

明阳智能（601615）

国内海风龙头，出海订单持续落地

买入（维持）

2025 年 01 月 15 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 胡隽颖

执业证书：S0600524080010

hujunying@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	30748	27859	29111	37496	40759
同比（%）	12.98	(9.39)	4.49	28.80	8.70
归母净利润（百万元）	3,444.71	372.45	1,032.37	2,852.17	3,425.47
同比（%）	9.09	(89.19)	177.18	176.27	20.10
EPS-最新摊薄（元/股）	1.52	0.16	0.45	1.26	1.51
P/E（现价&最新摊薄）	7.33	67.82	24.47	8.86	7.37

投资要点

- **国内海风保持龙头地位：**公司成立于 2006 年，2019 年在上交所主板上市。主营业务为风机及其核心部件的研发、生产、销售，以及新能源电站投资运营。根据 CWEA 统计，2023 年公司新增风电装机 10.18GW，市占率 12.8%，位列全国第四。其中，海风新增装机 2.94GW，市占率 40.9%，位列全国第一。公司是国内紧凑型半直驱技术的领军者，经历数十年摸索、迭代，奠定海上风电龙头地位。2023 年实现营收 279 亿元，同比-9%，受成本、费用及减值影响，归母净利润 3.72 亿元，同比-89%。
- **短期业绩承压：**公司 24Q1-3 营收 202.4 亿元，同比-4.1%，归母净利润 8.1 亿元，同比-34.6%，毛利率 15.2%，同比-0.6pct，归母净利率 4%，同比-1.9pct；其中 24Q3 营收 84.4 亿元，同环比-18.8%/25.6%，归母净利润 1.5 亿元，同环比-74.2%/-58.5%，毛利率 10.3%，同环比-2.9/-7pct，归母净利率 1.8%，同环比-3.8/-3.6pct。
- **2026~2027 年欧洲海上风电装机有望起量：**历史欧洲海风年均新增装机稳定在 3~4GW，且集中在英国、荷兰、德国、法国等资源/产业链条件、审批制度等较为成熟的国家。2022 年起欧洲各国为保证能源安全纷纷上调海风装机规划，根据 GWEC 预测，25 年底欧洲海风装机将有所起量，26~27 年年均新增装机达到 8GW+，2028 年 10GW，2029 年 17GW、2030 年 23GW。
- **公司聚焦欧洲海风市场，24 年以来订单快速突破：**24 年 7 月，德国可再生能源开发商 Luxcara 与明阳智能签订首选供应商协议，计划在 Waterkant 288MW 海上风电项目中采用明阳的海上风机。10 月 8 日，意大利开发商 Renexia 与明阳智能共同宣布，双方已正式签署 Med Wind 项目的前端工程设计（FEED）合同。该项目将在西西里岛海岸 80 公里处建设一座 2.8GW 的漂浮式海上风电场，采用明阳智能最新研发的风电机组 18MW 机型。此外，公司即将与苏格兰漂浮式海上风电开发商签订总容量达 6GW 的 Cerulean 漂浮式海上风电项目优先供应商协议，并考虑本土化建设的机会。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司风机业务盈利承压，风场建设节奏稍慢，我们下调 24~25 年归母净利润至 10.3/28.5 亿元（原值为 24.4/30.3 亿元）；26 年海外订单开始批量出货，贡献业绩增量，上调 26 年归母净利润至 34.3 亿元（原值为 33.3 亿元），同比+177%/+176%/+20%，对应 PE 为 24.5/8.9/7.4X，考虑公司风机龙头地位、海风出货修复优化盈利，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、行业需求和公司出货不及预期、电站业务盈利下滑风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.12
一年最低/最高价	7.85/15.13
市净率(倍)	0.93
流通 A 股市值(百万元)	25,259.04
总市值(百万元)	25,260.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.90
资产负债率(% ,LF)	65.94
总股本(百万股)	2,271.59
流通 A 股(百万股)	2,271.50

相关研究

《明阳智能(601615)：2023 年报及 2024 一季报点评：23Q4 部分海风及电站转让延期，24 年看好海风出货修复》

2024-05-01

《明阳智能(601615)：动态点评：Q2 风机毛利率修复明显，风光储氢一体化布局持续推进》

2023-09-13

内容目录

1. 国内海风保持龙头地位，业绩短期承压 4

2. 欧洲海风装机有望爆发，公司订单快速突破 5

3. 费用率有所提升，经营现金流短期承压 6

4. 盈利预测与风险提示 7

图表目录

图 1: 公司年度营业收入（亿元） 4

图 2: 公司年度归母净利润（亿元） 4

图 3: 公司季度营业收入（亿元） 4

图 4: 公司季度归母净利润（亿元） 4

图 5: 欧洲海风装机规划（GW） 5

图 6: 2024~2033 年欧洲海上风电新增装机量预测（MW） 6

图 7: 公司三费费率（%） 7

图 8: 公司研发费用及研发费用率 7

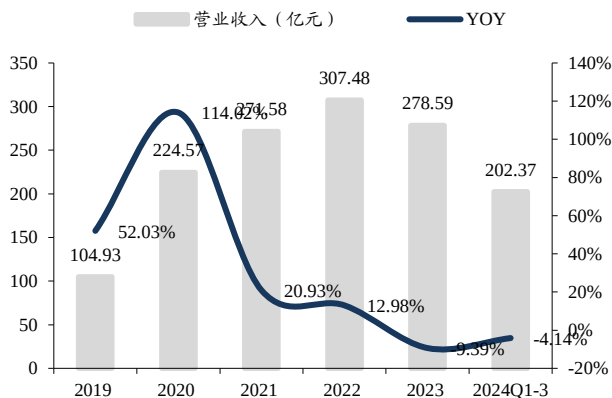
图 9: 公司年度经营性现金流 7

1. 国内海风保持龙头地位，业绩短期承压

公司成立于 2006 年，2019 年在上交所主板上市。主营业务为风机及其核心部件的研发、生产、销售，以及新能源电站投资运营。根据 CWEA 统计，2023 年公司新增风电装机 10.18GW，市占率 12.8%，位列全国第四。其中，海风新增装机 2.94GW，市占率 40.9%，位列全国第一。公司是国内紧凑型半直驱技术的领军者，经历数十年摸索、迭代，奠定海上风电龙头地位。2023 年实现营收 279 亿元，同比-9%，受成本、费用及减值影响，归母净利润 3.72 亿元，同比-89%。

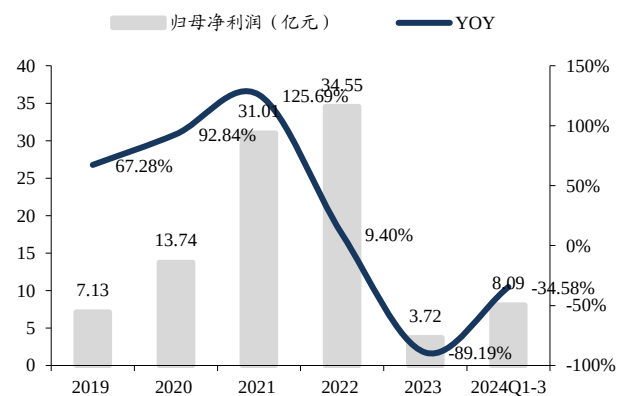
公司 24Q1-3 营收 202.4 亿元，同比-4.1%，归母净利润 8.1 亿元，同比-34.6%，毛利率 15.2%，同比-0.6pct，归母净利率 4%，同比-1.9pct；其中 24Q3 营收 84.4 亿元，同环比-18.8%/25.6%，归母净利润 1.5 亿元，同环比-74.2%/-58.5%，毛利率 10.3%，同环比-2.9/-7pct，归母净利率 1.8%，同环比-3.8/-3.6pct。

图1：公司年度营业收入（亿元）



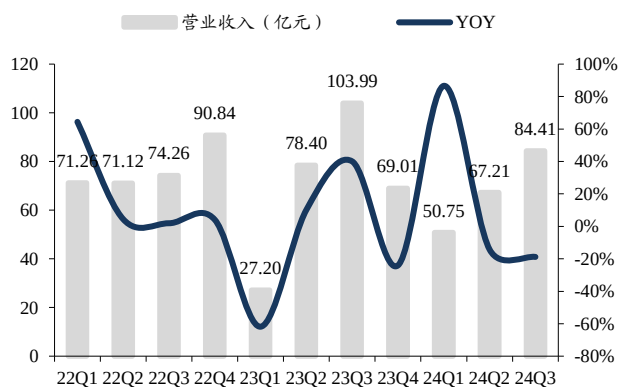
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司年度归母净利润（亿元）



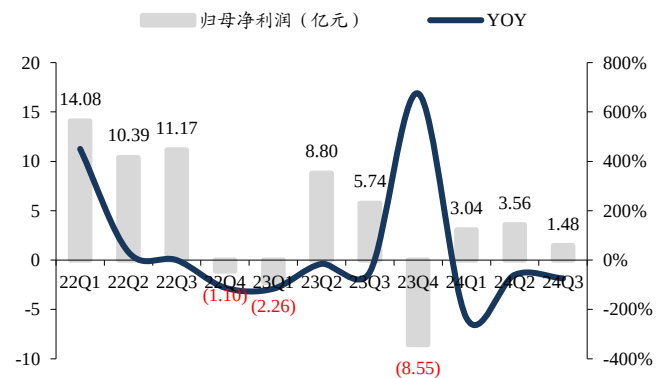
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：公司季度营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：公司季度归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 欧洲海风装机有望爆发，公司订单快速突破

2022 年俄乌战争爆发后，欧洲电力系统脆弱性和长期不平衡性矛盾凸显，欧洲沿海区域风能资源丰富，风能质量高，并且海上风电不受土地资源限制，靠近负荷中心，送电距离短，是优秀的新能源装机方式之一，各国提出或上调海上风电装机长期规划；按各国政府计划，以 2030 年作为时间节点，按照各国目标加总，2030 年累计海上风电装机量达到 150GW+，2024~2030 年年均装机量 16.5GW，其中主要贡献国是英国、德国、荷兰、丹麦，占比分别为 30%、19%、15%、9%。

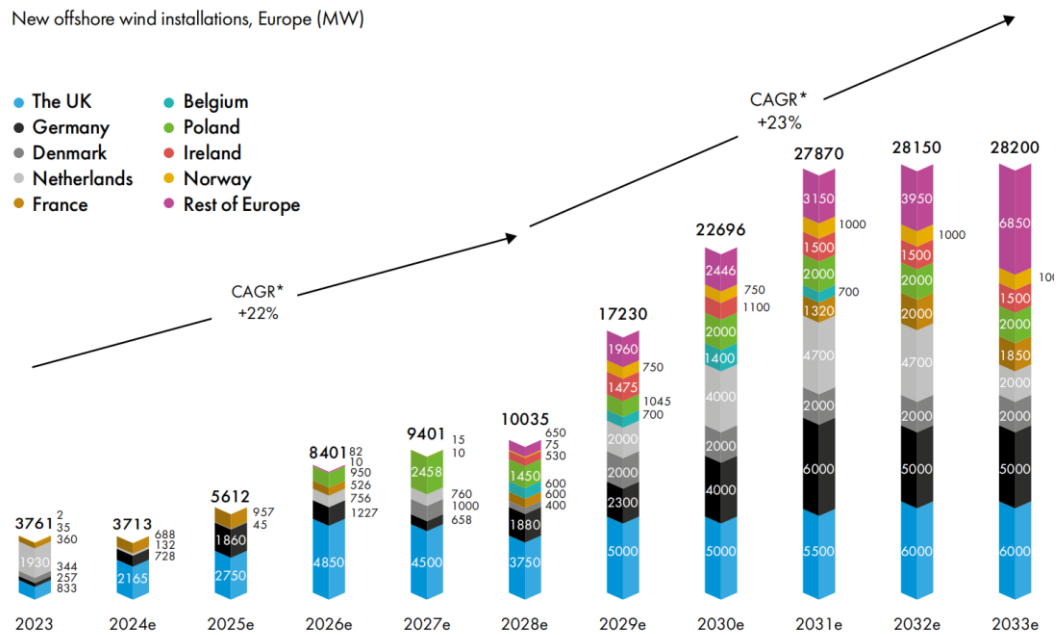
图5：欧洲海风装机规划（GW）

国家/地区	2023 年底 新增装机 量	2023 年累计 装机量	2025	2027	2030	2035	2040	2045	2050	完成 2030 年目标年 均装机量
英国	0.83	14.76			50					5.03
德国	0.33	8.54			30	40		≥ 70	100	3.07
荷兰	1.91	4.74			22.2					2.49
丹麦	0.34	2.65			12.9					1.46
比利时	-	2.26			5.7					0.49
法国	0.36	0.84				18			40	
波兰	-	-		10.9*						
挪威	0.04	0.10					30			
爱尔兰	-	0.03			5				30	0.71
西班牙	-	-			3					0.43
合计	3.81	34.24			150					16.54
欧盟	2.94	19.38			≥ 60				≥ 300	
埃斯比约 宣言					≥ 65				≥ 150	
波罗的海 宣言					19.6					

数据来源：GWEC，东吴证券研究所

2026~2027 年欧洲海上风电装机有望起量。历史欧洲海风年均新增装机稳定在 3~4GW，且集中在英国、荷兰、德国、法国等资源/产业链条件、审批制度等较为成熟的国家。22 年起欧洲各国为保证能源安全纷纷上调海风装机规划，根据 GWEC 预测，25 年底欧洲海风装机将有所起量，26~27 年年均新增装机达到 8GW+，2028 年 10GW，2029 年 17GW、2030 年 23GW。

图6: 2024~2033 年欧洲海上风电新增装机量预测 (MW)



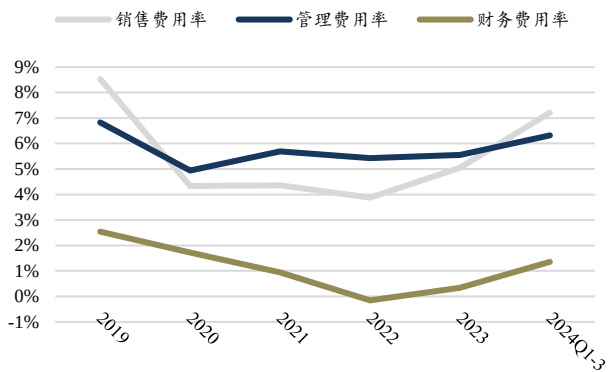
数据来源: GWEC, 东吴证券研究所

公司聚焦欧洲海风市场, 2024 年以来订单快速突破。24 年 7 月, 德国可再生能源开发商 Luxcara 与明阳智能签订首选供应商协议, 计划在 Waterkant 288MW 海上风电项目中采用明阳的海上风机。10 月 8 日, 意大利开发商 Renexia 与明阳智能共同宣布, 双方已正式签署 Med Wind 项目的前端工程设计 (FEED) 合同。该项目将在西西里岛海岸 80 公里处建设一座 2.8GW 的漂浮式海上风电场, 采用明阳智能最新研发的风电机组 18MW 机型。此外, 公司即将与苏格兰漂浮式海上风电开发商签订总容量达 6GW 的 Cerulean 漂浮式海上风电项目优先供应商协议, 并考虑本土化建设的机会。

3. 费用率有所提升, 经营现金流短期承压

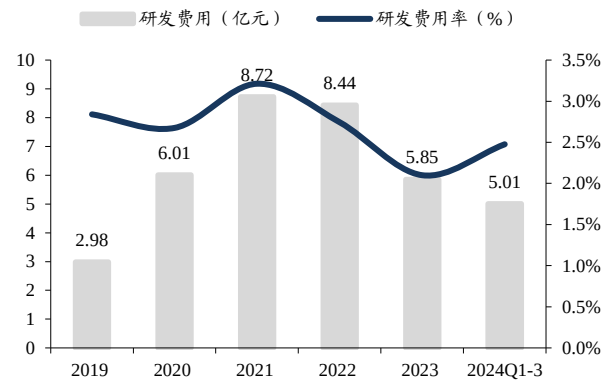
公司 24Q1-3 期间费用 30.1 亿元, 同比+32.8%, 费用率 14.9%, 同比+4.1pct, 其中 Q3 期间费用 12.6 亿元, 同环比+35.4%/+33.8%, 费用率 14.9%, 同环比+6/+0.9pct; 24Q1-3 经营性净现金流-46.4 亿元, 同比+100%; 24Q1-3 资本开支 50.6 亿元, 同比-20.1%。

图7: 公司三费费率 (%)



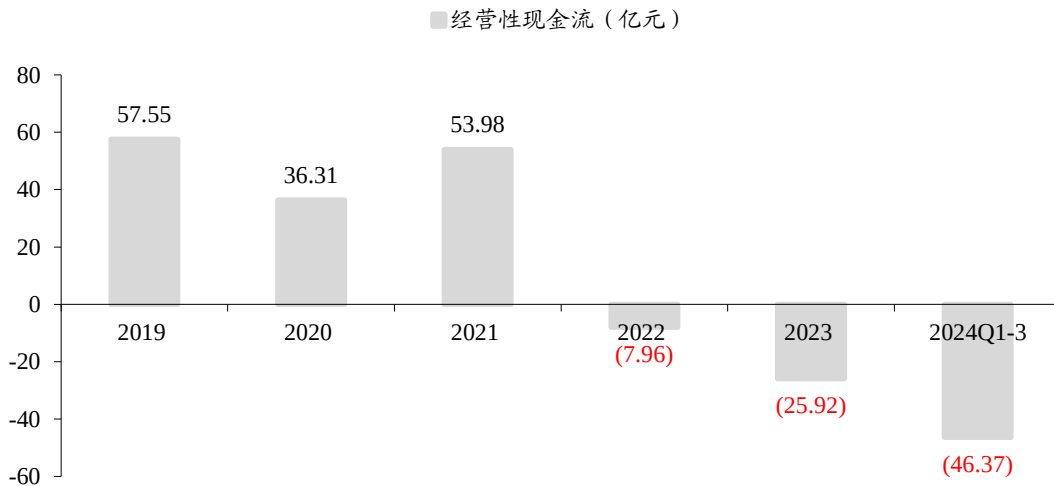
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 公司研发费用及研发费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 公司年度经营性现金流



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与风险提示

盈利预测与投资评级: 考虑到公司风机业务盈利承压, 风场建设节奏稍慢, 我们下调 24~25 年归母净利润至 10.3/28.5 亿元 (原值为 24.4/30.3 亿元); 26 年海外订单开始批量出货, 贡献业绩增量, 上调 26 年归母净利润至 34.3 亿元 (原值为 33.3 亿元), 同比+177%/+176%/+20%, 对应 PE 为 24.5/8.9/7.4X, 考虑公司风机龙头地位、海风出货修复优化盈利, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧、行业需求和公司出货不及预期、电站业务盈利下滑风险等。

明阳智能三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	43,363	38,985	48,307	50,642	营业总收入	27,859	29,111	37,496	40,759
货币资金及交易性金融资产	12,961	10,843	11,962	12,866	营业成本(含金融类)	24,739	24,366	30,897	33,422
经营性应收款项	15,483	13,604	18,310	18,850	税金及附加	126	116	150	163
存货	9,669	8,674	11,433	12,024	销售费用	1,407	1,424	1,612	1,671
合同资产	809	732	1,016	1,064	管理费用	961	1,019	1,200	1,345
其他流动资产	4,441	5,132	5,586	5,838	研发费用	585	1,045	1,500	1,590
非流动资产	40,499	44,963	50,732	56,250	财务费用	93	377	471	525
长期股权投资	539	527	547	551	加:其他收益	338	297	326	359
固定资产及使用权资产	13,800	16,786	20,013	22,439	投资净收益	839	800	2,000	2,000
在建工程	8,777	10,923	12,896	15,409	公允价值变动	(60)	(60)	(70)	(45)
无形资产	2,046	2,622	3,141	3,688	减值损失	(693)	(661)	(769)	(555)
商誉	69	63	60	56	资产处置收益	4	0	0	0
长期待摊费用	116	136	166	196	营业利润	376	1,140	3,153	3,802
其他非流动资产	15,151	13,905	13,908	13,911	营业外净收支	(21)	6	13	0
资产总计	83,861	83,948	99,039	106,893	利润总额	355	1,147	3,166	3,802
流动负债	37,553	34,695	45,704	48,249	减:所得税	(25)	115	317	380
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,453	4,201	4,694	5,132	净利润	380	1,032	2,849	3,422
经营性应付款项	22,492	19,608	26,477	27,769	减:少数股东损益	8	(1)	(3)	(3)
合同负债	7,620	7,563	9,999	10,729	归属母公司净利润	372	1,032	2,852	3,425
其他流动负债	3,987	3,323	4,535	4,620	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.16	0.45	1.26	1.51
非流动负债	17,854	18,810	19,530	20,530	EBIT	(274)	1,523	3,637	4,327
长期借款	11,480	11,980	12,680	13,680	EBITDA	852	2,646	4,947	5,817
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.20	16.30	17.60	18.00
租赁负债	281	271	291	291	归母净利率(%)	1.34	3.55	7.61	8.40
其他非流动负债	6,093	6,559	6,559	6,559	收入增长率(%)	(9.39)	4.49	28.80	8.70
负债合计	55,406	53,505	65,235	68,779	归母净利润增长率(%)	(89.19)	177.18	176.27	20.10
归属母公司股东权益	27,423	29,412	32,776	37,089					
少数股东权益	1,032	1,032	1,029	1,025					
所有者权益合计	28,455	30,443	33,804	38,114					
负债和股东权益	83,861	83,948	99,039	106,893					

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(2,592)	1,028	5,138	4,255	每股净资产(元)	12.07	12.95	14.43	16.33
投资活动现金流	(6,132)	(5,057)	(5,104)	(5,006)	最新发行在外股份(百万股)	2,272	2,272	2,272	2,272
筹资活动现金流	10,127	1,228	643	812	ROIC(%)	(0.74)	3.03	6.66	7.17
现金净增加额	1,481	(2,816)	677	61	ROE-摊薄(%)	1.36	3.51	8.70	9.24
折旧和摊销	1,126	1,123	1,310	1,491	资产负债率(%)	66.07	63.74	65.87	64.34
资本开支	(7,610)	(7,241)	(7,051)	(6,969)	P/E(现价&最新股本摊薄)	67.82	24.47	8.86	7.37
营运资本变动	(4,067)	(1,530)	1,583	117	P/B(现价)	0.92	0.86	0.77	0.68

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>