



# 明阳智能 (601615.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 静待风机制造盈利弹性释放及欧洲本地化布局落子

### 业绩简评

2026年4月28日公司披露2025年年报及2026年一季报，2025年公司实现营收381亿元，同比增长40.3%；实现归母净利润6.6亿元，同比增长90.7%，低于此前业绩预告8-10亿元指引下限。2026年一季度公司实现营收86.6亿元，同比增长12.5%；实现归母净利润0.25亿元，同比下降91.8%，主要受一季度电站转让不及预期影响。

### 经营分析

**高价订单进入交付周期，风机制造盈利有望持续改善：**2025年公司实现风机对外销售规模18.3GW，同比增长69%，其中陆风16.1GW，海风2.2GW，分别同比增长78%、25%；受益于国内陆上风机价格回暖，2025年公司风机制造业务盈利能力实现明显改善，全年风机制造毛利率为6.38%，同比提升6.84pct，考虑到2025年行业陆风中标均价持续提升，且高价中标项目将于2026-2027年陆续实现交付，预计公司风机制造业务盈利弹性有望持续释放。

**电站项目储备充裕，在建规模保持增长：**2025年公司共实现新能源电站发电收入13.5亿元，同比下降21.7%，实现电站产品销售45.1亿元，同比增长61.4%；受“136号文”影响，公司发电业务及电站产品销售业务盈利能力均有所承压，2025年毛利率分别同比下降11.2、14.2pct。截至报告期末，公司在运营的新能源电站装机容量约2.1GW，在建装机容量4.5GW，整体项目储备较为充裕，预计发电业务及电站产品销售业务有望继续贡献重要盈利。

### 盈利预测、估值与评级

随着2025年高价中标项目进入交付阶段，看好公司风机制造业务盈利持续改善，欧洲本地化基地布局及德华芯片收购持续推进，看好海外海风及太空光伏进一步打开公司向上成长空间；我们预测公司2026-2028年归母净利润分别为15.7、24.7、32.7亿元，对应PE为23、14、11倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

零部件成本大幅波动；市场竞争加剧；国内海风项目建设进度低于预期；海外贸易政策风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人：彭治强

pengzhiqiang3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.84 元

### 相关报告：

1. 《明阳智能公司深度研究：海风整机龙头，出海及太空光伏打开长期向...》，2026.1.28
2. 《明阳智能公司点评：制造盈利小幅修复，“两海”有望逐步贡献弹性》，2025.8.28



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	27,158	38,095	42,724	46,410	49,183
营业收入增长率	-2.52%	40.27%	12.15%	8.63%	5.98%
归母净利润(百万元)	346	660	1,566	2,473	3,270
归母净利润增长率	-7.07%	90.65%	137.39%	57.86%	32.23%
摊薄每股收益(元)	0.152	0.292	0.693	1.093	1.446
每股经营性现金流净额	-1.06	-2.46	5.03	2.82	3.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.32%	2.51%	5.72%	8.42%	10.22%
P/E	82.76	49.63	22.87	14.49	10.96
P/B	1.09	1.24	1.31	1.22	1.12

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
主营业务收入	27,859	27,158	38,095	42,724	46,410	49,183
增长率		-2.5%	40.3%	12.2%	8.6%	6.0%
主营业务成本	-24,739	-24,959	-34,163	-36,843	-39,502	-41,485
%销售收入	88.8%	91.9%	89.7%	86.2%	85.1%	84.3%
毛利	3,120	2,199	3,932	5,881	6,908	7,699
%销售收入	11.2%	8.1%	10.3%	13.8%	14.9%	15.7%
营业税金及附加	-126	-165	-142	-214	-232	-246
%销售收入	0.5%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,407	-712	-815	-1,068	-1,091	-1,156
%销售收入	5.0%	2.6%	2.1%	2.5%	2.4%	2.4%
管理费用	-961	-1,085	-1,203	-1,538	-1,624	-1,672
%销售收入	3.4%	4.0%	3.2%	3.6%	3.5%	3.4%
研发费用	-585	-563	-770	-940	-1,021	-1,082
%销售收入	2.1%	2.1%	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	41	-326	1,003	2,121	2,940	3,543
%销售收入	0.1%	n.a	2.6%	5.0%	6.3%	7.2%
财务费用	-93	-342	-516	-487	-534	-472
%销售收入	0.3%	1.3%	1.4%	1.1%	1.2%	1.0%
资产减值损失	-693	-543	-481	-372	-337	-117
公允价值变动收益	-60	-15	73	0	0	0
投资收益	839	1,158	395	300	500	500
%税前利润	236.6%	279.0%	62.1%	17.3%	18.2%	13.8%
营业利润	376	452	717	1,765	2,772	3,658
营业利润率	1.3%	1.7%	1.9%	4.1%	6.0%	7.4%
营业外收支	-21	-37	-80	-30	-30	-30
税前利润	355	415	636	1,735	2,742	3,628
利润率	1.3%	1.5%	1.7%	4.1%	5.9%	7.4%
所得税	25	-43	61	-173	-274	-363
所得税率	-7.2%	10.4%	-9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	380	372	698	1,561	2,468	3,265
少数股东损益	8	26	38	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	372	346	660	1,566	2,473	3,270
净利率	1.3%	1.3%	1.7%	3.7%	5.3%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	380	372	698	1,561	2,468	3,265
少数股东损益	8	26	38	-5	-5	-5
非现金支出	1,820	2,002	2,120	2,141	2,313	2,298
非经营收益	-724	-857	-540	1,259	505	464
营运资金变动	-4,067	-3,920	-7,833	6,418	1,089	1,020
经营活动现金净流	-2,592	-2,403	-5,555	11,379	6,375	7,047
资本开支	-7,610	-5,630	-2,534	-3,511	-3,427	-3,427
投资	1,240	2,899				
其他	238	676	522	315	500	500
投资活动现金净流	-6,132	-2,055	-1,885	-6,156	-3,087	-3,087
股权募资	939	28	78	0	0	0
债权募资	10,171	8,789	4,453	3,104	-518	-1,407
其他	-982	-2,256	-1,039	-1,337	-1,472	-1,591
筹资活动现金净流	10,127	6,560	3,492	1,767	-1,990	-2,997
现金净流量	1,481	2,147	-3,977	6,990	1,297	963

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	12,959	14,584	10,649	17,560	18,802	19,726
应收款项	15,541	15,981	19,375	23,344	25,129	26,631
存货	9,669	13,538	18,222	15,989	16,523	16,707
其他流动资产	5,193	6,024	10,093	7,913	8,066	8,181
流动资产	43,363	50,126	58,339	64,806	68,521	71,246
%总资产	51.7%	57.8%	60.2%	61.0%	61.4%	61.6%
长期投资	1,222	1,605	1,942	2,088	2,248	2,408
固定资产	22,197	19,427	20,305	21,957	23,402	24,640
%总资产	26.5%	22.4%	21.0%	20.7%	21.0%	21.3%
无形资产	2,471	2,837	3,107	2,886	2,880	2,875
非流动资产	40,499	36,668	38,515	41,429	43,013	44,392
%总资产	48.3%	42.2%	39.8%	39.0%	38.6%	38.4%
资产总计	83,861	86,795	96,854	106,235	111,534	115,638
短期借款	3,453	3,205	6,025	12,727	12,210	10,803
应付款项	25,230	25,005	33,834	34,391	36,868	38,717
其他流动负债	8,869	10,927	10,720	13,409	14,611	15,533
流动负债	37,553	39,138	50,580	60,528	63,688	65,053
长期贷款	11,480	13,942	13,583	13,583	13,583	13,583
其他长期负债	6,373	6,452	5,293	3,652	3,818	3,945
负债	55,406	59,531	69,455	77,763	81,089	82,581
普通股股东权益	27,423	26,237	26,317	27,395	29,374	31,990
其中：股本	2,272	2,272	2,261	2,261	2,261	2,261
未分配利润	7,795	7,481	7,427	8,680	10,658	13,274
少数股东权益	1,032	1,026	1,082	1,077	1,072	1,067
负债股东权益合计	83,861	86,795	96,854	106,235	111,534	115,638

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.164	0.152	0.292	0.693	1.093	1.446
每股净资产	12.071	11.550	11.637	12.114	12.989	14.145
每股经营现金净流	-1.141	-1.058	-2.456	5.032	2.819	3.116
每股股利	0.106	0.221	0.304	0.139	0.219	0.289
回报率						
净资产收益率	1.36%	1.32%	2.51%	5.72%	8.42%	10.22%
总资产收益率	0.44%	0.40%	0.68%	1.47%	2.22%	2.83%
投入资本收益率	0.10%	-0.64%	2.34%	3.43%	4.63%	5.47%
增长率						
主营业务收入增长率	-9.39%	-2.52%	40.27%	12.15%	8.63%	5.98%
EBIT 增长率	-98.69%	-888.78%	-408.27%	111.38%	38.62%	20.50%
净利润增长率	-89.22%	-7.07%	90.65%	137.39%	57.86%	32.23%
总资产增长率	26.02%	3.50%	11.59%	9.69%	4.99%	3.68%
资产管理能力						
存货周转天数	130.5	169.7	169.7	160.0	155.0	180.0
应付账款周转天数	153.2	176.4	165.2	170.0	170.0	170.0
固定资产周转天数	175.8	194.0	164.4	152.2	143.6	137.3
偿债能力						
净负债/股东权益	6.93%	9.40%	27.76%	16.14%	9.32%	1.53%
EBIT 利息保障倍数	0.4	-1.0	1.9	4.4	5.5	7.5
资产负债率	66.07%	68.59%	71.71%	73.20%	72.70%	71.41%

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	7	11	29
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0		0
评分	0.00	1.00	1.13	1.15	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