

公司研究

新增订单持续增长，毛利率同比改善

——东方电气（600875.SH & 1072.HK）2025年年度报告点评

要点

事件：公司发布2025年年度报告：2025年，公司实现营业收入786.15亿元，同比增加12.8%；归母净利润38.31亿元，同比增加31.11%。其中，2025Q4实现营业收入230.94亿元，同比增长5.71%；归母净利润8.65亿元，同比增长190.84%。

营收规模稳健增长，盈利能力呈修复趋势。2025年，公司营业收入同比增长12.8%，增长亮眼；2025年公司毛利率15.94%，同比+1.77pct。营业收入的增长主要得益于能源装备制造板块表现强劲；盈利能力方面，2025年三大主营业务能源装备制造、制造服务、新兴产业的毛利率分别同比增长2.96/2.07/0.95个pct至13.98%/31.88%/14.95%。

新生效订单稳健增长，传统优势巩固。2025年，公司新生效订单1172.51亿元，同比增长15.93%，其中能源装备制造占67.33%，制造服务占22.15%，新兴产业占10.52%。公司持续巩固传统产业优势，核电、气电市场占有率保持行业第一；水电市场占有率同比提升，实现抽水蓄能高海拔、宽负荷、变转速等领域突破。

科技创新成效显著。2025年，公司研发经费投入38.81亿元。聚焦关键核心技术突破，全球首台商用超临界二氧化碳发电机组成功商运，全球首台700兆瓦超超临界循环流化床锅炉入选“2025年度央企十大超级工程”，“国和一号”示范工程2号机组投入商运，世界首座600兆瓦商用高温气冷堆示范工程主氦风机、蒸汽发生器等核心主设备完成研制交付，26兆瓦级半直驱海上风电机组并网发电，17兆瓦直驱漂浮式海上风电机组下线，15兆瓦重型燃机实现满负荷运行并具备纯氢燃烧能力，自研构网型PCS储能变流器实现首台（套）应用。

维持A/H“买入”评级：考虑到公司订单交付节奏错配，我们调整2026-2027年盈利预测，新增2028年盈利预测，预计公司26-28年实现归母净利润45/56/64亿元（下调4%/上调8%/新增），当前股价对应26年A/H股PE分别为28/24倍。在新能源装机规模快速增长下火电机组作为“电力压舱石”仍将保有一定规模的成长空间，公司作为火电设备龙头有望维持订单和收入规模的增长；此外气电、抽水蓄能和核电业务也将随着项目建设进度持续推进而实现业绩的稳健增长，维持A/H股“买入”评级。

风险提示：国内火电项目推进和建设不及预期、国内核电项目和抽水蓄能项目推进和建设不及预期、行业竞争加剧使得公司风电业务出现较大亏损。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	69,695	78,615	91,962	106,113	117,182
营业收入增长率	14.86%	12.80%	16.98%	15.39%	10.43%
归母净利润(百万元)	2,922	3,831	4,484	5,553	6,434
归母净利润增长率	-17.70%	31.11%	17.02%	23.86%	15.85%
EPS(元)	0.94	1.11	1.30	1.61	1.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.53%	8.47%	9.36%	10.91%	11.86%
P/E(A股)	39	33	28	23	20
P/E(H股)	33	28	24	19	17

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，A股股价时间为2026-04-03，港股股价时间为2026-04-02；汇率：按1HKD=0.8777CNY换算

A股：买入（维持）

当前价：36.86元

H股：买入（维持）

当前价：35.34港元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsec.com

分析师：郝菁

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsec.com

分析师：和霖

执业证书编号：S0930523070006

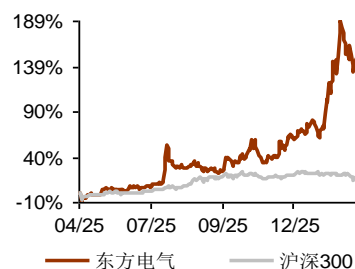
021-52523853

helin@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	34.58
总市值(亿元)	1274.75
一年最低/最高(元)	13.76/45.38
近3月换手率	268.35%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.40	56.07	126.03
绝对	4.78	50.20	141.03

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	69,695	78,615	91,962	106,113	117,182
营业成本	58,876	65,215	77,816	89,782	99,109
折旧和摊销	914	1,008	1,046	1,110	1,169
税金及附加	379	463	542	625	690
销售费用	822	848	900	932	1,029
管理费用	3,523	3,782	4,138	4,457	4,570
研发费用	3,009	3,261	3,678	4,138	4,570
财务费用	45	118	245	213	240
投资收益	1,577	867	1,000	1,000	1,000
营业利润	3,887	4,778	5,772	7,062	8,125
利润总额	3,884	4,785	5,772	7,062	8,125
所得税	597	819	988	1,209	1,391
净利润	3,288	3,966	4,784	5,853	6,734
少数股东损益	365	135	300	300	300
归属母公司净利润	2,922	3,831	4,484	5,553	6,434
EPS(元)	0.94	1.11	1.30	1.61	1.86

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	10,059	2,014	12,300	7,395	5,403
净利润	2,922	3,831	4,484	5,553	6,434
折旧摊销	914	1,008	1,046	1,110	1,169
净营运资金增加	-9,283	-1,054	-8,669	3,027	5,060
其他	15,507	-1,770	15,439	-2,297	-7,260
投资活动产生现金流	-2,774	-10,587	-268	-280	-280
净资本支出	-2,998	-4,284	-1,250	-1,250	-1,250
长期投资变化	2,924	3,623	0	0	0
其他资产变化	-2,700	-9,927	982	970	970
融资活动现金流	1,089	5,102	-1,719	-2,241	-2,833
股本变化	-1	341	0	0	0
债务净变化	764	3,009	359	500	500
无息负债变化	18,214	12,630	8,711	7,299	3,141
净现金流	8,335	-3,522	10,313	4,874	2,290

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	15.5%	17.0%	15.4%	15.4%	15.4%
EBITDA 率	8.5%	10.5%	8.1%	8.1%	8.4%
EBIT 率	7.2%	9.2%	7.0%	7.1%	7.4%
税前净利润率	5.6%	6.1%	6.3%	6.7%	6.9%
归母净利润率	4.2%	4.9%	4.9%	5.2%	5.5%
ROA	2.3%	2.4%	2.7%	3.2%	3.5%
ROE (摊薄)	7.5%	8.5%	9.4%	10.9%	11.9%
经营性 ROIC	69.7%	57.9%	284.6%	123.2%	70.0%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	70%	70%	71%	71%	70%
流动比率	1.05	0.99	0.98	1.01	1.04
速动比率	0.81	0.74	0.76	0.78	0.80
归母权益/有息债务	15.07	8.10	8.06	7.90	7.82
有形资产/有息债务	53.13	28.16	28.46	27.97	26.99

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	142,009	162,674	174,695	185,820	193,101
货币资金	26,856	22,680	32,992	37,867	40,157
交易性金融资产	1,698	1,832	1,832	1,832	1,832
应收账款	12,545	15,194	15,691	17,350	19,277
应收票据	1,224	1,664	1,947	2,246	2,480
其他应收款 (合计)	546	382	446	514	567
存货	21,685	26,171	25,481	28,271	29,951
其他流动资产	6,748	9,163	9,163	9,163	9,163
流动资产合计	93,780	101,684	113,482	124,437	131,608
其他权益工具	545	668	668	668	668
长期股权投资	2,924	3,623	3,623	3,623	3,623
固定资产	5,491	6,453	6,936	7,180	7,282
在建工程	1,427	1,223	862	681	590
无形资产	1,925	2,011	2,118	2,219	2,312
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	12,065	16,496	16,496	16,496	16,496
非流动资产合计	48,230	60,991	61,213	61,382	61,494
总负债	98,867	114,506	123,576	131,375	135,016
短期借款	75	141	0	0	0
应付账款	24,833	28,010	31,126	34,117	35,679
应付票据	15,635	15,652	19,454	22,446	24,777
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	4,016	7,022	7,499	7,499	7,499
流动负债合计	88,913	102,323	116,341	123,640	126,781
长期借款	2,167	4,542	5,042	5,542	6,042
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,482	1,671	1,671	1,671	1,671
非流动负债合计	9,954	12,182	7,235	7,735	8,235
股东权益	43,142	48,168	51,119	54,445	58,086
股本	3,117	3,458	3,458	3,458	3,458
公积金	12,985	16,693	16,855	16,855	16,855
未分配利润	22,691	25,012	27,502	30,528	33,869
归属母公司权益	38,796	45,235	47,885	50,911	54,252
少数股东权益	4,346	2,934	3,234	3,534	3,834

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	1.18%	1.08%	0.98%	0.88%	0.88%
管理费用率	5.05%	4.81%	4.50%	4.20%	3.90%
财务费用率	0.06%	0.15%	0.27%	0.20%	0.20%
研发费用率	4.32%	4.15%	4.00%	3.90%	3.90%
所得税率	15%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.40	0.53	0.73	0.89	1.03
每股经营现金流	3.23	0.58	3.56	2.14	1.56
每股净资产	12.44	13.08	13.85	14.72	15.69
每股销售收入	22.36	22.73	26.59	30.68	33.88

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE (A股)	39	33	28	23	20
PB (A股)	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	19.5	16.3	17.3	15.0	13.4
股息率	1.1%	1.4%	2.0%	2.4%	2.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼