



运达股份 (300772.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

风机景气上行趋势渐近，两海业务打开向上空间

投资逻辑：

公司为国内风电行业整机环节一线头部企业，2023 年风机吊装规模排名国内第三，全球第四。相比于国内其他整机头部企业，公司整机收入占比相对较高、净利率相对较低，有望在风机招标价格企稳回升、订单结构优化（出口及海风）的合力驱动下，呈现较强的盈利改善弹性与业绩增长持续性。

陆风：招标量高增，价格企稳探涨，盈利有望改善。

■ **国内：**24 年国内整机招标规模同比+93%指引 25 年行业乐观需求，我们预计 25 年国内陆风吊装规模 100GW，同比+35%。伴随着整机环节价格竞争趋缓，以及部分业主对投标规则的优化，24 年陆风风机投标价格止跌企稳，5-8MW 主流机型中标均价约 1500-1600 元/kW，同比基本持平。成本端，整机企业每年均会通过技术优化减重以及供应商议价实现降本，25 年有望仍然延续这一趋势。在价格企稳、成本持续改善预期下，我们预计 25 年公司风机制造毛利率有望同比提升 2.2pct 至 13.4%。

■ **海外：**据 BNEF 统计，国内风机海外签单价格较西方整机企业低 30%，性价比优势明显；随着西方风机企业受盈利影响业务重心转移回欧美本土，国内整机企业出海持续加速。据风芒能源统计，公司 24 年新签海外订单超 3GW，同比实现翻倍增长，海外订单交付周期较长但盈利性好于国内，随着公司海外订单逐步进入交付周期，预计有望优化营收结构，驱动公司盈利能力提升。

海风：立足浙江，放眼全国，深远海中长期趋势下有望贡献业绩增量。浙江 2.8GW 深远海项目进入前期准备工作，公司有望借助控股股东浙江省机电集团资源参与开发，并通过产业布局获取辽宁海风项目指标。公司海风起步较晚，项目业绩相对头部企业较少，随着公司在手自持海风项目逐步投建以及“十五五”浙江、辽宁海风需求释放，海风业务有望贡献新的业绩增长点。

可转债：公司 2020 年发行运达转债，目前最新转股价 15.12 元。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2024-2026 年公司实现营业收入 195 亿/271 亿/281 亿元，同比+4.1%/+39.1%/+3.7%，归母净利润 4.39 亿/8.78 亿/10.69 亿元，同比+6.0%/+100.1%/+21.7%，对应 EPS 为 0.63/1.25/1.52 元。2025 年风电装机高增趋势明确，公司有望受益于招标价格企稳探涨实现盈利修复，考虑到公司营收结构对涨价敏感度更高，以及两海业务占比有望提升，给予 2025 年 15XPE，目标价 18.77 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期，原材料价格大幅上涨，行业竞争加剧。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 (执业 S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

联系人：彭治强

pengzhiqiang3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.33 元

目标价 (人民币)：18.77 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	17,384	18,727	19,496	27,112	28,115
营业收入增长率	8.37%	7.72%	4.11%	39.06%	3.70%
归母净利润(百万元)	616	414	439	878	1,069
归母净利润增长率	25.86%	-32.82%	5.98%	100.12%	21.73%
摊薄每股收益(元)	0.878	0.590	0.625	1.252	1.524
每股经营性现金流净额	0.27	2.52	-0.46	-0.94	2.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.70%	7.90%	7.98%	13.08%	14.53%
P/E	16.93	18.04	21.17	10.58	8.69
P/B	2.15	1.42	1.69	1.38	1.26

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、运达股份：十年砥砺，跻身整机一线企业.....	4
2、陆风：招标量高增，价格企稳探涨盈利有望改善.....	5
2.1 国内：招标价格企稳探涨，成本端稳步下降，国内陆风整机毛利率有望回暖.....	5
2.2 海外：整机环节出海加速，预计 2025 年开始有望逐步兑现业绩.....	10
3、海风：立足浙江，放眼全国，深远海中长期趋势下有望贡献业绩增量.....	14
3.1 “十四五”国内年均海风装机约 10GW，“十五五”装机中枢有望翻倍.....	14
3.2 立足浙江，放眼全国，产业布局加速“十五五”期间海风有望贡献新增量.....	15
4、盈利预测与投资建议.....	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 投资建议及估值.....	19
5、风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 2014-2023 年公司国内风电吊装市占率稳步提升.....	4
图表 2： 2024 年前三季度公司收入同比+24%.....	4
图表 3： 2024 年上半年公司收入结构实现一定优化.....	4
图表 4： 2023 年低价订单进入交付，24H1 风机销售毛利率进一步下降.....	5
图表 5： 电站销售业务放量支撑前三季度归母净利润同比+6.3%.....	5
图表 6： 2024 年国内新增风机招标 157GW，同比+93%.....	5
图表 7： 预计 2025 年国内陆风新增吊装规模.....	5
图表 8： 大型化及降价带动下公司风机销售均价持续走低.....	6
图表 9： 2024 年的均价走低主要由价格竞争主导（元/kW）.....	6
图表 10： 公司销售大兆瓦机型占比持续提升（MW%）.....	6
图表 11： 公司各功率段机型销售单价持续下降（元/kW）.....	6
图表 12： 2022 年以来整机企业制造业务毛利率持续承压.....	6
图表 13： 12 家整机企业联合签署行业自律公约.....	6
图表 14： 条件较好地区项目单位建设成本低至 3-4 元/W.....	7
图表 15： 风机成本占项目建设的 30%-40%.....	7
图表 16： 2024 年绝大多数参与现货交易的省份风电交易均价高于 0.25 元/kWh.....	7
图表 17： 0.25 元/kWh 电价假设情形下，大兆瓦机型仍能满足 7%IRR 的初始投资成本要求.....	7
图表 18： 国电投新评分标准下，非最低价也能在价格评价中拿到满分.....	8
图表 19： 4Q23 行业中标价格企稳探涨.....	8



图表 20:	公司 2024 年中标均价基本持平 2023 年.....	8
图表 21:	直接材料占总成本比重约 92%.....	9
图表 22:	公司采购原材料中叶片、齿轮箱占比相对较大.....	9
图表 23:	各功率段风机成本基本呈现下行趋势（元/kW）.....	9
图表 24:	公司制造业务占比在头部企业中占比较高.....	10
图表 25:	公司陆风收入占比较高，有望深度受益于陆风盈利修复.....	10
图表 26:	与其他头部整机企业相比，公司净利率更低，盈利改善带来的业绩弹性更大.....	10
图表 27:	西方整机业务 EBIT 利润率持续承压，被迫收缩新兴市场业务.....	11
图表 28:	国产整机销售单价较西方制造整机低 30%，性价比优势明显（美元/kW）.....	11
图表 29:	海外风机价格与国内风机价格价差持续拉大（百万美元/MW）.....	11
图表 30:	2023 年国内风机出口量约 3.7GW.....	11
图表 31:	24 年国内整机企业新签海外订单规模达 28GW.....	11
图表 32:	2024 年国内整机企业中标/签约海外项目.....	12
图表 33:	预计非中美欧市场 2024-2028 陆风装机 CAGR 约 14%（GW）.....	12
图表 34:	公司早期出口国家主要以一带一路以及东南亚国家为主（MW）.....	13
图表 35:	公司 2024 年海外新签订单规模约 3.2GW，同比增长 137%.....	13
图表 36:	金风科技海外销售毛利率较风机销售毛利率高约 10pct.....	14
图表 37:	预计 25 年国内海风吊装 15GW，同比+150%.....	14
图表 38:	“十五五”期间海风装机中枢有望翻倍.....	14
图表 39:	目前各省已核准未并网海风项目约 45GW，2-3 年内海风装机具备支撑.....	15
图表 40:	目前公司海风产品已完成近海及深远海应用场景布局.....	15
图表 41:	公司目前参与的海风项目数量较少，后期有望通过自建项目完成业绩要求打开市场.....	15
图表 42:	公司大股东浙江机电集团为浙江省国资控股.....	16
图表 43:	公司有望借助母集团参与浙江深远海项目.....	16
图表 44:	除浙江省外，公司辽宁海风布局也相对较强，并陆续取得实质性订单突破.....	16
图表 45:	公司国内风机制造收入预测.....	17
图表 46:	公司主营业务收入拆分.....	19
图表 47:	可比公司估值表.....	19



1、运达股份：十年砥砺，跻身整机一线企业

公司主营业务为大型风力发电机组的研发、生产和销售，并逐步拓展风电场运维、新能源电站投资运营、储能以及新能源 EPC 总承包等与风电整机销售制造协同性较好的相关业务。得益于踩准行业大型化及降本节奏，2014 至 2023 年公司风机市占率稳步提升，成功跻身整机环节一线企业。据 CWEA 及彭博新能源财经（BNEF）数据显示，2023 年公司风机吊装规模排名国内第三，全球第四。

图表1：2014-2023 年公司国内风电吊装市占率稳步提升

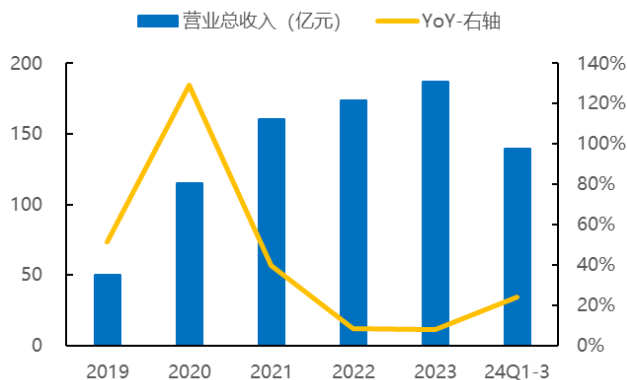
排名	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	金风科技 19%	金风科技 25%	金风科技 27%	金风科技 26.6%	金风科技 31.7%	金风科技 29.9%	金风科技 22.6%	金风科技 20.4%	金风科技 22.8%	金风科技 19.7%
2	联合动力 11%	联合动力 10%	远景能源 9%	远景能源 15.4%	远景能源 19.8%	远景能源 19.2%	远景能源 16.8%	远景能源 14.6%	远景能源 15.7%	远景能源 18.7%
3	明阳风电 9%	远景能源 8%	明阳风电 8%	明阳智能 12.5%	明阳智能 12.4%	明阳智能 13.5%	明阳智能 10.1%	明阳智能 12.4%	明阳智能 12.5%	运达股份 13.1%
4	远景能源 8%	明阳风电 8%	联合动力 8%	联合动力 6.7%	联合动力 5.9%	运达股份 6.0%	电气风电 8.5%	运达股份 12.1%	运达股份 12.2%	明阳智能 12.8%
5	湘电风能 8%	重庆海装 7%	重庆海装 8%	重庆海装 5.9%	上海电气 5.4%	东方电气 4.9%	运达股份 6.7%	电气风电 9.9%	三一重能 9.1%	三一重能 9.3%
6	上海电气 7%	上海电气 6%	上海电气 7%	上海电气 5.7%	运达风电 4.0%	上海电气 4.7%	中车风电 6.4%	中国海装 6.3%	中国中车 7.5%	东方电气 7.0%
7	东方电气 6%	湘电风能 5%	湘电风能 5%	湘电风能 4.7%	中国海装 3.8%	中国海装 4.1%	东方电气 5.7%	中车风电 5.9%	中国海装 6.7%	电气风电 5.8%
8	重庆海装 5%	东方电气 5%	东方电气 5%	运达风电 4.2%	湘电风能 2.6%	联合动力 3.9%	三一重能 5.6%	三一重能 5.7%	电气风电 6.5%	中国中车 5.1%
9	运达风电 4%	运达风电 4%	运达风电 3%	东方电气 4.1%	Vestas 2.6%	中车风电 3.4%	中国海装 5.4%	东方电气 5.6%	东方电气 3.7%	中国海装 4.7%
10	华锐风电 3%	三一重能 3%	华创风能 3%	华创风能 3.7%	东方电气 1.8%	三一重能 2.6%	联合动力 3.7%	联合动力 2.2%	联合动力 1.9%	联合动力 2.2%

来源：CWEA，国金证券研究所

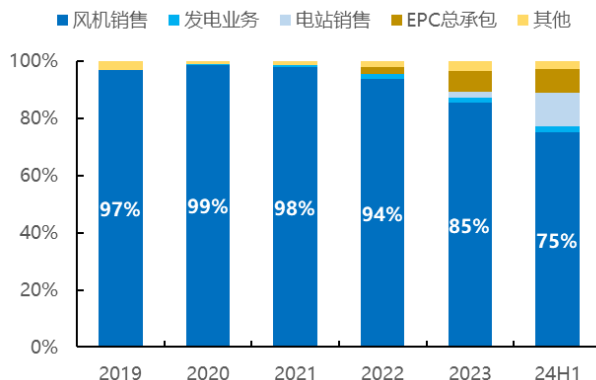
收入端，受益于风电装机需求高景气以及电站销售等其他主营业务的高速增长，公司 2024 年前三季度实现收入 139 亿元，同比增长 24%。行业盈利承压背景下，公司积极推进电站滚动开发转让等高毛利业务，上半年收入结构实现一定优化，风机制造销售收入占比由 2023 年的 85%下降至 75%。

图表2：2024 年前三季度公司收入同比+24%

图表3：2024 年上半年公司收入结构实现一定优化



来源：ifind，国金证券研究所

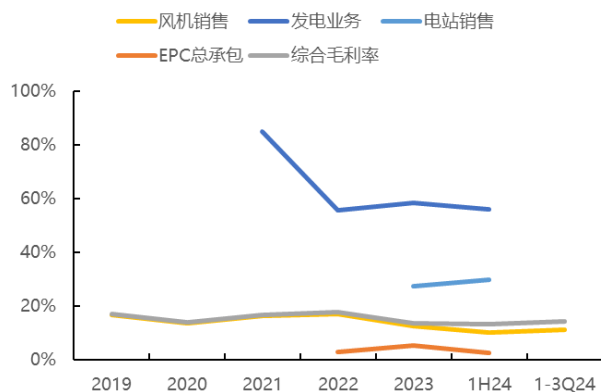


来源：ifind，国金证券研究所

利润端，2023 年低价订单交付压低制造环节毛利率，电站销售业务支撑业绩微增。风电机组从招标到交付时间周期大约在 1 年左右，公司 2024 年确收项目多为 2023 年中标签约，受 2023 年行业价格竞争影响，订单价格相对较低，带动上半年公司风机销售毛利率同比下降 5.52pct 至 10.34%。但受益于毛利率较高的电站转让业务放量，公司 2024 年前三季度实现归母净利润 2.67 亿元，同比增长 6.25%。

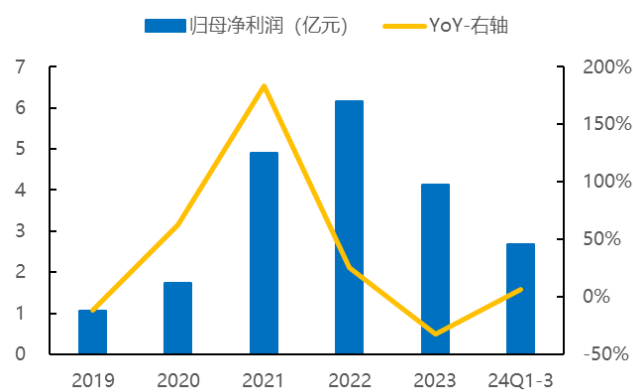


图表4：2023 年低价订单进入交付，24H1 风机销售毛利率进一步下降



来源：ifind，国金证券研究所

图表5：电站销售业务放量支撑前三季度归母净利润同比+6.3%



来源：ifind，国金证券研究所

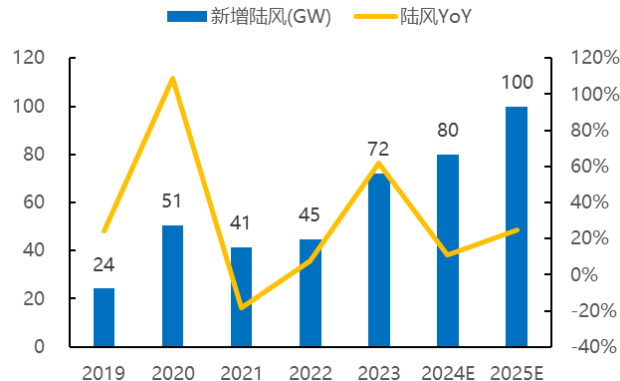
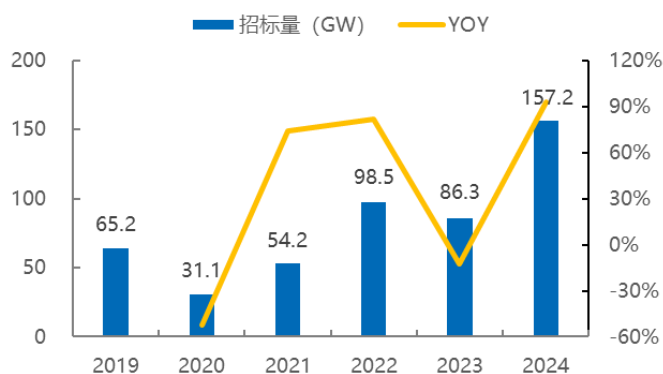
2、陆风：招标量高增，价格企稳探涨盈利有望改善

2.1 国内：招标价格企稳探涨，成本端稳步下降，国内陆风整机毛利率有望回暖

招标量指引高需求，2025 年风电需求高景气。根据金风科技业绩演示材料及我们不完全统计，2024 年国内新增风机招标规模约 157GW，同比+93%。此外，据风芒能源统计，2024 年国内各省下发风电指标超 183GW，其中陆风指标约 153GW，短期风电需求高增趋势明显，我们预计 2025 年国内陆风装机 100GW，同比+25%。

图表6：2024 年国内新增风机招标 157GW，同比+93%

图表7：预计 2025 年国内陆风新增吊装规模



来源：金风科技业绩演示材料、风电头条，国金证券研究所；注：2024 年前三

来源：CWEA，国金证券研究所预测

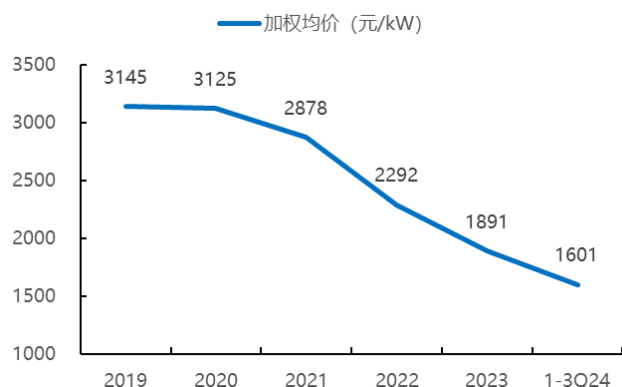
季度招标数据来自于金风科技业绩演示材料，Q4 数据系国金电新不完全统计

价格端：过去四年内的风机价格下降实际上由两种力量主导，即风机大型化实现的技术降价以及为实现更高份额，整机企业加大价格竞争力度带来的降价。往后看，在整机环节盈利持续承压、行业需求持续增长的背景下，我们认为整机招标价格将受益于企业层面的价格竞争趋缓以及业主层面对评标机制的优化，从而带动价格竞争型降价因素减弱，同机型招标价格有望企稳探涨。

2020 年以来，公司风机销售均价持续走低，2024 年前三季度公司风机销售均价为 1601 元/kW，较 2021 年下降接近 50%，我们认为主要有两大因素贡献：1) 风电平价上网以来，下游项目需求对风机降本提出更高要求，迫使风机企业不断推动大型化技术发展，单价更低的大兆瓦机型占比提升形成的技术迭代型降价；2) 产能充沛背景下，整机企业为抢占更多的市场份额，采取较为积极的竞标策略带来的价格竞争型降价，从公司销售容量占比变化及各功率段价格变化来看，2024 年前三季度销售均价的变动主要由价格竞争型降价驱动。

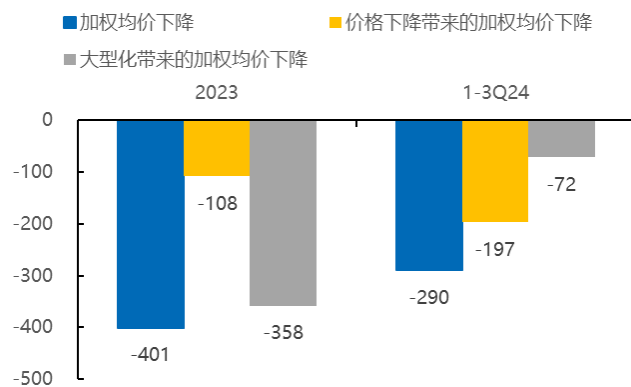


图表8：大型化及降价带动下公司风机销售均价持续走低



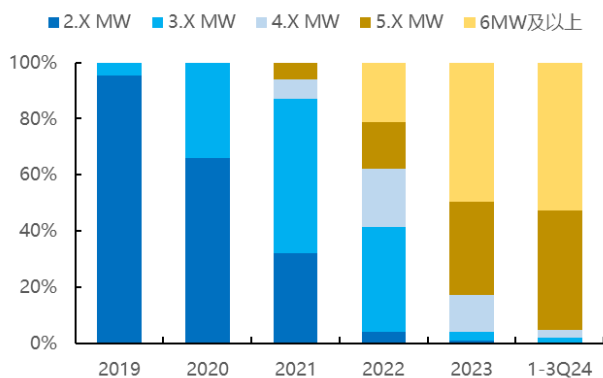
来源：公司公告，国金证券研究所

图表9：2024 年的均价走低主要由价格竞争主导 (元/kW)



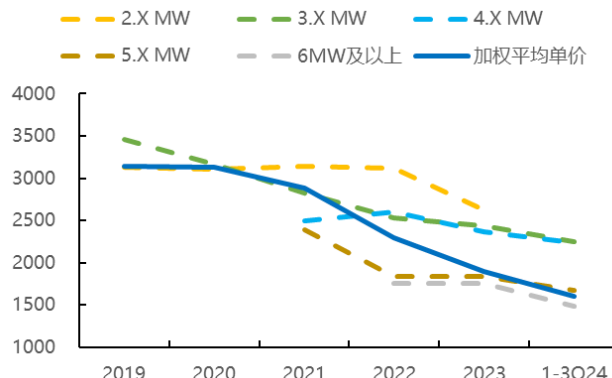
来源：公司公告，国金证券研究所；注：根据公司披露数据自行测算，仅供参考

图表10：公司销售大兆瓦机型占比持续提升 (MW%)



来源：公司公告，国金证券研究所

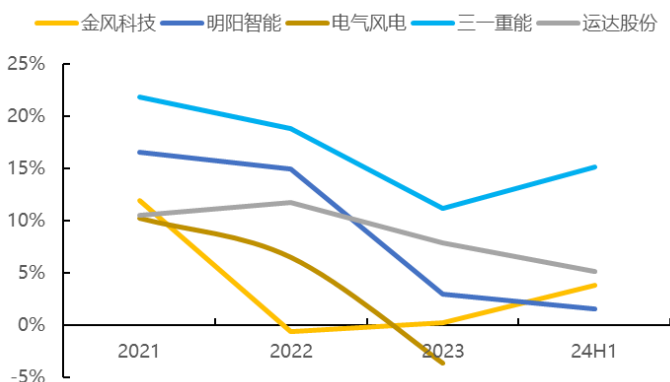
图表11：公司各功率段机型销售单价持续下降 (元/kW)



来源：公司公告，国金证券研究所

公司层面，从 2021 年行业价格大幅下降开始，头部整机企业制造业务盈利持续承压，以头部五家上市整机企业为例，2022 年起风机制造业务（调整后）毛利率开始大幅下降，2023 年 5 家上市整机企业中有 4 家制造业务毛利率低于 10%，考虑整机环节费用率普遍在 10%-20%，头部企业制造业务预计基本处于亏损状态。在行业整体需求放量以及自身经营压力的作用下，整机环节企业整体减亏意愿强烈。2024 年 10 月 16 日，12 家风电整机商签订《中国风电行业维护市场公平竞争环境自律公约》，并约定各家整机企业将各派出一人组成公约执行管理委员会和纪律监督委员会，依法制定低价恶性竞争行为的认定标准及罚则，并依现行法律法规来规范市场竞争中的各类行为。

图表12：2022 年以来整机企业制造业务毛利率持续承压



来源：公司公告、明阳智能公告、明阳智能业绩演示材料，国金证券研究所

图表13：12 家整机企业联合签署行业自律公约



来源：中国电力报，国金证券研究所

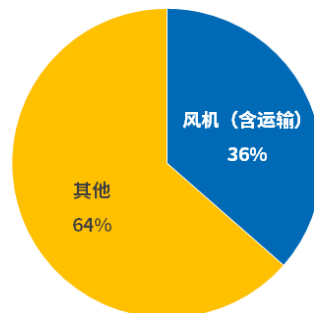
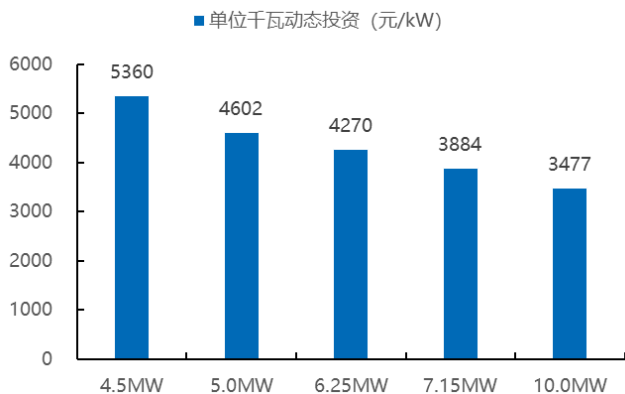


注：所有毛利率均为调整质保费用计入营业成本后的同口径毛利率

业主层面，风机大型化降本效果显著，为风机提价提供空间，业主方关注重心有望重回产品质量。根据龙源设计院数据，假设采用当前应用最为广泛的 5MW/6.25MW 机型，当前国内地理条件较好的风电项目单位投资成本约在 4-5 元/W 左右，若采用降本效果更好的 10MW 机型，项目的单位投资成本有望来到 3-4 元/W。

图表14：条件较好地区项目单位建设成本低至 3-4 元/W

图表15：风机成本占项目建设的 30%-40%



来源：龙源设计院，国金证券研究所；注：含配储成本，假设项目位于平原地区，规模设定为 200MW

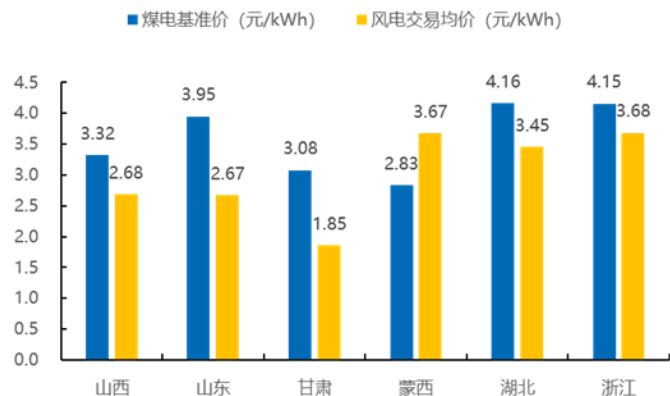
来源：龙源设计院，国金证券研究所；注：含配储成本

即使考虑新能源项目入市带来的电价下降，当前项目建设成本仍有风机上涨空间。新能源发电的消纳方式可划分为保障性收购（一般为当地煤电基准价）、常规电能量市场化交易及绿电市场化交易三大类。在“2030 年新能源全面参与市场交易”的总体目标以及新能源占比提升持续加速的背景下，减少项目保障性收购小时数，提高项目市场化交易比例成为当前各省政策发展的主要趋势。

从 2024 年上半年部分运行现货市场的省份交易情况来看，各省风电项目市场化交易均价普遍较当地煤电基准价更低，但大部分省份交易均价均落在 0.30 元/kWh 以上，仅有新疆一个地区交易均价低于 0.25 元/kWh。考虑到风电在一天内出力时间分布相对较为分散，我们合理判断后续风电项目入市比例进一步提升后大多数省份交易均价下跌空间有限，预计国内大部分省份交易均价仍能维持 0.25 元/kWh 以上。在此假设基础上，根据我们测算，在项目年可利用小时数 2000-3200h 的前提下，若要满足开发商 7% 的内部资本金 IRR 水平，项目的最高单位投资分别为 4233-7200 元/kW，基本高于当前应用 6MW 及以上风机的项目建设成本，风机涨价具备合理前提。

图表16：2024 年绝大多数参与现货交易的省份风电交易均价高于 0.25 元/kWh

图表17：0.25 元/kWh 电价假设情形下，大兆瓦机型仍能满足 7%IRR 的初始投资成本要求



7%IRR假设下，对应不同电价及可利用小时数的最高单位建设投资 (元/kW)		项目可利用小时数						
		2000h	2200h	2400h	2600h	2800h	3000h	3200h
项目电价	0.15元/kWh	2252	2549	2846	3144	3441	3738	4035
	0.20元/kWh	3243	3639	4035	4431	4828	5224	5620
	0.25元/kWh	4233	4729	5224	5719	6214	6710	7205
	0.30元/kWh	5224	5818	6412	7007	7601	8195	8790
	0.35元/kWh	6214	6908	7601	8294	8988	9681	10374

来源：兰木达电力现货，国金证券研究所

来源：龙源设计院、能源日参，国金证券研究所

行业招标标准改革进行时，整机价格有望向上。11 月 17 日，CWEA 主办的 2024 风能企业领导人座谈会在北京召开，会上相关代表提出优化招标方案及评标办法：通过设置更全面、合理的评价指标，综合评估整机企业的研发、制造、质量保证等能力；提高技术评分权重，细化技术指标评分；将项目后评估和项目运行数据作为技术和质量差异的评价标准。以更



加科学合理的方式进行招投标，杜绝最低价中标。

在此背景下，11月22日开标的国家电投集团2024年第二批陆上风力发电机组规模化采购项目采用了更新的招投标评分标准，不再以最低价为评标基准价，而是以有效投标人评标价格的算术平均数再下浮5%作为评标基准价。以标段28-国家电投哈密十三间房100万千瓦风光储一体化项目采购为例，9家投标单位的平均投标价格为1550元/kW，对应投标基准价为1472元/kW，投标人B出价较最低价更高但仍为满分。在新机制下，投标单位过去的低价中标策略会出现失效，而报价合理的企业也有望获得中标。预计随着“五大六小”招标标准持续改革，有望促进整机行业价格修复。

图表18：国电投新评分标准下，非最低价也能在价格评价中拿到满分

投标单位	风机投标均价（元/kW）	若按照旧评分规则打分	新规则打分
投标人D	1386	满分	满分
投标人B	1405	扣分	满分
投标人A	1508	扣分	扣分
投标人G	1530	扣分	扣分
投标人F	1550	扣分	扣分
投标人C	1550	扣分	扣分
投标人I	1605	扣分	扣分
投标人E	1694	扣分	扣分
投标人H	1720	扣分	扣分

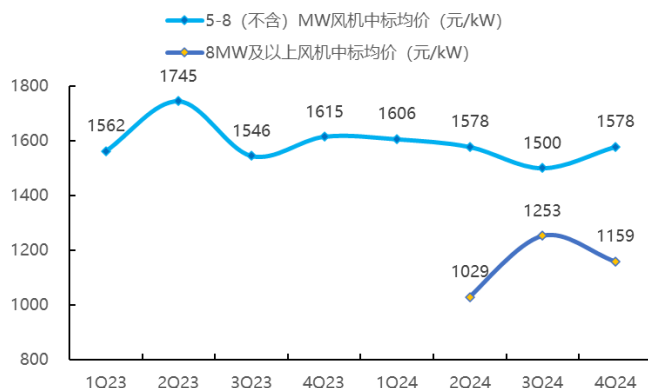
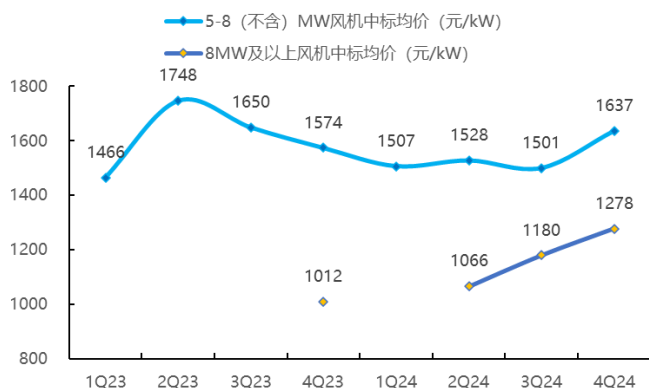
来源：北极星风力发电网，国金证券研究所

中标价格企稳探涨，价格端压力有望趋于缓解。2024年国内风机招投标价格基本企稳。根据我们不完全统计，2024年国内5-8MW机型（不含塔筒）中标价格在1400-1700元/kW左右波动，8MW及以上的大兆瓦机型（不含塔筒）中标价格则在1000-1300元/kW左右。2024年四季度，受益于行业自律合约签署及部分业主方修改招标规则，风机中标价格小幅抬升。

考虑到风电项目从中标到完成交付确收周期大约在1年左右，预计2025年交付项目单价主要与2024年中标单价挂钩。公司5-8MW级别主流机型2024风机中标单价基本持平2023年中标均价，预计2025年同机型风机确收单价有望保持平稳。

图表19：4Q23行业中标价格企稳探涨

图表20：公司2024年中标均价基本持平2023年



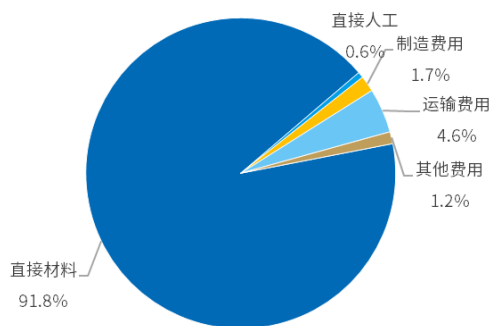
来源：风电头条，国金证券研究所；注：含塔筒订单按照塔筒价格300元/kW处理为不含塔筒价格

来源：风电头条，国金证券研究所；注：含塔筒订单按照塔筒价格300元/kW处理为不含塔筒价格

成本端：直接材料占成本比重超90%，技术迭代有望持续驱动成本端持续下降。整机环节的业务模式为风机总装、零部件专业化协作，主要成本为直接材料，占业务成本比重超90%。桨叶、齿轮箱、发电机、变桨轴承、主轴、轮毂、变流器和变桨控制系统为风电机组产品的主要直接材料，合计占业务成本的比重约为65%-70%。

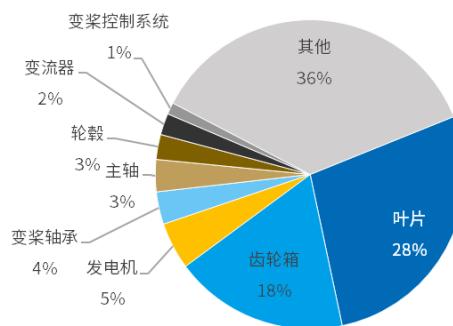


图表21：直接材料占总成本比重约 92%



来源：公司公告，国金证券研究所；注：2024 年前三季度数据

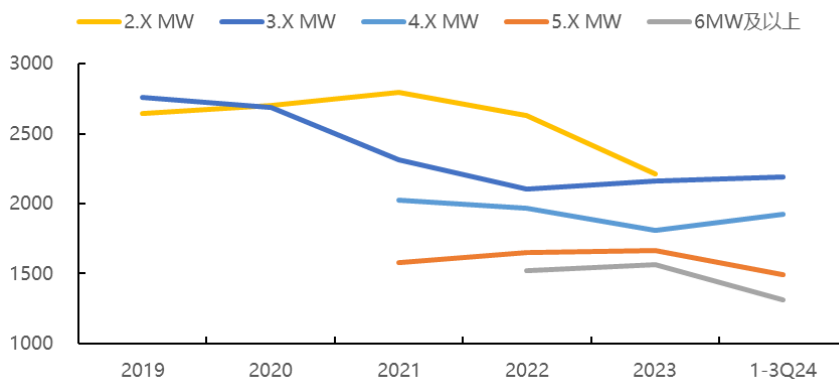
图表22：公司采购原材料中叶片、齿轮箱占比相对较大



来源：公司公告，国金证券研究所；注：2023 年公司采购主要零部件及配件金额占比

除大型化以外，同机型降本主要依靠商务采购、技术优化两种路径。2021 年以来，受益于上游部件厂家在抢装潮期间产能快速扩张，行业内主要零部件供应充足，公司对供应商的议价能力较强，从而实现采购价格持续优化；此外，随着机组轻量化以及新材料、新技术的运用，技术迭代也对公司成本下降起到一定作用，2019-2024 年前三季度，公司各功率段风机成本呈现下降趋势。考虑到公司技术降本持续推进，我们认为 2025 年公司同机型风机制造成本仍将保持下降趋势。

图表23：各功率段风机成本基本呈现下行趋势（元/kW）

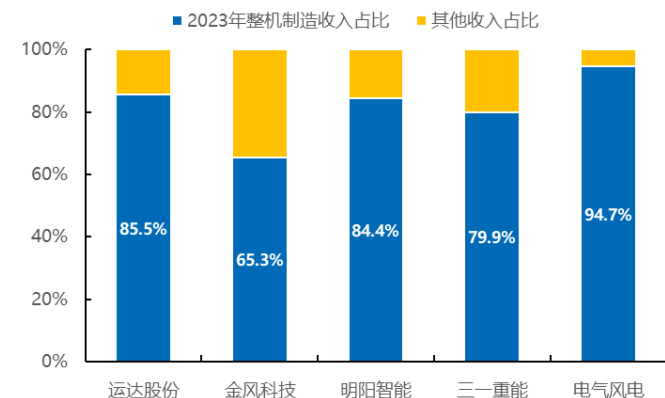


来源：公司公告，国金证券研究所；注：2022&2023 年 5.X MW 机型成本上升主要由于交付项目中含塔筒比例提升，2023 年 6MW 及以上机型成本上升主要由于当年交付一个海风项目

与其他整机环节头部企业相比，公司风机制造收入占比较高，2023 年占营业收入的 85.5%；同时公司主要风机产品以陆风为主，2023 年风机吊装量中陆风占比达 95%；此外，从净利率来看，公司由于发电收入及电站开发转让规模相对较小，净利率保持在 2-3%左右，因此相较于其他头部整机企业，公司有望深度受益于行业价格端的回暖从而实现更显著的利润弹性。

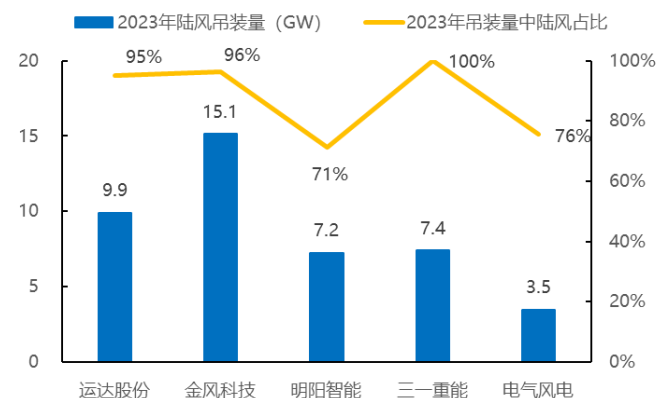


图表24：公司制造业务占比在头部企业中占比较高



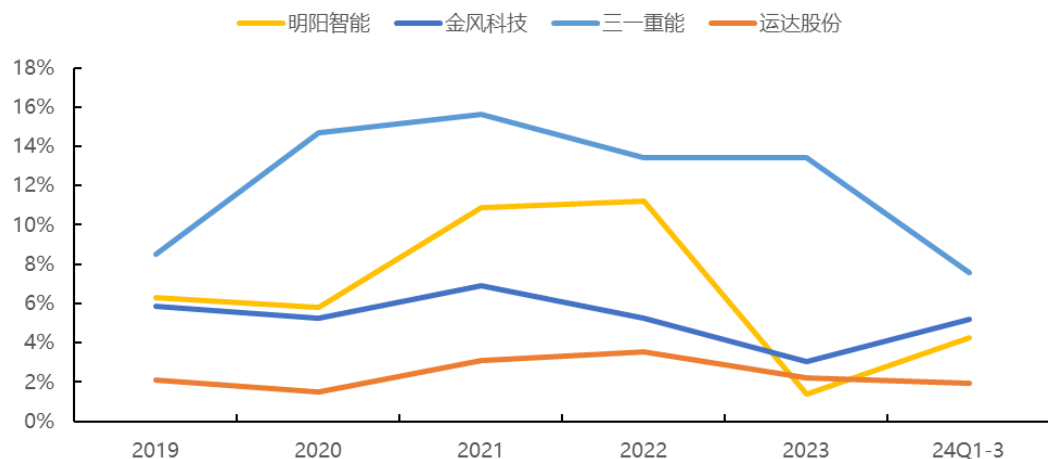
来源：ifind，国金证券研究所

图表25：公司陆风收入占比较高，有望深度受益于陆风盈利修复



来源：CWEA，国金证券研究所

图表26：与其他头部整机企业相比，公司净利率更低，盈利改善带来的业绩弹性更大



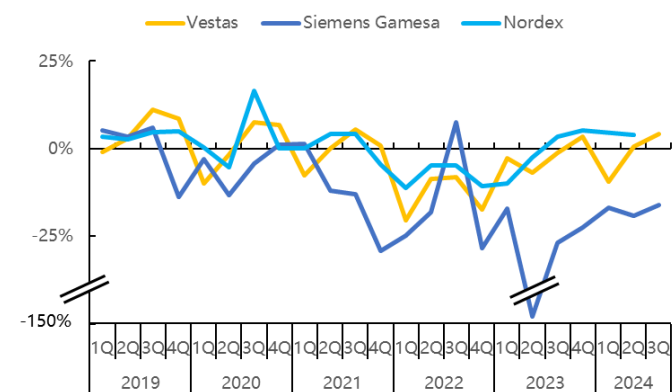
来源：ifind，国金证券研究所

2.2 海外：整机环节出海加速，预计 2025 年开始有望逐步兑现业绩

国产风机性价比凸显，整机出海替代大势所趋。随着国内整机企业技术持续迭代，逐步从跟随学习西方整机企业向替代西方整机转变。一方面，2020 年以来，西方头部整机企业如 Vestas、Nordex、西门子歌美飒受海外能源价格高涨，产业链通货膨胀影响，整机制造业务普遍面临持续的财务压力，迫使他们逐步放弃亚非拉等利润率较低的市场，将业务重心转移回盈利较好的欧美本土市场，为国内企业出海留下较大空间。另一方面，国内整机企业受益于本土完整的供应链以及较低的原材料价格，能够实现更快的交付速度以及更低单价，从而在亚非拉市场具备较强的竞争能力，据 BNEF 数据显示，国产风机在海外签单价格较西方风机低 30%。

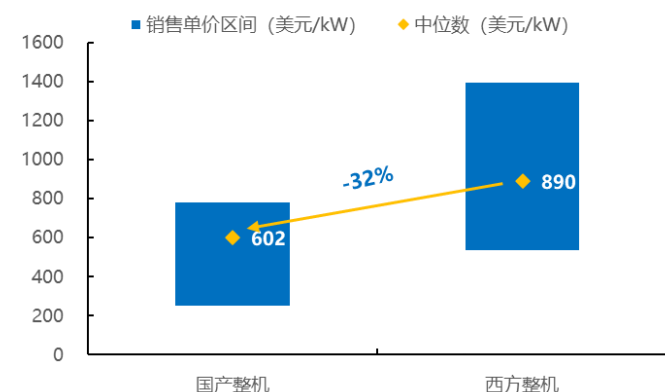


图表27：西方整机业务 EBIT 利润率持续承压，被迫收缩新兴市场业务



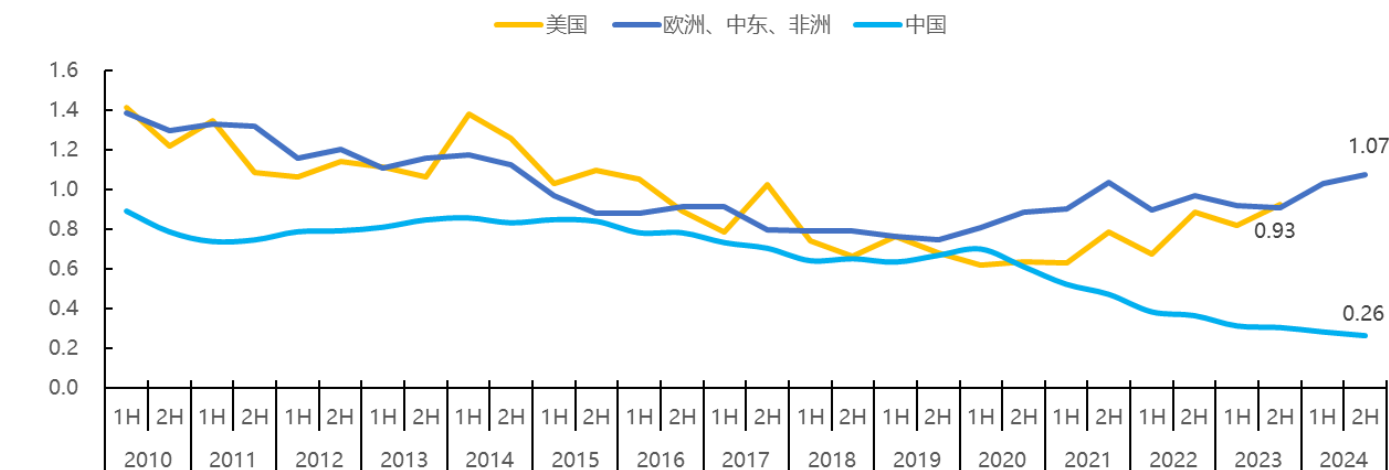
来源：BNEF，国金证券研究所

图表28：国产整机销售单价较西方制造整机低 30%，性价比优势明显（美元/kW）



来源：BNEF，国金证券研究所

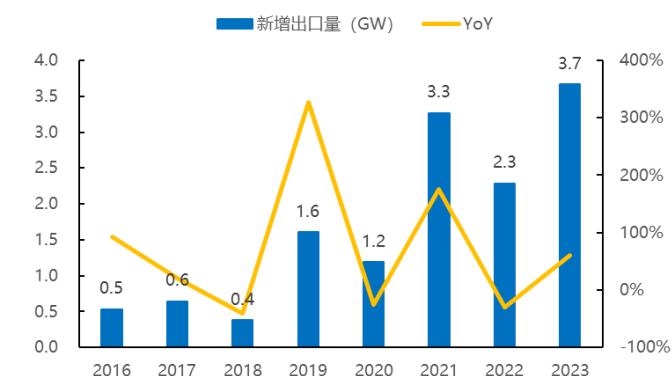
图表29：海外风机价格与国内风机价格价差持续拉大（百万美元/MW）



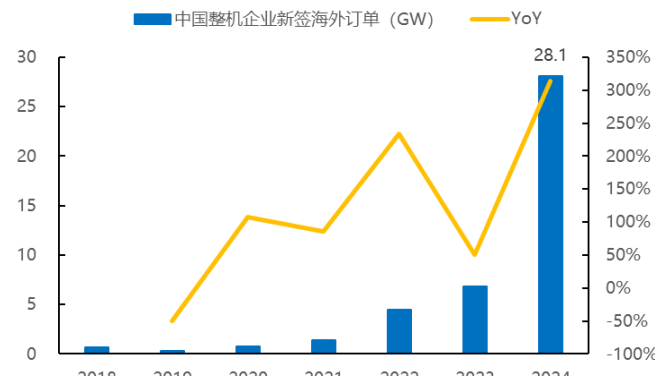
来源：BNEF，国金证券研究所

根据 CWEA 及 S&P Global 统计, 2023 年国内风机出口规模约 3.7GW, 新签海外订单约 7GW。进入 2024 年后国内风机企业海外接单进一步加速, 根据每日风电不完全统计, 2024 年国内整机企业共中标或签约海外风电项目规模达 28GW, 同比 2023 年 7GW 海外新签订单规模增长超 300%。我们认为当前国内的整机企业不管是在产品性价比还是技术上均已具备与西方头部整机企业竞争的能力, 随着国内风机企业出海加速, 海外市占率有望持续提升。

图表30：2023 年国内风机出口量约 3.7GW



图表31：24 年国内整机企业新签海外订单规模达 28GW





来源：CWEA，国金证券研究所

来源：S&P Global、每日风电，国金证券研究所；注：2018-2023 年为 S&P Global 数据，2024 年为每日风电数据

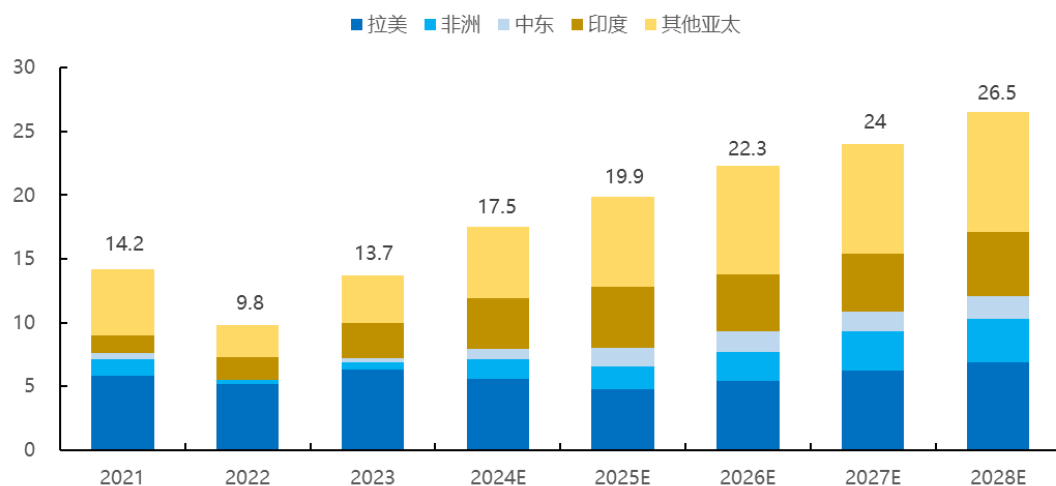
图表32：2024 年国内整机企业中标/签约海外项目

时间	公司	国家	容量 (MW)	事件
2024/5/24	运达股份	日本	1100	预计中标丸红商社 1.1GW 沙特阿拉伯陆风项目
2024/7/24		洪都拉斯		与洪都拉斯签署新能源合作谅解备忘录，围绕当地微电网与风电项目建设、能源结构转型升级等方面开展务实合作
2024/2/5	远景能源	菲律宾	162	与菲律宾 Alternergy 签订 162MW 风机订单
2024/4/30		印度	588	与印度独立发电商 Hero Future Energies 签订框架协议，供应包括 588MW 风机在内的储能、绿氢等多种技术
2024/8/8		印度	116	与印度 Blueleaf Energy 签订 116 MW 风机供应订单
2024/11/12		埃及	1100	被选为 ACWA Power 埃及 1.1GW 陆风项目的风机供应商
2024/10/28	三一重能	印度	1624	与印度 JSW 集团及新加坡胜科集团签订 1.6GW 风机销售合同
2024/5/6	金风科技	菲律宾	100.8	签订 Kalayaan 2 100.8MW 风电项目协议
2024/7/15		格鲁吉亚	206	签约格鲁吉亚 Ruisi 206MW 风电项目
2024/10/14		意大利	29.4	与 Generai 签署 29.4MW 风机供应合同以及中期运维合同
2024/7/2	明阳智能	德国	296	与 Luxcara 签订协议，供应德国北海 296MW 的 Waterkant 海风项目
2024/10/9		意大利	2800	与 Renexia 签署 FEED 协议，在西西里岛海岸建造一个 2.8 GW 漂浮式风电场

来源：运达股份公众号、丸红商社、PR Newswire、The Economic Times、欧洲复兴开发银行、三一重能公告、金风科技微平台、reNEWS.BIZ、luxcara、Renexia，国金证券研究所

目前国内整机企业出海市场以亚非拉新兴市场为主，受益于风电度电成本持续改善以及部分重点新兴市场国家如沙特较强的绿色转型意愿，预计海外亚非拉市场 2024-2028 陆风装机需求有望持续增长，对应 CAGR 约 14%，每年贡献约 20-30GW 左右的海外需求。

图表33：预计非中美欧市场 2024-2028 陆风装机 CAGR 约 14% (GW)

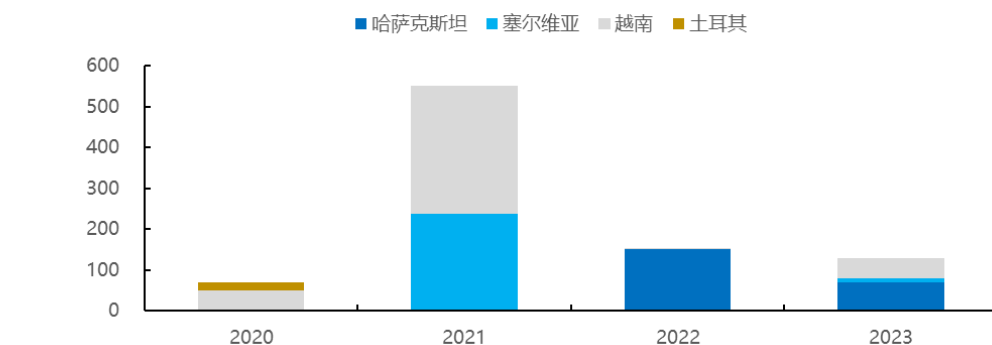


来源：GWEC，国金证券研究所

公司自 2019 年开始交付海外项目，但早期出海主要以一带一路国家以及跟随国内 EPC 企业出海为主。根据 CWEA 统计，2023 年公司出口风机规模约 129MW，出口国家分别包括哈萨克斯坦、塞尔维亚以及越南。



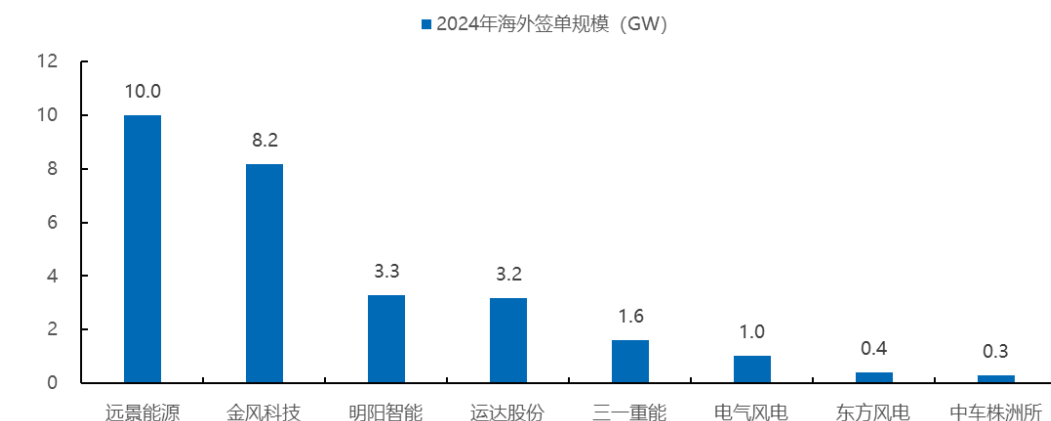
图表34：公司早期出口国家主要以一带一路以及东南亚国家为主（MW）



来源：CWEA，国金证券研究所

随着前期海外项目交付形成业绩背书，海外订单逐步进入放量阶段。海外项目开发商普遍要求供应商具备一定运行时长及规模的海外项目业绩，从而能够满足金融机构的可融资性要求。公司依靠多个海外项目的良好运行结果逐步进入海外大型项目开发商供应体系，项目获取进入收获阶段，2024 年公司突破中东北非、南美等多个市场，中标包括九红商社沙特 1.1GW 风电项目在内的多个海外项目。据每日风电不完全统计，2024 年公司海外订单获取取得大幅增长，新签海外订单规模约 3.2GW，较 2023 年 1.3GW 同比增长约 137%。

图表35：公司 2024 年海外新签订单规模约 3.2GW，同比增长 137%

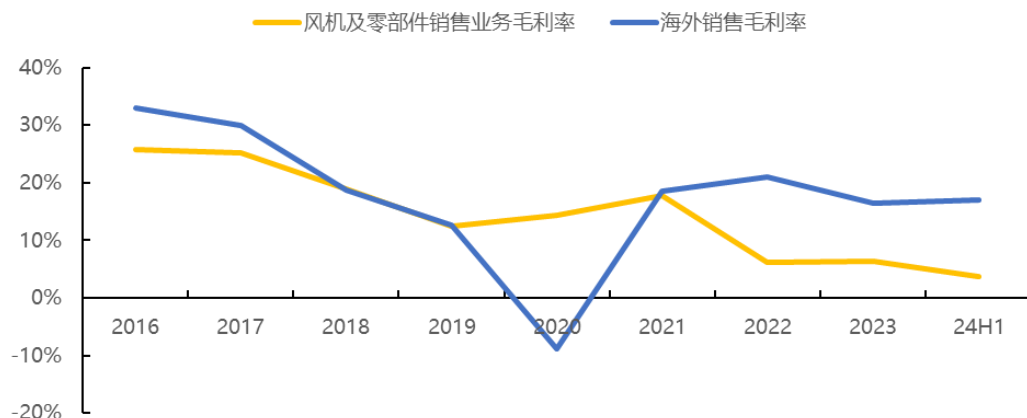


来源：每日风电，国金证券研究所

海外项目盈利能力普遍好于国内项目，前期订单进入交付周期有望带动公司征集业务盈利质量提升。海外项目推进普遍较慢，从项目中标到交付确收大约需要 2-3 年时间，预计公司 2025 年海外订单交付规模有望逐步起量。公司早期海外项目以跟随国内大型项目开发商出海为主，海外收入盈利与国内基本持平，随着公司海外签单方式逐步向与海外开发商直接合作转变，参考整机环节龙头金风科技海外毛利率变动历史，预计公司海外订单盈利能力有望提升，实现较国内整机制造更高的盈利水平。



图表36：金风科技海外销售毛利率较风机销售毛利率高约 10pct



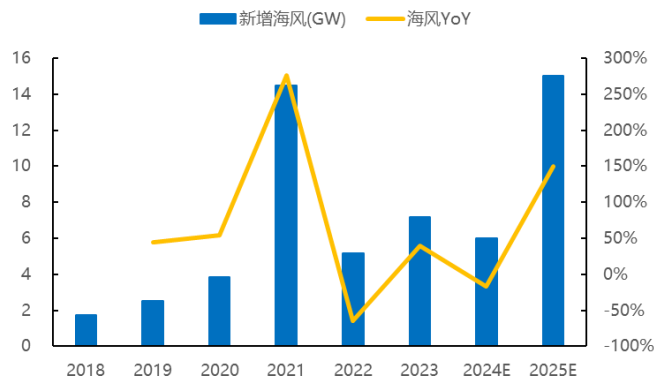
来源：ifind，国金证券研究所

3、海风：立足浙江，放眼全国，深远海中长期趋势下有望贡献业绩增量

3.1 “十四五”国内年均海风装机约 10GW，“十五五”装机中枢有望翻倍

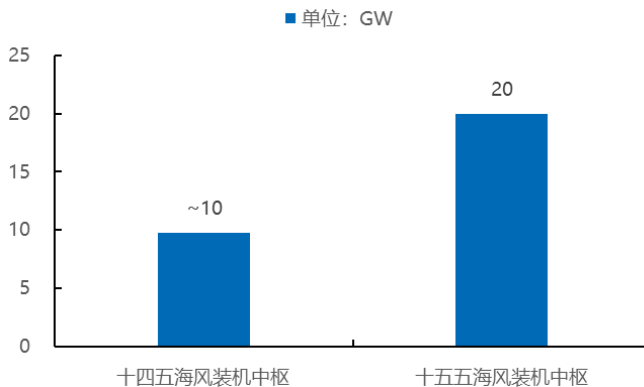
从各省海风项目推进进度来看，我们预计 2024/2025 年国内海风装机规模分别为 7GW/15GW，预计“十四五”期间国内海风装机中枢约 10GW 水平，展望十五五海风需求，我们认为当前已核准海风项目以及各省深远海规划项目需求有望逐步释放，同时随着海风项目开发管理逐步明晰，十五五海风需求释放或有望更加顺畅，预计十五五期间国内海风项年均装机规模为 20GW，较十四五期间实现翻倍增长。

图表37：预计 25 年国内海风吊装 15GW，同比+150%



来源：CWEA，国金证券研究所预测

图表38：“十五五”期间海风装机中枢有望翻倍

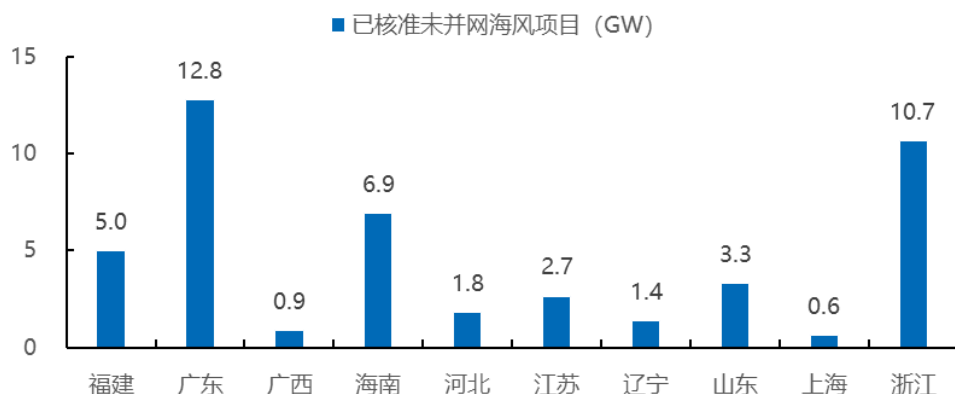


来源：CWEA，国金证券研究所预测

短期维度，现有项目储备足够支撑 2-3 年海风装机需求。根据我们不完全统计，目前沿海各省已完成核准未并网项目规模总计约 45GW，整体项目储备较为充裕，即使不考虑新增竞配核准项目，现有项目也足以支撑 2-3 年的海风装机需求。此外，随着福建、江苏、辽宁推进新一轮海风项目竞配流程，短期维度海风需求能见度持续提升。



图表39：目前各省已核准未并网海风项目约45GW，2-3年内海风装机具备支撑



来源：龙船风电网、风芒能源，国金证券研究所

中长期维度，深远海项目有望成为国内海风开发主流。2025年1月，自然资源部印发《关于进一步加强海上风电项目用海管理的通知》，明确“新增海上风电项目的，应在离岸30千米以外或水深大于30米的海域布局；近岸区域水深超过30米的，风电场离岸距离还需不少于10千米；滩涂宽度超过30千米的，风电场内水深还需不少于10米”。“单30”政策正式落地，我们认为随着国内近海资源逐步开发利用完毕，深远海开发将在“十五五”期间贡献主要需求，同时伴随着海风开发管理规则逐步理清，以及后续潜在的《深远海海上风电管理办法》落地，预计海风项目开发流程及审批规则有望进一步理顺，“十五五”审批对需求的制约因素将会减弱。

3.2 立足浙江，放眼全国，产业布局加速“十五五”期间海风有望贡献新增量

公司早期业务重心以陆风为主，海风布局相对其余国内一线整机企业较晚，但目前也已完成两大海风平台开发：1) 海鹞平台：沿用公司陆风所采用的双馈技术，覆盖单机容量9-11MW，主要应用近海区域，目前已经在浙江国电象山1号二期海风场完成大规模应用；2) 海鹰平台：采用海风主流的半直驱（中速永磁）技术，覆盖单机容量16-18MW，主要应用于深远海高风速区域，目前海鹰平台尚无实际应用案例，后续有望在海南万宁漂浮式海风试验场首次投入商业运行。

图表40：目前公司海风产品已完成近海及深远海应用场景布局

平台	类型	技术	单机容量	适用场景	商业运行情况
海鹞平台	固定式	双馈	9-11MW	近海区域	已在国电象山1号海上风电场（二期）应用
海鹰平台	漂浮式	半直驱	16-18MW	深远海高风速区域	中标海南万宁漂浮式海风试验项目，尚无大型项目应用

来源：公司公告、公司微信公众号等，国金证券研究所

图表41：公司目前参与的海风项目数量较少，后期有望通过自建项目完成业绩要求打开市场

项目名	规模 (MW)	所在地区	单机容量	目前状态
象山1#海上风电场（二期）	504	浙江	9MW	2023年12月完成交付
富春越南新恩项目	30	海外/越南	4.3MW	2023年完成交付
大连庄河海上风电场址V	250	辽宁	8.5MW/9MW	2024年12月并网
万宁漂浮式海风试验项目	/	海南	16-18MW	2024年11月海域使用论证
洞头2号海上风电项目	210	浙江	15MW	自建项目，2025年1月EPC预中标公示
苍南6号海上风电项目	210	浙江	15MW	自建项目，2025年1月EPC预中标公示

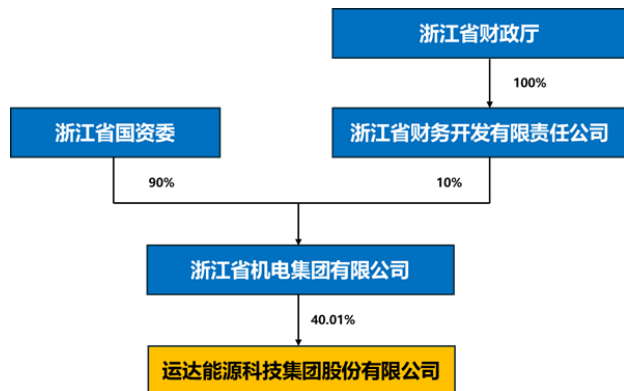
来源：龙船风电网、中交三航局宁波分公司、公司公告、招商局太平洋、海上风电观察、公司官网，国金证券研究所；注：灰底色项目为未并网项目

立足浙江：借助公司控股集团产业资源及国资属性优势，公司有望在后续浙江海风项目获取取得优势。2024年9月，公司控股集团与浙能集团、海港集团以及杭钢集团共同成立浙江省海洋风电发展有限公司，并对后续浙江2.8GW深远海项目进行开发利用；2024年12月，公司参建的浙江（华东）深远海风电母港在温州市洞头区状元岙港区正式开工。我们认为公司有望凭借控股集团在项目主体公司的股东背景实现订单获取，推进海风业务



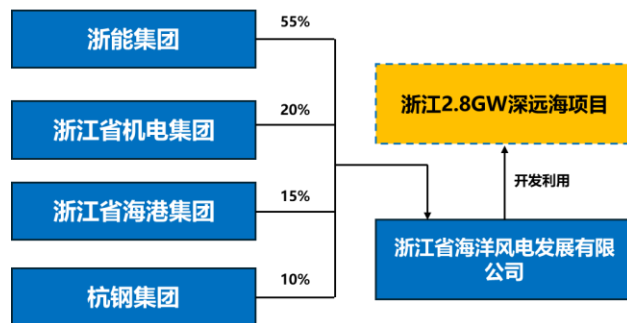
开展。

图表42：公司大股东浙江机电集团为浙江省国资控股



来源：公司公告、ifind，国金证券研究所；注：截至 2024 年三季度

图表43：公司有望借助母集团参与浙江深远海项目



来源：龙船风电网、浙江机电集团，国金证券研究所

放眼全国：整机企业通常通过产能布局的方式与地方政府形成合作，从而建立区位优势，强化拿单能力。除浙江外，公司在辽宁省海风布局也相对较强，目前公司已完成辽宁省东北风电主机制造基地投产，并与招商局太平湾开发投资有限公司携手参与 2025 年辽宁新一轮海风竞配工程，目前已取得大连市海上风电场址 DL4&DL5 项目（共计 800MW）的开发权。

图表44：除浙江省外，公司辽宁海风布局也相对较强，并陆续取得实质性订单突破

时间	事件
2023 年 1 月	公司大连太平湾风电母港国际产业园主机制造基地开工
2023 年 4 月	公司预中标大连市庄河海上风电场址 V 项目风力发电机组及配套塔筒设备采购
2024 年 4 月	太平湾运达股份东北风电主机制造基地投产
2024 年 12 月	辽宁省发改委印发《辽宁省 2024 年度海上风电建设方案》，下发 7GW 海风竞配指标
2025 年 1 月	大连市海风竞配结果公布，公司与招商局太平湾成立的合资公司招运新能源竞得 DL4 和 DL5 场址，共计 800MW

来源：东方风力发电网、每日风电、公司公众号、辽宁省电力工程协会、辽宁省发改委，国金证券研究所

目前辽宁省海风场规划规模约 19.4GW，项目储备较多，其中“十五五”期间，力争实现新增海风并网 900 万千瓦，累计并网 1200 万千瓦以上，随着项目规划逐步落地，公司有望凭借产业布局实现订单获取，贡献新的业务增长点。

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

1) 国内风机制造收入：

行业装机：结合 2024 年风机招标情况及各省风电项目下发指标规模，我们预计 2025 年风电装机有望实现较高增速，但受十五五整体规划落地限制，预计 2026 年行业装机小幅下滑，我们预计 2024-2026 年国内风电吊装规模为 86/115/110GW。

公司市占率：国内整机环节格局基本稳定，假设后续公司国内市占率保持不变，对应 2024-2026 年公司国内吊装市占率 13.5%/13.5%/13.5%。

公司销量：由于部分年底吊装项目确收存在延迟，因此实际销售量会略低于当年吊装规模，预计 2024-2026 年公司国内风机对外销量为 9.3/12.4/11.9GW。

销售结构：结合公司目前在手订单结构以及行业风机大型化趋势，我们合理假设后续 6MW 及以上的风机销售占比有望持续提升。

风机价格：风机从中标到交付确收周期大约为 1 年，结合公司 2024 年中标单价较 2023 年中标单价基本持平，我们预测各功率段风机价格基本保持稳定。

风机成本：整机企业每年均会通过技术优化以及供应链议价来实现降本，考虑到 2024 年上游零部件企业业绩也普遍承压，预计 2025 年后供应链议价带来的降本效果较小，但受



益于技术优化持续推进,预计 5MW 及以上机型仍能实现 5-6pct 的降本比例。(2024 年 3.X 及 4.X 产品受个别项目影响盈利波动,预计后续回归 10%-14%左右的合理毛利率水平)

综上,基于风机销售价格企稳以及成本持续改善假设,预计 2024-2026 年公司国内陆风风机销售毛利率为 11.2%/13.5%/14.0%,呈现持续向上改善趋势。

图表45: 公司国内风机制造收入预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
国内*风机收入(万元)	157.26	163.17	160.10	149.84	189.80	174.84
销售量 (MW)	5465	7119	8467	9288	12420	11880
公司吊装量 (MW)	6770	6100	10410	11610	15525	14850
行业吊装量	55920	49830	79370	86000	115000	110000
运达市占率	12.11%	12.24%	13.12%	13.50%	13.50%	13.50%
单价 (元/kW)	2878	2292	1891	1613	1528	1472
毛利润 (万元)	25.89	27.90	20.03	16.78	25.65	24.39
毛利率	16.46%	17.10%	12.51%	11.20%	13.52%	13.95%
销售收入 (万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
2.X MW	552000	92723	24238	1958	0	0
3.X MW	847306	674296	60145	41852	27945	26730
4.X MW	95697	382685	263848	62137	27324	26136
5.X MW	77626	215908	517983	616723	672170	448114
6MW 及以上		266132	734831	775728	1170585	1247400
合计	1572629	1631744	1601045	1498399	1898024	1748380
毛利率	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
2.X MW	11.10%	15.54%	15.49%	18.50%		
3.X MW	18.07%	16.91%	11.17%	2.64%	11.28%	11.28%
4.X MW	18.94%	24.11%	23.60%	13.68%	13.38%	13.38%
5.X MW	34.02%	10.26%	9.24%	10.28%	13.72%	14.16%
6MW 及以上		13.58%	10.84%	12.17%	13.45%	13.95%
合计	16.46%	17.10%	12.51%	11.20%	13.52%	13.95%
销售容量 (MW)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
2.X MW	1755	298	93	5	0	0
3.X MW	3002	2661	247	186	124	119
4.X MW	383	1474	1116	279	124	119
5.X MW	325	1174	2825	3715	4099	2732
6MW 及以上		1512	4186	5103	8073	8910
合计	5465	7119	8467	9288	12420	11880
销售容量占比 (MW%)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
2.X MW	32%	4%	1%	0%	0%	0%
3.X MW	55%	37%	3%	2%	1%	1%
4.X MW	7%	21%	13%	3%	1%	1%
5.X MW	6%	16%	33%	40%	33%	23%
6MW 及以上	0%	21%	49%	55%	65%	75%
单价 (元/kW)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
2.X MW	3145	3113	2620	3977	2500	2500
3.X MW	2823	2534	2433	2253	2250	2250
4.X MW	2499	2596	2365	2230	2200	2200
5.X MW	2388	1839	1834	1660	1640	1640



	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
6MW 及以上		1760	1755	1520	1450	1400
单位成本 (元/kW)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
2. X MW	2796	2629	2214	3241		
3. X MW	2313	2106	2161	2194	1996	1996
4. X MW	2025	1970	1807	1925	1906	1906
5. X MW	1576	1650	1664	1489	1415	1408
6MW 及以上		1521	1565	1335	1255	1205
降本率	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
2. X MW	3.42%	-5.96%	-15.76%	46.37%		
3. X MW	-14.03%	-8.95%	2.64%	1.49%	-9.00%	0.00%
4. X MW		-2.73%	-8.30%	6.55%	-1.00%	0.00%
5. X MW		4.70%	0.86%	-10.50%	-5.00%	-0.50%
6MW 及以上			2.87%	-14.70%	-6.00%	-4.00%

来源：CWEA、公司公告，国金证券研究所；注：2022-2024 年含少量海外风机收入

2) 费用率假设：考虑 2025-2026 年公司收入规模扩大有望对销售费用形成一定摊薄，预计 2024-2026 年公司销售费用率为 7.8%/7.5%/7.2%；假设管理费用率及研发费用率保持不变，对应 2024-2026 年管理费用率为 0.8%/0.8%/0.8%，研发费用率为 2.7%/2.7%/2.7%。

综合以上假设，我们预计 2024-2026 年公司分别实现营业收入 195.0/271.1/281.2 亿元，同比+4%/+39%/+4%，实现归母净利 4.4/8.8/10.7 亿元，对应 2024-2026 年 EPS 分别为 0.63/1.25/1.52 元。


图表46：公司主营业务收入拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	173.84	187.27	194.96	271.12	281.15
YoY	8.37%	7.72%	4.11%	39.06%	3.70%
毛利率	17.77%	13.70%	13.98%	15.20%	15.43%
风机制造与销售					
收入 (亿元)	163.17	160.10	155.44	217.80	212.64
YoY	3.76%	-1.88%	-2.91%	40.12%	-2.37%
毛利率	17.10%	12.51%	11.40%	13.96%	14.49%
销售量 (MW)	7119	8467	9488	13420	13280
单价 (元/kW)	2292	1891	1638	1623	1601
发电业务					
收入 (亿元)	2.59	2.95	3.39	3.90	4.29
YoY	174.17%	13.88%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	55.68%	58.51%	58.00%	57.00%	56.00%
新能源电站EPC总承包					
收入 (亿元)	4.23	13.75	19.25	25.02	30.03
YoY	0.00%	225.19%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	3.06%	5.30%	3.00%	3.00%	3.00%
新能源电站开发转让					
收入 (亿元)		4.30	16.89	24.40	34.20
YoY			293.14%	44.48%	40.16%
毛利率		27.48%	30.42%	22.95%	19.30%
权益销售量 (MW)		60	250	400	600
单价 (元/W)		7.16	6.76	6.10	5.70
单位成本 (元/W)		5.19	4.70	4.70	4.60
溢价 (元/W)		1.97	2.06	1.40	1.10

来源：公司公告，国金证券研究所预测

4.2 投资建议及估值

我们选取同为整机环节头部企业的金风科技、明阳智能以及三一重能作为可比公司,25-26年可比公司平均 PE 为 11/10,考虑到公司风机制造收入占比相对较高且主要以陆风为主,有望深度受益于整机价格企稳回升,实现更大的业绩弹性,给予公司 2025 年 15 倍 PE,目标价 18.77 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表47：可比公司估值表

代码	名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS					PE				
				2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
002202.SZ	金风科技	349.99	9.10	0.56	0.32	0.60	0.73	0.82	16.13	28.89	15.09	12.47	11.04
601615.SH	明阳智能	242.60	10.68	1.52	0.16	1.01	1.30	1.53	7.03	65.12	10.55	8.25	6.98
688349.SH	三一重能	320.34	26.12	1.39	1.66	1.80	2.29	2.60	18.86	15.70	14.50	11.42	10.04
平均值											13.38	10.71	9.36
300772.SZ	运达股份	86.53	12.33	0.88	0.59	0.63	1.25	1.52	14.04	20.90	19.71	9.85	8.09

来源：ifind，国金证券研究所预测；注：截至 2025 年 2 月 13 日，可比公司 EPS 为国金电新研究所预测

5、风险提示

下游需求不及预期：受国内电力现货市场持续推进，新能源电价持续下行，若项目运营商盈利持续承压，中长期风电装机成长性可能会受到影响，从而影响公司盈利水平。



原材料价格大幅上涨：公司主营业务主要风电机组制造销售，成本中直接材料占比超 90%，若玻纤、铸铁等上游原材料价格发生大幅波动，可能会导致公司采购零部件成本上升，从而对公司盈利能力产生不利影响。

行业竞争加剧：若行业自律效果不佳以及下游需求出现大幅波动，行业过度竞争局面可能再次出现，从而影响公司盈利水平


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	16,041	17,384	18,727	19,496	27,112	28,115
增长率	8.4%	8.4%	7.7%	4.1%	39.1%	3.7%
主营业务成本	-13,339	-14,295	-16,161	-16,770	-22,991	-23,776
%销售收入	83.2%	82.2%	86.3%	86.0%	84.8%	84.6%
毛利	2,701	3,089	2,565	2,726	4,121	4,339
%销售收入	16.8%	17.8%	13.7%	14.0%	15.2%	15.4%
营业税金及附加	-43	-61	-62	-58	-81	-84
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-1,366	-1,434	-1,362	-1,521	-2,033	-2,024
%销售收入	8.5%	8.2%	7.3%	7.8%	7.5%	7.2%
管理费用	-91	-119	-148	-150	-206	-211
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
研发费用	-577	-512	-553	-526	-813	-843
%销售收入	3.6%	2.9%	3.0%	2.7%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	624	963	440	470	987	1,176
%销售收入	3.9%	5.5%	2.3%	2.4%	3.6%	4.2%
财务费用	8	5	18	-27	-108	-157
%销售收入	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.4%	0.6%
资产减值损失	-246	-544	-315	-138	-127	-73
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	35	37	40	40	40
%税前利润	3.6%	5.9%	8.9%	9.0%	4.5%	3.7%
营业利润	491	609	423	446	892	1,085
营业利润率	3.1%	3.5%	2.3%	2.3%	3.3%	3.9%
营业外收支	-3	-3	0	0	0	0
税前利润	487	606	422	446	892	1,085
利润率	3.0%	3.5%	2.3%	2.3%	3.3%	3.9%
所得税	6	11	-6	-7	-13	-16
所得税率	-1.2%	-1.8%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
净利润	493	617	416	439	878	1,069
少数股东损益	3	1	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	490	616	414	439	878	1,069
净利率	3.1%	3.5%	2.2%	2.3%	3.2%	3.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	493	617	416	439	878	1,069
少数股东损益	3	1	2	0	0	0
非现金支出	357	701	514	342	370	347
非经营收益	-167	-183	-95	-24	113	174
营运资金变动	1,615	-942	934	-1,078	-2,099	617
经营活动现金净流	2,298	193	1,769	-321	-738	2,206
资本开支	-1,114	-1,298	-1,598	-1,288	-1,508	-1,508
投资	-32	-55	-573	-433	0	0
其他	9	11	10	40	40	40
投资活动现金净流	-1,137	-1,341	-2,160	-1,681	-1,468	-1,468
股权募资	0	1,487	34	19	691	0
债权募资	391	1,359	291	760	3,486	104
其他	115	-186	-141	-297	-524	-661
筹资活动现金净流	506	2,661	184	482	3,653	-557
现金净流量	1,667	1,513	-208	-1,520	1,447	181

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,836	6,301	5,335	3,767	5,181	5,338
应收款项	7,203	7,313	8,308	7,742	10,767	10,780
存货	6,163	5,916	7,207	6,754	8,554	8,782
其他流动资产	725	1,425	2,441	2,503	3,494	3,558
流动资产	18,927	20,955	23,291	20,767	27,996	28,458
%总资产	76.6%	72.3%	67.6%	62.3%	66.9%	65.4%
长期投资	313	416	1,107	1,341	1,341	1,341
固定资产	2,406	3,397	4,488	4,599	5,370	6,112
%总资产	9.7%	11.7%	13.0%	13.8%	12.8%	14.0%
无形资产	104	171	210	239	241	242
非流动资产	5,787	8,031	11,166	12,549	13,834	15,088
%总资产	23.4%	27.7%	32.4%	37.7%	33.1%	34.6%
资产总计	24,714	28,985	34,458	33,316	41,829	43,546
短期借款	96	1,077	707	1,674	5,160	5,265
应付款项	15,346	16,136	18,221	18,318	19,666	20,336
其他流动负债	4,237	3,592	6,169	4,118	5,776	5,990
流动负债	19,679	20,805	25,098	24,110	30,601	31,590
长期贷款	579	967	1,394	1,394	1,394	1,394
其他长期负债	1,669	2,252	2,668	2,260	3,064	3,151
负债	21,927	24,024	29,160	27,764	35,060	36,135
普通股股东权益	2,722	4,855	5,245	5,500	6,717	7,359
其中：股本	339	702	702	702	787	787
未分配利润	1,032	1,611	1,928	2,191	2,718	3,359
少数股东权益	65	106	52	52	52	52
负债股东权益合计	24,714	28,985	34,458	33,316	41,829	43,546

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.445	0.878	0.590	0.625	1.252	1.524
每股净资产	8.031	6.915	7.471	7.837	9.572	10.486
每股经营现金净流	6.779	0.274	2.520	-0.457	-0.937	2.802
每股股利	0.250	0.100	0.050	0.250	0.446	0.543
回报率						
净资产收益率	17.99%	12.70%	7.90%	7.98%	13.08%	14.53%
总资产收益率	1.98%	2.13%	1.20%	1.32%	2.10%	2.46%
投入资本收益率	18.25%	14.00%	5.86%	5.37%	7.29%	8.23%
增长率						
主营业务收入增长率	39.75%	8.37%	7.72%	4.11%	39.06%	3.70%
EBIT 增长率	N/A	54.29%	-54.35%	6.95%	#####	19.17%
净利润增长率	#####	25.86%	-32.82%	5.98%	#####	21.73%
总资产增长率	54.29%	17.28%	18.88%	-3.31%	25.55%	4.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	121.0	142.7	136.5	130.0	130.0	125.0
存货周转天数	135.6	154.2	148.2	150.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	177.0	217.7	205.8	210.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	43.1	53.0	53.7	63.0	49.0	50.4
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	-85.82%	-61.03%	-12.60%	20.29%	17.82%
EBIT 利息保障倍数	-82.8	-194.5	-24.4	17.6	9.1	7.5
资产负债率	88.72%	82.88%	84.63%	83.34%	83.82%	82.98%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	5	11	23
增持	0	0	0	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.21	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究