

国电南瑞 · 600406.SH

电力设备及新能源 | 电网自动化龙头

【核心观点】我们认为国电南瑞属于成长型投资机会，当前处于战略投入验证阶段。市场定价已反映对其远期成长预期，且从分部估值与战略价值角度看，市值或存在多维参照系支撑。公司正经历新业务（海外、IGBT、AI）投入期，利润增速低于收入增速为主动选择，需跟踪海外收入突破百亿、IGBT规模化应用及AI业务收入转化等关键节点。

报告日期

2026-06-08

前收盘价

¥23.45

总市值

¥1883.45亿

所属行业

电力设备及新
能源

经营概况

以下分析基于公司年报、公告及行业数据整理，部分定量字段为系统推导值，判断置信度有限。

国电南瑞经营分析

国电南瑞依靠电力设备及系统、输配电及控制设备、电网自动化、新能源及能源互联网相关产品的研发生产与技术服务实现营业收入和利润。业绩增长中，行业红利贡献 **227.1%**，自身独特优势贡献 **-1.7%**。自身独特优势指公司毛利率超出行业平均水平的幅度，此处为-1.7个百分点，即毛利率低于行业平均。整体看，自身造血能力弱于行业依赖。

产品竞争力

公司产品以电网智能（调度自动化、继电保护、变电站监控）、数能融合（电力信息化、AI平台）、能源低碳（储能、新能源并网、节能）为主。主要竞品包括许继电气（同属国家电网体系，继保和直流输电强）、四方股份（高压保护及稳控）、特变电工（变压器及输变电）。优势：电网智能领域，国电南瑞的调度自动化市场占有率超 **80%**，特高压换流阀（SLCC、主动保护）及电网运行孪生平台技术全球领先，AI平台AgentSphere获信通院最高认证，构成10~20年积淀的系统集成与工程经验壁垒。劣势：能源低碳产品毛利率（**20.21%**）显著低于电网智能（**30.12%**），储能PCS等面临华为、阳光电源竞争，数能融合业务增速放缓（2025年收入微降**0.5%**）。整体看，公司在电网核心自动化领域护城河极深，但跨出电网后的竞争优势尚未建立。

商业模式

护城河类型为“无竞争优势”（系统评分），但实际依靠国家电网股东背景及高壁垒市场准入获取超额利润。盈利模式以项目制系统集成为主，利润来源中电网智能贡献 **58.8%** 利润，是核心现金牛。产业链定位为电力系统二次设备供应商，上游受芯片、功率器件成本波动影响，下游客户为国家电网、南方电网，议价权弱（电网集采压价）。反脆弱性弱：过度依赖国网资本开支，政策波动风险大。国内外同业对比：国内类似ABB、西门子电网部门，但国电南瑞享受国网内配套优势，海外扩张初期，费用承压。

持续盈利的关键因素

过去10年，国网投资从高速增长进入“提质增效”阶段，公司核心品类（调度、继保）价格基本稳定，产销率接近 **100%**，毛利率从2015年约 **29%** 波动至当前 **25.8%**。背后的核心逻辑：客户偏好向一体化解决方案倾斜，技术迭代（数字化、AI）推高研发投入，竞争格局稳固（国网内三家寡头），货币政策宽松后电网投资韧性较强，产业政策（双碳、特高压持续开工）支撑需求。未来关键因素：1) 特高压及配网投资能否持续高增（2025年新签合同增长 **14.4%** 为领先指标）；2) 毛利率能否维持：能源低碳业务规模扩大将拉低整体毛利率，需观察降本成效；3) 现金流质量：经营现金流/净利润为 **-2.03**（红牌），应收账款周转率仅小幅提升，若回款恶化将侵蚀利润。趋势判断为稳定，回归底线方面，安全空间充裕（净利润增速 **8.8%** 低于营收增速，估值需谨慎）。

主营业务与财务数据对比

年份周期	业务类别	收入规模 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
2025-12-31	电网智能	334.2	50	30.12
2025-12-31	能源低碳	167.3	25	20.21

年份周期	业务类别	收入规模 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
2025-12-31	数能融合	123.0	19	22.62
2024-12-31	智能电网	284.7	50	29.52
2024-12-31	数能融合	123.6	22	22.41
2024-12-31	能源低碳	121.9	21	22.98

分析：整体毛利率从 26.60% 降至 25.79%，主要受低毛利的能源低碳业务占比提升（从21%升至25%）拖累。电网智能毛利率微升至 30.12%，是利润锚点。数能融合收入小幅下滑，份额扩张仅体现在电网智能（增速 17.4%），能源低碳超额增长 7.6%，但毛利率下降 2.8 个百分点。

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分毛利率为计算值。

小结

自身独特优势微弱（毛利率低于行业平均），依赖电网投资红利，现金流质量恶化是核心风险，但新签订单增长预示中期收入安全垫，需跟踪经营性现金流改善。

注：以上分析中部分定量字段（如行业平均毛利率）为系统推导值，盲点已标注，判断置信度有限。

估值分析

核心驱动力

电网投资周期与结构性红利；核心业务（电网智能）的利润锚定效应；新业务（海外、IGBT、AI）投入期。

核心风险

现金流质量与利润含金量的背离；过度依赖国网开支；能源低碳业务毛利率承压；市场竞争加剧。

影响估值的核心因素梳理

基于上游经营分析、财务分析及公告总结，提炼出以下三个最关键估值驱动力与核心风险：

驱动力一：电网投资周期与结构性红利。 国电南瑞约 80% 收入直接来源于国家电网与南方电网的资本开支。2025 年新签合同同比增长 14.4%，特高压、配网智能化及新能源并网是三大结构性支撑。这是公司收入增长的“源头活水”，若电网投资增速从当前高个位数回落至低个位数，估值将面临系统性下修。

驱动力二：核心业务（电网智能）的利润锚定效应。 该业务毛利率 30.12%，贡献近 60% 利润，调度自动化市占

率超 80%，构成公司价值的“压舱石”。该业务的稳定性直接决定了DCF模型中永续期现金流的可靠程度。

核心风险：现金流质量与利润含金量的背离。 季度信号显示经营现金流/净利润为-2.03（红牌），尽管年度数据为1.44，但趋势恶化明显。若应收账款与收入增速持续背离，将侵蚀ROIC（当前 46.1%）的真实含金量，并迫使DCF模型中资本开支或营运资本追加假设上调。

公司本质与核心竞争优势深度剖析

核心产品：以电网调度自动化、继电保护、特高压换流阀为代表的电力二次设备及系统集成服务，辅以储能PCS、电力AI平台等新兴业务。

核心价值：为电力系统提供安全、稳定、高效运行的“神经中枢”与“控制大脑”，是新型电力系统建设的核心枢纽。其价值不在于单品制造，而在于系统级集成与工程经验壁垒。

商业模式本质：项目制系统集成商，利润来源于大型电网工程的设备供货与技术服务。客户高度集中（国网+南网），定价受电网集采影响，但依托股东背景与市场准入壁垒，形成了“半市场化”的竞争格局。不属于纯现金流型（因现金流波动），也不属于纯成长型（增速受电网投资约束），而是介于“**现金流型**”与“**政策驱动成长型**”之间的混合模式。DCF应作为主导方法，同时需结合SOTP分部估值以反映不同业务线的差异化前景。

竞争优势本质：上游经营分析提示“无竞争优势”（系统评分），但事实层面，公司在电网调度自动化领域超过80%的市占率、特高压换流阀的全球领先地位，以及10-20年积淀的系统集成经验，构成了极强的**行政壁垒+技术壁垒+经验壁垒**三重叠加。这种优势的可持续性依赖于国网体系的稳定性，而非纯粹的市场竞争。因此，竞争优势的“真实强度”远高于系统评分，但“护城河类型”属于制度性护城河，而非品牌或网络效应，其脆弱性在于政策变动风险。

核心业务线识别与市场空间、份额、利润质量分析

核心业务线一：电网智能（现金牛业务）

收入/占比/阶段：2025年收入 334.25 亿元，占比 50%，毛利率 30.12%。处于成熟期，是利润核心来源。

市场空间：当前国内电网自动化市场约800-1000亿元（含调度、继保、变电站监控等）。券商预测2030年将达1500-1800亿元，驱动因素为特高压配套、配网智能化改造、分布式能源接入带来的调度升级。渗透率已较高（调度领域超 80%），增量主要来自存量升级与功能扩展。

份额假设：当前份额约30-40%（调度领域超 80%）。乐观情景下，凭借国网体系内配套优势，2030年份额维持在 35% 左右。悲观情景下，若国网引入更多竞争或公司服务响应下降，份额可能降至28%。

利润质量：当前毛利率 30.12% 且微升，费用率极低（销售+研发约 9%），净利率约 15-16%。乐观情景下，随着软件占比提升，毛利率可稳定在 31% 左右。悲观情景下，集采压价或原材料成本上升，毛利率可能降至27%。

核心业务线二：能源低碳（成长型业务）

收入/占比/阶段：2025年收入 167.3 亿元，占比 25%，毛利率20.21%且下降。处于成长期，但盈利能力较弱。

市场空间：储能、新能源并网市场高速增长，券商预测2030年国内储能市场规模将超3000亿元（含PCS、系统集成等）。当前市场参与者众多，竞争激烈。

份额假设：当前份额约3-5%，面临华为、阳光电源等强劲对手。乐观情景下，凭借电网渠道优势，2030年份额提升

至 8%。悲观情景下，份额停滞或下降至3%以下。

利润质量：毛利率20.21%且下行，费用率较高。乐观情景下，随着规模效应与技术成熟，毛利率修复至 23%。悲观情景下，价格战加剧，毛利率降至17%以下。

核心业务线三：数能融合（孵化型业务）

收入/占比/阶段：2025年收入 123.0 亿元，占比 19%，毛利率 22.62%，收入微降。处于孵化期向成长期过渡阶段。

市场空间：电力信息化、AI平台市场空间广阔，但增速受电网数字化投入节奏影响。

份额假设：当前份额较低，AgentSphere平台获认证但商业化尚早。乐观情景下，2030年成为重要增长点。悲观情景下，业务持续萎缩。

利润质量：当前毛利率 22.62%，研发投入高。乐观情景下，随着产品化率提升，毛利率可升至 28%。悲观情景下，竞争加剧导致毛利率下降。

构建两种完整的商业情景（乐观/悲观）

维度	乐观情景	悲观情景
宏观与行业	双碳政策下，电网投资维持高个位数增长（年均 8-10%），特高压与配网智能化成为重点，行业景气度持续至2030年后。参考券商预测，“十四五”后电网投资仍将保持韧性。	电网投资增速放缓至低个位数（年均 2-3%），受宏观经济下行或政策重心转移影响。行业库存周期上行，竞争加剧，价格承压。
公司战略	公司有效执行“巩固电网智能、做大能源低碳、孵化数能融合”战略。特高压订单持续落地，储能业务通过差异化竞争实现份额提升，AI平台开始贡献收入。 资本配置合理，分红率稳定在 40% 以上。	公司战略执行不力，能源低碳业务陷入价格战泥潭，数能融合投入期过长未见回报。资本开支效率下降，分红率被迫下调。
竞争地位	电网智能护城河持续加深，调度自动化市占率维持 80% 以上。储能领域通过绑定国网项目实现份额提升至 8%。竞争格局稳定，对手难以撼动其系统集成壁垒。	国网体系内引入竞争机制（如许继电气、四方股份份额提升），调度自动化市占率下降至70%。储能领域被华为、阳光电源等挤压，份额停滞。价格战持续拉低毛利率。
财务表现	收入复合增速 10%，毛利率稳步提升至 27.5%（电网智能 31%+能源低碳 23%+数能融合 28%），净利率升至 15.5%。现金流质量改善，OCF/净利润稳定在 1.2 以上。	收入复合增速3%，毛利率降至23.5%（电网智能27%+能源低碳17%+数能融合20%），净利率降至11.0%。现金流持续恶化，应收账款周转天数大幅上升。

自由现金流预测与折现率确定

基准年自由现金流 (FCFF)： 由于财务分析节点未直接输出FCFF，此处采用系统提供的 **110.9** 亿元作为基准年自由现金流。该数值基于公司2025年经营数据推导，与收入规模（约 **624.6** 亿元）和营业利润率（**13.7%**）匹配，具备合理性。

分阶段增长率： 基于情景逻辑推演。

乐观情景：显性期（2026-2030）收入复合增速 **10%**，永续增速 **2.5%**。

基准情景：显性期收入复合增速 **6%**，永续增速 **1.8%**。

悲观情景：显性期收入复合增速 **3%**，永续增速 **1.0%**。

折现率 (WACC) 确定： 基准WACC设为 **8%**，根据公司特征进行量化调整：

调整因素	公司特征	调整幅度	依据
竞争优势等级	弱（系统评分 2/9 ）	+ 0.8%	尽管事实层面壁垒深厚，但系统评分反映其相对行业平均的弱势
护城河类型	无竞争优势（系统评分）	+ 0.5%	制度性护城河稳定性弱于品牌/网络效应
产业链反脆弱性	脆弱（过度依赖国网开支）	+ 0.8%	单一客户依赖度高，政策波动风险大
趋势分类	稳定（需关注）	+ 0.5%	回归底线为负，需警惕趋势逆转
调整后基准 WACC		10.6%	8% + 0.8% + 0.5% + 0.8% + 0.5%

乐观情景：在调整后基准WACC **10.6%** 基础上，因确定性增强下调 **0.5%**，取 **10.1%**。

悲观情景：在调整后基准WACC **10.6%** 基础上，因风险上升上调 **0.8%**，取 **11.4%**。

估值结果与区间 (DCF基础估值)

非经营性资产价值： 金融资产 **261.5** 亿元 + 长期股权投资 **0.6** 亿元 - 带息负债 **31.5** 亿元 = **230.6** 亿元。

情景参数与估值结果：

情景	显性期增速	永续增长率	折现率	经营资产(亿元)	非经营资产(亿元)	总价值(亿元)	与当前市值比较
悲观	3%	1.0%	11.4%	1168.7	230.6	1399.3	-25.7%

情景	显性期增速	永续增长率	折现率	经营资产(亿元)	非经营资产(亿元)	总价值(亿元)	与当前市值比较
基准	6%	1.8%	10.6%	1526.4	230.6	1757.0	-6.7%
乐观	10%	2.5%	10.1%	2042.9	230.6	2273.5	+20.7%

估值与市值比较：

指标	数值(亿元)	相对位置
下限估值（悲观）	1399.3	
当前市值	1883.5	
上限估值（乐观）	2273.5	

基准情景下，DCF内在价值为 1757.0 亿元，低于当前市值6.7%，表明市场定价略高于内在价值锚点。乐观情景高于当前市值 20.7%，悲观情景低于当前市值25.7%。

多维度估值交叉验证

7.1 相对估值法锚定

选取5家可比公司：许继电气、四方股份、特变电工、ABB（瑞士）、西门子能源（德国）。可比性理由：均为电力设备领域核心供应商，客户结构相似，且国电南瑞与许继电气、四方股份直接竞争。

基于行业常识与历史数据，可比公司估值区间如下（TTM口径）：

公司	PE(TTM)	PEG	EV/EBITDA	PS
许继电气	22-25x	1.8-2.2	14-16x	1.8-2.2x
四方股份	28-32x	2.2-2.8	18-20x	2.5-3.0x
特变电工	14-16x	0.8-1.2	9-11x	0.8-1.0x
ABB（瑞士）	20-24x	1.6-2.0	13-15x	1.5-1.8x
西门子能源（德国）	25-30x	2.0-2.5	16-18x	1.2-1.5x

公司	PE(TTM)	PEG	EV/EBITDA	PS
中位数	22-25x	1.8-2.2	14-16x	1.5-1.8x
国电南瑞当前	22.0x	2.5x	14.5x	3.0x

国电南瑞当前PE \approx 22x，处于可比公司中位数附近；但PS \approx 3.0x显著高于中位数（1.5-1.8x），反映市场对其高附加值系统集成业务的溢价定价。PEG约2.5x，高于中位数，表明市场对其成长性给予了较高期待。整体看，相对估值未出现极端偏离，但PS和PEG偏高，需警惕溢价回落风险。

7.2 分部估值法(SOTP)

将三大业务线分别估值，加总后与市值对比：

业务线	估值方法	核心假设	估值区间(亿元)
电网智能	DCF/PE法	成熟业务，PE 18-22x，利润贡献约 50 亿	900-1100
能源低碳	PS/PE法	成长业务，PS 1.5-2.5x，收入 167 亿	250-420
数能融合	PS法	孵化业务，PS 2.0-3.0x，收入 123 亿	246-369
总部/其他	资产净值	金融资产-带息负债等	230
合计			1626-2119

SOTP估值区间为 1626-2119 亿元，当前市值 1883 亿元处于该区间内部，表明业务多元化能够支撑当前市值，但向上空间有限。

7.3 战略价值与增长期权评估

国电南瑞具备以下战略性价值要素：

特高压换流阀及保护系统：全球领先技术，受益于跨区输电通道建设。估算期权价值：若特高压收入在2030年额外贡献 20 亿净利润，PE 25x，概率 50%，则期权价值约 250 亿元。

电力AI平台AgentSphere：已获信通院最高认证，若商业化成功，有望成为第二增长曲线。估算期权价值：若2030年贡献 10 亿净利润，PE 30x，概率 30%，期权价值约 90 亿元。

海外市场扩张：初期费用承压，但长期打开空间。期权价值较难量化，估算约 50-100 亿元。

平台/生态协同价值：公司系统集成能力形成客户粘性，但非典型网络效应，协同价值有限，约 30-50 亿元。

合计增长期权价值约 420-490 亿元，占当前市值的 22-26%。表明市场确实在为“未来可能性”支付溢价，但该溢价的实现依赖于特高压持续建设和AI平台商业化落地。

7.4 综合估值矩阵与市场隐含假设

估值方法	估值区间(亿元)	与当前市值关系
DCF (基准)	1757	低于6.7%
相对估值 (PE中枢)	1880-2000	当前市值处于中枢
SOTP分部估值	1626-2119	当前市值处于区间内部
战略价值 (增长期权)	420-490 (独立项)	占市值 22-26%

市场隐含假设分析: 当前市值 1883 亿元对应的隐含假设为: 未来5年收入复合增速约 6-7%, 永续期净利率约 13-14%, 永续增长率约 2.0%。这一假设介于基准与乐观情景之间, 与历史增速 (8-10%) 相比略低, 但与行业增速放缓趋势一致, 并未出现极端乐观。

估值共识度判断: DCF、相对估值、SOTP三种方法的估值区间高度收敛 (1757-2119 亿元), 表明市值有坚实基础。战略价值评估显示市场包含一定增长期权溢价, 但不过度。整体估值共识度较高。

8. 风险分析

经营风险: 国家电网资本开支若因政策或经济原因大幅缩减, 将直接冲击收入。公司过度依赖单一客户, 议价权弱, 集采压价风险持续存在。

财务风险: 现金流质量恶化是核心隐忧。季度经营现金流/净利润为-2.03, 若持续恶化, 将侵蚀利润含金量, 并可能迫使公司增加有息负债或减少分红。应收账款周转效率需密切跟踪。

竞争风险: 在能源低碳领域, 公司面临华为、阳光电源等强劲对手, 技术迭代快, 价格战风险高。电网智能领域虽壁垒深厚, 但若国网体系内竞争格局变化 (如扶持许继电气), 份额可能下滑。

估值风险: 当前PS 3.0倍、PEG 2.5倍处于可比公司偏高水平, 若市场情绪降温或增长叙事证伪, 溢价可能快速回落。DCF折现率对利率变动敏感, 若利率上行, 估值承压。

假设风险: 基准情景隐含的收入增速 6% 需要新签订单持续增长 (2025年 +14.4%) 作为支撑, 若订单增速回落至个位数, 模型假设面临挑战。永续增长率 1.8% 略高于名义GDP长期增速的 2/3, 需警惕高估。

9. 进一步思考

永续增长率反思: 公司产品与电力需求刚性挂钩, 但电网投资并非永续高增。参考发达国家电力设备公司 (如ABB) 历史增速约 2-3%, 国电南瑞的永续增长率采用 1.8% (基准) 和 2.5% (乐观) 已属偏乐观。悲观情景的 1.0% 可能更接近谨慎现实。

折现率尾部风险: 调整后WACC为 10.6%, 反映了公司脆弱性。但若出现国网投资大幅削减或竞争格局剧变, 当前折现率可能仍低估风险。需关注政策信号。

市场空间天花板: 调度自动化等核心业务渗透率已超 80%, 增量空间有限。市场空间预测需更多依赖配网智能化和

海外市场，但这两者均存在不确定因素。

竞争对手反击：许继电气与国电南瑞同属国网体系，若集团层面有意平衡内部竞争，国电南瑞的份额优势可能被削弱。这一风险在经营分析中未充分体现。

锚定偏差警惕：可比公司中，许继电气、四方股份同样受益于国网投资周期，其估值可能系统性偏高。以它们为参照可能产生锚定偏差，需结合全球估值水平校正。

数据盲点：自由现金流采用系统提供值，但财务分析节点指出数据可靠性为“中”，且应收账款等关键指标无法验证。若真实现金流低于假设，估值将进一步下移。

最关键的跟踪变量：

国家电网年度投资计划及特高压开工条数。

季度经营现金流/净利润趋势，以及应收账款周转天数。

能源低碳业务毛利率变化及储能订单份额。

10. 基本结论

视角A（内在价值锚）：基于DCF模型，国电南瑞的内在价值区间为**1399-2273**亿元，基准值为**1757**亿元，当前市值**1883**亿元略高于基准**6.7%**，处于合理偏高水平。

视角B（市场共识锚）：基于相对估值、SOTP分部估值及战略价值评估，当前市值在多种框架下均可得到解释（PE中枢、SOTP区间内），估值共识度较高，但PS和PEG偏高，市场已包含一定增长期权溢价。

综合判断：持有/观望。核心依据是DCF安全边际不足（基准情景低于市值），但多维度估值共识支撑市值。建议持有现有仓位，等待更佳的买入安全边际（如市值回落至**1600**亿元以下，对应DCF基准情景折价约**10%**），或等待现金流质量改善的确认信号。若现金流持续恶化，则需转向减持。

财务预警

监控指标	监控结果	指标说明
毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。（简单讲就是比同行的公司波动大）
非经常性损益 依赖度	正常	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。（因营业利润和净利润的核心差异来源于营业外收入与成本）
应收账款营收 占比	应收账款占 比过高	应收账款余额/营业收入>25%
经营活动现金 流净额/净利润	正常	经营性净现金流/净利润<100%

监控指标	监控结果	指标说明
短期偿债缺 口率	正常	(货币资金+交易性金融资产) /短期借款< 50%
速动比率	流动性风险	
债务期限错配 度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50%
存货周转天数	102.28	
存货周转天数 偏离度	正常	公司存货周转天数与行业平均值的差, 超过行业1.5个标准差
固定资产周转 率	正常	固定资产周转率连续3年下降。
筹资依赖度	正常	筹资活动现金净流量大于0, 并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0
在建工程沉淀 率	正常	在建工程/总资产>20%
其他应收款占 比	正常	
销售费用率异 常下降	销售费用率 下降但收入 上升	销售费用率下降, 同时营业收入上升
应付账款周转 天数	正常	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	0.11	
所属行业	电力设备及新 能源	

— 财务分析

25.8%

毛利率

13.7%

营业利润率

3.36

资本周转率

46.1%

ROIC

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分指标为计算值。

先看财务结构。坦白讲，由于资产负债表数据缺失，我们无法直接评估其负债水平和现金储备。但资本周转率高达**3.36**次，说明每一块钱的资本投入支撑了超过**3**块钱的收入，资产的利用效率非常高。固定资产周转率从2023年的**5.67**次提升至2024年的**6.61**次，显示其重资产（如生产线、设备）的产出效率在持续优化，新投资转化经营收入的能力强劲。作为电力设备行业，通常资产偏重，但国电南瑞的周转数据提示其运营模式正在向高周转的轻资产方向靠拢，或是其软件及服务业务占比在提升。

再看盈利能力。公司毛利率为**25.8%**，略低于行业毛利率中位数**27.5%**，公司特有优势为负的**1.7**个百分点，表明其定价能力相比行业平均水平稍弱，部分业务可能面临价格压力。然而，营业利润率高达**13.7%**，远高于毛利率所暗示的水平。差距的核心在于费用管控：销售费用率仅**3.6%**，研发费用率**5.4%**，合计不到**9%**，这在国内软件和系统集成行业中属于极低水平。这说明公司不是靠高毛利，而是通过高效的成本控制和规模效应来获取利润。ROIC高达**46.1%**，这非常惊人，其驱动力主要来自于超高水平的资本周转率和可控的费用，而非杠杆。

接着聚焦现金流与利润质量。这里有一个关键矛盾。数据显示，超额增长达到**7.6%**，表明公司正在抢走市场份额，收入增速远超行业平均。这是非常积极的信号。但季度信号同时提示“现金流质量恶化”，经营现金流/净利润为负数，利润含金量出现黄牌警告。这意味着，虽然账面利润在增长，但对应的现金流入可能跟不上，钱没收回来。结合电气设备行业的特性，通常存在较长的应收和应付账期，公司2024年应付账款周转天数高达**237.3**天，说明它占用上游供应商资金的能力很强。但利润含金量转负，不得不警惕下游回款是否出现恶化或激进的收入确认。

风险与盲点方面，最核心的盲点是数据可靠性为“中”。我们无法验证最新的应收账款和合同负债具体数字。如果应收账款增速显著快于收入，那就是一个典型的“增收不增利且不回款”的陷阱。此外，超额增长和现金流负值的背离，是季报期极易被忽视的风险点。结合行业特点，电网投资周期和政策变动会直接影响订单释放节奏，这一风险书中未提及。

小结来说，国电南瑞的运营效率和费用管控是其核心竞争力，ROIC极高。但当前利润质量和现金流信号的恶化是隐忧，需要密切跟踪应收和合同负债的变化。数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分指标为系统推导值。盲点已标注，判断置信度有限。

— 近期事件

● 2026-04-30至2026-05-23

事项分析：近期公告无实质投资影响事件

经筛选，近期发布的6份公告均属于年度例行合规披露（法律意见书、审计报告、保荐核查意见、募集资金使用报告等），未涉及《重要公告类型》中列示的重组进展、重大合同、资产收购/出售、退市风险警示、高管持股变动、股份质押/冻结、获得补贴、回购实施、回复问询函、对外项目投资等对投资有实质影响的事件。

● 具体公告

具体公告内容

法律意见书确认股东会决议有效，属程序性文件，不影响公司基本面。审计报告、资金占用审核、募集资金

使用鉴证等均为年度常规审计与合规确认，未披露任何异常数据或保留意见，表明公司内控与财务规范性无突发重大变化。募集资金余额 **15.16** 亿元已部分永久补充流动资金，系常规操作，不改变公司资本结构和经营能力。

● 投资影响

投资影响分析

上述公告未提供任何超出已公开年报信息的新量化数据或事件冲击，对短期股价及长期企业价值均无边际贡献。估值方向无变化，无需调整模型假设。后续关注点应转向新一轮重大合同披露、行业政策变动或季度业绩指引。

— 机构调研

最新调研（2026-05-15）

十五五战略与2026目标

2026年公司力争实现营业收入 **750** 亿元，同比增长超 **13%**；“十五五”期间国内电网侧投资预计超 **5** 万亿元；发展路径包括拓展国家水网、管网、交通网、算力网及海外业务。

技术创新与AI应用

IGBT转向Fab-lite模式，聚焦芯片设计、封装工艺、实验测试等环节；AI业务加速从技术储备到业绩增量转化，瑞元智能体平台通过 **5** 级认证；微网组态化产品已取得订单，数据中心算电协同方案提升效能 **6%**、缩减占地面积 **50%**。

海外业务布局

2025年海外收入同比高增 **84%**，达 **60.4** 亿元；2026年海外收入目标超 **百亿元**；重点布局东南亚、中东、南美、欧非等地区，应对地缘政治和汇率风险。

财务与股东回报

利润增速低于收入增速，主因新业务开拓期和研发投入增加；2025年分红预案 **10派4.75** 元，分红比例 **60.01%**；2026年继续中期分红，保持稳定分红政策。

调研回顾

调研内容总结

2026-05-15（业绩说明会）：

核心数据：2026年营收目标 **750** 亿元（同比增 **13%** +）；2025年海外收入 **60.4** 亿元（同比增 **84%**）；2026年海外收入目标超 **百亿元**；分红比例 **60.01%**。

重要动态：“十五五”战略发布，目标拓展水网、算力网及海外；IGBT转向Fab-lite模式；AI业务（瑞元智能体平台）获 **5** 级认证，微网组化产品已获订单；数据中心算电协同方案效能提升 **6%**、占地面积缩减 **50%**。

信息来源：公司回应。

2025-11-04 (业绩说明会) :

核心数据: 前三季度海外业务收入及利润稳步提升 (未披露具体数值); 海外项目毛利率与国内有差异 (未披露具体数值)。

重要动态: 海外特高压直流、储能、调度自动化等产品均有进展; 明确重点布局“一带一路”沿线国家; 判断微网、特高压投资将保持增长。

信息来源: 管理层表态。

2025-09-02 (业绩说明会) :

核心数据: 2025年上半年海外收入 **19.87** 亿元 (同比增 **139.18%**) ; 回购股份 **4.62** 亿元 (累计 **2,094.75** 万股) ; IGBT器件在储能领域已批量应用。

重要动态: 高压IGBT (**4500V/3000A**) 在试点项目验证; 组建“十年磨剑”团队; 正构建AIDC (智慧数据中心) 整体方案; 沙特ADMS项目设计进度完成 **75%**。

信息来源: 公司回应。

关键洞察

1. 海外业务从高速增长进入规模扩张期, 成为核心增长引擎。

变化方向: 改善 (海外收入持续高增, 目标明确)。

驱动因素: 全球能源转型、新兴市场基建需求、公司战略聚焦。

量化证据: 海外收入从2025H1的 **19.87** 亿元 (同比+ **139%**) , 到2025全年 **60.4** 亿元 (+ **84%**) , 再到2026年目标超百亿 (推断增速超 **65%**) 。

归因分析: 公司深耕“一带一路”国家, 特高压、储能、调度等产品线成功出海, 沙特ADMS项目进度 **75%** (按期履约), 验证了其本地化履约能力。

管理层执行力验证: 2025年全年海外收入同比增长 **84%** , 完成了2025H1提出的“保持稳健增长”的预期。

2. 技术路线明确, IGBT从研发到应用、AI从储备到落地的周期明显加快。

变化方向: 拐点 (新技术从储备进入量产和订单转化阶段)。

驱动因素: 公司加大研发投入, 并聚焦“功率器件”和“AI赋能电网”两大核心技术路径。

量化证据: 自研IGBT已在储能领域批量应用, **4500V** 高压器件在试点验证; AI智能体平台获 **5** 级认证, 且已获得微网组化产品订单。

归因分析: IGBT转向Fab-lite模式 (聚焦设计和封装), 将加速产品迭代; AI组建“十年磨剑”团队, 从研究转向AI4EMS技术范式, 加速商业化。

3. 利润增速持续低于收入增速, 新业务投入期特征明显。

变化方向: 稳定 (毛利率承压, 非恶化)。

驱动因素: 公司主动开拓新业务 (AIDC、绿电制氢、零碳园区等)、研发投入加大、新领域竞争激烈导致毛利率下降。

量化证据: 管理层明确提及“利润增速低于收入增速, 主因新业务开拓期和研发投入增加”, 并表示2026年利润增速仍低于收入增速为公司主动选择。

归因分析: 这是公司为了换取未来更高增长的战略投入, 通过加大研发 (IGBT、AI) 和营销 (海外网络) 换取长期竞争力, 短期牺牲了部分利润率。

未来关注

1. 海外收入能否真正突破百亿元大关。

判断标准: 若2026年海外收入超过 **100** 亿元, 则验证其新市场拓展能力 (重点看东南亚、中东)。

潜在风险: 地缘政治风险、汇率波动、项目延期或亏损。

可跟踪指标: 海外新增订单金额、海外子公司营收规模、海外业务毛利率。

2. 自研IGBT的良率提升与高压器件 (**4500V/5000A**) 的认证与规模化应用。

判断标准：若IGBT在国网/南网招标中获得连续批量订单，或储能领域自给率显著提升（如提升至 **30%**），则验证技术实力穿透。

潜在风险：良率爬坡不及预期、与英飞凌等龙头竞争激烈。

可跟踪指标：IGBT模块的毛利率（对比同行）、出货量翻倍情况、新产品（**4500V**）的挂网运行数据。

3. AI业务（瑞元智能体平台）从订单到收入的转化效率。

判断标准：若该业务2026年贡献 **5** 亿元以上收入，则验证其在电网调度运维侧的市场潜力。

潜在风险：AI技术在电力系统应用的落地速度慢于预期，客户接受度不高。

可跟踪指标：AI相关业务的合同负债、研发投入资本化比例、相关产品（微网组化、算电协同）的交付节奏。

4. 新业务（微网、零碳园区、数据中心）的订单增长与毛利率变化。

判断标准：新业务订单占比需从当前个位数提升至 **20%** 以上，否则可能拖累整体毛利率持续下行。

潜在风险：竞争加剧导致项目价格走低，拖累公司整体利润。

可跟踪指标：非电网业务收入占比、新业务毛利率（需在财报中拆分）、预收账款（新项目签约情况）。

最新卖方研究综述

行业投资逻辑核心认知

当前电力设备行业的核心投资逻辑围绕“十五五”电网投资高景气展开。多家券商预计，2026-2030年间国家电网与南方电网累计投资将超 **5** 万亿元，重点投向特高压、配网智能化及电力系统数智化转型。作为国内新型电力系统龙头企业，国电南瑞的网内业务收入增速与电网基建投资增速高度相关，构成其业绩基本盘。同时，公司在网外业务（储能、新能源）和海外市场的拓展，正成为其第二增长曲线。

近期行业重点事项与数据

电网投资维持高景气：据中电联数据，2025年1-9月电网基建投资约 **4378** 亿元，同比增长 **10%**（东吴证券，2025-11-01）。2025年全年电网基建投资完成额 **6395** 亿元，同比增长 **5%**（东吴证券，2026-04-30）。

特高压项目启动招标：2025年10月，蒙西-京津冀、藏东南-大湾区2条特高压直流启动招标，市场预期后续特高压交流及直流项目将陆续招标（国信证券，2025-11-07；东吴证券，2025-11-01）。

“十五五”规划展望积极：国信证券（2025-11-07）及东吴证券（2026-04-30）均提及“十五五”期间电网规划围绕新型电力系统展开，投资有望进一步加大，年均投资额或超 **1** 万亿元。

基于基本面分析的核心观点

一、业绩短期承压，系主动战略调整所致，经营基本盘未变

东吴证券（2026-04-30）明确指出，公司2025年全年及Q4业绩增速下滑，归母净利润同比增长仅**8.8%**，Q4单季增速**9.1%**。该机构将此归结为公司主动进行的渠道改革，即停止向渠道分销产品、对非标产品控货并削减经销商配货。此举虽导致报表数据短期承压，但为公司2026年市场化改革及建立健康渠道生态创造了条件。关键验证指标为：2025年末合同负债 **80.07** 亿元，环比微增，表明经销商打款意愿仍在，基本盘未崩塌。（来源：东吴证券，2026-05-25）

二、网内业务基本盘稳固，构成“十五五”业绩基石

多家券商一致认为，公司电网内业务份额稳固，收入增速锚定电网投资增速：

2025年表现：东吴证券（2026-04-30）数据显示，2025年网内业务营收 **420** 亿元，同比增长 **6%**，占总营收约 **63%**。东吴证券（2025-08-29）提及，25H1网内收入约 **130.7** 亿元，同比+ **15.56%**，略高于行业投资增速。

核心产品地位：公司在特高压柔直换流阀、直流控保、新一代调度系统、配电自动化等领域保持龙头地位（东吴证券，2026-04-30；国信证券，2025-11-07）。

未来展望：多家券商认为，“十五五”电网投资高景气将支撑公司网内收入及利润持续稳健增长（东吴证券，2026-04-30；国信证券，2025-11-07）。

三、网外和海外业务成为核心增长极，但拉低整体毛利率

网外及出海业务是公司增长最快的板块，但也是导致综合毛利率下降的主因：

网外业务：2025年全年网外收入 **241** 亿元，同比+ **33%**，其中储能、风电是核心增长点（东吴证券，2026-04-30）。25H1网外收入 **111.41** 亿元，占比达到 **46%**，国网系统外业务合同占比超 **50%**（国信证券，2025-09-08）。华安证券（2025-08-31）与民生证券（2025-08-29）均确认此趋势。

海外业务：2025年上半年海外收入 **19.87** 亿元，同比+ **139%**，国际合同同比增长超 **200%**（国信证券，2025-09-08；东莞证券，2025-09-02）。市场拓展至沙特、南美、印尼、巴西等，落地柔直换流阀、ADMS等重大项目（多家券商）。

毛利率影响：东吴证券（2025-11-01）认为，网外收入增长较快但毛利率较低，导致综合毛利率下降。2025年全年毛利率 **25.8%**，同比-**0.8pct**（东吴证券，2026-04-30）。

四、经营质量稳健：费用率下降，在手订单充裕

公司展现出良好的费用控制能力和充裕的未来订单储备：

费用端：2025年前三季度期间费用率 **12.0%**，同比下降 **1.2** pct（东吴证券，2025-11-01）。民生证券（2025-11-01）也指出，销售、管理、研发费用率均同比压降。

在手订单：截至2025年三季度末，合同负债 **82.26** 亿元，同比+ **54%**（东吴证券，2025-11-01）；存货 **159.4** 亿元，同比+ **25%**（民生证券，2025-11-01）。这些数据表明公司在手订单和备货情况充沛，支撑后续业绩增长。

五、创新能力持续，新兴业务与“三域四层”布局打开成长空间

公司通过技术创新和新业务架构拓展远期空间：

新兴业务：2025年上半年新兴业务收入同比+ **38.65%**（民生证券，2025-08-29；东莞证券，2025-09-02），涵盖“4S储能”方案、自主高压IGBT小批量应用、配网带电作业机器人等。

战略架构：东吴证券（2026-04-30）提及，公司搭建“十年磨剑”团队，形成以电网域为轴，拓展能源互联网域、工业互联网域的“三域四层”业务架构，旨在提升公司长期成长空间。

风险提示：以上内容均整理自公开卖方研究报告，核心逻辑与分析均基于该等资料，不构成任何投资建议。投资者需审慎判断，独立决策，并注意电网投资不及预期、原材料成本上涨、行业竞争加剧等风险。

— 高管增持

公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
近一年暂无数据					

— 机构持股

机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
基金	72	23651.45	61.47	2.94	2.95
QFII	-	0	-	-	-
社保	-	0	-	-	-
保险	-	0	-	-	-
券商	-	0	-	-	-
信托	-	0	-	-	-
其他	7	571586.33	1485.55	71.17	71.38
机构汇总	79	595237.78	1547.02	74.11	74.33

注：数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。基金在一、三季报不披露全部持仓，因此中报/年报统计更为准确。

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。