



明阳智能 (601615.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

制造盈利小幅修复, “两海” 有望逐步贡献弹性

新能源与电力设备组

分析师: 姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人: 彭治强

pengzhiqiang3@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 12.71 元

相关报告:

1. 《明阳智能公司点评: 低谷已过, 业绩有望逐步释放》, 2025.4.27

2. 《明阳智能公司点评: 毛利率环比改善明显, 下半年确认节奏有望加快》, 2024.8.31

业绩简评

2025 年 8 月 27 日公司披露 25 年半年报, 上半年公司实现营业收入 171.4 亿元, 同比增长 45.3%; 实现归母净利润 6.1 亿元, 同比下降 7.7%; 其中, 公司 Q2 实现营业收入 94.4 亿元, 同比增长 40.4%, 环比增长 22.5%, 实现归母净利润 3.1 亿元, 同比下降 13.6%, 环比增长 1.9%。

经营分析

收入规模大幅增长, 制造盈利预计小幅修复: 上半年公司实现产品销售收入 158 亿元, 同比增长 51.2, 毛利率约为 10.1%, 同比改善 0.20pct; 其中风机及配件销售业务实现收入 124.8 亿元, 同比增长 57.5%, 占比 79%, 同比提升 3pct; 电站产品销售收入 31.4 亿元, 同比增长 48.6%, 占比 20%, 同比持平。考虑到上半年产品销售收入中风机制造业务占比略有提升, 以及在“136”号文落地背景下电站产品销售毛利率大概率下降, 我们预计风机及配件销售业务毛利率存在小幅改善。展望后续, 在风机价格企稳回升的背景下, 看好公司制造端毛利率持续回暖。

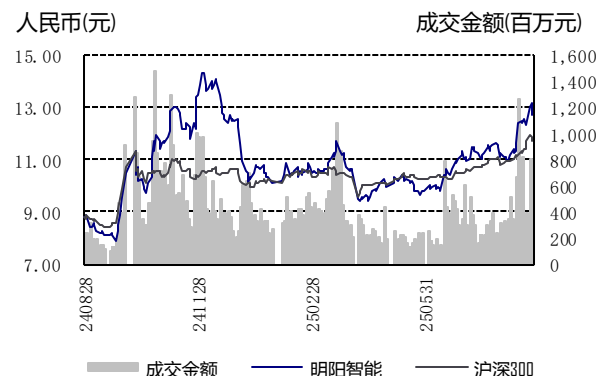
“两海” 战略稳步推进, 有望逐步贡献业绩弹性: 海风方面, 上半年公司成功实现全球单体容量最大的 MySE18.X-20MW 漂浮式海上风电机组并网发电, 大型化技术优势领先明显; 此外, 公司前期中标的多个海风项目陆续开工, 随着项目持续推进, 看好下半年业绩弹性逐步兑现; 海外方面, 公司在东亚市场及欧洲市场持续取得突破, 签署完成韩国本地化合作协议, 实现德国、英国、意大利等欧洲高端市场订单突破, 随着海外订单持续落地, 有望在中长期贡献较为可观的业绩弹性。

盈利预测、估值与评级

根据公司半年报及我们对行业最新判断, 预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 19.2、27.0、33.9 亿元, 对应 PE 为 15、11、9 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

海风项目推进不及预期, 国际贸易政策风险, 行业竞争加剧。



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,859	27,158	46,921	48,935	50,934
营业收入增长率	-9.39%	-2.52%	72.77%	4.29%	4.09%
归母净利润(百万元)	372	346	1,917	2,697	3,392
归母净利润增长率	-89.22%	-7.07%	453.79%	40.72%	25.74%
摊薄每股收益(元)	0.164	0.152	0.844	1.187	1.493
每股经营性现金流净额	-1.14	-1.06	3.97	2.85	3.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.36%	1.32%	6.93%	9.05%	10.43%
P/E	76.49	82.76	15.06	10.70	8.51
P/B	1.04	1.09	1.04	0.97	0.89

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	30,748	27,859	27,158	46,921	48,935	50,934
增长率		-9.4%	-2.5%	72.8%	4.3%	4.1%
主营业务成本	-24,602	-24,739	-24,959	-40,669	-41,791	-43,385
%销售收入	80.0%	88.8%	91.9%	86.7%	85.4%	85.2%
毛利	6,146	3,120	2,199	6,252	7,144	7,549
%销售收入	20.0%	11.2%	8.1%	13.3%	14.6%	14.8%
营业税金及附加	-146	-126	-165	-221	-230	-239
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,193	-1,407	-712	-1,032	-1,077	-1,121
%销售收入	3.9%	5.0%	2.6%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-825	-961	-1,085	-1,501	-1,566	-1,630
%销售收入	2.7%	3.4%	4.0%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用	-844	-585	-563	-938	-979	-1,019
%销售收入	2.7%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	3,139	41	-326	2,559	3,292	3,541
%销售收入	10.2%	0.1%	n.a	5.5%	6.7%	7.0%
财务费用	48	-93	-342	-504	-500	-409
%销售收入	-0.2%	0.3%	1.3%	1.1%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-420	-693	-543	-1,104	-940	-500
公允价值变动收益	18	-60	-15	0	0	0
投资收益			1,158	800	800	800
%税前利润	18.2%	236.6%	279.0%	37.7%	26.4%	21.0%
营业利润	3,865	376	452	2,154	3,055	3,835
营业利润率	12.6%	1.3%	1.7%	4.6%	6.2%	7.5%
营业外收支	-7	-21	-37	-30	-30	-30
税前利润	3,858	355	415	2,124	3,025	3,805
利润率	12.5%	1.3%	1.5%	4.5%	6.2%	7.5%
所得税	-409	25	-43	-212	-333	-419
所得税率	10.6%	-7.2%	10.4%	10.0%	11.0%	11.0%
净利润	3,449	380	372	1,912	2,692	3,387
少数股东损益	-5	8	26	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	3,455	372	346	1,917	2,697	3,392
净利率	11.2%	1.3%	1.3%	4.1%	5.5%	6.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,449	380	372	1,912	2,692	3,387
少数股东损益	-5	8	26	-5	-5	-5
非现金支出	1,444	1,820	2,002	2,624	2,667	2,433
非经营收益	-318	-724	-857	267	298	223
营运资金变动	-5,371	-4,067	-3,920	4,223	813	1,032
经营活动现金净流	-796	-2,592	-2,403	9,026	6,471	7,075
资本开支	-8,004	-7,610	-5,630	-3,741	-3,427	-3,427
投资	-2,812	1,240	2,899	0	0	0
其他	867	238	676	815	800	800
投资活动现金净流	-9,950	-6,132	-2,055	-2,926	-2,627	-2,627
股权募资	6,668	939	28	0	0	0
债权募资	2,771	10,171	8,789	266	-1,661	-2,014
其他	-1,621	-982	-2,256	-1,520	-1,611	-1,674
筹资活动现金净流	7,817	10,127	6,560	-1,254	-3,271	-3,688
现金净流量	-2,576	1,481	2,147	4,845	572	759

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,157	12,959	14,584	19,380	19,917	20,651
应收款项	12,733	15,541	15,981	24,943	25,289	26,072
存货	8,024	9,669	13,538	17,649	17,392	17,295
其他流动资产	3,549	5,193	6,024	3,960	4,034	4,121
流动资产	35,464	43,363	50,126	65,932	66,632	68,138
%总资产	51.4%	51.7%	57.8%	62.1%	61.4%	61.1%
长期投资	1,227	1,222	1,605	1,591	1,591	1,591
固定资产	16,322	22,197	19,427	21,324	23,014	24,497
%总资产	23.7%	26.5%	22.4%	20.1%	21.2%	22.0%
无形资产	2,065	2,471	2,837	2,853	2,848	2,844
非流动资产	33,476	40,499	36,668	40,209	41,882	43,349
%总资产	48.6%	48.3%	42.2%	37.9%	38.6%	38.9%
资产总计	68,940	83,861	86,795	106,142	108,514	111,487
短期借款	929	3,453	3,205	7,236	5,576	3,561
应付款项	18,760	25,230	25,005	37,928	38,978	40,465
其他流动负债	8,668	8,869	10,927	14,527	15,272	15,969
流动负债	28,357	37,553	39,138	59,691	59,825	59,996
长期贷款	5,257	11,480	13,942	13,942	13,942	13,942
其他长期负债	6,961	6,373	6,452	3,846	3,931	4,025
负债	40,575	55,406	59,531	77,478	77,698	77,963
普通股股东权益	28,114	27,423	26,237	27,643	29,801	32,514
其中：股本	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272	2,272
未分配利润	8,159	7,795	7,481	9,015	11,172	13,885
少数股东权益	252	1,032	1,026	1,021	1,016	1,011
负债股东权益合计	68,940	83,861	86,795	106,142	108,514	111,487

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.520	0.164	0.152	0.844	1.187	1.493
每股净资产	12.374	12.071	11.550	12.170	13.119	14.314
每股经营现金净流	-0.350	-1.141	-1.058	3.973	2.849	3.114
每股股利	0.106	0.221	0.304	0.169	0.237	0.299
回报率						
净资产收益率	12.29%	1.36%	1.32%	6.93%	9.05%	10.43%
总资产收益率	5.01%	0.44%	0.40%	1.81%	2.49%	3.04%
投入资本收益率	7.62%	0.10%	-0.64%	4.54%	5.72%	6.07%
增长率						
主营业务收入增长率	13.22%	-9.39%	-2.52%	72.77%	4.29%	4.09%
EBIT 增长率	9.17%	-98.69%	-888.78%	-886.28%	28.64%	7.55%
净利润增长率	11.40%	-89.22%	-7.07%	453.79%	40.72%	25.74%
总资产增长率	12.11%	21.64%	3.50%	22.29%	2.24%	2.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	98.7	161.8	186.1	180.0	180.0	180.0
存货周转天数	130.8	130.5	169.7	160.0	155.0	150.0
应付账款周转天数	147.1	153.2	176.4	170.0	170.0	170.0
固定资产周转天数	127.2	175.8	194.0	119.3	119.5	118.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.36%	6.93%	9.40%	6.27%	-1.30%	-9.39%
EBIT 利息保障倍数	-66.0	0.4	-1.0	5.1	6.6	8.7
资产负债率	58.86%	66.07%	68.59%	72.99%	71.60%	69.93%

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	1	6	10	27
增持	0	0	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.25	1.23	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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