3 业绩符合预期，盈利能力保持稳定

2023 年 11 月 01 日

► **事件：**2023 年 10 月 30 日，公司发布 2023 年三季度报告。公司 2023 年前三季度实现收入 285.67 亿元，同比增长 11.52%；实现归母净利润 41.61 亿元，同比增长 13.83%；实现扣非净利润 40.73 亿元，同比增长 13.33%。单季度来看，公司 23Q3 实现收入 103.17 亿元，同比增长 11.01%；实现归母净利润 16.61 亿元，同比增长 7.54%；实现扣非净利润 16.46 亿元，同比增长 6.95%。

► **盈利能力持续增长，费用管控维持稳定。**盈利能力方面，23Q3 毛利率为 30.49%，同比增长 0.63Pct；净利率为 17.03%，同比下降 0.61Pct。**费用管控方面**，2023 年前三季度期间费用率为 12.36%，同比上升 0.56Pct。其中销售/管理费用分别为 4.65%/2.82%，分别同比下降 0.05Pct/0.16Pct。

► **公司特高压领域保持领先地位，有望受益于特高压建设。**结合国家电网相关规划以及公开招标情况，今年已有 6 条线路开工，其中 4 条线路已进行电力设备的招标工作。公司相关产品的市场占有率突破 50%，后续有望持续兑现业绩。

► **聚焦核心技术，工业互联板块实现突破。**公司为智能电网电力电子装备国产化所研发的高功率 IGBT，在交通、电动汽车、工业控制领域取得应用。除 3300 伏 IGBT 成功在轨交应用外，1700 伏、1200 伏 IGBT 以及第三代半导体碳化硅 MOSFET 多款产品达到量产条件，在电动汽车、充电桩、工业控制领域应用广泛，4500 伏、6500 伏 IGBT 产品技术开发进展有序。具备年产 25 万只 IGBT 模块生产能力的封装测试生产线已经建成投运，为 IGBT 产业化打下坚实基础。

► **聚焦拓展国际业务，推动高附加值产品参与国际竞争。**公司将南美、东南亚、中东作为重点市场。巴西美丽山±800 千伏特高压直流输电工程是当前世界第二大输电工程，公司作为核心设备供应商，提供了特高压直流换流阀、直流控保、测量系统、稳控系统、交流保护等成套装备。公司承建沙特智能电表项目，为当地接入 500 万只智能电表，实现南瑞用电信息采集系统首次海外大规模应用，并成功投运世界首台移动式 STATCOM（静止同步补偿器），现已为沙特电力公司提供覆盖 13.8 千伏至 380 千伏全部电压等级的电力电子设备。公司累计签订海外合同超 300 亿元，产品通过 449 项国际认证测试，海外市场开拓初见成效。

► **投资建议：**公司是电网二次设备龙头，特高压、电力智能化数字化、智能配网三大关键点支撑业绩稳步提升。我们预计公司 23-25 年的营收分别为 538.07、609.57、687.64 亿元，增速分别为 14.9%、13.3%、12.8%；归母净利润分别为 73.67、85.63、99.36 亿元，增速分别为 14.3%、16.2%、16%。10 月 31 日收盘价对应公司 23-25 年 PE 为 25、21、18 倍。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**电网投资不及预期；经济波动风险；竞争加剧风险。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 46,829 | 53,807 | 60,957 | 68,764 |
| 增长率 (%)          | 10.4   | 14.9   | 13.3   | 12.8   |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 6,446  | 7,367  | 8,563  | 9,936  |
| 增长率 (%)          | 14.2   | 14.3   | 16.2   | 16.0   |
| 每股收益 (元)         | 0.80   | 0.92   | 1.07   | 1.24   |
| PE               | 28     | 25     | 21     | 18     |
| PB               | 4.3    | 3.8    | 3.4    | 3.1    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 31 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

22.55 元


**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

**研究助理 李佳**

执业证书：S0100121110050

电话：021-60876734

邮箱：lijia@mszq.com

**研究助理 许俊哲**

执业证书：S0100123020010

电话：021-60876734

邮箱：xujunzhe@mszq.com

### 相关研究

- 1.国电南瑞 (600406.SH) 2023 年半年报点评：23H1 业绩符合预期，订单实现稳健增长-2023/09/03
- 2.国电南瑞 (600406.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：业绩增长符合预期，持续创新巩固龙头地位-2023/04/28
- 3.国电南瑞 (600406.SH) 2022 年三季报点评：Q3 业绩符合预期，管理质效再提升-2022/10/31
- 4.国电南瑞 (600406.SH) 2022 年半年报点评：核心板块多点开花，市场开拓持续取得突破-2022/08/31
- 5.国电南瑞 (600406.SH) 2021 年报及 22Q1 季报点评：盈利能力大幅提升，公司业绩表现亮眼-2022/04/30

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 46,829 | 53,807 | 60,957 | 68,764 |
| 营业成本      | 34,165 | 39,081 | 44,180 | 49,713 |
| 营业税金及附加   | 315    | 377    | 427    | 481    |
| 销售费用      | 1,758  | 1,991  | 2,194  | 2,407  |
| 管理费用      | 1,144  | 1,238  | 1,341  | 1,444  |
| 研发费用      | 2,380  | 2,690  | 3,048  | 3,438  |
| EBIT      | 7,374  | 8,919  | 10,322 | 11,908 |
| 财务费用      | -466   | -165   | -234   | -336   |
| 资产减值损失    | -154   | -188   | -211   | -234   |
| 投资收益      | 19     | 27     | 30     | 34     |
| 营业利润      | 7,852  | 8,933  | 10,388 | 12,059 |
| 营业外收支     | 33     | 30     | 30     | 30     |
| 利润总额      | 7,885  | 8,963  | 10,418 | 12,089 |
| 所得税       | 980    | 1,076  | 1,250  | 1,451  |
| 净利润       | 6,905  | 7,887  | 9,168  | 10,638 |
| 归属于母公司净利润 | 6,446  | 7,367  | 8,563  | 9,936  |
| EBITDA    | 8,788  | 10,528 | 12,107 | 13,937 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E   |
|-------------|--------|--------|--------|---------|
| 货币资金        | 14,744 | 20,574 | 29,172 | 37,476  |
| 应收账款及票据     | 22,841 | 25,158 | 27,668 | 30,271  |
| 预付款项        | 1,098  | 1,172  | 1,325  | 1,491   |
| 存货          | 8,294  | 9,234  | 10,320 | 11,479  |
| 其他流动资产      | 9,211  | 9,846  | 8,980  | 9,676   |
| 流动资产合计      | 56,188 | 65,984 | 77,466 | 90,394  |
| 长期股权投资      | 174    | 201    | 232    | 266     |
| 固定资产        | 9,122  | 9,785  | 10,413 | 11,021  |
| 无形资产        | 1,355  | 1,354  | 1,354  | 1,354   |
| 非流动资产合计     | 20,478 | 19,996 | 19,850 | 19,641  |
| 资产合计        | 76,666 | 85,980 | 97,316 | 110,035 |
| 短期借款        | 196    | 196    | 196    | 196     |
| 应付账款及票据     | 22,891 | 26,661 | 30,502 | 34,459  |
| 其他流动负债      | 7,609  | 7,860  | 9,123  | 10,716  |
| 流动负债合计      | 30,696 | 34,717 | 39,822 | 45,371  |
| 长期借款        | 0      | 0      | 0      | 0       |
| 其他长期负债      | 611    | 614    | 661    | 661     |
| 非流动负债合计     | 611    | 614    | 661    | 661     |
| 负债合计        | 31,307 | 35,331 | 40,483 | 46,032  |
| 股本          | 6,695  | 8,033  | 8,033  | 8,033   |
| 少数股东权益      | 2,892  | 3,413  | 4,018  | 4,720   |
| 股东权益合计      | 45,358 | 50,649 | 56,833 | 64,003  |
| 负债和股东权益合计   | 76,666 | 85,980 | 97,316 | 110,035 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标     | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%)   |        |        |        |        |
| 营业收入增长率    | 10.42  | 14.90  | 13.29  | 12.81  |
| EBIT 增长率   | 10.12  | 20.95  | 15.73  | 15.37  |
| 净利润增长率     | 14.24  | 14.28  | 16.24  | 16.04  |
| 盈利能力 (%)   |        |        |        |        |
| 毛利率        | 27.04  | 27.37  | 27.52  | 27.71  |
| 净利率        | 13.77  | 13.69  | 14.05  | 14.45  |
| 总资产收益率 ROA | 8.41   | 8.57   | 8.80   | 9.03   |
| 净资产收益率 ROE | 15.18  | 15.60  | 16.21  | 16.76  |
| 偿债能力       |        |        |        |        |
| 流动比率       | 1.83   | 1.90   | 1.95   | 1.99   |
| 速动比率       | 1.41   | 1.49   | 1.59   | 1.65   |
| 现金比率       | 0.48   | 0.59   | 0.73   | 0.83   |
| 资产负债率 (%)  | 40.84  | 41.09  | 41.60  | 41.83  |
| 经营效率       |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数   | 177.24 | 170.00 | 165.00 | 160.00 |
| 存货周转天数     | 88.61  | 88.00  | 87.00  | 86.00  |
| 总资产周转率     | 0.63   | 0.66   | 0.67   | 0.66   |
| 每股指标 (元)   |        |        |        |        |
| 每股收益       | 0.80   | 0.92   | 1.07   | 1.24   |
| 每股净资产      | 5.29   | 5.88   | 6.57   | 7.38   |
| 每股经营现金流    | 1.09   | 1.31   | 1.46   | 1.68   |
| 每股股利       | 0.39   | 0.37   | 0.43   | 0.50   |
| 估值分析       |        |        |        |        |
| PE         | 28     | 25     | 21     | 18     |
| PB         | 4.3    | 3.8    | 3.4    | 3.1    |
| EV/EBITDA  | 19.29  | 16.10  | 14.00  | 12.16  |
| 股息收益率 (%)  | 1.73   | 1.65   | 1.91   | 2.22   |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润         | 6,905  | 7,887  | 9,168  | 10,638 |
| 折旧和摊销       | 1,414  | 1,609  | 1,785  | 2,029  |
| 营运资金变动      | 414    | 839    | 571    | 630    |
| 经营活动现金流     | 8,760  | 10,552 | 11,730 | 13,527 |
| 资本开支        | -3,414 | -1,338 | -1,521 | -1,742 |
| 投资          | -423   | 260    | 0      | 0      |
| 投资活动现金流     | -3,803 | -1,079 | 1      | -1,742 |
| 股权募资        | 777    | -9     | 0      | 0      |
| 债务募资        | -1,091 | -983   | -136   | 0      |
| 筹资活动现金流     | -2,816 | -3,644 | -3,132 | -3,482 |
| 现金净流量       | 2,253  | 5,830  | 8,599  | 8,304  |

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026