

明阳智能 (601615)

证券研究报告
2025年12月08日

风机制造板块盈利修复，出海开辟第二增长曲线

海风风机龙头，风机制造与风场运营双轮驱动。公司海风市场份额位居国内第一，陆风份额持续提升。根据 CWEA，2023-2024 年公司国内陆风装机市占率为 10.0%、12.9%，位居行业第四；2023-2024 年公司国内海风装机市占率为 40.9%、31.3%，位居行业第一。公司三大主营业务为风机制造、新能源电站发电和电站产品销售。

主业：国内风机价格触底回升，风机板块盈利整体迎来改善，未来风机出口贡献新增长点。2024 年，中国风电行业低价竞争态势缓解，行业逐步从“价格战”向“价值竞争”转型，2024 年 9 月后总体呈上升趋势，由 2024 年 9 月的 1475 元/kw 提升至 2025 年 9 月的 1610 元/kw，涨幅超 9%。风机出口增长强劲，根据风芒能源，2025 年前三季度国内风电整机商海外订单新增 19.3GW，同比增长 188%。

看点一：公司风机制造份额领先，在手订单高速增长，且 2025 年 Q3 风机制造盈利改善明显，毛利率已接近盈亏平衡线附近。2025 年前三季度公司新增订单 18.33GW，同比增长 7.9%，截止 2025 年 9 月底公司在手订单达到 46.89GW。海外方面，2025 年前三季度公司新增海外订单约 2.96GW，海外在手订单超过 5GW。未来随着风机交付高增以及风机价格上涨，风机制造盈利将有望持续修复。

看点二：深耕海上和海外，前瞻布局漂浮式风机技术，海风风机出口布局领先，未来将形成第二增长曲线。公司率先发布 50MW 漂浮式风机产品，可实现整体造价小于 1 万元/kw，加速漂浮式商业化；立足于公司海风技术优势，积极拓展海外市场，在英国、意大利、韩国海风风机订单均有突破性进展，尤其是公司拟在苏格兰建设英国首个全产业链一体化风电机组制造基地，公司海风出口进入新阶段。

投资建议：公司风机制造板块盈利开始修复，2025 年单 Q3 风机制造毛利率已接近盈亏平衡线附近，2026 年基于风机涨价以及规模效应，看好风机制造板块的盈利弹性；同时公司海风风机出海领先，并在英国投资生产基地将有望加速海外订单落地（生产基地计划 2028 年底实现首批投产），未来有望贡献第二增长曲线，预计公司 2025-2027 年总营收分别为 429/487/575 亿元，同比增长 58.0%/13.4%/18.2%；归母净利润分别为 12.9/23.6/34.8 亿元，同比增长 273%/83%/47%，PE 分别为 24/13/9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业政策变动风险、风电整机行业竞争加剧风险、海外市场开拓不及预期、原材料价格波动风险、资产和信用减值损失计提超预期的风险、测算具有主观性，结果仅供参考。

投资评级

行业	电力设备/风电设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	13.69 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,271.50
流通 A 股股本(百万股)	2,271.50
A 股总市值(百万元)	31,096.79
流通 A 股市值(百万元)	31,096.79
每股净资产(元)	11.62
资产负债率(%)	69.98
一年内最高/最低(元)	18.69/9.05

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号: S11110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
杨志芳	分析师
SAC 执业证书编号: S1110524120004	
yangzhifang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《明阳智能-半年报点评:业绩符合预期，在手订单有望助力业绩持续增长》
2022-09-06
- 《明阳智能-首次覆盖报告:半直驱先行者，自供降本叠加海上弹性乘风破浪》
2022-06-16

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,859.08	27,158.32	42,919.90	48,685.70	57,541.10
增长率(%)	(9.39)	(2.52)	58.04	13.43	18.19
EBITDA(百万元)	2,628.64	3,021.53	3,027.66	4,335.40	5,663.83
归属母公司净利润(百万元)	372.45	346.11	1,291.99	2,360.11	3,480.71
增长率(%)	(89.22)	(7.07)	273.28	82.67	47.48
EPS(元/股)	0.16	0.15	0.57	1.04	1.53
市盈率(P/E)	83.50	89.85	24.07	13.18	8.93
市净率(P/B)	1.13	1.19	1.10	1.03	0.92
市销率(P/S)	1.12	1.15	0.72	0.64	0.54
EV/EBITDA	5.54	5.49	3.63	3.23	0.99

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 海风风机龙头，风机制造盈利开启修复.....	4
1.1. 海风风机龙头，公司员工持股&股票期权激励彰显长期发展信心	4
1.2. 公司营收恢复增长，盈利能力修复	5
2. 风机招标价格企稳回升，海外市场贡献新增量.....	8
2.1. 海外风电需求持续高增，公司前瞻布局漂浮式风机市场	8
2.2. 风机招标价格企稳回升，行业生态持续优化	9
2.3. 风机集中度提升，风机板块盈利迎来改善	11
3. 公司风机制造盈利改善，国内海风+出口贡献第二增长曲线.....	12
3.1. 看点一：风机制造订单快速增长，盈利迎来改善	12
3.2. 看点二：深耕海上和海外两个市场，出口将有望贡献第二增长曲线	13
4. 盈利预测.....	14
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：公司全球布局	4
图 2：公司风电整机产品线	4
图 3：公司股权结构（截至 2025Q3）	5
图 4：公司 2021-2025 年前三季度营业收入及同比增速（单位：亿元，%）	6
图 5：公司 2021-2025 年前三季度归母净利润及同比增速（单位：亿元，%）	6
图 6：公司 2021-2025 年前三季度综合毛利率（单位：%）	6
图 7：公司 2021-2025 年前三季度归母净利率（单位：%）	6
图 8：公司 2021-2025 年前三季度期间费用率（单位：%）	6
图 9：公司 2021-2025 年前三季度各项费用率情况（单位：%）	6
图 10：公司 2021-2025 年前三季度营业收入结构（单位：%）	7
图 11：公司 2021-2024 年各主营业务毛利率（单位：%）	7
图 12：公司 2020-2025 年前三季度风机及配件销售收入	7
图 13：公司 2020-2025 年前三季度公司订单情况（GW）	7
图 14：公司 2020-2025 年前三季度发电和电站产品销售收入	7
图 15：公司 2020-2025 年前三季度自营电站并网及在建容量	7
图 16：2024-2028 年全球各地区陆上风电新增装机容量预测（GW）	8
图 17：2017-2024 年国内风电整机商出口风机规模	8
图 18：全球海上风电装机预期（GW）	8
图 19：全球新增浮式风电装机预期(单位：MW)	8
图 20：2019-2025 年前三季度国内风机招标规模	9
图 21：2014-2024 年中国新增陆上和海上风电机组平均单机容量（单位：MW）	9
图 22：2024 年 9 月至 2025 年 9 月风机公开招标月度均价	10
图 23：安徽省典型负荷曲线	10

图 24: 2018-2024 年国内风电整机商市占率	11
图 25: 2018-2024 国内风电整机 CR3、CR5 统计	11
图 26: 2014-2024 国内整机商风机制造业务毛利率梳理	11
图 27: 国内 2021-2024 年风电整机企业陆上风电新增装机占比	12
图 28: 国内 2021-2024 年风电整机企业海上风电新增装机占比	12
图 29: 公司 2020-2025 年前三季度风机新增订单	12
图 30: 公司漂浮式风机平台	13
图 31: 公司 50MMW 漂浮式风机	13
图 32: 明阳智能与韩国风机制造商 Unison 签署合作协议	14
图 33: 明阳智能与章鱼能源达成战略合作	14
表 1: 公司 2025 年员工持股计划&股票期权激励计划（草案）的公司层面业绩考核指标	5
表 2: 2023 年各市场（价区）现货价格年度均价（元/兆瓦时）	10
表 3: 2024 年各市场（价区）现货价格季度均价（元/兆瓦时）	11
表 4: 公司 2025-2027 年盈利预测	14

1. 海风风机龙头，风机制造盈利开启修复

1.1. 海风风机龙头，公司员工持股&股票期权激励彰显长期发展信心

明阳智能总部位于中国广东中山，成立于2006年，2019年在上交所上市，专注新能源高端装备研发与制造，业务涵盖风、光、储、氢等清洁能源开发运营、高端装备的研发与制造以及工程技术服务领域，位居中国企业500强和全球新能源企业500强前列。

公司在全球海上风电领域创新排名第一，风电市场占有率排名全球前三，2024年海上风电市场占有率和新增装机量全国第一。公司目前已布局建成全国20多个生产基地，设立17大区域运维服务中心，在亚洲、欧洲、美洲等60多个国家开展新能源技术合作和业务，建立生产基地+运维服务中心+项目的快速响应服务平台，为客户实现高效运维服务与备件响应渠道。

图 1：公司全球布局



资料来源：明阳智能官网，天风证券研究所

公司针对世界各地不同风况和气候条件，包括低温、沙尘、台风、盐雾、高原等严酷环境，研发和设计了适应不同特殊气候条件的陆上和海上风机，包括单机功率覆盖2.5-15MW系列陆上型风机，以及单机功率覆盖5.5-25MW系列海上型风机。此外，公司创新性地提出漂浮式风机的概念，构建起5.5MW、7.25MW以及16.6MW漂浮式风机技术创新体系。

图 2：公司风电整机产品线

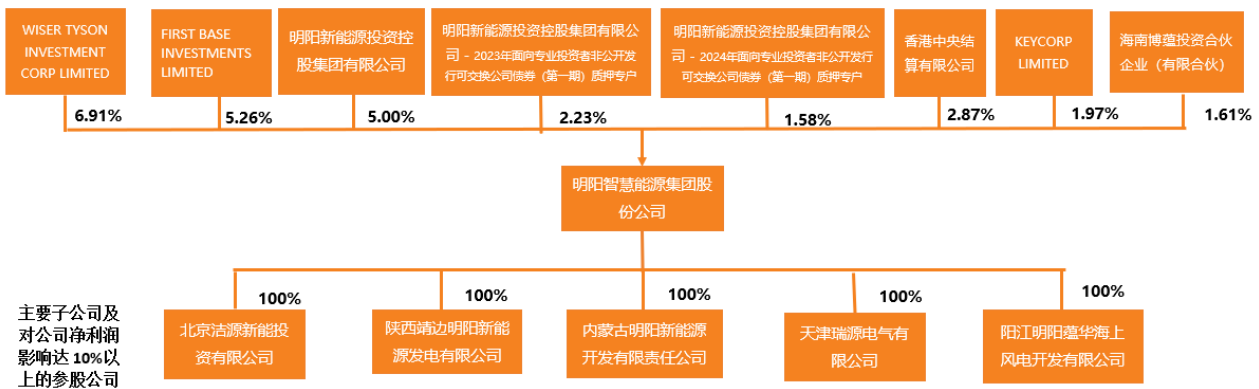


资料来源：公司2024年年度报告，天风证券研究所

公司实际控制人为张传卫、吴玲、张瑞。股东中 WISER TYSON INVESTMENT CORP LIMITED、明阳新能源投资控股集团有限公司（含“明阳新能源投资控股集团有限公司-2023 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券（第一期）质押专户”和“明阳新能源投资控股集团有限公司-2024 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券（第一期）质押专户”）、FIRST BASE INVESTMENTS LIMITED、KEYCORP LIMITED、海南博蕴投资合伙企业（有限合伙）同受公司实际控制人张传卫、吴玲、张瑞的控制，因此互为关联方。

公司下属公司数量较多，下属设有北京洁源新能投资有限公司、陕西靖边明阳新能源发电有限公司、内蒙古明阳新能源开发有限责任公司、天津瑞源电气有限公司、阳江明阳蕴华海上风电开发有限公司等，业务涵盖风电项目投资、风电开发及运营、能源项目开发等。

图 3：公司股权结构（截至 2025Q3）



资料来源：公司 2025 年第三季度报告，天风证券研究所

公司员工持股&股票期权激励计划彰显长期发展信心。2025 年 10 月 21 日，公司股东大会通过《2025 年员工持股计划（草案）》和《2025 年股票期权激励计划（草案）》。

- 员工持股计划拟持有的标的股票数量不超过 1000 万股。该员工持股计划购买公司回购股份的价格为 7.02 元/股，且不得低于下列价格较高者：（一）员工持股计划草案公布前 1 个交易日的公司股票交易均价的 50%，即 7.02 元/股；（二）员工持股计划草案公布前 120 个交易日的公司股票交易均价的 50%，即 5.77 元/股。
- 股票期权激励计划拟向激励对象授予的股票期权数量为 2000 万份，占激励计划草案公告时公司股本总额的 0.8805%。本次授予为一次性授予，无预留权益。授予的激励对象共计 260 人，行权价格为 14.03 元/股。

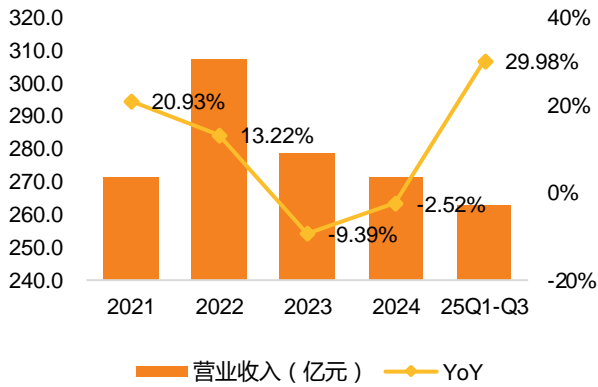
表 1：公司 2025 年员工持股计划&股票期权激励计划（草案）的公司层面业绩考核指标

考核年度	考核目标
2025 年	下列考核目标达成其一即可：以 2024 年的净利润为基数，2025 年的净利润增长率不低于 200%；以 2024 年的营业收入为基数，2025 年的营业收入增长率不低于 30%。
2026 年	下列考核目标达成其一即可：以 2024 年的净利润为基数，2026 年的净利润增长率不低于 300%；以 2024 年的营业收入为基数，2026 年的营业收入增长率不低于 50%。

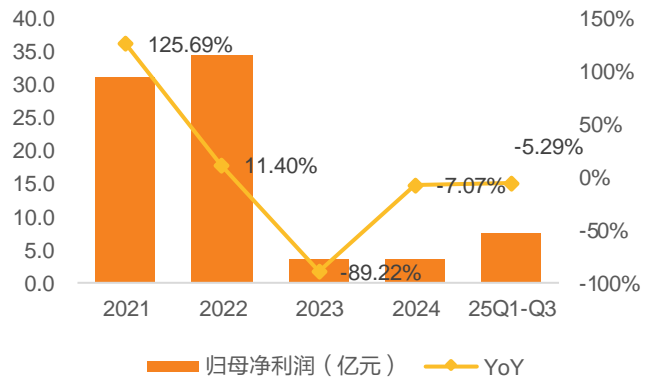
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 公司营收恢复增长，盈利能力修复

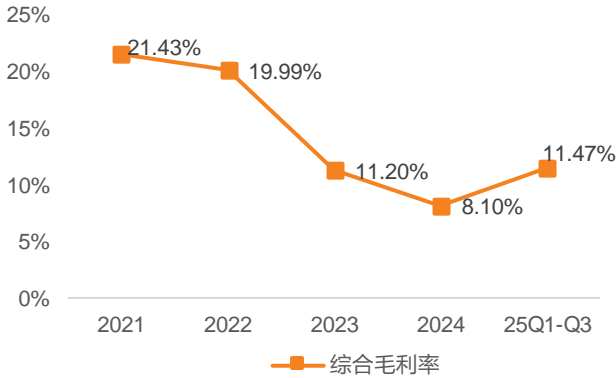
公司业绩开始好转，盈利能力修复。2025 年公司前三季度营收恢复增长，主要原因系公司风机销量增加。2025 年前三季度营业收入 263 亿元，同比增长 30%，其中 2025 年前三季度公司风机对外销售 12.28GW，同比增长 60%；同时公司盈利能力好转，期间费用率持续下降，2025 年前三季度毛利率、净利率较 2024 年均有明显改善。

图 4：公司 2021-2025 年前三季度营业收入及同比增速（单位：亿元，%）


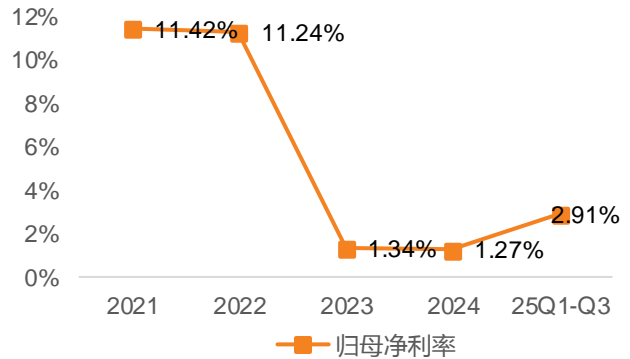
资料来源：ifind，天风证券研究所

图 5：公司 2021-2025 年前三季度归母净利润及同比增速（单位：亿元，%）


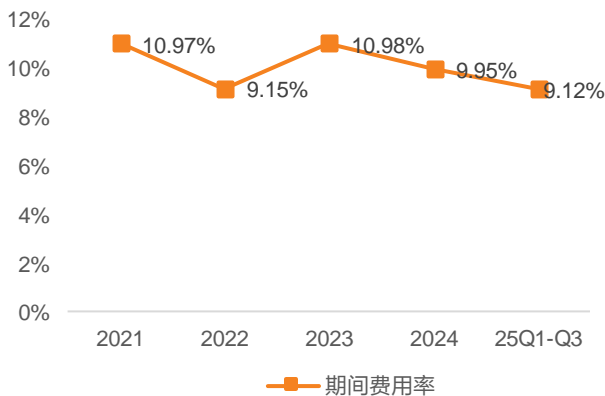
资料来源：ifind，天风证券研究所

图 6：公司 2021-2025 前三季度综合毛利率（单位：%）


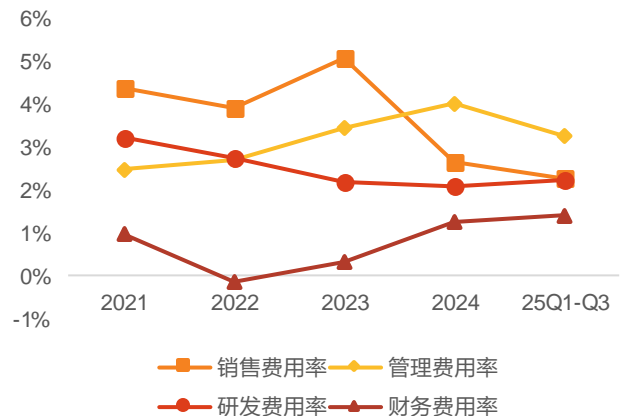
资料来源：ifind，天风证券研究所

图 7：公司 2021-2025 前三季度归母净利率（单位：%）


资料来源：ifind，天风证券研究所

图 8：公司 2021-2025 前三季度期间费用率（单位：%）


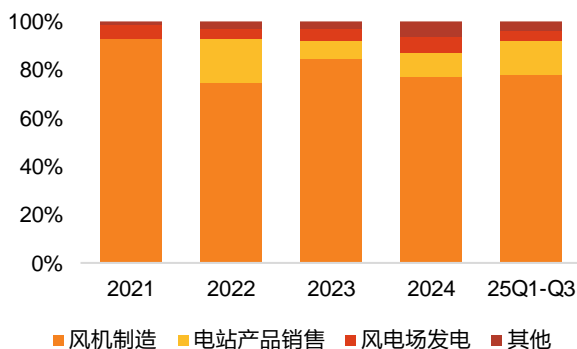
资料来源：ifind，天风证券研究所

图 9：公司 2021-2025 前三季度各项费用率情况（单位：%）


资料来源：ifind，天风证券研究所

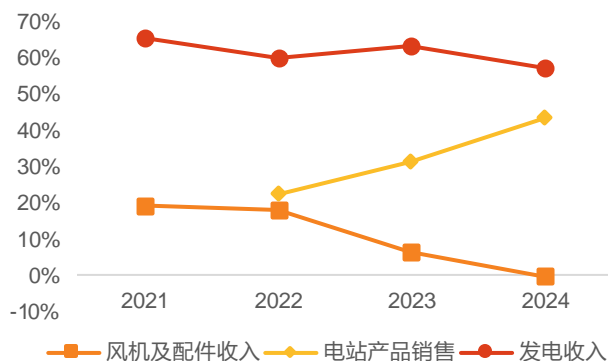
公司主营业务包括风电机组制造、新能源电站发电与售电业务、新能源电站产品销售以及其他业务。2025 年前三季度公司主营业务收入构成保持稳定。风机制造板块收入占比 78.72%，电站产品销售收入占比 14.37%，风电场发电收入占比 3.95%，其他收入占比 2.96%。

图 10：公司 2021-2025 年前三季度营业收入结构（单位：%）



资料来源：公司 2025 年第三季度业绩演示材料，天风证券研究所

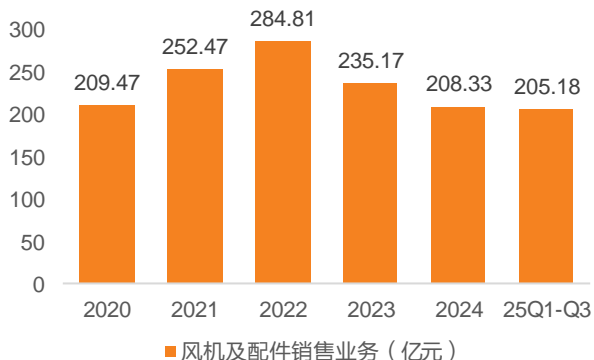
图 11：公司 2021-2024 年各主营业务毛利率（单位：%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

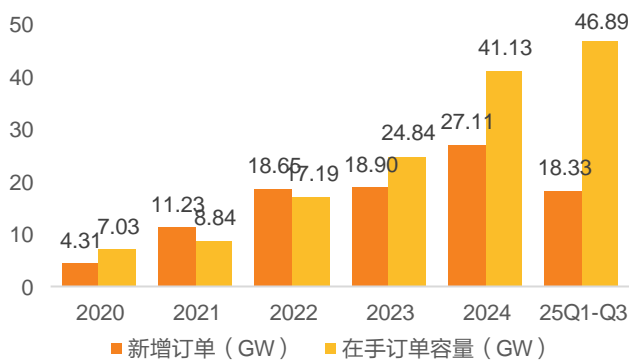
➢ **风电机组制造**：2025 年前三季度，风机制造板块销售收入 205.18 亿元，同比增长 33.85%。2025 年前三季度对外销售容量 12.28GW，同比增长 60%，其中陆上风电约 11.02GW，同比增长 74%；海上风电 1.26GW，同比减少 7%。2025 年前三季度，公司新增订单 18.33GW，同比增长 7.9%，截止 2025 年 9 月底公司在手订单达到 46.89GW。

图 12：公司 2020-2025 年前三季度风机及配件销售收入



资料来源：公司 2025 年第三季度业绩演示材料，天风证券研究所

图 13：公司 2020-2025 前三季度公司订单情况 (GW)

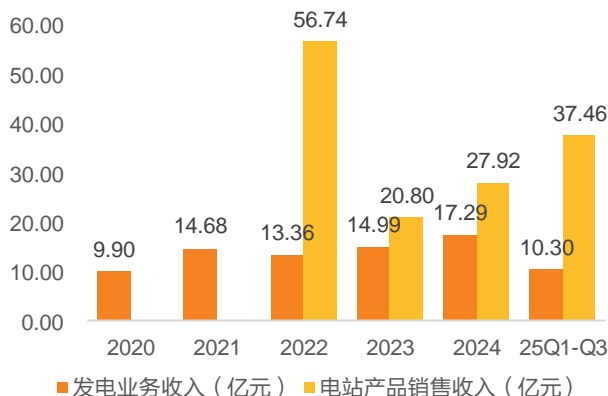


资料来源：公司 2025 年第三季度业绩演示材料，天风证券研究所

➢ **新能源电站发电与售电业务**：2025 年前三季度，公司发电业务收入 10.30 亿元，发电业务毛利率 46.93%。截至 2025 年 9 月底，公司自营电站并网容量 2.05GW。

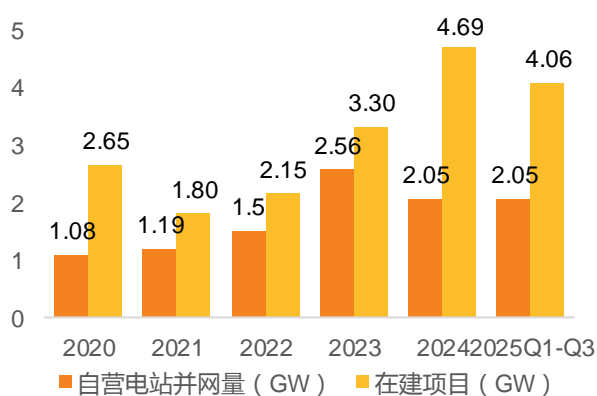
➢ **新能源电站产品销售**：基于“滚动开发”的轻资产运营理念，以“开发一批、建设一批、转让一批”为主要的经营模式。2025 年前三季度，电站产品销售收入 37.46 亿元。截至 2025 年 9 月底，公司在建装机容量 4.06GW。

图 14：公司 2020-2025 年前三季度发电和电站产品销售收入



资料来源：公司 2025 年第三季度业绩演示材料，天风证券研究所

图 15：公司 2020-2025 前三季度自营电站并网及在建容量



资料来源：公司 2025 年第三季度业绩演示材料，天风证券研究所

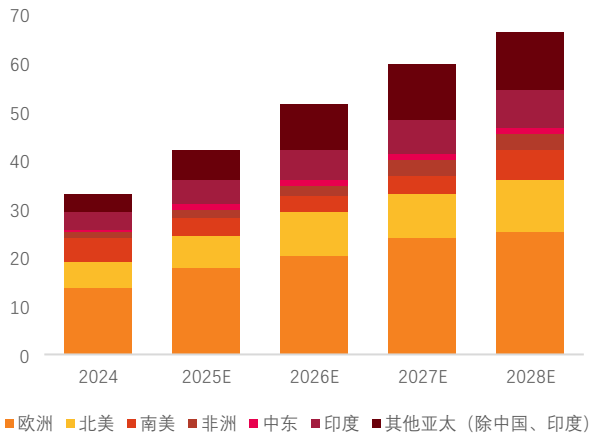
➢ 其他业务：包含光伏产业、电力电子与储能产业、氢能产业、智慧能源与数字能源产业等。光伏领域，持续推进 HJT 光伏电池和组件业务、Topcon 光伏组件业务和钙钛矿新型光伏电池研发；电力电子与储能领域，重点布局风电电控、储能系统、电力电子(柔性输电及 SVG、光伏逆变)；氢能领域，布局高端 PEM 和海水制氢装备的研发与制造。

2. 风机招标价格企稳回升，海外市场贡献新增量

2.1. 海外风电需求持续高增，公司前瞻布局漂浮式风机市场

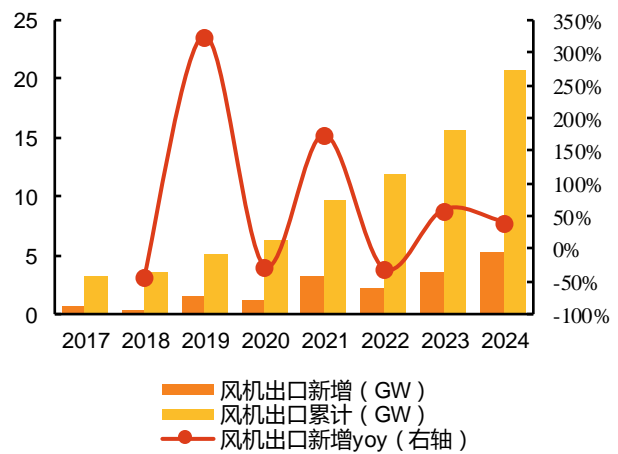
海外风电市场潜力大，国内风机出口高增。据全球风能理事会（GWEC），全球范围内亚非拉陆上风电和欧洲海上风电将成为新增需求的主要增量来源，2025-2028 年亚非拉陆上风电年均新增装机有望达到 24.2GW，2024-2028 年复合增速约 21%。2024 年国内风机出口容量为 5.2GW，同比+42%。据风芒能源统计，2024 年国内风机商海外订单新增 34.3GW，同比高增 345.5%；2025 年前三季度国内风电整机商海外订单新增 19.3GW，同比增长 188%。

图 16：2024-2028 年全球各地区陆上风电新增装机容量预测（GW）



资料来源：GWEC，天风证券研究所

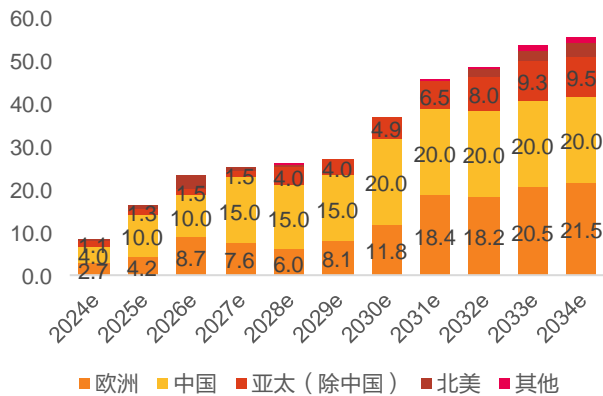
图 17：2017-2024 年国内风电整机商出口风机规模



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

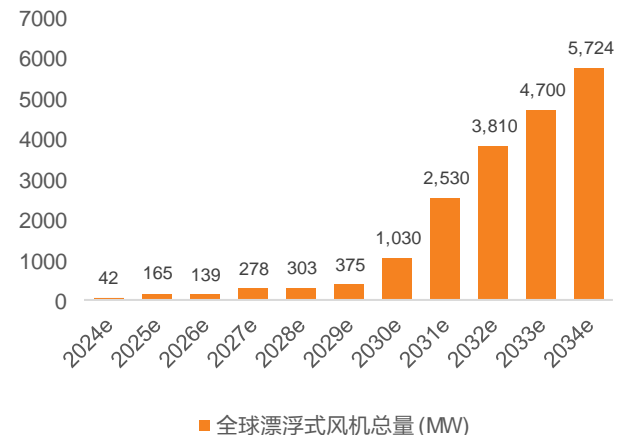
欧洲海风市场潜力与政策红利较大，是全球化布局的优质战略高地，市场份额提升空间大，日韩等新兴市场或将为公司带来新的增长机会。根据 GWEC 预测，欧洲自 2025 年开始快速起量，预计在 2030 年超过 10GW，在 2033 年超过 20GW。**漂浮式风电将于 2028 年前后度过预商业化阶段，商业化进程预计在 2029 年实现。**根据 GWEC 预测，预计到 2030 年全球漂浮式风电市场将突破 1GW，预计到 2034 年底，全球浮式风电累计装机量有望达到 19GW。就区域分布而言，欧洲将贡献全球漂浮式风电新增装机总量的 60%。

图 18：全球海上风电装机预期（GW）



资料来源：GWEC，天风证券研究所

图 19：全球新增漂浮式风电装机预期(单位：MW)

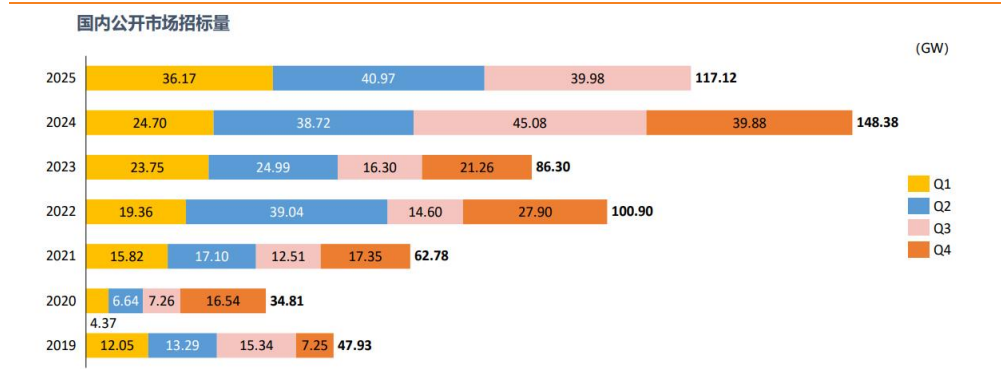


资料来源：GWEC，天风证券研究所

2.2. 风机招标价格企稳回升，行业生态持续优化

国内风机招标景气度高。根据明阳智能 2025 年 Q3 业绩展示材料显示，2024 年国内公开招标市场新增招标量 148.4GW，同比增长 72%；据公司不完全统计，2025 前三季度国内风机新增招标量 117.1GW，在去年高基数基础上，仍然实现同比增长 8%。

图 20：2019-2025 前三季度国内风机招标规模

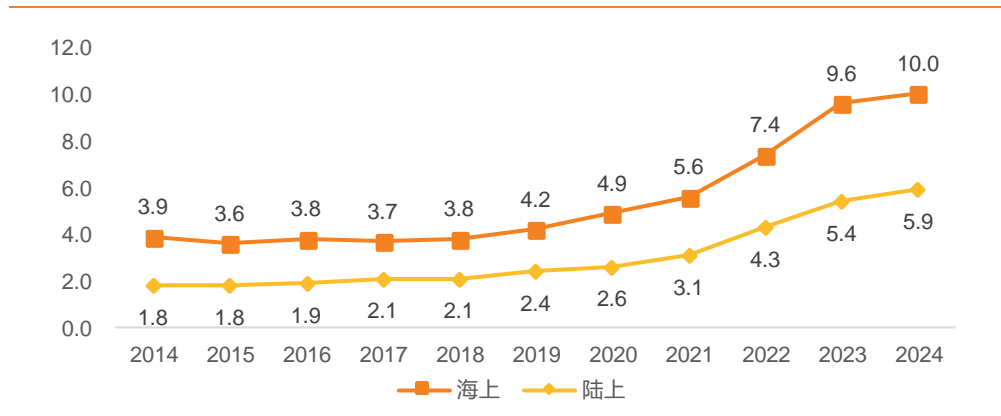


注：数据统计口径为项目开标日期（非发标日期），为不完全统计

资料来源：明阳智能 25Q3 业绩展示材料，天风证券研究所

国内陆上风机大型化趋势放缓。自 2021 年起我国风机大型化进程显著加速，近年来陆上风机大型化放缓，风机稳定在 5-7MW 区间，风机机型迭代放缓，有利于风机制造规模效应及原材料控本降费；海上风电不断向深远海发展，风机大型化速度仍在加快。

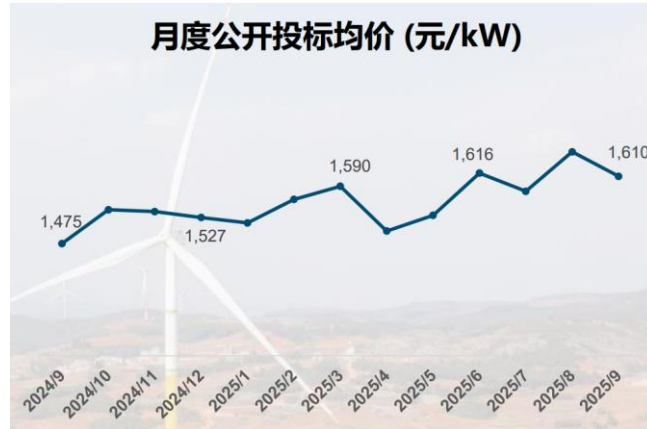
图 21：2014-2024 年中国新增陆上和海上风电机组平均单机容量（单位：MW）



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

2024 年中国风电行业中标价格企稳回升，行业逐步从“价格战”向“价值竞争”转型，在 2024 年北京国际风能大会暨展览会开幕式上，12 家风电公司签署了《中国风电行业维护市场公平竞争环境自律公约》，该公约约束限制恶性竞价行为。从风机招标价格看，2024 年 9 月后总体呈上升趋势，由 2024 年 9 月的 1475 元/kw 提升至 2025 年 9 月的 1610 元/kw，涨幅超 9%，随着新能源入市节奏加快，运营商更加注重风机质量和全生命周期成本，推动风机制造业盈利逐步修复。

图 22：2024 年 9 月至 2025 年 9 月风机公开招标月度均价

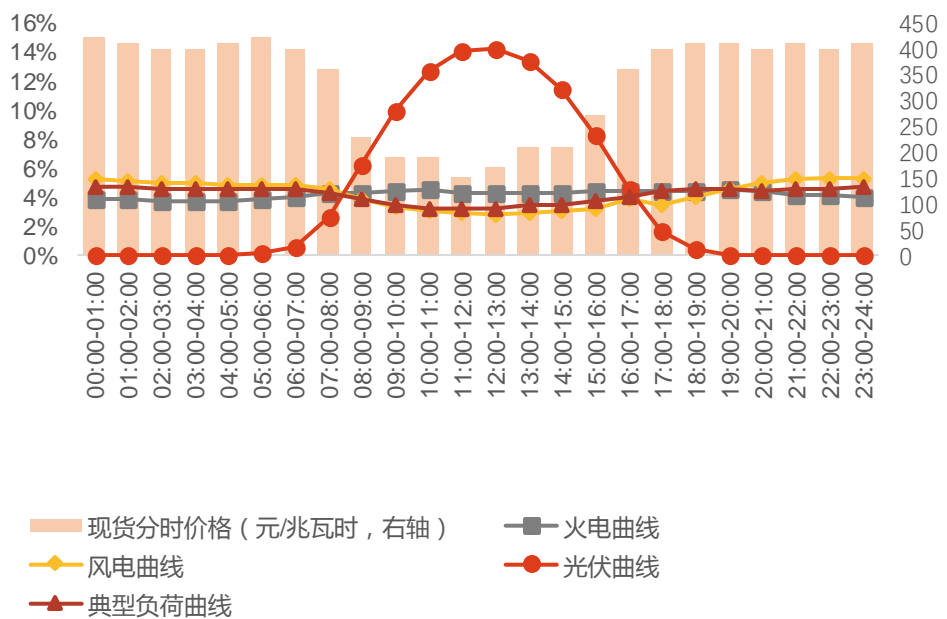


资料来源：金风科技 25Q3 业绩展示材料，天风证券研究所

随着电力现货市场完善，风电相对于光伏的收益率优势愈发凸显。风电发电曲线更契合用电负荷特性，市场化条件下价格相对更高。2023-2024 年光伏现货价同比下降幅度均高于风电现货价，其中 2023 年蒙西现货价格上涨是由于需求大幅增加。2023-2024 年各省（除浙江）风电现货价比光伏高出 0.06-0.13 元/度。

全国首个省份机制电价出台，风电较光伏电价优势明显。2025 年 9 月 11 日，山东省国网新能源云公示了 2025 年度新能源机制电价竞价出清结果，其中光伏机制电价为 0.225 元/千瓦时，风电机制电价为 0.319 元/千瓦时。

图 23：安徽省典型负荷曲线



资料来源：兰木达电力现货公众号，天风证券研究所

表 2：2023 年各市场（价区）现货价格年度均价（元/兆瓦时）

价区	年均价	光伏年均价	光伏同比	风电年均价	风电同比	风光年度价差	燃煤发电基准价
山西	324.12	208.52	-12.57%	276.01	2.11%	67.49	332
山东	275.85	117.7	-43.14%	251.71	-19.09%	134.01	394.9
甘肃	235.43	97.12	-57.98%	158.69	-32.88%	61.57	307.8
蒙西	541.05	341.03	14.23%	411.37	29.11%	70.34	282.9

资料来源：兰木达电力现货公众号，天风证券研究所

表 3：2024 年各市场（价区）现货价格季度均价（元/兆瓦时）

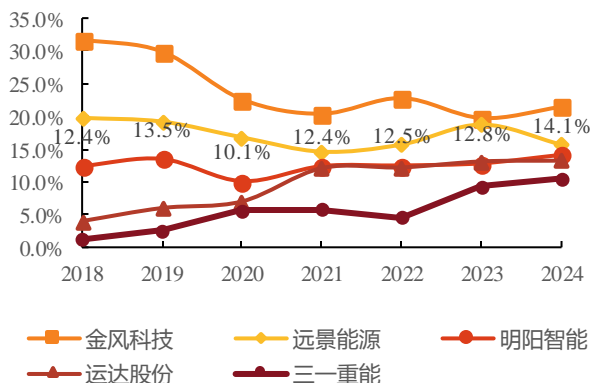
价区	年均价	光伏年均价	光伏同比	风电年均价	风电同比	风光年度价差	燃煤发电基准价
山西	316.21	211.01	-14.82%	268.45	-1.66%	57.44	332.00
山东	307.25	169.04	-21.95%	266.78	-7.31%	97.74	394.90
甘肃·全网	246.93	122.70	-36.99%	185.43	-15.88%	62.73	307.80
蒙西·全网	506.78	348.27	-20.61%	367.43	-18.97%	19.16	282.90
湖北	368.79	309.82		345.42		35.60	416.10
浙江	363.77	369.42		368.49		-0.93	415.30

资料来源：兰木达电力现货公众号，天风证券研究所

2.3. 风机集中度提升，风机板块盈利迎来改善

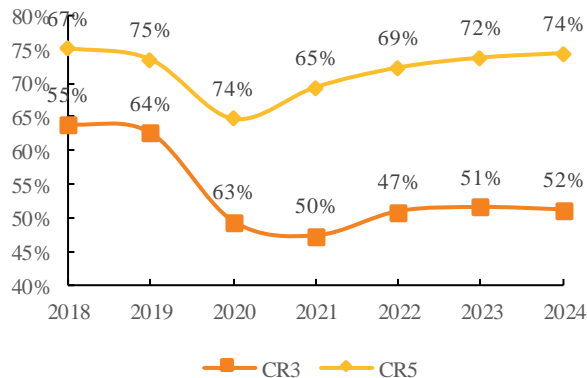
风电整机商集中度提升，明阳智能市场份额持续提升。2024 年国内风机 CR5 已达 74%，同时头部风电整机厂竞争激烈，CR5 和 CR3 差距不断拉大。展望后续，前五大整机商竞争能力明显高于其他厂商，2024 年前五大整机商中标份额占比高达 69%。根据风电头条的风电项目数据库显示，2024 年央企风电项目共有 12 家整机商中标。其中，前五家金风科技、明阳智能、运达股份、远景能源、三一重能累计中标规模超 98.64GW，占中标总量的 69.42%。

图 24：2018-2024 年国内风电整机商市占率



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

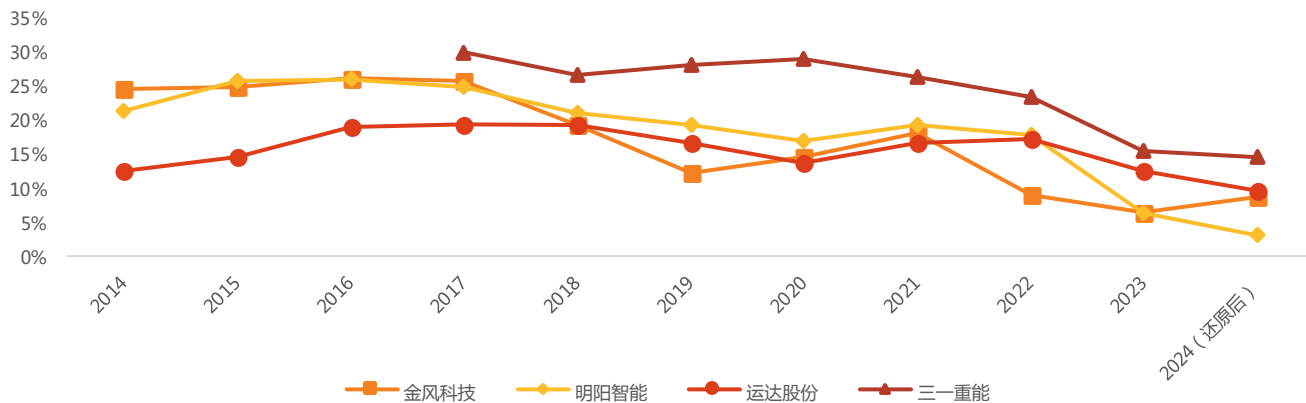
图 25：2018-2024 国内风电整机 CR3、CR5 统计



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

风机盈利迎来改善。回顾近 10 年风机制造业务毛利率，风机毛利率修复空间大。报表端风机制造毛利率已企稳，预计 2025 年风电整机商风机盈利将持续修复，盈利改善修复路径如下：1) 出货结构改善，2025 年预计出口+海风出货占比有望提升；2) 供应链降本。同零部件企业相比，风电整机商议价能力更强；此外部分整机商通过加大投入自研自制零部件改善成本；3) 陆风机型迭代放缓，风机价格企稳，机型迭代放缓后规模效应凸显。

图 26：2014-2024 国内整机商风机制造业务毛利率梳理



注：2024（还原）为报表风机制造毛利率+质保金比例，质保金比例假设为 3.5%

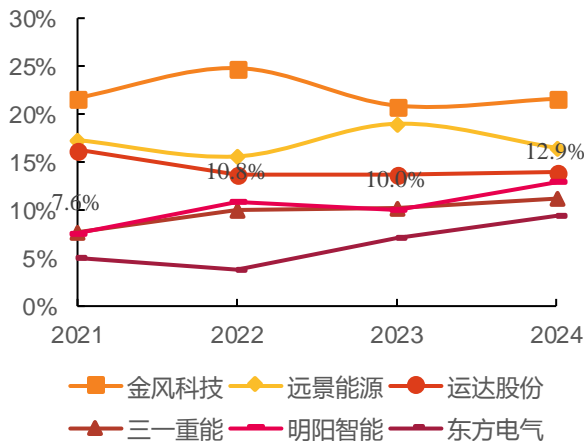
资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

3. 公司风机制造盈利改善，国内海风+出口贡献第二增长曲线

3.1. 看点一：风机制造订单快速增长，盈利迎来改善

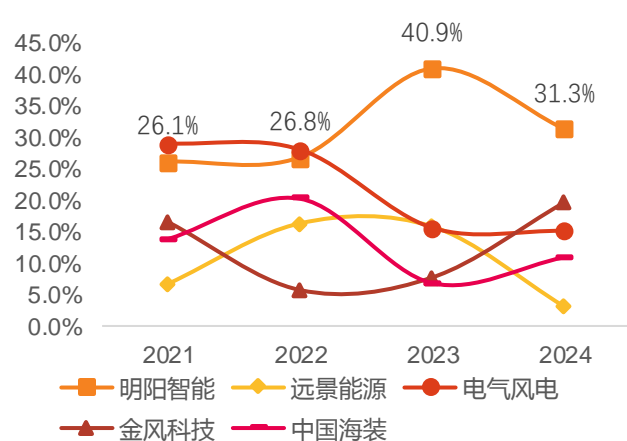
公司风机市场份额持续提升，其中海风市场份额位居国内第一，陆风市场份额持续提升。根据 CWEA，2021-2024 年公司国内陆风装机市占率为 7.6%、10.8%、10.0%、12.9%，2024 年位居行业第四。2021-2024 年公司国内海风装机市占率为 26.1%、26.8%、40.9%、31.3%。2023-2024 年位居行业第一。2024 年新增订单份额增长至行业第二，根据风电头条的风电项目数据库统计显示，2024 年央国企风电项目共有 12 家整机商中标，其中明阳智能中标 21.1GW。

图 27：国内 2021-2024 年风电整机企业陆上风电新增装机占比



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

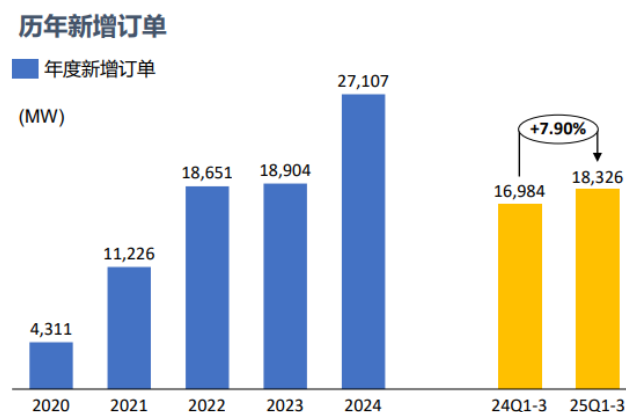
图 28：国内 2021-2024 年风电整机企业海上风电新增装机占比



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

公司风机订单持续高增。2024 年公司风机新增订单 27.1GW，同比增长 43%；2025 年前三季度公司新增订单 18.33GW，同比增长 7.9%，截止 2025 年 9 月底公司在手订单达到 46.89GW。海外方面，2025 年前三季度公司新增海外订单约 2.96GW，海外在手订单超过 5GW。

图 29：公司 2020-2025 年前三季度风机新增订单



• 2025年前三季度，公司风机新增订单 18.33GW，同比增长7.95%。

资料来源：公司 2025 年第三季度业绩演示材料，天风证券研究所

风机板块盈利持续改善。公司 2025 年前三季度综合毛利率 11.47%；其中风机制造板块毛利率同比和环比均有改善，目前单独三季度风机制造毛利率接近盈亏平衡线附近。供应链方面，公司持续推进供应链垂直一体化，公司在有效控制质量、保证交付的前提下，成本得到进一步控制。公司具备叶片、齿轮箱、变频器、变桨控制系统、电气控制系统等各核心零部件的自主研发、设计、制造能力，以及进行一体化建模与模型验证研究的能力。

3.2. 看点二：深耕海上和海外两个市场，出口将有望贡献第二增长曲线

“十五五”期间深远海漂浮式项目有望加快建设，公司在漂浮式产品方面一直走在行业前列。相较于传统的固定式风机组，漂浮式风电更适用于深海远海海域，可大幅提升风能资源利用率。近年来，国内漂浮式风电项目加速落地，如公司主导的全球单机容量最大的16.6MW“明阳天成号”漂浮式风电平台，采用多项全球首创技术，包括超高性能混凝土浮筒和智能感应系统，展现了我国在漂浮式风电领域的领先实力。

公司率先发布 50MW 漂浮式风机产品。2025 年 10 月公司发布了全球首款 50MW 风电机组。该机组为漂浮式，承袭自明阳“天成号”双风轮基因，搭载 2 台 25MW 半直驱海上风机，两座塔筒呈“V”字形排列，风轮直径 290m，设计水深大于 40 米。通过工艺创新，明阳 50MW 漂浮式机组总工期可缩短 80%。整体造价小于 1 万元/kW，海上作业时间缩短 60%。目前 25MW 产品样机已经在制造中，预计 2026 年下线并投放市场。50MW 漂浮式产品目前处于设计验证阶段。

图 30：公司漂浮式风机平台



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 31：公司 50MW 漂浮式风机



资料来源：风芒能源公众号，天风证券研究所

海外市场潜力较大，走向海外寻求新的业务增长点是公司积极推进全球化战略的重要一步。公司持续推进国际化进程，在东北亚，公司已经与韩国签署本地化合作协议进入韩国市场，“明阳造”中国海上风机在日本顺利通过验收，并以有效的抗震技术经受住 7.6 级地震考验。在东南亚，公司与菲律宾新能源投资公司 AP Power 达成海上风电和绿氢合作意向。

公司正在积极开拓海外市场，在英国、意大利、韩国，海风风机订单均有突破性进展：

- 2023 年 5 月，公司与韩国风机制造厂商、风力发电企业 Unison 有限公司签署本地化合作协议，明阳智能拟投资 4000 亿韩元（约合 20 亿人民币）加强推进韩国和全球业务。2023 年 11 月 28 日，公司与 Unison 签订海上风电项目协议，将于位于韩国泗川的工厂建造 13 台涡轮机，每台容量为 6.5MW，计划于 2026 年第三至第四季度交付。
- 2024 年 8 月，公司与 ReneXia 及意大利商业与制造业部签署谅解备忘录，计划投资 5 亿欧元在意大利建设风机组件生产基地，并于 2025 年 9 月获意大利政府批准投资计划。根据方案，该风机制造工厂预计投资约 4 亿欧元，计划为 Med Wind 浮式海风提供 18.8MW 漂浮式风机，总装机容量 2.8GW。
- 2025 年 9 月，明阳智能与英国能源企业章鱼能源（Octopus Energy）签署战略合作协议，共同开发 6GW 英国风电项目。

图 32：明阳智能与韩国风机制造商 Unison 签署合作协议



资料来源：明阳集团官方公众号， 天风证券研究所

图 33：明阳智能与章鱼能源达成战略合作



资料来源：明阳集团官方公众号， 天风证券研究所

公司在欧洲布局领先，率先计划在海外建立生产基地，公司将打造一个服务于英国、欧洲及其他非亚洲市场的海上风电中心，将公司先进的海上风电技术引入北海区域，有助于加速漂浮式风电技术的商业化进程。通过在当地设立完整的生产和服务体系，增强自身在全球海上风电技术标准制定和产业升级中的引领地位。

➢ 2025 年 10 月 12 日，公司公告称，拟在苏格兰建设英国首个全产业链一体化风电机组制造基地，预计投资总额为 15 亿英镑，折合人民币约为 142 亿元，将用于建设海上与漂浮式风电机组制造工厂。该计划预计分三个阶段进行：第一期建设先进的风电机舱与叶片制造厂，计划 2028 年底实现首批投产；第二期扩建生产线，加速英国漂浮式风电技术的规模化生产；第三期进一步扩展至控制系统、电子设备及其他关键部件的生产制造。

4. 盈利预测

公司风机制造板块盈利开始修复，2025 年单 Q3 风机制造毛利率已接近盈亏平衡线附近，2026 年基于风机有望涨价以及规模效应，看好风机制造板块的盈利弹性；同时公司海风风机出海领先，并在英国投资生产基地将加速海外订单落地（生产基地计划 2028 年底实现首批投产），未来有望贡献第二增长曲线，我们预计公司 2025-2027 年总营收分别为 429/487/575 亿元，同比增长 58.0%/13.4%/18.2%；归母净利润分别为 12.9/23.6/34.8 亿元，同比增长 273%/83%/47%，PE 分别为 24、13、9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：公司 2025-2027 年盈利预测

	2024	2025E	2026E	2027E
总收入（亿元）	271.6	429	487	575
YoY		58.0%	13.4%	18.2%
总毛利率	8.1%	10.6%	12.6%	13.9%
风电机组				
收入（亿元）	208.3	340	391	474
YoY		63%	15%	21%
毛利率	-0.5%	7.0%	10.0%	12.0%
发电收入				
收入	17.3	13.8	14.5	15.0
YoY		-20%	5%	3%
毛利率	57%	47%	45%	44%
电站产品销售				
收入（亿元）	27.9	56	62	67
YoY		101%	10%	8%

毛利率	43.2%	25%	23%	22%
其他				
收入	13.5	14	14.5	15
YoY		4%	4%	3%
毛利率	-4%	-4%	-2%	0%
其他业务				
收入	4.5	5	5	5
YoY		10%	0%	0%
毛利率	35%	35%	35%	35%

资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

行业政策变动风险: 风电产业的发展受国家政策、行业发展政策的影响, 相关政策的调整将会对公司主要产品的生产和销售产生影响。

风电整机行业竞争加剧风险: 风电行业竞争压力较大问题仍然存在, 如果更多厂商进入该领域导致竞争进一步加剧, 可能导致风机盈利能力进一步下滑。

海外市场开拓不及预期: 公司多年来积极推进海外市场, 若受到产业政策或地缘政治影响, 公司海外市场开拓不及预期, 可能会影响公司整体业绩表现。

原材料价格波动风险: 公司主要的原材料包括钢铁等大宗商品, 原材料价格的大幅波动直接影响公司的生产成本, 进而导致公司盈利水平下滑。

资产和信用减值损失计提超预期的风险: 公司 2022-2024 年资产和信用减值损失计提金额较多, 若后续行业景气度仍无好转或者收款条件没有改善, 有减值计提超预期的可能。

测算具有主观性, 结果仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,959.36	14,583.77	25,751.94	29,211.42	34,524.66
应收票据及应收账款	13,931.17	13,810.50	19,571.64	20,999.78	26,951.14
预付账款	765.19	716.62	1,201.93	925.78	1,551.96
存货	9,668.70	13,537.53	16,306.65	16,791.12	21,751.60
其他	6,038.27	7,477.65	6,734.22	6,535.25	8,110.30
流动资产合计	43,362.69	50,126.09	69,566.38	74,463.36	92,889.66
长期股权投资	539.50	804.76	1,054.76	1,304.76	1,554.76
固定资产	13,419.30	14,437.90	14,025.06	13,567.21	13,016.87
在建工程	8,777.33	4,988.64	5,488.64	5,988.64	6,488.64
无形资产	2,286.87	2,709.94	2,911.80	3,074.66	3,209.02
其他	15,475.57	13,727.17	14,138.72	14,584.16	15,065.19
非流动资产合计	40,498.57	36,668.42	37,618.98	38,519.44	39,334.48
资产总计	83,861.26	86,794.50	107,185.36	112,982.80	132,224.15
短期借款	863.51	1,576.85	2,987.95	9,014.37	9,441.80
应付票据及应付账款	22,492.10	22,533.92	28,627.53	30,475.63	35,597.60
其他	14,197.29	15,026.79	25,356.45	19,696.93	32,480.65
流动负债合计	37,552.90	39,137.56	56,971.93	59,186.93	77,520.05
长期借款	11,480.06	13,941.87	14,270.58	15,324.80	12,486.94
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6,373.48	6,451.84	6,774.43	7,113.16	7,468.81
非流动负债合计	17,853.54	20,393.71	21,045.01	22,437.96	19,955.75
负债合计	55,406.44	59,531.28	78,016.94	81,624.89	97,475.80
少数股东权益	1,032.10	1,025.75	1,025.75	1,025.75	1,025.75
股本	2,271.76	2,271.59	2,271.50	2,271.50	2,271.50
资本公积	17,008.85	16,833.34	16,834.57	16,834.57	16,834.57
留存收益	8,578.63	8,281.32	9,573.31	11,933.42	15,414.14
其他	(436.53)	(1,148.78)	(536.72)	(707.34)	(797.62)
股东权益合计	28,454.82	27,263.23	29,168.42	31,357.91	34,748.35
负债和股东权益总计	83,861.26	86,794.50	107,185.36	112,982.80	132,224.15

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	380.14	371.87	1,291.99	2,360.11	3,480.71
折旧摊销	1,078.39	1,411.73	1,510.98	1,574.98	1,635.98
财务费用	328.84	546.09	380.00	406.60	426.93
投资损失	(839.03)	(1,157.53)	(800.00)	(830.00)	(850.00)
营运资金变动	(4,298.70)	(2,464.55)	5,775.15	(5,690.13)	4,328.48
其它	758.80	(1,110.78)	26.82	27.00	27.00
经营活动现金流	(2,591.55)	(2,403.17)	8,184.94	(2,151.43)	9,049.11
资本支出	6,618.04	(772.76)	1,477.41	1,441.28	1,364.34
长期投资	51.69	265.26	250.00	250.00	250.00
其他	(12,801.58)	(1,547.79)	(798.61)	(2,669.28)	(2,512.34)
投资活动现金流	(6,131.86)	(2,055.29)	928.80	(978.00)	(898.00)
债权融资	7,272.62	1,871.39	1,441.23	6,759.54	(2,747.59)
股权融资	(1,024.07)	(1,541.86)	613.20	(170.62)	(90.27)
其他	3,878.73	6,230.33	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	10,127.28	6,559.86	2,054.43	6,588.91	(2,837.87)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,403.87	2,101.40	11,168.17	3,459.48	5,313.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,859.08	27,158.32	42,919.90	48,685.70	57,541.10
营业成本	24,739.45	24,959.01	38,371.09	42,554.28	49,554.92
营业税金及附加	126.13	165.00	260.76	295.79	349.59
销售费用	1,406.63	711.91	1,073.00	1,168.46	1,323.45
管理费用	960.60	1,085.33	1,502.20	1,655.31	1,898.86
研发费用	585.00	562.58	1,073.00	1,168.46	1,323.45
财务费用	93.16	342.44	380.00	406.60	426.93
资产/信用减值损失	(693.18)	(543.02)	(150.00)	(170.00)	(180.00)
公允价值变动收益	(59.97)	(15.42)	26.82	27.00	27.00
投资净收益	839.03	1,157.53	800.00	830.00	850.00
其他	341.93	520.78	550.00	560.00	580.00
营业利润	375.91	451.93	1,486.68	2,683.81	3,940.91
营业外收入	104.72	51.58	55.00	58.00	60.00
营业外支出	125.98	88.68	90.00	90.00	90.00
利润总额	354.65	414.83	1,451.68	2,651.81	3,910.91
所得税	(25.49)	42.96	159.68	291.70	430.20
净利润	380.14	371.87	1,291.99	2,360.11	3,480.71
少数股东损益	7.69	25.76	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	372.45	346.11	1,291.99	2,360.11	3,480.71
每股收益(元)	0.16	0.15	0.57	1.04	1.53

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-9.39%	-2.52%	58.04%	13.43%	18.19%
营业利润	-90.27%	20.22%	228.96%	80.52%	46.84%
归属于母公司净利润	-89.22%	-7.07%	273.28%	82.67%	47.48%
获利能力					
毛利率	11.20%	8.10%	10.60%	12.59%	13.88%
净利率	1.34%	1.27%	3.01%	4.85%	6.05%
ROE	1.36%	1.32%	4.59%	7.78%	10.32%
ROIC	5.47%	5.28%	11.71%	34.22%	29.37%
偿债能力					
资产负债率	66.07%	68.59%	72.79%	72.25%	73.72%
净负债率	6.94%	9.40%	-23.26%	-9.81%	-30.82%
流动比率	1.15	1.28	1.22	1.26	1.20
速动比率	0.90	0.93	0.93	0.97	0.92
营运能力					
应收账款周转率	2.26	1.96	2.57	2.40	2.40
存货周转率	3.15	2.34	2.88	2.94	2.99
总资产周转率	0.36	0.32	0.44	0.44	0.47
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.15	0.57	1.04	1.53
每股经营现金流	-1.14	-1.06	3.60	-0.95	3.98
每股净资产	12.07	11.55	12.39	13.35	14.85
估值比率					
市盈率	83.50	89.85	24.07	13.18	8.93
市净率	1.13	1.19	1.10	1.03	0.92
EV/EBITDA	5.54	5.49	3.63	3.23	0.99
EV/EBIT	9.19	10.15	7.25	5.07	1.40

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com