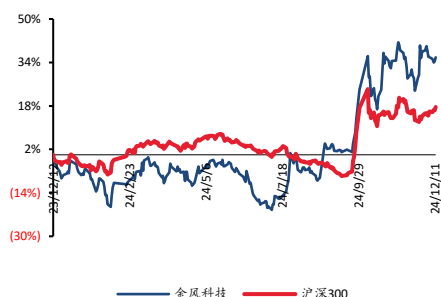


金风科技深度报告：整机龙头，穿越周期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 42.25/33.94
总市值/流通(亿元) 463.91/372.69
12个月内最高/最低价(元) 11.88/6.37

相关研究报告

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

证券分析师：万伟

电话：

E-MAIL:

分析师登记编号：S1190524100003

报告摘要

公司历史悠久，穿越多轮行业周期。金风科技是由1998年成立的新风科工贸在2001年3月26日整体变更设立，历史悠久。公司自成立以来，始终围绕风电行业深耕业务，业务从风机制造业务逐步延伸到风电场投资与开发、风电服务以及水务等，开辟了多元化盈利渠道。自2004年以来，公司经历多轮行业周期，在行业最低谷是依然实现盈利，体现了龙头穿越周期能力。最近一轮行业周期，风机价格快速下滑，公司通过成本控制、风机出货结构调整、电站产品销售等措施，使得盈利水平逐步修复，收入和利润恢复增长趋势。

国内风电整机市场集中度稳步提升，龙头企业有望更加受益。根据CWEA数据，2023年风电整机企业CR3为51.60%，同比+0.64pct；CR5为73.36%，同比+1.49pct。风电整机市场集中度自2019-2021年连续三年下降之后正在稳步提升。金风科技从2011年开始连续13年蝉联国内风电市场份额第一；但近年在二线后起风机企业强有力竞争压力下，其市场份额有所下滑。未来随着市场集中度提升，金风科技作为龙头，其份额有望增加。2024年三季度末公司外部在受订单量41.38GW，充足的在手订单量为其份额增提升形成支撑。

“两海”业务放量，风机盈利有望加速修复。1) 2024年1-11月公司在海上风机公开招标市场中中标量达到3.15GW，占比38.5%，排名第一。2) 在国内风机业务内卷的情况下，公司更加重视国际业务的开拓。截至2024年9月30日，公司海外在手外部订单5.54GW，同比+45.48%。

从2023年下半年以来通过内部降本、风机出货结构调整等措施，公司风机业务毛利率开始修复，2024H1风机毛利率3.75%，同比+6.29pct，环比+1.88pct。展望未来，随着“两海”业务的放量，公司风机毛利率修复趋势有望加速。

风电场投资与开发&风电服务业务成为稳定的盈利渠道。1) 公司风电场坚持滚动开发策略，截至2024年9月30日，公司国内风电场权益在建容量4.56GW，自营风电场装机容量预计实现稳步增长。此外，2023年开始公司积极落地电站产品销售模式，成为新的业绩增长点。2) 随着风电行业发展，公司风电服务业务不断丰富产品类型，包括现场运维、备件供应、部件维修、软件升级、技改优化及发电量提升等多项服务，风电服务实现稳健增长。

投资建议：随着风机业务盈利修复，叠加风电场投资与开发、风电服务业务的贡献，公司业绩有望实现较快增长。我们预计2024-2026年公司营收分别为606.03亿元、714.13亿元、773.47亿元，同比增速分别为+20.11%、+17.84%、+8.31%；归母净利润分别为27.35亿元、32.77亿元、43.05亿元，同比增速分别为+105.45%、+19.83%、+31.37%；

EPS 分别为 0.65/0.78/1.02 元，当前股价对应 PE 分别为 17/14/11 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：风电装机不及预期、海外市场开拓不及预期、原材料大幅波动、行业竞争格局恶化等。

■ 盈利预测和财务指标

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 50,457 | 60,603 | 71,413 | 77,347 |
| 营业收入增长率(%) | 8.66% | 20.11% | 17.84% | 8.31% |
| 归母净利（百万元） | 1,331 | 2,735 | 3,277 | 4,305 |
| 净利润增长率(%) | -44.16% | 105.45% | 19.83% | 31.37% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.29 | 0.65 | 0.78 | 1.02 |
| 市盈率（PE） | 27.79 | 16.96 | 14.16 | 10.78 |

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

| | |
|--|----|
| 一、 公司历史悠久，穿越多轮行业周期 | 6 |
| (一) 公司发展历史悠久，股权结构清晰 | 6 |
| (二) 业绩恢复增长趋势，盈利水平逐步改善 | 6 |
| 二、 国内：招标规模创历史新高，装机容量有望快速增长 | 9 |
| (一) 招标量创历史新高，装机有望快速增长 | 9 |
| (二) 2025 年国内陆风装机预计较快增长，海风进入新一轮向上周期 | 10 |
| 三、 全球：亚非拉陆风将快速增长，欧亚海风贡献主要增量 | 12 |
| (一) 全球风电装机较快增长，海风占比快速提升 | 12 |
| (二) 全球陆风：亚非拉等区域有望实现快速增长 | 12 |
| (三) 全球海风：中国与欧洲占主导，亚太（除中国）和北美区域初露峥嵘 | 13 |
| (四) 风机出口快速增长，亚非拉为主要市场 | 16 |
| 四、 陆风价格触底回升，风机毛利率有望加速修复 | 17 |
| (一) 陆风招标价格逐步企稳回升 | 17 |
| (二) 整机企业风机毛利率开始修复 | 19 |
| 五、 整机龙头企业，多元化布局风电业务 | 20 |
| (一) 整机市场集中度提升，龙头份额有望增加 | 20 |
| (二) “两海”业务放量，风机盈利有望加速修复 | 22 |
| (三) 坚持滚动开发策略，电站产品销售推动业绩增长 | 25 |
| 六、 盈利预测与投资建议 | 26 |
| 七、 风险提示 | 29 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 公司股权结构清晰 | 6 |
| 图表 2: 公司主要从事业务 | 7 |
| 图表 3: 2023 年以来公司收入恢复增长 | 8 |
| 图表 4: 公司各业务收入占比 | 8 |
| 图表 5: 周期低谷公司依然实现盈利 | 8 |
| 图表 6: 2024H1 公司扣非净利润 13.73 亿元, 同比+33.01% | 8 |
| 图表 7: 公司毛利率&净利率逐渐回升 | 9 |
| 图表 8: 公司风机业务毛利率触底回升 | 9 |
| 图表 9: 近期风电月度招标规模持续保持高位 | 9 |
| 图表 10: 2024 年风机招标量将创历史新高 | 9 |
| 图表 11: 2024 年 1-10 月国内风电新增装机实现较快增长 (GW) | 10 |
| 图表 12: 风电月度新增装机容量 (GW) | 10 |
| 图表 13: 陆风新增装机滞后招标一年左右 | 10 |
| 图表 14: 2025 年国内陆风装机预计达到 100GW | 10 |
| 图表 15: 国内海风正进入新一轮向上周期 | 11 |
| 图表 16: 国内风电新增装机预测 | 11 |
| 图表 17: 全球风电新增装机规模快速增长 (GW) | 12 |
| 图表 18: 全球海风新增装机占比逐步提升 | 12 |
| 图表 19: 全球陆风新增装机规模稳健增长 (GW) | 13 |
| 图表 20: 亚非拉等区域陆风新增装机将实现较快增长 (GW) | 13 |
| 图表 21: 全球海风新增装机有望实现快速增长 (GW) | 13 |
| 图表 22: 全球海风新增装机主要分布于中国和欧洲 | 13 |
| 图表 23: 欧洲海上风电已经实现平价 | 14 |
| 图表 24: 欧洲海上风电未来新增装机可观 | 14 |
| 图表 25: 英、德、法、丹、荷将成为未来欧洲海风主战场 (MW) | 15 |
| 图表 26: 欧洲各国海风远期装机目标可观 | 15 |
| 图表 27: 亚太 (除中国) 海风新增装机将实现快速增长 (GW) | 16 |
| 图表 28: 韩国/日本/越南等海风将实现 0 到 1 的发展 (GW) | 16 |
| 图表 29: 国内风机出口快速增长 | 16 |
| 图表 30: 亚非拉为风机出口主要市场 | 16 |
| 图表 31: 陆上风机价格现回升迹象 | 17 |
| 图表 32: 海上风机价格波动下降 | 18 |
| 图表 33: 海上风机大型化趋势显著 | 18 |
| 图表 34: 风机招标价格周期&风电整机盈利周期 | 19 |
| 图表 35: 整机企业风机业务毛利率触底回升 | 20 |
| 图表 36: 整机市场集中度逐渐回升 | 21 |
| 图表 37: 公司连续多年在国内市占率第一 | 21 |
| 图表 38: 公司在手订单充裕 | 22 |
| 图表 39: 6MW 及以上机型订单占比超过 70% | 22 |
| 图表 40: 金风科技在手订单量位列第一 | 22 |
| 图表 41: 2022-2023 年公司海风市占率有所下滑 | 23 |
| 图表 42: 2024 年 1-11 月公司海风中招标份额第一 | 23 |
| 图表 43: 2022 年以来公司中速永磁机组销售占比大幅提升 | 23 |
| 图表 44: 公司国际业务遍及全球 6 大洲 | 24 |

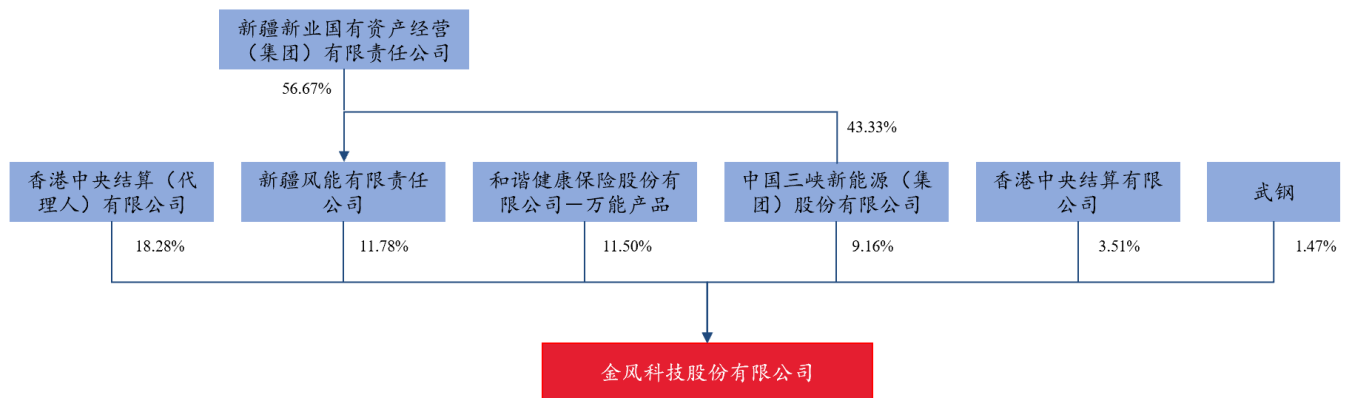
| | |
|---------------------------------|----|
| 图表 45: 公司国际业务收入实现快速增长 | 24 |
| 图表 46: 海外收入占比快速提升 | 24 |
| 图表 47: 公司海外在手订单实现新高 | 25 |
| 图表 48: 公司风机毛利率有望加速修复 | 25 |
| 图表 49: 公司自营风电场规模稳定增长 | 26 |
| 图表 50: 金风科技盈利预测 (单位: 百万元) | 27 |
| 图表 51: 财务摘要和估值指标 | 28 |
| 图表 52: 可比公司估值表 | 28 |

一、公司历史悠久，穿越多轮行业周期

(一) 公司发展历史悠久，股权结构清晰

公司发展历史悠久，股权结构清晰。1998 年新风机工贸成立，2001 年 3 月 26 日整体变更设立为新疆金风科技股份有限公司，2023 年 7 月 6 日更名为金风科技股份有限公司。截至 2024 年三季度末，国资持有股份比例为 20.94%（新疆风能有限责任公司+中国三峡新能源（集团）股份有限公司），董事长武钢总持有股份比例为 1.47%，公司股权结构清晰。

图表1：公司股权结构清晰



资料来源：公司公告、Wind、太平洋证券整理；注：截至 2024 年三季度报股权结构

(二) 业绩恢复增长趋势，盈利水平逐步改善

中游风机制造与下游风电运维布局，为公司提供多元化盈利渠道。公司目前从事的业务为风机制造、风电场投资与开发、风电服务以及水务等其他业务。分业务来看，2023 年公司风机及零部件销售收入 329.37 亿元，占比 65.28%；风电场投资与来发（电站让转与运营）收入 109.15 亿元（其中发电收入 64.31 亿元），占比 21.63%；风电服务收入 52.41 亿元（其中售后服务 30.27 亿元），占比 10.39%；其他业务收入 13.63 亿元，占比 2.70%；公司三大主营业务收入占比达到 97.30%。

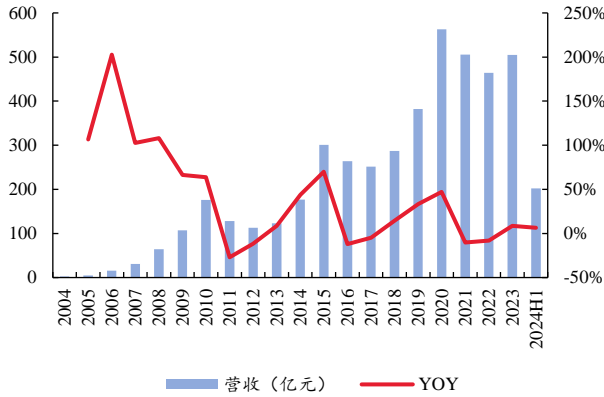
图表2：公司主要从事业务



资料来源：公司2023年业绩演示材料、太平洋证券整理

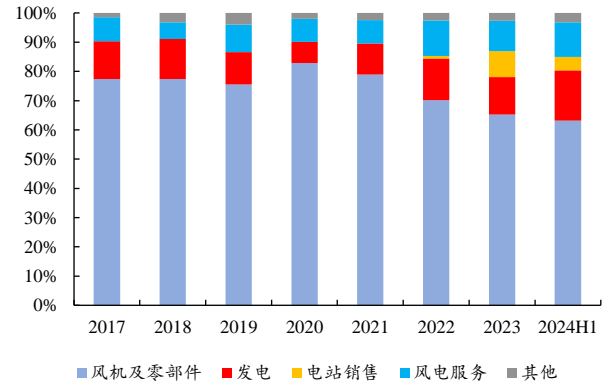
穿越周期，收入与利润恢复增长。2024H1 公司实现营收 202.02 亿元，同比+6.32%；其中，风机及零部件收入 127.68 亿元，同比+0.21%；风电场投资与开发（发电+电站销售）收入 44.01 亿元，同比+31.49%；风电服务收入 23.74 亿元，同比+2.59%。2024H1 公司实现归母净利润 13.87 亿元，同比+10.83%；实现扣非净利润 13.73 亿元，同比+33.01%。自 2004 年以来，公司经历多轮行业周期，在行业最低谷是依然实现盈利，体现了龙头穿越周期能力。最近一轮行业周期，风机价格快速下滑，公司通过积极开展电站产品销售等业务，使得收入和利润恢复增长趋势。

图表3：2023 年以来公司收入恢复增长



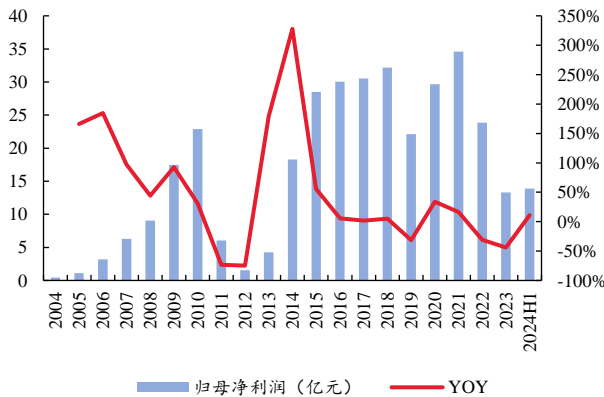
资料来源：Wind、太平洋证券整理

图表4：公司各业务收入占比



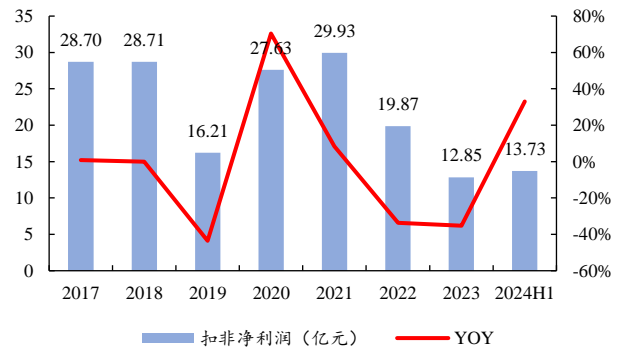
资料来源：Wind、太平洋证券整理

图表5：周期低谷公司依然实现盈利



资料来源：Wind、太平洋证券整理

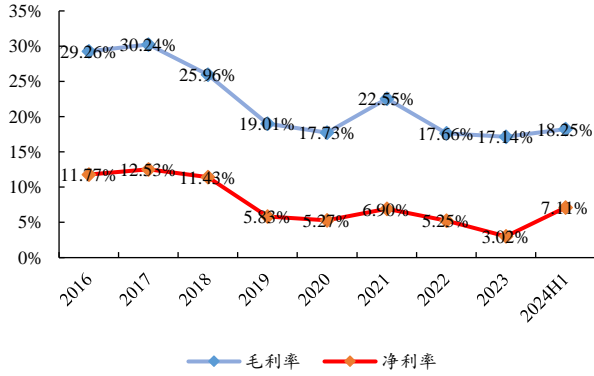
图表6：2024H1 公司扣非净利润 13.73 亿元，同比 +33.01%



资料来源：Wind、太平洋证券整理

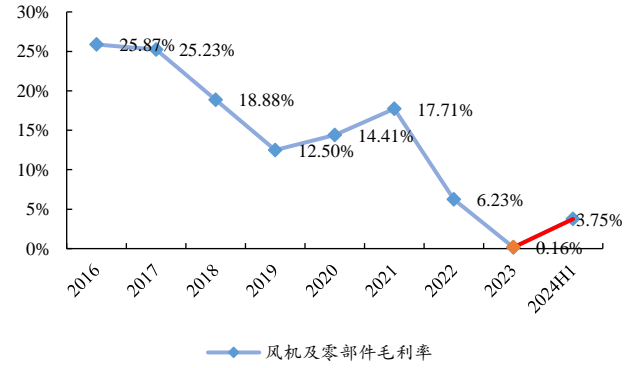
公司盈利水平逐渐改善。2024H1，公司综合毛利率 18.25%，同比+5.13pct（按照最新会计政策同口径追溯调整）；净利率 7.11%，同比+0.03pct。2024H1，公司风机毛利率 3.75%，同比+6.29pct（按照最新会计政策同口径追溯调整）。在风机价格快速下降背景下，公司通过成本控制、风机出货结构调整、电站产品销售等措施，使得盈利水平开始修复。

图表7：公司毛利率&净利率逐渐回升



资料来源：Wind、太平洋证券整理

图表8：公司风机业务毛利率触底回升



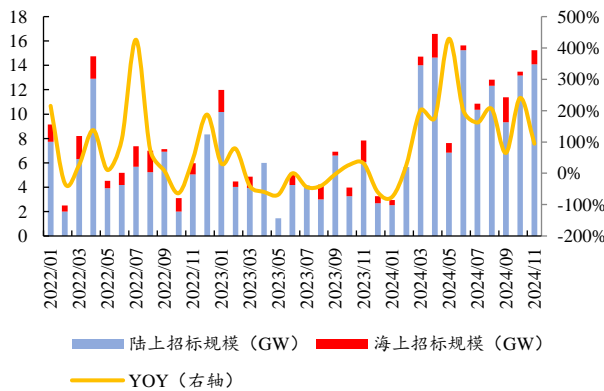
资料来源：公司公告、太平洋证券整理

二、国内：招标规模创历史新高，装机容量有望快速增长

(一) 招标量创历史新高，装机有望快速增长

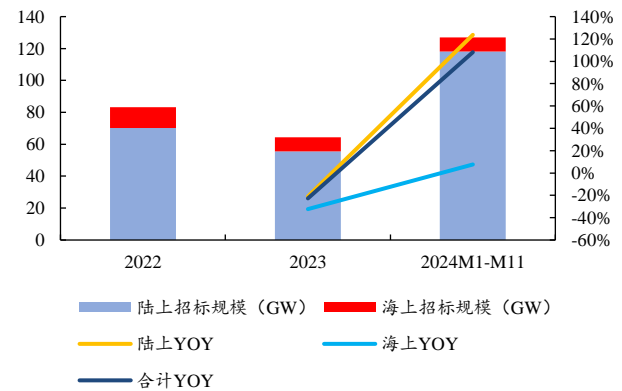
风机招标量快速增长。根据我们不完全统计，2024年1-11月国内风机招标规模127.00GW（不含框架招标），同比+108.14%；其中，陆上风机招标118.21GW，同比+123.68%；海上风机招标8.79GW，同比+7.63%。从招标量来看，2024年以来风机招标量创历史新高；预计2024年陆风招标量有望达到130GW左右，海风招标量有望在10GW左右。

图表9：近期风电月度招标规模持续保持高位



资料来源：各招标企业电子商务平台、太平洋证券整理

图表10：2024年风机招标量创历史新高

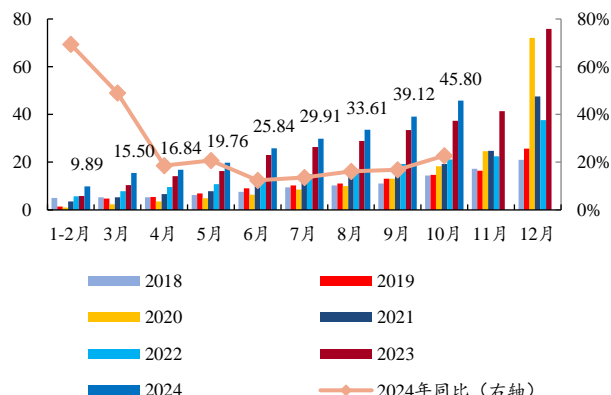


资料来源：各招标企业电子商务平台、太平洋证券整理

国内风电新增装机实现较快增长。根据国家能源局数据，2024年1-10月国内风电新增装机容量45.80GW，同比+22.76%。其中，10月风电新增装机6.68GW，同比+74.41%。在2023年高基

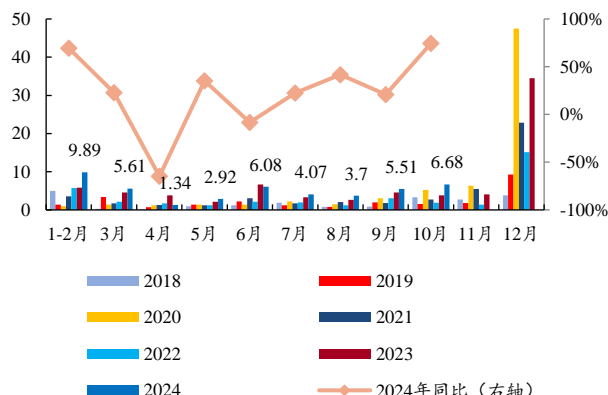
数情况下，2024 年以来国内风电新增装机仍实现快速增长。展望 2024 全年，预计国内风电新增装机量有望实现新高。

图表11：2024 年 1-10 月国内风电新增装机实现较快增长 (GW)



资料来源：国家能源局、太平洋证券整理

图表12：风电月度新增装机容量 (GW)

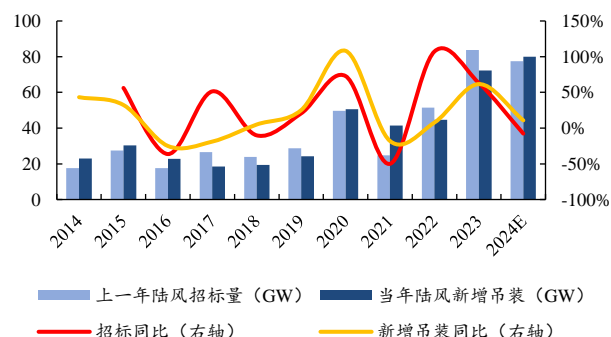


资料来源：国家能源局、太平洋证券整理

(二) 2025 年国内陆风装机预计较快增长，海风进入新一轮向上周期

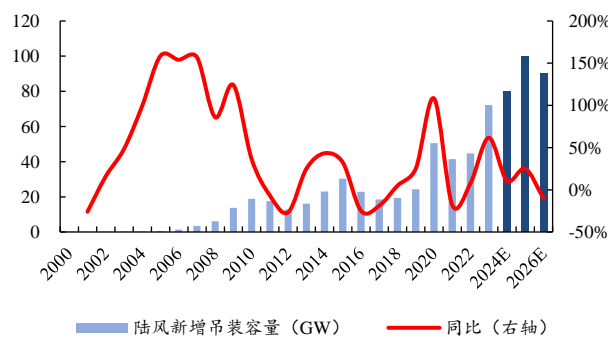
2025 年国内陆上风电装机预计实现较快增长。一般陆上风电项目风机的交付期为一年左右，上一年的风机招标量基本决定了当年新增装机规模。根据 2023-2024 年陆风招标规模、2024 年陆风实际建设情况，预计 2024-2025 年陆风新增装机规模分别为 80GW、100GW，2025 年同比增速为 25%。2026 年是“十五五”第一年，根据历史规律，预计陆上风电装机 90GW，短暂小幅下滑。

图表13：陆风新增装机滞后招标一年左右



资料来源：金风科技业绩演示材料、CWEA、太平洋证券整理

图表14：2025 年国内陆风装机预计达到 100GW

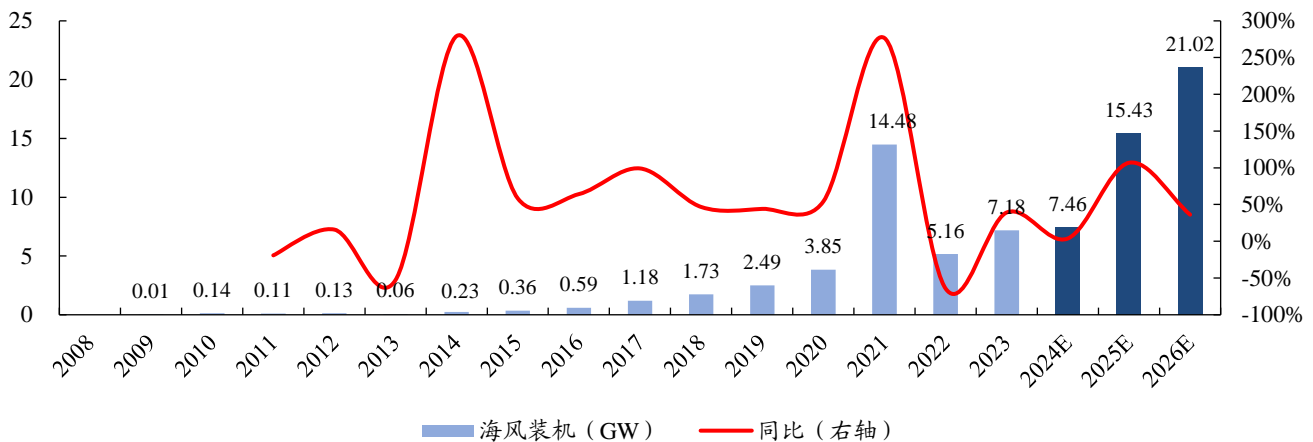


资料来源：CWEA、太平洋证券整理

国内海风进入新一轮向上周期。从长周期维度来看，国内海风过去 10 年实现跨越式发展。海风在快速发展过程中显现了不少问题，如未批先建、用海不规范、各主管部门利益冲突等，这也

是制约海风长期发展的重要因素。经过 2022-2024 年的调整，这些不规范的因素正在逐步解决，国内海风建设将进入更加规范化发展阶段。预计 2024-2026 年，国内海风新增装机容量分别为 7.46GW、15.43GW、21.02GW，CAGR 为 43%。另外，从沿海各省海风规划和推进节奏来看，未来 5-10 年是国内海风新一轮建设高峰期。

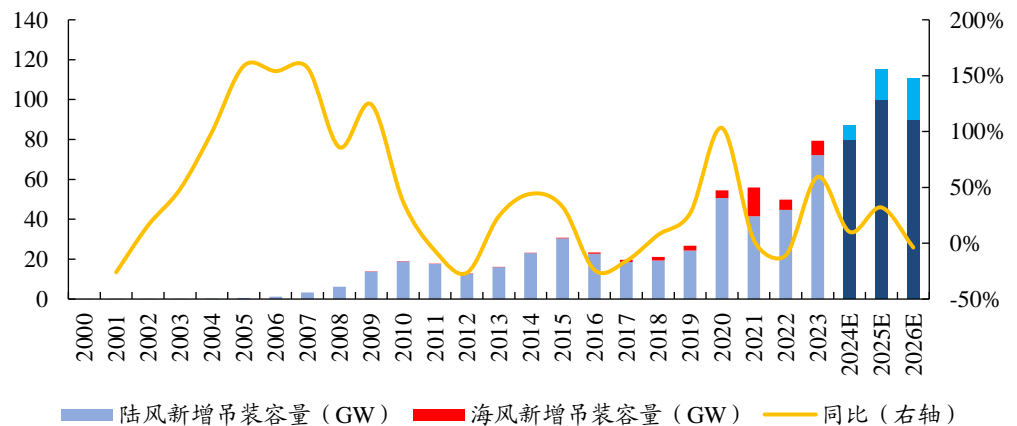
图表15：国内海风正进入新一轮向上周期



资料来源：CWEA、太平洋证券整理

结合陆风和海风的装机预测，我们预计 2024-2026 年国内风电新增装机分别为 87.46GW、115.43GW、111.02GW，CAGR 为 11.83%。从长周期来看，陆风预计将进入平稳发展阶段，海风进入新一轮快速向上周期。

图表16：国内风电新增装机预测



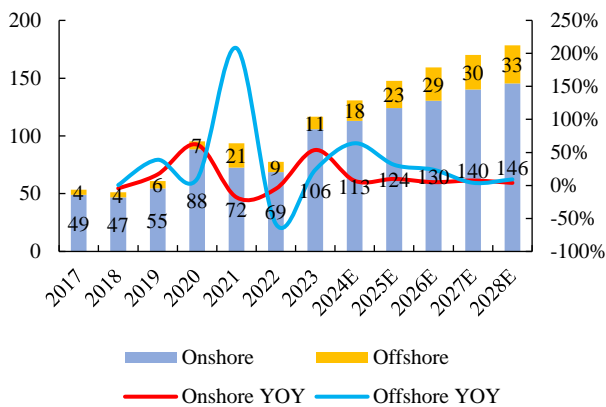
资料来源：CWEA、太平洋证券整理

三、 全球：亚非拉陆风将快速增长，欧亚海风贡献主要增量

(一) 全球风电装机较快增长，海风占比快速提升

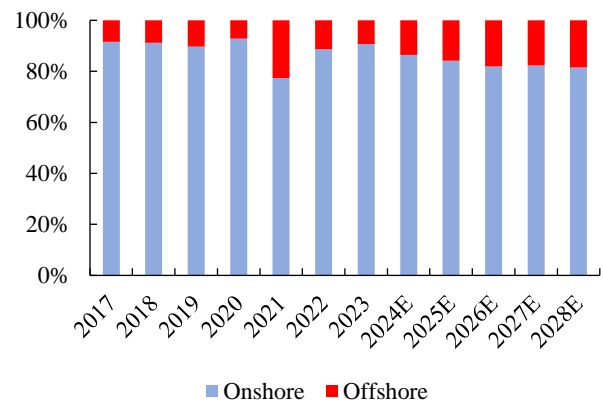
全球风电装机将快速增长。根据 GWEC 数据，全球风电新增装机容量有望从 2023 年的 117GW 增长到 2028 年的 178GW，CAGR 为 9%；其中海风新增装机规模有望从 2023 年的 11GW 增长至 2028 年的 33GW，CAGR 为 25%；海风新增装机占比预计从 2023 年的 9% 提升至 2028 年的 18%。

图表17：全球风电新增装机规模快速增长（GW）



资料来源：GWEC、太平洋证券整理

图表18：全球海风新增装机占比逐步提升

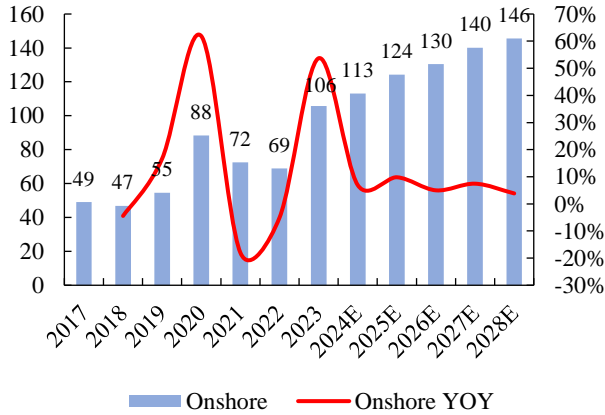


资料来源：GWEC、太平洋证券整理

(二) 全球陆风：亚非拉等区域有望实现快速增长

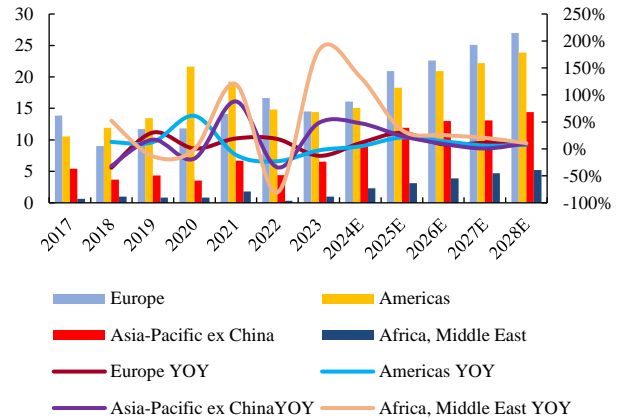
全球陆风新增装机规模稳健增长。根据 GWEC 数据，全球陆上风电新增装机量预计从 2023 年的 106GW 增长至 2028 年的 146GW，CAGR 为 7%。分地区来看，2024-2028 年中东和非洲陆风新增装机 CAGR 预计为 39%，亚太（除中国）预计为 17%，欧洲预计为 13%，美洲预计为 11%，整体看亚非拉等区域未来陆风将实现较快增长。

图表19：全球陆风新增装机规模稳健增长（GW）



资料来源：GWEC、太平洋证券整理

图表20：亚非拉等区域陆风新增装机将实现较快增长（GW）

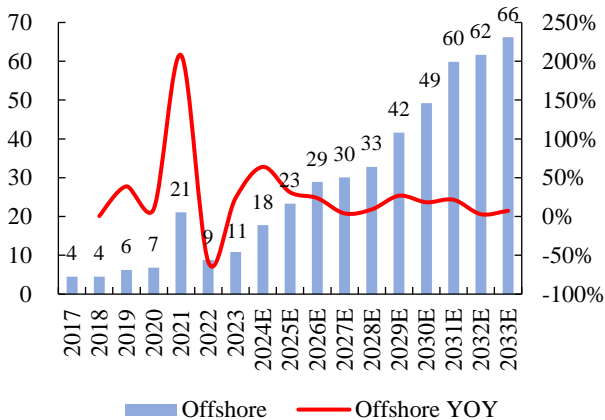


资料来源：GWEC、太平洋证券整理

（三）全球海风：中国与欧洲占主导，亚太（除中国）和北美区域初露峥嵘

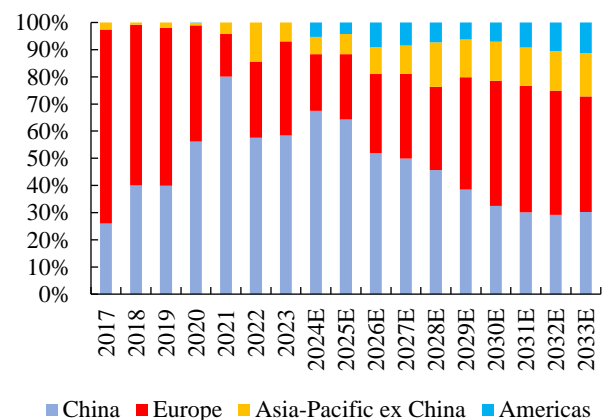
全球海风新增装机有望快速增长。根据《GWEC offshore wind report 2024》数据，全球海风新增装机有望从2023年的11GW增长至2033年的66GW，CAGR为20%，未来10年全球海风新增装机将实现快速增长。从装机分布来看，中国与欧洲仍占主导，但亚太（除中国）和北美区域已初露峥嵘。

图表21：全球海风新增装机有望实现快速增长（GW）



资料来源：GWEC、太平洋证券整理

图表22：全球海风新增装机主要分布于中国和欧洲



资料来源：GWEC、太平洋证券整理

欧洲是海上风电的发展先驱，目前已经全面实现平价。全球海上风电已经发展了近30年，其中前20年主要在欧洲。根据GWEC数据，截至2023年，欧洲海风累计装机34GW，占全球海风装机的45%。根据IRENA发布的2021年可再生能源成本报告，2021年欧洲海上风电度电成本为0.065美元/kWh，折合约0.4-0.45元/kWh；此外，欧洲计划在2024-2025年建成投运的海风项目电价基本都在0.4元/kWh以下，已经全面实现平价。

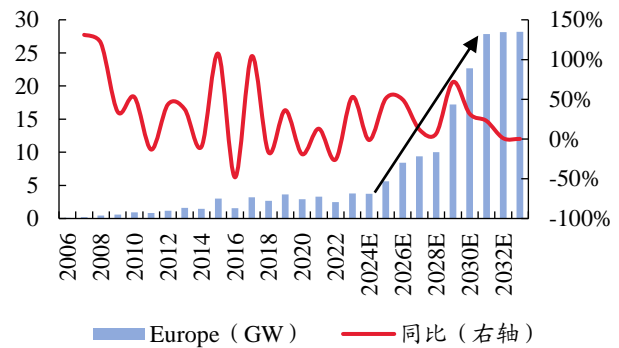
欧洲海风将开启新一轮高增周期。过去10年，欧洲海风发展较为平稳，每年新增装机基本在1-3GW之间。而随着对绿色能源的重视和能源危机等原因，欧洲不断加大海上风电开发力度。根据GWEC的预测，欧洲海风新增装机有望从2023年的4GW增长至2033年的28GW，CAGR为22%。

图表23：欧洲海上风电已经实现平价

| | 2010 | | | 2021 | | |
|--------------------|----------------------------|------------------|-----------------------------|----------------------------|------------------|-----------------------------|
| | 5 th percentile | Weighted average | 95 th percentile | 5 th percentile | Weighted average | 95 th percentile |
| | (2021 USD/kWh) | | | | | |
| Asia | 0.127 | 0.187 | 0.219 | 0.069 | 0.083 | 0.112 |
| China | 0.119 | 0.178 | 0.196 | 0.064 | 0.079 | 0.103 |
| Japan | 0.187 | 0.187 | 0.187 | 0.184 | 0.196 | 0.212 |
| Republic of Korea* | n.a. | n.a. | n.a. | 0.133* | 0.180* | 0.227* |
| Europe | 0.127 | 0.163 | 0.297 | 0.051 | 0.065 | 0.140 |
| Belgium* | 0.226 | 0.226 | 0.226 | 0.082* | 0.083* | 0.086* |
| Denmark | 0.108 | 0.108 | 0.108 | 0.041 | 0.041 | 0.041 |
| Germany* | 0.177 | 0.179 | 0.186 | 0.080* | 0.081* | 0.083* |
| Netherlands | n.a. | n.a. | n.a. | 0.048 | 0.059 | 0.128 |
| United Kingdom | 0.201 | 0.210 | 0.217 | 0.049 | 0.054 | 0.092 |

资料来源：IRENA、太平洋证券整理

图表24：欧洲海上风电未来新增装机可观

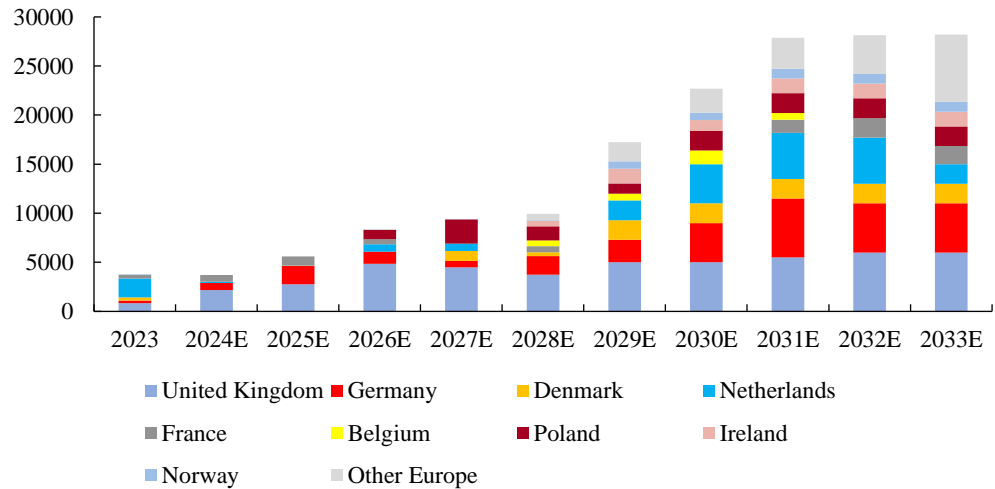


资料来源：GWEC、太平洋证券整理

英、德、法、丹、荷将成为未来欧洲海风主战场。根据GWEC数据，英国、德国、法国、丹麦、荷兰等五国未来海上风电新增装机占欧洲70%以上，是欧洲海风的主要战场。

欧洲各国远期海风装机目标可观。欧洲海风2030年装机目标上调到111GW，比2020年设置的目标（60GW）接近翻倍，2050年装机目标为317GW。

图表25：英、德、法、丹、荷将成为未来欧洲海风主战场（MW）



资料来源：GWEC、太平洋证券整理

图表26：欧洲各国海风远期装机目标可观

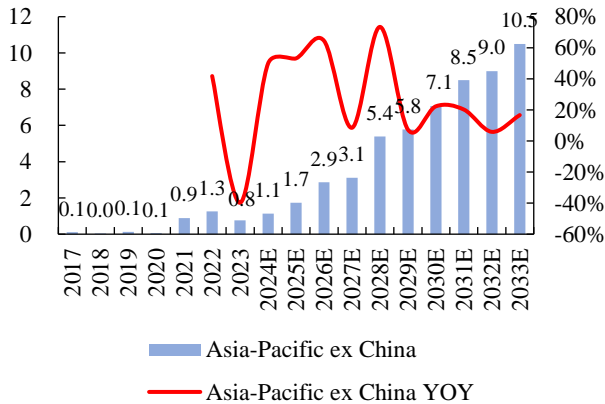
| 单位 (GW) | 2027 | 2030 | 2035 | 2040 | 2045 | 2050 |
|---------|------|------|------|------|------|------|
| 欧洲 | | 111 | | | | 317 |
| 英国 | | 50 | | | | |
| 德国 | | 30 | 40 | | ≥70 | |
| 荷兰 | | 22.2 | | 50 | | 70 |
| 丹麦 | | 12.9 | | | | |
| 比利时 | | 5.7 | | 8 | | |
| 法国 | | | 18 | | | 45 |
| 波兰 | 10.9 | | | | | |
| 挪威 | | | | 30 | | |
| 爱尔兰 | | 5 | | 20 | | 37 |
| 西班牙 | | 3 | | | | |
| 希腊 | | 2 | | | | |

资料来源：GWEC、太平洋证券整理

亚太（除中国）海风新增装机将实现快速增长。根据 GWEC 数据，亚太（除中国）海风新增装机有望从 2023 年的 0.8GW 增长至 2033 年的 10.5GW，CAGR 为 30%。从具体国家来看，韩国、日本、

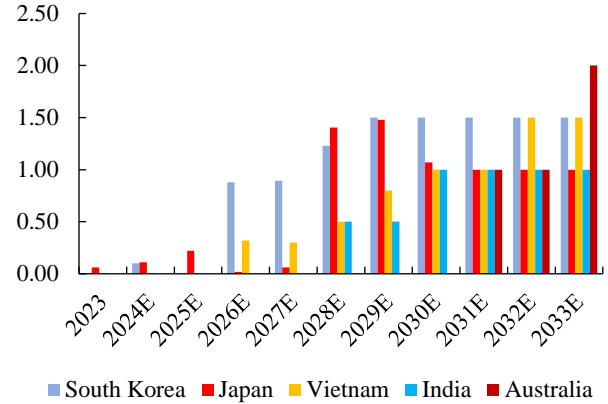
越南等国的海风将在未来实现从 0 到 1 的发展。

图表27：亚太（除中国）海风新增装机将实现快速增长（GW）



资料来源：GWEC、太平洋证券整理

图表28：韩国/日本/越南等海风将实现 0 到 1 的发展（GW）

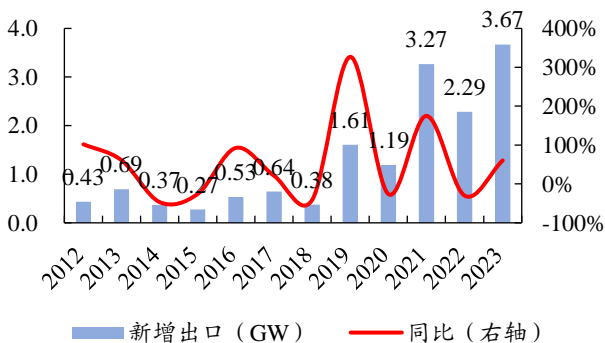


资料来源：GWEC、太平洋证券整理

（四）风机出口快速增长，亚非拉为主要市场

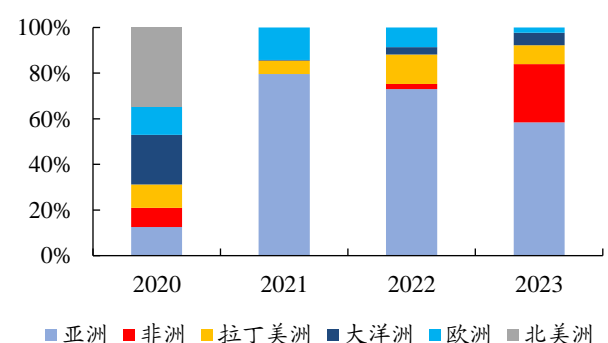
风机出口快速增长，亚非拉为主要市场。根据 CWEA 数据，2023 年国内风机出口 3.67GW，同比+60.47%；其中，亚洲 2.14GW（占 58.35%），同比+28.02%；非洲 0.94GW（占 25.58%），同比+1775.00%；拉美 0.31GW（占 8.35%），同比+3.17%；大洋洲 0.20GW，同比+175.00%；欧洲 0.09GW（占 2.32%），同比-57.14%。亚非拉占比合计 92.28%。随着亚非拉风电装机需求提升，未来国内风机出口有望保持较高增长。

图表29：国内风机出口快速增长



资料来源：CWEA、太平洋证券整理

图表30：亚非拉为风机出口主要市场



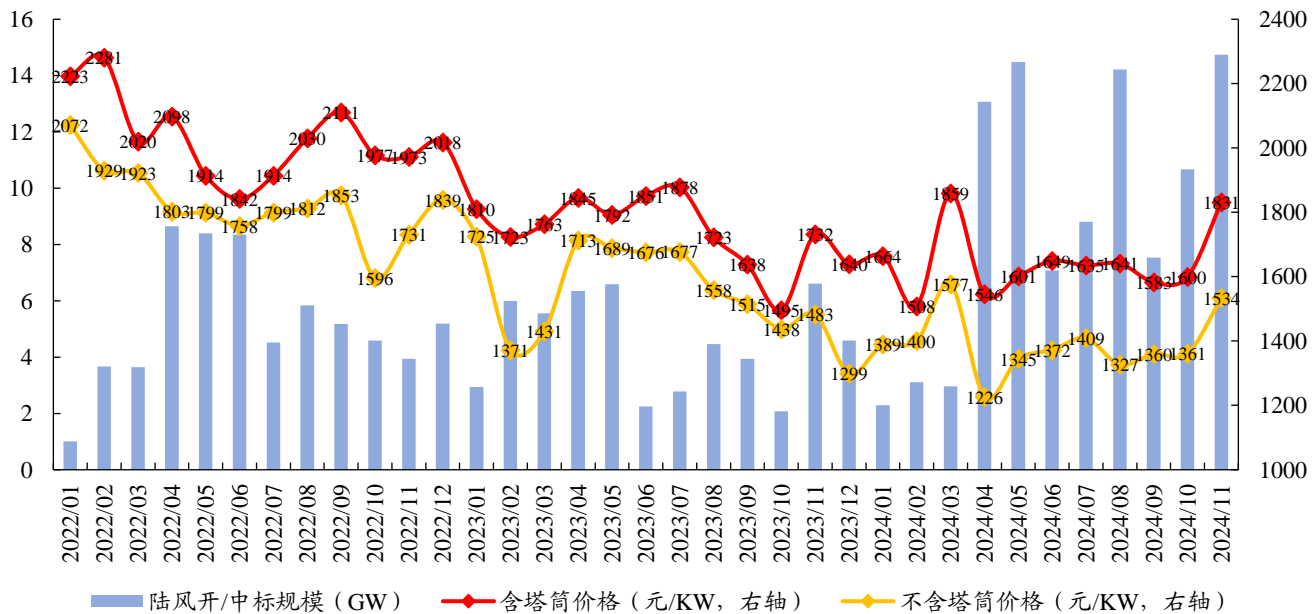
资料来源：CWEA、太平洋证券整理

四、陆风价格触底回升，风机毛利率有望加速修复

(一) 陆风招标价格逐步企稳回升

陆风现涨价迹象。从2024年5月以来，陆上风机去除塔筒平均价格稳定在1300-1400元/KW。2024年11月，陆上风机平均价格回升到1500元/KW以上，价格回升较大的主要原因是5-7MW机型占比较多。而近期国电投7.2GW风机规模化招标采用投标人价格的算数平均价下浮5%作为基准价（原来以最低价为基准价），各标段风机投标价格明显上涨——以标段30为例，招标机型要求为8.XMW、10MW混排，实际投标以10MW为主，投标最低价为1530元/kW，投标平均价为1682元/kW，假设去除塔筒350元/kW，投标最低价和平均价分别为1180元/kW、1332元/kW，相比此前10MW机型价格（1000-1100元/kW）涨幅较大。此次招标规则改变带来的价格上涨虽是个例，但后续“五大六小”等业主如有更多跟随，以及业主对风机质量重视程度上升，陆风价格有望实现整体回升。

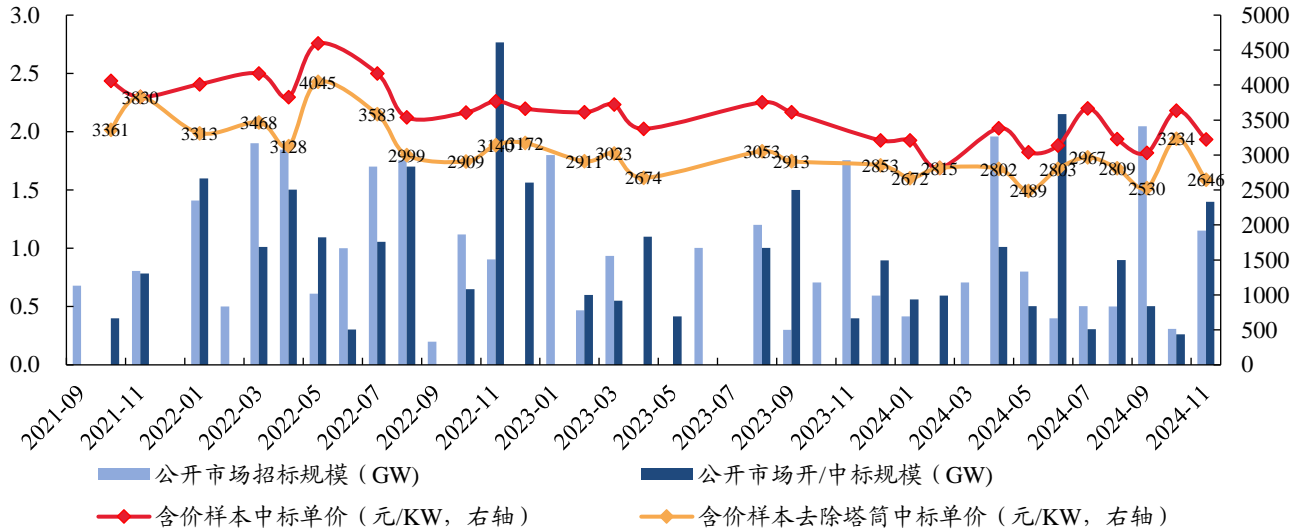
图表31：陆上风机价格现回升迹象



资料来源：各招标企业电子商务平台、太平洋证券整理

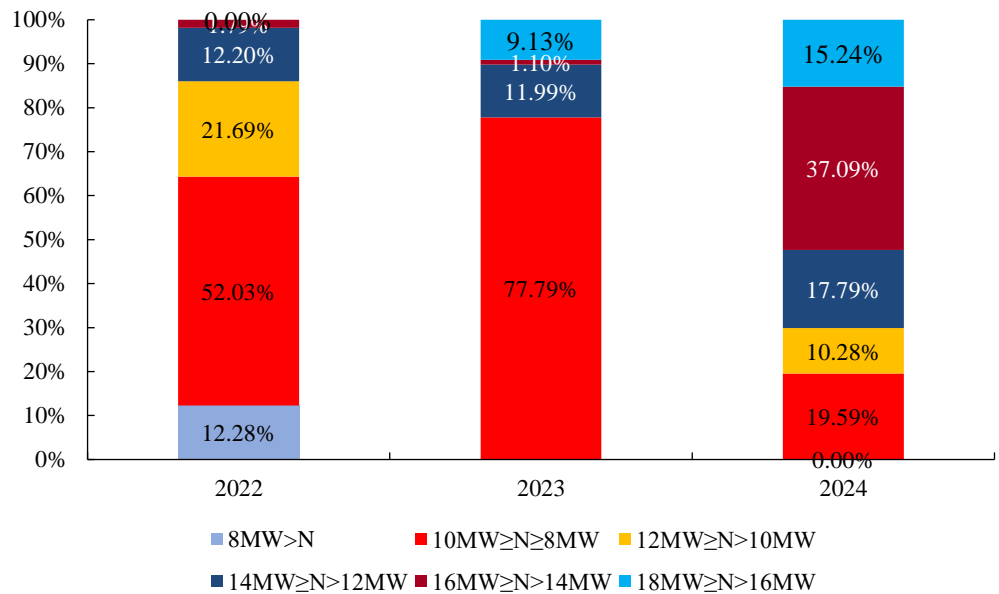
大型化趋势下，海上风机价格波动下降。海上风机去除塔筒价格目前在2500-2700元/KW徘徊；后续随着16MW以上机型批量招标，其价格预计还有下降空间，进一步助力海风平价。

图表32：海上风机价格波动下降



资料来源：各招标企业电子商务平台、太平洋证券整理

图表33：海上风机大型化趋势显著

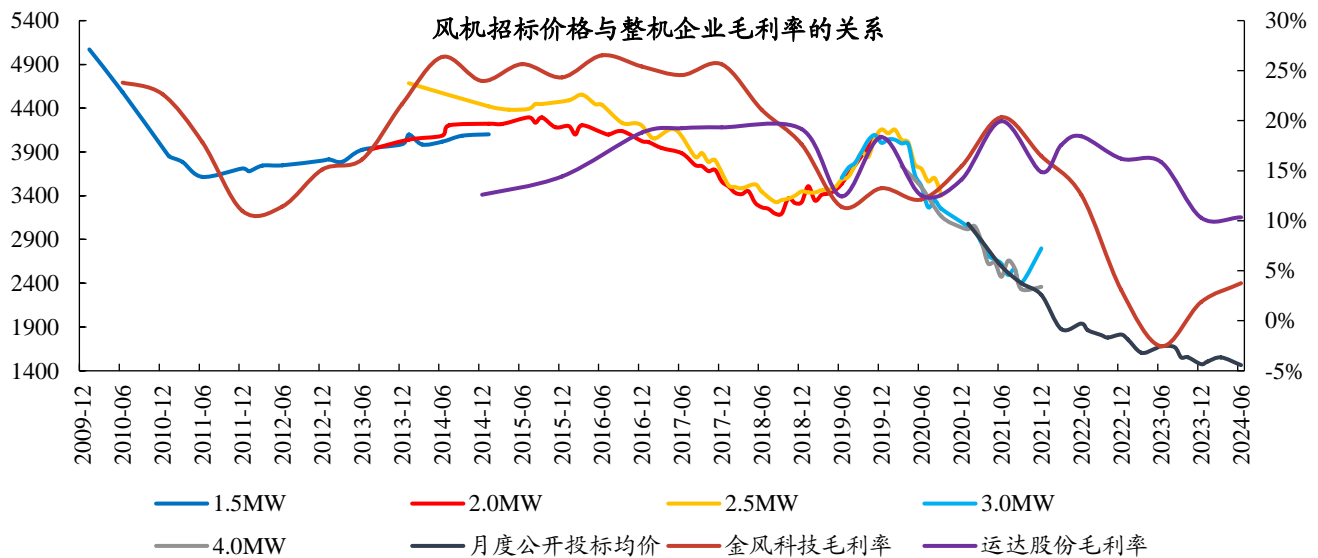


资料来源：各招标企业电子商务平台、太平洋证券整理

(二) 整机企业风机毛利率开始修复

风电整机盈利周期滞后招标价格 1-1.5 年左右。一般风机招标之后大概 1 年左右时间交付，然后加上安装确收等时间，风机毛利率变化趋势一般滞后招标价格变化趋势 1-1.5 左右（例如上一轮招标价格高点是在 2020 年初，对应的整机企业风机毛利率高点出现在 2021 年下半年）。

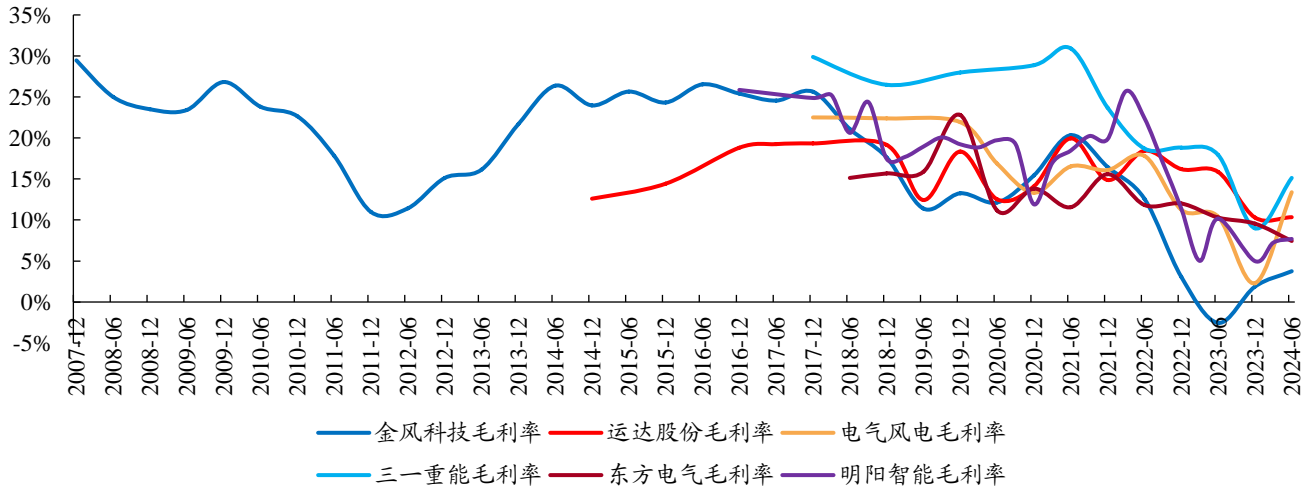
图表34：风机招标价格周期&风电整机盈利周期



资料来源：金风科技业绩演示材料、运达股份公告、金风科技公告、太平洋证券整理；备注：2023H1-2024H1 金风科技风机业务毛利率为质保费用计入营业成本之后的。

风机毛利率 2024H1 环比改善，未来有望持续回升。2024H1 主要风电整机企业风机业务毛利率：三一重能 15.33%，同比-2.81pct，环比+6.14pct；金风科技 3.75%，同比+6.29pct，环比+1.88pct；运达股份 10.34%，同比-5.52pct，环比+0.04pct；电气风电 13.38%，同比+2.98pct，环比+11.09%；明阳智能 7.69%，同比-2.47pct，环比+2.70pct；东方电气 7.44%，同比-2.47pct，环比-2.12pct。随着此轮陆风招标价格逐步企稳回升，未来风机毛利率有望持续回升。

图表35：整机企业风机业务毛利率触底回升



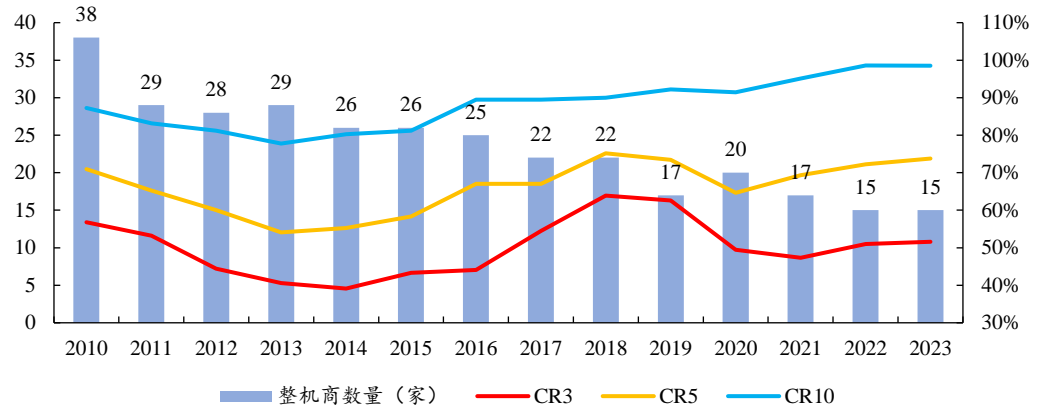
资料来源：各公司公告、太平洋证券整理；备注：图中为各整机企业风机业务毛利率，金风科技 2023H1 以来的毛利率、三一重能 2022H1 的毛利率为质保费用计入营业成本之后的

五、整机龙头企业，多元化布局风电业务

(一) 整机市场集中度提升，龙头份额有望增加

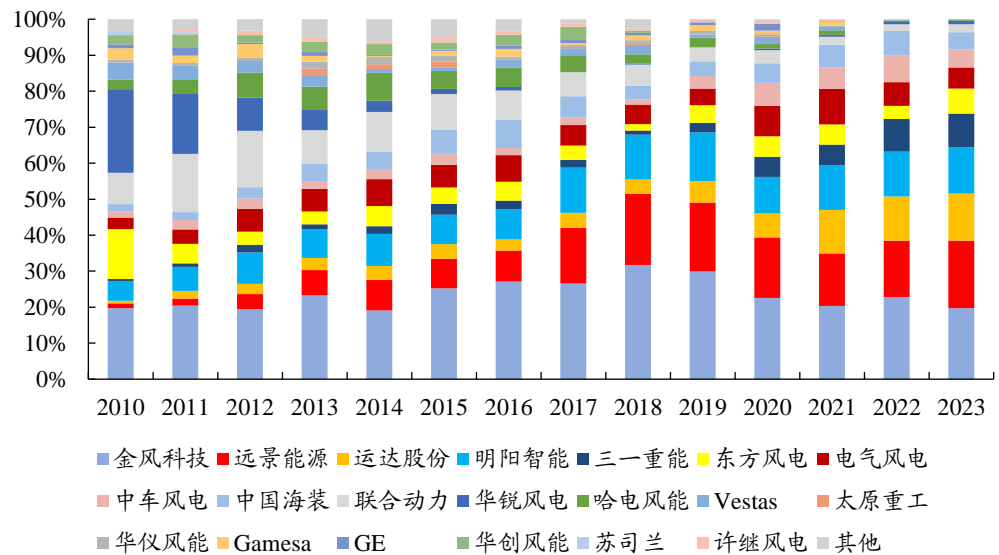
国内风电整机市场集中度稳步提升，龙头企业有望更加受益。根据 CWEA 数据，2023 年风电整机企业 CR3 为 51.60%，同比+0.64pct；CR5 为 73.36%，同比+1.49pct。风电整机市场集中度自 2019-2021 年连续三年下降之后正在稳步提升。金风科技作为国内风电整机市场龙头，已连续 13 年蝉联市场份额第一；但近年在二线后起风机企业强有力竞争压力下，其市场份额有所下滑。未来随着市场集中度提升，金风科技作为龙头，其份额有望增加。

图表36：整机市场集中度逐渐回升



资料来源：CWEA、太平洋证券整理

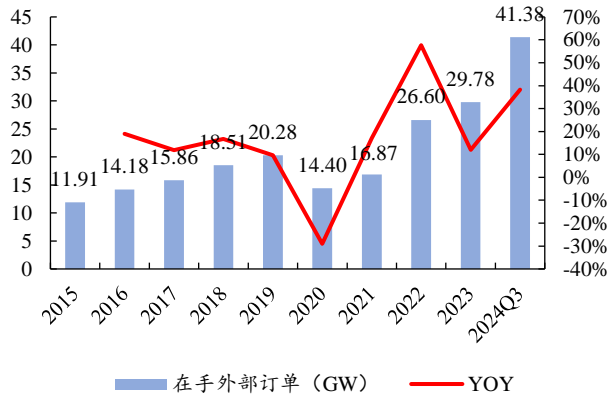
图表37：公司连续多年在国内市占率第一



资料来源：CWEA、太平洋证券整理

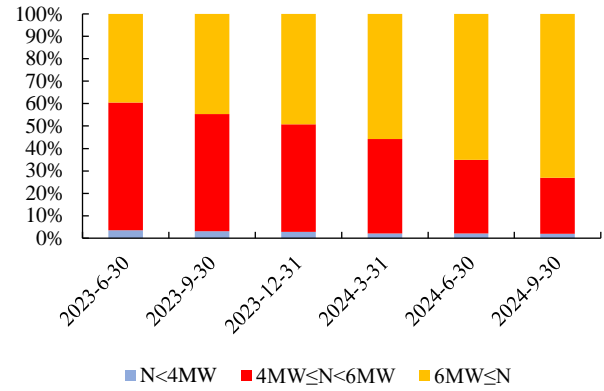
公司在手订单充沛，6MW及以上机型占比超过70%。截至2024年9月30日，公司风机外部在手订单41.38GW，同比+38.21%；其中，4MW≤N<6MW机型10.35GW，占25.00%；6MW及以上机型30.24GW，占73.08%。对比来看，目前金风科技在手订单量位列第一位，对其份额增加形成支撑。

图表38：公司在手订单充裕



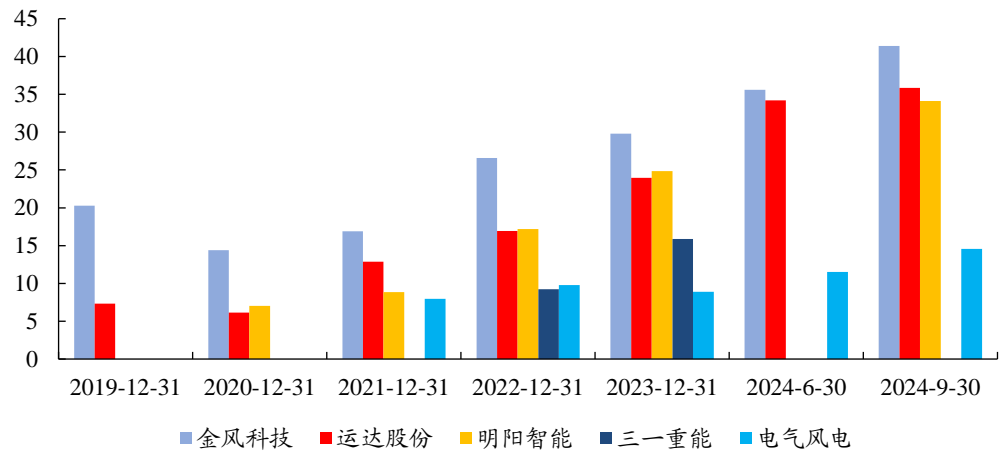
资料来源：公司公告、太平洋证券整理

图表39：6MW及以上机型订单占比超过70%



资料来源：公司公告、太平洋证券整理

图表40：金风科技在手订单量位列第一

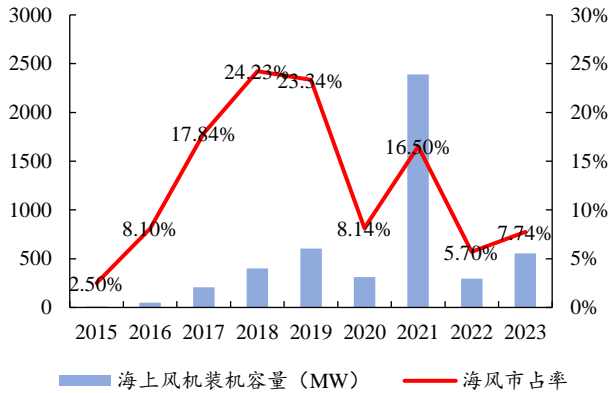


资料来源：各公司公告、太平洋证券整理；注：明阳智能“风机在手可执行订单容量”统计口径为2019年以后签订订单且已剔除签约但确定不再执行订单数量。

(二) “两海”业务放量，风机盈利有望加速修复

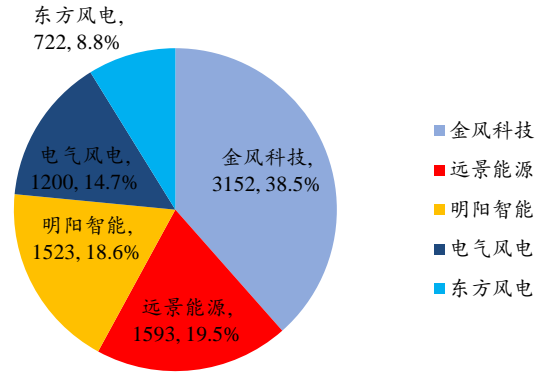
海风中招标份额大幅提升。在2021年海上风电“抢装潮”后，海风平价要求下，海上风机价格开始快速下降。由于原直驱技术路线成本较高，以及中标的多个海风项目延迟，使得公司2022-2023两年在海上风电市场表现不佳。根据市场变化和客户需求，公司在2021年推出多款中速永磁机型，并在2022-2023年销量占比大幅提升。经过1年多时间的沉淀，公司在海上风电再次发力，2024年1-11月公司在海上风机公开招投标市场中标量达到3.15GW，占比38.5%，排名第一。

图表41：2022-2023 年公司海风市占率有所下滑



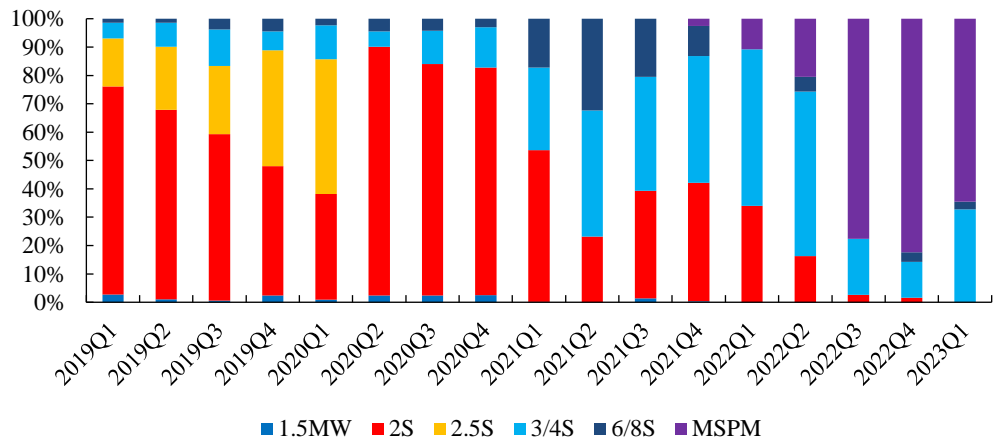
资料来源：CWEA、太平洋证券整理

图表42：2024 年 1-11 月公司海风中招标份额第一



资料来源：各招标企业电子商务平台、太平洋证券整理

图表43：2022 年以来公司中速永磁机组销售占比大幅提升



资料来源：公司公告、太平洋证券整理

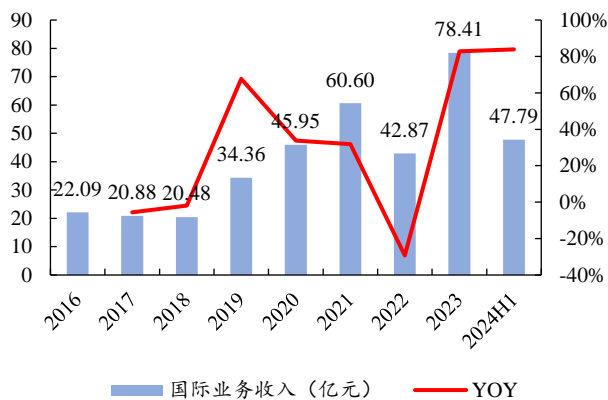
海外在手订单充裕，国际业务占比有望持续提升。目前公司国际市场业务已遍及全球 6 大洲。截至 2024 年三季度末，公司国际业务累计装机 8.05GW，其中在亚洲地区装机(除中国)超过 2GW，北美洲、大洋洲、南美洲的装机量均已超过 1GW。2024H1，公司国际业务收入 47.79 亿元，同比+83.88%，占比 23.65% (比 2023 年提升 8.11pct)。截至 2024 年 9 月 30 日，公司海外在手外部订单 5.54GW，同比+45.48%。在国内风机业务内卷的情况下，公司更加重视国际业务的开拓，2024 年以来在摩洛哥、菲律宾、格鲁吉亚、纳米比亚等其他市场也相继获得业务突破。未来随着海外订单放量交付以及更多国家实现突破，公司国际业务有望实现快速增长，占比持续提升。

图表44：公司国际业务遍及全球6大洲



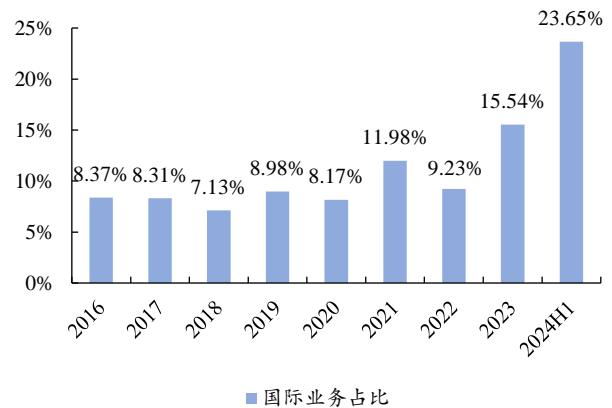
资料来源：公司 2024Q3 业绩演示材料、太平洋证券整理

图表45：公司国际业务收入实现快速增长



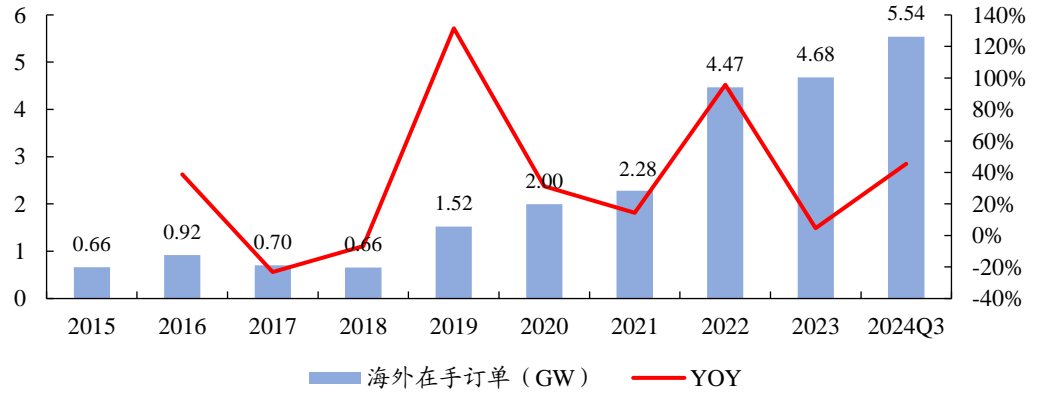
资料来源：Wind、太平洋证券整理

图表46：海外收入占比快速提升



资料来源：Wind、太平洋证券整理

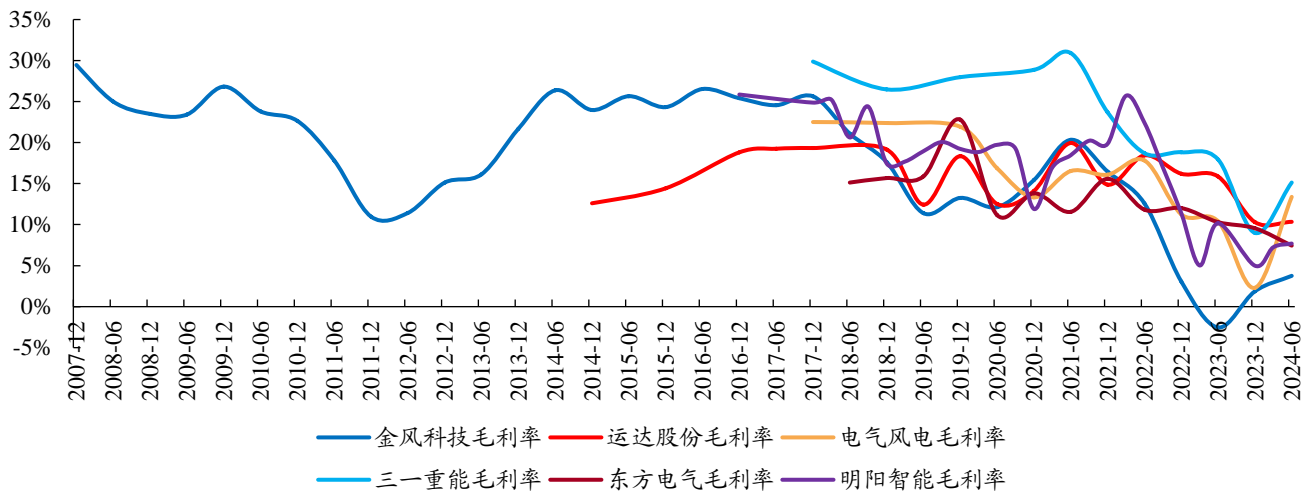
图表47：公司海外在手订单实现新高



资料来源：公司公告、太平洋证券整理

从 2023 年下半年以来通过内部降本、风机出货结构调整等措施，公司风机业务毛利率开始修复。展望未来，随着“两海”业务的放量，风机毛利率修复趋势有望加速。

图表48：公司风机毛利率有望加速修复



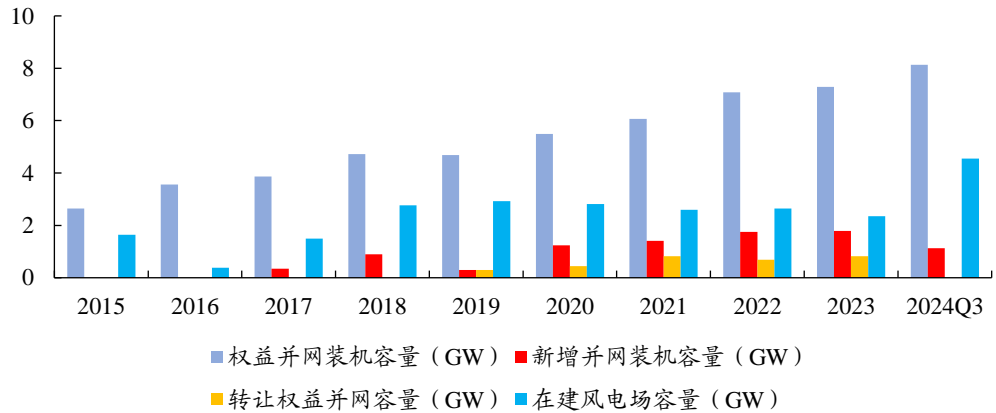
资料来源：各公司公告、太平洋证券整理；备注：图中为各整机企业风机业务毛利率，金风科技 2023H1 以来的毛利率、三一重能 2022H1 的毛利率为质保费用计入营业成本之后的

(三) 坚持滚动开发策略，电站产品销售推动业绩增长

风电场坚持滚动开发策略，电站产品销售推动业绩增长。截至 2024 年 9 月 30 日，公司国内外自营风电场权益装机容量合计 8.14GW，国内风电场权益在建容量 4.56GW。2024 年 1-9 月，公司国内外风电项目新增权益并网装机容量 1.12GW；同时销售风电场规模 0.27GW。在公司滚动开发

策略下，其风电场权益装机容量有望稳定增长。此外，公司积极落地电站产品销售模式，2023 年电站产品交易规模超 740MW，实现收入近 45 亿元，推动公司业绩持续增长。

图表49：公司自营风电场规模稳定增长



资料来源：公司公告、公司业绩演示材料太平洋证券整理

六、盈利预测与投资建议

我们对金风科技 2024-2025 年盈利预测核心假设如下：

1、风机及零部件业务

目前国内和海外风电装机需求旺盛，随着“两海”业务放量，叠加陆风涨价趋势，公司风机业务未来有望实现量利齐升。我们预计公司风机及零部件业务 2024-2026 年收入分别为 375.23 亿元、437.67 亿元、451.92 亿元，同比增速分别为+13.92%、+16.64%、+3.26%；毛利率分别为 5.95%、8.36%、10.16%。

2、风电场投资与开发业务

1) **发电业务**：2024 年上半年，公司风电场项目资源获取方式逐渐由传统的发电模式拓展至与负荷相结合的综合能源解决方案。公司通过在源网荷一体化项目、绿电直供/替代、风电制氢、乡村振兴等新型项目开拓方式的不断尝试，先后获取了多个绿电直供等类型的项目。公司继续坚持滚动开发策略，发电业务预计稳定增长。

2) **电站销售**：公司积极落地电站产品销售模式，将电站作为核心产品推动主营业务的持续增长。未来电站产品销售有望为公司贡献较大业绩增量。

因此，我们预计公司风电产投资与开发业务（发电+电站产品销售）2024-2026 年收入分别为 153.36 亿元、181.79 亿元、207.78 亿元，同比增速分别为+40.50%、+18.54%、+14.29%。

3、风电服务业务

随着风电行业发展，公司风电服务业务不断丰富产品类型，包括现场运维、备件供应、部件维修、软件升级、技改优化及发电量提升等多项服务，预期风电服务业务将实现稳健增长。我们预计公司风电服务业务 2024-2026 年收入分别为 63.02 亿元、79.47 亿元、97.68 亿元，同比增速分别为+20.24%、+26.10%、+22.90%。

4、其他业务

公司在持续发展风电装备、风电服务业务，并大力开发投资风电场的基础上，深耕水务环保产业链，并把握新兴成长型业务发展机遇，积极开拓混塔、储能、能碳业务领域。我们预计公司其他业务 2024-2026 年收入分别为 14.41 亿元、15.20 亿元、16.10 亿元，同比增速分别为+5.72%、+5.44%、+5.96%。

图表50：金风科技盈利预测（单位：百万元）

| 金风科技 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 46436.85 | 50457.19 | 60602.84 | 71412.80 | 77347.21 |
| YOY | -8.17% | 8.66% | 20.11% | 17.84% | 8.31% |
| 营业成本 | 38237.28 | 41807.42 | 49963.96 | 57882.25 | 61509.36 |
| 毛利 | 8199.57 | 8649.77 | 10638.88 | 13530.55 | 15837.85 |
| 毛利率 | 17.66% | 17.14% | 17.56% | 18.95% | 20.48% |
| 风机及零部件销售 | 70.21% | 65.28% | 61.92% | 61.29% | 58.43% |
| 收入 | 32602.46 | 32937.07 | 37523.08 | 43766.54 | 45191.52 |
| YOY | -18.36% | 1.03% | 13.92% | 16.64% | 3.26% |
| 成本 | 30570.15 | 32883.87 | 35291.04 | 40105.73 | 40598.89 |
| 毛利 | 2032.31 | 53.20 | 2232.04 | 3660.81 | 4592.63 |
| 毛利率 | 6.23% | 0.16% | 5.95% | 8.36% | 10.16% |
| 风电场开发 | 14.88% | 21.63% | 25.31% | 25.46% | 26.86% |
| 收入 | 6910.18 | 10915.40 | 15336.40 | 18179.33 | 20778.01 |
| YOY | 29.72% | 57.96% | 40.50% | 18.54% | 14.29% |
| 成本 | 2391.73 | 5752.84 | 8841.01 | 10660.08 | 12360.57 |
| 毛利 | 4518.45 | 5162.56 | 6495.39 | 7519.26 | 8417.44 |
| 毛利率 | 65.39% | 47.30% | 42.35% | 41.36% | 40.51% |
| 风电服务 | 12.16% | 10.39% | 10.40% | 11.13% | 12.63% |
| 收入 | 5646.75 | 5241.50 | 6302.22 | 7947.35 | 9767.57 |
| YOY | 38.33% | -7.18% | 20.24% | 26.10% | 22.90% |
| 成本 | 4302.27 | 4201.57 | 4726.67 | 5960.51 | 7325.68 |
| 毛利 | 1344.48 | 1039.93 | 1575.56 | 1986.84 | 2441.89 |
| 毛利率 | 23.81% | 19.84% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |

| 其他 | 2.75% | 2.70% | 2.38% | 2.13% | 2.08% |
|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 | 1277.47 | 1363.22 | 1441.14 | 1519.58 | 1610.11 |
| YOY | 3.90% | 6.71% | 5.72% | 5.44% | 5.96% |
| 成本 | 973.14 | 1027.04 | 1105.24 | 1155.94 | 1224.22 |
| 毛利 | 304.33 | 336.19 | 335.89 | 363.65 | 385.89 |
| 毛利率 | 23.82% | 24.66% | 23.31% | 23.93% | 23.97% |

资料来源：Wind、太平洋证券整理

我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 606.03 亿元、714.13 亿元、773.47 亿元，同比增速分别为+20.11%、+17.84%、+8.31%；归母净利分别为 27.35 亿元、32.77 亿元、43.05 亿元，同比增速分别为+105.45%、+19.83%、+31.37%；EPS 分别为 0.65/0.78/1.02 元，当前股价对应 PE 分别为 17/14/11 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

图表51：财务摘要和估值指标

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 50,457 | 60,603 | 71,413 | 77,347 |
| 营业收入增长率(%) | 8.66% | 20.11% | 17.84% | 8.31% |
| 归母净利（百万元） | 1,331 | 2,735 | 3,277 | 4,305 |
| 净利润增长率(%) | -44.16% | 105.45% | 19.83% | 31.37% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.29 | 0.65 | 0.78 | 1.02 |
| 市盈率（PE） | 27.79 | 16.96 | 14.16 | 10.78 |

资料来源：Wind、携宁、太平洋证券整理

图表52：可比公司估值表

| 公司代码 | 公司名称 | 评级 | 收盘价（元） | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|-----|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2024/12/12 | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 300772.SZ | 运达股份 | 买入 | 14.80 | 0.60 | 1.15 | 1.53 | 24.52 | 12.85 | 9.67 |
| 688349.SH | 三一重能 | 未评级 | 33.54 | 1.79 | 2.20 | 2.60 | 18.78 | 15.27 | 12.91 |
| 601615.SH | 明阳智能 | 未评级 | 14.49 | 0.79 | 1.28 | 1.65 | 18.36 | 11.29 | 8.77 |
| | 平均 | | | | | | 20.55 | 13.13 | 10.45 |
| 002202.SZ | 金风科技 | 买入 | 10.98 | 0.65 | 0.78 | 1.02 | 16.96 | 14.16 | 10.78 |

资料来源：Wind、太平洋证券整理；注：收盘价日期为 2024 年 12 月 12 日，“未评级”公司数据来自 Wind 一致预期

七、 风险提示

风电装机不及预期、海外市场开拓不及预期、原材料大幅波动、行业竞争格局恶化等。

资产负债表 (百万)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 15,628 | 14,245 | 19,578 | 26,509 | 34,461 |
| 应收和预付款项 | 25,297 | 26,491 | 31,675 | 37,465 | 40,152 |
| 存货 | 9,848 | 15,257 | 14,011 | 16,999 | 17,551 |
| 其他流动资产 | 11,600 | 7,836 | 11,138 | 12,777 | 13,734 |
| 流动资产合计 | 62,373 | 63,829 | 76,402 | 93,751 | 105,898 |
| 长期股权投资 | 5,401 | 4,854 | 4,331 | 3,803 | 3,274 |
| 投资性房地产 | 10 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 固定资产 | 30,261 | 34,011 | 38,612 | 41,827 | 43,855 |
| 在建工程 | 7,200 | 7,795 | 5,456 | 3,819 | 2,674 |
| 无形资产开发支出 | 7,087 | 7,416 | 6,721 | 6,091 | 5,455 |
| 长期待摊费用 | 81 | 91 | 104 | 117 | 129 |
| 其他非流动资产 | 86,783 | 89,319 | 102,920 | 120,056 | 131,972 |
| 资产总计 | 136,822 | 143,495 | 158,153 | 175,722 | 187,367 |
| 短期借款 | 1,172 | 386 | 386 | 386 | 386 |
| 应付和预收款项 | 39,555 | 41,664 | 48,898 | 57,532 | 60,852 |
| 长期借款 | 28,366 | 28,151 | 30,430 | 32,163 | 33,753 |
| 其他负债 | 27,384 | 33,065 | 37,125 | 41,800 | 45,119 |
| 负债合计 | 96,476 | 103,266 | 116,840 | 131,881 | 140,110 |
| 股本 | 4,225 | 4,225 | 4,225 | 4,225 | 4,225 |
| 资本公积 | 12,148 | 12,157 | 12,157 | 12,157 | 12,157 |
| 留存收益 | 18,659 | 19,347 | 21,159 | 23,396 | 26,334 |
| 归母公司股东权益 | 38,095 | 37,610 | 38,481 | 40,718 | 43,656 |
| 少数股东权益 | 2,251 | 2,619 | 2,832 | 3,124 | 3,602 |
| 股东权益合计 | 40,346 | 40,229 | 41,313 | 43,841 | 47,258 |
| 负债和股东权益 | 136,822 | 143,495 | 158,153 | 175,722 | 187,367 |

现金流量表 (百万)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营性现金流 | 5,881 | 1,854 | 7,983 | 10,743 | 12,133 |
| 投资性现金流 | -6,139 | -1,824 | -4,503 | -4,536 | -4,375 |
| 融资性现金流 | 6,917 | -1,993 | 1,908 | 724 | 194 |
| 现金增加额 | 6,703 | -2,209 | 5,333 | 6,931 | 7,952 |

利润表 (百万)

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 46,437 | 50,457 | 60,603 | 71,413 | 77,347 |
| 营业成本 | 38,237 | 41,807 | 49,964 | 57,882 | 61,509 |
| 营业税金及附加 | 213 | 231 | 277 | 327 | 354 |
| 销售费用 | 3,193 | 3,165 | 2,121 | 2,499 | 2,320 |
| 管理费用 | 1,924 | 1,958 | 2,354 | 2,804 | 3,020 |
| 财务费用 | 1,078 | 1,131 | 1,354 | 1,643 | 1,781 |
| 资产减值损失 | -359 | -448 | -581 | -603 | -865 |
| 投资收益 | 2,368 | 2,246 | 1,515 | 714 | 773 |
| 公允价值变动 | -117 | 349 | 115 | 150 | 181 |
| 营业利润 | 2,775 | 2,599 | 3,725 | 4,507 | 6,029 |
| 其他非经营损益 | -4 | -80 | -40 | -47 | -50 |
| 利润总额 | 2,772 | 2,519 | 3,685 | 4,460 | 5,979 |
| 所得税 | 335 | 997 | 737 | 892 | 1,196 |
| 净利润 | 2,437 | 1,522 | 2,948 | 3,568 | 4,783 |
| 少数股东损益 | 53 | 191 | 213 | 291 | 478 |
| 归母股东净利润 | 2,383 | 1,331 | 2,735 | 3,277 | 4,305 |

预测指标

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 毛利率 | 17.66% | 17.14% | 17.56% | 18.95% | 20.48% |
| 销售净利率 | 5.13% | 2.64% | 4.51% | 4.59% | 5.57% |
| 销售收入增长率 | -8.77% | 8.66% | 20.11% | 17.84% | 8.31% |
| EBIT 增长率 | -59.40% | -20.61% | 236.26% | 21.13% | 27.14% |
| 净利润增长率 | -36.12% | -44.16% | 105.45% | 19.83% | 31.37% |
| ROE | 6.26% | 3.54% | 7.11% | 8.05% | 9.86% |
| ROA | 1.90% | 1.09% | 1.95% | 2.14% | 2.63% |
| ROIC | 2.13% | 1.16% | 4.82% | 5.46% | 6.46% |
| EPS (X) | 0.52 | 0.29 | 0.65 | 0.78 | 1.02 |
| PE (X) | 21.14 | 27.79 | 16.96 | 14.16 | 10.78 |
| PB (X) | 1.22 | 0.90 | 1.21 | 1.14 | 1.06 |
| PS (X) | 1.00 | 0.67 | 0.77 | 0.65 | 0.60 |
| EV/EBITDA (X) | 14.62 | 13.21 | 7.55 | 6.00 | 4.60 |

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。