

公司研究 | 点评报告 | 明阳智能 (601615.SH)

明阳智能：2025H1 风机出货加速放量，在手订单充裕奠定交付景气基础

报告要点

公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年实现营业收入约 171 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 2025Q2 实现营业收入 94.4 亿元，同比增长 40.4%，归母净利润 3.1 亿元，同比下降 13.6%。

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



周圣钧

SAC: S0490524120003

明阳智能 (601615.SH)

明阳智能：2025H1 风机出货加速放量，在手订单充裕奠定交付景气基础

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年实现营业收入约 171 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 2025Q2 实现营业收入 94.4 亿元，同比增长 40.4%，归母净利润 3.1 亿元，同比下降 13.6%。

事件评论

- 收入端，公司 2025 年上半年收入同比较快增长，预计主要因风机出货量增加。拆分业务看：1) 风机及配件销售业务：公司 2025 年上半年出货约 8.1GW，同比增长 102%，实现收入约 125 亿元，同比增长 57.5%；2) 电站产品销售业务：电站销售实现收入约 31.4 亿元；3) 电站运营业务：公司 2025 年上半年实现收入约 7.57 亿元，同比下降 22.3%。单季度看，公司 Q2 风机出货约 4.3GW，同比增长约 70%，带动营业收入同比较快增长。
- 盈利端，公司 2025 年上半年毛利率约 12.1%，同比有所下降，预计主要因陆风出货量增加。费用方面，公司期间费用率约 9.4%，同比下降 1.4pct，预计主要因收入增加带来的摊薄效应。销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别约 2.3%、3.3%、1.2%、2.6%，同比下降 0.1pct、下降 1.0pct、下降 0.1pct、下降 0.2pct。同时，公司获得投资收益约 2.1 亿元，计提信用减值损失约 0.7 亿元，最终归母净利润同比有所下降。
单季度看，公司 Q2 毛利率约 11.2%，同比下降 1.6pct，预计主要因陆风出货量增加。费用方面，公司 Q2 期间费用率约 9.2%，同比下降 0.4pct，其中：公司销售费用率、研发费用率分别约 2.6%、2.5%，同比提升 0.1pct、提升 0.4pct，管理费用率、财务费用率分别约 3.1%、1.0%，同比下降 0.4pct、下降 0.5pct。同时，公司 Q2 获得其他收益、投资收益分别约 0.91 亿元、0.87 亿元，计提信用减值损失约 0.28 亿元，最终归母净利润同比有所下降。
- 其他方面，截止 2025 年 6 月底，公司在运营电站容量约 2.12GW，在建规模约 3.99GW。同时，公司 2025 年上半年新签风机订单约 13.4GW，同比增长 10.5%，其中：公司新签海外风机订单约 1.7GW。截至 2025 年上半年末，公司风机在手订单约 46.4GW，其中海外风机在手订单达 5GW。公司 2025 年上半年存货、合同负债分别约 163.5 亿元、90.2 亿元，均处于历史高位，有望奠定后续交付景气基础。
- 展望后续，公司下半年随着海风风机交付起量，风机盈利有望迎来修复拐点。同时，公司积极开拓海外海风订单，有望打开中长期成长空间。预计公司 2025 年归母净利润约 15 亿元，对应 PE 约 19 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。

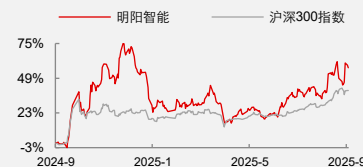
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	12.82
总股本(万股)	227,150
流通A股/B股(万股)	227,150/0
每股净资产(元)	11.54
近12月最高/最低价(元)	15.13/8.02

注：股价为 2025 年 9 月 9 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：2025 轻装上阵，Q1 合同负债历史高位》2025-05-20
- 《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



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，公司的产品终端需求可能不及预期。
- 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	41751	42497	46166	货币资金	14584	21891	23454	27397
营业成本	24959	36393	35827	38679	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	2199	5358	6670	7487	应收账款	13777	20766	21039	22772
%营业收入	8%	13%	16%	16%	存货	13538	14123	13802	14816
营业税金及附加	165	189	192	209	预付账款	717	1126	1108	1196
%营业收入	1%	0%	0%	0%	其他流动资产	7510	6672	6737	7057
销售费用	712	1253	1445	1385	流动资产合计	50126	64579	66142	73240
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	805	805	805	805
管理费用	1085	1754	1785	1847	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	919	935	923	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	-373	-406	递延所得税资产	1220	1284	1284	1284
%营业收入	1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	17611	16854	15907	15544
加: 资产减值损失	-255	-180	-120	-120	资产总计	86795	102763	105099	112922
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	16345	16091	17371
投资收益	1158	209	170	554	预收账款	1	0	0	0
营业利润	452	1826	3067	4332	应付职工薪酬	366	511	503	543
%营业收入	2%	4%	7%	9%	应交税费	180	382	389	422
营业外收支	-37	-50	-50	-50	其他流动负债	23997	34738	34619	37250
利润总额	415	1776	3017	4282	流动负债合计	39138	53553	53179	57164
%营业收入	2%	4%	7%	9%	长期借款	13942	13942	13942	13942
所得税费用	43	192	327	464	应付债券	0	0	0	0
净利润	372	1583	2690	3818	递延所得税负债	889	657	657	657
归属于母公司所有者的净利润	346	1504	2556	3627	其他非流动负债	5563	5657	5657	5657
少数股东损益	26	79	135	191	负债合计	59531	73809	73435	77420
EPS (元)	0.15	0.66	1.13	1.60	归属于母公司所有者权益	26237	27849	30425	34072
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	1026	1105	1239	1430
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	27263	28954	31664	35502
经营活动现金流净额	-2403	8451	3504	5498	负债及股东权益	86795	102763	105099	112922
取得投资收益收回现金	293	209	170	554	基本指标				
长期股权投资	-265	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-5630	-2196	-2047	-2047	每股收益	0.15	0.66	1.13	1.60
其他	3547	689	0	0	每股经营现金流	-1.06	3.72	1.54	2.42
投资活动现金流净额	-2055	-1298	-1877	-1493	市盈率	84.07	19.36	11.39	8.03
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.09	1.05	0.96	0.85
股权融资	28	-3	0	0	EV/EBITDA	27.03	9.15	5.96	3.71
银行贷款增加 (减少)	3158	0	0	0	总资产收益率	0.4%	1.5%	2.4%	3.2%
筹资成本	-1199	-63	-63	-63	净资产收益率	1.3%	5.4%	8.4%	10.6%
其他	4574	214	0	0	净利率	1.3%	3.6%	6.0%	7.9%
筹资活动现金流净额	6560	148	-63	-63	资产负债率	68.6%	71.8%	69.9%	68.6%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	2101	7301	1564	3943	总资产周转率	0.32	0.44	0.41	0.42

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。