



明阳电气 (301291.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，数据中心&出海持续发力

业绩简评

8 月 27 日，公司披露 2025 年半年报，1H25 实现营业收入 34.7 亿元，同比+40.5%，归母净利润 3.1 亿元，同比+24.4%，毛利率 21.0%，同比-2.3pct；Q2 实现营业收入 21.7 亿元，同比+50.8%，归母净利润 1.9 亿元，同比+24.0%，毛利率 20.5%，同比-2.9pct，毛利率下滑预计主要来自下游&产品结构变化影响，整体业绩符合市场预期。

经营分析

新能源装机高增、电网投资稳健增长，成套开关柜接近翻倍增长。

“136”号文带动新能源抢装，25H1 风电+光伏新增装机 268GW，同比+99%；新增投运新型储能项目装机规模 23.03GW/56.12GWh，同比+68%；电网工程投资 2540 亿元，同比+24%。下游高景气带动公司三大核心产品线稳健增长：25H1 箱式变电站实现营收 18.7 亿元，同比+16%；成套开关柜实现营收 5.1 亿元，同比+91%；变压器实现营收 5.7 亿元，同比+20%。各品类毛利率下滑，其中成套开关柜毛利率同比-4.7%，预计主要系低毛利数据中心下游占比提升影响。

国际化战略稳步推进，数据中心业务拓展良好。

①海外：公司积极实施“间接出海+全球化布局”双轮驱动发展战略，目前产品已远销全球 60 多个国家和地区，已在马来西亚基地正式开展设备投资，海外业务有望贡献新增长极；②数据中心：公司针对数据中心等市场不断研发新产品，合作字节、世纪互联、中国联通等客户，提供电力模块等产品，已取得一定量和订单进展，未来有望逐步打开成长空间。

管管管控得当，看好海风&海外直销业务占比提升带动公司盈利修复。公司夯实内部管理，努力提高经营效率、降低运营成本，25H1 销售/管理/研发费用率分别为 3.5%/2.3%/3.1%，同比-1.0/-0.1/-0.5pct，对冲毛利率下滑影响。未来随着高毛利的海风业务和海外直销业务占比提升，公司盈利能力有望修复。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司产品矩阵进一步完善，下游多场景持续拓展，预计公司 25-27 年实现营收 83.2/103.6/126.4 亿元，同增 29/25/22%；实现归母净利润 8.6/11.1/14.0 亿元，同增 30/28/27%。公司股票现价对应 PE 估值为 16/12/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新能源装机不及预期、电网投资下滑、海外拓展不及预期

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人：范晓鹏

fanxiaopeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：43.80 元

相关报告：

1.《明阳电气公司点评：业绩符合预期，看好多元化下游景气+出海快速...》，2025.4.24

2.《明阳电气公司点评：下游持续扩容驱动增长，超募资金加码产能建设》，2024.10.30

3.《明阳电气中报点评：多品类&多场景驱动，业绩快速增长》，2024.8.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,948	6,444	8,316	10,359	12,639
营业收入增长率	52.91%	30.23%	29.05%	24.56%	22.01%
归母净利润(百万元)	498	663	862	1,107	1,403
归母净利润增长率	87.67%	33.07%	30.13%	28.36%	26.81%
摊薄每股收益(元)	1.595	2.122	2.761	3.545	4.495
每股经营性现金流净额	1.05	1.23	2.48	3.62	4.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.82%	14.18%	16.18%	17.89%	19.20%
P/E	17.78	20.70	15.86	12.36	9.74
P/B	2.10	2.93	2.57	2.21	1.87

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,236	4,948	6,444	8,316	10,359	12,639
增长率	52.9%	30.2%	29.1%	24.6%	22.0%	
主营业务成本	-2,551	-3,826	-5,008	-6,443	-8,009	-9,753
%销售收入	78.8%	77.3%	77.7%	77.5%	77.3%	77.2%
毛利	685	1,123	1,436	1,874	2,350	2,886
%销售收入	21.2%	22.7%	22.3%	22.5%	22.7%	22.8%
营业税金及附加	-15	-17	-27	-34	-41	-51
%销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-116	-181	-217	-286	-352	-423
%销售收入	3.6%	3.7%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用	-83	-128	-132	-178	-218	-259
%销售收入	2.6%	2.6%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-105	-161	-211	-278	-346	-413
%销售收入	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	366	634	850	1,098	1,392	1,740
%销售收入	11.3%	12.8%	13.2%	13.2%	13.4%	13.8%
财务费用	-18	6	20	44	47	57
%销售收入	0.6%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-64	-115	-154	-160	-180	-200
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	0	-1	3	3	4	5
%税前利润	n.a	n.a	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业利润	293	560	756	984	1,263	1,602
营业利润率	9.1%	11.3%	11.7%	11.8%	12.2%	12.7%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	293	560	756	984	1,263	1,602
利润率	9.1%	11.3%	11.7%	11.8%	12.2%	12.7%
所得税	-28	-62	-94	-122	-157	-199
所得税率	9.5%	11.1%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%
净利润	265	498	663	862	1,107	1,403
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	265	498	663	862	1,107	1,403
净利率	8.2%	10.1%	10.3%	10.4%	10.7%	11.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	265	498	663	862	1,107	1,403
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	94	156	205	193	220	246
非经营收益	14	1	-16	-6	5	8
营运资金变动	-85	-325	-465	-276	-202	-225
经营活动现金净流	288	329	385	773	1,130	1,432
资本开支	-19	-77	-198	-376	-330	-380
投资	0	0	-534	-19	-20	-20
其他	0	0	5	3	4	5
投资活动现金净流	-19	-77	-727	-392	-346	-395
股权募资	0	2,791	0	0	0	0
债权募资	-114	-382	-19	119	45	80
其他	-70	58	-216	-212	-262	-297
筹资活动现金净流	-184	2,466	-235	-93	-217	-217
现金净流量	85	2,718	-577	288	567	820

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	404	2,981	2,418	2,704	3,270	4,089
应收款项	1,684	2,437	3,317	3,461	4,310	5,259
存货	581	995	1,089	1,412	1,755	2,138
其他流动资产	345	378	992	1,119	1,280	1,458
流动资产	3,014	6,792	7,816	8,695	10,616	12,945
%总资产	79.4%	86.7%	83.7%	83.5%	85.3%	86.8%
长期投资	0	0	4	4	4	4
固定资产	475	492	620	633	670	733
%总资产	12.5%	6.3%	6.6%	6.1%	5.4%	4.9%
无形资产	105	141	171	196	219	240
非流动资产	784	1,044	1,522	1,715	1,830	1,969
%总资产	20.6%	13.3%	16.3%	16.5%	14.7%	13.2%
资产总计	3,797	7,836	9,338	10,410	12,446	14,913
短期借款	117	20	40	167	212	292
应付款项	2,001	2,953	3,850	4,068	5,057	6,157
其他流动负债	376	587	747	827	971	1,134
流动负债	2,495	3,561	4,637	5,061	6,240	7,583
长期贷款	315	37	0	0	0	0
其他长期负债	16	27	29	20	21	22
负债	2,826	3,624	4,666	5,081	6,261	7,606
普通股股东权益	971	4,211	4,672	5,329	6,185	7,308
其中：股本	234	312	312	312	312	312
未分配利润	473	896	1,304	1,967	2,824	3,946
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,797	7,836	9,338	10,410	12,446	14,913

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.133	1.595	2.122	2.761	3.545	4.495
每股净资产	4.146	13.489	14.965	17.068	19.812	23.407
每股经营现金净流	1.229	1.055	1.235	2.477	3.619	4.587
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.640	0.800	0.900
回报率						
净资产收益率	27.33%	11.82%	14.18%	16.18%	17.89%	19.20%
总资产收益率	6.99%	6.35%	7.10%	8.28%	8.89%	9.41%
投入资本收益率	23.44%	13.18%	15.75%	17.45%	19.01%	20.00%
增长率						
主营业务收入增长率	59.40%	52.91%	30.23%	29.05%	24.56%	22.01%
EBIT 增长率	63.60%	73.59%	33.95%	29.14%	26.86%	24.95%
净利润增长率	64.38%	87.67%	33.07%	30.13%	28.36%	26.81%
总资产增长率	44.01%	106.35%	19.17%	11.48%	19.56%	19.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	126.3	130.1	141.0	130.0	130.0	130.0
存货周转天数	69.2	75.2	75.9	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	126.6	145.4	155.5	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	53.4	36.2	28.1	24.9	22.4	20.2
偿债能力						
净负债/股东权益	2.99%	-69.43%	-52.19%	-48.76%	-50.42%	-52.80%
EBIT 利息保障倍数	20.3	-102.6	-43.5	-25.2	-29.7	-30.5
资产负债率	74.43%	46.26%	49.97%	48.81%	50.30%	51.00%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	5	10	29
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.17	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究