

国电南瑞（600406.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	22.25
总市值	1787.14亿
PE-TTM	22.76
PB-MRQ	3.67

估值结果

	价值	1720亿
DDM估值	上行空间	-3.8%
	状态	合理估值
	价值	1690亿
动态估值	上行空间	-5.4%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★★

核心评级结论

国电南瑞为国内电网设备龙头，为国家电网的直属单位。

公司成长空间一般，主要系公司以电网内业务为主，电网端设备市场未来增速较为平稳。公司盈利趋势较为平稳，主要系网内业务针对电网公司大客户，下游客户集中度高，而工业自动化等领域格局较为分散，直接面临国内外工控企业的竞争，产品提价可能性较小。公司产业格局较好，主要系业务存在资源及转换成本壁垒，同时上游原材料采购分散于多个门类，下游分散于多个领域，上下游议价能力较强。公司护城河极深，主要系公司为国网直属单位，渠道资源深厚，同时产品以二次电力设备为主，转换成本较高。

基于我们对电网设备市场规模稳健增长、公司份额平稳提升的假设，公司现在处于估值合理状态。

我们区别于市场的观点

国电南瑞作为国家电网旗下直属企业，很多投资者认为电网端设备投资面临下行压力，公司未来成长性有限。

我们认为长期人均GDP增长伴随用电总量长期增长，网内电网端设备存在一定成长空间，同时公司在工业自动化等领域的产品技术实力已得到验证，网外业务增长可作为公司成长的第二曲线，依然具备一定的成长性。

风险提示

由于招标节奏放缓，当前特高压等部分电网设备采购中，存在压价的可能性。光伏装机组件存在降价可能性，或影响到公司在光伏电源领域的设备销售价格。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 营销强度	5
3.2 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	11
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

国电南瑞是电力自动化软硬件开发和系统集成服务的提供商，从事电网调度自动化、变电站自动化、火电厂及工业控制自动化的软硬件的开发和集成服务，为国家电网的直属单位。

2. 业务介绍

对于国电南瑞公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

智能电网+数能融合：

公司为国家电网、南方电网等网内客户提供电力设备，业务包括输电线路、设备保护、柔性直流输电、调度自动化、平台软件等产品，以二次电力设备为主。我们对该业务界定为针对电网公司的电力设备销售市场。

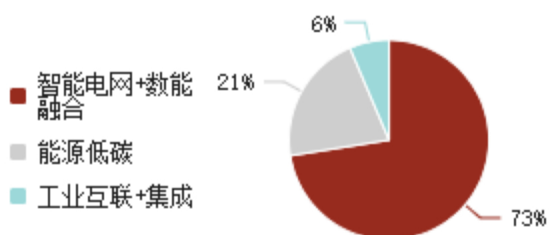
能源低碳：

公司为发电企业提供相关电力设备，包括能源管理控制、储能系统集成、绿电制氢、碳管理等内容，以二次电力设备为主。我们对该业务界定为针对电源端企业的电力设备销售市场。

工业互联+集成：

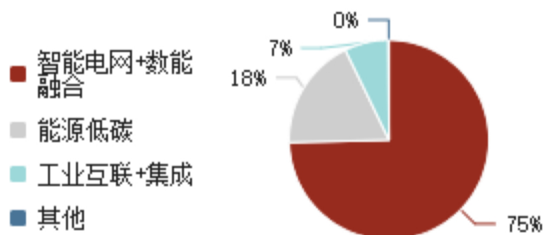
公司为轨交、工厂客户提供自动化及电气控制设备，包括工业自动化控制、轨交综合监控、工厂电气智能监控等内容。我们对该业务界定为针对工业自动化及工业互联网市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司业务属于电网设备制造业，目前下游以电网企业为主，国家电网、南方电网等客户在公司收入中占比较高，客户集中度非常高，由于公司为国家电网直属企业，客户资源深厚，需要维持的营销力度较小，营销强度较轻。

3.1 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司为国家电网直属单位，在电网、地方电力公司、工业国企等客户的资源较为深厚，需要维持的营销力度较小，销售费用率仅4%左右，营销强度较轻。

3.2 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司网内业务占比达到70%以上，网内业务客户销售集中于国家电网、南方电网，最大客户为国家电网，客户集中度非常高。

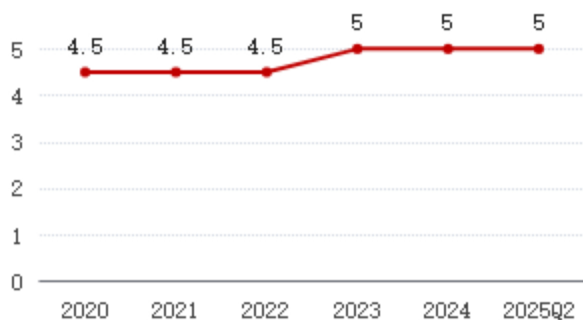
4. 历史经营绩效

国电南瑞历史盈利能力、股东回报表现非常好，成长能力、业务控制力表现较好，整体历史经营绩效较好。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



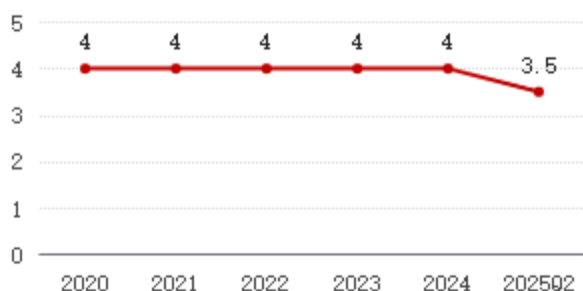
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力星级非常好，核心指标净利率、净资产收益率均保持市场较高水平，主要系电力设备行业上游格局分散，且公司作为国网直属单位，客户资源深厚，于网内外销售的议价能力较好，产品销售盈利能力较好。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



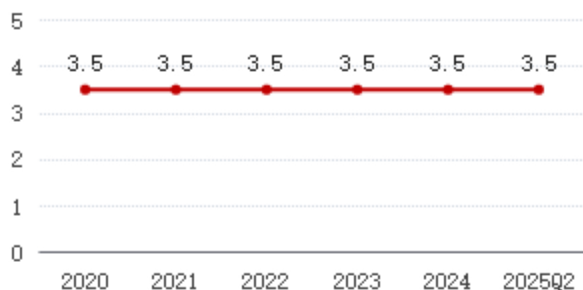
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力星级整体保持较高水平，主要系公司于网内、网外电力设备市场的拓展较为稳健。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



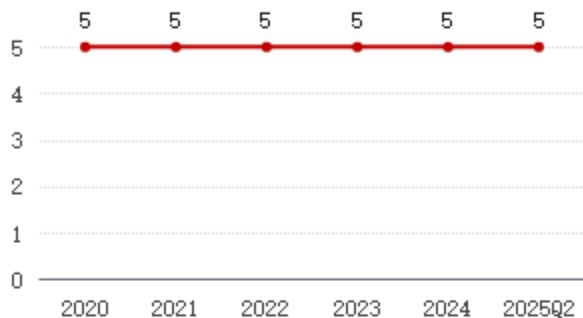
数据来源：公司财报，壹评级

公司以网内业务为主，且技术成熟，研发和销售端均已成熟，产品变现能力较强，占款情况较优，应付款项/营业收入在30%左右，业务控制力较好。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司ROE水平在行业较高，且分红比例较好，2023-2024年分红比例在50%以上，股东回报表现较好。

5. 四维评级

公司护城河较深，产业格局较好，盈利趋势和成长性一般。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长性一般，网内业务占比在70%以上，业务成长与电网设备投资的扩容关联性较强，当前电网端、电源端设备投资增速较为稳健，整体成长性一般。

智能电网+数能融合(3星)：

电网端设备业务与电网投资的增长有关，电网端投资增长较为平稳，目前公司在电网端市占率已经达到20%以上，且当前与多家头部公司竞争，份额提升难度较高，预计业务未来长期收入复合增速在3%左右，成长性一般。

能源低碳(3星):

电源端电网设备业务与电源端投资相关性强, 电源端投资增长较为平稳, 同时公司在电源端市占率约13%左右, 预计业务未来长期收入复合增速在2%左右, 成长性一般。

工业互联+集成(2星):

工业自动化等领域拓展方向较多, 公司以网内业务为主, 且产品线以二次设备为主, 市场化拓展存在一定难度, 预计未来复合增速在3%左右, 成长性一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司网内业务针对电网公司大客户, 存在多家头部上市公司竞争, 而工业自动化等方面需要面对汇川技术、西门子等工控巨头的竞争, 整体盈利趋势较为稳定。

智能电网+数能融合(2.5星):

网内电力设备业务存在多家头部上市企业竞争, 且下游客户为大型电网公司, 下游议价能力强, 盈利趋势一般。

能源低碳(3.5星):

电源端设备业务格局较为分散, 下游客户覆盖火电、水电、新能源、核电等多个细分行业客户, 客户议价能力较弱, 盈利趋势较好。

工业互联+集成(2.5星):

工业自动化、轨交等领域存在民企汇川技术、外资西门子等巨头竞争, 价格竞争相对激烈, 盈利趋势一般。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司上游采购门类多, 下游覆盖多个细分领域, 整体上下游议价能力较好, 同时行业具备客户资源、转换成本壁垒, 整体产业格局较好。

智能电网+数能融合(4星):

网内竞争格局较为集中, 但具备资源壁垒, 竞争对手主要为国企巨头及部分民企, 很难有新入局玩家, 上游电子元器件、金属原材料等格局分散, 上游议价能力弱, 产业格局较好。

能源低碳(5星):

新能源等网外业务主要为多个细分领域的市场化竞争, 格局相对网内更分散, 同时产业存在客户资源壁垒, 二次设备以控制、保护、系统集成为主, 具备较高的转换成本, 产业格局非常好。

工业互联网+集成(3.5星):

工业自动化下游覆盖多个细分工业、能源领域，下游较为分散，但同时除电力设备领域原有的竞争对手外，还包括多家成熟的民营企业（如汇川技术）、外资自动化企业（如西门子、施耐德等），存在一定竞争，整体产业格局较好。

5.4 护城河

★★★★★

公司护城河较为深厚，主要体现在业务的高ROE、高ROIC上，公司通过深厚资源优势达到高经营性现金流、低有息负债的情况，业务控制力较强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
智能电网+数能融合	(5星)公司护城河宽度较大，2024年经壹评级调整后的ROIC为27%，具有明显超额收益，市占率20%，公司业务控制力星级较高，主要系公司资源、技术、规模经济方面的优势。	(4.5星)公司达到这一护城河主要靠资源、技术、规模经济、转换成本四个方面的优势，公司作为国网直属单位，资源优势深厚，且二次设备转换成本高，具备高粘性，同时技术可靠性需长期验证，采购成本具备规模经济效应，护城河持续性很强。
能源低碳	(5星)公司护城河宽度较大，2024年经壹评级调整后的ROIC为25%，具有明显超额收益，市占率13%，公司业务控制力星级较高，主要系公司资源、规模经济、转换成本方面的优势。	(5星)公司达到这一护城河主要靠资源、技术、规模经济、转换成本四个方面的优势，公司资源深厚，与电源端企业关联性较强，产品以二次设备为主，转换难度较高，同时技术可靠性已被验证，规模采购可降低单位原材料成本，公司护城河持续性很强。
工业互联网+集成	(4.5星)公司护城河宽度较大，2024年经壹评级调整后的ROIC为32%，具有明显超额收益，公司业务控制力星级较高，主要系公司资源、转换成本、技术方面的优势。	(4.5星)公司达到这一护城河主要靠资源、技术、转换成本的优势，公司资源深厚，与工矿国央企合作较为紧密，二次设备为主的情况下，下游具备转换成本壁垒，同时控制技术的可靠性依赖技术积淀，原材料采购具备规模效应，公司护城河持续性很强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对国电南瑞采用动态估值和DDM估值方法，根据测算，公司现在整体处于合理估值区间。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括国内网内业务、国内网外业务、海外业务，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

智能电网+数能融合：

收入假设：

- 1) 电网端设备市场规模：考虑到人均用电量维持增长、电网设备存在更新替换，假设未来市场规模稳健增长，假设复合增速在3%左右；
- 2) 公司电网端设备市占率：考虑到公司竞争对手多为头部央国企，假设未来公司市占率提升至25%左右。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到行业格局较为集中，新进入者较少，假设毛利率基本维持在26%左右；
- 2) 费用率：考虑到产品定制化属性较强，需要维持一定的销售及研发人员规模，假设费用率保持11%左右。

能源低碳：

收入假设：

- 1) 电源端设备市场规模：考虑到新能源装机维持高景气，水电建设规划逐步落地，假设未来市场规模稳健增长，假设复合增速在2%左右；
- 2) 公司电源端设备市占率：考虑到公司竞争对手主要为头部央国企，假设未来公司市占率提升至16%左右。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到下游客户格局较为分散，公司议价能力较强，假设盈利能力保持在23%左右；
- 2) 费用率：考虑到业务存在定制化属性，需维持一定销管、研发人员规模，假设费用率基本维持在11%左右。

工业互联+集成：

收入假设：

- 1) 工业互联市场规模：考虑到当前国内工业自动化推进中，假设未来工业互联市场规模维持平稳增长；
- 2) 工业互联市占率：考虑到公司产品成熟，假设未来市占率维持稳健增长，远期市占率1.5%。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到工业互联下游格局较为分散，假设毛利率水平维持在28%左右；
- 2) 费用率：考虑到业务定制化属性下，需维持一定规模的销管人员，假设费用率水平维持在11%左右。

表2：公司整体业绩预测

国电南瑞	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	467.4	514.6	573.2	647.8	700.8	750.1	783.7	807.2
归母净利润(亿)	65.2	71.4	75.7	87.3	92.4	98.3	100.6	103.3
归母净利润增速(%)	16.9	9.6	6.0	15.3	5.8	6.4	2.3	2.7
经营性净利润(亿)	66.5	71.9	75.8	88.1	93.5	99.8	102.3	105.2
经营性净利润增速(%)	16.2	8.1	5.5	16.1	6.2	6.8	2.4	2.8
经营性归母净利润(亿)	62.1	67.5	70.8	82.3	87.4	93.4	95.6	98.4
经营性归母净利润增速(%)	16.2	8.7	4.9	16.2	6.2	6.8	2.4	2.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

智能电网+数能融合	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	341.4	367.7	408.3	469.6	516.5	557.9	585.8	603.3
收入增速(%)	13.8	7.7	11.1	15.0	10.0	8.0	5.0	3.0
经营性净利润(亿)	48.0	52.9	57.1	67.5	72.4	78.0	80.0	82.3
经营性净利率(%)	14.1	14.4	14.0	14.4	14.0	14.0	13.7	13.6
经营性净利润增速(%)	7.1	10.1	8.1	18.2	7.3	7.7	2.5	2.9
能源低碳	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	72.2	96.4	121.9	136.5	143.3	150.5	155.0	159.6
收入增速(%)	1.9	33.5	26.4	12.0	5.0	5.0	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	8.4	10.6	12.0	13.9	14.6	15.3	15.8	16.3
经营性净利率(%)	11.6	11.0	9.8	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2
经营性净利润增速(%)	87.4	25.9	13.3	16.1	5.0	5.0	3.0	3.0
工业互联+集成	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	53.8	50.6	43.1	41.8	40.9	41.7	43.0	44.3
收入增速(%)	3.0	-6.0	-14.9	-3.0	-2.0	2.0	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	10.1	8.5	6.7	6.6	6.5	6.5	6.5	6.7
经营性净利率(%)	18.8	16.8	15.6	15.9	15.8	15.5	15.2	15.0
经营性净利润增速(%)	27.0	-16.2	-20.7	-1.3	-2.2	-0.2	0.7	2.1

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
智能电网+数能融合	3.4%	中低	较好	强	7.8%	15.78	80.3
能源低碳	2.1%	中低	非常好	强	7.8%	17.36	15.8
工业互联网+集成	2.8%	中低	较好	较强	8.5%	12.69	6.5
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
智能电网+数能融合(亿)	223.2	939.9	1163.2	164.2	35.1	0.6	1292.9
能源低碳(亿)	44.9	203.9	248.8	41.1	—	—	290.0
工业互联网+集成(亿)	28.8	59.8	88.6	18.7	—	—	107.2
公司整体测算(亿)	297.0	1203.6	1500.6	224.0	35.1	0.6	1690.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
智能电网+数能融合(亿)	616.9	592.6	1209.6	164.2	35.1	0.6	1339.3
能源低碳(亿)	119.4	104.3	223.7	41.1	—	—	264.8
工业互联网+集成(亿)	60.9	36.1	97.0	18.7	—	—	115.6
公司整体测算(亿)	797.2	733.0	1530.2	224.0	35.1	0.6	1719.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

电网投资完成额、国电设备招标情况关键行业信息数据经由国统局、行业协会定期披露，可获得性较高，行业远期成长可参考行业协会预测，预测确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。