

2023 年三季报点评：23Q3 风机出货不及预期，订单新高支撑未来出货

增持 (下调)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	46,437	41,697	47,021	50,347
同比	-9%	-10%	13%	7%
归属母公司净利润 (百万元)	2,383	1,552	2,011	2,400
同比	-36%	-35%	30%	19%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.56	0.37	0.48	0.57
P/E (现价&最新股本摊薄)	15.58	23.94	18.47	15.47

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- 事件：**公司发布三季报，2023Q1-3 收入 293 亿元，同增 12.1%；归母净利 12.6 亿元，同降 46.7%。其中 Q3 收入 103 亿元，同/环比+8.6%/-23.2%；归母净利 0.09 亿元，同/环比-98%/-43%。2023Q3 公司毛利率 18.2%，环比+4.2pct，主要系风机业务大型化降本&出口占比提升，但期间费用率较高，达 17.9%，整体业绩不及预期。
- 23Q3 风机销售 3.1GW、低于预期。**2023Q1-3 风机销售 8.90GW，同比+27%，其中 Q3 销 3.1GW，同/环比+6%/-33%。分机型看，大型化不断推进，三季度 6MW+机型为主流，销 1.72GW，占比 56%；4-6MW 机型销 1.37GW，占比 44%，4MW+机型占比自 2022 年底的 66%提升至 99%。公司预计 2023 年出货 16GW（其中海上 0.5/出口 1.7GW），2024 年出货 20GW（其中海上 2/出口 2.3GW）。
- 在手订单创新高、大型化占比持续提升。**截至 2023Q3，公司总订单量达 31.5GW，环增 5%，其中外部待执行订单 22.04GW（4-6MW 机型 12.4GW，6MW+机型 8.7GW）；外部中标未签订单为 7.9GW（4-6MW 机型 3.2GW，6MW+机型 4.7GW），整体 6MW+机型达 13.4GW，6MW+占比进一步升至 45%，环增 5pct。
- 风场开发持续扩张。**2023Q1-3 国内外自营风场权益并网新增 1GW，累计自营权益装机量 7.3GW，同增 5%，权益在建容量 2.9GW，同比+5%。国际累计装机 6.36GW，在运权益容量 0.46GW。2023Q3 公司转让风场 81MW（2023Q1-3 800MW），公司自营风场平均发电小时数 523h，高于行业 95h。
- Q3 费用率承压、经营性现金流改善明显、存货有所增长。**Q3 期间费用率 17.9%，环增 4.4pct；经营性活动现金流入 33.5 亿元，环增 727%，主要系采购、支付劳务的现金减少，现金流大幅改善；存货 175 亿元，环比+18%，主要系交付需求促使采购的存货增加；合同负债 111 亿元，环增 15%，主要系订单增加，商品销售预收款增加。
- 投资建议：**基于风机大型化价格竞争加剧，我们下调 2023-2025 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利 15.5/20.1/24.0 亿元（2023-2025 年前值分别为 30.7/36.3/41.9 亿元），同比-35%/+30%/+19%，对应 PE 24/18/15 倍，下调为“增持”评级。
- 风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

2023 年 10 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.79
一年最低/最高价	8.36/11.91
市净率(倍)	1.05
流通 A 股市值(百万元)	29,832.65
总市值(百万元)	37,138.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.41
资产负债率(% ,LF)	72.25
总股本(百万股)	4,225.07
流通 A 股(百万股)	3,393.93

相关研究

《金风科技(002202)：2022 年报点评：风机制造承压，风场开发和后服务成为重要增长点》

2023-04-02

《金风科技(002202)：2022 年中报点评：中速永磁推广顺利，在手订单充足 H2 放量可期》

2022-08-23

金风科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	62,373	60,737	62,684	62,906	营业收入	46,437	41,697	47,021	50,347
货币资金及交易性金融资产	16,128	12,348	10,512	9,112	营业成本(含金融类)	38,237	34,312	39,065	41,856
经营性应收款项	27,152	25,061	26,828	27,457	税金及附加	213	175	188	201
存货	9,848	14,991	15,974	16,528	销售费用	3,193	2,794	3,197	3,323
合同资产	2,323	1,876	2,234	2,329	管理费用	1,924	1,960	2,116	2,115
其他流动资产	6,922	6,461	7,137	7,480	研发费用	1,589	1,459	1,552	1,661
非流动资产	74,449	84,248	94,097	104,919	财务费用	1,078	1,119	1,289	1,462
长期股权投资	5,401	5,149	4,898	4,647	加:其他收益	373	292	329	352
固定资产及使用权资产	32,570	36,650	40,250	43,366	投资净收益	2,368	2,502	2,774	3,046
在建工程	7,200	7,920	8,652	9,391	公允价值变动	(117)	50	74	80
无形资产	6,665	7,365	8,035	8,645	减值损失	(55)	(323)	(367)	(410)
商誉	178	177	174	179	资产处置收益	4	(54)	(19)	(5)
长期待摊费用	81	75	75	75	营业利润	2,775	2,344	2,405	2,792
其他非流动资产	22,355	26,912	32,013	38,615	营业外净收支	(4)	(39)	0	(5)
资产总计	136,822	144,986	156,781	167,825	利润总额	2,772	2,305	2,406	2,787
流动负债	59,130	62,416	67,774	72,963	减:所得税	335	738	368	362
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,484	6,512	6,512	6,512	净利润	2,437	1,567	2,038	2,425
经营性应付款项	39,555	37,618	41,654	45,259	减:少数股东损益	53	16	26	24
合同负债	6,275	11,323	12,110	13,394	归属母公司净利润	2,383	1,552	2,011	2,400
其他流动负债	6,817	6,962	7,498	7,798					
非流动负债	37,346	42,157	46,557	49,987	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.37	0.48	0.57
长期借款	28,366	30,577	33,677	36,907	EBIT	1,887	996	903	1,191
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	4,671	4,437	4,834	5,642
租赁负债	2,598	5,198	6,498	6,698					
其他非流动负债	6,382	6,382	6,382	6,382					
负债合计	96,476	104,573	114,331	122,950	毛利率(%)	17.66	17.71	16.92	16.87
归属母公司股东权益	38,095	38,146	40,157	42,557	归母净利率(%)	5.13	3.72	4.28	4.77
少数股东权益	2,251	2,267	2,293	2,318					
所有者权益合计	40,346	40,413	42,450	44,875	收入增长率(%)	(8.77)	(10.21)	12.77	7.07
负债和股东权益	136,822	144,986	156,781	167,825	归母净利润增长率(%)	(36.12)	(34.90)	29.61	19.37

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,881	4,945	6,389	9,197	每股净资产(元)	8.31	8.67	9.15	9.72
投资活动现金流	(6,139)	(10,551)	(11,184)	(12,437)	最新发行在外股份 (百万股)	4,225	4,225	4,225	4,225
筹资活动现金流	6,917	2,326	2,959	1,840	ROIC(%)	2.29	0.84	0.89	1.13
现金净增加额	6,703	(3,280)	(1,836)	(1,399)	ROE-摊薄(%)	6.26	4.07	5.01	5.64
折旧和摊销	2,784	3,441	3,931	4,451	资产负债率(%)	70.51	72.13	72.92	73.26
资本开支	(8,729)	(9,130)	(9,045)	(9,049)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.58	23.94	18.47	15.47
营运资本变动	2,213	292	1,459	3,332	P/B (现价)	1.06	1.01	0.96	0.90

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>