

明阳电气 (301291.SZ)

HVDC 预制舱订单落地，海外业务有望高增

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 电网设备

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	王蔚祺	010-88005313	wangweiqi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980520080003
证券分析师：	王晓声	010-88005231	wangxiaosheng@guosen.com.cn	执证编码：S0980523050002
证券分析师：	袁阳	0755-22940078	yuanyang2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524030002

事项：

近日，公司官方公众号公告，公司成功中标国内头部互联网企业 HVDC 高压直流预制舱大额订单。此次中标的 HVDC 预制舱将采用全预制化设计，交付周期较传统方案缩短 30%以上。目前，公司已成功实现 UPS、HVDC、SST 三大技术路线的全线布局，且已切入头部互联网企业供应链，并实现批量交付。

国信电新观点：1) 此次 HVDC 预制舱中标进一步丰富了公司数据中心产品矩阵，标志着公司在算力基础设施电气装备领域的系统级集成交付能力再上新台阶。2) 公司聚焦风光储、智能电网、数据中心等全球高速增长领域，通过间接+直接出海推进全球化战略，海外业务收入有望迎来高增。3) AI 算力负荷推动电力接入成为数据中心建设核心瓶颈，公司已成功进入全球顶级 AI 企业供应链，AIDC 电力设备订单预计将快速放量。4) 考虑到国内光伏新增装机需求下滑拖累短期业绩，我们下调 2026-2027 年盈利预测至 6.9/10.6 亿元（原预测为 10.6/13.1 亿元），新增 2028 年盈利预测 13.5 亿元，同比+18%/+53%/+27%，对应动态 PE 为 24.9/16.2/12.8x，维持“优于大市”评级。

风险提示：国内外数据中心行业需求不及预期；国内新能源装机需求不及预期；公司出海进度不及预期；行业竞争加剧。

评论：

◆ 公司中标数据中心 HVDC 预制舱大单

近日，公司官方公众号公告，公司成功中标国内头部互联网企业 HVDC 高压直流预制舱大额订单。此次中标的 HVDC 预制舱将采用全预制化设计，交付周期较传统方案缩短 30%以上。目前，公司已成功实现 UPS、HVDC、SST 三大技术路线的全线布局，且已切入头部互联网企业供应链，并实现批量交付。此次 HVDC 预制舱中标进一步丰富了公司数据中心产品矩阵，标志着公司在算力基础设施电气装备领域的系统级集成交付能力再上新台阶。

在全球可再生能源并网、电网升级改造、算力负荷增长、储能规模化应用的多重驱动下，市场需求持续快速扩张。公司通过间接+直接出海推进全球化战略，一方面与阳光电源、明阳智能等国内新能源头部企业合作出海，另一方面积极推进产品全球化认证，直销业务加速推进，已成功进入全球主流能源集团、国际头部 EPC、跨国运营商与区域电网企业供应链，产品批量应用于欧洲、拉美、中东、东南亚、澳洲等重点区域的标杆新能源项目。公司加码布局海外产能，2025 年马来西亚基地已经正式投入运营。2025 年，公司海外收入达到 2.9 亿元，相较于 2024 年不足百万元的体量，实现爆发式增长。

AI 算力爆发驱动数据中心建设提速，对供配电系统提出了更高要求。公司在此领域布局领先，已成为字节跳动等国内头部互联网厂商的核心供应商。公司推出了集成化的预制式“MyPower”产品，该产品高度契合海外客户快速部署的需求，已实现规模化销售；公司在 2019 年已前瞻性地开发了 SST（固态变压器）技术，拥有相关技术储备及实际运营经验，SST 在数据中心领域的应用有望逐步落地。

◆ 投资建议

公司成功中标国内头部互联网企业 HVDC 高压直流预制舱大额订单，进一步丰富了公司数据中心产品矩阵，标志着公司在算力基础设施电气装备领域的系统级集成交付能力再上新台阶。考虑到国内光伏新增装机需求下滑拖累短期业绩，我们下调 2026-2027 年盈利预测至 6.9/10.6 亿元（原预测为 10.6/13.1 亿元），新增 2028 年盈利预测 13.5 亿元，同比+18%/+53%/+27%，对应动态 PE 为 24.9/16.2/12.8x，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

国内外数据中心行业需求不及预期；国内新能源装机需求不及预期；公司出海进度不及预期；行业竞争加剧。

《明阳电气（301291.SZ）-持续推动产品升级，数据中心与海外业务打开空间》——2025-06-12

《明阳电气（301291.SZ）-变压器头部企业，海外与海上打开远期空间》——2024-12-29

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2418	1798	1500	1500	1759	营业收入	6444	6910	7850	10150	12200
应收款项	3076	3481	3011	3615	4011	营业成本	5008	5449	6194	7833	9416
存货净额	1089	940	1697	2146	2580	营业税金及附加	27	28	39	51	61
其他流动资产	732	733	681	862	1036	销售费用	217	268	322	420	476
流动资产合计	7816	7370	7496	8860	10250	管理费用	132	179	220	274	305
固定资产	620	803	824	840	802	研发费用	211	214	259	335	382
无形资产及其他	161	292	273	253	234	财务费用	(20)	(7)	(14)	(7)	(9)
其他长期资产	741	965	864	1116	1342	投资收益	3	(0)	0	0	0
长期股权投资	0	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	(154)	(146)	(90)	(90)	(90)
资产总计	9338	9439	9466	11080	12638	其他收入	193	183	130	130	130
短期借款及交易性金融负债	40	74	218	204	100	营业利润	756	671	780	1194	1519
应付款项	3780	3502	2545	3004	3354	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	527	545	674	853	1020	利润总额	756	671	780	1194	1519
流动负债合计	4637	4354	3829	4569	5083	所得税费用	94	83	86	131	167
长期借款及应付债券	0	0	20	40	50	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	29	50	50	50	50	归属于母公司净利润	663	588	694	1063	1352
长期负债合计	29	50	70	90	100	现金流量表（百万元）	2020	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	4666	4404	3899	4658	5183	净利润	663	588	694	1063	1352
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(71)	(44)	(40)	(40)	(40)
股东权益	4672	5035	5567	6421	7455	折旧摊销	38	50	98	103	107
负债和股东权益总计	9338	9439	9466	11080	12638	公允价值变动损失	(1)	(2)	0	0	0
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	(20)	(7)	(14)	(7)	(9)
每股收益	2.11	1.88	2.21	3.39	4.31	营运资本变动	(471)	(440)	(1092)	(611)	(512)
每股红利	0.72	0.52	0.66	1.02	1.29	其它	227	(57)	26	33	31
每股净资产	14.90	16.06	17.76	20.48	23.78	经营活动现金流	385	96	(314)	548	939
ROIC	14%	12%	13%	17%	19%	资本开支	(198)	(332)	(100)	(100)	(50)
ROE	15%	12%	13%	18%	19%	其它投资现金流	(529)	(114)	102	(253)	(226)
毛利率	22%	21%	21%	23%	23%	投资活动现金流	(727)	(446)	2	(353)	(276)
EBIT Margin	13%	11%	10%	12%	13%	权益性融资	1	21	0	0	0
EBITDA Margin	14%	12%	12%	13%	14%	负债净变化	(31)	(66)	163	6	(94)
收入增长	30%	7%	14%	29%	20%	支付股利、利息	(225)	(225)	(162)	(208)	(319)
净利润增长率	33%	-11%	18%	53%	27%	其它融资现金流	6	(66)	143	(14)	(104)
资产负债率	50%	47%	41%	42%	41%	融资活动现金流	(235)	(263)	15	(195)	(404)
股息率	1.3%	0.9%	1.2%	1.8%	2.4%	现金净变动	(577)	(613)	(298)	0	259
P/E	26.0	29.3	24.9	16.2	12.8	货币资金的期初余额	2981	2418	1798	1500	1500
P/B	3.7	3.4	3.1	2.7	2.3	货币资金的期末余额	2418	1798	1500	1500	1759
EV/EBITDA	24.7	26.3	23.1	16.3	13.5	企业自由现金流	113	(46)	(368)	493	934
						权益自由现金流	100	(106)	(192)	506	848

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032