

Q3下游交付陆续起量，风机毛利率环比改善

--新能源行业-风电24Q3总结

证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199798

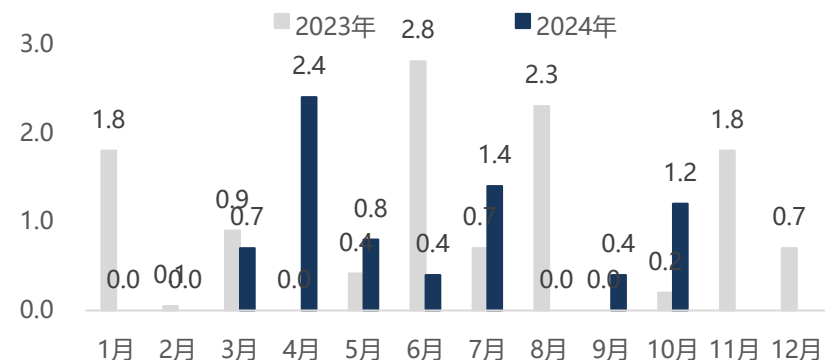
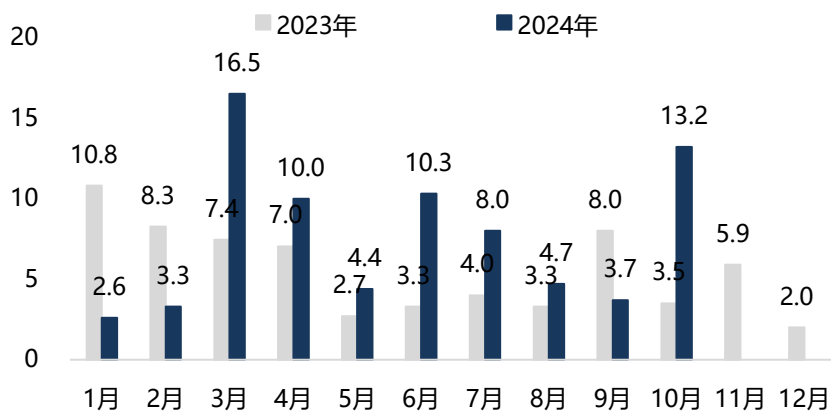
2024年11月28日

- ◆ **24年1-10月风电新增装机45.8GW，同增22.8%**；我们预计25年陆风装机进入景气阶段，海风进入高增阶段，总并网量分别达85、110GW。
- ◆ **24Q3风电板块营收同比基本持平，盈利能力下滑**。风电板块共选取企业31家，24Q3板块收入778亿元，同比基本持平，环比+11%，归母净利润31亿元，同比-12%，环比-0.3%，Q3陆风起量，但海风起量尚不明显。24Q3风电板块毛利率为15.7%，同/环比-2.3/-1.5pct，净利率为4.2%，同/环比-1.1/-2.4pct。24Q3子板块收入同比增速：整机（16%）>铸锻件（11%）>海缆（9%）>叶片（5%）>轴承（-2%）>塔筒（-24%）；归母净利润同比增速：整机（35%）>海缆（25%）>叶片（-35%）>铸锻件（-45%）>轴承（-68%）>塔筒（-70%）。
- ◆ **整机24Q3营收大幅提升，受转让规模影响盈利环比下降**。整机板块24Q2营收291亿元，同环比-3/+62%；归母净利润14.8亿元，同环比+34/94%；毛利率14.6%，同环比-1.5/-6.7pct，净利率5.1%，同环比+1.2/+0.5pct。**塔筒24Q3营收环比提升，盈利同比下滑**。塔筒板块24Q3营收49亿元，同环比-24/+23%；归母净利润1.2亿元，同环比-70/-61%；毛利率16.3%，同环比-3.2/-5.4pct，净利率2.6%，同环比-3.6/-5.4pct。**海缆板块盈利能力维持稳定**。24Q3营收155.3亿元，同环比8.8%/-2.5%；归母净利润11.4亿元，同环比25.1%/-5.4%；毛利率15.7%，同环比-1.7/-1.3pct；净利率7.3%，同环比+0.7/-0.3pct。**铸锻件受降价影响，盈利能力同比下滑**。24Q3铸件板块营收72.8亿元，同环比-11.3%/+14.8%；归母净利润2.3亿元，同环比-44.9%/-56.4%；毛利率14.5%，同环比-3.7/-1.7pct；净利率3.2%，同环比-3.3/-5.3pct。
- ◆ **海风江苏广东均获积极进展，继续看好24H2&25年起量**。**江苏开工在即**：受审批问题影响，江苏项目合计2.65GW开工进展继续推迟；目前已基本解决完毕；预计12月底三峡大丰800MW、国信大丰850MW项目有望启动开工，24年无法全容量投产，为25年项目提供增量。**广东航道问题解决在即，为25年贡献足额装机量**：6月18日帆石二项目公示用海变更，7月25日阳江市发改委发布《青洲五六七项目通航安全保障实施方案》购买服务的公告，均代表航道问题解决在即。我们判断，青洲五七、帆石一二项目有望于24年底或25年初开工，25年底并网，为25年贡献足额装机量。
- ◆ **投资建议**：我们预计海风24年装机7~8GW、25年装机13~15GW，分别同增25%、100%；远期深远海衔接，具备长期成长性。陆风大型化降本驱动IRR高增，24、25年装机预期80、100GW，25年景气度高。推荐**东方电缆、起帆电缆**，关注中天科技（通信覆盖）、亨通光电（通信覆盖）；推荐**大金重工、天顺风能、海力风电、泰胜风能**；推荐**日月股份**，关注金雷股份；推荐**三一重能、明阳智能、金风科技**，关注运达股份；关注时代新材、中材科技；关注崇德科技、新强联（机械覆盖）、长盛轴承。
- ◆ **风险提示**：竞争加剧、政策超预期变化、新增装机量不及预期、原材料价格快速提升。

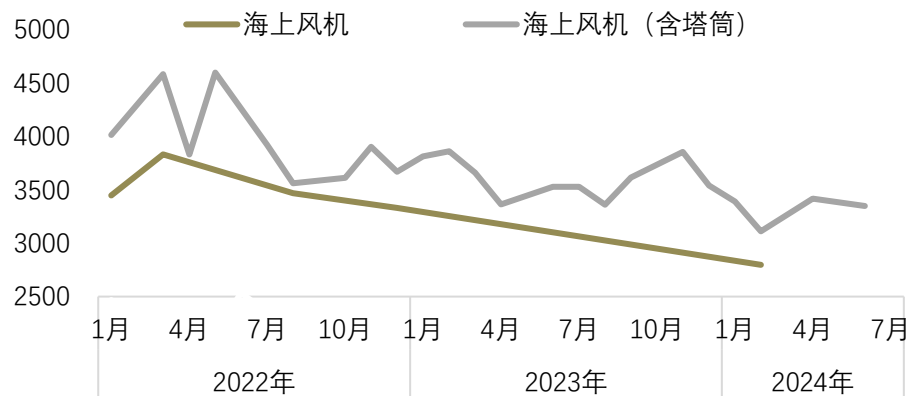
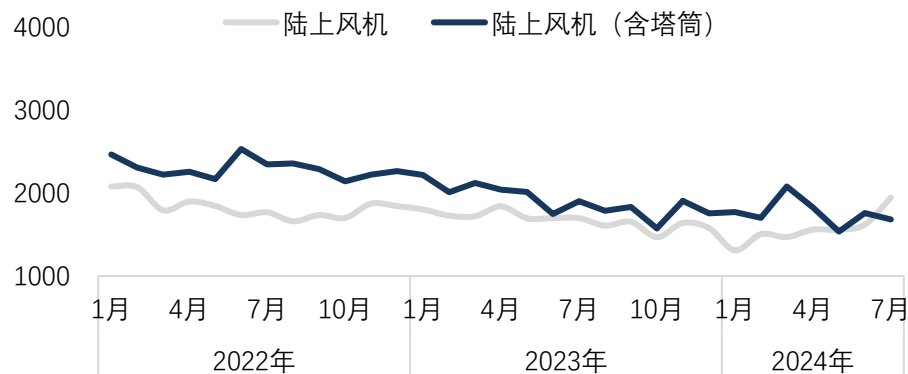
1 国内：24年招标100GW，陆风景气高，海风招标较淡

- ◆ **陆风**：24年1-10月国内陆风招标90GW，同比增长70%，陆风招标景气度高；陆风（含塔筒）均价维持在1800~1900元/kW，个别项目因使用10MW+大风机导致中标价仅1000~1100元/kW，其余中标结果看陆风中标价基本企稳。
- ◆ **海风**：24年1-10月国内海风招标9GW，达到去年全年招标体量，但招标总容量仍低于预期，其中1、2、8等月份0招标，9月30日中广核启动广东海风项目招标后预计节奏有望重启。海风中标价（含塔筒）仍维持在3300~3500元/kW。

图表：2023-2024年陆风、海风风机招标情况 (GW)



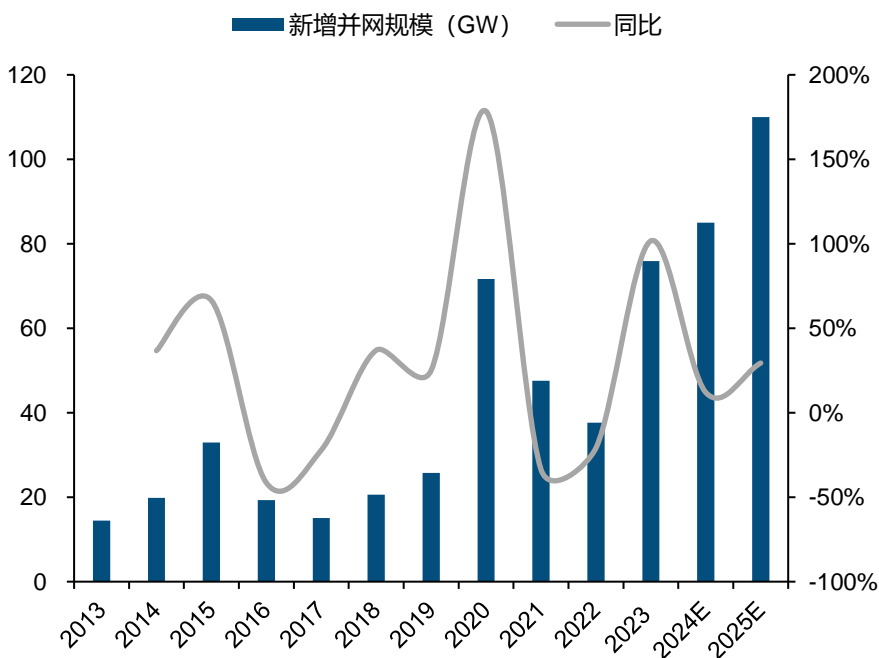
图表：2022-2024年陆风、海风风机中标价 (元/kW)



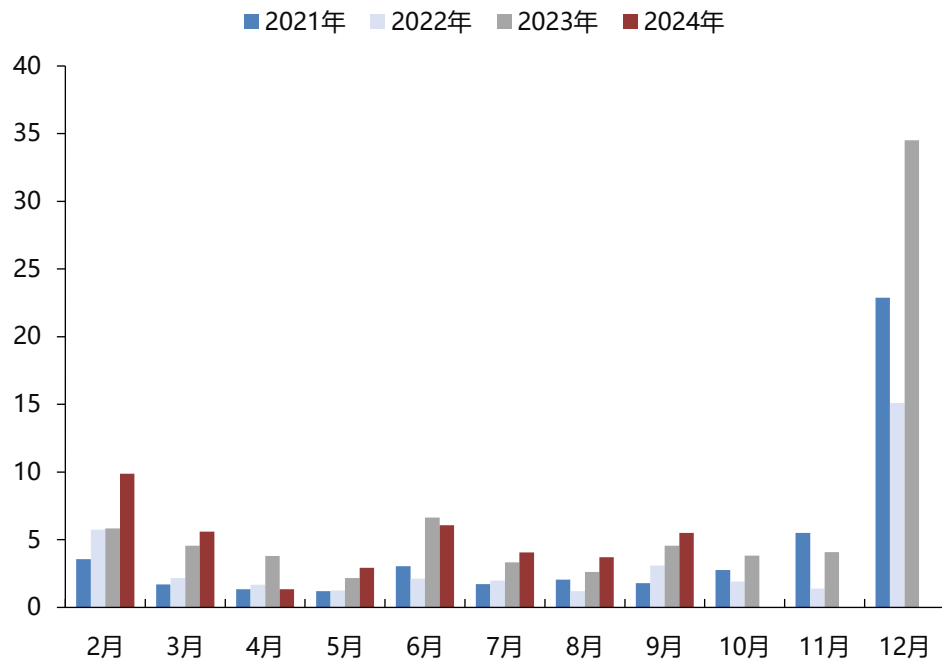
2 国内：预计24~25年我国风电新增并网量分别达到85、110GW

◆ **预计24~25年我国风电新增并网量分别达到85、110GW**：2020、2021年陆风、海风分别完成抢装后，21、22年我国风电新增并网量较低，分别装机48、38GW；随后陆海风快速实现平价，风电装机起量。2023年我国风电累计并网量441GW，同比增长21%；新增并网量76GW，同比增长102%。24年1-10月风电新增装机45.8GW，同增22.8%；我们预计24~25年陆风将实现平稳增长，海风进入高增阶段，总并网量分别达到85、110GW。

图表：2013~2025E我国风电新增并网规模及预测（GW）



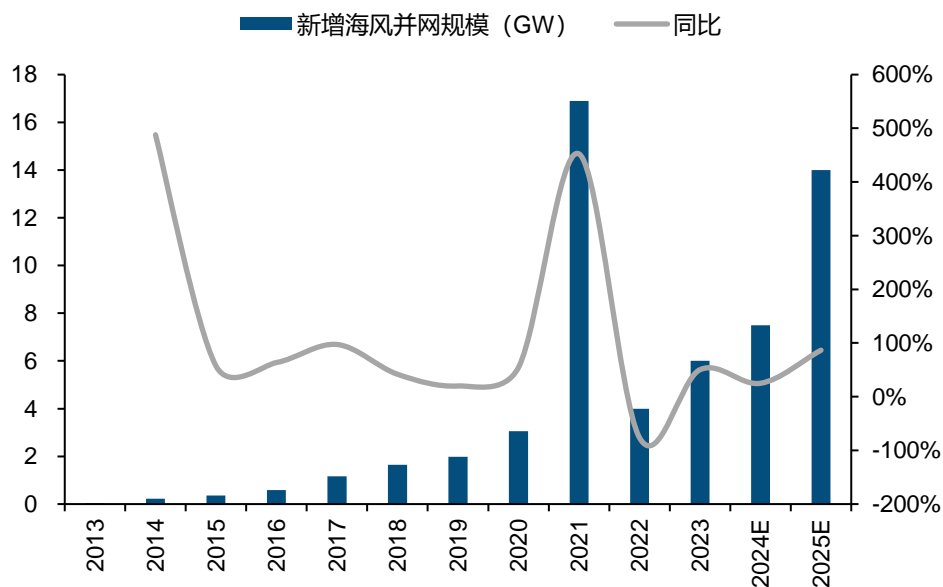
图表：2021~2024年各月度风电新增装机量（GW）



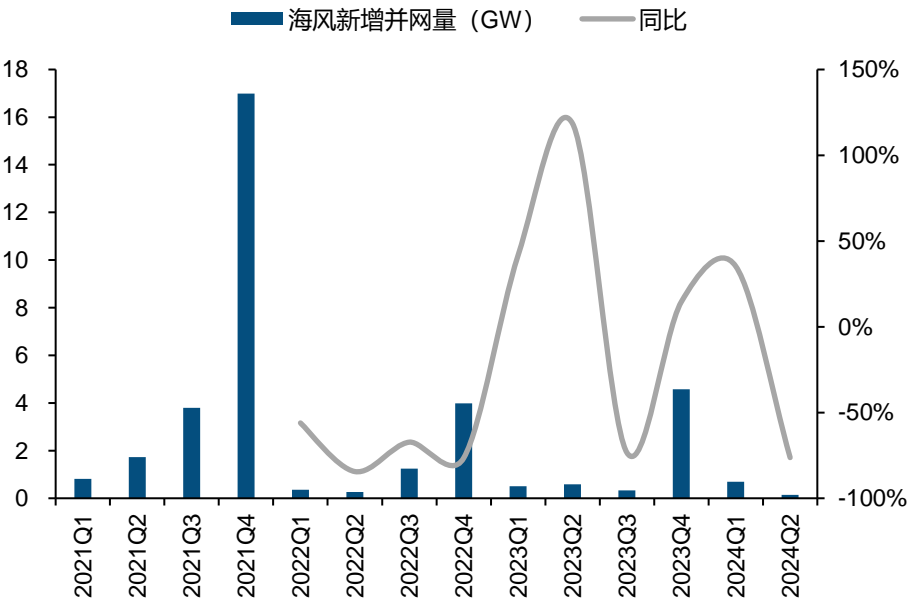
3 国内：预计24~25年我国海风新增并网量7.5、14GW

- ◆ **预计24~25年我国海风新增并网量分别达到7.5、13~15GW**：2021年海风抢装当年实现16.9GW装机量，随后进入平价阶段，沿海各省逐步重视海风发展，纷纷推出海上风电装机规划。2022~2023年受单30、广东、江苏等标志性事件的限制，行业装机受限。我们判断24年起各限制性因素将逐步解决，24、25年海风装机量7.5、13~15GW，同比增长25%、100%。
- ◆ **24上半年海风开工表现低迷**：根据国家能源局数据，2024上半年海风新增并网量830MW；产业链反馈江苏、山东、浙江等地区海风开工较慢，对应海风相关企业业绩表现一般。

图表：2013~2025E我国海风新增并网规模及预测（GW）



图表：2021~2024年各季度海风新增装机量（GW）



5 国内：江苏项目开工继续推迟

- ◆ **江苏项目开工继续推迟**：受审批问题影响，江苏项目合计2.65GW开工进展继续推迟；目前已基本解决完毕；预计12月底三峡大丰800MW、国信大丰850MW项目有望启动开工，24年无法全容量投产，为25年项目提供增量。

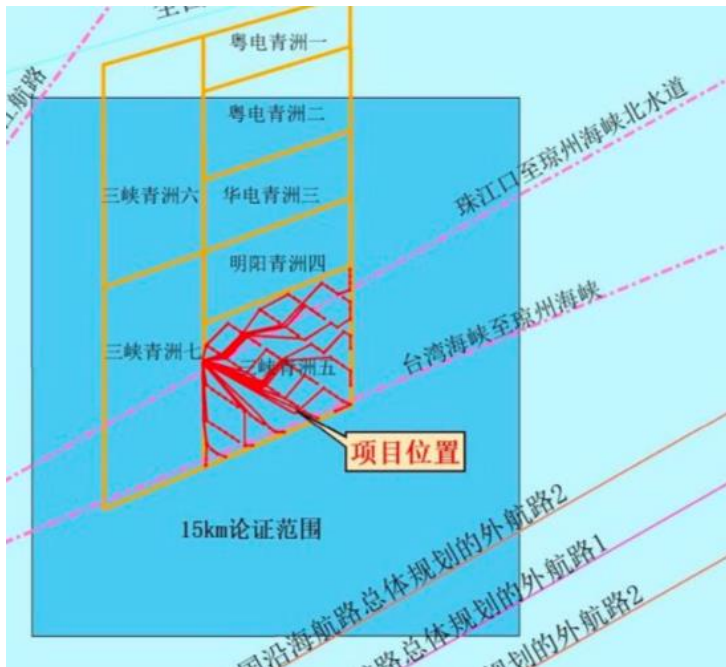
图表：江苏海风项目进展

| 时间 | 事件 |
|----------|-------------------------------------|
| 2023/06 | 江苏三峡大丰800MW项目海缆、机组招标 |
| 2023/09 | 江苏国信大丰850MW项目通过用海预审 |
| 2023/09 | 江苏射阳1GW项目通过核准 |
| 2024/03 | 整改方案签字 |
| 2024/04 | 江苏国信大丰850MW项目启动机组招标 |
| 2024/07 | 江苏射阳1GW、三峡大丰800MW、国信大丰850MW项目获得环评公示 |
| 2024/08 | 江苏国信850MW项目35kV海缆及相关附件设备招标 |
| 2024/12E | 三峡大丰800MW、国信大丰850MW项目有望启动开工 |

6 国内：广东航道问题解决在即

- ◆ **广东航道问题解决在即，为25年贡献足额装机量：**航道审批问题困扰广东青洲五六七、帆石一二项目合计5GW，其中青洲六项目单独开工将于2024年投产；4月起青洲五七、帆石一二项目陆续有审批进展，6月18日帆石二项目公示用海变更，7月25日阳江市发改委发布《青洲五六七项目通航安全保障实施方案》购买服务的公告，均代表航道问题解决在即。我们判断，青洲五七、帆石一二项目有望于24年底或25年初开工，25年底并网，为25年贡献足额装机量。

图表：广东航道项目示意图



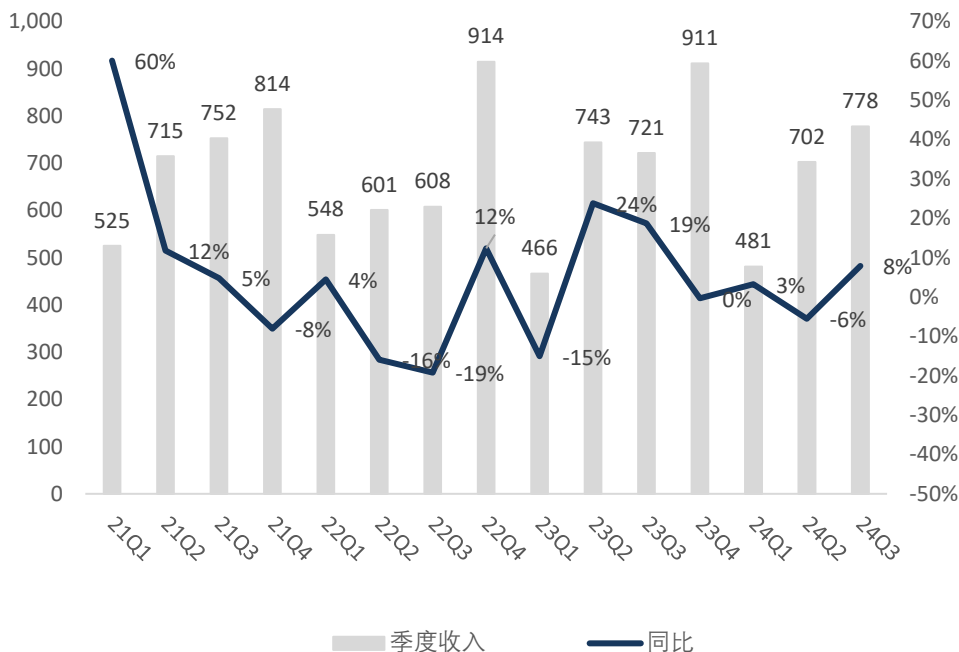
图表：广东航道项目历次变化时间线

| 时间 | 事件 |
|---------|---|
| 2023/07 | 青洲六海风项目海域使用论证报告公示 |
| 2023/09 | 青洲六项目零部件启动排产 |
| 2024/04 | 帆石二项目启动风机招标，要求25年6月底之前交货完毕 |
| 2024/04 | 帆石一项目启动海上升压站及无功补偿站上部组块建安工程招标，交货期至2025年4月30日 |
| 2024/06 | 帆石二项目公示用海变更 |
| 2024/07 | 帆石一项目启动基础钢管桩运输招标，要求第一批货物于2024年7月下旬发货 |
| 2024/07 | 阳江市发改委发布《三峡阳江青洲五六七海上风电场项目通航安全保障实施方案》购买服务的公告 |

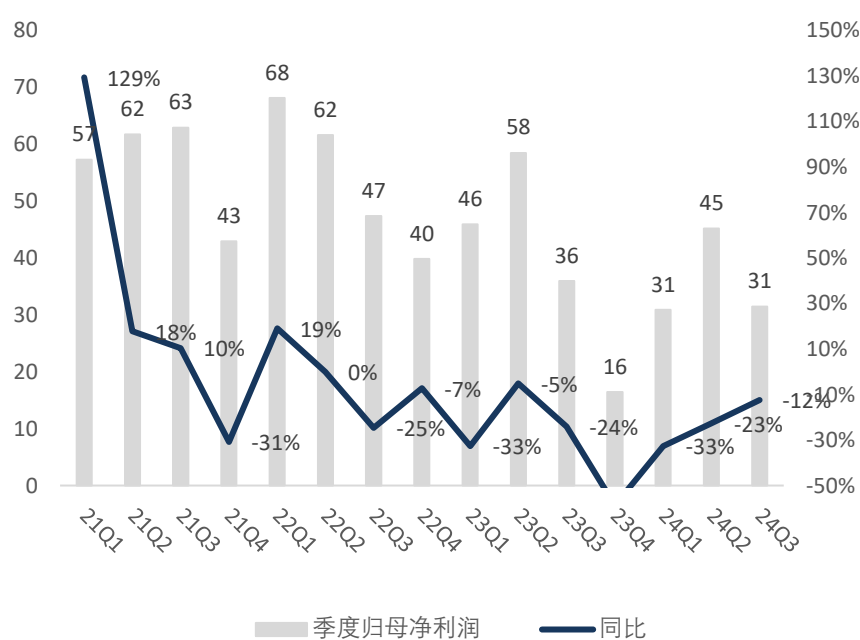
7 24Q3风电板块营收利润同比基本持平

- ◆ **24Q3风电板块营收盈利同比基本持平，营收环比有所提升。**风电板块共选取企业31家，24Q3板块收入778亿元，同比基本持平，环比+11%，归母净利润31亿元，同比-12%，环比-0.3%，Q3陆风开工有所起量。收入同比增幅为负的公司有9家，增幅为0-15%的公司共有13家，增幅为15%以上的公司共有9家；归母净利润同比增幅为负的公司共有18家，增幅为0-15%的公司共有1家，增幅为15%以上的公司共有12家。

图表：风电板块季度营收情况（亿元）



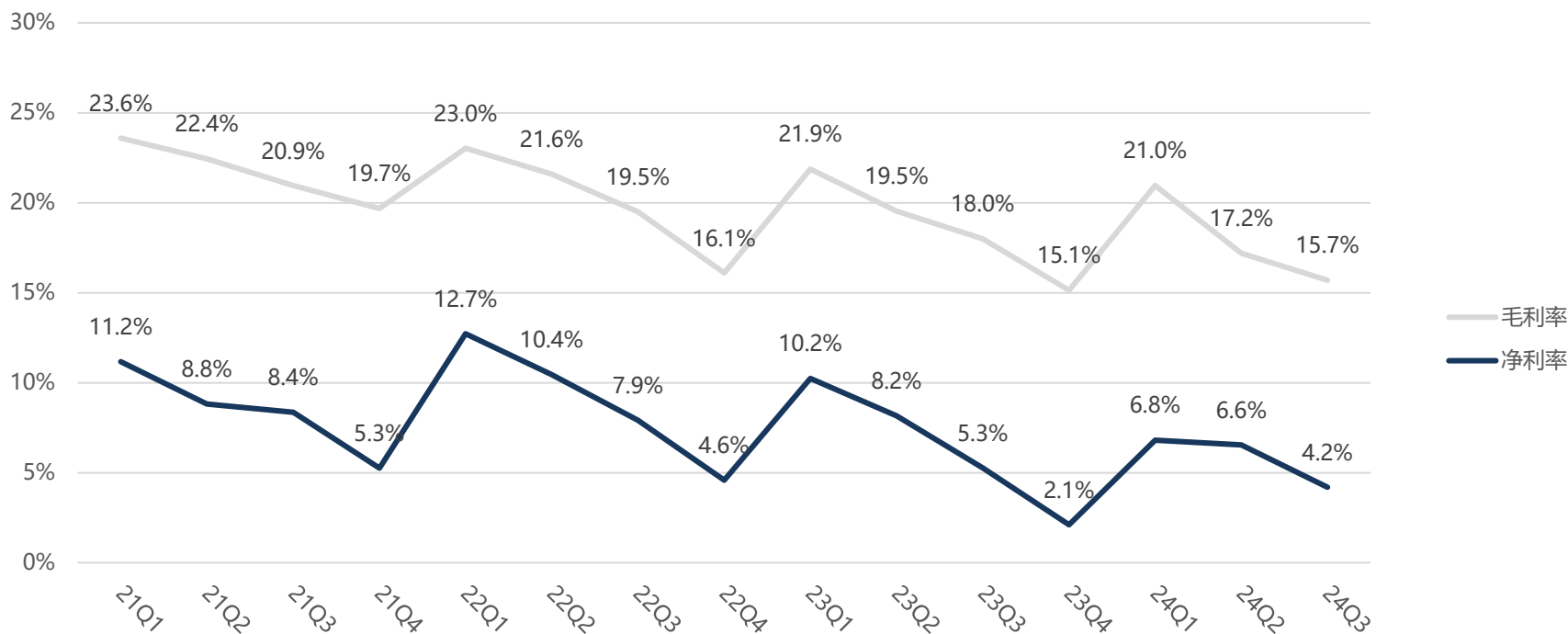
图表：风电板块季度归母净利润情况（亿元）



8 板块盈利水平：24Q3盈利能力环比下降

- ◆ 24Q3海风交付起量仍不明显，风电盈利能力下降。24Q3风电板块毛利率为15.7%，同/环比-2.3/-1.5pct，净利率为4.2%，同/环比-1.1/-2.4pct。

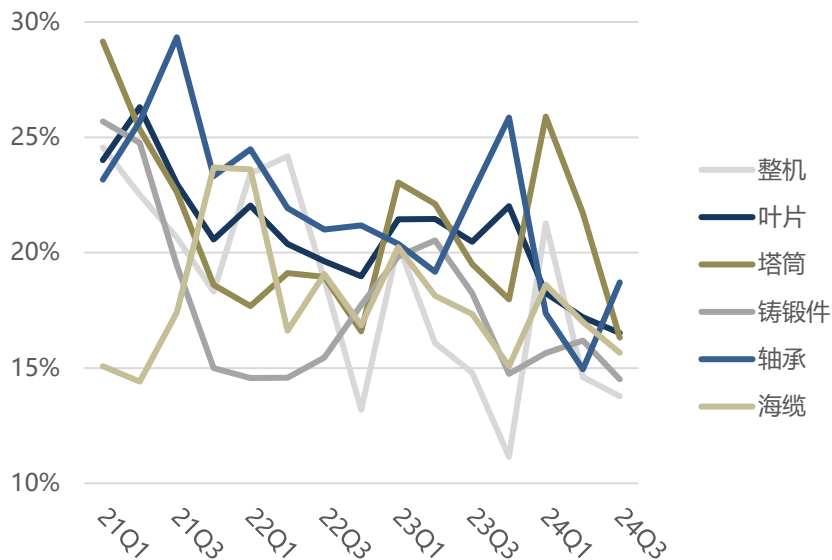
图表：风电板块2021Q1-2024Q3毛利率、净利率情况（%）



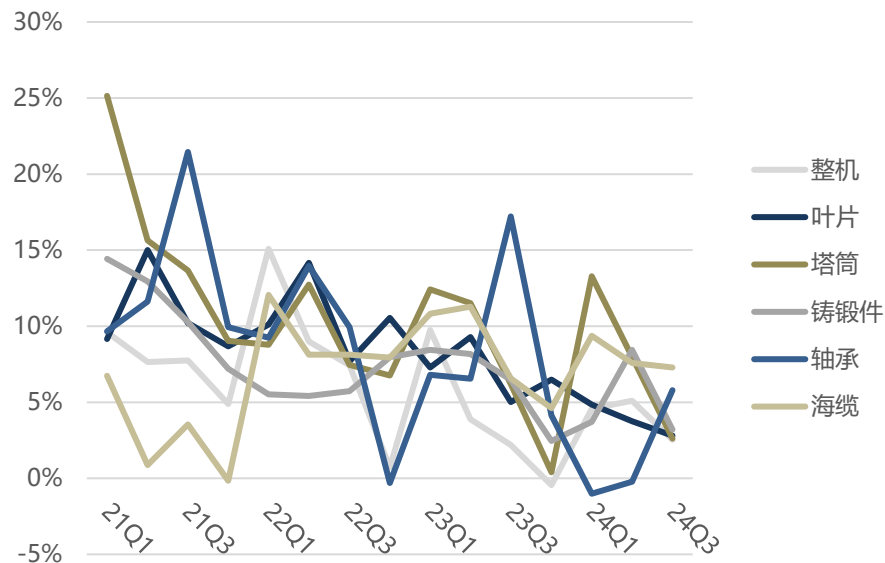
9 子板块：24Q3轴承板块毛利率环比有所上升

- ◆ **24Q3轴承板块毛利率环比有所上升，其余板块均下滑。** 24Q3毛利率排序：轴承（18.7%，同环比-3.9/+3.8pct） > 叶片（16.5%，同环比-4.0/-0.7pct） > 塔筒（16.3%，同环比-3.2/-5.4pct） > 海缆（16.18%，同环比-1.7/-1.3pct） > 铸锻件（14.5%，同环比-3.7/-1.7pct） > 整机（13.8%，同环比-1.0/-0.8pct）。
- ◆ 净利率排序：海缆（7.3%，同环比+0.7/-0.3pct） > 轴承（5.8%，同环比-11.4/-6.0pct） > 铸锻件（3.2%，同环比-3.3/-5.3pct） > 叶片（2.8%，同环比-2.2/-0.9pct） > 塔筒（2.6%，同环比-3.6/-5.7pct） > 整机（2.5%，同环比-0.3/-2.6pct）。

图表：风电各子板块2021Q1-2024Q3毛利率情况（%）



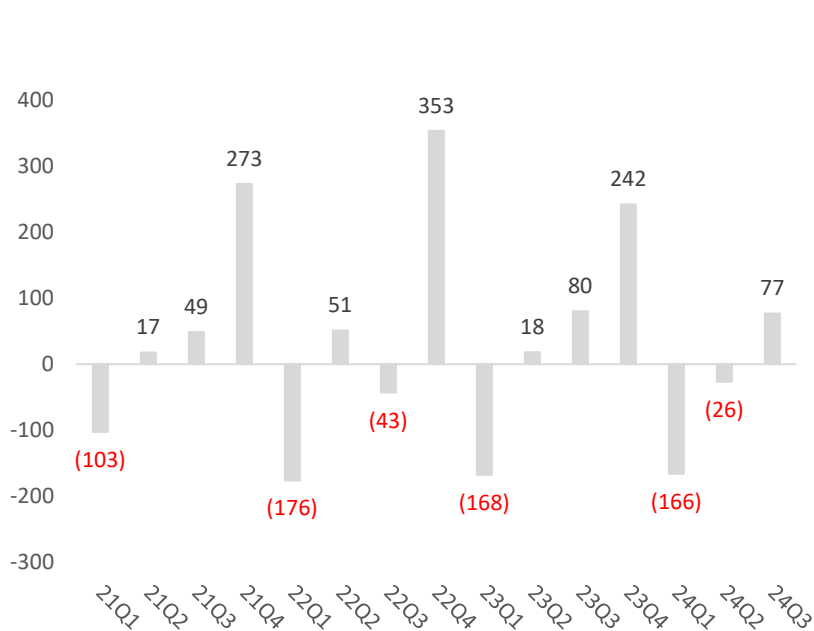
图表：风电各子板块2021Q1-2024Q3利润率情况（%）



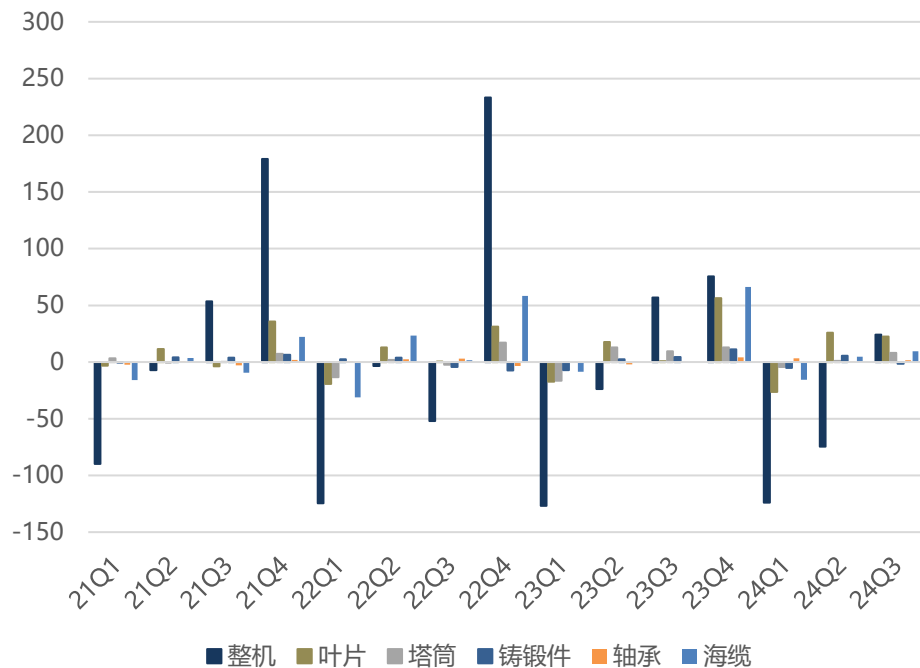
10 现金流：24Q3风电板块现金流环比改善

- ◆ 24Q3风电板块现金流环比有所改善，整机/塔筒/海缆改善最明显，24Q3风电板块经营性现金流77亿元，环比增加103亿元；其中整机（24.08亿元，同环比-32.7/+98.6亿元）；叶片（22.4亿元，同环比+21.7/-3.4亿元）；塔筒（8.22亿元，同环比-1.4/+7.1亿元）；铸锻件（-1.5亿元，同环比-6.0/-7.2亿元）；轴承（1.5亿元，同环比+1.3/+1.0亿元）；海缆（9.4亿元，同环比+10.2/+4.7亿元）。

图表：风电板块2021Q1-2024Q3经营性现金流（亿元）



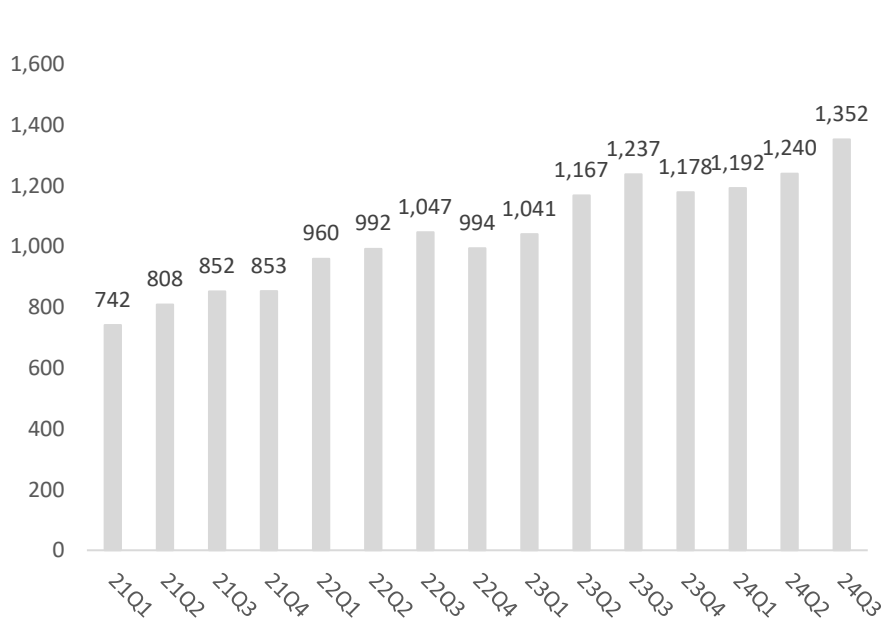
图表：风电各子板块2021Q1-2024Q3经营性现金流（亿元）



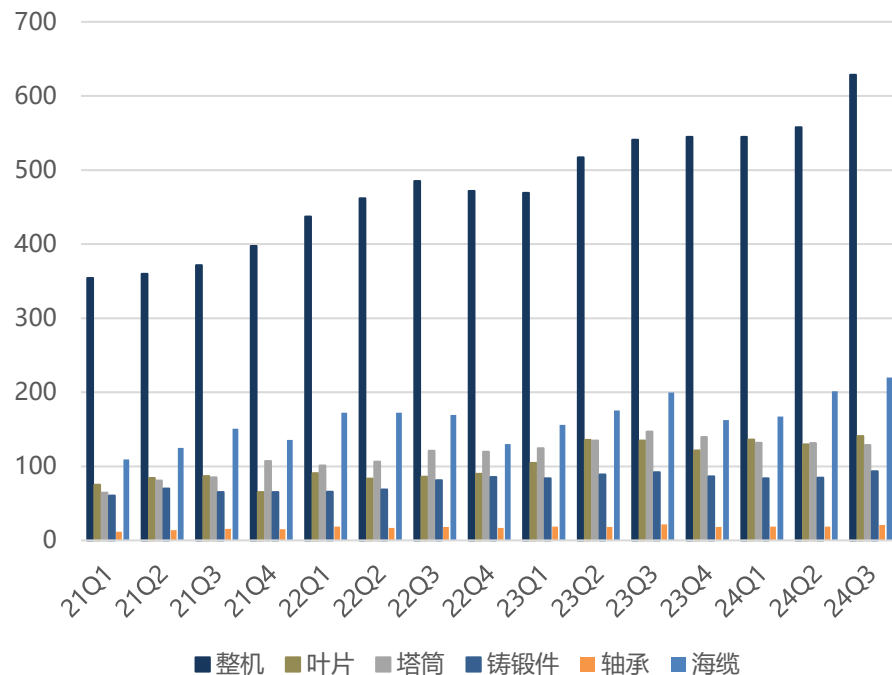
11 应收账款：整机/叶片/海缆应收账款较高

- ◆ **24Q3风电板块应收账款较高，整机/叶片/海缆比重大**，24Q3风电板块应收账款1352亿元，环比增加112亿元；其中整机（629亿元，同环比+88/+71亿元）；叶片（140亿元，同环比+5.7/+11.0亿元）；塔筒（129亿元，同环比-18/-2.6亿元）；铸锻件（93亿元，同环比1.1/+8.7亿元）；轴承（21亿元，同环比+1.9/+2.2亿元）；海缆（220亿元，同环比+20/+18亿元）。

图表：风电板块2021Q1-2024Q3应收账款（亿元）



图表：风电各子板块2021Q1-2024Q3应收账款（亿元）



12 24Q3整机利润改善明显

- ◆ 24年Q3收入同比增速：整机（16%）>铸锻件（11%）>海缆（9%）>叶片（5%）>轴承（-2%）>塔筒（-24%）；
- ◆ 归母净利润同比增速：整机（35%）>海缆（25%）>叶片（-35%）>铸锻件（-45%）>轴承（-68%）>塔筒（-70%）。

图表：风电板块各环节收入、利润（亿元）

| 板块名称 | 营业收入（亿元） | | | 归母净利润（亿元） | | | 毛利率（%） | | | 净利率（%） | | |
|------|----------|---------|--------|-----------|---------|----------|--------|----------|----------|--------|-----------|----------|
| | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 |
| 整机 | 350.82 | 16.27% | 20.47% | 8.34 | 34.88% | -43.67% | 13.77% | -1.03pct | -0.83pct | 2.54% | 0.33pct | -2.57pct |
| 叶片 | 109.45 | 4.87% | 1.36% | 2.67 | -35.24% | -27.97% | 16.52% | -3.96pct | -0.68pct | 2.80% | -2.21pct | -0.94pct |
| 塔筒 | 49.07 | -24.32% | 23.30% | 1.23 | -69.53% | -61.33% | 16.32% | -3.18pct | -5.39pct | 2.61% | -3.58pct | -5.37pct |
| 铸锻件 | 72.81 | 11.26% | 14.83% | 2.31 | -44.87% | -56.37% | 14.51% | -3.73pct | -1.67pct | 3.19% | -3.27pct | -5.25pct |
| 轴承 | 16.29 | -1.88% | 2.44% | 0.88 | -68.46% | -847.09% | 18.72% | -3.86pct | 3.77pct | 5.79% | -11.43pct | 6.01pct |
| 海缆 | 155.31 | 8.84% | -2.52% | 11.39 | 25.09% | -5.42% | 15.67% | -1.67pct | -1.33pct | 7.29% | 0.73pct | -0.28pct |

15 整机24Q3营收大幅提升，受转让规模影响盈利环比下降

- ◆ **整机24Q3营收大幅提升，受转让规模影响盈利环比下降。**整机板块24Q3营收351亿元，同环比+16/+20%；归母净利润8.3亿元，同环比+35/-43.7%；毛利率13.8%，同环比-1.0/-0.8pct，净利率2.5%，同环比+0.3/-2.6pct。
- ◆ **三一重能：毛利率继续维持高位，风场转让较少影响利润水平。**24Q3营收38亿元，同环比+6/+7%；归母净利润2.5亿元，同环比+18/+50%；毛利率14.9%，同环比-0.1/+0.6pct，净利率6.6%，同环比+0.7/+1.9pct。
- ◆ **金风科技：Q3海风/海外风机出货占比提升，毛利率环比继续改善。**24Q3营收156亿元，同环比+52/+18%；归母净利润4亿元，同环比+4195/-62%；毛利率14.1%，同环比-4.1/-0.01pct，净利率2.7%，同环比+2.5/-5.2pct。
- ◆ **明阳智能：风机毛利率环比小幅改善。**24Q3营收84亿元，同环比-19/+26%；归母净利润1.5亿元，同环比-74/-59%；毛利率10.3%，同环比-2.9/-7.0pct，净利率2.2%，同环比-3.7/-3.3pct。
- ◆ **运达股份：低价单交付影响毛利率水平。**24Q3营收53亿元，同环比+26/+9%；归母净利润1.2亿元，同环比+16/+55%；毛利率16.2%，同环比+2.4/+3.5pct，净利率2.2%，同环比-0.2/+0.6pct。

图表：整机板块龙头公司营收、归母净利润情况（亿元、%）

| 板块/公司 | 营业收入 (亿元) | | | 归母净利润 (亿元) | | | 毛利率 (%) | | | 净利率 (%) | | |
|-------|-----------|---------|---------|------------|----------|---------|---------|----------|----------|---------|----------|----------|
| | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 |
| 整机 | 350.82 | 16.27% | 20.47% | 8.34 | 34.88% | -43.67% | 13.77% | -1.03pct | -0.83pct | 2.54% | 0.33pct | -2.57pct |
| 金风科技 | 156.37 | 51.55% | 18.26% | 4.05 | 4195.25% | -61.56% | 14.09% | -4.08pct | -0.01pct | 2.73% | 2.50pct | -5.21pct |
| 三一重能 | 37.88 | 5.93% | 6.62% | 2.51 | 17.56% | 49.76% | 14.85% | -0.05pct | 0.63pct | 6.63% | 0.66pct | 1.91pct |
| 明阳智能 | 84.41 | -18.83% | 25.59% | 1.48 | -74.23% | -58.52% | 10.29% | -2.88pct | -6.99pct | 2.17% | -3.67pct | -3.30pct |
| 运达股份 | 53.01 | 26.29% | 8.72% | 1.19 | 16.03% | 55.32% | 16.17% | 2.44pct | 3.51pct | 2.24% | -0.20pct | 0.64pct |
| 电气风电 | 19.16 | 13.90% | 155.88% | -0.90 | -68.09% | -48.64% | 17.68% | 11.07pct | 3.95pct | -4.71% | 12.03pct | 18.65pct |

18 整机板块龙头主营业务盈利对比

| 公司 | 项目 | 2023 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | |
|------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 三一重能 | 风机整体 | 出货量 (MW) | 7240 | 500 | 1025 | 2000 | 3715 | 1000 | 2000 | 2410 |
| | | 毛利率 (%) | 15.50% | 27.60% | 20.00% | 14.00% | 12.60% | 13.71% | 15.81% | 15.00% |
| | 公司整体 | 营业收入 (亿元) | 149.4 | 15.6 | 23.5 | 35.8 | 74.5 | 17.3 | 35.5 | 37.9 |
| | | 毛利率 (%) | 17.00% | 29.00% | 20.70% | 14.90% | 14.40% | 19.70% | 14.23% | 14.85% |
| 金风科技 | 风机及配件 | 出货量 (MW) | 13772 | 1110 | 4674 | 3120 | 4868 | 1436 | 3760 | 4510 |
| | | 毛利率 (%) | 6.40% | 7.00% | 2.70% | 7.00% | 8.80% | 3.50% | 4.00% | 4.50% |
| | 公司整体 | 营业收入 (亿元) | 505 | 55.7 | 134 | 103 | 211 | 69.8 | 132 | 156 |
| | | 毛利率 (%) | 17.10% | 25.20% | 14.00% | 18.20% | 16.50% | 26.12% | 14.10% | 14.09% |
| 明阳智能 | 风机及配件 | 出货量 (MW) | 9690 | 946 | 2499 | 3467 | 2778 | 1000 | 3000 | 3700 |
| | | 毛利率 (%) | 6.40% | 5.00% | 17.10% | 7.50% | -6.60% | 7.24% | 7.69% | 8.00% |
| | 公司整体 | 营业收入 (亿元) | 278.6 | 27.2 | 78.4 | 104 | 69 | 50.8 | 67.2 | 84.4 |
| | | 毛利率 (%) | 11.20% | 13.40% | 20.10% | 13.20% | -2.70% | 20.60% | 17.28% | 10.29% |
| 运达股份 | 公司整体 | 营业收入 (亿元) | 187 | 34.8 | 35.5 | 42 | 75 | 37.5 | 48.8 | 53 |
| | | 出货量 (MW) | 8500 | 1700 | 1700 | 1900 | 3200 | 2000 | 2000 | 2650 |
| | | 毛利率 (%) | 13.70% | 16.67% | 17.13% | 13.73% | 10.67% | 14.00% | 12.66% | 16.17% |

17 塔筒24Q3营收环比提升，盈利同比下滑

- ◆ **塔筒24Q3营收环比提升，盈利同比下滑。**塔筒板块24Q3营收49亿元，同环比-24/+23%；归母净利润1.2亿元，同环比-70/-61%；毛利率16.3%，同环比-3.2/-5.4pct，净利率2.6%，同环比-3.6/-5.4pct。
- ◆ **大金重工：业绩符合预期，出海单位盈利同比上行。**24年Q3营收10亿元，同环比-25%/+6.4%；归母净利1.1亿元，同环比-20%/-11%；毛利率25%，同环比0.6/-1.8pct；净利率11.4%，同环比+0.7/-2.2pct。
- ◆ **泰胜风能：出口结构/汇兑/钢材价格等影响Q3单吨净利。**24年Q3营收13亿元，同环比-1%/+30%；归母净利0.2亿元，同环比-83%/-74%；毛利率12.2%，同环比-8/-7.7pct；净利率1.9%，同环比-7/-5.4pct。
- ◆ **天顺风能：24Q3海工交付交叉，盈利受影响。**24年Q3营收13亿元，同环比-38%/+8.0%；归母净利润0.8亿元，同环比-46%/+12%；毛利率为23.5%，同环比+2.5/-0.8pct；净利率5.8%，同环比-0.8/+0.2pct。
- ◆ **海力风电：海风出货有所提升，单吨净利转正。**24年Q3营收7亿元，同环比+35%/+194%；归母净利-0.2亿元，同环比-70%/-161%；毛利率8.2%，同环比+1.6/+7.9pct；净利率-3.0%，同环比+10.5/-17.3pct。

图表：塔筒海桩板块龙头公司营收、归母净利润、毛利率和净利率情况（亿元、%）

| 板块/公司 | 营业收入 (亿元) | | | 归母净利润 (亿元) | | | 毛利率 (%) | | | 净利率 (%) | | |
|-------|-----------|---------|---------|------------|----------|----------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|
| | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 |
| 塔筒 | 49.07 | -24.32% | 23.30% | 1.23 | -69.53% | -61.33% | 16.32% | -3.18pct | -5.39pct | 2.61% | -3.58pct | -5.37pct |
| 大金重工 | 9.50 | -25.31% | 6.36% | 1.08 | -20.09% | -10.55% | 25.22% | 0.64pct | -1.78pct | 11.38% | 0.74pct | -2.15pct |
| 天顺风能 | 13.02 | -37.96% | 7.99% | 0.76 | -46.01% | 11.95% | 22.77% | 2.50pct | -0.76pct | 5.78% | -0.75pct | 0.20pct |
| 天能重工 | 6.62 | -48.63% | 2.68% | -0.59 | -172.72% | -372.70% | 7.58% | -10.12pct | -14.16pct | -8.90% | -15.29pct | -12.38pct |
| 泰胜风能 | 12.94 | -1.08% | 29.57% | 0.20 | -83.25% | -73.67% | 12.17% | -8.01pct | -7.70pct | 1.93% | -7.00pct | -5.42pct |
| 海力风电 | 6.99 | 35.40% | 194.29% | -0.21 | -70.19% | -161.31% | 8.15% | 1.58pct | 7.92pct | -3.04% | 10.50pct | -17.25pct |

18 塔筒板块龙头主营业务盈利对比

| 公司 | 项目 | 2023 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 |
|------|------------|------|------|------|-------|------|------|------|------|
| 泰胜风能 | 营业收入 (亿元) | 45.7 | 7.7 | 8.4 | 12.8 | 16.9 | 6.3 | 9.98 | 12.9 |
| | 出货量 (万吨) | 56.9 | 9.3 | 10.6 | 17.13 | 20 | 8 | 12.7 | 15.2 |
| | 其中: 出口陆风 | 14 | 4.5 | 2 | 4.61 | 2.89 | 4 | 6 | 5 |
| | 单吨净利 (元/吨) | 730 | 889 | 525 | 786 | 716 | 579 | 600 | 199 |
| 天顺风能 | 营业收入 (亿元) | 47.1 | 5.9 | 17.1 | 13.9 | 10.3 | 3.1 | 12 | 13 |
| | 出货量 (万吨) | 57 | 9.5 | 18.5 | 14.7 | 14.5 | 4.5 | 5.4 | 10.5 |
| | 其中: 海风 | 12 | 0 | 8 | 3.7 | 0.5 | 0 | 0.9 | 3 |
| | 单吨净利 (元/吨) | 732 | 642 | 691 | 898 | 676 | - | - | - |
| 大金重工 | 营业收入 (亿元) | 41.5 | 8.4 | 11.6 | 12 | 9.5 | 4 | 8.2 | 9.5 |
| | 出货量 (万吨) | 50.8 | 10 | 13.8 | 14 | 12 | 5 | 10 | 12.3 |
| | 其中: 出口海风 | 10 | 1 | 3.4 | 3 | 2.5 | 1.2 | 3 | 1.8 |
| | 单吨净利 (元/吨) | 768 | 746 | 824 | 768 | 722 | 458 | 558 | 775 |
| 海力风电 | 营业收入 (亿元) | 18.9 | 5.4 | 6.4 | 6.3 | 1 | 1 | 2.1 | 7 |
| | 出货量 (万吨) | 21 | 6.3 | 6.9 | 6.4 | 1.4 | 1.39 | 3.1 | 9.5 |
| | 单吨净利 (元/吨) | 106 | 694 | 628 | 0 | - | - | - | 111 |

19 海缆板块盈利能力维持稳定

- ◆ **海缆板块盈利能力维持稳定。** 24Q3营收155.3亿元，同环比8.8%/-2.5%；归母净利润11.4亿元，同环比25.1%/-5.4%；毛利率15.7%，同环比-1.7/-1.3pct；净利率7.3%，同环比+0.7/-0.3pct。
- ◆ **东方电缆：Q3业绩略低于预期，海缆毛利率维持稳定。** 24Q3营收26.3亿元，同环比58.3%/-4.6%；归母净利润2.9亿元，同环比40.3%/-24.4%；毛利率21.7%，同环比+0.8/-0.8pct；净利率11.0%，同环比-1.4/-2.9pct。
- ◆ **中天科技：业绩略超预期，25年江苏开工有望贡献业绩增量。** 24Q3营收129亿元，同环比2.3%/-2.1%；归母净利润8.5亿元，同环比20.7%/3.3%；毛利率14.4%，同环比-2.4/-1.4pct；净利率6.6%，同环比0.8/0.3pct。

图表：海缆板块龙头公司营收、归母净利润、毛利率和净利率情况（亿元、%）

| 板块/公司 | 营业收入 (亿元) | | | 归母净利润 (亿元) | | | 毛利率 (%) | | | 净利率 (%) | | |
|-------|-----------|--------|--------|------------|--------|---------|---------|----------|----------|---------|----------|----------|
| | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 |
| 海缆 | 155.31 | 8.84% | -2.52% | 11.39 | 25.09% | -5.42% | 15.67% | -1.67pct | -1.33pct | 7.29% | 0.73pct | -0.28pct |
| 东方电缆 | 26.31 | 58.34% | -4.61% | 2.88 | 40.28% | -24.36% | 21.74% | 0.85pct | -0.78pct | 10.95% | -1.41pct | -2.86pct |
| 中天科技 | 129.00 | 2.32% | -2.08% | 8.51 | 20.67% | 3.33% | 14.43% | -2.44pct | -1.41pct | 6.55% | 0.75pct | 0.27pct |

20 海缆板块龙头主营业业务盈利及订单情况

| 公司 | 项目 | 2023 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | |
|------|------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 东方电缆 | 陆缆 | 营业收入 (百万) | 3827 | 782 | 1040 | 910 | 1095 | 738 | 1556 | 1394 |
| | | 毛利率 (%) | 8.00% | 10.50% | 7.50% | 6.50% | 7.80% | 7.00% | 10.70% | 10.00% |
| | 海缆 | 营业收入 (百万) | 2766 | 560 | 1096 | 629 | 481 | 381 | 1104 | 1000 |
| | | 毛利率 (%) | 49.10% | 62.70% | 45.20% | 40.00% | 54.40% | 49.70% | 37.24% | 37.00% |
| | 海工 | 营业收入 (百万) | 709 | 94 | 112 | 120 | 383 | 189 | 95 | 232 |
| | | 毛利率 (%) | 24.50% | 12.00% | 32.20% | 29.30% | 23.90% | 26.00% | 48.00% | 27.00% |
| | 公司整体 | 营收 (百万) | 7311 | 1438 | 2250 | 1661 | 1961 | 1310 | 2758 | 2631 |
| | | 毛利率 (%) | 25.20% | 31.00% | 27.10% | 20.90% | 22.50% | 22.20% | 22.52% | 21.74% |

图表：东方电缆在手订单统计

| 截至日期 | 在手订单 (亿元) | | | | | |
|----------|-----------|-------|-------|--------------|-----------|-------|
| | 海缆 | 海工 | 合计 | 海缆 220kv+ | 海缆脐带 缆 | 陆缆 |
| 20240812 | 29.49 | 13.97 | 92.36 | - | | 48.9 |
| 20240812 | 29.49 | 14.33 | 89.05 | 22 | | 45.23 |
| 20240425 | 25.8 | 8.75 | 71.37 | 近30% | | 36.82 |
| 20240315 | 31.6 | 9.5 | 78.6 | 30%左右 | | 37.5 |
| 20231025 | 36.05 | 10.11 | 71 | 55.00% | 30.00% | 24.84 |
| 20230731 | 39.16 | 13.71 | 80.01 | 42.00% | 28.00% | 27.14 |
| 20230422 | 50.14 | 14.69 | 89.31 | | | 24.48 |
| 20230307 | 57.5 | 12.13 | 91.3 | 近50% | | 21.67 |

图表：东方电缆/中天科技海外订单情况

| 企业 | 项目名称 | 项目国家 | 业主 | 规模 (MW) | 中标内容 | 金额 (亿元) |
|------|-----------|------|----|------------|-------------|---------|
| 东方电缆 | Inch Cape | 英国 | 沃旭 | 1080 | 主缆 | 18 |
| 东方电缆 | Baltica 2 | 波兰 | 沃旭 | 1500 | 阵列缆 | 3.5 |
| 中天科技 | Baltica 2 | 波兰 | 沃旭 | 1500 | 主缆 | 12.09 |
| 中天科技 | Gennaker | 德国 | - | 945 | 主缆及安装 敷设 | 20 |

21 铸锻件受降价影响，盈利能力同比下滑

- ◆ **铸锻件受降价影响，盈利能力同比下滑。** 24Q3铸件板块营收72.8亿元，同环比-11.3%/+14.8%；归母净利润2.3亿元，同环比-44.9%/-56.4%；毛利率14.5%，同环比-3.7/-1.7pct；净利率3.2%，同环比-3.3/-5.3pct。
- ◆ **日月股份。** 24Q3营收14.0亿元，同环比23.2%/28.1%；归母净利润0.9亿元，同环比38%/-74.6%；毛利率14.8%，同环比-0.3/-2.7pct；净利率5.8%，同环比0.4/-25.0pct。
- ◆ **金雷股份。** 24Q3营收10.8亿元，同环比19.5/9.0%；归母净利润0.37亿元，同环增52.0%/-4.1%；毛利率18.3%，同环增3.6/3.5pct；净利率3.9%，同环比0.9/-0.6pct。

图表：铸锻件板块龙头公司营业收入、归母净利润（亿元）、毛利率及净利率情况

| 板块/公司 | 营业收入 (亿元) | | | 归母净利润 (亿元) | | | 毛利率 (%) | | | 净利率 (%) | | |
|-------|-----------|---------|--------|------------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|
| | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 |
| 铸锻件 | 72.81 | 11.26% | 14.83% | 2.31 | -44.87% | -56.37% | 14.51% | -3.73pct | -1.67pct | 3.19% | -3.27pct | -5.25pct |
| 日月股份 | 13.97 | 23.23% | 28.11% | 0.85 | 37.98% | -74.61% | 14.77% | -0.32pct | -2.69pct | 5.76% | 0.42pct | -25.03pct |
| 金雷股份 | 10.78 | 19.47% | 9.05% | 0.37 | 52.03% | -4.13% | 18.29% | 3.55pct | 3.53pct | 3.91% | 0.86pct | -0.64pct |
| 通裕重工 | 6.00 | 11.50% | 31.11% | 0.75 | -40.54% | 67.62% | 24.87% | -10.62pct | 5.54pct | 12.53% | -10.93pct | 2.74pct |
| 吉鑫科技 | 15.41 | 0.98% | 15.14% | 0.14 | -79.18% | -53.09% | 10.93% | -5.72pct | -5.30pct | 0.85% | -3.67pct | -1.42pct |
| 恒润股份 | 3.23 | -21.31% | -6.06% | 0.03 | -93.06% | -86.85% | 8.14% | -12.17pct | -11.23pct | 0.82% | -8.96pct | -5.34pct |
| 振江股份 | 4.24 | 5.89% | 40.91% | -0.42 | -1615.51% | 116.61% | 1.57% | -8.62pct | -0.52pct | -9.73% | -10.40pct | -3.43pct |
| 中环海陆 | 9.35 | 8.57% | -2.40% | 0.41 | -14.41% | -31.18% | 20.10% | -2.34pct | -0.05pct | 4.55% | -1.13pct | -1.48pct |
| 海锅股份 | 1.55 | 12.38% | 17.12% | -0.30 | 426.21% | 66.10% | -5.84% | -12.28pct | -4.61pct | -19.63% | -15.44pct | -5.79pct |
| 双一科技 | 3.77 | 37.77% | 13.00% | 0.07 | -67.06% | -22.57% | 10.21% | -4.70pct | 1.62pct | 1.85% | -5.89pct | -0.85pct |
| 广大特材 | 2.69 | 33.99% | 15.91% | 0.41 | 64.00% | 98.19% | 25.54% | -0.94pct | 1.15pct | 15.06% | 2.77pct | 6.26pct |
| 宏德股份 | 1.81 | 14.01% | 10.33% | 0.00 | -94.21% | -94.53% | 8.95% | -6.21pct | -11.99pct | 0.24% | -4.56pct | -4.68pct |

22 铸锻件板块龙头主营业务盈利对比

| 公司 | 项目 | 2023 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | |
|------|-----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 日月股份 | 营业收入 (亿元) | 40 | 9.1 | 11.7 | 9.8 | 9.5 | 5.1 | 10.2 | 12 | |
| | 风机铸件 | 出货量 (万吨) | 37.5 | 8.2 | 10.3 | 9.2 | 9.8 | 5.2 | 10.3 | 12.3 |
| | 毛利率 (%) | 18.40% | 20.40% | 22.40% | 14.90% | 15.50% | 20.30% | 18.00% | 14.77% | |
| | 公司整体 | 营收 (亿元) | 46.6 | 10.7 | 13.2 | 11.3 | 11.3 | 7 | 10.9 | 13.97 |
| | 毛利率 (%) | 18.70% | 20.40% | 22.50% | 15.10% | 16.10% | 21.80% | 17.46% | 14.77% | |
| 金雷股份 | 营业收入 (亿元) | 14.5 | 3.1 | 2.7 | 4.4 | 4.4 | 1.5 | 3 | 3.5 | |
| | 锻造主轴 | 出货量 (万吨) | 14.1 | 2.8 | 2.6 | 4.1 | 4.5 | 1.7 | 3.1 | 3.6 |
| | 毛利率 (%) | 34.00% | 35.70% | 36.90% | 36.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | |
| 金雷股份 | 营业收入 (亿元) | 1.5 | 0.6 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 1 | 1.5 | |
| | 铸造主轴 | 出货量 (万吨) | 1.55 | 0.6 | 0.3 | 0.26 | 0.44 | 0.34 | 1 | 1.5 |
| | 毛利率 (%) | 22.70% | 31.10% | 36.30% | 18.60% | 2.50% | -6.80% | -7.00% | -3.00% | |
| | 公司整体 | 营收 (亿元) | 19.5 | 4.4 | 3.6 | 5.4 | 6.1 | 2.6 | 4.6 | 6 |
| | 毛利率 (%) | 33.00% | 34.50% | 36.70% | 35.50% | 27.70% | 23.90% | 19.30% | 24.87% | |

23 24Q3叶片盈利持续承压，轴承扭亏

- ◆ 24Q3叶片盈利承压，轴承扭亏。叶片、轴承、变流器三大板块24Q3营收109/16/9亿元，同比4.9%/-1.9%/-13.4%，归母净利2.7/-0.9/0.99亿元，同比-35%/-68.5%/-50.4%。
- ◆ 变流器：龙头禾望电气24Q3年营收9.3亿元，同环比-13.4%/11.6%，归母净利润0.99亿元，同环比-50.4%/0.9%。
- ◆ 叶片：龙头中材科技24Q3实现营收62.7亿元，同环比7.2%/2.6%；归母净利润1.4亿元，同环比-54.6%/-42.2%。时代新材24Q3实现营收44.1亿元，同环比0.5%/-1.1%；归母净利润0.8亿元，同环比15.7%/-18.8%。
- ◆ 轴承：国产化龙头新强联24Q3实现营业收入9.1亿元，同环比-3.5%/48.6%；归母净利润0.7亿元，同环比-72.9%/-232%。

图表：其他零部件营收、归母净利润情况（亿元、%）

| 板块/公司 | 营业收入 (亿元) | | | 归母净利润 (亿元) | | | 毛利率 (%) | | | 净利率 (%) | | |
|-------|-----------|---------|---------|------------|---------|----------|---------|----------|----------|---------|---------|----------|
| | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 | 2024Q3 | 同比 | 环比 |
| 叶片 | 109.45 | 4.87% | 1.36% | 2.67 | -35.24% | -27.97% | 16.52% | -3.96pct | -0.68pct | 2.80% | -2.21% | -0.94pct |
| 中材科技 | 62.70 | 7.15% | 2.63% | 1.44 | -54.55% | -42.16% | 16.80% | -5.64pct | -0.87pct | 2.98% | -4.85% | -1.62pct |
| 双一科技 | 2.69 | 33.99% | 15.91% | 0.41 | 64.00% | 98.19% | 25.54% | -0.94pct | 1.15pct | 15.06% | 2.77% | 6.26pct |
| 时代新材 | 44.05 | 0.50% | -1.14% | 0.83 | 15.72% | -18.75% | 15.56% | -2.02pct | -0.61pct | 1.80% | 0.88% | -0.51pct |
| 轴承 | 16.29 | -1.88% | 2.44% | 0.88 | -68.46% | -847.09% | 18.72% | -3.86pct | 3.77pct | 5.79% | -11.43% | 6.01pct |
| 新强联 | 9.08 | 3.47% | 48.63% | 0.65 | -72.92% | -232.02% | 18.71% | -8.92pct | 6.73pct | 7.89% | -20.01% | 15.09pct |
| 五洲新春 | 7.21 | -7.88% | -26.38% | 0.23 | -41.62% | -37.74% | 18.73% | 1.80pct | 1.94pct | 3.16% | -2.10% | -0.99pct |
| 变流器 | 9.30 | -13.42% | 11.63% | 0.99 | -50.43% | -0.90% | 35.88% | 0.01pct | 0.89pct | 10.72% | -8.06% | -2.46pct |
| 禾望电气 | 9.30 | -13.42% | 11.63% | 0.99 | -50.43% | -0.90% | 35.88% | 0.01pct | 0.89pct | 10.72% | -8.06% | -2.46pct |

- ◆ 我们预计海风24年装机7~8GW、25年装机13~15GW，分别同增25%、100%；远期深远海衔接，具备长期成长性。陆风大型化降本驱动IRR高增，24、25年装机预期近80、100GW，25年景气度高。
- ◆ 海缆：深远海价值量提升，500kv+柔直存在认证和项目经验壁垒，龙头强者恒强，二线挑选弹性和确定性。**推荐东方电缆**（海外持续布局突破，属地新项目较多有望助力订单回升）、**起帆电缆**（上海和福建属地优势，浙江广东订单均获突破，超高压从0-1）；关注**中天科技**（通信覆盖）、**亨通光电**（通信覆盖）。
- ◆ **塔架**：双海优化。**推荐大金重工**（双海战略高歌猛进，出口先发优势、持续斩获海外订单）、**天顺风能**（导管架布局需求旺盛，24年导管架占比跃升带来结构受益南部海风发展，布局欧洲衔接海风出口）、**海力风电**（最纯海风标的，产能释放迎接江苏爆发）、**泰胜风能**（陆塔出口具备盈利优势+海风放量在即）。
- ◆ **铸锻件**：推荐**日月股份**（精加工、出口、大宗下降进一步提升盈利能力），关注**金雷股份**（锻造盈利韧性，铸造爬产打开空间）；**整机**：推荐**三一重能**、**明阳智能**、**金风科技**，关注**运达股份**；**叶片**：关注**时代新材**、**中材科技**。**轴承**：关注**崇德科技**、**新强联**（机械覆盖）、**长盛轴承**。

表：相关公司估值表（截至2024年11月27日）

| 板块 | 名称 | 总市值 (亿元) | 股价 | 归母净利润 (亿元) | | | PE | | | PB现值 | 评级 | 总股本 (亿股) | 更新日期 | 来源 | |
|----|-----|----------|-----|------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-----|----------|-------|-------------|------|
| | | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | | | | | | |
| 风电 | 整机 | 三一重能 | 396 | 32 | 24 | 29 | 33 | 16 | 14 | 12 | 3.1 | 买入 | 12.26 | 2024年5月1日 | 东吴 |
| | | 明阳智能 | 313 | 14 | 24 | 30 | 33 | 13 | 10 | 9 | 1.2 | 买入 | 22.72 | 2024年5月1日 | 东吴 |
| | | 金风科技 | 479 | 11 | 15 | 18 | 20 | 32 | 26 | 24 | 1.3 | 增持 | 42.25 | 2024年3月30日 | 东吴 |
| | 海缆 | 东方电缆 | 392 | 57 | 12 | 20 | 24 | 32 | 19 | 16 | 5.7 | 买入 | 6.88 | 2024年10月27日 | 东吴 |
| | | 起帆电缆 | 68 | 16 | 5 | 7 | 9 | 14 | 10 | 8 | 1.5 | 未评级 | 4.18 | | Wind |
| | | 中天科技 | 557 | 16 | 34 | 41 | 48 | 17 | 13 | 12 | 1.6 | 未评级 | 34.13 | | Wind |
| | 塔筒 | 泰胜风能 | 75 | 8 | 6 | 8 | 10 | 12 | 9 | 8 | 1.7 | 买入 | 9.35 | 2024年4月30日 | 东吴 |
| | | 海力风电 | 143 | 66 | 6 | 8 | 9 | 24 | 17 | 15 | 2.6 | 买入 | 2.17 | 2024年4月27日 | 东吴 |
| | | 天顺风能 | 164 | 9 | 14 | 18 | 22 | 12 | 9 | 7 | 1.8 | 买入 | 17.97 | 2024年4月30日 | 东吴 |
| | | 大金重工 | 147 | 23 | 5 | 8 | 11 | 32 | 18 | 13 | 2.1 | 买入 | 6.38 | | Wind |
| | 铸锻件 | 日月股份 | 132 | 13 | 6 | 8 | 9 | 21 | 17 | 15 | 1.3 | 买入 | 10.31 | 2024年4月26日 | 东吴 |
| | | 金雷股份 | 77 | 24 | 7 | 8 | 7 | 12 | 10 | 11 | 1.3 | 买入 | 3.20 | 2023年11月1日 | 东吴 |
| | 轴承 | 新强联 | 89 | 25 | 9 | 12 | 5 | 15 | 11 | 18 | 1.8 | 买入 | 3.59 | | 东吴 |

- ◆ **竞争加剧。**若行业竞争加剧，将影响业内公司的盈利能力。
- ◆ **政策超预期变化。**未来政策走向对行业盈利空间和公司业绩有较大影响。
- ◆ **新增装机量不及预期：**海上、陆上装机放缓，下游需求不及预期。
- ◆ **原材料价格快速提升：**塔筒、铸锻件上游原材料为中厚板、生铁、废钢等黑色金属，供应商强势，价格波动较大，持续高企将影响产业链盈利。

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>

东吴证券 财富家园