

# 金风科技 (002202)

## 2023 年年报点评: 23 年风机出货略超预期, 看好大型化提升优化盈利

增持 (维持)

2024 年 03 月 30 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 郭亚男

执业证书: S0600523070003  
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	46,437	50,457	68,073	71,524	74,004
同比	-8.77%	8.66%	34.91%	5.07%	3.47%
归母净利润 (百万元)	2,383	1,331	1,512	1,826	2,019
同比	-36.12%	-44.16%	13.58%	20.78%	10.57%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.56	0.32	0.36	0.43	0.48
P/E (现价&最新摊薄)	13.35	23.90	21.04	17.42	15.76

关键词: #新产品、新技术、新客户

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报, 2023 年营收 504.6 亿元, 同增 8.7%; 归母净利 13.3 亿元, 同减 44.2%。其中 2023Q4 营收 211.4 亿元, 同增 4.3%, 环增 104.9%; 归母净利润 0.7 亿元, 同增 278%, 环增 644%。2023 年毛利率为 17.1%, 同降 0.5pct, 2023Q4 毛利率 16.5%, 同增 5.4pct, 环减 1.6pct。
- **23 年风机外销 13.8GW、略超预期, 24 年预计出货 18-20GW。** 2023 年风机及零部件收入 329 亿元, 同增 1%, 毛利率 6.4%, 同增 0.2pct。公司 2023 年外销 13.8GW (我们预计出货 16gw), 同比-1%, 其中 Q4 销 4.9GW, 同/环比-29%/+56%, 测算 Q4 风机及零部件毛利率约 8-9%, 提升主要系毛利率较高的零部件交付较多所致(预计 10%+)。分机型看, 大型化不断推进, 四季度 6MW+机型占比持续提升, 销 2.9GW, 占比 59%, 环增 4pct; 4-6MW 机型销 1.9GW, 占比 39%。公司预计 2024 年出货 18-20GW, 同增 12%+。
- **Q4 交付旺季下订单总量环比略降 4%、大型化占比持续提升。** 截至 23Q4, 公司总订单量达 30.4GW, 环比-4%, 其中外部待执行订单 20.71GW (4-6MW 机型 10.4GW, 6MW+机型 9.5GW); 外部中标未签订单为 9.1GW (4-6MW 机型 3.9GW, 6MW+机型 5.2GW), 整体 6MW+机型达 14.6GW, 6MW+占比进一步升至 49%, 环增 4pct。
- **风场开发持续扩张, 24 年预计电站化产品收入有望超百亿。** 2023 年公司风场投资与开发收入 109 亿元, 同增 58%, 其中发电收入 64 亿元, 同减 7%、电站产品化收入约 45 亿元, 整体风场业务毛利率 47.3%, 同降 18pct, 主要系新增电站产品化业务毛利率较低所致。2023 年国内外自营风场权益并网新增 1.79GW, 同增 3%, 累计自营权益装机量 7.3GW, 同增 3%, 权益在建容量 2.35GW, 同比-11%。2023 年公司转让风场 1568MW (其中权益转让 822MW/电站化转让超 740MW), 权益转让贡献投资收益 17.2 亿元, 同增 54%, 2024 年公司预计电站化产品收入有望超百亿。2023 年公司国内自营风场平均发电小时数 2441h, 高于行业 216h, 持续保持高标准, 彰显公司风机实力。
- **风电后服务、水务业务规模持续增长、储能业务实现 0-1。** 2023 年风电服务实现营收 52.4 亿元, 同减 7%, 其中后服务收入 30.3 亿元, 同增 23%, 后服务容量约 31GW, 同比+10.2%。风电服务毛利率同降 4pct 至 19.8%。2023 年公司水务业务收入 10.3 亿元, 同增 14%, 累计运营规模共计 283.95 万吨/日, 同比持平。储能业务公司 2023 年实现 0-1 突破, 建成 3GWh 产能, 覆盖国内大储、工商储和国际场景, 全年国内实现中标 3-4GWh, 跃居全国中标量前四。
- **盈利预测与投资评级:** 基于风机大型化竞争加剧, 我们下调 2024-2025 年盈利预测, 我们预计 2024-2026 年归母净利润 15.1/18.3/20.2 亿元 (2024-2025 年前值为 20.1/24.0 亿元), 同增 14%/21%/11%, 对应 PE21/17/16 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	7.53
一年最低/最高价	6.37/11.48
市净率(倍)	0.89
流通 A 股市值(百万元)	25,557.57
总市值(百万元)	31,814.76

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.42
资产负债率(% ,LF)	71.96
总股本(百万股)	4,225.07
流通 A 股(百万股)	3,394.10

### 相关研究

《金风科技(002202): 2023 年三季度报点评: 23Q3 风机出货不及预期, 订单新高支撑未来出货》

2023-10-28

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

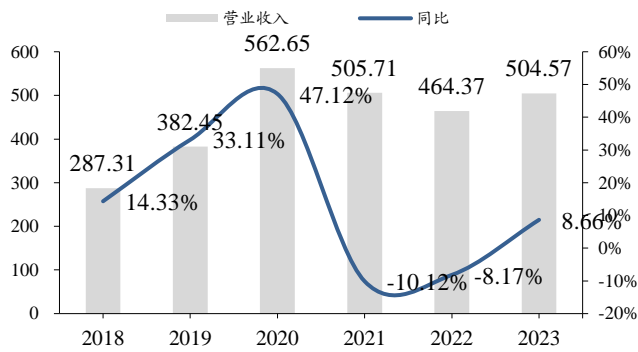
2023-04-02

## 图表目录

图 1: 2023 年收入 504.6 亿元, 同比+8.66% (亿元, %)	3
图 2: 2023 年归母净利润 13.3 亿元, 同比-44.2% (亿元, %)	3
图 3: 2023Q4 毛利率、净利率同比+5.3pct、+0.2pct (%)	3
图 4: 2023Q4 期间费用率 13.89%, 同比-1pct (%)	3

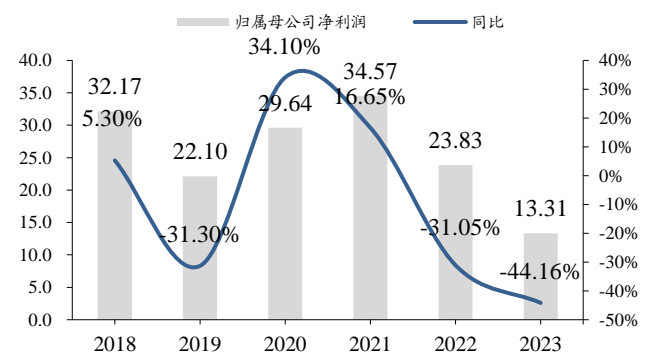
**事件：**公司发布 2023 年年报，2023 年营收 504.6 亿元，同增 8.7%；归母净利 13.3 亿元，同减 44.2%。其中 2023Q4 营收 211.4 亿元，同增 4.3%，环增 104.9%；归母净利润 0.7 亿元，同增 278%，环增 644%。2023 年毛利率为 17.1%，同降 0.5pct，2023Q4 毛利率 16.5%，同增 5.4pct，环减 1.6pct。

图1：2023 年收入 504.6 亿元，同比+8.66%（亿元，%）



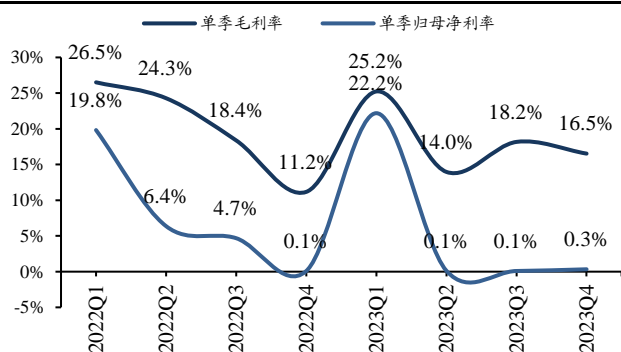
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2023 年归母净利润 13.3 亿元，同比-44.2%（亿元，%）



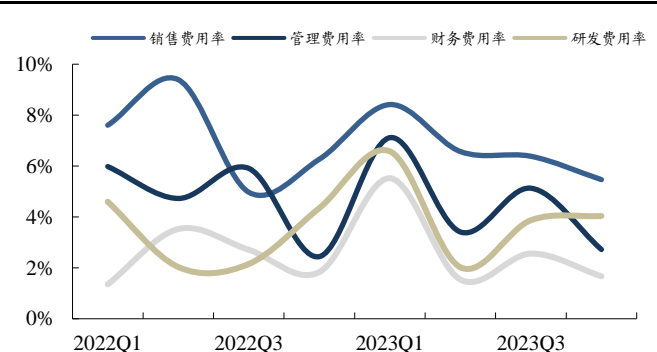
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：2023Q4 毛利率、净利率同比+5.3pct、+0.2pct（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：2023Q4 期间费用率 13.89%，同比-1pct（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**23 年风机外销 13.8GW、略超预期、24 年预计出货 18-20GW。**2023 年风机及零部件收入 329 亿元，同增 1%，毛利率 6.4%，同增 0.2pct。公司 2023 年外销 13.8GW（我们预计出货 16gw），同比-1%，其中 Q4 销 4.9GW，同/环比-29%/+56%，测算 Q4 风机及零部件毛利率约 8-9%，提升主要系毛利率较高的零部件交付较多所致（预计 10%+）。分机型看，大型化不断推进，四季度 6MW+机型占比继续提升，销 2.9GW，占比 59%，环增 4pct；4-6MW 机型销 1.9GW，占比 39%。公司预计 2024 年出货 18-20GW，同增 12%+。

**Q4 交付旺季下订单总量环比略降 4%、大型化占比持续提升。**截至 23Q4，公司总订单量达 30.4GW，环比-4%，其中外部待执行订单 20.71GW（4-6MW 机型 10.4GW，6MW+机型 9.5GW）；外部中标未签订单为 9.1GW（4-6MW 机型 3.9GW，6MW+机型 5.2GW），整体 6MW+机型达 14.6GW，6MW+占比进一步升至 49%，环增 4pct。

**风场开发持续扩张、24年预计电站化产品收入有望超百亿。**2023年公司风场投资与开发收入109亿元，同增58%，其中发电收入64亿元，同减7%、电站产品化收入约45亿元，整体风场业务毛利率47.3%，同降18pct，主要系新增电站产品化业务毛利率较低所致。2023年国内外自营风场权益并网新增1.79GW，同增3%，累计自营权益装机容量7.3GW，同增3%，权益在建容量2.35GW，同比-11%。2023年公司转让风场1568MW（其中权益转让822MW/电站化转让超740MW），权益转让贡献投资收益17.2亿元，同增54%，2024年公司预计电站化产品收入有望超百亿。2023年公司国内自营风场平均发电小时数2441h，高于行业216h，持续保持高标准，彰显公司风机实力。

**风电后服务、水务业务规模继续增长、储能业务实现0-1。**2023年风电服务实现营业收入52.4亿元，同减7%，其中后服务收入30.3亿元，同增23%，后服务容量约31GW，同比+10.2%。风电服务毛利率同降4pct至19.8%。2023年公司水务业务收入10.3亿元，同增14%，累计运营规模共计283.95万吨/日，同比持平。储能业务公司2023年实现0-1突破，建成3GWh产能，覆盖国内大储、工商储和国际场景，全年国内实现中标3-4GWh，跃居全国中标量前四。

**23Q4费用率同比下降、全年存货及合同负债上升。**2023年期间费用率16.1%，同减0.6pct，主要系销售费用率及管理费用率下降；Q4期间费用率13.9%，同环比-1.0/-4.1pct，环降系Q4营收增长强劲导致基数变大，而管理费用刚性导致费率降低所致。2023年底存货/合同负债152.6亿/102.0亿，同增55%/62%，主要系为满足订单交付需求采购的存货增加。2023Q4公司现金流显著改善，经营现金流量净额为65.76亿元，环增96.4%。

**盈利预测与投资评级：**基于风机大型化竞争加剧，我们下调2024-2025年盈利预测，我们预计2024-2026年归母净利润15.1/18.3/20.2亿元（2024-2025年前值为20.1/24.0亿元），同增14%/21%/11%，对应PE21/17/16倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

## 金风科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>63,829</b>	<b>95,341</b>	<b>92,153</b>	<b>90,526</b>	<b>营业总收入</b>	<b>50,457</b>	<b>68,073</b>	<b>71,524</b>	<b>74,004</b>
货币资金及交易性金融资产	14,945	19,819	17,196	17,150	营业成本(含金融类)	41,807	56,945	59,624	61,879
经营性应收款项	27,446	40,956	40,815	38,359	税金及附加	231	306	286	296
存货	15,257	24,668	24,266	24,352	销售费用	3,165	3,608	3,791	3,774
合同资产	1,353	3,063	2,568	2,994	管理费用	1,958	2,042	2,074	2,072
其他流动资产	4,828	6,835	7,307	7,671	研发费用	1,891	2,383	2,432	2,442
<b>非流动资产</b>	<b>79,665</b>	<b>89,146</b>	<b>98,633</b>	<b>109,044</b>	财务费用	1,131	1,170	1,352	1,470
长期股权投资	4,854	4,581	4,308	4,035	加:其他收益	499	550	600	700
固定资产及使用权资产	36,484	40,506	43,987	46,901	投资净收益	2,246	340	367	397
在建工程	7,795	8,277	8,866	9,520	公允价值变动	349	70	78	80
无形资产	6,977	7,677	8,347	8,957	减值损失	(711)	(678)	(622)	(615)
商誉	107	106	103	108	资产处置收益	(58)	0	0	0
长期待摊费用	91	85	85	85	<b>营业利润</b>	<b>2,599</b>	<b>1,901</b>	<b>2,388</b>	<b>2,631</b>
其他非流动资产	23,356	27,913	32,936	39,437	营业外净收支	(80)	(39)	(17)	(17)
<b>资产总计</b>	<b>143,495</b>	<b>184,487</b>	<b>190,786</b>	<b>199,570</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,519</b>	<b>1,862</b>	<b>2,372</b>	<b>2,615</b>
<b>流动负债</b>	<b>63,020</b>	<b>95,740</b>	<b>95,889</b>	<b>101,233</b>	减:所得税	997	335	522	575
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,685	5,499	5,499	5,499	<b>净利润</b>	<b>1,522</b>	<b>1,527</b>	<b>1,850</b>	<b>2,039</b>
经营性应付款项	41,664	62,434	62,928	66,576	减:少数股东损益	191	15	24	20
合同负债	10,179	18,792	18,484	19,801	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,331</b>	<b>1,512</b>	<b>1,826</b>	<b>2,019</b>
其他流动负债	6,491	9,014	8,977	9,356	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.32	0.36	0.43	0.48
非流动负债	40,246	47,546	51,846	53,246	EBIT	1,498	2,789	3,317	3,540
长期借款	28,151	32,651	35,651	36,851	EBITDA	4,343	6,581	7,608	8,356
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.14	16.35	16.64	16.38
租赁负债	4,967	7,767	9,067	9,267	归母净利率(%)	2.64	2.22	2.55	2.73
其他非流动负债	7,129	7,129	7,129	7,129	收入增长率(%)	8.66	34.91	5.07	3.47
<b>负债合计</b>	<b>103,266</b>	<b>143,286</b>	<b>147,735</b>	<b>154,479</b>	归母净利润增长率(%)	(44.16)	13.58	20.78	10.57
归属母公司股东权益	37,610	38,567	40,393	42,412					
少数股东权益	2,619	2,634	2,658	2,679					
<b>所有者权益合计</b>	<b>40,229</b>	<b>41,201</b>	<b>43,051</b>	<b>45,090</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>143,495</b>	<b>184,487</b>	<b>190,786</b>	<b>199,570</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,854	11,602	8,264	15,305	每股净资产(元)	8.42	8.77	9.21	9.68
投资活动现金流	(1,824)	(12,686)	(13,588)	(15,047)	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	(1,993)	6,458	2,701	(305)	ROIC(%)	1.16	2.77	2.87	2.91
现金净增加额	(2,209)	5,374	(2,623)	(47)	ROE-摊薄(%)	3.54	3.92	4.52	4.76
折旧和摊销	2,845	3,792	4,291	4,816	资产负债率(%)	71.96	77.67	77.43	77.41
资本开支	(6,746)	(9,131)	(9,142)	(9,132)	P/E (现价&最新股本摊薄)	23.90	21.04	17.42	15.76
营运资本变动	(1,335)	4,560	312	6,569	P/B (现价)	0.89	0.86	0.82	0.78

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。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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>