

东方电气 (600875.SH)

强烈推荐 (维持)

Q2 业绩受减值拖累，风电、水电订单质量提升

公司发布 2025 年中报，上半年实现营业总收入 381.51 亿元，同比增长 14.03%。销售毛利率 15.46%，同比提升 0.1pct。归母净利润 19.10 亿元，同比增长 12.91%。扣非归母净利润 18.06 亿元，同比增长 10.52%。

- Q2 业绩低于预期，系减值拖累。25Q2 公司实现营业总收入 216.03 亿元，同比增长 17.38%，环比增长 30.55%。销售毛利率 14.58%，同比提升 1.9pct，环比下滑 2pct。归母净利润 7.56 亿元，同比下滑 3.79%，环比下滑 34.48%。Q2 资产减值损失 4.61 亿（其中合同资产计提 4.19 亿元，主要系收入确认后未到期质保金划转），公允价值变动损失 1.2 亿，对利润影响较大。
- 煤电、核电、水电收入增长较快，煤电、风电毛利率修复。煤电收入 113 亿元，同比增长 33%，毛利率 19.13%，同比提升 3.5pct，主要系此前低价煤订单基本已经确认。气电收入 27.8 亿元，同比下滑 23%，毛利率 12.11%，同比提升 0.87pct。核电收入 26.9 亿元，同比增长 39%，毛利率 15%，同比下降 7.8pct，系收入确认采用完工百分比法。风电收入 81.4 亿元，同比增长 22%，毛利率 9.23%，同比提升 5.9pct，改善明显。水电收入 19.7 亿元，同比增长 52%，毛利率 12.1%，同比下降 2.7pct。
- 风电订单增长明显、水电订单价格提升。25H1 公司新增生效订单 654.85 亿元，同比增长 16.78%。其中，清洁高效发电装备（煤电、核电、气电）占比 37.6%，金额同比下滑，主要系核电招标量同比下降约 40%，但市占率保持第一。50MW 重型燃机海外订单实现零的突破，气电市占率保持第一。可再生能源装备占比 30.82%，金额同比增长超 40%，其中风电增长明显，水电同类型机组中标价格提升。
- 高端能源装备龙头，科技创新成果集中涌现。扎拉 500MW 冲击式水电机组定子机座、转子支架通过组圆装配验收。15MW 重型燃机稳定运行至设计工况。26MW 半直驱海上风电机组叶片通过静载测试，17MW 直驱漂浮式海上风电机组下线，自主研发海洋防腐材料应用于 20 兆瓦海上风电机组。
- 投资建议：公司是高端能源装备龙头，风电、水电订单高质量增长。随着煤电毛利率逐步恢复正常及其他高质量订单交付，公司盈利有望持续提升。预计 2025 年公司实现归母净利润 40.3 亿元，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：用电需求不及预期、项目建设不及预期、竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	60677	69695	76665	83564	90250
同比增长	10%	15%	10%	9%	8%
营业利润(百万元)	3977	3887	4750	5639	6601
同比增长	20%	-2%	22%	19%	17%
归母净利润(百万元)	3550	2922	4034	4784	5595
同比增长	24%	-18%	38%	19%	17%
每股收益(元)	1.05	0.86	1.19	1.41	1.65
PE	18.0	21.8	15.8	13.3	11.4
PB	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

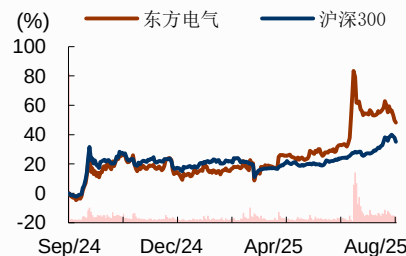
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：18.82 元

基础数据

总股本(百万股)	3390
已上市流通股(百万股)	2024
总市值(十亿元)	63.8
流通市值(十亿元)	38.1
每股净资产(MRQ)	12.5
ROE(TTM)	7.4
资产负债率	71.0%
主要股东	中国东方电气集团有限公司
主要股东持股比例	52.29%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	29	44
相对表现	-10	17	9



相关报告

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

胡佳怡 S1090525080002

hujiayi1@cmschina.com.cn

表 1: 公司经营情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2024H1	2025H1	同比 (%)
赊销比	20.51	19.56	19.76	0.20	41.00	39.40	-1.60
存货营收比	33.34	29.89	31.11	1.22	49.98	71.52	21.55
销售商品、劳务获现金/营收	94.23	99.02	105.26	6.24	94.61	96.85	2.24
经营现金流净额/税后净利润	2.79	-0.96	3.06	4.02	2.25	-0.27	-2.52
经营性现金流净额 (百万元)	8410	-3496	10059	-387.75	4065	-556	-113.69
自由现金流 (百万元)	10267	607	10774	1673.59	8270	1811	-78.10

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司投资回报情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2024H1	2025H1	同比 (%)
销售毛利率	16.5	17.3	14.2	-3.15	15.4	15.5	0.10
归母净利率(%)	5.16	5.85	4.19	-1.66	5.06	5.01	-0.05
总资产周转率(%)	0.51	0.51	0.53	0.02	0.26	0.26	-0.01
权益乘数	3.24	3.27	3.46	0.19	3.38	3.67	0.29
ROE(%)	8.46	9.83	7.69	-2.15	4.53	4.70	0.17
ROA(%)	2.76	3.08	2.50	-0.58	1.43	1.38	-0.05
ROIC(%)	7.09	8.10	7.04	-1.06	3.92	3.99	0.07

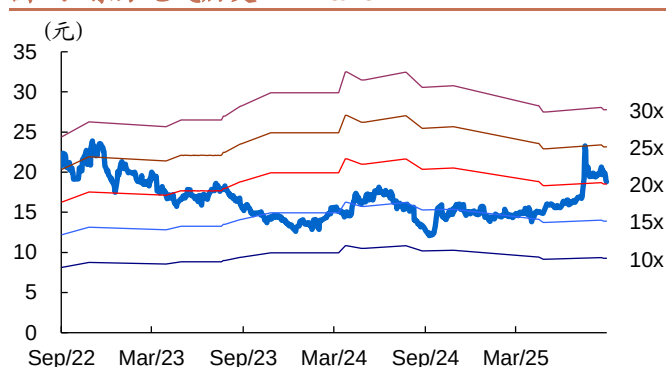
资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 公司资产负债情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2025Q2	较年初变化 (%)
负债率%	66	66	70	3.7	71	1.3
短期借款 (百万元)	103	110	75	-31.8	75	0.0
一年内到期非流负债 (百万元)	626	316	331	4.9	257	-22.3
长期借款 (百万元)	951	1,383	2,167	56.7	3,435	58.5
长期应付款 (百万元)	0	0	0		0	
在手现金 (百万元)	15,039	17,129	26,856	56.8	31,259	16.4
交易性金融资产 (百万元)	1,032	867	1,698	95.8	1,573	-7.4

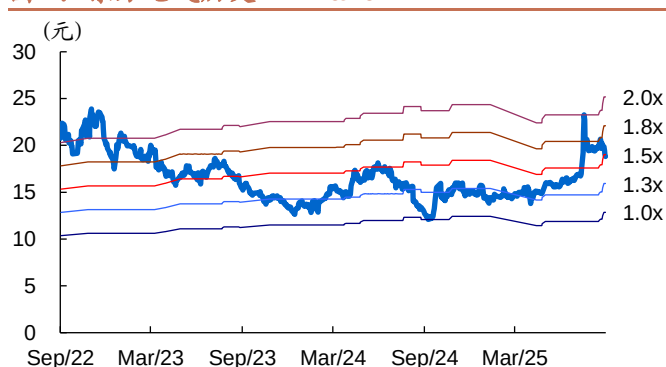
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 东方电气历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 东方电气历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

风险提示

- 1、用电需求不及预期。**公司主营业务主要是各种类型的电源，如果用电需求不及预期，对于电源资本开支会产生较大影响。
- 2、项目建设不及预期。**下游项目建设不及预期，可能影响公司交付节奏，对收入和盈利产生影响。
- 3、竞争加剧。**公司多数业务板块市占率领先，如果竞争加剧，可能影响公司的份额和盈利。

参考报告：

- 1、业绩符合预期，订单饱满，电源装备业务持续增长，2024-4-15
- 2、业绩符合预期，订单持续增长，2024-5-15
- 3、业绩超预期，火电复苏，类储能及抽蓄将迎来大发展，2022-11-03
- 4、能源装备领军企业，迎来新一轮发展，2022-09-01

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	75689	93780	108061	120016	132171
现金	17129	26856	35396	41111	47254
交易性投资	867	1698	1800	1854	1910
应收票据	1153	1224	1347	1468	1585
应收款项	10714	12545	13800	15042	16245
其它应收款	412	546	601	655	707
存货	18137	21685	23045	24969	26804
其他	27278	29225	32072	34917	37665
非流动资产	45419	48230	47683	47211	46802
长期股权投资	1783	2924	2924	2924	2924
固定资产	5035	5497	5147	4851	4600
无形资产商誉	1852	1930	1737	1563	1407
其他	36749	37879	37876	37873	37871
资产总计	121108	142009	155744	167227	178974
流动负债	71249	88913	95420	103181	110594
短期借款	110	75	0	0	0
应付账款	33198	40468	43530	47164	50630
预收账款	32172	40666	44215	47906	51427
其他	5769	7704	7674	8111	8537
长期负债	8639	9954	9954	9954	9954
长期借款	1383	2167	2167	2167	2167
其他	7256	7787	7787	7787	7787
负债合计	79888	98867	105374	113135	120548
股本	3119	3117	3390	3390	3390
资本公积金	11455	11559	14356	14356	14356
留存收益	22671	24120	28153	31727	35887
少数股东权益	3975	4346	4471	4619	4792
归属于母公司所有者权益	37245	38796	45899	49473	53633
负债及权益合计	121108	142009	155744	167227	178974

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(3496)	10059	5879	6880	7534
净利润	3644	3288	4159	4932	5768
折旧摊销	762	917	1047	973	909
财务费用	7	89	0	0	0
投资收益	(748)	(1577)	(600)	(600)	(600)
营运资金变动	(7197)	7386	1271	1573	1454
其它	36	(43)	1	2	2
投资活动现金流	6055	(2774)	(2)	46	44
资本支出	(1110)	(2999)	(500)	(500)	(500)
其他投资	7165	225	498	546	544
筹资活动现金流	(497)	1089	2663	(1210)	(1435)
借款变动	717	549	(406)	0	0
普通股增加	(0)	(1)	273	0	0
资本公积增加	(77)	104	2797	0	0
股利分配	0	0	0	(1210)	(1435)
其他	(1136)	437	0	0	0
现金净增加额	2062	8375	8540	5716	6143

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	60677	69695	76665	83564	90250
营业成本	49253	58876	64015	69359	74456
营业税金及附加	303	379	416	454	490
营业费用	1588	822	843	877	902
管理费用	3404	3523	3220	3426	3610
研发费用	2750	3009	3220	3510	3790
财务费用	7	45	0	0	0
资产减值损失	(662)	(1278)	(800)	(900)	(1000)
公允价值变动收益	85	(204)	(100)	(100)	(100)
其他收益	439	770	500	500	500
投资收益	776	1584	200	200	200
营业利润	3977	3887	4750	5639	6601
营业外收入	71	50	50	50	50
营业外支出	42	53	50	50	50
利润总额	4006	3884	4750	5639	6601
所得税	362	597	592	707	832
少数股东损益	93	365	125	148	173
归属于母公司净利润	3550	2922	4034	4784	5595

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	10%	15%	10%	9%	8%
营业利润	20%	-2%	22%	19%	17%
归母净利润	24%	-18%	38%	19%	17%
获利能力					
毛利率	18.8%	15.5%	16.5%	17.0%	17.5%
净利率	5.9%	4.2%	5.3%	5.7%	6.2%
ROE	9.8%	7.7%	9.5%	10.0%	10.9%
ROIC	8.5%	6.6%	8.4%	9.0%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	66.0%	69.6%	67.7%	67.7%	67.4%
净负债比率	1.5%	1.8%	1.4%	1.3%	1.2%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.7	3.0	2.9	2.9	2.9
应收账款周转率	5.2	5.4	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
每股资料(元)					
EPS	1.05	0.86	1.19	1.41	1.65
每股经营净现金	-1.03	2.97	1.73	2.03	2.22
每股净资产	10.99	11.44	13.54	14.59	15.82
每股股利	0.00	0.00	0.36	0.42	0.50
估值比率					
PE	18.0	21.8	15.8	13.3	11.4
PB	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	30.6	30.1	24.5	21.4	18.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。