



# 明阳电气 (301291.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 传统业务承压，海外&数据中心业务快速突破

### 业绩简评

4月28日，公司披露25年报及26年一季报，25年实现营收69.1亿元，同比+7.2%，归母净利5.9亿元，同比-11.2%，毛利率21.1%，同比-1.1pct。26Q1实现营收9.6亿元，同比-26.3%，归母净利0.2亿元，同比-78.1%，毛利率17.7%，同比-4.0pct，预计受原材料涨价及下游风电&光伏新增装机放缓影响。

### 经营分析

下游光伏、风电新增装机增速放缓，公司核心业务承压。

25年/26Q1国内光伏新增装机317/41GW，同比+14%/-31%，国内风电新增装机120/16GW，同比+18%，光伏&风电新增装机放缓导致25年公司输配电及控制设备收入元，同比+1.9%，毛利率下降0.99pct至20.6%。

海外业务实现从0到1突破，打开全新增长空间。

公司积极推进全球化战略，25年成立了海外销售平台并投产首个海外生产基地，海外收入达到2.9亿元，相较于2024年不足百万的体量，实现爆发式增长。受益全球电网升级改造和新能源装机带来的变压器等核心设备需求外溢，海外业务有望持续贡献新增长。

深度受益AI浪潮，机电集成业务成为第二增长曲线。

AI算力需求爆发式增长带动数据中心建设提速，对供配电系统提出了更高要求，25年公司机电集成业务（预计主要为数据中心电力模块产品）收入达到3.2亿，同比增长近80倍。随着全球AIDC建设进入高景气周期，公司有望持续受益下游客户资本开支增长。

费用增长支撑战略投入，看好“两海两网”战略加速兑现。

25年公司销售/管理/研发费用率分别为3.9%/2.6%/3.1%，分别同比+0.5/+0.5/-0.2pct。26年公司明确将海外、海上、电网业务作为未来重点发展方向，随着高附加值业务收入占比不断提升，公司收入结构和整体盈利能力有望迎来改善。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到公司产品矩阵进一步完善，下游多场景持续拓展，预计公司26-28年实现营收79.3/93.6/112.5亿元，同增15/18/20%；实现归母净利润7.1/9.2/11.5亿元，同增21/29/25%。公司股票现价对应PE估值为25/20/16倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

新能源装机&电网投资下滑、数据中心&海外拓展不及预期等。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人：范晓鹏

fanxiaopeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：57.94 元

### 相关报告：

- 《明阳电气公司点评：Q3业绩短期承压，看好海外&海风&数据中心...》，2025.10.30
- 《明阳电气公司点评：业绩符合预期，数据中心&出海持续发力》，2025.8.27



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	6,444	6,910	7,925	9,363	11,254
营业收入增长率	30.23%	7.22%	14.69%	18.15%	20.20%
归母净利润(百万元)	663	588	714	923	1,150
归母净利润增长率	33.07%	-11.20%	21.37%	29.23%	24.67%
摊薄每股收益(元)	2.122	1.884	2.287	2.956	3.685
每股经营性现金流净额	1.23	0.31	3.62	3.29	4.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.18%	11.68%	12.84%	14.76%	16.17%
P/E	20.70	22.08	25.33	19.60	15.72
P/B	2.93	2.58	3.25	2.89	2.54

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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,948</b>	<b>6,444</b>	<b>6,910</b>	<b>7,925</b>	<b>9,363</b>	<b>11,254</b>
增长率		30.2%	7.2%	14.7%	18.1%	20.2%
主营业务成本	-3,826	-5,008	-5,449	-6,224	-7,305	-8,757
%销售收入	77.3%	77.7%	78.9%	78.5%	78.0%	77.8%
毛利	1,123	1,436	1,461	1,700	2,058	2,497
%销售收入	22.7%	22.3%	21.1%	21.5%	22.0%	22.2%
营业税金及附加	-17	-27	-28	-35	-41	-50
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-181	-217	-268	-305	-351	-416
%销售收入	3.7%	3.4%	3.9%	3.9%	3.8%	3.7%
管理费用	-128	-132	-179	-202	-229	-270
%销售收入	2.6%	2.0%	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%
研发费用	-161	-211	-214	-246	-290	-349
%销售收入	3.3%	3.3%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	634	850	772	913	1,146	1,413
%销售收入	12.8%	13.2%	11.2%	11.5%	12.2%	12.6%
财务费用	6	20	7	36	47	58
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-115	-154	-146	-169	-175	-193
公允价值变动收益	0	1	2	0	0	0
投资收益	-1	3	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.3%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	560	756	671	815	1,053	1,313
营业利润率	11.3%	11.7%	9.7%	10.3%	11.2%	11.7%
营业外收支	0	0	0	1	1	1
税前利润	560	756	671	815	1,053	1,313
利润率	11.3%	11.7%	9.7%	10.3%	11.3%	11.7%
所得税	-62	-94	-83	-101	-131	-163
所得税率	11.1%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%
净利润	498	663	588	714	923	1,150
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>498</b>	<b>663</b>	<b>588</b>	<b>714</b>	<b>923</b>	<b>1,150</b>
净利率	10.1%	10.3%	8.5%	9.0%	9.9%	10.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	498	663	588	714	923	1,150
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	156	205	212	219	231	255
非经营收益	1	-16	-10	8	4	7
营运资金变动	-325	-465	-695	190	-132	-137
<b>经营活动现金净流</b>	<b>329</b>	<b>385</b>	<b>96</b>	<b>1,131</b>	<b>1,027</b>	<b>1,275</b>
资本开支	-77	-198	-332	-184	-280	-280
投资	0	-534	-120	-19	-20	-20
其他	0	5	6	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-77</b>	<b>-727</b>	<b>-446</b>	<b>-204</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>
股权募资	2,791	0	0	0	0	0
债权募资	-382	-19	-38	13	38	34
其他	58	-216	-224	-194	-239	-298
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,466</b>	<b>-235</b>	<b>-263</b>	<b>-180</b>	<b>-201</b>	<b>-264</b>
<b>现金净流量</b>	<b>2,718</b>	<b>-577</b>	<b>-615</b>	<b>748</b>	<b>527</b>	<b>711</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,981	2,418	1,798	2,543	3,068	3,778
应收款项	2,437	3,317	3,669	3,821	4,371	5,131
存货	995	1,089	940	1,125	1,293	1,495
其他流动资产	378	992	963	1,008	1,102	1,221
流动资产	6,792	7,816	7,370	8,497	9,835	11,626
%总资产	86.7%	83.7%	78.1%	79.5%	80.2%	81.5%
长期投资	0	4	13	13	13	13
固定资产	492	620	803	962	1,117	1,266
%总资产	6.3%	6.6%	8.5%	9.0%	9.1%	8.9%
无形资产	141	171	310	332	352	371
非流动资产	1,044	1,522	2,070	2,194	2,423	2,646
%总资产	13.3%	16.3%	21.9%	20.5%	19.8%	18.5%
<b>资产总计</b>	<b>7,836</b>	<b>9,338</b>	<b>9,439</b>	<b>10,690</b>	<b>12,258</b>	<b>14,271</b>
短期借款	20	40	74	106	144	178
应付款项	2,953	3,850	3,557	4,230	4,964	5,951
其他流动负债	587	747	723			1,004
流动负债	3,561	4,637	4,354	5,108	5,982	7,133
长期贷款	37	0	0	0	0	0
其他长期负债	27	29	50	21	22	23
负债	3,624	4,666	4,404	5,129	6,004	7,155
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,211</b>	<b>4,672</b>	<b>5,035</b>	<b>5,561</b>	<b>6,253</b>	<b>7,116</b>
其中：股本	312	312	312	312	312	312
未分配利润	896	1,304	1,646	2,182	2,874	3,736
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,836</b>	<b>9,338</b>	<b>9,439</b>	<b>10,690</b>	<b>12,258</b>	<b>14,271</b>

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.595	2.122	1.884	2.287	2.956	3.685
每股净资产	13.489	14.965	16.128	17.812	20.029	22.793
每股经营现金净流	1.055	1.235	0.307	3.624	3.289	4.083
每股股利	0.720	0.720	0.520	0.572	0.739	0.921
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11.82%	14.18%	11.68%	12.84%	14.76%	16.17%
总资产收益率	6.35%	7.10%	6.23%	6.68%	7.53%	8.06%
投入资本收益率	13.18%	15.75%	13.19%	14.07%	15.65%	16.92%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	52.91%	30.23%	7.22%	14.69%	18.15%	20.20%
EBIT 增长率	73.59%	33.95%	-9.13%	18.18%	25.54%	23.27%
净利润增长率	87.67%	33.07%	-11.20%	21.37%	29.23%	24.67%
总资产增长率	106.35%	19.17%	1.09%	13.26%	14.66%	16.43%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	130.1	141.0	156.8	155.0	154.0	153.0
存货周转天数	75.2	75.9	67.9	68.0	68.0	67.0
应付账款周转天数	145.4	155.5	159.8	160.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	36.2	28.1	40.1	37.7	34.0	29.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-69.43%	-52.19%	-36.43%	-45.81%	-48.53%	-52.15%
EBIT 利息保障倍数	-102.6	-43.5	-109.8	-25.2	-24.3	-24.5
资产负债率	46.26%	49.97%	46.66%	47.98%	48.99%	50.14%

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	3	6	10	26
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	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