

评级变动报告

明阳智能 601615.SH



鉴于国内海风装机预期从10-12GW下修至6-7GW，英国以国家安全为由拒绝公司在英项目并导致苏格兰15亿英镑制造基地面临流产，欧洲市场准入被实质性切断，叠加国内海风竞争加剧、中标价格承压，我们下调了明阳智能未来三年及远期的收入与毛利率预期，导致公司远期估值中枢有所下移。核心原因如下：

- 1、国内海风装机下修，国内外双重收入来源受损：国内海上风电装机预期从10-12GW下调至6-7GW，装机规模较此前预期明显缩量。公司虽为国内海风龙头，但在国内海风装机下修的背景下，公司未来国内海风订单获取及交付量将有所承压。与此同时，英国政府以“国家安全风险”为由，不支持在英海上风电项目中使用明阳智能的风机产品，公司原计划在苏格兰投资15亿英镑建设的全产业链制造基地面临流产，欧洲战略受阻，国内外双重收入来源受损。
- 2、海外高毛利订单落地存在较大不确定性，利润兑现延迟：公司2025年国际销售收入仅8.07亿元，占总营收仅2.12%，但毛利率高达21.34%。在英国政府明确排除中企参与其风电项目的背景下，欧洲市场准入被实质性切断，公司欧洲高毛利订单能否落地、何时落地均存在较大不确定性，此前市场给予的海外高毛利预期面临系统性下修，高毛利订单兑现延迟对公司整体利润率构成明显下行压力。
- 3、国内海风竞争加剧、中标价格承压，电站运营毛利率趋于下降：在国内海风装机总量下修的背景下，存量项目竞争将进一步加剧，中标价格持续承压，对公司风机业务利润率构成明显下行压力。此外，电站运营业务后续也存在一定的不确定性，毛利率大概率无法维持在50%以上，预计后续将持续下降，进一步拖累公司整体盈利水平。

综合评估，我们对明阳智能的DDM估值下调10.5%，目前公司估值由偏低估调整为低估。

公司基本信息



明阳智能2006年成立，控股股东为明阳新能源投资控股集团有限公司，公司主营新能源高端装备制造、新能源电站投资运营及智能管理业务，核心产品为大型风力发电机组，是国内海上风电龙头，2024年国内海上风电市场份额达31.3%，全球深远海风电领域亦具备较强竞争力。

公司深度评级

所属行业	工业	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值 428.92亿（较上期-10.98%）
当前股价	10.96元	盈利趋势	↓★★★★☆	状态 低估（上行空间+73%）
总市值	247.86亿	产业格局	★★★★☆	
PE-TTM	141.68	护城河	★★★★☆	动态估值：价值 461.91亿（较上期-10.73%）
PB-MRQ	0.94			状态 低估（上行空间+86%）

公司盈利预测

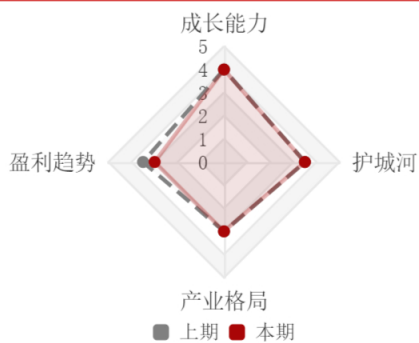
明阳智能	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	278.6	271.6	380.9	376.3	454.3	502.7	561.9	615.6
归母净利润(亿)	3.7	3.4	6.6	13.3	21.8	30.8	44.4	54.7
归母净利润增速(%)	-89.3	-6.6	91.1	101.3	64.5	41.1	44.3	23.1
经营性净利润(亿)	-3.3	-5.7	3.6	12.7	21.2	30.6	42.0	52.2
经营性净利润增速(%)	-111.7	-74.7	163.1	250.8	67.5	44.0	37.3	24.4
经营性归母净利润(亿)	-3.2	-5.3	3.4	12.7	21.2	30.6	42.0	52.2
经营性归母净利润增速(%)	-111.5	-65.9	164.2	270.9	67.5	44.0	37.3	24.4

资料来源：壹评级

深度评级变动分析

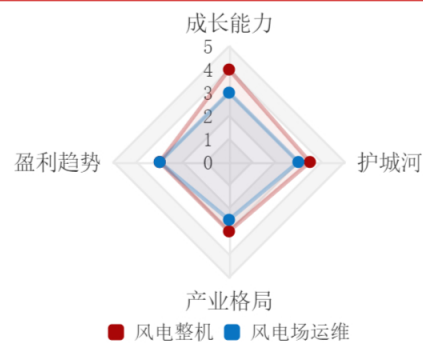
四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-04-03

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-04-03

盈利趋势下降0.5星级：上期星级3.5星，本期星级3.0星。

国内海风装机预下降，竞争加剧导致中标价格持续承压，风机业务毛利率明显下滑；欧洲市场准入被实质性切断，高毛利海外订单落地存在较大不确定性，利润兑现延迟；电站运营毛利率也有所下调，整体盈利趋势下调0.5星级。

估值评级

DDM估值下降-10.98%：上期 481.85亿，本期 428.92亿。动态估值下降-10.73%：上期 517.44亿，本期 461.91亿。

我们对公司2026-2028年收入及归母净利润预测进行了全面下调，主要基于对国内海风装机大幅下修、欧洲战略受阻及电站运营业务毛利率持续下行的重新评估。完成下调后，公司DDM估值下调10.98%。

1、未来三年收入预测的下调：

我们全面下调公司营业收入的预测，主要是我们对公司风机出货量、风机销售单价及市场份额做出下调，同时小幅下调了电站运维业务收入。

风机出货量：经过评估，我们对公司风机出货量预测做出了明显下调，主要基于国内海上风电装机预期从10-12GW下调至6-7GW，装机规模较此前预期明显缩量。海外方面，公司原计划在苏格兰投资15亿英镑建设全产业链制造基地的方案面临流产风险，欧洲战略受阻，海外出货量预期同步下修。

风机销售单价：经过评估，我们对风机销售单价做出了下调，主要基于国内海风装机总量下修背景下，存量项目竞争加剧，中标价格持续承压，对公司风机业务销售单价构成明显下行压力。海外高毛利订单能否落地存在较大不确定性，整体风机销售单价中枢较此前预期有所下移。

市场份额：经过评估，我们对公司市场份额预测做出了小幅下调，主要基于公司欧洲市场准入被实质性切断，国内海风竞争加剧，公司在国内外市场的份额拓展均面临较大阻力，市占率预期较此前有所下修。

电站运维业务：经过评估，我们对电站运维业务收入进行了小幅下调，主要基于存量项目运营规模增速放缓，新项目获取节奏不及预期，预计未来三年该板块收入贡献将略低于此前预期。

2、未来三年归母净利润预测的下调：

我们对公司归母净利润预测进行了下调，主要是我们对综合毛利率及期间费用率的预测做出调整。

综合毛利率：经过评估，我们对2026-2028年的毛利率预测做出了下调。主要原因为：

1) 风机业务：①国内海风装机下修导致竞争加剧，中标价格承压，风机销售毛利率明显下滑；②欧洲市场准入被切断，高毛利的海外订单面临较大不确定性，公司整体利润率受到拖累。

2) 电站运维业务：电站运营毛利率大概率无法维持在50%以上，预计后续将持续下降，我们将其从50%以上一路下调至2030年的40%。

期间费用率：经过评估，我们对销售、管理费用率预测做出了小幅上调，主要系公司收入规模增速放缓，规模效应减弱，叠加欧洲战略受阻后相关海外布局成本仍需消化，期间费用率摊薄效应不及此前预期。

盈利预测

核心假设及逻辑

风机业务：

收入假设：

1) 风机出货量：经过评估，我们对公司2026-2028年风机出货量预测做出下调，主要基于国内海风装机预期从10-12GW下修至6-7GW，叠加英国以国家安全为由拒绝公司在英项目、苏格兰制造基地面临流产，国内外出货量同步承压。考虑到“十五五”末抢装效应，预计2029-2030年海风装机量有较大幅度的提升，带动公司出货量持续回升。

2) 风机招标价格：经过评估，我们对风机招标价格预测做出下调，主要基于国内海风装机下修导致竞争加剧、中标价格持续承压。预计短期内招标价格将呈下行趋势，长期随大型化及度电成本支撑有望企稳回升。

盈利能力假设：

1) 毛利率：经过评估，我们对2026-2028年毛利率预测做出下调，主要系国内中标价格承压叠加欧洲市场准入被切断、高毛利海外订单落地存在较大不确定性，毛利率修复幅度不及此前预期。同时维持2029-2030年毛利率不变。

2) 费用率：经过评估，我们对销售、管理费用率预测做出小幅上调，主要系收入规模增速放缓导致规模效应减弱，叠加海外布局成本仍需消化，研发费用率随大型化趋势有所提升。

风电场运维业务：

经过评估，我们对风电场运维业务收入增速及毛利率预测做出下调。收入方面，预计2026-2030年收入复合增速将低于此前预期；毛利率方面，电站运营毛利率大概率无法维持在50%以上，预计到2026-2030年逐步下降至40%左右。

公司整体业绩预测

明阳智能	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	278.6	271.6	380.9	376.3	454.3	502.7	561.9	615.6
归母净利润(亿)	3.7	3.4	6.6	13.3	21.8	30.8	44.4	54.7
归母净利润增速(%)	-89.3	-6.6	91.1	101.3	64.5	41.1	44.3	23.1
经营性净利润(亿)	-3.3	-5.7	3.6	12.7	21.2	30.6	42.0	52.2
经营性净利润增速(%)	-111.7	-74.7	163.1	250.8	67.5	44.0	37.3	24.4
经营性归母净利润(亿)	-3.2	-5.3	3.4	12.7	21.2	30.6	42.0	52.2
经营性归母净利润增速(%)	-111.5	-65.9	164.2	270.9	67.5	44.0	37.3	24.4

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

风电整机	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	250.7	230.8	323.8	324.3	397.3	445.7	502.6	553.9
收入增速(%)	-9.4	-7.9	40.3	0.2	22.5	12.2	12.8	10.2
经营性净利润(亿)	-7.4	-9.2	-15.8	2.4	10.9	20.8	32.2	42.1
经营性净利率(%)	-3.0	-4.0	-4.9	0.7	2.7	4.7	6.4	7.6
经营性净利润增速(%)	-137.5	-24.3	-71.8	115.0	360.0	90.5	55.1	30.6
风电场运维	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	27.9	40.7	57.1	52.0	57.0	57.0	59.3	61.7
收入增速(%)	-9.4	46.2	40.3	-9.0	9.6	0.0	4.0	4.0
经营性净利润(亿)	4.1	3.5	19.4	10.3	10.3	9.8	9.7	10.1
经营性净利率(%)	14.9	8.6	34.0	19.8	18.1	17.2	16.4	16.4
经营性净利润增速(%)	-49.1	-15.7	457.3	-47.0	0.2	-5.2	-0.6	4.0

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
风电整机	5.0%	中等-	较好	较强	7.8%	15.65	40.4
风电场运维	3.2%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	10.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
风电整机(亿)	-127.8	469.6	341.8	-	-	-	341.8
风电场运维(亿)	23.9	96.2	120.1	-	-	-	120.1
公司整体测算(亿)	-103.9	565.8	461.9	-	-	-	461.9

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
风电整机(亿)	-1.2	310.9	309.7	-	-	-	309.7
风电场运维(亿)	62.8	56.4	119.2	-	-	-	119.2
公司整体测算(亿)	61.6	367.3	428.9	-	-	-	428.9

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

明阳智能估值确定性尚可，主要源于风电行业具备较强的周期性与政策依赖性，包括补贴退坡、电价市场化等，公司自身财务杠杆较高，叠加“风机制造+风场运营+电站销售”的多元业务结构复杂，盈利波动性较大，因而公司整体估值确定性不算高。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。