

明阳智能（601615）

2025 年三季报点评：Q3 风机毛利率表现好，拟投资英国本土化基地打开欧洲海风空间

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	28,124	27,158	35,515	38,616	43,200
同比（%）	(8.53)	(3.43)	30.77	8.73	11.87
归母净利润（百万元）	376.72	346.11	1,179.92	2,438.44	3,358.40
同比（%）	(89.06)	(8.12)	240.90	106.66	37.73
EPS-最新摊薄（元/股）	0.17	0.15	0.52	1.07	1.48
P/E（现价&最新摊薄）	91.29	99.36	29.15	14.10	10.24

投资要点

- **事件：**公司 25 年 Q1-3 营收 263 亿元，同比+30%，归母净利润 7.7 亿元，同比-5.3%，扣非净利润 5.8 亿元，同比-14.5%，毛利率 11.5%，同比-3.7pct，归母净利率 2.9%，同比-1.1pct；其中 25 年 Q3 营收 91.6 亿元，同环比+8.5%/-2.9%，归母净利润 1.6 亿元，同环比+5.4%/-49.4%，扣非净利润 9526 万元，同环比-22.6%/-52%，毛利率 10.3%，同环比 0/-1pct，归母净利率 1.7%，同环比-0.1/-1.6pct。
- **拟投资英国本土基地，满足本土化率打开欧洲海风空间：**10 月 12 日，公司发布公告拟在苏格兰建设一体化风电机组制造基地，总投资额 15 亿英镑。公司打造欧洲本土化产能，助力公司打开欧洲海风空间。
- **营收规模扩大、费用率继续下降：**公司 25 年 Q1-3 期间费用 24 亿元，同比-20.4%，费用率 9.1%，同比-5.8pct，其中 Q3 期间费用 7.9 亿元，同环比-36.8%/-8.4%，费用率 8.7%，同环比-6.2/-0.5pct；25 年 Q1-3 资本开支 28.2 亿元，同-44.3%，其中 Q3 资本开支 5.6 亿元，同环比-71.7%/-62.6%；25 年 Q3 末存货 184.6 亿元，较年初+36.4%。此外，25Q3 公司计提资产减值损失 1812 万元、信用减值损失 1473 万元。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司 25H1 风机毛利率表现不佳，风场转让节奏受政策影响或有放缓，我们下调 25~27 年盈利预测，预计 25~27 年归母净利润 11.8/24.4/33.6 亿元（前值 23.7/28.7/36.4 亿元），同增 240.9%/106.7%/37.7%，对应 PE 为 29.2/14.1/10.2x，考虑公司风机龙头地位、海风出货修复优化盈利，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、行业需求和公司出货不及预期、电站业务盈利下滑风险等。

2025 年 11 月 02 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 胡隽颖

执业证书：S0600524080010

hujunying@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.14
一年最低/最高价	9.05/18.69
市净率(倍)	1.30
流通 A 股市值(百万元)	34,390.46
总市值(百万元)	34,390.46

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.62
资产负债率(% ,LF)	69.98
总股本(百万股)	2,271.50
流通 A 股(百万股)	2,271.50

相关研究

《明阳智能(601615)：2024 年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，风机毛利率开始改善》

2025-04-28

《明阳智能(601615)：国内海风龙头，出海订单持续落地》

2025-01-19

明阳智能三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	50,126	51,469	50,865	54,443	营业总收入	27,158	35,515	38,616	43,200
货币资金及交易性金融资产	14,585	16,814	15,241	15,065	营业成本(含金融类)	24,959	32,010	33,387	36,585
经营性应收款项	15,491	18,240	18,753	20,907	税金及附加	165	142	154	173
存货	13,538	11,912	12,072	13,392	销售费用	712	817	965	1,080
合同资产	663	962	1,008	1,149	管理费用	1,085	1,136	1,274	1,469
其他流动资产	5,849	3,542	3,791	3,930	研发费用	563	710	772	864
非流动资产	36,668	44,105	49,739	55,241	财务费用	342	525	567	602
长期股权投资	805	825	828	840	加:其他收益	522	326	359	300
固定资产及使用权资产	14,692	18,032	20,572	22,823	投资净收益	1,158	1,300	1,400	1,500
在建工程	4,989	6,962	9,475	12,185	公允价值变动	(15)	(70)	(45)	0
无形资产	2,483	3,002	3,549	4,082	减值损失	(543)	(434)	(503)	(495)
商誉	69	66	61	58	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	58	88	118	118	营业利润	452	1,297	2,707	3,732
其他非流动资产	13,573	15,132	15,135	15,135	营业外净收支	(37)	13	0	0
资产总计	86,795	95,574	100,604	109,685	利润总额	415	1,310	2,707	3,732
流动负债	39,138	45,818	47,214	52,593	减:所得税	43	131	271	373
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,205	4,127	4,564	5,030	净利润	372	1,179	2,436	3,358
经营性应付款项	22,535	27,431	27,739	30,874	减:少数股东损益	26	(1)	(2)	0
合同负债	9,290	9,470	10,165	11,445	归属母公司净利润	346	1,180	2,438	3,358
其他流动负债	4,107	4,790	4,745	5,244	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.15	0.52	1.07	1.48
非流动负债	20,394	20,992	21,992	21,992	EBIT	(297)	1,834	3,273	4,334
长期借款	13,942	14,642	15,642	15,642	EBITDA	1,161	3,032	4,649	5,865
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	8.10	9.87	13.54	15.31
租赁负债	179	199	199	199	归母净利率(%)	1.27	3.32	6.31	7.77
其他非流动负债	6,273	6,151	6,151	6,151	收入增长率(%)	(3.43)	30.77	8.73	11.87
负债合计	59,531	66,809	69,205	74,585	归母净利润增长率(%)	(8.12)	240.90	106.66	37.73
归属母公司股东权益	26,237	27,740	30,377	34,078					
少数股东权益	1,026	1,025	1,022	1,022					
所有者权益合计	27,263	28,765	31,399	35,100					
负债和股东权益	86,795	95,574	100,604	109,685					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	(2,403)	6,348	3,158	5,300	每股净资产(元)	11.55	12.21	13.37	15.00
投资活动现金流	(2,055)	(5,467)	(5,606)	(5,528)	最新发行在外股份(百万股)	2,271	2,271	2,271	2,271
筹资活动现金流	6,560	1,134	722	(290)	ROIC(%)	(0.60)	3.58	5.92	7.24
现金净增加额	2,147	2,006	(1,726)	(519)	ROE-摊薄(%)	1.32	4.25	8.03	9.86
折旧和摊销	1,459	1,198	1,375	1,531	资产负债率(%)	68.59	69.90	68.79	68.00
资本开支	(5,630)	(7,224)	(6,969)	(7,017)	P/E(现价&最新股本摊薄)	99.36	29.15	14.10	10.24
营运资本变动	(3,920)	4,421	(517)	660	P/B(现价)	1.31	1.24	1.13	1.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>