

2025 年 09 月 22 日

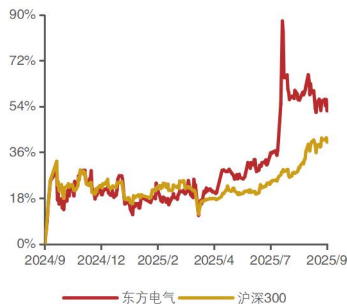
投资评级： 买入（维持）

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
戴映昕
SAC: S1350524080002
daiyingxin@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 19 日

收盘价（元）	18.90
一年内最高/最低（元）	24.48/12.38
总市值（百万元）	64,077.81
流通市值（百万元）	44,671.64
总股本（百万股）	3,390.36
资产负债率（%）	70.96
每股净资产（元/股）	12.51

资料来源：聚源数据

东方电气 (600875. SH)

——毛利率和费用率改善 今年有望迎交付高峰

投资要点：

- **公司发布 2025 年中期报告。**25H1 实现营收 376.2 亿元（同比+14.3%），实现归母净利润 19.1 亿元（同比+12.9%）。其中 25Q2 实现营收 213.3 亿元（同比+17.7%），实现归母净利润 7.6 亿元（同比-3.8%）。
- **25Q2 毛利率及费用率均有明显改善，但资产减值、公允价值变动、所得税影响业绩表现。**公司 25Q2 营收增长高于 25Q1，25Q2 毛利率 14.58%（同比+3.13pct）、期间费用率 7.83%（同比-0.49pct）均有明显改善，但归母净利润小幅下滑，主要受资产减值及公允价值变动影响：（1）**资产减值**：25Q2 资产减值 4.61 亿元（24Q2 为 1.68 亿元），主要由于合同资产按账龄组合计提坏账准备增长；（2）**公允价值变动**：25Q2 公允价值损失 1.2 亿元（24Q2 为收益 2.52 亿元），主要受所持有的川能动力等股票价值下滑影响；（3）**所得税**：25Q2 所得税 2.51 亿元（24Q2 为 1.43 亿元）。
- **除燃机外主要电源设备均实现收入增长，煤电、风电毛利率同比均提升。公司 25H1 主要板块营收情况：**（1）**可再生能源装备**：风电收入 81.4 亿元（同比+22.2%），水电收入 19.7 亿元（同比+52.1%）；（2）**清洁高效能源装备**：煤电收入 113.0 亿元（同比+32.6%），核电 26.9 亿元（同比+38.7%），燃机 27.8 亿元（同比-22.8%）；（3）**其他板块**：工程与贸易收入 31.4 亿元（同比-11.3%），现代制造服务业 34.3 亿元（同比-2.7%），新兴成长产业 44.0 亿元（同比+6.7%）。**25H1 毛利率方面**：煤电毛利率 19.1%（同比+2.7pct），风电毛利率 9.2%（同比+1.8pct），核电 14.9%（同比-8.5pct），水电 12.1%（同比-3.8pct）。
- **年度生效订单持续增长。**公司 25H1 实现生效订单 654.9 亿元（同比+16.8%），其中清洁高效能源装备（煤电、核电、气电）246.2 亿元（同比-2.9%），可再生能源装备（水电、风电）201.8 亿元（同比+43.6%），工程与国际供应链 75.4 亿元（同比+31.5%），现代制造服务业 57.6 亿元（同比+18.1%），新兴成长产业 73.8 亿元（同比+21.5%）。总的来看，可再生能源装备增速最快，或与风电全行业招标量大幅提升以及抽水蓄能逐渐进入招标高峰相关。清洁高效能源装备同比基本持平，或证明煤电设备需求并未出现明显下滑，后续煤电需求持续性可能超出市场预期。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 40.6/47.3/54.4 亿元，同比增速分别为 39%/17%/15%，当前股价对应的 PE 分别为 16/14/12 倍，公司在手订单充沛，2025 年有望迎来煤电和核电交付高峰，对公司带来较大业绩弹性。后续抽蓄业务有望接力贡献业绩，风电利润率存在改善可能，维持“买入”评级。
- **风险提示：煤电毛利率低于预期，电力项目建设进度不及预期，风电业绩改善不及预期**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	59,567	68,593	82,434	87,339	91,093
同比增长率（%）	9.94%	15.15%	20.18%	5.95%	4.30%
归母净利润（百万元）	3,550	2,922	4,058	4,727	5,441
同比增长率（%）	24.37%	-17.70%	38.86%	16.51%	15.09%
每股收益（元/股）	1.05	0.86	1.20	1.39	1.60
ROE（%）	9.53%	7.53%	8.97%	9.87%	10.70%
市盈率（P/E）	18.05	21.93	15.79	13.56	11.78

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	26,856	31,105	35,446	40,542
应收票据及账款	29,956	36,090	38,306	39,872
预付账款	5,877	8,789	9,469	9,131
其他应收款	546	667	669	720
存货	21,685	25,857	26,610	27,669
其他流动资产	8,860	7,658	8,426	8,884
流动资产总计	93,780	110,167	118,926	126,818
长期股权投资	2,924	3,111	3,298	3,485
固定资产	6,052	6,269	6,545	6,876
在建工程	1,427	1,986	1,193	300
无形资产	1,925	1,824	1,798	1,843
长期待摊费用	15	15	8	8
其他非流动资产	35,887	36,143	36,192	36,146
非流动资产合计	48,230	49,348	49,034	48,656
资产总计	142,009	159,515	167,959	175,474
短期借款	75	0	0	0
应付票据及账款	40,468	44,429	48,002	49,673
其他流动负债	48,370	55,880	58,538	61,799
流动负债合计	88,913	100,309	106,541	111,472
长期借款	2,583	2,134	1,557	983
其他非流动负债	7,371	7,371	7,371	7,371
非流动负债合计	9,954	9,505	8,927	8,354
负债合计	98,867	109,814	115,468	119,826
股本	3,117	3,390	3,390	3,390
资本公积	11,560	15,410	15,410	15,410
留存收益	24,119	26,429	29,073	32,062
归属母公司权益	38,796	45,229	47,873	50,862
少数股东权益	4,346	4,471	4,618	4,786
股东权益合计	43,142	49,701	52,491	55,648
负债和股东权益合计	142,009	159,515	167,959	175,474

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	3,288	3,184	3,852	4,531
折旧与摊销	1,116	996	1,053	1,102
财务费用	45	15	-27	-71
投资损失	-1,577	-614	-614	-614
营运资金变动	5,700	-1,542	2,215	2,159
其他经营现金流	1,489	1,006	1,193	1,276
经营性现金净流量	10,059	3,045	7,671	8,382
投资性现金净流量	-2,774	-632	-697	-332
筹资性现金净流量	1,089	1,837	-2,634	-2,954
现金流量净额	8,335	4,249	4,340	5,096

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	68,593	82,434	87,339	91,093
营业成本	58,876	67,781	71,401	73,950
税金及附加	379	495	524	547
销售费用	822	2,143	2,271	2,368
管理费用	3,523	4,616	4,716	4,828
研发费用	3,009	3,710	3,930	4,099
财务费用	45	15	-27	-71
资产减值损失	-1,148	-824	-873	-911
信用减值损失	-146	-176	-186	-194
其他经营损益	1,083	1,087	1,087	1,087
投资收益	1,577	614	614	614
公允价值变动损益	-204	0	0	0
资产处置收益	16	64	29	25
其他收益	770	506	567	637
营业利润	3,887	4,946	5,762	6,631
营业外收入	50	50	50	50
营业外支出	53	53	53	53
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	3,884	4,943	5,759	6,628
所得税	597	760	885	1,019
净利润	3,288	4,183	4,873	5,609
少数股东损益	365	125	146	168
归属母公司股东净利润	2,922	4,058	4,727	5,441
EPS(元)	0.86	1.20	1.39	1.60

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	15.15%	20.18%	5.95%	4.30%
营业利润增长率	-2.24%	27.23%	16.50%	15.08%
归母净利润增长率	-17.70%	38.86%	16.51%	15.09%
经营现金流增长率	387.75%	-69.73%	151.95%	9.27%
盈利能力				
毛利率	14.17%	17.78%	18.25%	18.82%
净利率	4.79%	5.07%	5.58%	6.16%
ROE	7.53%	8.97%	9.87%	10.70%
ROA	2.06%	2.54%	2.81%	3.10%
估值倍数				
P/E	21.93	15.79	13.56	11.78
P/S	0.93	0.78	0.73	0.70
P/B	1.65	1.42	1.34	1.26
股息率	1.92%	2.73%	3.25%	3.83%
EV/EBITDA	4	6	4	3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。