

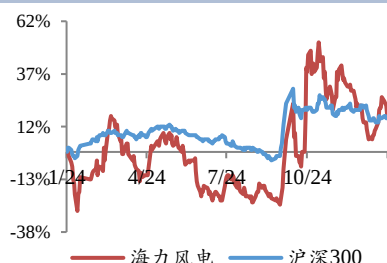
国内海风管桩领先企业，2025 年有望量利齐升

投资评级：买入（首次）

报告日期：2025-01-24

收盘价（元）	56.78
近 12 个月最高/最低（元）	76.19/33.77
总股本（百万股）	217
流通股本（百万股）	117
流通股比例（%）	54.01
总市值（亿元）	123
流通市值（亿元）	67

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 海力风电：高弹性海风标的，深耕海风塔筒/桩基/导管架

公司成立于 2009 年，产品线涵盖塔筒、单桩、导管架、升压站、漂浮式风机基础、过渡段及套笼等风电设备，同时，公司涉足新能源开发以及施工和运维领域，形成了三大业务板块并驱的业务形态。2023 年公司业务收入主要来源于风电设备，占比高达 97%，其他业务收入占比 3%；在风电设备中，桩基业务收入最高，桩基/塔筒/导管架收入占营收比重 66%/23%/8%。公司以“海上+海外”的两海战略为指导理念，在海上风电领域深耕，积极主动地开拓海外市场。公司有望受益于 2025 年国内海风高增，实现量利齐升。

● 行业：2025 年国内海风有望高增，塔筒/桩基环节直接受益

我们预计 24/25 年国内海风装机 6/13-15GW，25 年 yoy+117%~150%。预计 25 年高增主要系 1) 24 年底国内海风装机压制因素消除，原本预期 24 年开工的部分项目延至 25 年；2) 25 年为十四五收官之年，十四五共规划国内海风 60GW，21/22/23/24E 年分别装机 17/5/6/6GW，合计 34GW，仍有 26GW 项目未并网，25-26 年海风需求高增趋势明确。塔筒/桩基是风电项目建设的最前方，对行业景气敏感度高。据海力风电招股书，2019 年公司海上塔筒/桩基产品市占率分别为 25.69%/23.03%，市场地位领先。塔筒/桩基是成本加成定价，价格与行业景气度共振。

● 竞争优势：国内海风管桩领先企业，2025 年有望量利齐升

1) 产能布局：多地区小产能，总产能行业领先，且自有码头资源。公司的海风产能立足江苏、进军山东、规划出口。同时公司具备自有码头，具备订单获取优势、交付优势、成本优势，叠加增值服务创收。2) 经验丰富：公司海风经验积累丰富，公司成立于 2009 年，基本和中国海风行业起步同期，此后公司专注于海风塔筒、桩基的产品生产和销售，凭借其产品口碑、交付能力持续获得客户订单。3) 业务拓宽：合资打造海上施工船、并购切入风力发电。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年收入分别为 17.0/62.7/91.8 亿元，同比 1.1%/267.7%/46.4%，归母净利润分别为 0.6/9.0/10.1 亿元，同比 169.3%/1381.9%/11.8%，对应 2025 年 PE 估值 14 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

风电装机不及预期风险；项目合同延期风险；基地投建进度不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	16.9	17.0	62.7	91.8
收入同比 (%)	3.2%	1.1%	267.7%	46.4%
归属母公司净利润	-0.9	0.6	9.0	10.1
净利润同比 (%)	-143.0%	169.3%	1381.9%	11.8%
毛利率 (%)	9.8%	9.9%	17.8%	17.7%
ROE (%)	-1.6%	1.1%	14.3%	13.7%
每股收益 (元)	-0.41	0.28	4.16	4.65
P/E	—	207.91	14.03	12.55
P/B	2.41	2.33	2.00	1.73
EV/EBITDA	119.15	53.66	8.36	6.64

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 海力风电：高弹性海风标的，守得云开见月明..... 5

2 行业：2025 年国内海风有望高增，塔/桩环节直接受益 9

 2.1 海风行业：2025 年国内海风增长潜力高于陆风和光伏 9

 2.2 塔筒/桩基行业：对风电项目建设的景气敏感度高 13

3 公司竞争优势：产能布局优、项目经验丰富、业务延伸外拓..... 17

 3.1 产能布局：多地区小产能，总产能行业领先，且自有码头资源 17

 3.2 经验丰富：海风项目经验丰富，加工水平和客户关系优 18

 3.3 业务拓宽：拓展海工船及海风运营业务 19

4 盈利预测与公司估值..... 20

5 风险提示..... 21

财务报表与盈利预测 22

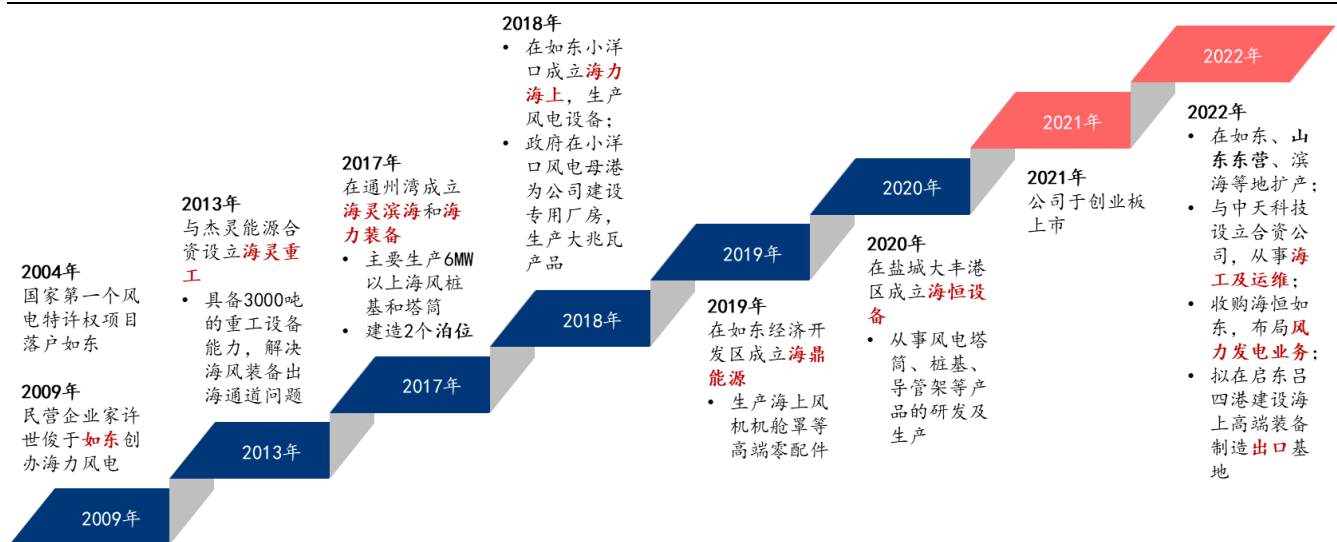
图表目录

图表 1 公司发展历程图	5
图表 2 2020-2023 年公司分产品收入结构（亿元，%）	6
图表 3 公司主要产品	6
图表 4 股权结构图（截至 2024 年三季度）	7
图表 5 公司综合毛利率、净利率	8
图表 6 公司分产品毛利率	8
图表 7 公司营收及增速	8
图表 8 归母净利润及增速	8
图表 9 全球风电新增装机量（GW）及结构（%）	9
图表 10 2006-2033E 全球海上风电新增装机（GW）	10
图表 11 中国海上风电发展复盘	10
图表 12 2023 年各省中国海风新增装机	11
图表 13 2023 年各省中国海风累计装机	11
图表 14 中国海上风电招标量（GW）	11
图表 15 全球海风装机容量及同比增速（GW，%）	12
图表 16 海上风电机组结构与安装程序	13
图表 17 不同桩基结构及对应水深与适用条件（M）	13
图表 18 塔筒/桩基加工费取决于行业景气度（GW，元/吨）	14
图表 19 塔筒/桩基成本构成	14
图表 20 轴线车	15
图表 21 海力风电不同产品单位运费对比（万元/台）	15
图表 22 海力风电运输费占营业收入的比重（%）	15
图表 23 2021 年风电塔筒行业市场格局	16
图表 24 海力风电海上风电塔筒与桩基市占率	16
图表 25 海力风电海上风电产能规划（万吨）	17
图表 26 海力风电单位运费对比（万元/台）	18
图表 27 公司客户构成	19
图表 28 可比公司估值表（截至 2025 年 1 月 17 日）	20

1 海力风电：高弹性海风标的，守得云开见月明

江苏海力风电设备科技股份有限公司成立于 2009 年，是一家专注于海上风电零部件制造领域的企业，于 2021 年在深圳证券交易所成功上市。公司产品线涵盖塔筒、单桩、导管架、升压站、漂浮式风机基础、过渡段及套笼等。同时，公司还涉足新能源开发以及施工和运维领域，形成了三大业务板块并驱的业务形态。2023 年公司业务收入主要来源于风电设备，占比高达 97%，其他业务收入占比 3%。在风电设备中，桩基业务收入最高，桩基/塔筒/导管架收入分别 11.1/3.9/1.3 亿元，占营收比重 66%/23%/8%。公司在海上风电设备零部件生产方面占据显著优势，是国内能够完全配套海上风电塔筒、桩基、导管架、升压站等设备零部件生产的少数企业之一，与风电场施工商、风电场运营商、风电整机厂商建立紧密的业务合作关系。公司以“海上+海外”的两海战略为指导理念，在海上风电领域深耕，积极主动地开拓海外市场。

图表 1 公司发展历程图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司主营业务分为三大部分：风电设备零部件制造业务、新能源开发业务、施工及运维业务。

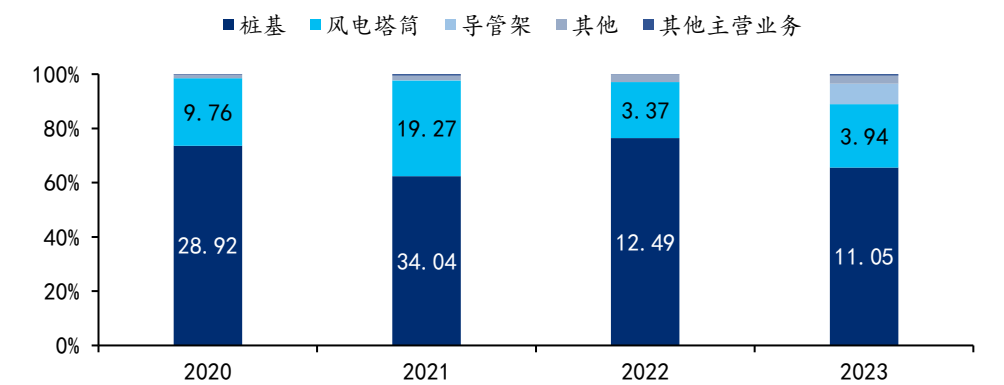
风电设备零部件制造业务：主要包括风电塔筒、桩基、导管架等。**1) 塔筒：**是风力发电机组的重要组成部分，作为风电机组和基础环（桩基、导管架）间的连接构件，传递上部数百吨重的风电机组重量，内部设有爬梯、电缆梯、平台等内件结构，以供风电机组的运营及维护使用。公司生产的风电塔筒产品覆盖 8.5MW 及以下普通规格产品和 10MW 以上大功率等级产品。**2) 桩基：**风电场建设中的关键结构部件，用于支撑风力发电机组，上端与风电塔筒连接，下端深入数十米深的海床地基中，确保风电机组在海上的稳定性和安全性，对海底地质和水文条件要求较高。**3) 导管架：**海上风电场的基础结构，由上部钢制桁架与下部多桩组配而成，上端与风电塔筒相连、下端嵌入海床地基中，起到连接和支撑作用，适用于复杂地质地貌的海洋环境。

2024 年上半年，桩基业务收入为 1.31 亿元，占营业总收入比例为 36%，同比减少 84%；风电塔筒业务收入为 1.30 亿元，占比为 36%，同比减少 23%；导管架业务收入为 7378.52 万元，占比 20%。

新能源开发业务：公司在收购海恒如东海上风力发电有限公司 100%股权后，使用部分超募资金对海恒如东参股的 6 家海上风电开发、运营项目公司进行相应实缴出资，积极布局新能源开发领域。

施工及运维业务：公司与中天科技合资打造海工船，延伸产业链，助力提升综合竞争力，为风电场的建设和运营提供全方位的服务。

图表 2 2020-2023 年公司分产品收入结构（亿元，%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

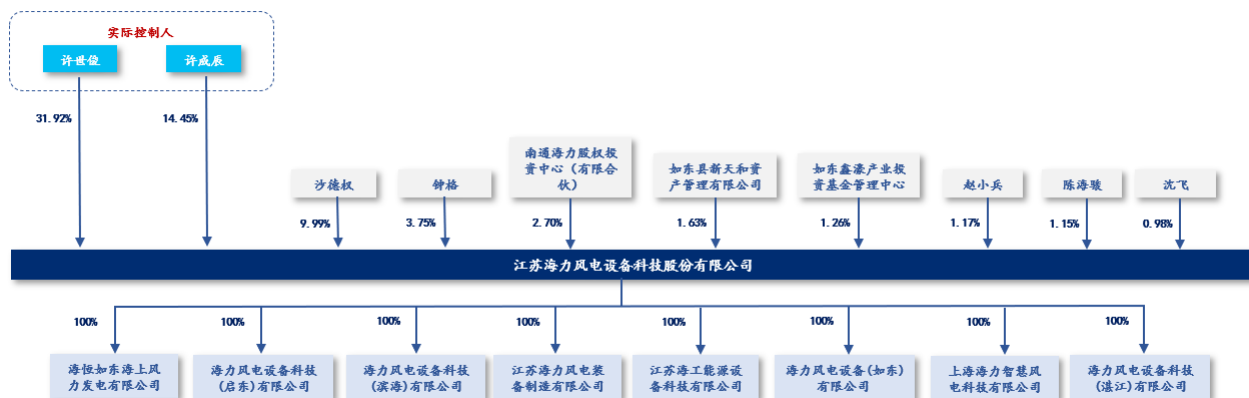
图表 3 公司主要产品



资料来源：华安证券研究所整理

公司股权结构清晰，战略布局明确。董事长许世俊、董事许成辰为公司实际控制人，合计持股比例为 46.37%。董事长许世俊为公司创始人，1980 年至 2000 年任如东县棉机厂供销科长，厂长，2000 年起任龙腾机械董事长，总经理，2009 年至 2018 年任海力有限执行董事，总经理，2018 年起任江苏海力风电设备科技股份有限公司董事长。公司第三大股东为沙德权（持股 9.99%），任公司董事、总经理。

图表 4 股权结构图（截至 2024 年三季度报）



资料来源：Wind，华安证券研究所

公司收入波动较大，和海风行业景气高相关。2020-2023 年公司收入分别为 39/55/16/17 亿元，同期国内海风装机分别为 3.85/16.90/5.05/6.33GW。

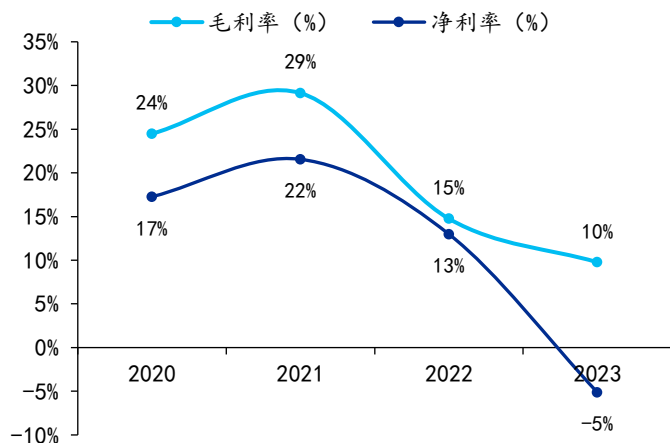
从毛利率角度来看，与行业景气共振，2020-2023 年公司综合毛利率分别为 24%/29%/15%/10%，2020 和 2021 年海风进入抢装阶段，由于公司产品为原材料成本加成方式报价，景气上行时加工费同样提升，因此 2020-2021 年公司毛利率较高，达到 24%-29%；2022 年为海风平价元年，受到 2021 年抢装的高基数影响，2022 年开始国内海风装机锐减，导致公司产品出货骤降，订单减少的 2022-2023 年，由于固定成本依然维持不变，因此单位产品分摊的固定成本上升，快速冲击盈利水平，2022 年综合毛利率降至 15%，2023 年延续 2022 年的低景气度，毛利率持续下降至 10%。

从费用角度来看，公司销售费用率总体维持较低水平，但管理费用率波动较大，管理费用绝对值相对平稳，在收入及盈利较好的年份，期间费用率在 1%上下，在收入下行阶段，期间费用率上升，2022-2023 年管理费用率达到 4%-5%。

对应到净利率来看，公司 2020-2023 年净利率分别为 6.2/11.1/2.1/-0.9 亿元。

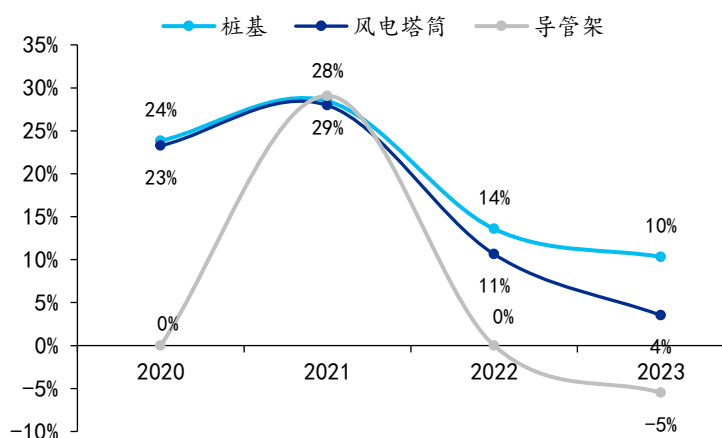
展望 2025 年，我们认为公司将受益于国内海风开工高增，实现收入、毛利率、净利率的向上修复。

图表 5 公司综合毛利率、净利率



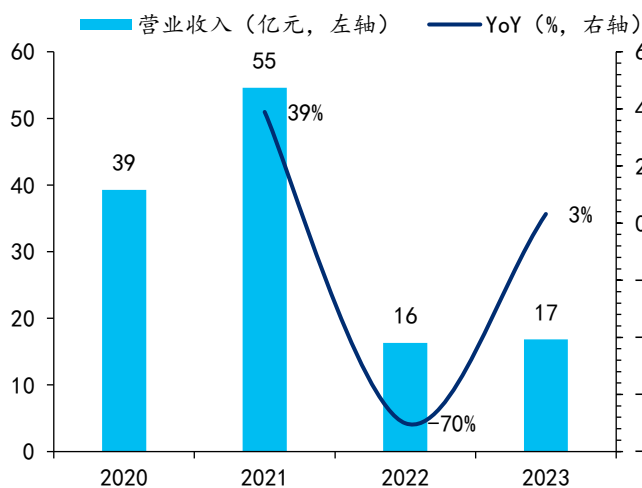
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司分产品毛利率



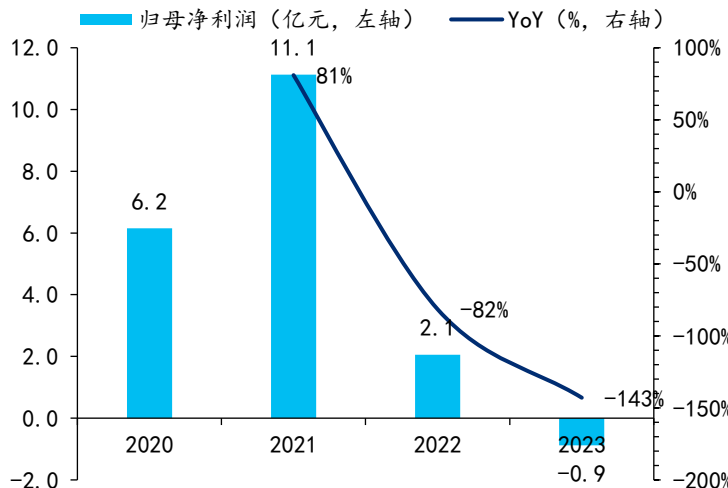
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司营收及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 行业：2025 年国内海风有望高增，塔/桩环节直接受益

2.1 海风行业：2025 年国内海风增长潜力高于陆风和光伏

海上风电优势突出，2025 年增长潜力高于陆风和光伏。相较于陆风，海风 1) 有更高的风机利用率：风速比陆上高约 20%，同等发电容量下海上风机的年发电量能比陆上高 70%；2) 更稳定：陆上地形高低起伏，海平面一般都很平、阻力小、平均风速高，同时风向改变频率也较陆上低；3) 更易消纳：距离东南沿海的用电负荷中心近；根据 GWEC，2025 年全球风电/陆风/海风新增装机同比增速分别为 13%/10%/33%，2025 年海风预计高增，助力全球风电新增装机提升。相较于光伏，海风占用建设用地少，出力更稳定，对电网需求更少。

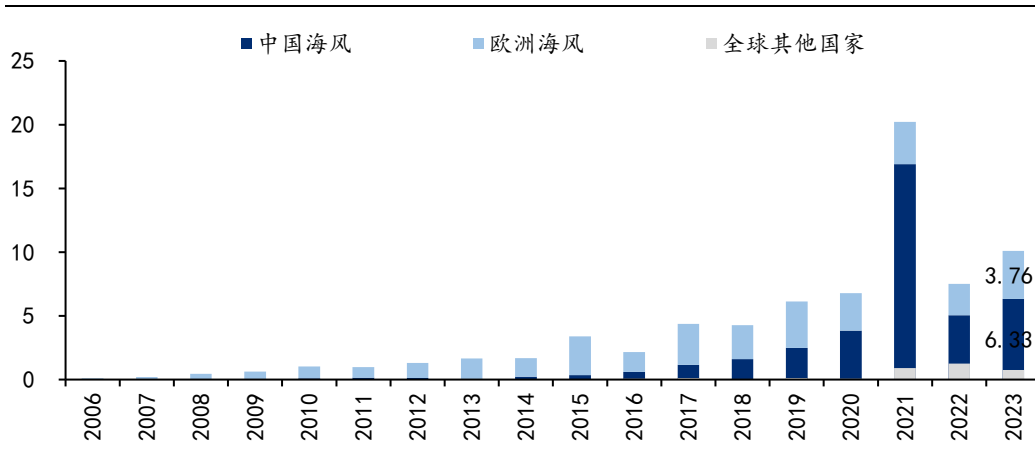
图表 9 全球风电新增装机量 (GW) 及结构 (%)



资料来源：GWEC，华安证券研究所

2020 年起，中国接棒欧洲，成为全球最大海风新增市场。根据 GWEC，海上风电最初起源于欧洲，2008 年之前，全球海风新增装机基本全部来自欧洲。中国第一个海风项目自 2009 年起步，2017 年首次突破 GW 级装机，此后发展成为全球海风增长的中坚力量。中国海上风电新增装机量占全球海风的比重由 2014 年 14% 提升至 2023 年的 58%，2020 年起，中国超越欧洲成为全球最大海风新增装机国家，2023 年中国海风新增装机 6.33GW，是欧洲的 1.7 倍。

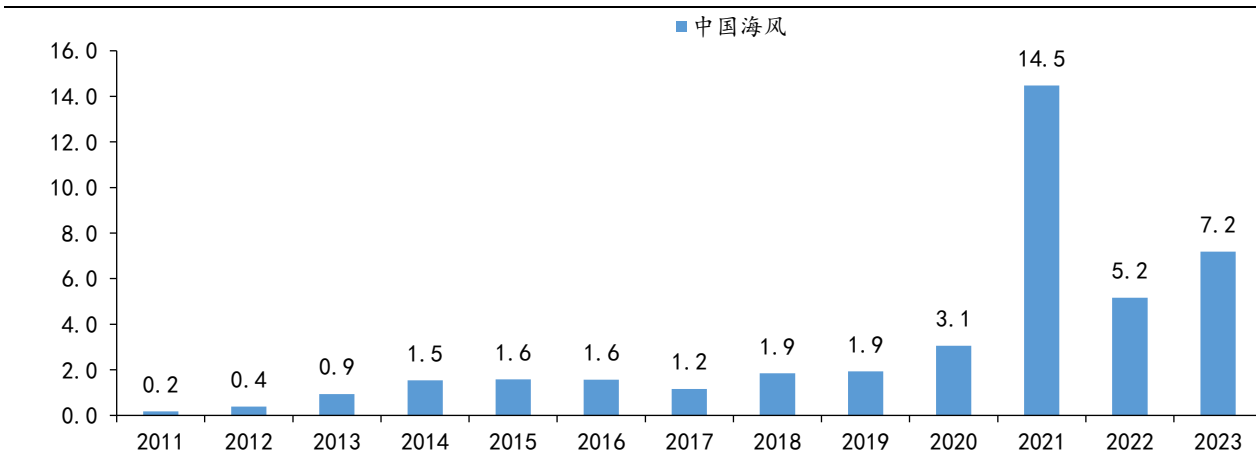
图表 10 2006-2033E 全球海上风电新增装机 (GW)



资料来源: GWEC, 华安证券研究所

我国海风发展大致经历 5 个阶段。我国海风大致从 2009 年开始起步, 2007 年 6 月 15 日, 国家发改委办公厅下发“在江苏如东地区建设 30 万千瓦的海上示范风电项目”的通知。2009 年, 龙源如东海上(潮间带)试验风电场首批两台 1.5MW 风电机组并网发电。2008 年 5 月, 国家发改委会下发《关于上海东海大桥 100 兆瓦海上风电示范项目核准批复》。2010 年 7 月 10 日, 东海大桥风电场一期全部 34 台 3MW 风电机组并网发电, 是我国首个大规模海上风电场, 也是欧洲以外的第一个海上风电项目, 标志着我国海风进入初步发展阶段。我国海风发展大致经历 5 个阶段: 1) 2010 年之前的“示范项目”阶段、2) 2010-2014 年的“特许权招标”阶段、3) 2014-2018 年的“固定上网电价”阶段、4) 2019 年起的“竞价上网”阶段、5) 2022 年起的“海风平价上网”阶段。

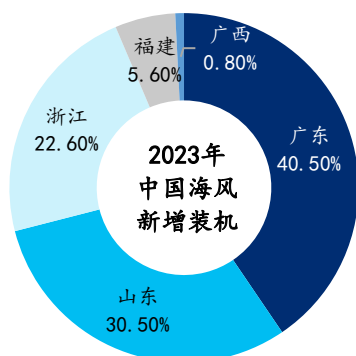
图表 11 中国海上风电装机 (GW)



资料来源: CWEA, 华安证券研究所

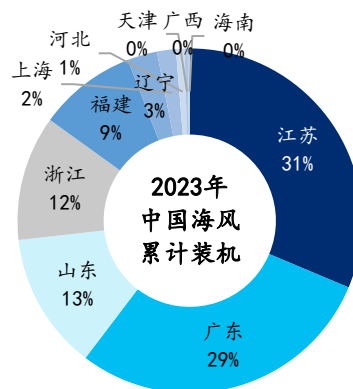
我国海风资源储量大, 东南沿海地区为主力军。地理分布: 2023 年新增装机以广东、山东、浙江为主, 累计装机以江苏、广东、山东、浙江、福建为主, 从可开发容量来看, 广东、浙江、山东、福建、江苏的潜力较大。综合来看, 未来几年这些地方的风电项目有望持续开拓与推进。

图表 12 2023 年各省中国海风新增装机



资料来源: CWEA, 华安证券研究所

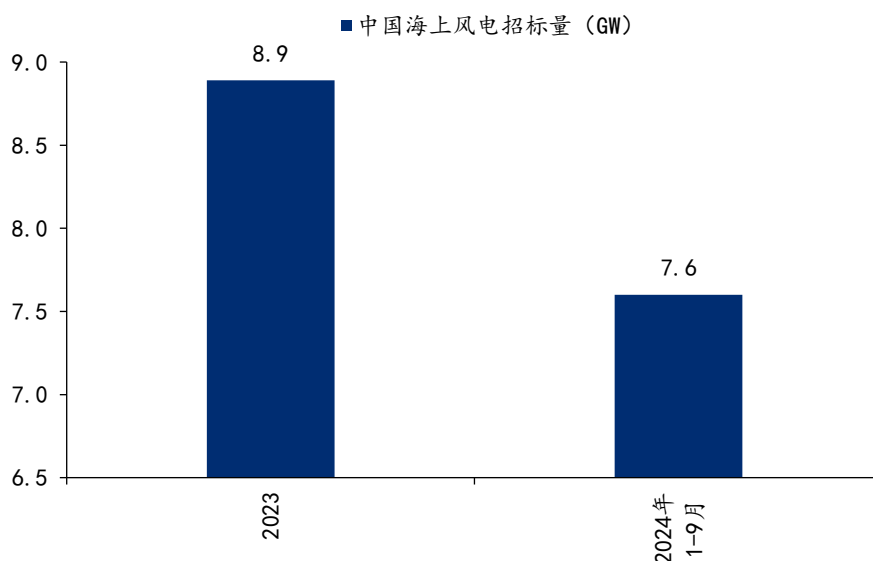
图表 13 2023 年各省中国海风累计装机



资料来源: CWEA, 华安证券研究所

我国海风十四五规划约 60GW, 2021-2024 年 9 月招标 34GW, 2025 海风建设有望加快。据统计, 沿海省份十四五规划海风新增装机量近 60GW, 2023 年国内海风新增装机为 7.2GW, 2024 和 2025 合计并网量距离规划还有 32.9GW。

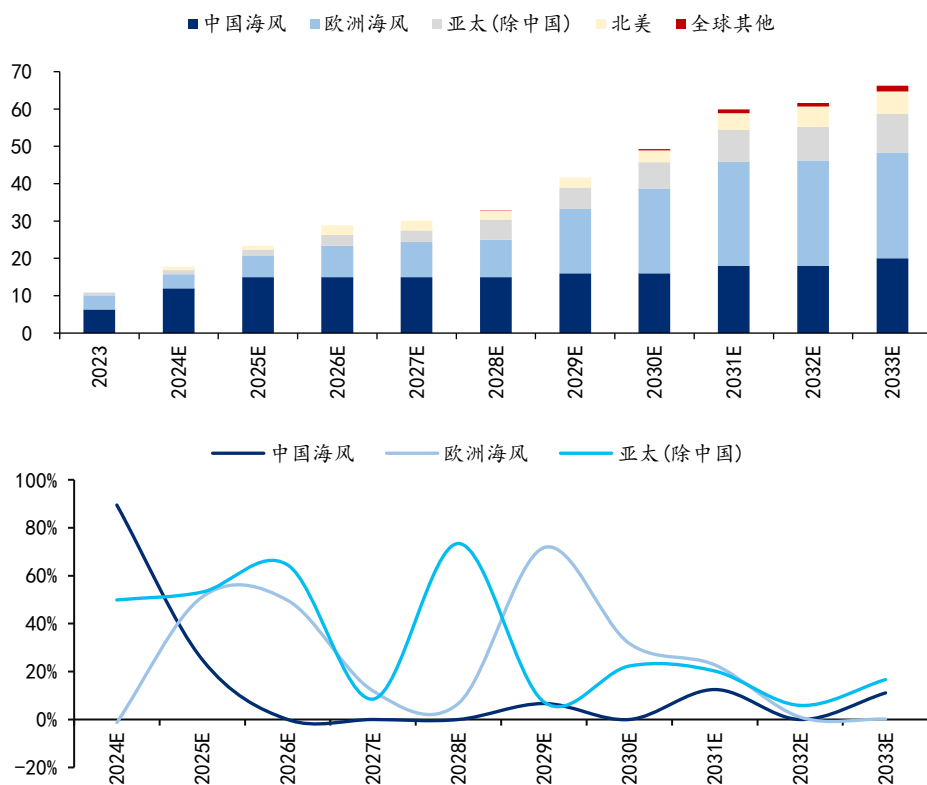
图表 14 中国海上风电招标量 (GW)



资料来源: 金风科技官网, 华安证券研究所整理

国外海风在能源革命背景下有望在 2025/2026 年开启高增。根据 GWEC，预计 24/25/26/27 年欧洲市场新增装机分别为 3.7/5.6/8.4/9.4GW，同比 -1%/51%/50%/12%；预计 24/25/26/27 年北美市场新增装机分别为 0.0/0.9/1.0/2.6/2.6GW，同比 6%/164%/-3%/-7%。

图表 15 全球海风装机容量及同比增速（GW，%）

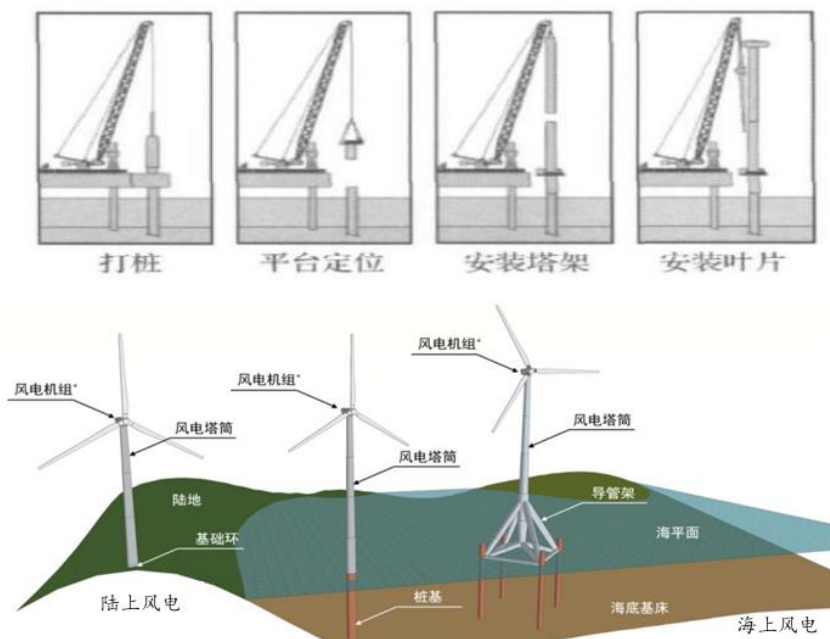


资料来源：GWEC，《Global Offshore Wind Report 2024》，华安证券研究所

2.2 塔筒/桩基行业：对风电项目建设的景气敏感度高

海上风电塔筒：风电项目建设最前方，对行业景气高度敏感。相比于陆风，海风塔筒：1) 塔筒更高。海上风机相较陆上风机单机容量更大，需配合更高塔筒。2) 基础结构更多。海上风电随水深、风浪影响、海床的不同，可采用单桩、导管架、多脚架等多种结构。对行业景气高度敏感：1) 桩基、导管架和塔筒是最早的环节。海上风电建设一般先批量完成桩基或导管架的安装，然后安装塔筒、主机等，对海风项目开工建设的景气度十分敏感。2) 加工费也和行业景气度高度相关。

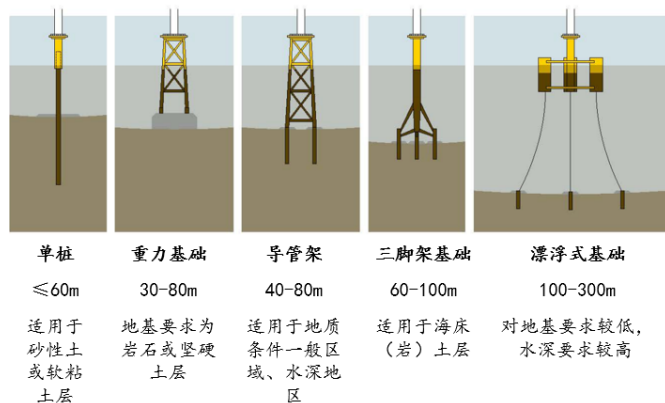
图表 16 海上风电机组结构与安装程序



资料来源：海力风电招股书，《中国海洋平台》，华安证券研究所

海风基础结构：单桩为主流选择。海上风电结构中桩基连接塔筒和地基，支撑和固定风电塔筒及风电机组，对抗腐蚀、抗海水冲击性能要求高。海上风电基础结构主要分为单桩、导管架、漂浮式基础等，其中单桩主要应用于 0-60 米的中浅海，漂浮式基础技术尚不成熟，项目集中在欧洲。未来随着装机离岸化/深海化发展，将采用漂浮式基础，短期替代可能性低。同时目前项目集中在水深 50m 内的海域，短期内单桩仍可以满足要求。

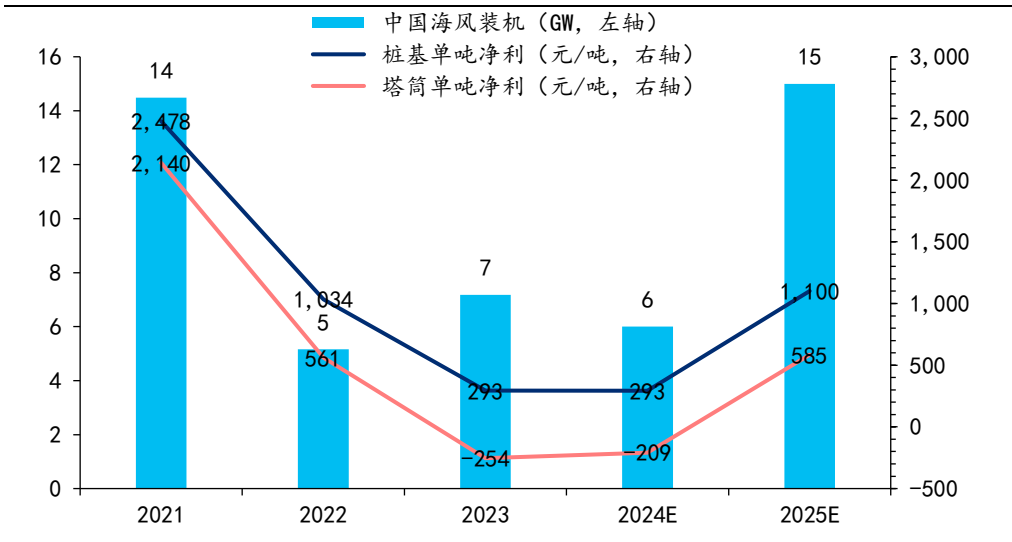
图表 17 不同桩基结构及对应水深与适用条件（m）



资料来源：SIF2021 年报，华安证券研究所

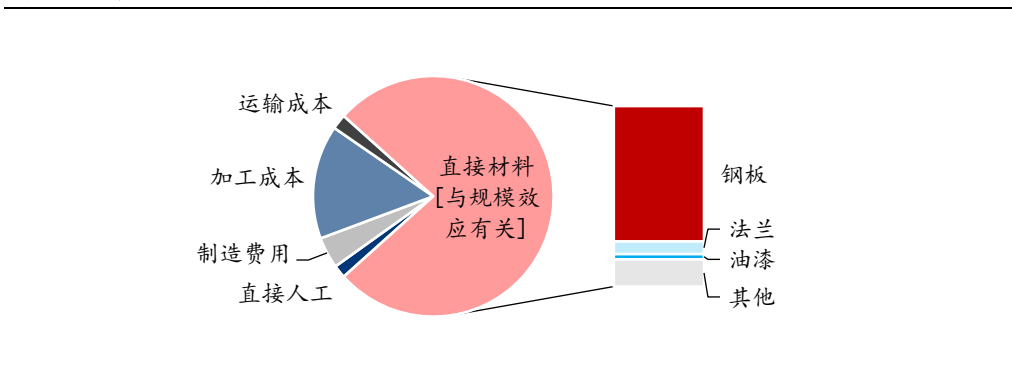
塔筒/桩基是成本加成定价，加工费取决于行业景气度。塔筒/单桩的定价方式为成本加成，即价格=签订单时钢价成本+锚定景气度的固定加工费。加工费涵盖制造成本、期间费用、单吨净利。

图表 18 塔筒/桩基加工费取决于行业景气度（GW，元/吨）



资料来源：海力风电财务数据及年报经营数据，华安证券研究所测算

图表 19 塔筒/桩基成本构成



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

塔筒有运输半径限制，多地多点布局产能是生产者降低运输成本的有效手段。海风塔筒与桩基的产能布局靠近码头：陆风塔筒通过轴线车陆路运输，高架桥/收费站高度（5m）、重量（80t）等限制下，最大可运输的产品直径为 4.8m。目前海风塔筒直径超 5m，单桩直径超 8m，无法通过陆路远距离运输。因此，码头布局工厂为最优选择：若从码头附近工厂运至码头，中间路段仍需要特殊改造，路勘等政府审批复杂。

图表 20 轴线车

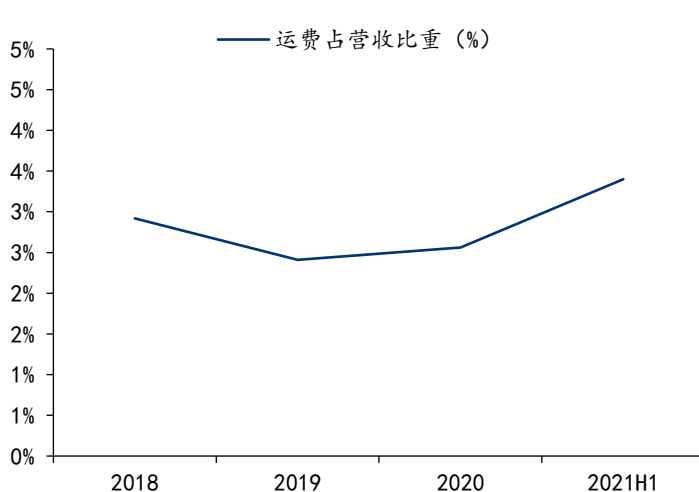
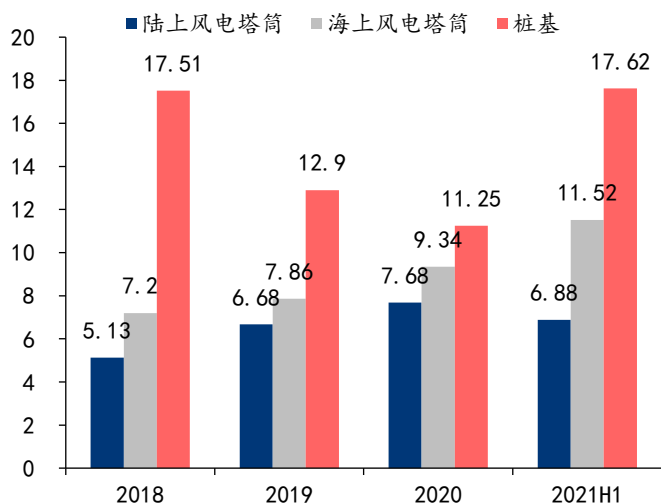


资料来源：山东凯鑫专用车制造有限公司，华安证券研究所

海上塔筒与桩基运费高于陆上塔筒，运输费用占比大，降低运费有望增厚盈利。相比陆上塔筒，海上塔筒与桩基的体积更大，单位运费也更高。以海力风电为例，2021H1 公司陆上风电塔筒的单位运费为 6.88 万元/台，而海上风电塔筒与桩基的单位运费则分别为 11.52、17.62 万元/台。2018 年至 2021 年 1-6 月公司运输费占营业收入的比重为 2.92%、2.41%、2.56%及 3.40%。相对于钢价受行业供需影响、不可控，控制运输费用是提高公司盈利水平的有力途径之一。

图表 21 海力风电不同产品单位运费对比（万元/台）

图表 22 海力风电运输费占营业收入的比重（%）



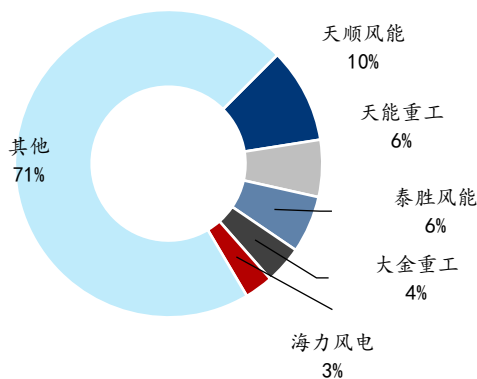
资料来源：海力风电招股书，华安证券研究所

资料来源：海力风电招股书，华安证券研究所

国内主要海风塔筒/桩基厂商产能规划集中在江苏、广东和山东。不同于陆上风电布局较为分散，海风资源主要集中在东南沿海地区，考虑到运输半径，合理布局产能尤为关键，因而海风资源较好、海风装机重点规划地区成为塔筒/桩基厂商争夺地。其中，海力风电、大金重工产能行业领先。

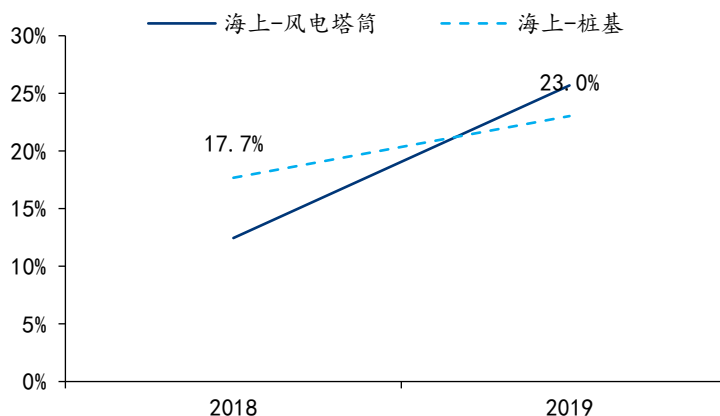
海风塔筒集中度高,陆风塔筒集中度低。整体塔筒格局分散,CR5 仅 29%(2021 年,海力风电招股书)。塔筒壁垒较低,且受制于运输半径,格局较为分散。国内玩家主要包括天顺风能、天能重工、泰胜风能、大金重工、海力风电五家上市公司以及央企下属子公司和地方性企业。海上塔筒与桩基行业集中度高:由于海上风电区域性特征、单机容量较大等因素,市场上能够提供稳定可靠海上风电塔筒、桩基等产品的生产厂商相对较少,集中度较高,据海力风电招股书,2019 年公司海上塔筒、桩基产品市占率分别为 25.69%、23.03%,市场地位领先。

图表 23 2021 年风电塔筒行业市场格局



资料来源:海力风电招股书,华安证券研究所

图表 24 海力风电海上风电塔筒与桩基市占率



资料来源:海力风电招股书,华安证券研究所

3 公司竞争优势：产能布局优、项目经验丰富

3.1 产能布局：多地区小产能，总产能行业领先，且自有码头资源

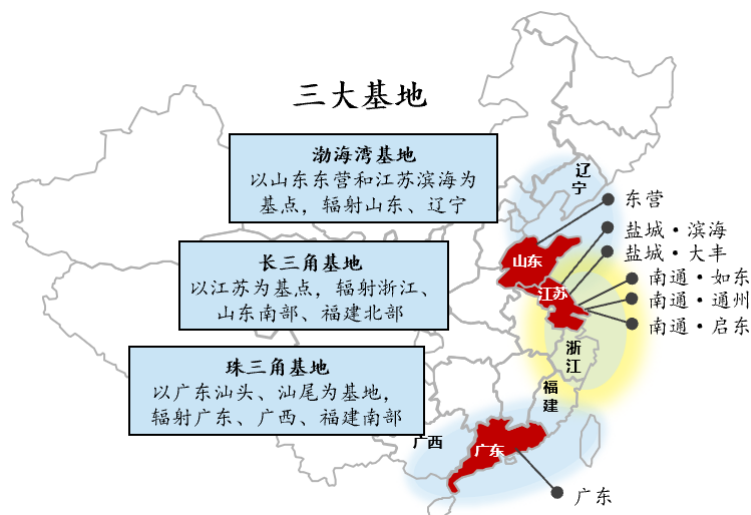
公司的海风产能布局多，多产地小产能布局符合海风商业模式。

1) 立足江苏：江苏为全国海上风电起源地，累计装机量全国第一。公司扎根江苏十余年，在滨海、大丰、如东、通州、启东等沿海项目密集地都有产能布局，多年积累与自建码头铸就本地拿订单能力，未来也将受益于江苏规划新增需求。

2) 进军山东：山东可开发容量全国第三大，十四五规划 10GW（21-23 年仅累计装机 4.9GW），公司战略加码山东，是省外市场又一大突破。

3) 规划出口：全球海风布局加速，公司计划建设启东吕四港出口基地，有望抓住海外增长机遇、提升盈利水平。

图表 25 海力风电海上风电产能规划（万吨）



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

海力风电具备自有码头，具备订单获取优势、交付优势、成本优势，叠加增值服务创收。

海风设备均需海运，如果是租用码头，还需承担相应的吊装出运费。公司在沿海地区生产基地的布局可以有效降低公司运输成本，且部分基地拥有自建码头，既保障交货及时性，也提高了产品竞争力和议价能力，加强公司与客户间业务黏性，有利于提升公司现场技术服务能力及售后维护服务能力。公司自有码头优势突出：公司自持 3 个码头，均位于江苏南通，其中小洋口、通州湾的码头在运，吕四港码头在建。

自建码头成本收益分析：假设码头自建投资 15 亿元，年销量 50 万吨，单吨净利 1000 元，对应 5 亿元净利，3 年即可回本。此外，在满足自家需求基础上，可以将码头出租赚取租金、吊装费等。

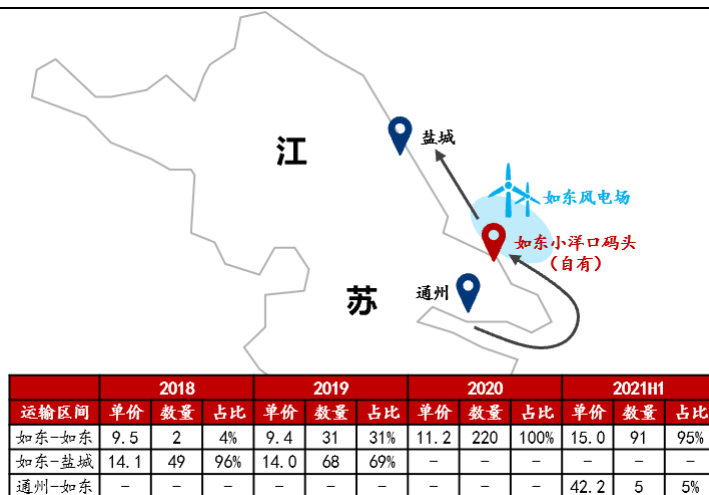
1) 订单获取优势：政府采用“资源换产业”模式，利用订单招引企业建设码头，带动当地产业发展。自建码头企业有订单倾斜。

2) 交付优势与成本优势：
①租用码头：一方面会增加产品从基地到码头的转运费、码头收取的吊装费（多 100-200 元/吨）等使用费，另一方面需求爆发时或影响交付节奏（海风施工窗口期短）；
②自有码头：可节省转运、吊装等费用，成本优势

明显；且在需求爆发时，仍可根据规划，完成客户的产品交付要求，具备非常明显的产品交付优势。此外，还可以提供机组运输与运维等增值服务，增厚盈利。

以海力风电为例，其如东小洋口码头为自有，从靠近项目地的自有码头运输比其他地区便宜一半及以上。从运费占比看，2018-2019 年较多从如东-盐城，导致运费较高，占价格比例 4-5%；而 2020-2021 年，海力风电绝大多数桩基直接利用自有码头运输，运费占比下降至 2%。

图表 26 海力风电单位运费对比（万元/台）



资料来源：海力风电招股书，华安证券研究所

3.2 经验丰富：海风项目经验丰富，加工水平和客户关系优

公司海风经验积累丰富，公司成立于 2009 年，基本和中国海风行业起步同期，此后公司专注于海风塔筒、桩基的产品生产和销售，与业内客户关系维护较好，同时省外拿订单能力也得到验证。

公司凭借其产品口碑、交付能力持续获得客户订单。一般塔筒由风电整机厂和风电场运营商采购；桩基及导管架由风电场施工商报采购。凭借持续研发投入、严格质量控制和有效品牌建设，公司与中国交建、龙源振华、天津港航中天科技等风电场施工商，国家能源集团、中国华能、中国大唐、中国华电、华润电力、三峡新能源、中广核、江苏新能等风电场运营商，以及中国海装、上海电气、金风科技、远景能源、运达风电等风电整机厂商建立紧密的业务合作关系。

图表 27 公司客户构成



资料来源：海力风电招股书，华安证券研究所

3.3 业务拓宽：拓展海工船及海风运营业务

合资打造海上施工船：海力风电与中天科技设立合资公司（海力持股 49%），共同打造适应大型化/深远海的下一代海上风电施工船（5000 吨吊力，行业领先），拓展海风基础施工、维护等工程服务，有利于增强海风综合竞争力，为出口奠基。

并购切入风力发电：公司收购海恒如东加码风力发电，目前 6 个风场总装机近 300MW，明年预计贡献 2.4 亿利润。到 2025 年末规划累计持有 1GW，收益可观，持续增厚盈利。

4 盈利预测与公司估值

我们预计公司 2024/2025/2026 年收入分别为 17.0/62.7/91.8 亿元，同比 1.1%/267.7%/46.4%，归母净利润分别为 0.6/9.0/10.1 亿元，同比 169.3%。1381.9%/11.8%，对应 2025 年 PE 估值 14 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 28 可比公司估值表（截至 2025 年 1 月 24 日）

公司	代码	市值	收入		净利润				P/E		
			2022	2023	2022	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
大金重工	002487.SZ	126	51.1	43.3	4.5	4.3	5.0	8.0	30	25	16
天顺风能	002531.SZ	134	67.4	77.3	6.3	8.0	7.3	12.2	17	18	11
泰胜风能	300129.SZ	65	31.3	48.1	2.7	2.9	4.7	6.8	22	14	9
天能重工	300569.SZ	46	41.8	42.4	2.3	2.5	-	-	18	-	-
平均值									22	19	12
海力风电	301155.SZ	123	16.3	16.9	2.1	-0.9	0.6	9.0	-	-	14

资料来源：Wind，华安证券研究所

注：除海力风电外，其他可比公司盈利预测为 Wind 一致预期

5 风险提示

风电装机不及预期风险：海上风电行业受政策、审批、军事、航道等多种因素影响，海风项目进展存在不确定性，若“十四五”期间海上风电规划并网装机需求无法按预期释放，公司业务量和业绩将受到不利影响。

项目合同延期风险：海上风电项目受天气、施工条件、设备供应等多种因素影响，存在项目合同延期交付的风险，这可能导致公司收入确认延迟、成本增加，进而影响公司的经营业绩和现金流。

基地投建进度不及预期风险：公司在多地规划建设生产基地，如果基地投建进度不及预期，无法按时投产，可能影响公司的产能扩张和市场供应能力，导致公司无法满足客户需求，失去市场机会。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	40.2	68.6	49.1	87.6	营业收入	16.9	17.0	62.7	91.8
现金	9.9	12.7	11.8	24.6	营业成本	15.2	15.4	51.5	75.5
应收账款	11.1	14.0	15.4	22.6	营业税金及附加	0.2	0.2	0.7	1.0
其他应收款	0.1	0.7	0.2	1.0	销售费用	0.1	0.2	0.6	0.7
预付账款	1.7	2.3	4.1	3.0	管理费用	0.8	1.3	1.1	2.8
存货	8.7	25.6	4.3	10.5	财务费用	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
其他流动资产	8.7	13.3	13.3	25.9	资产减值损失	-1.1	0.2	0.0	0.0
非流动资产	37.1	41.1	66.6	62.1	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	8.1	8.2	8.2	8.2	投资净收益	0.2	0.7	1.3	0.0
固定资产	13.1	16.4	42.0	37.6	营业利润	-1.0	0.7	10.3	12.1
无形资产	3.1	3.0	2.9	2.8	营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	12.8	13.5	13.5	13.4	营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	77.3	109.6	115.7	149.7	利润总额	-1.0	0.7	10.3	12.1
流动负债	20.6	50.9	47.8	71.5	所得税	-0.1	0.1	1.1	1.8
短期借款	3.5	3.5	3.5	3.5	净利润	-0.9	0.6	9.1	10.3
应付账款	7.0	17.1	11.4	18.9	少数股东损益	0.0	0.0	0.1	0.2
其他流动负债	10.2	30.4	32.9	49.2	归属母公司净利润	-0.9	0.6	9.0	10.1
非流动负债	0.8	1.9	1.9	1.9	EBITDA	1.1	2.3	14.7	16.6
长期借款	0.0	1.0	1.0	1.0	EPS (元)	-0.41	0.28	4.16	4.65
其他非流动负债	0.8	0.9	0.9	0.9					
负债合计	21.4	52.8	49.7	73.4					
少数股东权益	2.4	2.4	2.5	2.7					
股本	2.2	2.2	2.2	2.2					
资本公积	31.3	31.3	31.3	31.3					
留存收益	19.9	20.9	29.9	40.0					
归属母公司股东权益	53.4	54.4	63.4	73.5					
负债和股东权益	77.3	109.6	115.7	149.7					

现金流量表					主要财务比率				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	0.1	6.7	28.0	14.9	成长能力				
净利润	-0.9	0.6	9.1	10.3	营业收入	3.2%	1.1%	267.7%	46.4%
折旧摊销	1.3	1.7	4.5	4.5	营业利润	-143.7	167.6%	1419.9	18.3%
财务费用	0.2	0.1	0.1	0.1	归属于母公司净利	-143.0	169.3%	1381.9	11.8%
投资损失	-0.3	-0.7	-1.3	0.0	获利能力				
营运资金变动	-1.8	5.6	15.4	-0.1	毛利率 (%)	9.8%	9.9%	17.8%	17.7%
其他经营现金流	2.5	-5.6	-6.3	10.4	净利率 (%)	-5.2%	3.6%	14.4%	11.0%
投资活动现金流	-10.6	-4.4	-28.8	-2.0	ROE (%)	-1.6%	1.1%	14.3%	13.7%
资本支出	-9.5	-4.6	-30.0	0.0	ROIC (%)	-0.4%	0.8%	12.3%	12.2%
长期投资	-1.1	-0.1	0.0	-2.0	偿债能力				
其他投资现金流	0.0	0.3	1.3	0.0	资产负债率 (%)	27.7%	48.2%	43.0%	49.0%
筹资活动现金流	4.8	0.6	-0.1	-0.1	净负债比率 (%)	38.3%	93.0%	75.4%	96.3%
短期借款	2.5	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.95	1.35	1.03	1.23
长期借款	0.0	1.0	0.0	0.0	速动比率	1.11	0.59	0.63	0.74
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	营运能力				
资本公积增加	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.23	0.18	0.56	0.69
其他筹资现金流	2.3	-0.4	-0.1	-0.1	应收账款周转率	1.35	1.36	4.27	4.83
现金净增加额	-5.7	2.9	-0.9	12.8	应付账款周转率	2.21	1.28	3.61	4.98

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	-0.41	0.28	4.16	4.65	P/E	—	207.91	14.03	12.55
每股经营现金流薄)	0.05	3.07	12.87	6.87	P/B	2.41	2.33	2.00	1.73
每股净资产	24.59	25.02	29.18	33.83	EV/EBITDA	119.15	53.66	8.36	6.64

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦。华安证券研究所，电力设备与新能源首席分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。