

## 公司研究 | 点评报告 | 明阳电气 (301291.SZ)

# 营收增速亮眼, 新能源与数据中心等下游或有显著贡献

### 报告要点

公司发布 2025 年中报。上半年公司实现营业收入 34.7 亿元, 同比+40.5%; 归母净利润 3.1 亿元, 同比+24.4%; 扣非净利润 3.0 亿元, 同比+23.3%。单季度看, 公司 2025Q2 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%; 扣非净利润 1.9 亿元, 同比+23.5%。

### 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: BVD284



袁澎

SAC: S0490524010001

## 明阳电气 (301291.SZ)

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

# 营收增速亮眼，新能源与数据中心等下游或有显著贡献

## 事件描述

公司发布 2025 年中报。上半年公司实现营业收入 34.7 亿元，同比+40.5%；归母净利润 3.1 亿元，同比+24.4%；扣非净利润 3.0 亿元，同比+23.3%。单季度看，公司 2025Q2 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%；扣非净利润 1.9 亿元，同比+23.5%。

## 事件评论

- 收入端，分板块看，上半年公司箱式变电站收入 18.66 亿元，同比+16.1%；变压器收入 5.68 亿元，同比+19.9%；成套开关柜收入 5.13 亿元，同比+91.0%；其他收入 4.69 亿元，同比+502.0%。公司收入增速较快，预计主要系新能源和数据中心等下增长较快，报告期内，公司数据中心业务已取得一定量和订单进展。
- 毛利端，公司 2025 上半年毛利率达 20.99%，同比-1.75pct；2025Q2 单季度毛利率达 20.51%，同比-2.37pct，环比-1.27pct。其中，箱式变电站毛利率达 20.69%，同比-1.27pct；变压器毛利率达 23.40%，同比-1.59pct；成套开关柜毛利率达 13.16%，同比-4.70pct。毛利率变动预计主要因产品结构发生变化，相对低毛利业务占比有所提升。
- 费用端，公司 2025 上半年四项费用率达 8.70%，同比-0.78pct，其中销售费率达 3.48%，同比-0.46pct；管理费率达 2.34%，同比-0.14pct；研发费率达 3.07%，同比-0.51pct；财务费率达-0.19%，同比+0.33pct。2025Q2 单季度四项费用率达 7.51%，同比-0.46pct，主要系管理和研发费用率有所下降。
- 其他方面，公司 2025Q2 末存货达 12.21 亿元，同比+16.6%，环比上季度末-3.1%；合同资产达 3.42 亿元，同比+21.0%，环比上季度末+16.0%；合同负债达 2.74 亿元，同比-23.4%，环比上季度末+7.3%；资产负债率达 48.53%，同比+5.16pct，环比上季度末+2.18pct。
- 海上风电领域，公司海上风电电压系统突破该领域“卡脖子”技术，成功应用于深远海复杂环境，实现了海上风电电压、变电、配电一体化解决方案的突破；数据中心领域，公司自主研发的预制化低能耗电力模块，获得诸多互联网头部企业的系列订单，成为驱动算力行业发展的绿色引擎；智能电网领域，公司推动高电压大容量产品和 GIS 新产品研发，综合竞争力持续提升。海外市场方面，公司积极实施“间接出海 + 全球化布局”双轮驱动发展战略，已经开始与欧洲一线风机厂对接。
- 总体看，公司在海外、海风、数据中心发展的驱动下，有望实现持续增长。我们预计公司 2025 年归母净利润可达约 8.76 亿元，对应 PE 约 16 倍。维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1、海风行业装机不及预期；
- 2、海外出口布局进度不及预期；
- 3、市场竞争加剧的风险。

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)	44.87
总股本(万股)	31,220
流通A股/B股(万股)	16,164/0
每股净资产(元)	15.27
近12月最高/最低价(元)	56.78/28.37

注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

- 《经营持续高增，海外、海风与 AIDC 等有望发力》2025-05-11
- 《明阳电气：专耕于“新”，勇攀高峰》2025-01-12



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、海风行业装机不及预期：因为海风相关变压器 2025 年是公司经营增量的重要组成部分之一，并且盈利能力较强，如果国内海风行业装机规模不及预期，考虑公司在海风变压器市场份额较高，也将影响公司 2025 年的经营增长情况。
- 2、海外出口布局进度不及预期：海外市场是公司未来中长期的重要增长市场，但海外市场的产品认证、销售渠道等存在一定的壁垒，如果公司在海外市场的出口布局进度不及预期，可能会影响公司未来中长期的增长潜力。
- 3、市场竞争加剧的风险：如果变压器、开关行业竞争加剧，可能会影响产品价格，公司目前主要经营产品是变压器、开关，盈利能力也将受到影响。

**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
<b>营业总收入</b>	<b>6444</b>	<b>8487</b>	<b>10376</b>	<b>12175</b>	货币资金	2418	2877	3481	4226
营业成本	5008	6592	8038	9419	交易性金融资产	61	61	61	61
<b>毛利</b>	<b>1436</b>	<b>1895</b>	<b>2338</b>	<b>2756</b>	应收账款	2834	3598	4336	5036
%营业收入	22%	22%	23%	23%	存货	1089	1303	1490	1621
营业税金及附加	27	35	43	50	预付账款	91	119	145	170
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	1324	1511	1709	1886
销售费用	217	314	384	450	<b>流动资产合计</b>	<b>7816</b>	<b>9469</b>	<b>11221</b>	<b>13000</b>
%营业收入	3%	4%	4%	4%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	132	195	239	280	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	496	540	577	605
研发费用	211	297	363	426	无形资产	161	190	217	242
%营业收入	3%	4%	4%	4%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-20	-47	-57	-69	递延所得税资产	60	63	63	63
%营业收入	0%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	805	906	906	905
加: 资产减值损失	-71	-70	-70	-70	<b>资产总计</b>	<b>9338</b>	<b>11168</b>	<b>12983</b>	<b>14814</b>
信用减值损失	-84	-80	-80	-80	短期贷款	29	29	29	29
公允价值变动收益	1	0	0	0	应付款项	2390	3113	3684	4186
投资收益	3	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>756</b>	<b>1002</b>	<b>1278</b>	<b>1540</b>	应付职工薪酬	120	158	193	226
%营业收入	12%	12%	12%	13%	应交税费	96	127	156	183
营业外收支	0	0	0	0	其他流动负债	2001	2460	2902	3281
<b>利润总额</b>	<b>756</b>	<b>1002</b>	<b>1278</b>	<b>1540</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>4637</b>	<b>5887</b>	<b>6964</b>	<b>7905</b>
%营业收入	12%	12%	12%	13%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	94	125	160	192	应付债券	0	0	0	0
净利润	663	876	1118	1347	递延所得税负债	15	16	16	16
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>663</b>	<b>876</b>	<b>1118</b>	<b>1347</b>	其他非流动负债	14	13	13	13
少数股东损益	0	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>4666</b>	<b>5916</b>	<b>6992</b>	<b>7933</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>2.12</b>	<b>2.81</b>	<b>3.58</b>	<b>4.32</b>	归属于母公司所有者权益	4672	5252	5991	6881
					少数股东权益	0	0	0	0
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>4672</b>	<b>5252</b>	<b>5991</b>	<b>6881</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>9338</b>	<b>11168</b>	<b>12983</b>	<b>14814</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>385</b>	<b>992</b>	<b>1110</b>	<b>1331</b>					
取得投资收益收回现金	5	0	0	0	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-198	-125	-125	-125	每股收益	2.12	2.81	3.58	4.32
其他	-534	-104	-2	-2	每股经营现金流	1.23	3.18	3.56	4.26
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-727</b>	<b>-229</b>	<b>-127</b>	<b>-127</b>	市盈率	20.72	15.98	12.53	10.40
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.93	2.67	2.34	2.04
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	13.74	11.08	8.22	6.35
银行贷款增加 (减少)	164	0	0	0	总资产收益率	7.7%	8.5%	9.3%	9.7%
筹资成本	-201	-298	-380	-458	净资产收益率	14.2%	16.7%	18.7%	19.6%
其他	-198	-5	0	0	净利率	10.3%	10.3%	10.8%	11.1%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-235</b>	<b>-303</b>	<b>-380</b>	<b>-458</b>	资产负债率	50.0%	53.0%	53.9%	53.6%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-577</b>	<b>460</b>	<b>603</b>	<b>746</b>	总资产周转率	0.75	0.83	0.86	0.88

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情形范围内，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。