

公司研究 | 点评报告 | 明阳智能 (601615.SH)

明阳智能：2025 轻装上阵，Q1 合同负债历史高位

报告要点

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，公司 2024 年营业收入 271.6 亿元，同比-3.4%；归母净利润 3.5 亿元，同比-8.1%；扣非净利润 1.8 亿元，同比-14.2%。2025Q1 公司营业收入 77.0 亿元，同比+51.8%；归母净利润 3.0 亿元，同比-0.7%；扣非净利润 2.9 亿元，同比-1.3%。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001
SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



司鸿历

SAC: S0490520080002
SFC: BUD284



周圣钧

SAC: S0490524120003

明阳智能 (601615.SH)

明阳智能：2025 轻装上阵，Q1 合同负债历史高位

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，公司 2024 年营业收入 271.6 亿元，同比-3.4%；归母净利润 3.5 亿元，同比-8.1%；扣非净利润 1.8 亿元，同比-14.2%。2025Q1 公司营业收入 77.0 亿元，同比+51.8%；归母净利润 3.0 亿元，同比-0.7%；扣非净利润 2.9 亿元，同比-1.3%。

事件评论

- 收入端，公司 2024 年收入同比略有下降，预计主要因风机销售价格下降影响。拆分业务看，1) 风机及相关配件销售：2024 年出货 10.82GW，同比增长 12%，新签订单 27.1GW，实现收入 208 亿元，同比下降 12%，预计受风机价格及其他因素影响；2) 风电场发电：2024 年在运营新能源电站装机 2.05GW，在建电站容量 4.69GW，实现收入 17 亿元，同比提升 15%，预计主要因电站运营规模增加；3) 电站产品销售：2024 年电站产品销售收入 28 亿元，同比提升 34%。
- 盈利端，公司 2024 年毛利率约 8%，因会计调整同口径同比-0.3pct，预计主要质保金政策调整，叠加部分存货处置影响。拆分业务看，1) 风机及相关配件销售：2024 年毛利率约-0.46%，同比下降 3.6pct，预计因风机价格因素影响；2) 风电场发电：2024 年毛利率约 57%，同比下降 5.9pct；3) 电站产品销售：2024 年毛利率约 43%，同比增加 12pct。公司期间费用率约 10.0%，同比提升 1.8pct，其中：销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.6%、4.0%、1.3%，分别同比提升 0.4pct、提升 0.5pct、提升 0.9pct，研发费用率为 2.1%，同比下降 0.1pct。同时，公司获得其他收益约 5 亿元，因电站转让产生投资收益约 11.6 亿元，计提信用减值、资产减值损失 2.9 亿元、2.5 亿元。最终，公司实现销售净利率约 1.4%，同比基本持平。
- 2025Q1 情况：公司 2025Q1 营收同比 50%以上增长，预计因风机销售增加所致；毛利率 13.2%，同比-3.6pct，预计主要因风机出货产品结构因素。
- 其他财务指标方面，公司 2025Q1 末合同负债达 85.9 亿元，整体处于历史高位，有望奠定后续交付景气基础。
- 展望后续，2025 年公司轻装上阵，海风交付放量叠加陆风盈利改善，有望释放盈利弹性。同时，公司积极开拓海外海风，进一步打开业绩成长空间。预计公司 2025 年归母净利润约 20 亿元，对应 PE 约 12 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 1、风电装机不及预期；
- 2、竞争加剧导致盈利能力不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	10.67
总股本(万股)	227,150
流通A股/B股(万股)	227,150/0
每股净资产(元)	11.69
近12月最高/最低价(元)	15.13/8.02

注：股价为 2025 年 5 月 12 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《明阳智能：势起南粤，勇立全球》2024-12-18
- 《明阳智能：Q3 经营短暂承压，风机盈利有望持续修复》2024-11-16
- 《明阳智能：合同负债历史高位，新增订单放量有望带动交付景气》2024-09-10


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、风电装机不及预期：公司的主要产品为海上及陆上风力发电机，下游主要应用于海上及陆上风电场，因此若风电装机不及预期，可能导致公司产品终端需求不及预期。
- 2、竞争加剧导致盈利能力不及预期：市场上风机企业如果竞争加剧，可能会导致产品价格下降幅度大于预期，对企业的盈利能力造成影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27158	39959	44326	45394	货币资金	14584	21842	24724	27710
营业成本	24959	35024	38044	38034	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	2199	4935	6282	7360	应收账款	13777	19870	21952	22386
%营业收入	8%	12%	14%	16%	存货	13538	13588	14668	14564
营业税金及附加	165	181	201	206	预付账款	717	1083	1177	1176
%营业收入	1%	0%	0%	0%	其他流动资产	7510	7100	7481	7574
销售费用	712	1047	1418	1498	流动资产合计	50126	63485	70003	73412
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	805	805	805	805
管理费用	1085	1598	1773	1816	投资性房地产	43	41	39	37
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	14438	16245	17564	18250
研发费用	563	839	931	953	无形资产	2483	2883	3283	3683
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	69	73	77	81
财务费用	342	-229	-372	-431	递延所得税资产	1220	1238	1238	1238
%营业收入	1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	17611	16577	15630	15267
加: 资产减值损失	-255	-120	-120	-120	资产总计	86795	101346	108638	112772
信用减值损失	-288	-100	-100	-100	短期贷款	1577	1577	1577	1577
公允价值变动收益	-15	0	0	0	应付款项	13017	15730	17086	17082
投资收益	1158	699	665	681	预收账款	1	0	0	0
营业利润	452	2468	3319	4337	应付职工薪酬	366	492	534	534
%营业收入	2%	6%	7%	10%	应交税费	180	365	405	415
营业外收支	-37	-50	-50	-50	其他流动负债	23997	33409	36327	36614
利润总额	415	2418	3269	4287	流动负债合计	39138	51573	55930	56221
%营业收入	2%	6%	7%	9%	长期借款	13942	13942	13942	13942
所得税费用	43	262	354	465	应付债券	0	0	0	0
净利润	372	2156	2915	3822	递延所得税负债	889	744	744	744
归属于母公司所有者的净利润	346	2048	2769	3631	其他非流动负债	5563	5628	5628	5628
少数股东损益	26	108	146	191	负债合计	59531	71887	76243	76535
EPS (元)	0.15	0.90	1.22	1.60	归属于母公司所有者权益	26237	28326	31115	34767
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	1026	1134	1279	1470
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	27263	29460	32395	36237
经营活动现金流净额	-2403	8312	4327	4415	负债及股东权益	86795	101346	108638	112772
取得投资收益收回现金	293	699	665	681	基本指标				
长期股权投资	-265	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-5630	-2134	-2047	-2047	每股收益	0.15	0.90	1.22	1.60
其他	3547	320	0	0	每股经营现金流	-1.06	3.66	1.90	1.94
投资活动现金流净额	-2055	-1115	-1382	-1366	市盈率	84.07	11.83	8.75	6.67
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.09	0.86	0.78	0.70
股权融资	28	-1	0	0	EV/EBITDA	27.03	5.92	4.09	2.71
银行贷款增加 (减少)	3158	0	0	0	总资产收益率	0.4%	2.0%	2.5%	3.2%
筹资成本	-1199	-63	-63	-63	净资产收益率	1.3%	7.2%	8.9%	10.4%
其他	4574	124	0	0	净利率	1.3%	5.1%	6.2%	8.0%
筹资活动现金流净额	6560	61	-63	-63	资产负债率	68.6%	70.9%	70.2%	67.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	2101	7258	2882	2986	总资产周转率	0.32	0.42	0.42	0.41

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。