

明阳智能 (601615)

2024 年报及 2025 年一季报点评: Q1 业绩符合预期, 风机毛利率开始改善

买入 (维持)

2025 年 04 月 28 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	28124	27158	38496	42177	46751
同比 (%)	(8.53)	(3.43)	41.75	9.56	10.84
归母净利润 (百万元)	376.72	346.11	2,369.92	2,873.41	3,637.03
同比 (%)	(89.06)	(8.12)	584.72	21.24	26.58
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.17	0.15	1.04	1.26	1.60
P/E (现价&最新摊薄)	62.65	68.19	9.96	8.21	6.49

投资要点

- **事件:** 公司 24 年营收 271.6 亿元, 同比-3.4%, 归母净利润 3.5 亿元, 同比-8.1%, 毛利率 8.1%, 同比-3.1pct, 归母净利率 1.3%, 同比-0.1pct。25Q1 营收 77 亿元, 同环比+51.8%/11.3%, 归母净利润 3 亿元, 同环比-0.7%/-165.3%, 毛利率 13.2%, 同环比-7.4/+25.9pct, 归母净利率 3.9%, 同环比-2.1/+10.6pct。
- **24 年拆分:** ① 风机及相关配件销售收入 208.3 亿元, 同比-12.4%, 毛利率-0.5%, 主要系质保金调入营业成本准则变化, 同比-3.6pct, 对外销售 10.82GW, 同比+12%, 折算单价 1925 元/kW, 同比-21%, 其中上下半年分别为 1976、1896 元/kW; 实现新增风机订单 27.1GW 创新高; ② 风电场发电收入 17.3 亿元, 同比+15.4%, 毛利率 57.1%, 同比-5.9pct。③ 电站产品销售 27.9 亿元, 同比+34.2%, 总转让 1.45GW, 毛利率 43.2%, 同比+12.2pct。
- **质保金变化致费用率下降:** 公司 24 年期间费用 27 亿元, 同比-11.3%, 费用率 10%, 同比-1pct, 其中 Q4 期间费用-3.1 亿元, 主要系质保金变化, 费用率-4.5%; 24 年经营性净现金流-24 亿元, 同比增加 1.9 亿元。公司 25Q1 期间费用 7.4 亿元, 同环比-9.6%/-337.5%, 费用率 9.6%, 同环比-6.5/+14.1pct; 25Q1 资本开支 7.6 亿元, 同环比-70.3%/+46.9%; 25Q1 末存货 142.9 亿元, 较年初+5.6%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑风机供应链成本具备不确定性, 以及风电电价全面入市后风场盈利具备不确定性, 我们下调 25~26 年盈利预测, 预计 25~26 年归母净利润为 23.7/28.7 亿元 (前值为 28.5/34.3 亿元), 同比增长 585%/21%; 预计 27 年归母净利润为 36.4 亿元, 同比增长 26.6%, 25-27 年归母净利润对应 PE 为 10.0/8.2/6.5x, 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)	10.39
一年最低/最高价	8.02/15.13
市净率(倍)	0.89
流通 A 股市值(百万元)	23,600.85
总市值(百万元)	23,600.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.69
资产负债率(% ,LF)	68.70
总股本(百万股)	2,271.50
流通 A 股(百万股)	2,271.50

相关研究

《明阳智能(601615): 国内海风龙头, 出海订单持续落地》

2025-01-19

《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

明阳智能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	50,126	56,036	57,571	61,627	营业总收入	27,158	38,496	42,177	46,751
货币资金及交易性金融资产	14,585	18,093	17,983	18,485	营业成本(含金融类)	24,959	33,761	36,863	40,206
经营性应收款项	15,491	19,431	19,975	21,859	税金及附加	165	154	169	187
存货	13,538	12,568	13,346	14,734	销售费用	712	924	1,012	1,122
合同资产	663	1,043	1,101	1,243	管理费用	1,085	1,232	1,307	1,590
其他流动资产	5,849	4,902	5,166	5,306	研发费用	563	770	844	935
非流动资产	36,668	42,886	48,519	54,022	财务费用	342	525	554	575
长期股权投资	805	825	828	840	加:其他收益	522	326	359	100
固定资产及使用权资产	14,692	18,032	20,572	22,823	投资净收益	1,158	2,000	2,200	2,600
在建工程	4,989	6,962	9,475	12,185	公允价值变动	(15)	(70)	(45)	0
无形资产	2,483	3,002	3,549	4,082	减值损失	(543)	(769)	(753)	(795)
商誉	69	66	61	58	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	58	88	118	118	营业利润	452	2,618	3,189	4,041
其他非流动资产	13,573	13,913	13,916	13,916	营业外净收支	(37)	13	0	0
资产总计	86,795	98,922	106,091	115,649	利润总额	415	2,631	3,189	4,041
流动负债	39,138	47,945	51,045	56,623	减:所得税	43	263	319	404
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,205	3,737	4,174	4,640	净利润	372	2,368	2,871	3,637
经营性应付款项	22,535	28,931	30,627	33,929	减:少数股东损益	26	(2)	(3)	0
合同负债	9,290	10,265	11,102	12,386	归属母公司净利润	346	2,370	2,873	3,637
其他流动负债	4,107	5,012	5,141	5,668	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.15	1.04	1.26	1.60
非流动负债	20,394	21,034	22,034	22,034	EBIT	(297)	3,155	3,744	4,616
长期借款	13,942	14,642	15,642	15,642	EBITDA	1,161	4,353	5,119	6,147
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	8.10	12.30	12.60	14.00
租赁负债	179	199	199	199	归母净利率(%)	1.27	6.16	6.81	7.78
其他非流动负债	6,273	6,192	6,192	6,192	收入增长率(%)	(3.43)	41.75	9.56	10.84
负债合计	59,531	68,978	73,078	78,657	归母净利润增长率(%)	(8.12)	584.72	21.24	26.58
归属母公司股东权益	26,237	28,921	31,992	35,971					
少数股东权益	1,026	1,023	1,021	1,021					
所有者权益合计	27,263	29,944	33,012	36,992					
负债和股东权益	86,795	98,922	106,091	115,649					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(2,403)	7,479	3,822	4,877	每股净资产(元)	11.55	12.73	14.08	15.84
投资活动现金流	(2,055)	(4,870)	(4,806)	(4,428)	最新发行在外股份(百万股)	2,271	2,271	2,271	2,271
筹资活动现金流	6,560	677	722	(290)	ROIC(%)	(0.60)	6.10	6.64	7.52
现金净增加额	2,147	3,285	(262)	159	ROE-摊薄(%)	1.32	8.19	8.98	10.11
折旧和摊销	1,459	1,198	1,375	1,531	资产负债率(%)	68.59	69.73	68.88	68.01
资本开支	(5,630)	(7,137)	(6,969)	(7,017)	P/E (现价&最新股本摊薄)	68.19	9.96	8.21	6.49
营运资本变动	(3,920)	4,589	262	758	P/B (现价)	0.90	0.82	0.74	0.66

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>