

明阳电气 (301291.SZ)

业绩超预告中枢，变压器收入翻倍高增

投资要点:

► 业绩超预告中枢，盈利能力提升

24H1 实现收入 24.73 亿，同比增长 30%；实现归母净利润 2.46 亿，同比增长 52%，超业绩预告中枢；扣非 2.44 亿，同比增长 55%。毛利率达 23.3%，同比增长 1.56pct；净利润率达 10.0%，同比增长 1.39pct。

24Q2 实现收入 14.38 亿，同比增长 21%，环比增长 39%；实现归母净利润 1.57 亿，同比增长 32%，环比增长 74%；扣非 1.55 亿，同比增长 37%，环比增长 74%。24Q2 毛利率达 23.4%，同比增长 0.7pct，环比增长 0.3pct；净利润率达 10.9%，同比增长 1.0pct，环比增长 2.2pct。

► 按行业线分类：储能/光伏/风电增速较快

24H1 光伏行业线收入 10.97 亿元，同比增长 32%；风电行业线收入 5.88 亿元，同比增长 25%；储能行业线收入 3.32 亿元，同比增长 62%；数据中心行业线收入 1.18 亿元，同比增长 4%。

公司凭借在国内新能源市场箱式变电站产品的领先优势，以及海外市场布局（已搭建海外团队，应用于 40 多个国家，遍布东南亚、欧洲、中东、北美市场），预计将稳扎稳打实现突破。

► 按产品分类：变压器翻倍增长，毛利率基本稳定

24H1 箱式变电站产品收入 16.07 亿元，同比增长 23.45%，毛利率 22.11%，同比增长 1.63pct；成套开关柜产品收入 2.69 亿元，同比下降 6.89%，毛利率 20.13%，同比增长 1.13pct；变压器产品收入 4.74 亿元，同比增长 110.21%，实现高速增长，毛利率达到 25.79%，同比下降 0.99pct。

► 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 6.5/8.3/10.4 亿元（前次预测为 6.14/8.29/-），同比增长 30%/28%/26%，对应当前市值 PE 为 14/11/9 倍，我们认为，公司在新能源光伏风电领域卡位牢固，海外布局逐步打开，有望更受益于行业需求的高景气，维持“买入”评级。

► 风险提示

国内新能源装机不及预期；竞争格局恶化；应收账款余额较大风险；客户开拓进展不及预期；原材料价格变动；客户集中度较高风险。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,236	4,948	6,537	7,936	9,507
增长率	59%	53%	32%	21%	20%
归母净利润（百万元）	265	498	645	828	1,044
增长率	64%	88%	30%	28%	26%
EPS（元/股）	0.85	1.59	2.07	2.65	3.34
市盈率（P/E）	35.0	18.6	14.4	11.2	8.9
市净率（P/B）	9.6	2.2	2.0	1.8	1.5

数据来源：公司公告、华福证券研究所

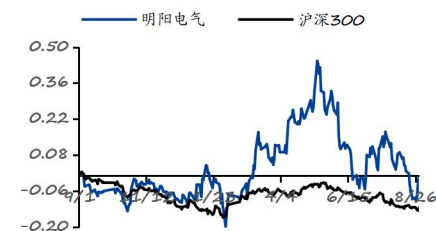
买入（维持评级）

当前价格：29.70 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	312.20/128.07
流通 A 股市值(百万元)	3,803.73
每股净资产(元)	14.27
资产负债率(%)	43.37
一年内最高/最低价(元)	45.98/22.80

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：邓伟(S0210522050005)

DW3787@hfzq.com.cn

分析师：游宝来(S0210523030002)

YBL3804@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、明阳电气 (301291.SZ)：2023 年年度业绩预告点评：业绩超预期，24 年海上光伏、海上风电有望贡献新增量——2024.01.26
- 2、【华福电新】明阳电气 (301291.SZ)：深耕变电领域，新能源变电龙头腾飞在即——2023.11.28



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,981	3,938	4,781	5,728	营业收入	4,948	6,537	7,936	9,507
应收票据及账款	2,256	2,980	3,618	4,335	营业成本	3,826	5,022	6,092	7,294
预付账款	61	79	96	115	税金及附加	17	25	30	36
存货	995	1,306	1,584	1,897	销售费用	181	318	370	425
合同资产	301	398	483	579	管理费用	128	169	190	208
其他流动资产	499	659	801	959	研发费用	161	252	297	328
流动资产合计	6,792	8,964	10,881	13,034	财务费用	-6	-68	-68	-49
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-62	-62	-62	-62
固定资产	490	542	591	638	资产减值损失	-53	-63	-63	-63
在建工程	2	7	12	17	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	130	153	162	177	投资收益	-1	-1	-1	-1
商誉	0	0	0	0	其他收益	35	35	35	35
其他非流动资产	422	425	428	431	营业利润	560	727	933	1,175
非流动资产合计	1,044	1,127	1,193	1,263	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	7,836	10,090	12,074	14,297	营业外支出	0	2	2	1
短期借款	10	741	1,144	1,456	利润总额	560	726	932	1,174
应付票据及账款	2,905	3,814	4,627	5,540	所得税	62	81	103	130
预收款项	0	0	0	0	净利润	498	645	828	1,044
合同负债	310	409	497	595	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	48	48	48	48	归属母公司净利润	498	645	828	1,044
其他流动负债	288	358	410	466	EPS (按最新股本摊薄)	1.59	2.07	2.65	3.34
流动负债合计	3,561	5,370	6,725	8,105					
长期借款	37	37	37	37					
应付债券	0	0	0	0					
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	5,434	6,789	8,169					
归属母公司所有者权益	4,211	4,656	5,285	6,129					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,211	4,656	5,285	6,129					
负债和股东权益	7,836	10,090	12,074	14,297					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	329	485	689	910
现金收益	527	620	810	1,048
存货影响	-413	-311	-278	-313
经营性应收影响	-654	-681	-592	-673
经营性应付影响	952	909	812	913
其他影响	-82	-52	-63	-66
投资活动现金流	-77	-127	-116	-125
资本支出	-85	-124	-112	-120
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	8	-4	-4	-4
融资活动现金流	2,466	599	270	161
借款增加	-375	731	403	312
股利及利息支付	-38	-217	-240	-254
股东融资	2,791	0	0	0
其他影响	88	85	107	103

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	52.9%	32.1%	21.4%	19.8%
EBIT 增长率	78.0%	18.7%	31.4%	30.2%
归母公司净利润增长率	87.7%	29.6%	28.4%	26.1%
获利能力				
毛利率	22.7%	23.2%	23.2%	23.3%
净利率	10.1%	9.9%	10.4%	11.0%
ROE	11.8%	13.9%	15.7%	17.0%
ROIC	14.3%	13.0%	14.2%	15.5%
偿债能力				
资产负债率	46.3%	53.9%	56.2%	57.1%
流动比率	1.9	1.7	1.6	1.6
速动比率	1.6	1.4	1.4	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	128	137	142	143
存货周转天数	74	82	85	86
每股指标 (元)				
每股收益	1.59	2.07	2.65	3.34
每股经营现金流	1.05	1.55	2.21	2.91
每股净资产	13.49	14.91	16.93	19.63
估值比率				
P/E	19	14	11	9
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	170	143	110	85

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

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，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn