

明阳智能 (601615.SH)

业绩短期承压，风机盈利有望改善

事件：公司发布 2024 年年度报告与 2025 年一季度报告。2024 年全年实现：1) 营收 271.58 亿元，同比-2.52%；归母净利润 3.46 亿元，同比-7.07%；扣非归母净利润 1.75 亿元，同比-14.76%。2) 毛利率 8.1%，同比-3.1pct；净利率 1.37%，同比基本持平。3) 期间费用率为 9.95%（销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.62%、4.00%、2.07%、1.26%，同比分别变动-2.43，0.55，-0.03，+0.93pct），同比-0.98pct。2025 年 Q1 实现：1) 营收 77.04 亿元，同比+51.78%；归母净利润 3.02 亿元，同比-0.7%；扣非净利润为 2.87 亿元，同比-1.35%。2) 毛利率 13.19%，同比-7.43pcts；净利率 4.15%，同比-2.04pcts。

2024 年主营业务收入同比下降主要受风机及相关配件销售业务拖累。风机及相关配件收入 208.33 亿元，同比-12.40%，毛利率-0.46%，24 年海风推进速度慢，出货不及预期；风电场发电收入 17.29 亿元，同比+15.35%，毛利率 57.14%；电站产品销售收入 27.92 亿元（同比+34.21%，毛利率 43.17%），新能源电站发电成主要收入驱动因素。

政策催化海风开发经济性，大型化海上风机、漂浮式机型需求上升，海风走向深远海，技术迭代打开增量空间，公司有望在新趋势下业绩修复。自然资源部推进海上风电深水远岸布局，公司重点突破深远海极端风况分析、超大型叶片气动结构耦合、高扭矩密度传动系统等核心技术，海上领域成功实现全球单体容量最大的 MySE18.X-20MW 漂浮式海上风电机组并网发电，保持单机容量和风轮直径双重技术制高点。国家能源局谋划新能源大基地布局方案，公司针对“沙戈荒”场景制造专用的 MySE12.XMW 超大型陆上风机机组。

欧洲海上风电加速发展，创造良好进入欧洲市场机遇。RystadEnergy 预测 2025 全球海风新增 19GW，公司在海外海上风电领域领先，已在德国、韩国、日本成功突破订单，公司有望获得海外海风风机订单增加可观利润。

探索“风光储氢燃”一体化布局与新能源电站滚动开发，产业资本双驱动。工信部提出打通绿电-绿氢-绿氨/绿醇产业链配合，公司通过可再生能源全产业链布局，构建多维度零碳应用场景矩阵。此外推进新能源电站滚动开发，提高公司自建自营新能源电站的收益能力，合适时间转让部分项目公司的股权，实现电站滚动轻资产开发，探索电站资产证券化领域。中信建投明阳智能新能源封闭式基础设施证券投资基金获批，2025 年公司将继续推动风电基础设施公募 REITs。

盈利预测：考虑到风机出海进展较预期慢、风机盈利改善进展较预期慢，预计公司 2025~2027 年实现归母净利润 23.83/27.25/34.82 亿元，对应 PE 估值 10/8.8/6.9 倍，维持“增持”评级。

风险提示：海风需求不及预期，原材料价格大幅上涨，风机价格持续下跌。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	28,124	27,158	43,760	47,860	53,160
增长率 yoy (%)	-8.5	-3.4	61.1	9.4	11.1
归母净利润（百万元）	377	346	2,383	2,725	3,482
增长率 yoy (%)	-89.1	-8.1	588.6	14.3	27.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.17	0.15	1.05	1.20	1.53
净资产收益率 (%)	1.4	1.3	9.9	12.5	18.7
P/E（倍）	63.4	69.0	10.0	8.8	6.9
P/B（倍）	0.9	0.9	1.0	1.1	1.3

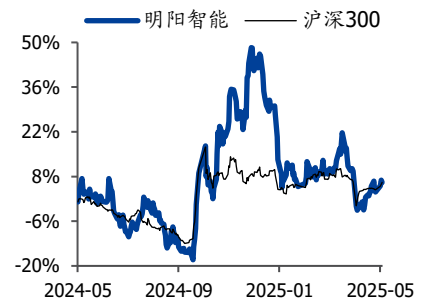
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 05 月 08 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	风电设备
前次评级	增持
05 月 08 日收盘价（元）	10.51
总市值（百万元）	23,873.43
总股本（百万股）	2,271.50
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	26.44

股价走势



作者

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

相关研究

- 1、《明阳智能 (601615.SH)：Q2 盈利大幅改善实现扭亏，海外拓展顺利可期》 2023-09-01
- 2、《明阳智能 (601615.SH)：海风龙头在手订单充足，回购预案彰显长期成长信心》 2023-05-08
- 3、《明阳智能 (601615.SH)：提前锁定轴承供应，预期交付实现高增》 2022-09-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	43728	50126	65788	72706	77629
现金	13045	14584	17439	18289	18964
应收票据及应收账款	14155	13811	22139	24275	26929
其他应收款	844	1206	1628	1953	2074
预付账款	767	717	1102	1189	1310
存货	9700	13538	17309	20550	21611
其他流动资产	5218	6272	6172	6449	6742
非流动资产	40519	36668	38881	38560	39222
长期投资	539	805	963	1175	1360
固定资产	13431	14438	15942	17021	18197
无形资产	2050	2483	2932	3375	3820
其他非流动资产	24499	18943	19044	16989	15844
资产总计	84246	86795	104669	111266	116850
流动负债	37817	39138	56514	62831	68753
短期借款	881	1577	2236	2913	3581
应付票据及应付账款	22678	22534	33589	36809	40253
其他流动负债	14257	15027	20690	23109	24919
非流动负债	17854	20394	22814	25314	27814
长期借款	11480	13942	16442	18942	21442
其他非流动负债	6374	6452	6372	6372	6372
负债合计	55671	59531	79328	88145	96567
少数股东权益	1042	1026	1203	1406	1665
股本	2272	2272	2271	2271	2271
资本公积	17109	16833	16833	16833	16833
留存收益	8589	8281	6162	3739	642
归属母公司股东权益	27534	26237	24138	21715	18619
负债和股东权益	84246	86795	104669	111266	116850

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-2590	-2403	6508	3305	5656
净利润	387	372	2561	2927	3741
折旧摊销	1130	1459	1036	1029	1148
财务费用	329	546	365	435	505
投资损失	-839	-1158	-656	-718	-797
营运资金变动	-4071	-3920	3320	-428	1006
其他经营现金流	473	298	-117	60	54
投资活动现金流	-6184	-2055	-2068	-50	-1066
资本支出	-7611	-5630	-2863	-523	-1650
长期投资	1240	2899	-181	-245	-213
其他投资现金流	188	676	976	718	797
筹资活动现金流	10187	6560	-1585	-2405	-3915
短期借款	621	696	659	677	668
长期借款	6223	2462	2500	2500	2500
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	142	-276	0	0	0
其他筹资现金流	3200	3678	-4743	-5582	-7083
现金净增加额	1490	2147	2855	850	675

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28124	27158	43760	47860	53160
营业成本	25748	24959	37664	41021	44998
营业税金及附加	127	165	266	291	323
营业费用	633	712	1147	1255	1393
管理费用	969	1085	1749	1913	2124
研发费用	604	563	906	991	1101
财务费用	93	342	219	260	322
资产减值损失	-182	-255	-14	-28	-21
其他收益	344	522	438	479	532
公允价值变动收益	-60	-15	0	0	0
投资净收益	839	1158	656	718	797
资产处置收益	4	-1	-2	-3	-3
营业利润	384	452	2887	3295	4203
营业外收入	105	52	50	50	50
营业外支出	126	89	80	80	80
利润总额	362	415	2857	3265	4173
所得税	-24	43	296	338	432
净利润	387	372	2561	2927	3741
少数股东损益	10	26	177	203	259
归属母公司净利润	377	346	2383	2725	3482
EBITDA	864	1161	4111	4555	5643
EPS (元/股)	0.17	0.15	1.05	1.20	1.53

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-8.5	-3.4	61.1	9.4	11.1
营业利润(%)	-90.1	17.8	538.7	14.2	27.5
归属母公司净利润(%)	-89.1	-8.1	588.6	14.3	27.8
获利能力					
毛利率(%)	8.4	8.1	13.9	14.3	15.4
净利率(%)	1.3	1.3	5.4	5.7	6.5
ROE(%)	1.4	1.3	9.9	12.5	18.7
ROIC(%)	-0.6	-0.6	6.0	6.8	8.5
偿债能力					
资产负债率(%)	66.1	68.6	75.8	79.2	82.6
净负债比率(%)	7.7	10.1	12.2	23.4	39.0
流动比率	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.5	0.4	0.5
应收账款周转率	2.3	1.9	2.4	2.1	2.1
应付账款周转率	2.5	2.1	2.4	2.1	2.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.15	1.05	1.20	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.14	-1.06	2.87	1.46	2.49
每股净资产(最新摊薄)	12.12	11.55	10.63	9.56	8.20
估值比率					
P/E	63.4	69.0	10.0	8.8	6.9
P/B	0.9	0.9	1.0	1.1	1.3
EV/EBITDA	35.5	27.0	6.6	6.4	5.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 05 月 08 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com