

# 个股深度分析

明阳智能 · 601615 · 电力设备 - 风电整机

核心结论

基本情况

行业赛道

护城河

财务质量

成长逻辑

估值分析

技术走势

资金筹码

量化因子

催化因素

风险因素

同行对比

投资观点

操作参考

跟踪指标

总结



## 核心结论与评级



### 核心结论

风电整机龙头深陷盈利泥潭，2026Q1主业几乎盈亏平衡，经营现金流连续大幅为负。PB已跌至1.04倍接近净资产，但高负债（71.9%）、高质押、负现金流三重压力叠加，短期反弹缺乏基本面支撑。中长期需等待行业出清和风机价格企稳信号。

短期

**回避——负现金流持续恶化、盈利基本停滞**

中期

**谨慎——等待行业拐点信号（装机放量+价格企稳+现金流改善）**

长期

**中性偏积极——风电长期需求确定，龙头地位稳固，但需穿越周期**

#### 主要看点

- 国内风电整机前三甲
- 海上风电技术领先
- 电站运营提供稳定现金流
- 2025年营收大增40%

#### 最大风险

风机价格战持续+经营现金流大幅为负+高质押风险

C

3.8/10

谨慎

调整因子: 大股东高比例质押 (-0.5) | 行业处于低谷期 (-0.3)

商业模式	15%		5.5
财务质量	20%		3.0
护城河	20%		5.5
估值	20%		6.5
催化剂	15%		3.5
风险	10%		3.0



## 公司基本情况

股票名称

明阳智能

股票代码

601615

所属行业

电力设备 - 风电整机

总市值

273.64亿元

流通市值

273.64亿元

市盈率(PE-TTM)

71.55

市净率(PB)

1.037

换手率

5.77%



## 行业与赛道分析

**赛道定位:** 风电整机处于产业链中游, 上游为叶片/齿轮箱/发电机等零部件, 下游为风电运营商(五大发电集团等)。整机商对上游有一定议价权但对下游(央企运营商)议价权较弱, 属于'两头受挤'的中间环节。明阳智能以海上风电见长, 半直驱技术路线差异化明显。

**行业空间:** 国内风电年新增装机预计维持在70-90GW水平, 海上风电进入加速期(2026年海风新增预计15-20GW), 海外出口市场逐步打开。全球风电市场2030年累计装机预计超2000GW, 仍有2倍以上增长

空间。

**行业趋势:** 行业景气度 (华泰) 45.35, 处于中等偏低水平。大型化趋势明确 (单机容量从 6MW→10MW+), 海上风电和'沙戈荒'大基地是增量来源。2025年风电招标量回升但价格竞争仍然激烈。

**增长驱动:** (1) 双碳政策推动能源转型; (2) 海上风电加速审批和建设; (3) 风机大型化降低度电成本; (4) 海外市场拓展 (欧洲、东南亚); (5) 老旧风场改造替换需求。

**竞争格局:** 国内整机CR3约60%, 竞争格局相对集中。金风科技、远景能源、明阳智能位居前三。但价格战已持续3年, 2025年风机毛利率仅6.4%, 中小企业加速出清。明阳在海风市场份额约25%, 位列第一。

**进入壁垒:** (1) 技术壁垒: 大型海上风机 (10MW+) 研发难度高; (2) 客户壁垒: 央企运营商对供应商资质审核严格, 新进入者需要3-5年积累; (3) 资金壁垒: 垫资模式要求大量营运资金。

**行业周期:** 风电行业处于成长中后期——陆风进入成熟期, 海风仍在高速成长期。当前处于价格战导致的'盈利低谷期', 预计2026-2027年随招标价格企稳和大型化降本, 行业盈利有望触底回升。



## 公司竞争优势与护城河

技术壁垒 (海上半直驱)

客户黏性

规模优势

护城河深度: **medium** 持续性: 中 (技术领先2-3年, 但价格战削弱护城河)

海上风电半直驱技术在国内独树一帜, 大型化机组研发保持领先。客户关系稳固 (五大发电集团核心供应商), 但整机环节产品同质化趋势明显, 价格竞争持续削弱护城河。电站运营板块 (毛利率46%) 提供一定安全垫。



## 财务质量分析

报告期	营业收入	净利润	毛利率	ROE
2023A	278.59	3.72	11.2%	1.29%
2024A	271.58	3.46	8.1%	1.29%
2025A	380.95	6.60	10.32%	2.51%
2026Q1	86.63	0.25	10.2%	0.09%

财务质量评级: **较差**——增收不增利, 现金流恶化, 三表匹配度低



## 成长逻辑分析

成长逻辑双维度拆解：（1）确定性增长——2025年营收380.95亿（YoY+40.27%）已证明规模恢复能力，但利润增长远落后于营收（净利润率仅1.73%），增量不增利是核心矛盾。2026年风电招标量有望维持高位，公司出货量预计继续增长，但盈利能力取决于风机价格走势。（2）想象空间——海上风电渗透率提升（当前海风占比<20%，2030年目标>30%）、海外出口（欧洲海风规划+东南亚新兴市场）、氢能/储能等第二增长曲线。（3）成长质量——增长以大量垫资和资本开支为代价，经营现金流持续为负，自由现金流2025FY为-86亿，属于'烧钱式增长'。综合判断：弱——增收不增利，现金流恶化，成长质量堪忧。

## 估值分析

PE(TTM)

71.55

PB

1.037

PS(TTM)

0.7

5年PE分位

None%

PEG

None

合理估值区间

**悲观8-10元**  
(净资产打折) / **中性12-16元** (PB 1.0-1.3x) / **乐观18-22元** (行业反转+PB修复至1.5-1.8x)

安全边际评估：PB仅1.04倍，已触及净资产附近，具备一定安全边际。但需注意应收账款和存货质量对净资产的潜在侵蚀风险。

## 技术走势分析

趋势

**急剧下跌——**  
近2周从17.5元  
暴跌至12.1  
元，跌幅超  
30%

支撑位

11.8

压力位

14.6

MA5

12.67

MA20

15.21

成交量

放量下跌——6月10日成交1.31亿股为近期天量



## 资金与筹码分析

### 主力资金

近10日主力资金持续净流出 (5/26大额流入5.46亿后快速逆转, 6/2单日流出2.47亿)

### 北向资金

北向资金 (香港中央结算) 持股3.03%, 较2025Q4的2.70%小幅增加

### 融资余额

15.62亿 (6月10日), 较5月29日的17.71亿下降11.8%

### 股东户数变化

2026Q1股东户数138,428户, 较2025Q4的128,434户增加7.8%, 筹码趋于分散

### 机构持仓

基本养老保险基金持股1.64%, 太平洋人寿保险持股1.48%, 易方达基金专户持股1.63%

### 大股东信号

✅ 公司正在回购 | ❌ 质押高风险——第一大股东WISER TYSON质押28.65%, 第二大股东First Base质押95.42%, 控股股东明阳新能源质押约49%



## 量化因子面板

### 全频段量价融合因子

-0.950

全市场排名: N/A  
负值, 因子表现偏弱

### 综合价值因子

0.390

全市场排名: N/A

### LLM-FADT因子

N/A

全市场排名: N/A  
未覆盖

### 综合成长因子

0.020

全市场排名: N/A  
接近零值, 成长性一般

全频段量价融合因子为负值(-0.95), 量价信号偏弱

综合成长因子接近零(0.02)

## 近期催化因素

- 已发生** 2025年报预增 (归母净利润8-10亿, YoY+131-189%) **正面** 短期 (已兑现)
- 已发生** 2025年营收380.95亿, 同比增长40.27% **正面** 中期
- 潜在** 海上风电审批加速+装机放量 **强烈正面** 中长期
- 潜在** 风机招标价格企稳回升 **强烈正面** 中期
- 潜在** 海外大型订单 (欧洲/东南亚海风项目) **正面** 中长期
- 潜在** Q2经营现金流改善 (季节性回款因素) **正面** 短期

## 风险因素

### 致命风险 (一票否决级)

✓ 未检测到致命风险

### 重大风险 (需折价补偿)

**经营现金流持续大幅为负** — 2025FY经营现金流-55.38亿, 2026Q1 -39.10亿, 持续失血可能导致流动性危机 **概率:高** **影响:高**

**大股东高比例质押** — 第二大股东First Base质押95.42%, 若股价持续下跌可能触发平仓风险 **概率:中** **影响:高**

**风机价格战持续** — 行业招标价格仍在低位, 毛利率难以大幅改善 **概率:高** **影响:高**

### 可管理风险 (正常监控)

**高负债率** — 资产负债率71.88%, 财务费用高企 (2025年5.16亿利息支出) **概率:确定** **影响:中**

**应收账款高企** — 应收账款/营收比超200%, 回款周期长, 坏账风险上升 **概率:高** **影响:中**

**存货周转慢** — 存货周转天数超200天, 可能存在滞销或减值风险 **概率:中** **影响:中**

### 财务预警指标

经营现金流: **严重警告**——连续2年为负且加速恶化

应收账款/营收: **警告**——超过200%

存货周转: **关注**——超200天

资产负债率：**关注——超70%**

大股东质押：**高风险——部分股东质押超90%**



## 同行对比

公司	代码	PE	PB	ROE	营收增速
明阳智能	601615	--	1.037	--%	--
金风科技	002202	None	--	None%	None%
运达股份	300772	None	--	None%	None%
三一重能	688349	None	--	None%	None%



## 投资观点

### 短期 (1周~1月)

短期 (1周-1月)：暴跌后技术面超卖，12元附近PB仅1.04倍存在技术性反弹可能，但基本面不支持持续上涨。Q1主业几近盈亏平衡，Q2若现金流无明显改善则反弹高度有限。

### 中期 (1~6月)

中期 (1-6月)：关注三个关键信号——①风机招标价格是否企稳；②季度经营现金流是否转正；③海上风电项目审批和开工进度。若三大信号共振向好，PB有望修复至1.3-1.5倍 (对应15-18元)。

### 长期 (6月+)

长期 (6月+)：风电作为主力可再生能源地位不会动摇，海风市场空间广阔。明阳智能作为技术领先的海风龙头，穿越周期后有望受益于行业集中度提升。长期合理估值PB 1.5-2.0倍。

### 📌 华泰首席·资产配置观点

华泰首席资产配置观点 (2026/5/22)：新能源/锂电关注业绩兑现，但未特别提及风电整机。顺周期方向关注工程机械、有色、化工。当前市场风格偏AI链+顺周期，风电整机不在主线方向。



## 操作参考

买入区间

10-12元 (PB<1倍净资产, 悲观情景)

加仓条件

①季度经营现金流转正; ②风机中标价格环比回升5%以上; ③北向资金连续5日净流入

止损位

跌破10元或出现债务违约信号

目标价

短期反弹14-15元 / 中期17-20元 / 长期25+元

✅ 一票否决条件: 未触发



## 后续跟踪指标

- ▶ 风电招标价格走势 (月度)
- ▶ 季度经营现金流变动
- ▶ 毛利率变化趋势
- ▶ 海上风电项目审批进度
- ▶ 大股东质押比例及平仓线
- ▶ 应收账款周转天数
- ▶ 融资余额变化
- ▶ 海外订单公告



## 总结与声明

**核心观点:** 风电整机龙头深陷盈利泥潭, 2026Q1主业几乎盈亏平衡, 经营现金流连续大幅为负。PB已跌至1.04倍接近净资产, 但高负债 (71.9%)、高质押、负现金流三重压力叠加, 短期反弹缺乏基本面支撑。中长期需等待行业出清和风机价格企稳信号。

### 📌 华泰智研框架分析洞见

行业轮动环境

当前市场主线在AI链和全球顺周期 (工程机械、有色、化工), 新能源方向更关注锂电业绩兑现。风电整机板块不在当前市场风格偏好范围内。

行业景气位置

风电设备行业景气度45.35处于中等偏低水平。华泰首席观点中新能源方向提到'新能源/锂电关注业绩兑现', 风电整机非当前主线。从华泰周期框架

看，风电处于盈利低谷期，需等待行业出清和价格企稳信号。

#### A股市场情绪

A股情绪指数47.10%，处于中性偏弱区间，市场风险偏好不高，不利于高负债周期股的估值修复。

#### 资金面环境

全市场资金面：散户小幅净流入(51.88亿)，但产业资本减持(-52.93亿)、融资资金流出(-52.21亿)、ETF流出(-88.02亿)、一级市场抽血(-223.53亿)，整体资金面偏紧。明阳智能主力资金持续流出。

#### 免责声明：

数据来源：通联数据 MCP + 华泰智研 MCP

**华泰智研声明：**以上内容由 AI 基于华泰证券研究报告及其附属成果总结生成，可能省略完整报告中的重要信息、市场风险、业绩不及预期等风险，请务必阅读完整原始报告。有关数据、观点、评级等具有时效性，请自行核实最新信息。

**通用声明：**以上内容仅作为研究分析和投资参考，不构成任何保证收益或直接买卖建议。市场有风险，投资需谨慎，具体操作应结合个人风险承受能力、仓位情况和实时市场变化。