

业绩稳步增长，费用率持续压降

2025 年 11 月 01 日

► **事件：**2025 年 10 月 30 日，公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度公司实现营业收入 385.77 亿元，同比增长 18.45%；归母净利润 48.55 亿元，同比增长 8.43%；扣非归母净利润 46.39 亿元，同比增长 7.04%。单 2025 年第三季度，公司实现营业收入 143.33 亿元，同比增长 16.65%；归母净利润 19.03 亿元，同比增长 7.81%；扣非归母净利润 18.34 亿元，同比增长 7.17%。

► **2025 年第三季度公司净利率提升至 14.11%，费用率持续压降。**2025 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 26.47%、13.34%，2025 年第三季度公司毛利率、净利率分别为 26.50%、14.11%，公司 2025 年第三季度毛利率、净利率较 2025 年上半年均持续提升。2025 年前三季度公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 3.91%、2.49%、5.98%、-0.41%，2024 年前三季度同期分别为 4.61%、2.77%、6.50%、-0.71%，2025 年前三季度公司销售费用率、管理费用率、研发费用率均有所压降。

► **2025 年第三季度公司存货金额持续增长。**2025 年前三季度公司存货金额增长至 159.37 亿元，较 2024 年前三季度、2025 年上半年的 127.83 亿元、142.16 亿元均呈持续提升态势，对公司后续业务增长提供较好支撑。

► **强化新领域部署，2025 年上半年公司新兴业务同比增长近 40%。**公司深化新型储能研究，提出具有南瑞特色的“4S 储能”方案；自主研发高压 4500V/3000A IGBT 实现小批量应用，自主中压 IGBT 在新能源发电行业交付应用 10 万只；成功发布宽温大负载新型配网带电作业机器人，实用化水平持续提升；开展 PLC 交通领域适应性开发，在轨交项目成功应用；自主可控 DCS 系统首次在化工行业顺利投运；绝缘、防火等电力新材料初步实现产业化应用。25H1 公司新兴业务收入同比增加 38.65%。

► **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 645.18、720.45、806.08 亿元，对应增速分别为 12.4%、11.7%、11.9%；归母净利润分别为 82.06、93.30、105.84 亿元，对应增速分别为 7.8%、13.7%、13.4%，以 10 月 31 日收盘价为基准，对应 2025-2027 年 PE 为 24X、21X、18X，公司是国内电力设备龙头企业，技术实力领先，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**电网投资不及预期风险，新产品新市场拓展不及预期风险，原材料价格大幅波动风险等。

推荐

维持评级

当前价格：

24.23 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia_yj@glms.com.cn

分析师 许俊哲

执业证书：S0100525030003

邮箱：xujunzhe@glms.com.cn

相关研究

1.国电南瑞 (600406.SH) 2025 年半年报点评：业绩稳健增长，海外网外等市场持续高增-2025/08/29

2.国电南瑞 (600406.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：营收稳健增长，海外业务增速亮眼-2025/05/01

3.国电南瑞 (600406.SH) 2024 年三季报点评：24Q3 业绩稳健，持续推动研发创新-2024/11/03

4.国电南瑞 (600406.SH) 2024 年半年报点评：24H1 业绩稳步提升，国内外市场实现新突破-2024/09/02

5.国电南瑞 (600406.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩稳健增长，持续研发投入-2024/04/27

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	57,417	64,518	72,045	80,608
增长率 (%)	11.2	12.4	11.7	11.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,610	8,206	9,330	10,584
增长率 (%)	6.1	7.8	13.7	13.4
每股收益 (元)	0.95	1.02	1.16	1.32
PE	26	24	21	18
PB	4.0	3.7	3.2	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	57,417	64,518	72,045	80,608
营业成本	42,111	47,099	52,580	58,938
营业税金及附加	435	516	576	645
销售费用	2,261	2,548	2,666	2,902
管理费用	1,451	1,677	1,729	1,854
研发费用	3,235	3,807	4,179	4,514
EBIT	8,426	9,773	11,180	12,561
财务费用	-476	-84	-91	-188
资产减值损失	-58	-114	-126	-141
投资收益	38	32	36	81
营业利润	9,106	9,776	11,181	12,689
营业外收支	23	30	30	30
利润总额	9,128	9,806	11,211	12,719
所得税	982	1,030	1,233	1,399
净利润	8,147	8,776	9,978	11,320
归属于母公司净利润	7,610	8,206	9,330	10,584
EBITDA	10,168	11,568	13,003	14,414

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,010	9,350	17,438	24,389
应收账款及票据	30,960	32,373	36,151	40,528
预付款项	1,566	1,413	1,577	2,063
存货	11,312	11,268	12,435	13,939
其他流动资产	22,451	26,785	27,483	28,260
流动资产合计	75,300	81,190	95,084	109,179
长期股权投资	64	64	64	64
固定资产	8,283	8,721	9,159	9,159
无形资产	1,614	1,614	1,614	1,614
非流动资产合计	17,405	19,955	19,971	19,963
资产合计	92,705	101,145	115,055	129,142
短期借款	485	485	485	485
应付账款及票据	28,860	32,969	36,952	41,748
其他流动负债	9,927	10,386	11,510	10,817
流动负债合计	39,273	43,841	48,947	53,049
长期借款	21	21	21	21
其他长期负债	676	767	767	767
非流动负债合计	697	788	788	788
负债合计	39,969	44,629	49,736	53,838
股本	8,033	8,032	8,032	8,032
少数股东权益	3,511	4,082	4,731	5,466
股东权益合计	52,736	56,516	65,320	75,304
负债和股东权益合计	92,705	101,145	115,055	129,142

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.15	12.37	11.67	11.88
EBIT 增长率	4.63	15.99	14.40	12.35
净利润增长率	6.06	7.83	13.69	13.44
盈利能力 (%)				
毛利率	26.66	27.00	27.02	26.88
净利率	13.25	12.72	12.95	13.13
总资产收益率 ROA	8.21	8.11	8.11	8.20
净资产收益率 ROE	15.46	15.65	15.40	15.15
偿债能力				
流动比率	1.92	1.85	1.94	2.06
速动比率	1.42	1.31	1.42	1.52
现金比率	0.23	0.21	0.36	0.46
资产负债率 (%)	43.11	44.12	43.23	41.69
经营效率				
应收账款周转天数	179.65	175.87	170.25	170.28
存货周转天数	90.26	86.30	81.15	80.55
总资产周转率	0.64	0.67	0.67	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	0.95	1.02	1.16	1.32
每股净资产	6.13	6.53	7.54	8.69
每股经营现金流	1.38	1.51	1.38	1.25
每股股利	0.57	0.15	0.17	0.19
估值分析				
PE	26	24	21	18
PB	4.0	3.7	3.2	2.8
EV/EBITDA	18.61	16.36	14.55	13.13
股息收益率 (%)	2.35	0.60	0.69	0.78

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	8,147	8,776	9,978	11,320
折旧和摊销	1,741	1,794	1,823	1,852
营运资金变动	1,270	1,505	-898	-3,182
经营活动现金流	11,086	12,127	11,056	10,042
资本开支	-1,827	-1,657	-1,732	-1,738
投资	-12,769	0	0	0
投资活动现金流	-14,441	-6,673	-1,695	-1,657
股权募资	9	0	0	0
债务募资	193	-39	0	0
筹资活动现金流	-5,940	-5,114	-1,272	-1,433
现金净流量	-9,261	340	8,088	6,951

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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048