

2026年04月09日

东方电气(600875.SH)

——毛利率持续改善 在手订单超过千亿

投资评级：买入（维持）

投资要点：

- 公司发布 2025 年年报。2025 年公司实现营业收入 775.8 亿元（同比增长 13.1%），实现归母净利润 38.3 亿元（同比增长 31.1%），实现扣非归母净利润 31.9 亿元（同比增长 61%）。
- 煤电、风电收入和毛利率大幅增长拉动公司业绩。（1）分板块收入：煤电营收 244.9 亿元（同比+20.9%），风电营收 182.2 亿元（同比+48.3%），水电营收 39.0 亿元（同比+36.7%），核电营收 56.6 亿元（同比+16.1%），气电营收 56.3 亿元（同比-20.9%）。（2）分板块毛利率：煤电 20.7%（同比+4.3pct），风电 2.8%（同比+5.1pct），水电 12.1%（同比-5.1pct），核电 24.1%（同比+0.1pct），气电 12.0%（同比+4.7pct）。总体来看，煤电、风电的收入和毛利率均有较大幅度提升，对公司盈利改善有较大帮助，气电受国内气电装机节奏影响营收有所下滑，但毛利率水平显著改善。
- 生效订单超过千亿，支撑公司未来几年收入体量。公司 2025 年生效订单超过千亿，达到 1172.5 亿元，同比增长 15.9%。其中能源装备 789 亿元（同比+20.3%，对应 2024 年年报的清洁高效能源装备、可再生能源装备）、制造服务 260 亿元（同比+24.2%，对应 2024 年年报的工程与国际供应链、现代制造服务业）、新兴产业 123 亿元（同比-15.4%）。公司生效订单继续稳步增长，有望支撑公司未来收入。
- 整体费用率小幅改善。公司 2025 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.08%/4.81%/4.15%/0.15%，分别同比-0.1/-0.24/-0.17/+0.09pct，总费用率下降 0.43pct，费用率小幅改善。
- 盈利预测与评级：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 47.9/60.0/61.6 亿元，同比增速分别为 25%/25%/3%，当前股价对应的 PE 分别为 28/22/22 倍，公司在手订单充沛，风电盈利有望持续改善，水电有望迎来交付高峰，对公司带来较大业绩弹性，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

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

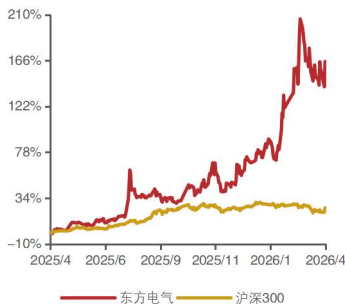
戴映妍

SAC: S1350524080002

daiyingxin@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年04月09日

收盘价(元)	38.31
一年内最高/最低(元)	45.38/14.63
总市值(百万元)	132,489.78
流通市值(百万元)	102,340.05
总股本(百万股)	3,458.36
资产负债率(%)	70.39
每股净资产(元/股)	13.08

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	68,593	77,583	87,187	94,395	103,575
同比增长率(%)	15.15%	13.11%	12.38%	8.27%	9.73%
归母净利润(百万元)	2,922	3,831	4,790	6,004	6,155
同比增长率(%)	-17.70%	31.11%	25.03%	25.35%	2.52%
每股收益(元/股)	0.84	1.11	1.39	1.74	1.78
ROE(%)	7.53%	8.47%	9.58%	10.75%	9.96%
市盈率(P/E)	45.34	34.58	27.66	22.07	21.52

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	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	22,680	30,258	39,368	46,557
应收票据及账款	36,902	39,339	42,905	47,692
预付账款	6,893	8,936	8,716	9,794
其他应收款	382	575	613	622
存货	26,171	27,279	29,826	33,028
其他流动资产	8,657	8,890	9,598	9,703
流动资产总计	101,684	115,278	131,025	147,395
长期股权投资	3,623	3,792	3,961	4,130
固定资产	6,928	6,524	6,189	5,917
在建工程	1,223	1,214	832	350
无形资产	2,011	1,908	1,881	1,926
长期待摊费用	51	68	69	52
其他非流动资产	47,154	47,195	47,112	47,174
非流动资产合计	60,991	60,702	60,043	59,550
资产总计	162,674	175,979	191,069	206,945
短期借款	141	0	0	0
应付票据及账款	43,662	48,688	52,798	57,464
其他流动负债	58,520	63,077	69,052	75,156
流动负债合计	102,323	111,765	121,849	132,620
长期借款	4,915	3,888	2,824	1,768
其他非流动负债	7,267	7,267	7,267	7,267
非流动负债合计	12,182	11,155	10,091	9,035
负债合计	114,506	122,921	131,940	141,655
股本	3,458	3,458	3,458	3,458
资本公积	15,125	15,125	15,125	15,125
留存收益	26,651	31,393	37,277	43,248
归属母公司权益	45,235	49,977	55,861	61,832
少数股东权益	2,934	3,082	3,268	3,458
股东权益合计	48,168	53,059	59,128	65,290
负债和股东权益合计	162,674	175,979	191,069	206,945

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	3,966	3,885	4,250	4,960
折旧与摊销	1,171	1,403	1,495	1,378
财务费用	118	130	83	37
投资损失	-867	-596	-1,559	-867
营运资金变动	-3,959	2,975	3,635	1,661
其他经营现金流	1,585	1,208	2,316	1,612
经营性现金净流量	2,014	9,004	10,219	8,782
投资性现金净流量	-10,587	-79	157	-316
筹资性现金净流量	5,102	-1,346	-1,267	-1,278
现金流量净额	-3,522	7,579	9,109	7,189

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	77,583	87,187	94,395	103,575
营业成本	65,215	71,921	77,880	85,156
税金及附加	463	523	566	621
销售费用	848	1,133	1,133	1,139
管理费用	3,782	4,185	4,531	4,972
研发费用	3,261	3,662	3,965	4,350
财务费用	118	130	83	37
资产减值损失	-1,342	-1,482	-1,605	-1,761
信用减值损失	-555	-624	-676	-741
其他经营损益	1,003	1,064	1,064	1,064
投资收益	867	596	1,559	867
公允价值变动损益	85	0	0	0
资产处置收益	6	16	10	10
其他收益	819	636	717	763
营业利润	4,778	5,838	7,307	7,501
营业外收入	86	50	86	50
营业外支出	79	53	79	53
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	4,785	5,835	7,314	7,498
所得税	819	897	1,124	1,152
净利润	3,966	4,938	6,190	6,346
少数股东损益	135	148	186	190
归属母公司股东净利润	3,831	4,790	6,004	6,155
EPS(元)	1.11	1.39	1.74	1.78

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	13.11%	12.38%	8.27%	9.73%
营业利润增长率	22.92%	22.18%	25.16%	2.66%
归母净利润增长率	31.11%	25.03%	25.35%	2.52%
经营现金流增长率	-79.98%	346.99%	13.50%	-14.06%
盈利能力				
毛利率	15.94%	17.51%	17.50%	17.78%
净利率	5.11%	5.66%	6.56%	6.13%
ROE	8.47%	9.58%	10.75%	9.96%
ROA	2.36%	2.72%	3.14%	2.97%
估值倍数				
P/E	34.58	27.66	22.07	21.52
P/S	1.71	1.52	1.40	1.28
P/B	2.93	2.65	2.37	2.14
股息率	0.00%	0.04%	0.09%	0.14%
EV/EBITDA	9	13	10	9

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）。