

金风科技（002202.SZ）-2024 年年报点评

风机盈利持续向好，海外业绩订单双高

优于大市

核心观点

2024 年业绩 18.6 亿元，同比增长 40%。2024 年公司实现营业收入 567.0 亿元，同比+12%；实现归母净利润 18.6 亿元，同比+40%；实现扣非归母净利润 17.8 亿元，同比+38%。综合毛利率 13.8%，同比+0.7pct（经会计政策调整回溯调整，下同），主要受益于风机及零部件销售板块毛利率显著改善；净利率 3.3%，同比+0.3pct。单看第四季度，公司实现营业收入 208.6 亿元，同比-1%，环比+33%；归母净利润 0.7 亿元，同比-3%，环比-83%，主要原因系第四季度计提资产及信用减值损失 10.4 亿元。

风机制造盈利能力改善。2024 年公司对外销售风机容量 16.1GW，同比+17%；实现销售收入 389.2 亿元，同比+18%；风机毛利率 5.1%，同比+4.9pct，主要得益于海风及海外出货占比提升、规模效应以及风机中标价格趋稳。在手订单保持稳健增长，截至 2024 年末公司在手外部订单共计 45.1GW，同比+51%，其中海外订单 7.0GW，同比+50%。

风电场开发板块表现稳健。2024 年四季度发电板块平均利用小时分别为 632/636/516/556 小时；全年新增权益并网装机 2.0GW，出售权益并网容量 1.2GW；截至 2024 年末，公司国内外自营风电场权益装机容量 8.0GW，同比+10%，权益在建容量 3.8GW。新能源上网电价市场化改革政策即将实施，风电项目回报率有待观察。

海外业务拓展稳步推进。2024 年公司海外新增订单创历史新高，累计实现签单国别 47 个，已成功开拓北美洲、大洋洲、欧洲、亚洲、南美洲及非洲市场。截至 2024 年末，国际业务累计装机 8.8GW；公司海外在手订单共计 7.0GW，海外已投运项目权益容量 433MW。

绿色甲醇业务贡献新业绩增长点。2023 年 11 月，公司与世界航运巨头 A. P. 穆勒-马士基达成成年交付量 50 万吨的长期绿色甲醇采购协议；2024 年 11 月，公司与德国赫伯罗特船舶公司签署年交付量 25 万吨的绿色甲醇照付不议长期合同。到 2027 年底，公司预计将实现百万吨级绿色甲醇产能。绿色甲醇业务有望进一步打开风电新增装机需求，同时为公司构建新的利润增长点。

风险提示：原材料价格上涨；行业装机需求不及预期；公司风电开发板块业务发展不及预期；市场竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到电力市场化交易新政短期可能导致电站产品交易的节奏放缓，间接影响制造端盈利在 2025-2026 年度体现，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测至 26.6/36.6 亿元（原为 32.2/42.3 亿元），同比增长 42.8%/37.8%；新增 2027 年盈利预测 44.4 亿元，同比增长 21.2%。当前股价对应动态 PE 分别为 14.2/10.3/8.5 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	50,457	56,699	84,848	92,993	98,735
(+/-%)	8.7%	12.4%	49.6%	9.6%	6.2%
净利润(百万元)	1331	1860	2656	3661	4436
(+/-%)	-44.2%	39.8%	42.8%	37.8%	21.2%
每股收益(元)	0.32	0.44	0.63	0.87	1.05
EBIT Margin	2.8%	2.8%	4.3%	5.3%	6.2%
净资产收益率(ROE)	3.8%	4.6%	6.4%	8.3%	9.4%
市盈率(PE)	28.4	20.3	14.2	10.3	8.5
EV/EBITDA	35.1	31.9	23.9	19.2	16.2
市净率(PB)	0.94	0.93	0.89	0.83	0.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

8.94 元

总市值/流通市值

37772/36908 百万元

52 周最高价/最低价

11.88/6.46 元

近 3 个月日均成交额

384.25 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《金风科技（002202.SZ）-第三季度收入同比增长超五成，主机盈利或继续改善》——2024-10-27

《金风科技（002202.SZ）-上半年业绩同比增长 10.8%，国际业务高增近九成》——2024-08-25

《金风科技（002202.SZ）-风机龙头地位稳固，静待海风和出口业务放量》——2024-06-19

业绩回顾

2024 年全年公司实现营业收入 567.0 亿元，同比+12%；实现归母净利润 18.6 亿元，同比+40%；实现扣非归母净利润 17.8 亿元，同比+38%。综合毛利率 13.8%，同比+0.7pct（经会计政策调整回溯调整，下同），主要受益于风机及零部件销售板块毛利率显著改善；净利率 3.3%，同比+0.3pct。

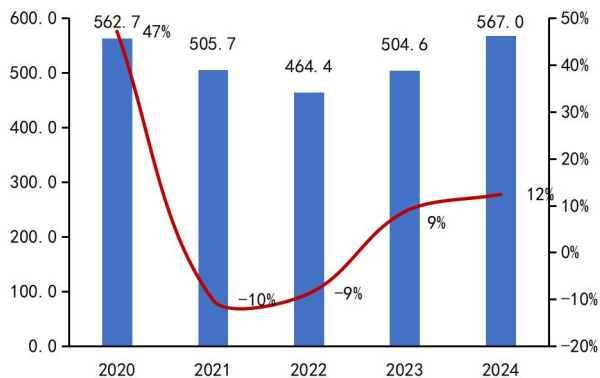
2024 年第四季度公司实现营业收入 208.6 亿元，同比-1%，环比+33%；归母净利润 0.7 亿元，同比-3%，环比-83%，主要原因系第四季度计提资产及信用减值损失 10.4 亿元；扣非归母净利润 0.0 亿元。综合毛利率 9.3%，同比-2.2pct，环比-4.8pct；净利率 0.0%，同比-0.8pct，环比-2.8pct。

分业务板块来看，2024 年风机及零部件销售/风电场开发/风电服务业务分别实现营业收入 389.2/108.5/55.1 亿元，同比+18%/-1%/+5%；各业务板块毛利率分别为 5.1%/40.0%/21.5%，同比+4.9/-7.3/+1.7pct。

期间费用方面，2024 年公司销售/管理/研发费用率分别为 2.3%/3.8%/4.4%，同比+0.1/-0.0/+0.6pct（经会计政策回溯调整），期间费用率水平相对稳定。2024 年公司财务费用为 9.1 亿元，同比-20%，主要系汇兑损失大幅减少所致；2024 年末公司资产负债率 74.0%，同比提高 2.0pct。

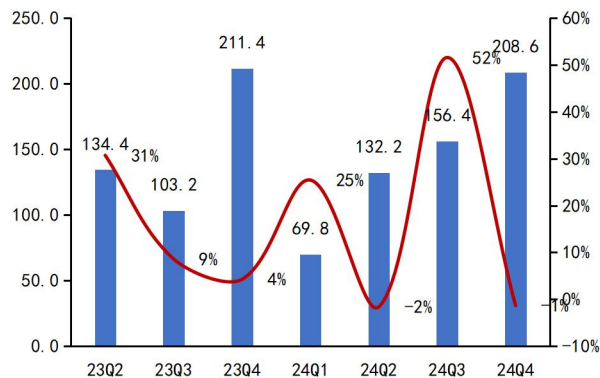
2024 年公司计提信用及资产减值损失 11.5 亿元，同比+62%，主要原因在于因效益不及预期，风电场计提固定资产减值损失 5.8 亿元。2024 年公司实现投资净收益 19.6 亿元，同比-13%。

图1：公司营业收入及同比增速（亿元、%）



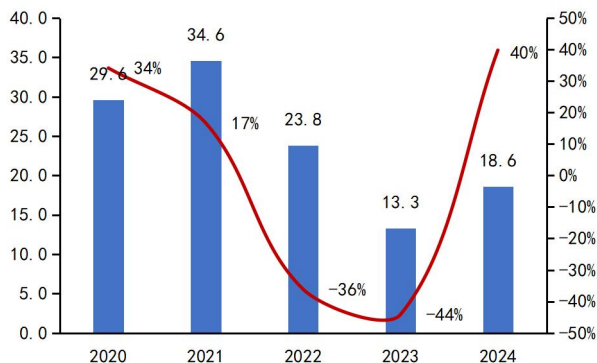
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速（亿元、%）



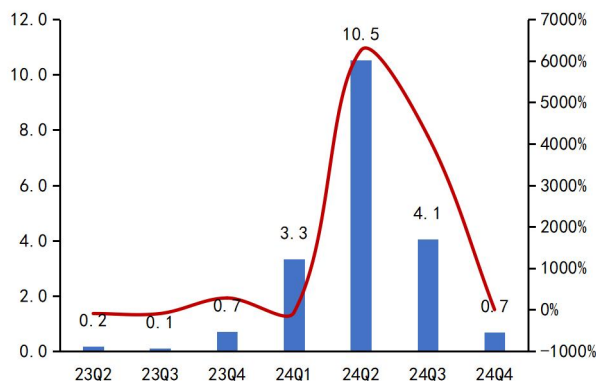
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速 (亿元、%)



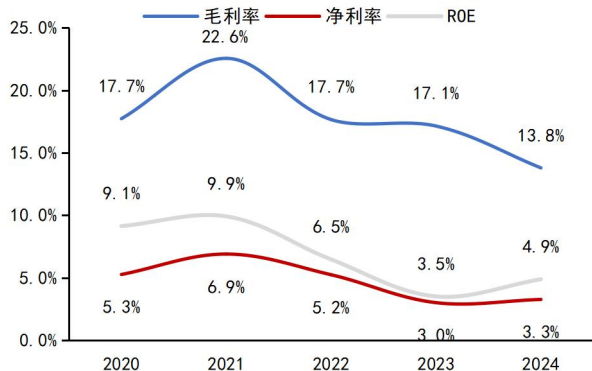
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速 (亿元、%)



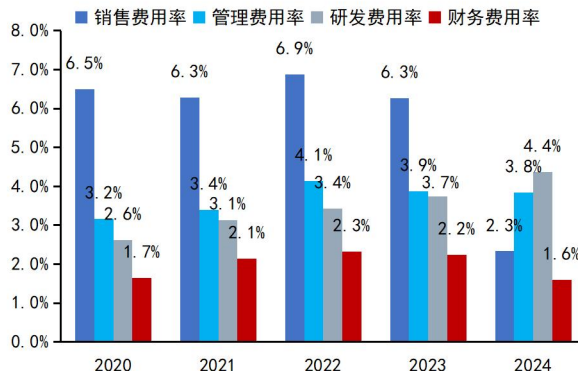
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率、净利率及 ROE (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率 (%)

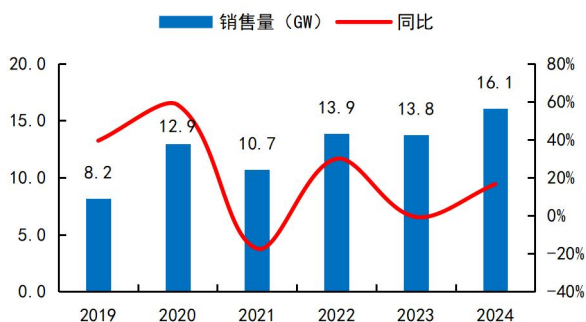


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

经营数据

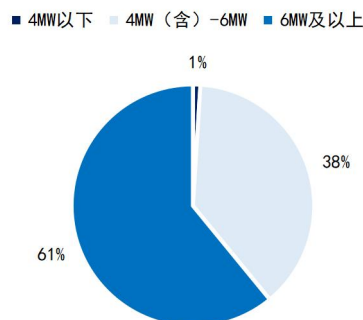
2024 年第四季度公司对外销售风机 6.3GW，同比+30%，环比+39%；全年销售容量 16.1GW，同比+17%。风机大型化趋势不断加速，2024 年 6MW 及以上机组成为公司主力机型，销售容量同比+59%，在整体销售容量中的占比同比提升 16.3pct 至 60.9%。

图7: 公司风电机组对外销售容量 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

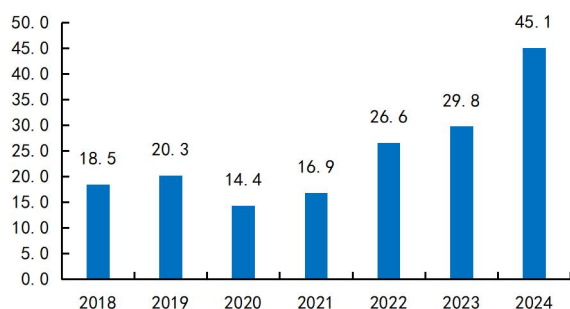
图8: 2024 年风机机组销售结构 (% , 以 MW 计算)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

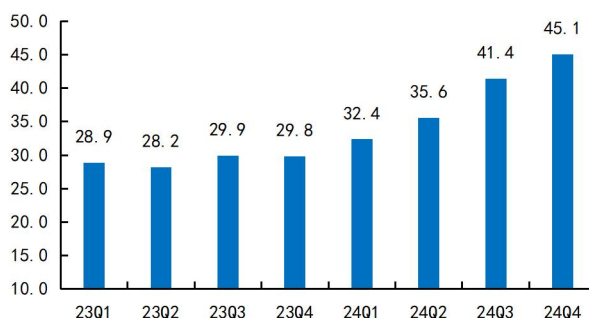
公司在手订单保持稳步增长。截至 2024 年末, 公司累计在手外部订单 45.1GW, 同比+51%, 其中海外订单为 7.0GW, 同比+50%。此外, 公司另有内部订单 2.3GW。公司在手订单总计 47.4GW, 同比+56%。

图9: 年末累计在手外部订单 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 季度末累计在手外部订单 (GW)

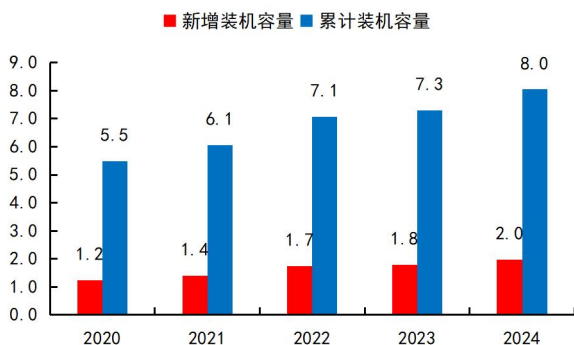


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

国际化策略稳步推进。2024 年, 公司海外新增订单创历史新高, 累计实现签单国别 47 个, 已成功开拓北美洲、大洋洲、欧洲、亚洲、南美洲及非洲市场。截至 2024 年末, 国际业务累计装机 8.8GW, 其中在北美洲、澳洲、亚洲 (除中国) 及南美洲的装机量均已超过 1GW; 公司海外在手外部订单共计 7.0GW, 海外已投运项目权益容量 433MW。

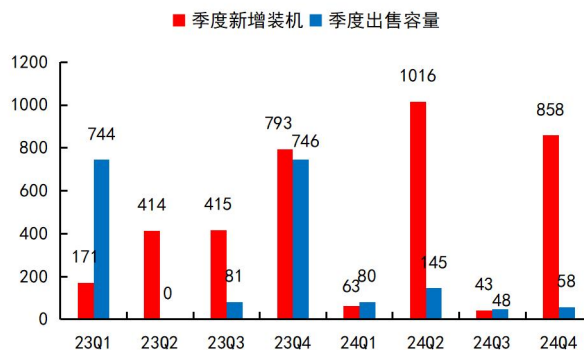
风电场开发方面, 2024 年第一至第四季度公司发电板块平均利用小时分别为 632/636/516/556 小时, 其中 Q4 同比减少 18 小时, 环比增加 40 小时。2024 年新增权益并网装机 2.0GW, 出售权益并网容量 1.2GW; 截至 2024 年末, 公司国内外自营风电场权益装机容量 8.0GW, 同比+10%, 权益在建容量 3.8GW。2024 年公司实现发电收入 62.4 亿元, 同比-3%。

图11: 当年新增风电权益装机容量及累计装机 (GW)



资料来源: 公司公告, 业绩推介材料, 国信证券经济研究所整理

图12: 季度新增权益装机容量及出售容量 (MW)



资料来源: 公司公告, 业绩推介材料, 国信证券经济研究所整理

风电服务方面, 公司在“风电场无人化”解决方案、功率预测精准度和资产管理服务领域取得较大进展, 为客户提供多元化的降本增效方案以及全面的服务支撑。截至 2024 年末, 国内外后服务业务在运项目容量接近 40GW, 同比增长近 30%; 2024 年, 公司实现风电服务收入 55.1 亿元, 同比+5%, 其中后服务收入 39.1 亿元, 同比+29%。

2023 年 11 月, 公司与世界航运巨头 A. P. 穆勒-马士基达成年交付量 50 万吨的长期绿色甲醇采购协议; 2024 年 11 月, 公司与德国赫伯罗特船舶公司签署年交付量 25 万吨的绿色甲醇照付不议长期合同。到 2027 年底, 公司预计将实现百万吨级绿色甲醇产能。绿色甲醇业务有望进一步打开风电新增装机需求, 同时为公司构建新的利润增长点。

盈利预测

考虑到电力市场化交易新政短期可能导致电站产品交易的节奏放缓, 间接影响制造端盈利在 2025-2026 年度体现, 我们下调公司 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测:

表1: 主营业务假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
风机及零部件销售业务						
风机销售量 (GW)	13.9	13.8	16.1	27.5	27.5	27.3
YoY	30%	-1%	17%	71%	0%	-1%
收入 (百万元)	32,602	32,937	38,921	63,921	68,963	71,621
YoY	-18%	1%	18%	64%	8%	4%
毛利率 (%)	6.2%	6.4%	5.0%	8.2%	9.8%	11.3%
风电场开发业务 (电站转让+风力发电业务)						
期末权益并网装机容量 (GW)	7.1	7.3	8.0	9.0	10.5	11.5
收入 (百万元)	6,910	10,915	10,854	13,168	14,565	15,940
YoY	30%	58%	-1%	21%	11%	9%
毛利率 (%)	65.4%	47.3%	40.0%	31.8%	27.5%	25.3%
风电服务						
收入 (百万元)	5,647	5,241	5,507	6,065	6,672	7,006
YoY	38%	-7%	5%	10%	10%	5%
毛利率 (%)	23.8%	19.8%	21.5%	16.0%	16.0%	16.0%
合计						
收入 (百万元)	46,437	50,457	56,699	84,848	92,993	98,735
YoY	-17%	9%	12%	50%	10%	6%
综合毛利率 (%)	17.7%	17.1%	13.8%	12.6%	13.6%	14.7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测 注: 除上述三大所列示板块外, 水务等其他业务板块数据未列示

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上, 我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下:

表2: 公司盈利预测核心假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收增速	-17.5%	8.7%	12.4%	49.6%	9.6%	6.2%
成本费用率	82.3%	82.9%	86.2%	87.4%	86.4%	85.3%
营业税金比率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用率	6.9%	6.3%	2.3%	1.7%	1.9%	2.1%
管理费用率	4.1%	3.9%	3.8%	2.8%	2.7%	2.7%
研发费用率	3.4%	3.7%	4.4%	3.3%	3.2%	3.2%
所得税率	12.1%	39.6%	11.8%	13.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	21.3%	31.7%	31.8%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测 注: 销售费用率自 2024 年起有大幅下调, 主要原因系公司自 2024 年起变更会计政策, 保证类质保费用计入主营业务成本, 不再计入销售费用。

综上, 我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 848.5/929.9/987.3 亿元, 同比增长 49.6%/9.6%/6.2%; 实现归母净利润 26.6/36.6/44.4 亿元, 同比增长 42.8%/37.8%/21.2%。当前股价对应 PE 分别为 14.2/10.3/8.5 倍。

表3: 盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	50,457	56,699	84,848	92,993	98,735
同比	8.7%	12.4%	49.6%	9.6%	6.2%
净利润(百万元)	1331	1860	2656	3661	4436
同比	-44.2%	39.8%	42.8%	37.8%	21.2%
每股收益(元)	0.32	0.44	0.63	0.87	1.05
EBIT Margin	2.8%	2.8%	4.3%	5.3%	6.2%
净资产收益率(ROE)	3.8%	4.6%	6.4%	8.3%	9.4%
市盈率(PE)	28.4	20.3	14.2	10.3	8.5
EV/EBITDA	35.1	31.9	23.9	19.2	16.2
市净率(PB)	0.94	0.93	0.89	0.83	0.77

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

投资建议

考虑到电力市场化交易新政短期可能导致电站产品交易的节奏放缓, 间接影响制造端盈利在 2025-2026 年度体现, 我们下调公司 2025-2026 年盈利预测至 26.6/36.6 亿元(原为 32.2/42.3 亿元), 同比增长 42.8%/37.8%; 新增 2027 年盈利预测 44.4 亿元, 同比增长 21.2%。当前股价对应动态 PE 分别为 14.2/10.3/8.5 倍, 维持“优于大市”评级。

风险提示

原材料价格上涨; 行业装机需求不及预期; 公司风电开发板块业务发展不及预期; 市场竞争加剧。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	14245	11619	10844	11170	13392	营业收入	50457	56699	84848	92993	98735
应收款项	25548	30825	30220	30573	29756	营业成本	41807	48876	74158	80354	84199
存货净额	15257	14828	15110	15287	16230	营业税金及附加	231	282	424	465	494
其他流动资产	5716	7736	8899	9241	9262	销售费用	3165	1322	1470	1793	2077
流动资产合计	63829	68601	68963	70392	72905	管理费用	1958	2175	2889	3025	3180
固定资产	41805	45974	47694	50974	52004	研发费用	1891	2477	2800	2976	3160
无形资产及其他	6977	7706	7292	6878	6465	财务费用	1131	907	1016	1038	1022
投资性房地产	26028	28450	29697	30688	31595	投资收益	2246	1962	200	200	100
长期股权投资	4854	4493	4493	4493	4493	资产减值及公允价值变动	(100)	(704)	(200)	(200)	(350)
资产总计	143495	155224	158140	163426	167462	其他损益	179	249	450	450	350
短期借款及交易性金融负债	4685	5817	1000	1000	1000	营业利润	2599	2168	3053	4307	5219
应付款项	41645	40779	41059	40145	39805	营业外净收支	(80)	(64)	0	0	0
其他流动负债	6491	7088	8273	8957	8546	利润总额	2519	2104	3053	4307	5219
流动负债合计	63020	71874	71544	73349	74034	所得税费用	997	247	397	646	783
长期借款及应付债券	28151	29506	30006	30506	30506	少数股东损益	191	(4)	0	0	0
其他长期负债	12095	13418	14218	14201	13994	归属于母公司净利润	1331	1860	2656	3661	4436
长期负债合计	40246	42923	44224	44707	44500	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	103266	114797	115768	118056	118534	净利润	1331	1860	2656	3661	4436
少数股东权益	2619	1898	1778	1646	1501	资产减值准备	186	568	50	50	200
股东权益	37610	38529	40594	43724	47428	折旧摊销	2615	3220	2793	3234	3484
负债和股东权益总计	143495	155224	158140	163426	167462	公允价值变动损失	(349)	(155)	0	0	0
						财务费用	1131	907	1016	1038	1022
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	2931	595	3349	703	393
每股收益	0.32	0.44	0.63	0.87	1.05	其它	(4860)	(3773)	1566	771	515
每股红利	1.32	0.10	0.13	0.17	0.21	经营活动现金流	1854	2316	10415	8419	9028
每股净资产	9.52	9.57	10.03	10.74	11.58	资本开支	(6776)	(7671)	(4100)	(6100)	(4100)
ROIC	1%	2%	5%	6%	8%	其它投资现金流	4952	1946	(1046)	(791)	(807)
ROE	4%	5%	6%	8%	9%	投资活动现金流	(1824)	(5724)	(5146)	(6891)	(4907)
毛利率	17%	14%	13%	14%	15%	权益性融资	(1173)	(441)	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	4%	5%	6%	负债净变化	1463	27561	(4317)	500	0
EBITDA Margin	8%	8%	8%	9%	10%	支付股利、利息	(1152)	(24563)	(711)	(663)	(877)
收入增长	9%	12%	50%	10%	6%	其它融资现金流	(1131)	(907)	(1016)	(1038)	(1022)
净利润增长率	-44%	40%	43%	38%	21%	融资活动现金流	(1993)	1650	(6044)	(1201)	(1899)
资产负债率	72%	74%	73%	72%	71%	现金净变动	(1963)	(1758)	(775)	326	2221
股息率	30.8%	14.8%	1.1%	1.4%	1.9%	货币资金的期初余额	15628	14245	11619	10844	11170
P/E	28.38	20.30	14.22	10.32	8.52	货币资金的期末余额	14245	11619	10844	11170	13392
P/B	0.94	0.93	0.89	0.83	0.77	企业自由现金流	(381)	(2473)	5191	1997	4996
EV/EBITDA	35.08	31.87	23.94	19.17	16.24	权益自由现金流	399	24288	(10)	1615	4128

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032