

2024年05月06日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 一季度业绩超预期，盈利能力提升

—明阳电气（301291.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：张涵 S1050521110008  
zhanghan3@cfsc.com.cn

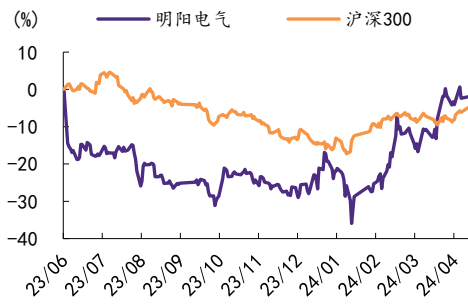
明阳电气年报及一季报，2023 年公司实现营业收入 49.5 亿元，同比增长 53%，归母净利润 5.0 亿元，同比增长 88%。2024 年一季度实现营业收入 10.3 亿元，同比增长 46%，归母净利润 0.9 亿元，同比增长 104%。

## 基本数据

2024-05-06

当前股价（元）	39.25
总市值（亿元）	123
总股本（百万股）	312
流通股本（百万股）	72
52 周价格范围（元）	24.36-39.25
日均成交额（百万元）	114.35

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

1、《明阳电气（301291）：新能源电气装备领军企业，海风场景优势显著》2023-10-31

## 投资要点

## ■ 盈利能力持续提升

2023 年公司实现毛利率 22.69%，同比提升 1.52pct，净利率达到 10.06%，同比提升 1.86pct。2024Q1 实现毛利率 23.07%，同比提升 3.03pct，净利率 8.68%，同比提升 2.4pct。公司实现销售收入 49.48 亿元，其中光伏行业线 20.74 亿元，同比增长 83%；风电行业线 13.76 亿元，同比增长 22%；储能行业线 6.68 亿元，同比增长 237%。相较于去年同期，光伏行业线销售收入占比从 35%提升到 42%，储能行业线销售收入占比从 6%提升到 13%。

## ■ 筑牢海上新能源核心竞争力，推进国产化步伐

公司基于海上新能源领域的技术创新优势，持续推进海上应用产品研发。研发的海上风电升压系统产品，打破了外资品牌的垄断。2022 年 8 月，由公司自主研发的 66kV 升压系统成功交付国电投神泉二海上风电项目。2023 年 10 月，公司成功中标国华 HG14 海上光伏 1000MW 项目，这是目前全球首个进入实施阶段的 GW 级大容量海上光伏项目。公司完全自主研发制造的 66kV 预制式智能化海上升压系统将成为首款 GW 级应用于海上光伏发电项目的 66kV 升压系统，将打造全国桩基固定式海上光伏项目样板工程。

## ■ 国际市场变压器紧缺，间接出海+全球化布局双轮驱动

2023 年，公司积极参与国际市场，将海外作为重点开拓市场，通过与国内知名新能源头部企业合作，快速扩大公司在国际市场知名度。同时，公司有序推进业务全球化布局，重点提升海外营销、质量控制、产品设计方案、服务等关键能力建设，初步建立间接出海+全球化布局双轮驱动战略模式。报告期内，公司获得中国 CQC、美国 UL、欧盟 CE、欧洲

DNV-GL 认证等一系列国内外权威机构认证，为公司全球化布局奠定了坚实基础。2023 年公司研发出 66kV 升压变压器、气体绝缘开关设备，并实现了批量应用，产品结构从中低压范畴延伸到高压范畴，110/220kV 等高电压主变产品、110kV 电压等级的 GIS 已实现小批量出货，252kV 电压等级的 GIS 也开始投放市场。2024 年 1 月，公司完成广东博瑞天成能源技术有限公司的收购，加快新能源升压站业务的推进。

## ■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 63、80、98 亿元，EPS 分别为 2.12、2.83、3.50 元，当前股价对应 PE 分别为 19、14、11 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

新能源装机并网不及预期；原材料价格大幅上涨风险；海外经营风险及汇兑损益风险；大盘系统性风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	4,948	6,301	7,955	9,777
增长率（%）	52.9%	27.3%	26.2%	22.9%
归母净利润（百万元）	498	662	882	1,094
增长率（%）	87.7%	33.0%	33.2%	24.0%
摊薄每股收益（元）	1.59	2.12	2.83	3.50
ROE（%）	11.8%	13.7%	15.6%	16.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	2,981	3,481	4,141	4,973
应收款	2,328	2,964	3,743	4,600
存货	995	1,273	1,609	1,977
其他流动资产	488	621	784	964
流动资产合计	6,792	8,340	10,277	12,514
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	490	459	429	400
在建工程	2	1	0	0
无形资产	130	123	117	110
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	422	422	422	422
非流动资产合计	1,044	1,005	968	933
资产总计	7,836	9,345	11,244	13,447
<b>流动负债:</b>				
短期借款	10	10	10	10
应付账款、票据	2,905	3,718	4,698	5,775
其他流动负债	336	336	336	336
流动负债合计	3,561	4,458	5,541	6,732
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	37	37	37	37
其他非流动负债	27	27	27	27
非流动负债合计	64	64	64	64
负债合计	3,624	4,521	5,605	6,796
<b>所有者权益</b>				
股本	312	312	312	312
股东权益	4,211	4,823	5,639	6,651
负债和所有者权益	7,836	9,345	11,244	13,447

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	498	662	882	1094
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	30	39	37	34
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-199	-151	-193	-215
经营活动现金净流量	329	550	726	914
投资活动现金净流量	-77	33	31	29
筹资活动现金净流量	248	-50	-67	-82
现金流量净额	500	533	690	860

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,948	6,301	7,955	9,777
营业成本	3,826	4,870	6,154	7,564
营业税金及附加	17	25	32	39
销售费用	181	221	278	342
管理费用	128	151	191	235
财务费用	-6	3	8	10
研发费用	161	195	247	303
费用合计	465	570	724	890
资产减值损失	-53	-40	-30	-30
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-1	-1	-1	-1
营业利润	560	745	993	1,231
加:营业外收入	0	1	1	1
减:营业外支出	0	1	1	1
利润总额	560	745	992	1,231
所得税费用	62	83	110	137
净利润	498	662	882	1,094
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	498	662	882	1,094

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	52.9%	27.3%	26.2%	22.9%
归母净利润增长率	87.7%	33.0%	33.2%	24.0%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	22.7%	22.7%	22.6%	22.6%
四项费用/营收	9.4%	9.0%	9.1%	9.1%
净利率	10.1%	10.5%	11.1%	11.2%
ROE	11.8%	13.7%	15.6%	16.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.3%	48.4%	49.8%	50.5%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
存货周转率	3.8	3.8	3.8	3.8
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	1.59	2.12	2.83	3.50
P/E	24.6	18.5	13.9	11.2
P/S	2.5	1.9	1.5	1.3
P/B	2.9	2.5	2.2	1.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 电力设备组介绍

**张涵：**电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5年证券行业研究经验，曾获得2022年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

**臧天律：**金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

**罗笛箫：**欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

## ■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。