

► 公司简介：全球海上风机龙头，风光储氢一体化布局

公司是全球领先的风机制造商。公司成立于 2006 年，总部位于中国广东省中山市，是全球领先的风机制造商和清洁能源整体解决方案提供商，主营业务为风电机组的研发、生产和销售，新能源电站的投资运营与产品销售等，在全球市场广泛布局。据 CWEA 统计，2024 年公司新增吊装容量 12.29GW、位列国内第三；新增海风吊装容量约 1.76GW、位列国内第一。除风电主业外，公司也对光伏产业、电力电子储能产业和氢能产业进行投入，逐步完善风光储氢一体化布局。

► 核心看点：短中长期逻辑理顺，海风龙头进入全球化“击球区”**► 国内：海陆招标两旺，陆风价格趋稳**

2024 年 1-9 月，全国风机累计公开招标容量约 89.4GW (+63.7%，不含框架)，其中陆风公开招标容量 82.0GW (+72.9%)，海风公开招标容量 7.4GW (+3.1%)。其中，陆风价格端有企稳回升趋势，海风限制性因素解除，长长期需求明朗。

► 海外：海风需求红利期，打开长期成长空间

据 GWEC 统计，2023 年全球风电新增装机约 116.6GW、同比增长 50%；预计 2024-2028 年全球风电新增装机从 133GW 增长到 188GW，CAGR 约 10%；其中，海风预计 2028 年新增装机为 38GW，2024-2028 年 CAGR 为 28%。

► 公司：海风龙头进入全球化击球区

公司技术研发持续投入，大型化升级+供应链管理优势突出；凭借区位优势、技术优势等，海风装机规模已登顶国内市场。公司海外海风布局领先，目前已实现欧洲、日本、韩国等市场订单突破；且公司在手订单充沛，24 年海风订单规模约 5.28GW，其中海外海风约 3.07GW、占海上总订单的 58.2%。

► 投资建议：国内外风电需求蓬勃向上，公司作为海风主机龙头企业，进入全球化布局“击球区”，成长性突出。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 280.3、414.2、465.6 亿元，对应增速分别为 1%、48%、12%；归母净利润分别为 5.29、20.23、31.12 亿元，对应增速分别为 42%、283%、54%，以 2025 年 3 月 26 日收盘价作为基准，对应 2024-2026 年 PE 为 50X、13X、8X。维持“推荐”评级。

► 风险提示：市场竞争加剧、海外市场拓展进度不及预期、汇率波动等风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	27,859	28,033	41,420	46,557
增长率 (%)	-9.4	0.6	47.8	12.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	372	529	2,023	3,112
增长率 (%)	-89.2	42.0	282.5	53.8
每股收益 (元)	0.16	0.23	0.89	1.37
PE	71	50	13	8
PB	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.57 元

**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

研究助理 郝元斌

执业证书：S0100123060023

邮箱：haoyuanbin@mszq.com

相关研究

- 1.明阳智能 (601615.SH) 2024 年半年报点评：欧洲海风有所突破，多元布局稳步推进-2024/09/03
- 2.明阳智能 (601615.SH) 2023 年半年报点评：盈利显著改善，在手订单饱满-2023/09/02
- 3.明阳智能 (601615.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：业绩阶段承压，回购夯实信心-2023/05/08

目录

1 风机龙头，潮头击桨	3
1.1 公司简介：全球风机龙头企业，风光储氢一体化布局	3
1.2 财务分析：风机盈利修复，电站业务托底	5
2 短中长期逻辑理顺，海风龙头进入全球化“击球区”	8
2.1 国内：海陆招标两旺，陆风价格趋稳	8
2.2 海外：海风需求红利期，打开长期成长空间	11
2.3 公司：海风龙头进入全球化“击球区”	12
3 盈利预测与投资建议	16
3.1 盈利预测假设与业务拆分	16
3.2 估值分析	17
3.3 投资建议	17
4 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

1 风机龙头，潮头击桨

1.1 公司简介：全球风机龙头企业，风光储氢一体化布局

公司是全球领先的风机制造商。公司成立于 2006 年，总部位于中国广东省中山市，2010 年公司曾在美国纽交所成功上市，2016 年完成私有化从美股退市，2019 年 1 月在上交所挂牌上市。公司是全球领先的风机制造商和清洁能源整体解决方案提供商，主营业务为风电机组的研发、生产和销售，新能源电站的投资运营与产品销售等。据 CWEA 统计，2024 年公司新增吊装容量 12.29GW、位列国内第三；新增海风吊装容量约 1.76GW、位列国内第一。此外，明阳智能积极推进国际化进程，在亚洲、欧洲、美洲等 10 多个国家开发新能源项目，并与丹麦、荷兰、德国、挪威、英国等国家的多所知名大学、国际认证测试机构开展技术合作，在全球海上风电领域创新排名第一。

图1：全球布局图



资料来源：公司官网，民生证券研究院

风机产品谱系齐全, 打造风光储氢一体化布局。公司的主营业务为风电机组的研发、生产和销售, 其中包括 1.5-11MW 系列陆上风机以及 5.5-22MW 系列海上风机, 并创新推出漂浮式风机, 如 MySE5.5MW 抗台风漂浮式风机、MySE7.25MW 深远海漂浮式风机及 16.6MW“明阳天成号”漂浮式风电平台; 同时, 公司也在积极布局新能源电站的投资运营与产品销售业务, 涵盖新能源电站智能管理、风/光功率预测、远程监控、运维优化等; 除风电主业外, 公司也对光伏产业、电力电子储能产业和氢能产业进行投入, 以提高能源整体利用效率和电网的稳定性, 逐步完善风光储氢一体化布局。

图2: 整机主要产品线

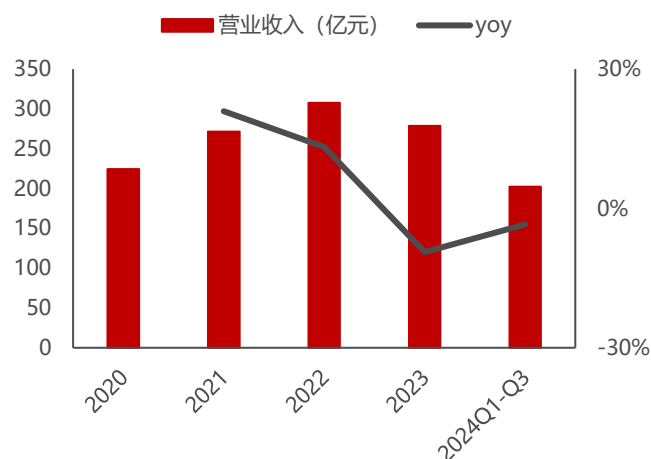


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.2 财务分析：风机盈利修复，电站业务托底

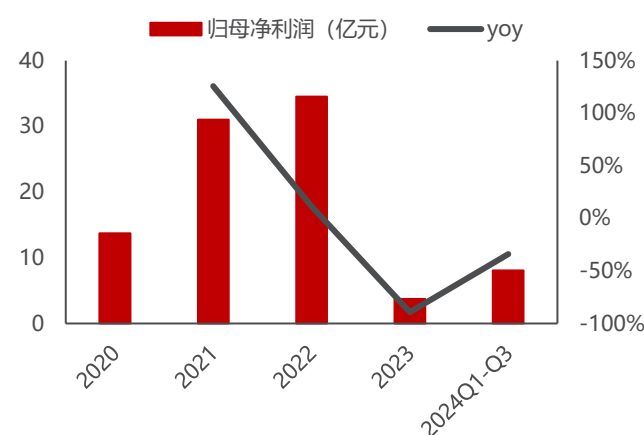
2024 年前三季度，受风机价格下降及海风机组销售量降低等影响，公司实现收入 202.37 亿元、同比下降 3.44%，实现归母净利润 8.09 亿元、同比下降 34.15%。

图3：2020-2024 前三季度收入（亿元）及增速（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

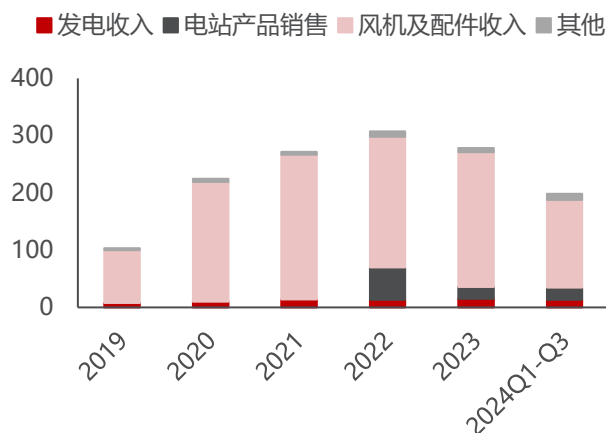
图4：2020-2024 前三季度归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

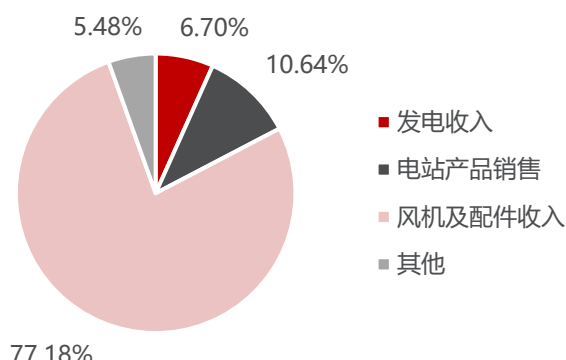
分业务看，2024 年前三季度，公司风机制造板块仍为公司收入占比最高的业务板块，销售收入 153.29 亿元，同比下降 10.19%，占总收入比重 77.18%；电站产品销售收入 21.13 亿元，同比增长 0.47%，占总收入 10.64%；风电场发电占比销售收入 13.31 亿元，同比增长 19.80%，占总收入 6.70%。

图5：2019-2024 前三季度公司各业务收入拆分(亿元)



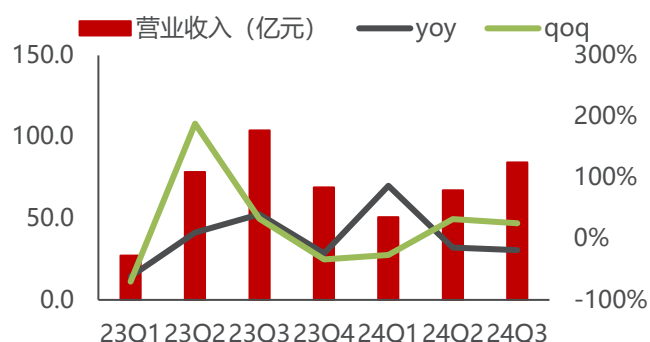
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图6：24 年前三季度公司收入构成占比

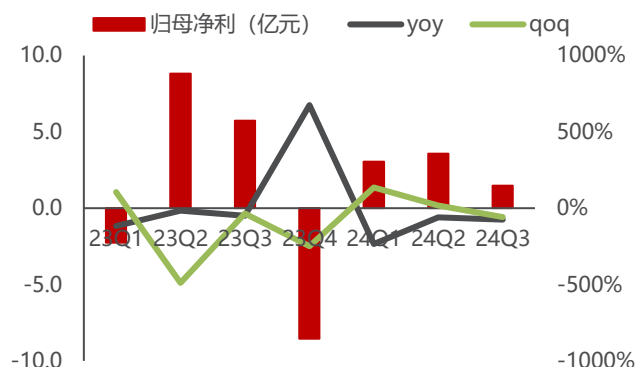


资料来源：公司官网，民生证券研究院

单季度来看，24Q3 公司实现收入 84.41 亿元，同比减少 18.83%，环比增加 25.59%；归母净利润 1.48 亿元，同比减少 74.23%，环比减少 58.52%。

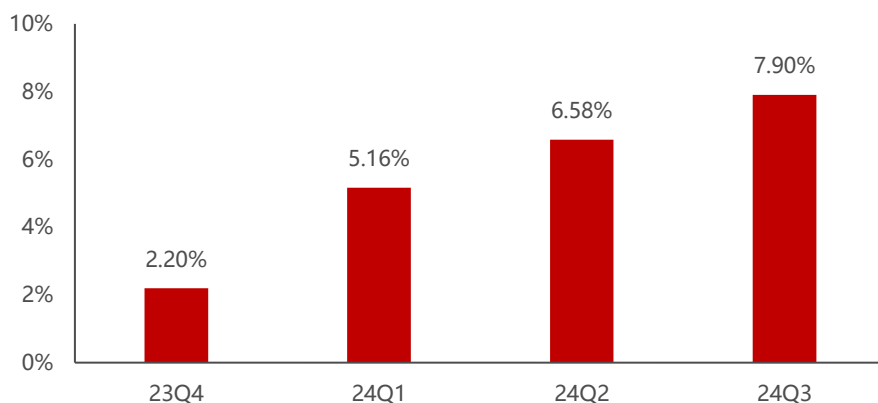
图7：23Q1-24Q3 收入（亿元）及增速（%）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图8：23Q1-24Q3 归母净利润（亿元）及增速（%）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

风机销量稳健增长，风机制造毛利率改善。由于风机价格大幅下行等因素影响，公司 23 年风机业务毛利率降幅较为显著。24 年前三季度公司风机及配件销量 7.70GW，同比增长 11.36%，其中陆上风电销量为 6.35GW，同比增长 28.62%。毛利率方面，风机制造业务（不含配件）销售毛利率为 7.90%，连续四个季度环比提升。

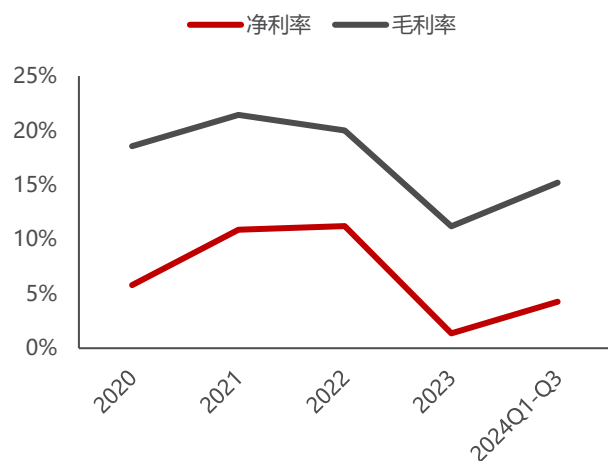
图9：风机制造（不含配件）单季度毛利率


资料来源：公司官网，民生证券研究院

24 年前三季度公司毛利率、净利率分别为 15.20%/4.27%，与 23 年前三季度相比分别下降 0.58Pcts/1.76Pcts。期间费用率方面，由于短期借款与长期借款的增加，公司财务费用率有所提升，24 年前三季度财务费用率为 1.36%，与 23 年前三季度相比提升 1.27Pcts；由于收入增长导致计提的风机质量准备金同比增加，以及售后服务费同比增长，公司销售费用率有所增加，24 年前三季度为 7.21%，

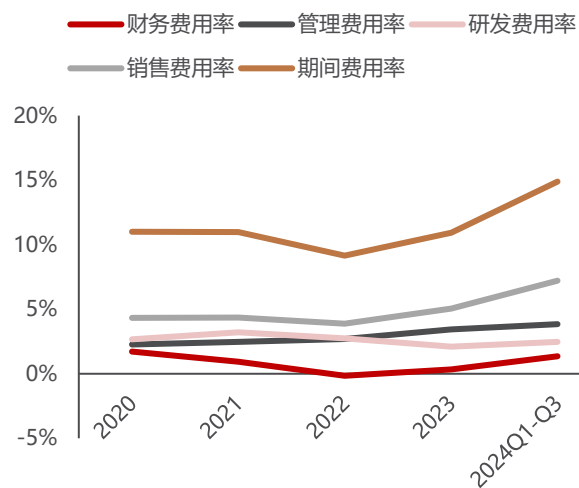
同比增长 3.04Pcts。

图10：2020-2024 前三季度毛利率 (%) 及净利率 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图11：2020-2024 前三季度期间费用率 (%)



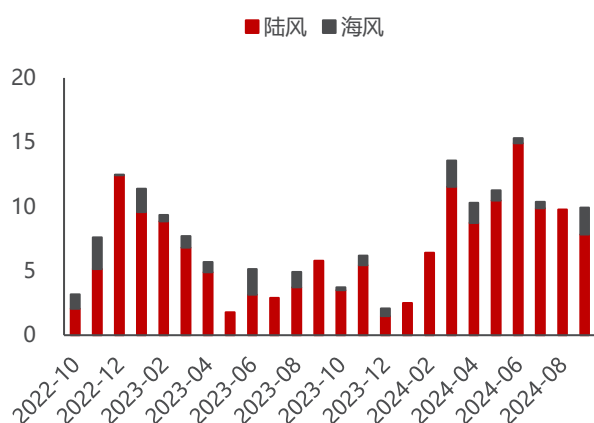
资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 短中长期逻辑理顺，海风龙头进入全球化“击球区”

2.1 国内：海陆招标两旺，陆风价格趋稳

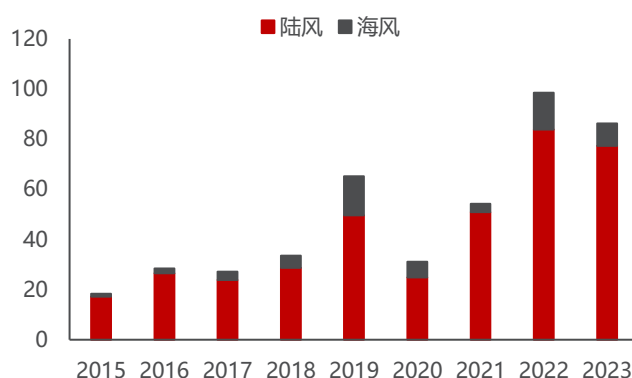
2024 年 1-9 月，全国风机累计公开招标容量约 89.4GW (+63.7%，不含框架)，其中陆风公开招标容量 82.0GW (+72.9%)，海风公开招标容量 7.4GW (+3.1%)。从价格端来看，2024 年 1-9 月陆上风机（不含塔筒）平均中标价格约 1413 元/kW (-7.8%)；海上风机（不含塔筒）平均中标价格约 2723 元/kW (-6.8%)。

图12：2022-2024 年 9 月国内风电月度招标(GW)



资料来源：锐轩咨询，民生证券研究院

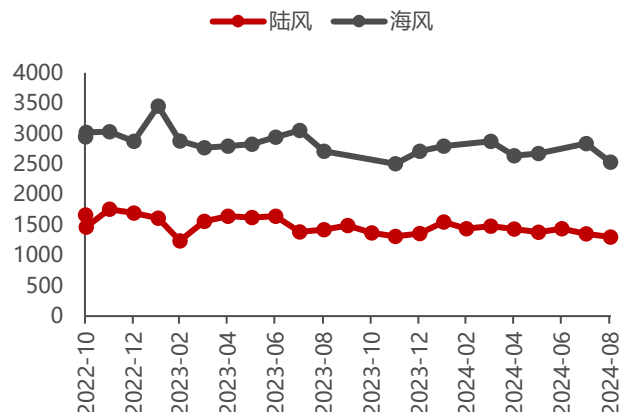
图13：2015-2023 年国内风电年度公开招标 (GW)



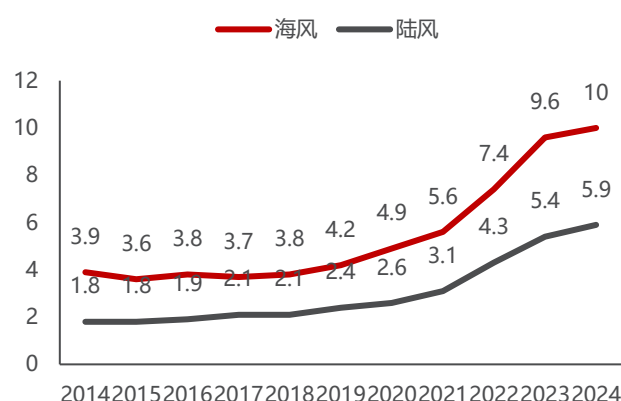
资料来源：金风科技，民生证券研究院

当前时点来看，风机价格特别是陆风价格预计见底：

从主机厂投标角度来看，主要原因在于：1) 此前降价可以分为主动降价和被动降价两种。主动降价主要体现在经历了 2020 和 2021 年连续两年抢装 21 年全面开始平价时起，各家出于市场竞争、获取份额等因素的考虑，会主动在价格上采取一定的竞争策略。而从在手订单情况来看，截至 2024 年 9 月底，金风科技在手外部订单 41.4GW，同比增长 38.2%，再创历史新高；运达股份累计在手订单 35.85GW，同比增长 56.09%；明阳智能在手可执行订单总容量约 34.12GW，较 2023 年底增加 9.28GW；头部主机厂订单都较为饱满，预计主动价格竞争的动力不强。2) 被动降价方面，主要是大兆瓦机型迭代摊薄单位千瓦成本，进而使价格被动下降。当前来看，陆风大型化迭代趋缓，结合产业链反馈，考虑到陆上运输、吊装、风速以及平台化机型规模出货等因素，预计国内陆风最高容量短期稳定在 10MW 左右。

图14: 2022-2024 年 9 月国内风电月度中标均价(元/kW)


资料来源: 锐轩咨询, 民生证券研究院

图15: 2013-2024 年国内新增装机平均单机容量 (MW)


资料来源: CWEA, 民生证券研究院

从下游业主招标角度来看, 一方面风电收益率已较为可观, 另一方面考虑到持续低价竞争可能带来质量、安全等隐患, 会逐步从重视初始投资成本向重视质量、后服务等全生命周期成本角度考量, 进而引导整个行业良性发展。2024 年 10 月, 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 (8.4GW) 正式开标, 此次招标对评标基准价计算方法进行了调整, 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。

图16: 国内平价海风项目 IRR 测算

建设成本假设:	
合计-含税(元/W)	10.06
运营数据假设:	
运营规模(MW)	1000
折旧年限(年)	20
发电数据假设:	
有效年发电小时数(h)	3100
20年标杆电价(元/度)	0.40
其中: 上网电价	0.40
度电补贴	/
金融数据假设:	
贷款比例	70.00%
贷款利率	3.95%
输出:	
资本金IRR	11.62%

资料来源: 民生证券研究院测算

图17: 国内陆风项目 IRR 测算

建设成本假设:	
合计-含税(元/W)	4.2
运营数据假设:	
运营规模(MW)	100
折旧年限(年)	20
发电数据假设:	
有效年发电小时数(h)	2100
20年标杆电价(元/度)	0.28
其中: 上网电价	0.28
度电补贴	/
金融数据假设:	
贷款比例	70.00%
贷款利率	3.95%
输出:	
资本金IRR	15.72%

资料来源: 民生证券研究院测算

海风: 限制性因素解除, 长长期需求明朗

本质上国内海上风电长期可开发资源量丰富优质, 且靠近用电负荷地; 各主要

省份新增规划量充足；平价后产业链快速降本增效，理论上应该呈现低基数、高增速的陡峭成长曲线。但自 22 年三季度以来，束缚海风需求的因素呈现明显的非市场化特征，主要表现为军事、航道等影响了存量项目推进，深远海规划和开发管理办法等尚未落地模糊了长期需求预期。

自 24 年三季度以来，行业积极信号密集释放，非市场化因素的压力有望逐渐缓解：

江苏：25 年 1 月二期竞配落地，总容量也由 7650MW 调整为 8050MW；3 月 12 日，江苏国信大丰 85 万千瓦海风项目完成首台风机吊装。

广东：25 年年初以来，帆石一、青洲五海风项目已陆续开工。

深远海：24 年 9 月海洋行业标准《用海项目与规划符合性判别规则》（征求意见稿）发布，作为深远海规划的前置政策。

表1：国内部分地区深远海海风发展规划

时间	地区	政策	风电装机目标
2024.11	上海	《美丽上海建设三年行动计划（2024—2026 年）》	启动实施百万千瓦级深远海海上风电示范项目
2024.9	广西	《广西壮族自治区国土空间规划（2021-2035 年）》	有序推进深远海海上风电项目开发，推动海上风电与海洋牧场、海洋油气等多产业融合发展
2024.6	江苏	《（关于大力发展海洋经济增强海洋产业竞争力的提案）答复》	推进《江苏省海岸带及海洋空间规划》审批，在渔业用海等部分区域兼容可再生能源，深化海域立体分层设权，鼓励风光渔一体化发展，推动风电向深远海布局
2023.5	广东	《广东省 2023 年海上风电项目竞争配置工作方案》	国管海域项目先安排 15 个、共 1600 万千瓦的预选项目，其中汕头市 5 个、500 万千瓦，汕尾市 4 个、400 万千瓦，揭阳市 3 个、400 万千瓦，潮州市 3 个、300 万千瓦；再从中遴选出 800 万千瓦的项目作为开展前期工作的示范项目
2024.1	浙江	《浙江省能源发展“十四五”规划》	浙江“十四五”海上风电规划获批复，其中省管海上风电 850 万千瓦、国管海上风电 800 万千瓦；要求 2025 年前省管海上风电、国管海上风电分别并网 200 万千瓦
2022.8	山东	《国务院关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见》	支持山东大力发展可再生能源，打造千万千瓦级深远海海上风电基地
2022.6	福建	《福建省“十四五”能源发展专项规划》	稳妥推进国管海域深远海海上风电项目，加强建设条件评估和深远海大容量风电机组、远距离柔性直流输电、海上风电融合发展技术论证，示范化开发 480 万千瓦

资料来源：福建省发改委、上海市政府等官网，民生证券研究院整理

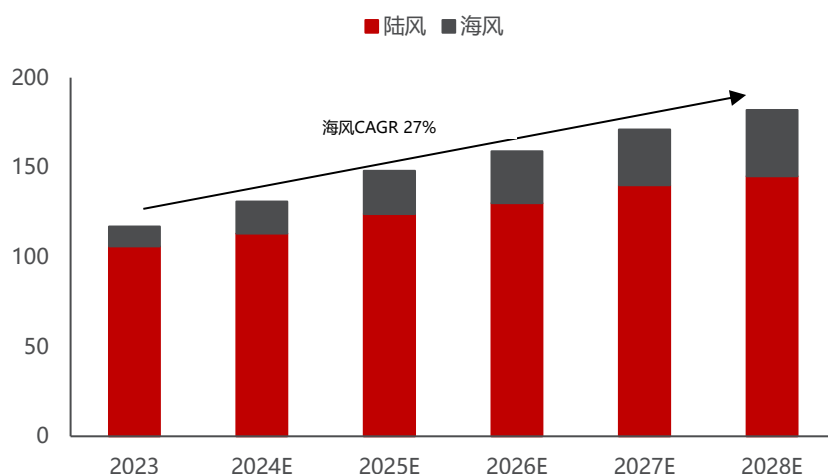
2.2 海外：海风需求红利期，打开长期成长空间

据 GWEC 统计，2023 年全球风电新增装机约 116.6GW、同比增长 50%；2023 年新增装机 TOP5 为中国(65%)、美国、巴西、德国和印度，合计占比约 79%。预计 2024-2028 年全球风电新增装机从 131GW 增长到 182GW，2023-2028 年 CAGR 约 9%；其中，预计 2028 年海风新增装机为 37GW，2023-2028 年 CAGR 约 27%。

2024 年，中国风电机组新增出口 904 台、约 5.2GW(+41.7%)。其中，陆风出口 882 台、5.115GW；海风出口 22 台、78.2MW。截至 2024 年底，累计出口 20.8GW(陆风 20.2GW、海风 582MW)。

减排目标和能源安全推高能源转型速度，主要地区风电装机目标出现上调，海风高成长性全球共振。海外风电特别是陆上风电起步较早、装机基数较大，因此未来几年海外陆上风电增长斜率相对较缓。近年出于减排目标和能源安全等方面的考虑，海外尤其是欧洲多国陆续加大风电部署。从结构上来看，预计海外海上风电装机有望实现超越行业整体的增速，新增装机主要由欧洲、亚太和北美地区贡献。

图18：全球风电新增装机容量预测(GW)



资料来源：GWEC，民生证券研究院

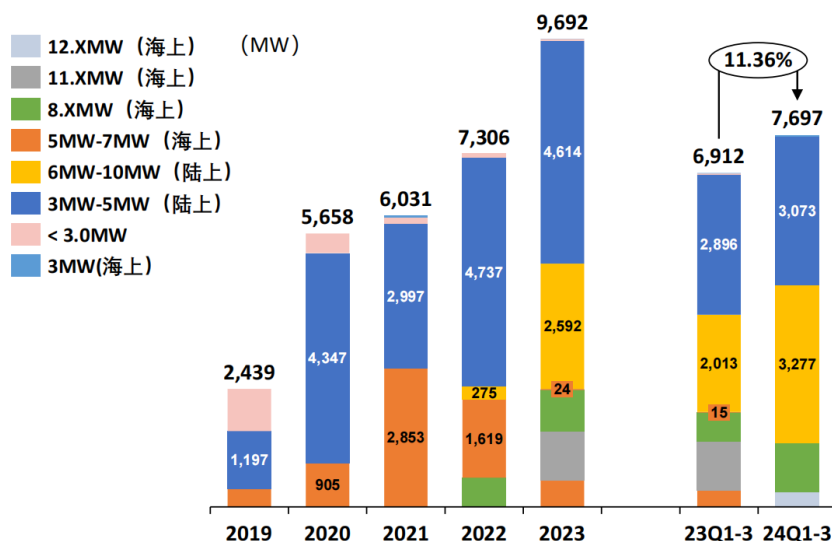
2.3 公司：海风龙头进入全球化“击球区”

2.3.1 技术研发持续投入，大型化升级+供应链管理优势突出

领跑机组大型化。成立初期，明阳智能通过吸收德国 Aerodyn 的技术经验，在 2015 年成功自主研发出 MySE3.0MW 半直驱机组，率先切入半直驱技术，该路线结合了直驱可靠性强，双馈重量轻、体积小的共同优势。在 2020 北京国际风能展上，公司发布了自主研发的战略性产品 MySE11-203/ MySE6.25-173 海陆半直驱新机型；2021 年，公司推出了当时全球最大陆上风电机组 MySE7.0-200 和全球最大海上风电机组 MySE16.0-242；截至目前，公司已将单机最大容量机型刷新至海风机组 MySE22MW、陆风机组 MySE11-233、全球最大漂浮式风电平台“明阳天成号”（16.6MW）。

2023 年，公司对外销售风机 9.69GW，其中 6-10MW 陆上风机和 8MW 及以上海上风机分别约为 2.59GW 和 2.01GW，占比分别约为 27%和 21%；2024Q3，公司对外销售风机 3.69GW，其中 8.XMW 及以上海风机型单季出货量已超上半年总和。

图19：2019-2024 年前三季度公司风机对外销售机型



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司具备叶片、齿轮箱、变频器、变桨控制系统、电气控制系统等各核心零部件的自主研发、设计、制造能力。公司一直坚持海陆叶片自主设计，可以自主完成新叶片型号的设计及制造。电气设备方面，公司部分变压器和高压开关设备等产品采购自兄弟公司明阳电气，双方可协同定制化开发。此外，齿轮箱、铸件、轴承等核心大部件，主要供应商均为合作多年的战略合作伙伴，在研发、保供等方面均有

协同作用。

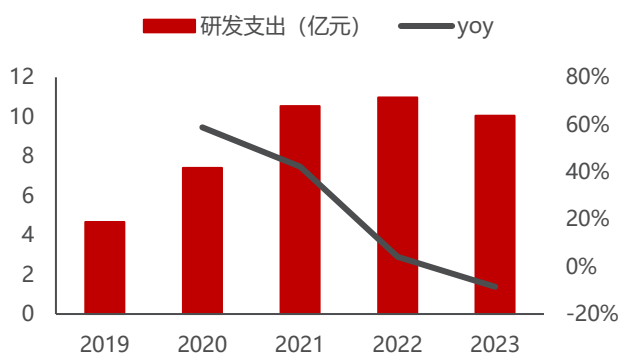
表2：公司风机零部件前五大供应商（2023 年）

供应商	合作年限	交易内容	交易金额（2023 年, 亿元）
南京高速齿轮制造有限公司	12 年	齿轮箱	14.58
湖南南方宇航高精传动有限公司	12 年	齿轮箱	10.34
南高齿（淮安）高速齿轮制造有限公司	2 年	齿轮箱	8.57
张家港广大特材股份有限公司	9 年	铸件	8.07
洛阳新强联回转支承股份有限公司	12 年	主轴轴承、偏航轴承、变桨轴承	7.37

资料来源：公司公告，民生证券研究院

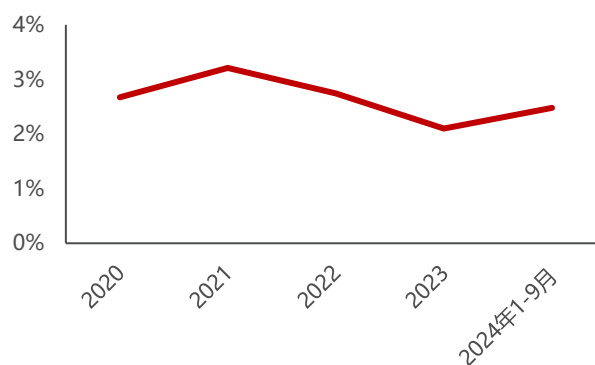
公司持续保持高研发投入。公司目前拥有国内领先的叶片设计团队、齿轮箱设计团队、发电机设计团队、核心研发仿真团队、整机研发测试团队、液压润滑冷却系统设计团队、智慧能源研发团队、智能化运维团队。截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有 2400 名研发人员，占员工总数的比例为 17.78%。公司持续保持较高的研发投入，2023 年研发支出为 1.03 亿，研发费用率近几年基本保持在 2%以上。

图20：公司研发支出情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图21：公司研发费用率

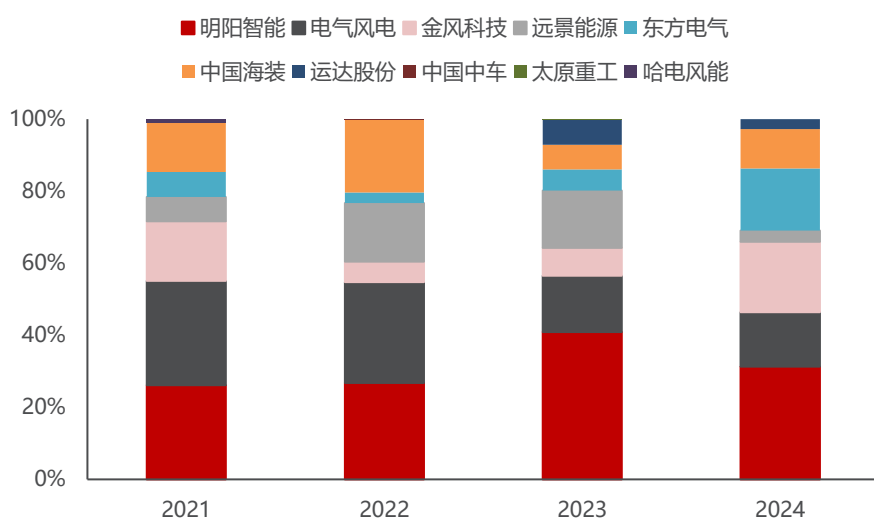


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.3.2 海风领跑+海外布局，加速全球业务扩张

海风装机规模登顶国内风电市场。2023 年，明阳智能以 40.9%的市占率超越电气风电，登顶国内海上风电新增装机容量排行；2024 年，公司新增海风装机 185 台、1.76GW，市占率依然位列第一。

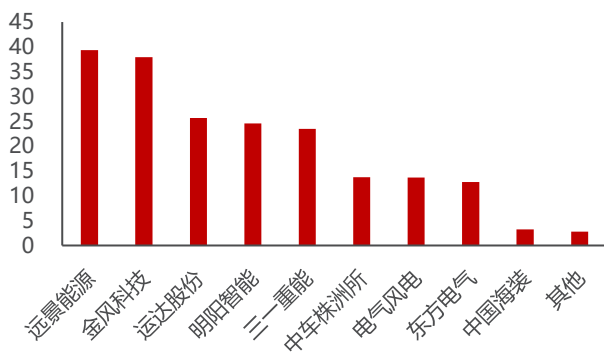
图22：2021-2024 年国内风机企业海上新增装机



资料来源：CWEA，民生证券研究院

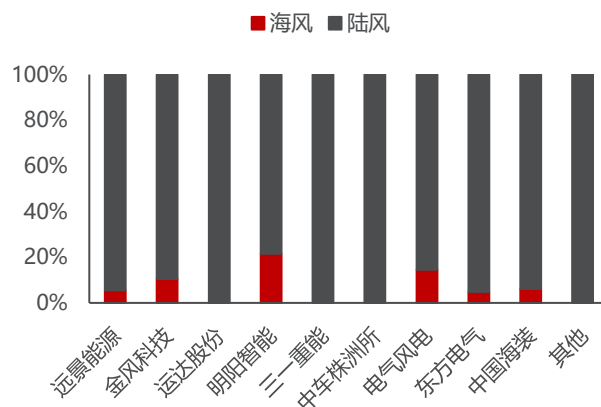
据不完全统计，2024 年国内风电整机厂中标总量（含国际项目、不含框采及自建）约 197.3GW；其中明阳智能中标总规模约 24.55GW、同比增长约 129%，位列前五，市占率约 12.4%；公司 24 年海风订单规模位列榜首，约 5.28GW，其中海外海风规模达 3.07GW、占海上总订单的 58.2%。

图23：2024 年整机企业中标情况（GW）



资料来源：Wind，民生证券研究院

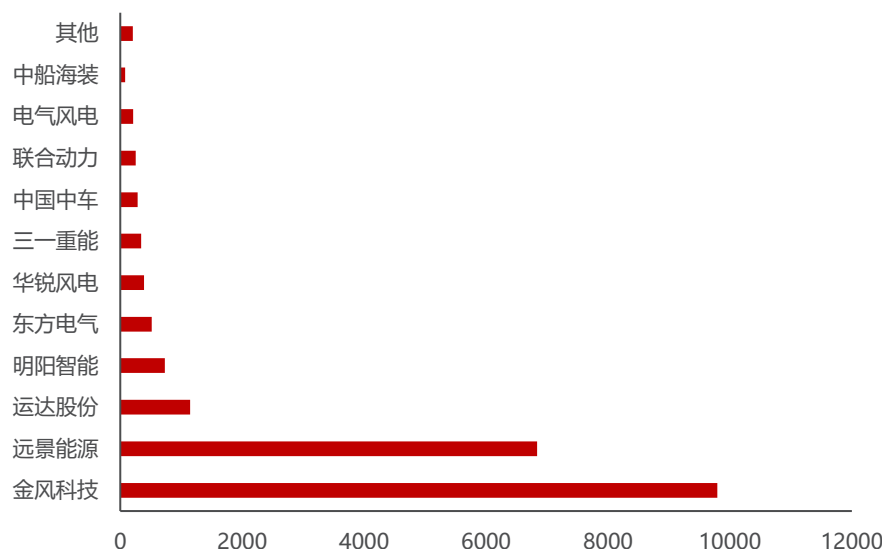
图24：2024 年整机企业分机型中标情况（GW）



资料来源：Wind，民生证券研究院

截至 2024 年底,公司已累计出口风机 729MW,在国内整机商中排名第四;出口海上风电机组约 278.8MW。公司已连续四年实现出口海风主机,其中,2021 年出口越南 80MW;2022 年出口越南 135MW、意大利 30MW;2023 年出口日本 9MW,实现中国整机厂首次进入日本海风市场。公司预计未来三年,海外的风机交付将累计到达 4GW 以上;截止 2024 年 9 月底,2024 年新增全球化业务已经实现及潜在订单容量超过 5GW。

图25：截至 2024 年底中国风电整机厂累计出口容量（MW）



资料来源：CWEA，民生证券研究院

积极布局欧洲高端海风市场。公司于 2009 年率先成立了欧洲子公司;2022 年 4 月,明阳智能为意大利 Beleolico 30MW 海上风电项目供应 10 台海上风力发电机组,实现了中国整机厂在欧洲海风市场的突破。2024 年以来,公司陆续斩获多个欧洲海风订单。

表3：2024 年公司在欧洲海风市场开发进展

时间	合作方	项目内容
2024 年 10 月	苏格兰漂浮式海风开发商 Cerulean	有望签订 6GW 漂浮式海风项目优先供应商协议
2024 年 10 月	意大利开发商 Renexia	签署了 Med Wind 浮式海上风电项目前端工程设计 (FEED) 合同, 2.8GW 的漂浮式海上风电场将采用明阳智能 18MW 机型
2024 年 7 月	德国能源开发企业 Luxcara	为德国北海海域 270MW Waterkant 海上风电项目提供 16 台单机容量 18.5MW 的海上风电机组

资料来源：北极星电力网、龙船风电网等，民生证券研究院整理

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

业务拆分：

1) 风机制造：在碳达峰、碳中和目标下，国内新能源风电等领域持续景气，大兆瓦风机市场需求旺盛，叠加公司不断丰富产品矩阵、拓展全球市场空间，有望驱动收入持续增长。我们预计 2024-2026 年风机销售量分别为 12.2/18.0/19.0GW，对应收入分别为 226.7/326.0/375.5 亿元；**盈利能力方面，**考虑到公司交付结构预期改善和技术降本等，预计 2024-2026 年对应毛利率为 8.0%/10.0%/12.0%。

2) 发电业务：截至 2024 年 9 月底，公司自营电站并网容量 1724MW，在建容量 3725MW；预计公司未来发电业务稳健增长，24-26 年收入约 17.2/19.0/19.9 亿元，毛利率维持在 60%。

3) 电站销售：考虑到公司“滚动开发”的轻资产经营模式，预计 2024-2026 年计入营业收入的电站销售规模分别为 0.4/1/1GW，对应收入分别为 28/60/60 亿元。

表4：明阳智能业务拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
汇总				
营业收入（百万元）	27,859	28,033	41,420	46,557
yoy	-9%	1%	48%	12%
毛利率	11%	14%	16%	17%
风机制造				
营业收入（百万元）	23,517	22,670	32,600	37,550
Yoy	3%	-4%	44%	15%
毛利率	6%	8%	10%	12%
发电业务				
营业收入（百万元）	1,499	1,724	1,897	1,991
Yoy	12%	15%	10%	5%
毛利率	63%	60%	60%	60%
电站销售				
营业收入（百万元）	2,080	2,800	6,000	6,000
yoy	-63%	35%	114%	0%
毛利率	31%	40%	35%	35%
其他				
营业收入（百万元）	763	839	923	1,015
yoy	10%	10%	10%	10%
毛利率	10%	10%	10%	10%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

3.2 估值分析

公司凭借扎实的技术优势、丰富的产品矩阵、积极的全球化策略等，有望不断提升全球风机市占率，未来发展潜力和业绩弹性预计可观。我们选择同为国内头部风电整机厂的金风科技、运达股份，以及海风基础龙头公司海力风电，作为公司估值参考的可比公司。取 2025 年 3 月 26 日收盘价来看，25 年可比公司平均 PE 为 15x，公司对应估值为 13x，低于可比公司平均水平。

表5：可比公司估值

代码	公司	现价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002202.SZ	金风科技	9.41	0.58	0.73	0.87	16	13	11
688349.SH	三一重能	28.55	1.51	2.08	2.45	19	14	12
301155.SZ	海力风电	61.84	0.45	3.52	4.56	137	18	14
	行业平均					58	15	12
601615.SH	明阳智能	11.57	0.23	0.89	1.37	50	13	8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价采用 2025 年 3 月 26 日收盘价，可比公司采用 wind 一致预期）

3.3 投资建议

国内外风电需求蓬勃向上，公司作为海风主机龙头企业，进入全球化布局“击球区”，成长性突出。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 280.3、414.2、465.6 亿元，对应增速分别为 1%、48%、12%；归母净利润分别为 5.29、20.23、31.12 亿元，对应增速分别为 42%、283%、54%，以 2025 年 3 月 26 日收盘价作为基准，对应 2024-2026 年 PE 为 50X、13X、8X。维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 市场竞争加剧。随着市场竞争加剧，公司有可能在未来的市场竞争中处于不利地位，面临市场份额下降的风险，进而可能会对公司的持续经营能力产生不利影响。

2) 海外市场拓展进度不及预期。公司正在积极推进海外市场拓展，但海外业务面临的商务环境与国内存在显著差异，需要依赖经验丰富的团队和专业技术支持。因此，海外业务可能因多种因素导致进展不及预期。

3) 汇率波动。公司积极开拓海外业务，随着跨境交易增加，可能出现意料之外的汇率变动，进而影响到公司期间内的收益或现金流量。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	27,859	28,033	41,420	46,557
营业成本	24,739	24,027	34,829	38,654
营业税金及附加	126	140	207	233
销售费用	1,407	2,243	2,775	2,980
管理费用	961	1,009	1,450	1,583
研发费用	585	617	870	931
EBIT	-274	186	1,630	2,579
财务费用	93	347	443	337
资产减值损失	-179	-93	-116	-118
投资收益	839	841	1,160	1,304
营业利润	376	587	2,231	3,428
营业外收支	-21	-5	-5	-5
利润总额	355	582	2,226	3,423
所得税	-25	58	223	342
净利润	380	524	2,003	3,081
归属于母公司净利润	372	529	2,023	3,112
EBITDA	852	1,672	3,715	5,080

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,959	8,602	14,706	16,546
应收账款及票据	13,931	14,655	15,388	15,377
预付款项	765	721	871	889
存货	9,669	9,250	11,494	11,693
其他流动资产	6,038	7,088	7,017	7,041
流动资产合计	43,363	40,317	49,476	51,545
长期股权投资	539	539	539	539
固定资产	13,419	18,026	20,026	21,026
无形资产	2,046	2,046	2,046	2,046
非流动资产合计	40,499	42,890	43,877	45,862
资产合计	83,861	83,206	93,353	97,407
短期借款	864	864	864	864
应付账款及票据	22,492	18,020	24,671	25,770
其他流动负债	14,197	13,637	15,341	15,620
流动负债合计	37,553	32,521	40,876	42,253
长期借款	11,480	15,480	15,480	15,480
其他长期负债	6,373	6,840	6,840	6,840
非流动负债合计	17,854	22,320	22,320	22,320
负债合计	55,406	54,841	63,196	64,574
股本	2,272	2,272	2,271	2,271
少数股东权益	1,032	1,027	1,007	976
股东权益合计	28,455	28,366	30,157	32,833
负债和股东权益合计	83,861	83,206	93,353	97,407

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-9.39	0.62	47.75	12.40
EBIT 增长率	-108.61	167.92	774.85	58.22
净利润增长率	-89.19	41.99	282.53	53.82
盈利能力 (%)				
毛利率	11.20	14.29	15.91	16.97
净利率	1.34	1.89	4.88	6.68
总资产收益率 ROA	0.44	0.64	2.17	3.19
净资产收益率 ROE	1.36	1.93	6.94	9.77
偿债能力				
流动比率	1.15	1.24	1.21	1.22
速动比率	0.74	0.74	0.76	0.78
现金比率	0.35	0.26	0.36	0.39
资产负债率 (%)	66.07	65.91	67.70	66.29
经营效率				
应收账款周转天数	159.57	183.45	130.48	118.85
存货周转天数	128.73	141.74	107.21	107.97
总资产周转率	0.36	0.34	0.47	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	0.16	0.23	0.89	1.37
每股净资产	12.07	12.04	12.83	14.02
每股经营现金流	-1.14	-1.87	3.89	2.65
每股股利	0.30	0.09	0.18	0.27
估值分析				
PE	71	50	13	8
PB	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	37.11	18.91	8.51	6.22
股息收益率 (%)	2.63	0.80	1.54	2.37

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	380	524	2,003	3,081
折旧和摊销	1,126	1,486	2,085	2,500
营运资金变动	-4,067	-6,158	5,029	875
经营活动现金流	-2,592	-4,247	8,827	6,025
资本开支	-7,610	-5,437	-3,030	-4,442
投资	1,240	-20	0	0
投资活动现金流	-6,132	-3,219	-1,870	-3,138
股权募资	939	0	0	0
债务募资	10,171	4,305	0	0
筹资活动现金流	10,127	3,109	-854	-1,046
现金净流量	1,481	-4,357	6,104	1,840

插图目录

图 1: 全球布局图	3
图 2: 整机主要产品线	4
图 3: 2020-2024 前三季度收入 (亿元) 及增速 (%)	5
图 4: 2020-2024 前三季度归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	5
图 5: 2019-2024 前三季度公司各业务收入拆分 (亿元)	5
图 6: 24 年前三季度公司收入构成占比	5
图 7: 23Q1-24Q3 收入 (亿元) 及增速 (%)	6
图 8: 23Q1-24Q3 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	6
图 9: 风机制造 (不含配件) 单季度毛利率	6
图 10: 2020-2024 前三季度毛利率 (%) 及净利率 (%)	7
图 11: 2020-2024 前三季度期间费用率 (%)	7
图 12: 2022-2024 年 9 月国内风电月度招标(GW)	8
图 13: 2015-2023 年国内风电年度公开招标 (GW)	8
图 14: 2022-2024 年 9 月国内风电月度中标均价(元/kW)	9
图 15: 2013-2024 年国内新增装机平均单机容量 (MW)	9
图 16: 国内平价海风项目 IRR 测算	9
图 17: 国内陆风项目 IRR 测算	9
图 18: 全球风电新增装机容量预测(GW)	11
图 19: 2019-2024 年前三季度公司风机对外销售机型	12
图 20: 公司研发支出情况	13
图 21: 公司研发费用率	13
图 22: 2021-2024 年国内风机企业海上新增装机	14
图 23: 2024 年整机企业中标情况 (GW)	14
图 24: 2024 年整机企业分机型中标情况 (GW)	14
图 25: 截至 2024 年底中国风电整机厂累计出口容量 (MW)	15

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 国内部分地区深远海海风发展规划	10
表 2: 公司风机零部件前五大供应商 (2023 年)	13
表 3: 2024 年公司在欧洲海风市场开发进展	15
表 4: 明阳智能业务拆分	16
表 5: 可比公司估值	17
公司财务报表数据预测汇总	19

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048