

买入

风机毛利率持续改善，海外市场拓展顺利

金风科技 (2208.HK)

2025-1-3 星期五

投资要点

目标价: **7.82 港元**
 现价: 6.23 港元
 预计升幅: 26%

重要数据

| 日期 | 2025-1-2 |
|-------------|-----------|
| 收盘价 (港元) | 6.23 |
| 总股本 (亿股) | 42.25 |
| 总市值 (亿港元) | 422 |
| 净资产 (百万元) | 41,076 |
| 总资产 (百万元) | 156,313 |
| 52 周高低 (港元) | 7.85/2.57 |
| 每股净资产 (港元) | 9.40 |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

新疆风能有限责任公司 (全部股本: 11.89%)
 和谐健康保险股份有限公司 (全部股本: 11.62%)
 中国三峡新能源 (集团) 股份有限公司 (全部股本: 9.25%)

相关报告

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ **2025 年海上和国际风机交付提高，整机毛利率持续改善:**

2024 年 1-9 月综合毛利率为 16.43%，预计 2024 全年综合毛利率将超过 16%；其中国内机组 1-9 月毛利率同比增长 5% 以上，预计 2024 全年国内机组毛利率将达到 3% (2023 全年为 -6.5%)，如果加上海上机组 (目前毛利率 10% 或以上)，预计 2024 全年整机毛利率将达到 6%，2025 年有望进一步提升至 8%；同时公司国际机组平均毛利率在 12% 以上，随着国际机组和海上机组交付比例提升，以及高速机型占比提升带来成本下降，预计 2025 年整体机组毛利率将持续改善。

➤ **国际市场拓展顺利，具备国际整机平台核心竞争实力:**

公司实施国际战略 10 年多，全球布局更加充分，具备全球供应链能力、海外融资能力以及国际整机平台竞争的核心能力。国际业务采取主机销售+长期服务模式，而且国际服务利润可观；2024 年公司海外订单以中速为主，少部分直驱永磁，2025 年将以中速及半直驱永磁为主。整体来看，公司在成熟市场，欧洲、澳洲、南美和北美，中长期竞争实力稳定。

➤ **2024 全年整机出货量 18-20GW，预期 2025 年持续增长:**

截至 2024 年 9 月 30 日，公司在手订单 44.28GW，其中海外 5.5GW。2024 全年国内海风出货量 1GW，2025 年将达到 2GW；国际业务方面，2024 全年 4GW 订单，实际执行交付 3GW，2025 年会超过 5GW。公司指引 2024 全年公司风机出货量 18-20GW，受益公司国际和海上风机出货量高增长，预计 2025 年公司风机出货量将保持持续增长。

➤ **更新公司目标价至 7.82 港元，给予买入评级:**

我们更新公司目标价 7.82 港元，相当于 2024 年和 2025 年 12.6 倍和 11 倍 PE，目标价较现价有 26% 上升空间，给予买入评级。

| 人民币百万元 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 | 46,254 | 50,244 | 57,278 | 61,860 | 65,572 |
| 同比增长 (%) | -8.9% | 8.6% | 14.0% | 8.0% | 6.0% |
| 净利润 | 2,383 | 1,331 | 2,634 | 3,015 | 3,314 |
| 同比增长 (%) | -36.1% | -44.2% | 97.9% | 14.5% | 9.9% |
| 每股盈利 (RMB 元) | 0.52 | 0.29 | 0.57 | 0.66 | 0.72 |
| PE@6.23HKD | 11.1 | 19.9 | 10.0 | 8.8 | 8.0 |
| 每股股息 (RMB 元) | 0.12 | 0.10 | 0.20 | 0.23 | 0.25 |
| 股息率 | 2.1% | 1.7% | 3.5% | 4.0% | 4.4% |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

2025 年海上和国际风机交付提高，整机毛利率持续改善：

2024 年 1-9 月综合毛利率为 16.43%，预计 2024 全年综合毛利率将超过 16%；其中国内机组 1-9 月毛利率同比增长 5% 以上，预计 2024 全年国内机组毛利率将达到 3%（2023 全年为 -6.5%），如果加上海上机组（目前毛利率 10% 或以上），预计 2024 全年整机毛利率将达到 6%，2025 年有望进一步提升至 8%；同时公司国际机组平均毛利率在 12% 以上，随着国际机组和海上机组交付比例提升，以及高速机型占比提升带来成本下降，预计 2025 年整体机组毛利率将持续改善。

国际市场拓展顺利，具备国际整机平台核心竞争实力：

公司实施国际战略 10 年多，全球布局更加充分，具备全球供应链能力、海外融资能力以及国际整机平台竞争的核心能力。国际业务采取主机销售+长期服务模式，而且国际服务利润可观；2024 年公司海外订单以中速为主，少部分直驱永磁，2025 年将以中速及半直驱永磁为主。整体来看，公司在成熟市场，欧洲、澳洲、南美和北美，中长期竞争实力稳定。

2024 全年整机出货量 18-20GW，预期 2025 年持续增长：

截至 2024 年 9 月 30 日，公司在手订单 44.28GW，其中海外 5.5GW。2024 全年国内海风出货量 1GW，2025 年将达到 2GW；国际业务方面，2024 全年 4GW 订单，实际执行交付 3GW，2025 年会超过 5GW。公司指引 2024 全年公司风机出货量 18-20GW，受益公司国际和海上风机出货量高增长，预计 2025 年公司风机出货量将保持持续增长。

更新公司目标价至 7.82 港元，给予买入评级：

我们更新公司目标价 7.82 港元，相当于 2024 年和 2025 年 12.6 倍和 11 倍 PE，目标价较现价有 26% 上升空间，给予买入评级。

风险提示：

风电新增装机不及预期；

原材料价格大幅上涨；

风机整机价格下降超出预期；

海外投资经营风险。

表 1: 行业估值

| 市场 | 代码 | 简称 | 货币 | 股价 | 市值 (亿) | PE | | | | PB | | | |
|----|-----------|-----------|-----|-------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| A股 | 300772.SZ | 运达股份 | RMB | 12.76 | 90 | 21.6 | 17.9 | 12.0 | 9.2 | 1.6 | 1.6 | 1.4 | 1.2 |
| | 600875.SH | 东方电气 | RMB | 15.00 | 446 | 13.2 | 12.4 | 10.0 | 8.8 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| | 688349.SH | 三一重能 | RMB | 29.51 | 362 | 18.0 | 16.8 | 13.5 | 11.3 | 2.9 | 2.5 | 2.2 | 1.9 |
| | 601615.SH | 明阳智能 | RMB | 11.92 | 271 | 72.7 | 15.5 | 9.3 | 7.4 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| | 601727.SH | 上海电气 | RMB | 7.62 | 1,035 | 416.3 | 176.8 | 73.1 | 39.3 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.1 |
| | 002202.SZ | 金风科技 | RMB | 10.01 | 390 | 31.8 | 17.6 | 14.1 | 11.9 | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| | | 平均 | | | | 95.6 | 42.8 | 22.0 | 14.6 | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 1.3 |
| H股 | 1072.HK | 东方电气 | HKD | 9.31 | 482 | 9.1 | 7.2 | 5.6 | 5.0 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| | 2727.HK | 上海电气 | HKD | 2.63 | 1,120 | -10.3 | 59.0 | 27.7 | 16.3 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| | 1133.HK | 哈尔滨电气 | HKD | 2.47 | 55 | 50.0 | 4.8 | 3.2 | 2.8 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| | | 平均 | | | | 16.3 | 23.7 | 12.2 | 8.0 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| | 2208.HK | 金风科技 | HKD | 6.23 | 422 | 19.9 | 10.0 | 8.8 | 8.0 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

财务报表摘要
损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入 | 46,254 | 50,244 | 57,278 | 61,860 | 65,572 |
| 经营成本 | (38,215) | (41,840) | (47,541) | (51,344) | (54,424) |
| 销售费用 | (3,193) | (3,165) | (3,323) | (3,489) | (3,768) |
| 行政费用 | (3,726) | (4,080) | (4,039) | (4,140) | (4,243) |
| 财务开支 | (1,334) | (1,374) | (1,401) | (1,429) | (1,458) |
| 应占合营公司溢利 | 22 | 240 | 259 | 279 | 302 |
| 应占联营公司溢利 | 202 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 税前盈利 | 2,772 | 2,519 | 3,864 | 4,424 | 4,746 |
| 所得税 | (335) | (997) | (1,120) | (1,283) | (1,329) |
| 少数股东应占利润 | 53 | 191 | 110 | 126 | 103 |
| 归属股东净利润 | 2,383 | 1,331 | 2,634 | 3,015 | 3,314 |
| 折旧及摊销 | 2,743 | 2,799 | 2,842 | 2,887 | 2,933 |
| EBITDA | 4,534 | 4,020 | 5,488 | 6,177 | 6,738 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | - | 9% | 14% | 8% | 6% |
| EBITDA (%) | - | -11% | 37% | 13% | 9% |

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 现金 | 15,246 | 13,694 | 9,938 | 12,934 | 10,122 |
| 应收账款 | 26,141 | 26,503 | 27,033 | 27,573 | 28,125 |
| 存货 | 9848 | 15,257 | 15,562 | 15,874 | 16,191 |
| 其他流动资产 | 11,138 | 8,376 | 8,543 | 8,714 | 8,888 |
| 流动资产 | 62,373 | 63,829 | 61,076 | 65,095 | 63,326 |
| 固定资产 | 37,461 | 41,805 | 43,982 | 46,417 | 46,398 |
| 其他固定资产 | 36,988 | 37,860 | 38,609 | 35,919 | 36,016 |
| 非流动资产 | 74,449 | 79,665 | 82,592 | 82,336 | 82,414 |
| 总资产 | 136,822 | 143,495 | 143,668 | 147,431 | 145,740 |
| 流动负债 | 59,130 | 63,020 | 63,422 | 64,784 | 60,055 |
| 应付帐款 | 39,533 | 41,645 | 42,061 | 42,482 | 38,234 |
| 短期银行贷款 | 6,484 | 4,685 | 4,217 | 4,301 | 3,871 |
| 其他短期负债 | 13,113 | 16,690 | 17,144 | 18,001 | 17,950 |
| 非流动负债 | 37,346 | 40,246 | 38,234 | 38,594 | 39,411 |
| 长期银行贷款 | 31,700 | 34,158 | 32,450 | 33,099 | 34,092 |
| 其他负债 | 5,646 | 6,088 | 5,784 | 5,495 | 5,319 |
| 总负债 | 96,476 | 103,266 | 101,655 | 103,377 | 99,466 |
| 少数股东权益 | 2,251 | 2,619 | 2,690 | 2,772 | 2,839 |
| 股东权益 | 38,095 | 37,610 | 39,322 | 41,282 | 43,436 |
| 每股账面值(元) | 9.02 | 8.90 | 9.31 | 9.77 | 10.28 |
| 营运资金 | 3,243 | 810 | (2,346) | 312 | 3,271 |

财务分析

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利能力 | | | | | |
| EBITDA 利率 (%) | 10% | 8% | 10% | 10% | 10% |
| 净利率 (%) | 5% | 3% | 5% | 5% | 5% |
| 营运表现 | | | | | |
| SG&A/收入 (%) | 8% | 8% | 7% | 7% | 6% |
| 实际税率 (%) | 12% | 40% | 29% | 29% | 28% |
| 股息支付率 (%) | 46% | 46% | 46% | 46% | 46% |
| 库存周转 | 94 | 133 | 119 | 113 | 109 |
| 应付账款天数 | 378 | 363 | 323 | 302 | 256 |
| 应收账款天数 | 206 | 193 | 172 | 163 | 157 |
| ROE (%) | 6% | 4% | 7% | 7% | 8% |
| ROA (%) | - | 1% | 2% | 2% | 2% |
| 财务状况 | | | | | |
| | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| | 0.34 | 0.35 | 0.40 | 0.42 | 0.45 |
| | 3.59 | 3.82 | 3.65 | 3.57 | 3.36 |
| | (34.7) | (36.6) | (40.9) | (43.3) | (45.0) |

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 4,534 | 4,020 | 5,488 | 6,177 | 6,738 |
| 融资成本 | 1,334 | 1,374 | (1,401) | (1,429) | (1,458) |
| 营运资金变化 | - | (2,433) | (3,156) | 2,657 | 2,959 |
| 所得税 | (1,284) | (1,106) | (1,120) | (1,283) | (1,329) |
| 营运现金流 | 5,881 | 1,854 | 2,748 | 3,574 | (1,703) |
| 资本开支 | (7,948) | (5,647) | (5,929) | (6,226) | (6,537) |
| 其他投资活动 | 1,809 | 3,823 | 3,899 | 6,080 | 6,106 |
| 投资活动现金流 | (6,139) | (1,824) | (2,030) | (145) | (430) |
| 负债变化 | - | 7,778 | 69 | (2,176) | 733 |
| 股本变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股息 | (1,194) | (781) | (797) | (813) | (829) |
| 其他融资活动 | - | (8,990) | (2,787) | 2,358 | (734) |
| 融资活动现金流 | 6,917 | (1,993) | (3,515) | (632) | (829) |
| 现金变化 | (8,502) | 7,308 | 7,576 | 7,727 | 7,882 |
| 期初持有现金 | 8,140 | 14,843 | 12,634 | 9,938 | 12,934 |
| 汇率变动 | 43 | (246) | 100 | 200 | 150 |
| 期末持有现金 | 14,843 | 12,634 | 9,938 | 12,934 | 10,122 |

投资评级定义和免责条款

投资评级

| | |
|-----|-----------------------------|
| 买入 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20% |
| 持有 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20% |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断 |

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>