

海力风电（301155）

证券研究报告

2025 年 06 月 05 日

海风迎新一轮景气周期，深远海+出口贡献新动力

公司深耕海上风电零部件制造领域超 15 年，是国内领先的海上风电装备供应商。公司成立于 2009 年，以“海上+海外”双轮驱动战略为指引，构建设备制造、新能源开发、施工及运维三大业务板块。主要产品为风电塔筒、桩基、导管架及升压站等，尤以海上风电设备零部件产品为主。

海风在全球市场迎来中欧需求的共振，25 年或将开启新一轮装机景气度。

- 1) **国内市场：25 年行业开工加速趋势明朗，Q2 或将迎来板块性业绩拐点**，25 年预计国内海风新增装机 12GW，同比+200%。从各口径看积压待建项目较多，预计 26 年国内海风新增装机 18GW，同比+50%。
- 2) **欧洲市场：需求高增，欧洲本地海工基础供应面临缺口**。2025 年迎装机拐点，据 Wind Europe，2025 年欧洲海风新增装机 4.5GW，同比+73%，预计 2025-2030 年欧洲海风新增装机 48GW，CAGR 为 21%。
- 3) **海风机组大型化趋势明显，同时海上风电向更深更远发展**。预计 2025 年，国内海风基础（塔筒+桩基+导管架）市场规模有望达到 362 万吨（塔筒 84 万吨+桩基 211 万吨+导管架 67 万吨），2030 年国内海风基础市场规模预计达 1544 万吨（塔筒 360 万吨+桩基 288 万吨+导管架 896 万吨），2025-2030 的 CAGR 或将达到 34%，导管架的 CAGR 高于塔筒和装机。

产能不断扩张，自有优质码头持续推进海风布局。公司目前确定了浙江温州、广东湛江等多个省外基地以及江苏省盐城市滨海港、江苏省南通市小洋口海力如东、江苏省启东市吕四港（二期）三个省内基地，叠加目前已建成投产的海力海上、海力装备、海恒设备、海力风能、海力东营、海力乳山、启东吕四港（一期），已基本完成基地布局。年生产能力已达 100 万吨，并计划在 2025 年前提升至 150 万吨。

深远海+出口贡献新动力。1) 前瞻研发深远海市场产品，2024 年研发人员及费用大幅增长，产品线方面，从单一风电零部件向多元化海工装备延伸，形成“大兆瓦塔筒+重型桩基+导管架+海洋升压站”的“4.0 产品矩阵”；2) 重点布局浙江深远海市场，参股浙江海风温州母港发展有限公司，该公司主导开发浙江风电母港项目，建成后将面向浙江深远海风电及华东 1 亿千瓦以上深远海风电项目；3) 欧洲海风基础供应缺口大，公司不断加快出口码头及相关基地的投建。计划依托已建成的启东吕四港（一期）基地和拟投建的海南儋州基地、广东湛江基地及启东吕四港（二期）基地，布局面向出口的重装码头。

投资建议：中国及欧洲海风迎来新一轮景气周期，2025 年国内海风开工明显加速，公司海风产品价格及交付规模有望改善，带动公司盈利能力回升，未来深远海及出口贡献新增长动力，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.6、11.0、13.1 亿元，PE 分别为 15.8、12.3、10.3 倍。给予其 2025 年 20 倍 PE，目标价 78.74 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：原材料短期大幅波动风险；行业装机不及预期风险；市场竞争加剧风险；产能利用率不及预期风险；项目延期风险。

投资评级

行业	电力设备/风电设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	62 元
目标价格	78.74 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	217.39
流通 A 股股本(百万股)	121.80
A 股总市值(百万元)	13,478.27
流通 A 股市值(百万元)	7,551.60
每股净资产(元)	25.20
资产负债率(%)	41.46
一年内最高/最低(元)	76.19/35.55

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
杨志芳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524120004	
yangzhifang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《海力风电-首次覆盖报告:专注海上风电，产能扩张+自有码头铸就成长》
2022-05-05

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,685.31	1,354.51	6,580.00	8,406.00	9,908.00
增长率(%)	3.22	(19.63)	385.78	27.75	17.87
EBITDA(百万元)	281.29	141.80	1,162.05	1,496.85	1,791.03
归属母公司净利润(百万元)	(88.05)	66.11	855.87	1,100.19	1,313.41
增长率(%)	(142.94)	(175.08)	1,194.58	28.55	19.38
EPS(元/股)	(0.41)	0.30	3.94	5.06	6.04
市盈率(P/E)	(153.07)	203.87	15.75	12.25	10.26
市净率(P/B)	2.52	2.49	2.18	1.93	1.71
市销率(P/S)	8.00	9.95	2.05	1.60	1.36
EV/EBITDA	42.52	80.55	11.99	9.04	7.15

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 海力风电：制造业务聚焦海风，静待国内海风开工回暖	4
2. 海风：中欧海风需求共振，25 年迎来业绩&订单双重催化	8
2.1. 国内需求：25、26 年国内海风景气度高增，成长性或被低估	8
2.2. 海外需求：欧洲海风景气度持续向好，25 年或迎装机增速拐点	10
2.3. 海风大型化&深远海趋势下，导管架基础应用广泛	11
3. 产能布局全面，深远海+出口贡献增长新动力	13
3.1. 产能不断扩张，自有优质码头持续推进海风布局	14
3.2. 前瞻布局深远海，产品结构持续升级	14
3.3. 欧洲海风基础供应缺口大，公司海外加速布局	15
4. 盈利预测与估值	16
5. 风险提示	17

图表目录

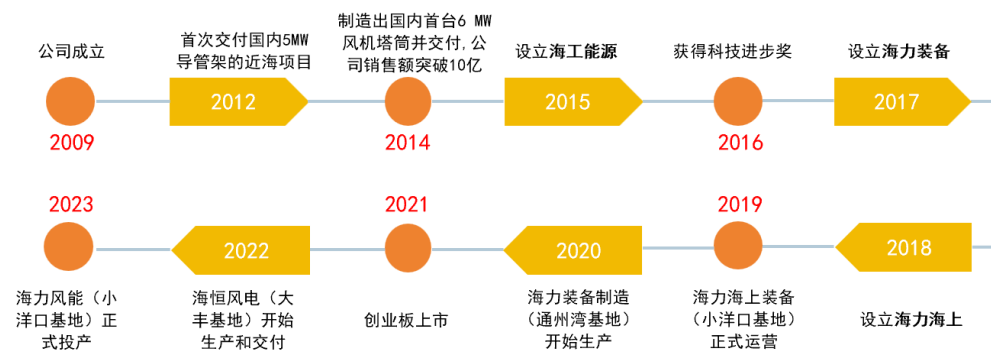
图 1：公司发展历程示意图	4
图 2：公司股权结构（截至 2025 年一季报）	4
图 3：公司主要产品示意图	5
图 4：公司主要产品	5
图 5：公司营业收入结构	6
图 6：公司毛利结构及各业务毛利率	6
图 7：公司近三年营业收入较低迷（单位：亿元）	6
图 8：公司 2024 年归母净利润回暖（单位：亿元）	6
图 9：公司资产及信用减值损失（单位：亿元）	7
图 10：公司投资收益（单位：亿元）	7
图 11：公司毛利率及净利率	7
图 12：公司费用率	7
图 13：公司在建工程及固定资产（单位：亿元）	8
图 14：公司存货及合同负债（单位：亿元）	8
图 15：2018-2024 年国内海风招标量及装机量	9
图 16：央视新闻海上风电预测	9
图 17：2018-2024 年欧洲海上风电新增装机及预测（GW）	10
图 18：2025-2030 年欧洲海上风电新增装机预测（GW）	10
图 19：2021-2027E 欧洲海上风电新增拍卖容量（GW）	11
图 20：海上风机基础结构随水深演变	12
图 21：海力风电启东吕四港码头	14
图 22：海上升压站	15
图 23：漂浮式基础	15
图 24：海外海风管桩供需缺口大	15

表 1：“十四五”各省海上风电规划目标	8
表 2： 2025-2030E 欧洲各国海上风电新增装机及预测（GW）	11
表 3：广东海域单桩基础参数（现有近海项目）	12
表 4：广东海域导管架基础参数（现有近海项目）	12
表 5：大兆瓦风机基础设计参数	13
表 6：国内海风基础市场空间测算	13
表 7：公司 2025-2027 年分业务收入及毛利率预测	16
表 8：可比公司估值情况（截至 2025.6.4）	17

1. 海力风电：制造业务聚焦海风，静待国内海风开工回暖

公司深耕海上风电零部件制造领域超 15 年，是国内领先的海上风电装备供应商。公司创办于 2009 年 8 月，是国内领先的海上风电设备零部件生产企业，于 2021 年 11 月成功登陆创业板上市。公司以“海上+海外”双轮驱动战略为指引，构建设备制造、新能源开发、施工及运维三大业务板块。主营业务聚焦风电设备零部件的研发、生产和销售，主要产品为风电塔筒、桩基、导管架及升压站等，尤以海上风电设备零部件产品为主，目前产品全覆盖国内外 12MW 以上大功率等级产品。

图 1：公司发展历程示意图

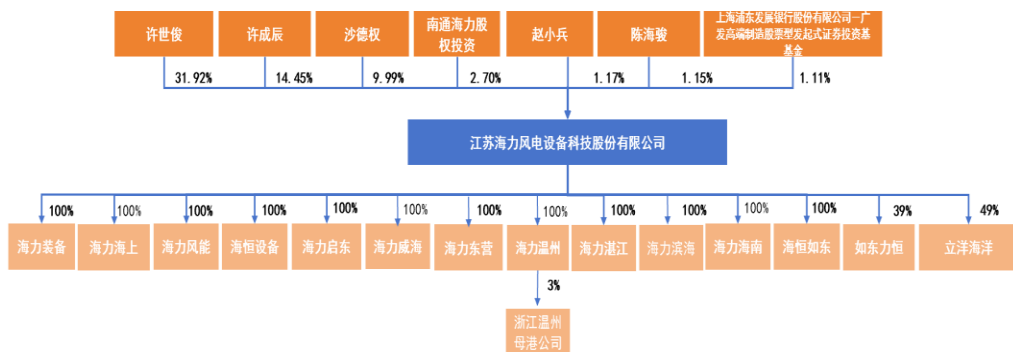


资料来源：公司招股说明书，公司官网，天风证券研究所整理

公司股权集中，实际控制人为许世俊、许成辰父子，二者直接持股达 46.37%，通过南通海力股权投资持股 1.91%，合计持股 48.28%。许世俊先生 2009 年加入公司，现任公司董事长；许成辰先生 2014 年加入公司，现任公司董事、副总经理；沙德权先生 2009 年加入公司，现任公司董事、总经理。

公司目前确定了浙江温州、广东湛江等多个省外基地以及江苏省盐城市滨海港、江苏省南通市小洋口海力如东、江苏省启东市吕四港（二期）三个省内基地，叠加目前已建成投产的海力海上、海力装备、海恒设备、海力风能、海力东营、海力乳山、启东吕四港（一期），已基本完成基地布局。

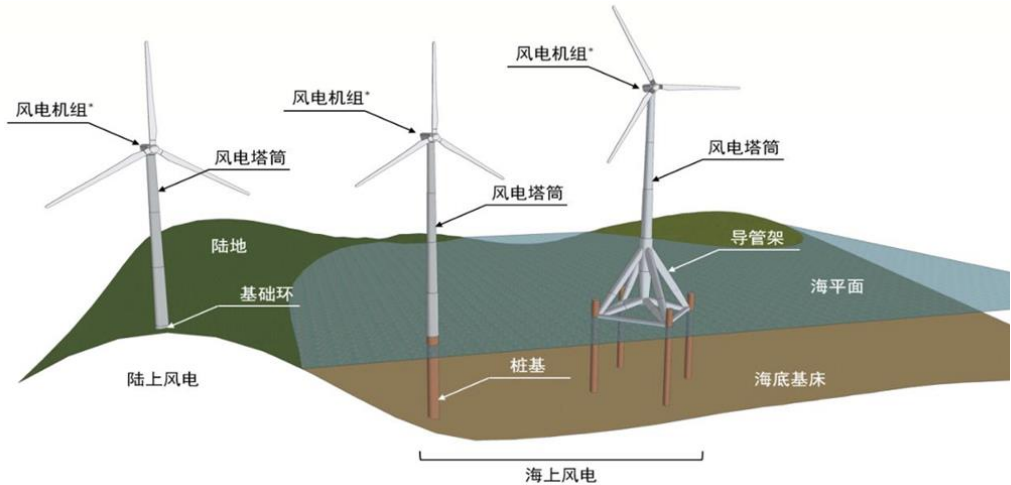
图 2：公司股权结构（截至 2025 年一季报）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

公司的产品线涵盖塔筒、单桩、导管架、升压站、漂浮式风机基础、过渡段及套笼等。塔筒是海陆风机的连接构件，而对于海上风机，其支撑基础包括 2 种技术路线：1）桩基、导管架（主要用于水深 0-60m 的浅海区域），目前应用最为广泛，是公司的主要产品；2）漂浮式基础（用于 > 50m 深海），漂浮式施工难度大、整体成本高、技术不成熟，短期内大批量商业化可能性较低。

图 3：公司主要产品示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

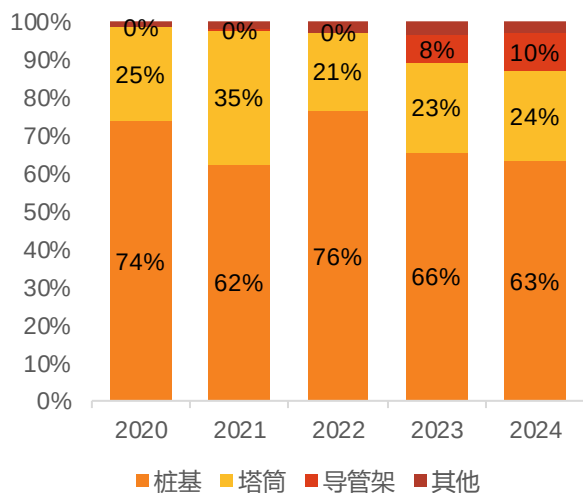
图 4：公司主要产品

风电塔筒	
	
公司生产的风电塔筒是风电设备的重要组成部分，作为风电机组和基础环（或桩基、导管架）间的连接构件，传递上部数百吨重的风电机组重量，也是实现风电机组维护、输变电等功能所需的重要构件。其内部有爬梯、电缆梯、平台等内件结构，以供风电机组的运营及维护使用。	
桩基	
	
公司生产的桩基是海上风电设备的支撑基础，其上端与风电塔筒连接，下端深入数十米深的海床地基中，用以支撑和固定海上的风电塔筒以及风电机组，其对海底地质和水文条件要求较高。	
导管架	
	
公司生产的导管架是海上风电设备的组合式支撑基础，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。	

资料来源：公司 2024 年报，天风证券研究所

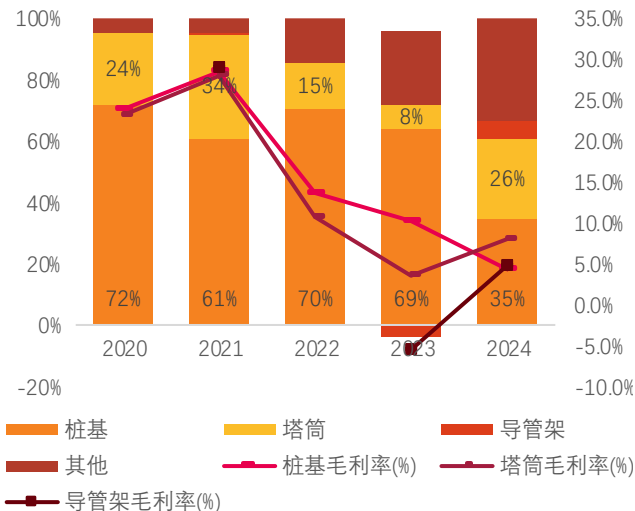
公司收入及毛利主要来自于桩基业务，2023 年开始导管架业务开始放量。从营业收入结构来看，2020 年以来公司桩基业务占比一直在 60%以上，2022 年以来塔筒营收占比为 20-25%，2023 年开始导管架占比提升。海上风电行业经历 2021 年抢装潮后进入深度调整期，2022-2023 年因用海审批、航道协调等因素制约，海上风电项目延期现象普遍，导致 2022-2024 年毛利率有所下降。

图 5：公司营业收入结构



资料来源：WIND，天风证券研究所

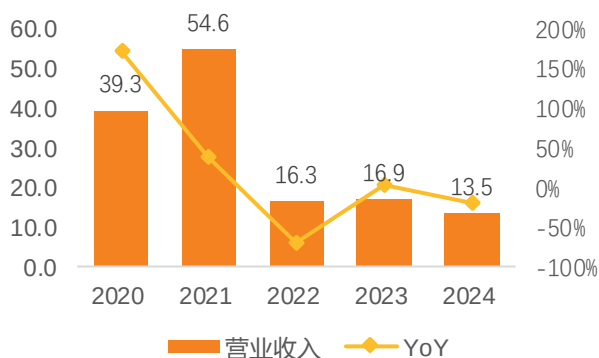
图 6：公司毛利结构及各业务毛利率



资料来源：WIND，天风证券研究所

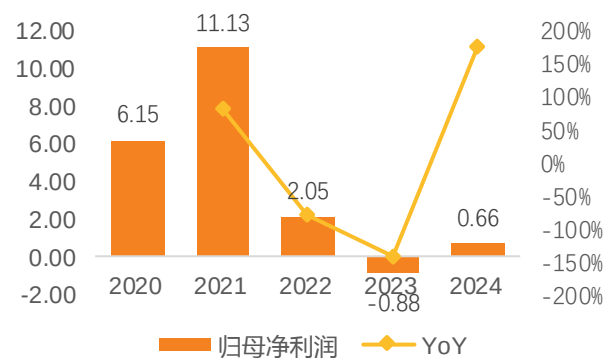
2021 年之后公司收入下降，主要是由于海风平价带来的产品价格下降和“抢装潮”后市场需求阶段性不足。行业经历 2021 年抢装潮后进入深度调整期，2022-2023 年因用海审批、航道协调等因素制约，海上风电项目延期现象普遍，招标量与装机量呈现明显的背离。报告期随着航道、用海冲突等问题的逐步解决，沿海各省海风发展节奏提速，根据招标工期要求，有望为 2025-2026 年海风装机贡献重要增量。

图 7：公司近三年营业收入较低迷（单位：亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

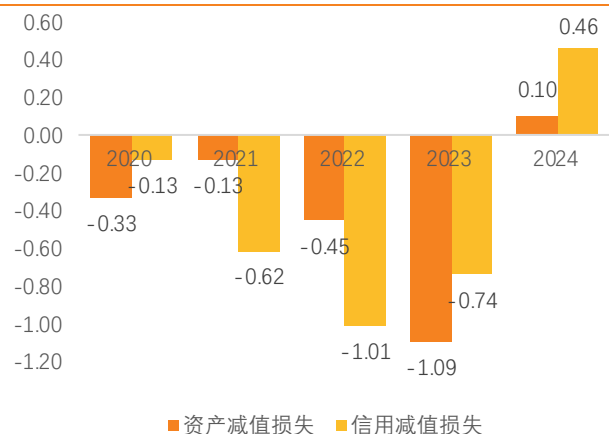
图 8：公司 2024 年归母净利润回暖（单位：亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

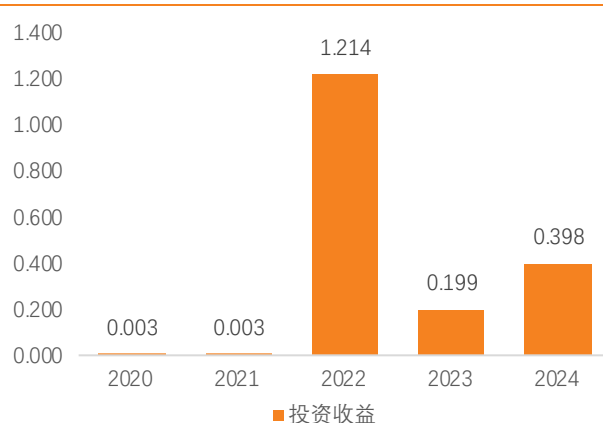
公司近年来盈利受投资收益和减值影响较大。公司投资收益主要为海上风电场投资收益。2022 年公司以自有资金向关联方江苏海宇新能源有限公司购买其全资子公司海恒如东海上海风力发电有限公司 100%股权，同时公司在收购完成后，使用部分超募资金对海恒如东参股的 6 家海上风电开发、运营项目公司进行实缴出资。2022 年之后由于受到“抢装潮”期间已完工项目结算进度的影响，导致应收账款及合同资产的账龄变长，公司根据相应会计政策进行资产减值测试，2024 年公司收回了部分长账龄应收账款，相应坏账准备转回，信用减值收益增加。

图 9：公司资产及信用减值损失（单位：亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

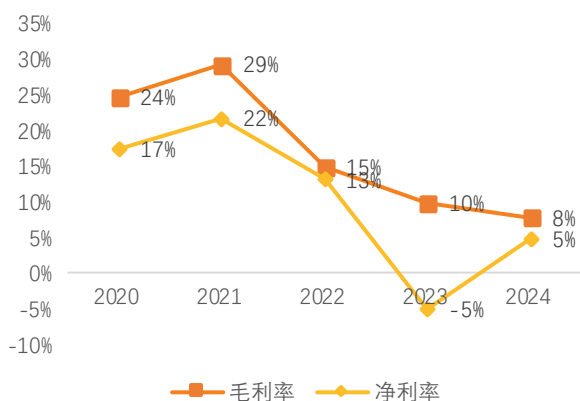
图 10：公司投资收益（单位：亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

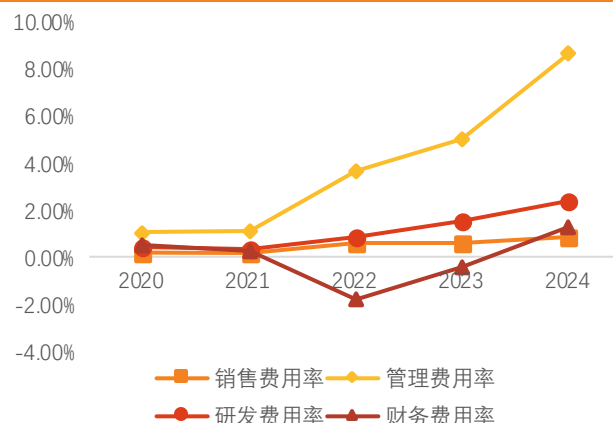
2024 年公司净利率触底回升。从毛利率角度来看，与行业景气共振，2020-2024 年公司综合毛利率分别为 24%/29%/15%/10%/8%，2020 和 2021 年海风进入抢装阶段，2020-2021 年公司毛利率较高；2022 年为海风平价元年，受到 2021 年抢装的高基数影响，2022 年开始国内海风装机下降，导致公司产品出货下降，由于固定成本依然维持不变，因此单位产品分摊的固定成本上升，影响盈利水平。从费用角度来看，公司销售费用率总体维持较低水平，但管理费用率由于新建基地较多，职工薪酬增加所致。展望 2025 年，我们认为公司将受益于国内海风开工高增，产能利用率提升，实现毛利率、净利率向上修复。

图 11：公司毛利率及净利率



资料来源：WIND，天风证券研究所

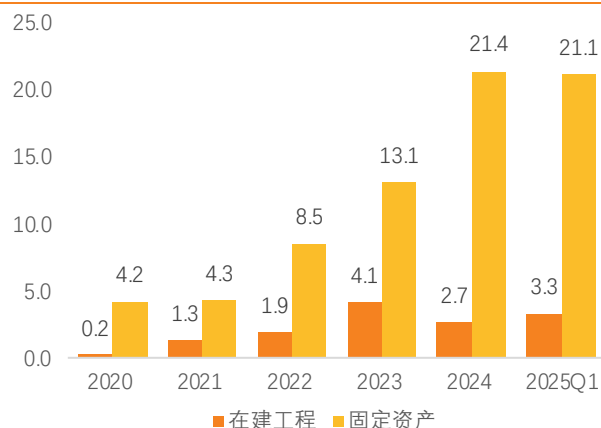
图 12：公司费用率



资料来源：WIND，天风证券研究所

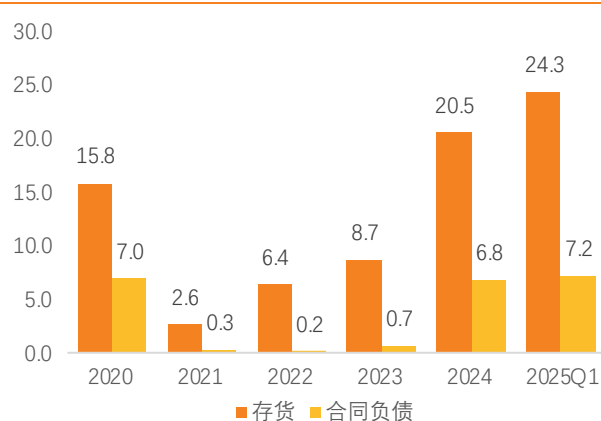
公司在手订单充足，存货及合同负债大幅增长，预计 2025Q2 交付量将大规模改善。截至 2024 年末已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额约 48.8 亿元预计将于 2025 年度确认收入。2025Q1 公司存货 24.3 亿元，去年同期仅为 11.5 亿元，同比增长 111%，主要系销售备货增加所致；2025Q1 合同负债为 7.2 亿元去年同期仅为 1.6 亿元，同比增长 360%，主要系预收货款所致。

图 13：公司在建工程及固定资产（单位：亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 14：公司存货及合同负债（单位：亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 海风：中欧海风需求共振，25 年迎来业绩&订单双重催化

2.1. 国内需求：25、26 年国内海风景气度高增，成长性或被低估

政策指引下，沿海各省加速推进海上风电。目前我国各沿海省份发布的“十四五”期间海上风电规划装机规划超 65GW，开工规划近 88GW。2025 年 3 月，《2025 年国务院政府工作报告》中提到“发展海上风电，统筹就地消纳和外送通道建设”、“大力发展海洋经济，建设全国海洋经济发展示范区”、“推动商业航天、低空经济、深海科技等新兴产业安全健康发展”。

海洋经济已成为驱动经济增长的新引擎，其中海上风电是发展海洋经济的重要抓手。2024 年全国海洋生产总值 105438 亿元，首次突破 10 万亿，同比增长 5.9%，占国内生产总值比重为 7.8%；其中海洋电力 2024 年实现增加值 510 亿元，比上年增长 14.7%，增速仅次于海洋船舶工业（同比增速为 14.9%），海上风电保持快速增长态势，海上风电发电量 1057.4 亿千瓦时，比上年增长 28.2%。

表 1：“十四五”各省海上风电规划目标

省份	“十四五”开工规划 (GW)	“十四五”装机规划 (GW)	政策文件
江苏	9.27	9.27	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划》
山东	8	8	《山东省电力发展“十四五”规划》
浙江	4.55	4.55	《关于浙江省能源发展“十四五”规划的通知》
广东	17	17	《关于广东省能源发展“十四五”规划的通知》
海南	12.3	12	《海南省海洋经济发展“十四五”规划》
广西	7.5	3	《广西可再生能源发展“十四五”规划》
福建	15.1	4.1	《关于福建省能源发展“十四五”规划的通知》
辽宁	4.05	4.05	《辽宁省“十四五”海洋经济发展规划》
天津	0.9	-	《可再生能源发展“十四五”规划的通知》
上海	1.8	1.8	《上海市能源发展“十四五”规划》
河北	7.3	1.6	《河北省“十四五”海上风电规划》
合计	87.77	65.37	

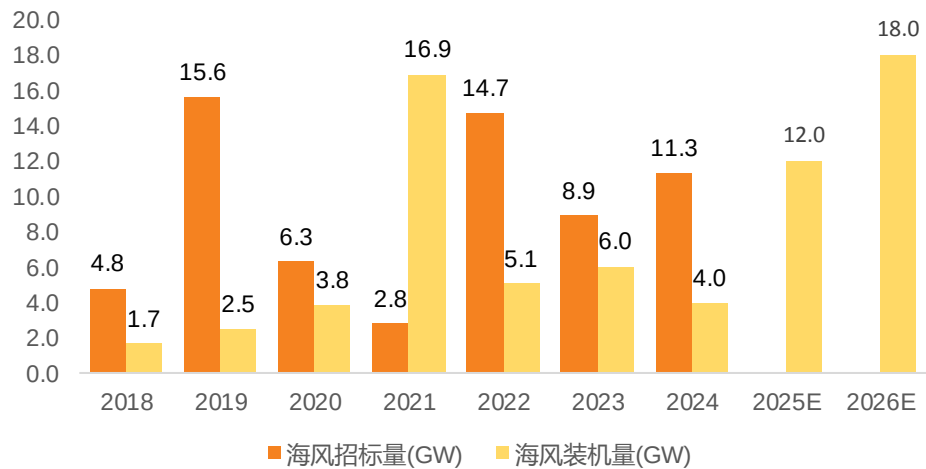
资料来源：各政府官网、山东发改委、辽宁自然资源厅、龙船风电网，天风证券研究所

25 年或将开启新一轮海风装机景气度。 25 年初以来，江苏三峡大丰&国信大丰项目、广东青州五七&帆石一等重点项目相继开工，新增订单仍加速落地，反映行业景气度。以海缆新增订单看，25 年初以来帆石二 500kv 交流、青州五七 66kv、三山岛 500kv 柔直相

继落地。根据 CWEA 风能协会预测，2025–2026 年中国海上风电新增装机 10–15GW、15–20GW；到 2030 年预计海风新增装机约 50GW。当前市场担忧 26 年的成长性，我们认为当前积压待装机项目较多，26 年景气度高增。

- 1) **从规划看**，十四五各省海风规划共 65GW，十四五装机预计 44GW，尚有 21GW 待装机；再加上 23–24 年新增竞配 51.15GW（大多为十四五规划以外增量），奠定后续装机基础；
- 2) **从招标看**，海风建设周期为 2 年左右，我们统计 18–24 年海风新增招标为 70GW，对应装机为 41GW，尚有 29GW 待装机，尤其 22–24 年行业装机放缓，招标规模明显高于装机；
- 3) **从开工看**，各省公布 25 年重点开工海风项目共 52GW，将于 25–26 年并网。

图 15：2018–2024 年国内海风招标量及装机量



资料来源：国家能源局、金风科技官网，天风证券研究所

《“十四五”可再生能源发展规划》提出，开展深远海风电规划，完善深远海风电开发建设管理，推动深远海风电技术创新和示范应用，探索集中送出和集中运维模式，积极推进深远海风电降本增效，开展深远海风电平价示范。根据央视新闻，到 2030 年，我国海上风电总装机规模预计将达到 2 亿千瓦，深远海将成为未来海上风电“新蓝海”，预计十五年均装机容量将达到 29GW。

图 16：央视新闻海上风电预测



资料来源：央视新闻，天风证券研究所

国内深远海审批政策逐步明确，各省积极推进国管海域开发及深远海示范。2024 年 12 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》，明确国管海域用海审批程序，“单 30 政策”推进深远海布局。国家能源局即将出台《深远海海上风电开发建设管理办法》，将进一步明确审批流程。

- 1) 属于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；
- 2) 用海总面积 700 公顷以上、省级管理海域以外或跨省级管理海域的海上风电项目用海，须报国务院审批。报国务院批准的海上风电项目用海，项目核准前由自然资源部办理用海预审，核准后按程序报自然资源部办理正式用海审查。

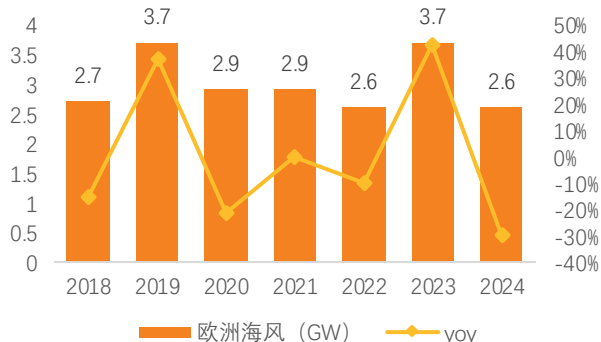
各省积极推进国管海域开发及深远海示范。2024 年以来，浙江、广东、海南等地均出台相应政策以及提供资金支持，加快推进深远海风电开发，同时陆续启动海上风电场址修编工作，将海上风电场址全面向 30 公里以上的深远海推进。预计到 2025 年后，国内百万千瓦级、千万千瓦级海上风电项目将主要位于深远海，深远海将是“十五五”时期海风的确性发展方向。

- 1) **竞配&核准：**2023 年广东启动国管海域竞配，规模为 16GW；上海总规划 29.3GW 深远海风电，2024 年上海启动 4.3GW 国管海域竞配，2025 年启动首批深远海风电示范项目建设；2025 年河北完成 0.5GW 国管海域项目核准；
- 2) **招标：**深远海推进上，预计各省加快推进深远海示范项目落地，2025 年 1 月 9 日上海深远海 4.3GW 一期环评相关工作招标。

2.2. 海外需求：欧洲海风景气度持续向好，25 年或迎装机增速拐点

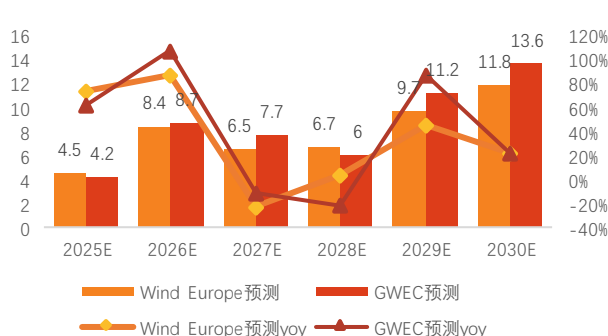
欧洲海风景气度持续向好，25 年欧洲海风迎来拐点，装机高增 70%+。根据欧洲风能协会（Wind Europe），25-30 年预计欧洲海风新增 48GW，年均 8GW，为 25 年装机规模的 1.8 倍，预计 2025-2030 年欧洲海风新增装机分别为 4.5/8.4/6.5/6.7/9.7/11.8GW，全球风能协会（GWEC）对于欧洲海风装机预测趋势基本同欧洲风能协会类似，GWEC 预测 2025 年欧洲海风新增装机为 4.2GW，同比增长 62%。结合管桩企业业绩，根据 SIF 的 2024 年财报，25 预计调整后 EBITDA 为 0.9-1.2 亿欧元（同比+137%-216%），微观层面验证海外景气度。

图 17：2018-2024 年欧洲海上风电新增装机及预测（GW）



资料来源：Wind Europe，天风证券研究所

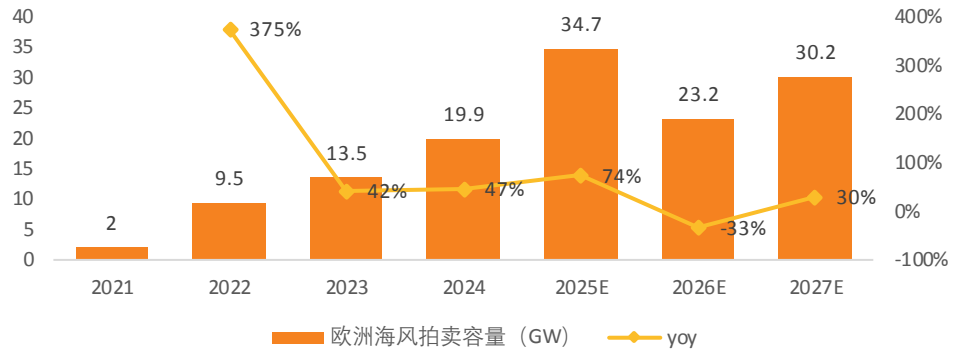
图 18：2025-2030 年欧洲海上风电新增装机预测（GW）



资料来源：Wind Europe、GWEC、风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

从前瞻指标看，21 年以来欧洲海风拍卖容量持续高增。24 年欧洲海风拍卖容量 19.9GW，同比+47%；根据欧洲风能协会，到 30 年欧洲海风预计新增装机 48GW，其中 39GW 项目已完成拍卖，装机有基础保证。2025 年意大利、葡萄牙等国也将开展首次海风拍卖。21-24 年累计拍卖 45GW，25 年预计新增拍卖 35GW，加速放量。

图 19：2021-2027E 欧洲海上风电新增拍卖容量（GW）



资料来源：Wind Europe、大金重工 2024 年报，天风证券研究所

欧洲为全球除中国外海风主要增量市场。根据 GWEC 预测，25-30 年全球新增海风装机中欧洲占比分别为 26%/37%/30%/23%/36%/40%。英国为欧洲最大海风市场。根据英国可再生能源行业协会，截至 24 年底欧洲海风累计装机容量为 36.7GW，其中英国占比最高，占比 44%，其次为德国和荷兰，占比分别为 25%和 13%。

2025 年欧洲各国加快海风开发及审批流程。1) 英国：2025 年 1 月宣布加快海上基础设施建设，已解锁 13 个海上风电项目，对应规模 16GW；2) 德国：2025 年 1 月德国联邦海事与水文局（BSH）宣布新增海风风场规划 8GW，并从 2025 年起未来四年内启动 10 个场址拍卖，总装机容量 12GW；3) 法国：2024 年 7 月，欧盟批准了法国对海风项目 108 亿欧元的支持计划，用以支持 2.4~2.8GW 海风项目；2024 年 10 月，法国第十次海上风电招标（AO10）的提案启动磋商程序，授预约 9GW 海风装机容量。

欧洲海风规划规模大，后续欧洲海风装机规模有望上修。根据欧洲风能协会，25-30 年欧洲海风预计增长 48GW，其中英国新增 20GW，为欧洲最大海风市场；其次为德国 9.2GW，剩余主要国家为波兰、荷兰、法国和丹麦。

表 2：2025-2030E 欧洲各国海上风电新增装机及预测（GW）

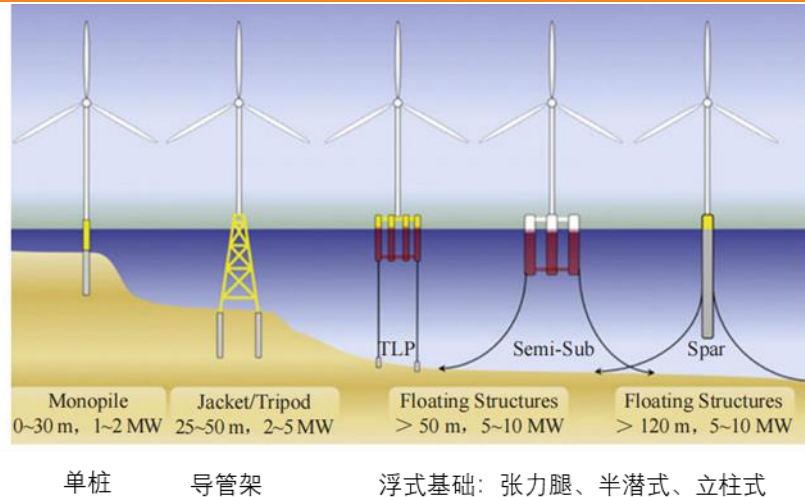
海风装 机预测 (GW)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	25-30 年 合计新 增装机	截至 24 年底累 计装机	截至 30 年底累 计装机	2030 年 海风装 机目标	与装机 规划差 值
英国	2.4	4.4	3.1	1.7	3.3	4.7	19.6	15.9	35.5	50	14.47
德国	1.0	1.6	0.8	1.5	2.2	2.2	9.2	9.1	18.3	30	11.67
法国	0.6	1.0	0.0	0.0	0.2	0.6	2.3	1.5	3.8	3.6	-0.22
荷兰	0.0	0.4	0.8	1.9	1.8	0.8	5.7	4.7	10.4	15.8	5.38
波兰	0.6	0.6	1.3	1.5	1.2	0.9	6.0	0.0	6.0	6	-0.03
丹麦	0.0	0.6	0.5	0.0	0.2	0.2	1.5	2.7	4.1	6	1.87
小计	4.5	8.5	6.5	6.5	9.0	9.4	44.3	33.9	78.3	111.4	33.1

资料来源：Wind Europe，天风证券研究所

2.3. 海风大型化&深远海趋势下，导管架基础应用广泛

随着陆上风电和近岸海上风电的开发逐渐饱和，开发水深超过 50 米甚至 100 米的深远海域成为必然选择。在深水域，单桩的应用率虽然有所下降，但由于其具备较高的成本优势及较好的稳定性，未来将依然是主流基础形式之一。导管架基础多应用于 40~70m 水深的海域或覆盖层承载能力较差的海域。当水深超过 60m 之后，漂浮式海上风机将比固定式海上风机更具有工程经济性，并随着水深增加而愈加凸显其经济优势。

图 20：海上风机基础结构随水深演变



资料来源：《海上漂浮式风机关键技术研究进展》陈嘉豪等，天风证券研究所

深远海固定式基础——单桩：相对于群桩基础，单桩基础具备更低的价格，更简便的施工方式，更稳定的承载能力。我国沿海地区的单桩分三种海域应用情景。

- 1) 第一类是以广东、福建海域为代表的深水区，该区域水深普遍大于 40m，已规划风场的最深处达 70m，除少数岩基地表，其余大部分地区地表为普通覆盖层，风机基础的直径为 10~15m，长度为 90~120m，重量为 2500~3500t；
- 2) 第二类是以浙江海域为代表的海底淤泥层较厚的海域，该区域水深约 30~70m，但由于覆盖层较软，钢管桩需要入泥更深，风机基础的直径及重量与第一类相似，但长度更长，可达 140m；
- 3) 第三类是以江苏、山东为代表的常规海域，该区域地质稳定、承载力强，水深普遍低于 50m，尤其是江苏海域水深普遍低于 40m，风机基础的直径为 8~14m，长度为 80~120m，重量为 1500~3000t。

表 3：广东海域单桩基础参数（现有近海项目）

施工项目	风机容量/MW	直径/m	桩长/m	桩重/t
阳江示范项目一	5.5	8.4	96	1540
惠州示范项目一	6.25	9.5	114	2150
汕尾示范项目二	8	9.8	105	2017
惠州示范项目二	8.5	10.2	111	2262

资料来源：《大兆瓦海上风机基础船舶资源研究》陈建均，天风证券研究所

深远海固定式基础——导管架：相对于单桩，导管架适用于更深的海域，对地基条件要求更低，但制造价格与施工难度均高于单桩，因此单桩与导管架在深远海的应用属于一种互补关系。导管架基础类型分为三类：先桩法导管架、后桩法导管架、吸力筒导管架。先桩型与后桩型导管架基础均由 4 根钢管桩与 1 座导管架组成，钢管桩长度为 80~140m，直径为 2~4m，重量为 300~500t，导管架桁架重量为 1200~3000t，导管架桁架高度为 60~100m。吸力筒导管架由于是整体式安装，重量可达 3500t，高度可达 130m，但应用极少。

表 4：广东海域导管架基础参数（现有近海项目）

施工项目	风机容量/MW	钢管桩直径/m	钢管桩桩长/m	钢管桩桩重/t	导管架高度/m	导管架重量/t	合计重量/t
阳江示范项目一	5.5	2.4	95	200	47	838	1638
惠州示范项目一	6.25	3.1	83	240	69	1200	2160
阳江示范项目二	12	3.3	109	336	67	1444	2788
惠州示范项目二	14	3.3	92	325	62	1629	2929

资料来源：《大兆瓦海上风机基础船舶资源研究》陈建均，天风证券研究所

当前海上风电机组大型化趋势明显。单机容量从早期的 4-6MW 跃升至如今的 15-20MW 级别。随着单机容量的增加，发电效率有效提升，单位发电量所需的设备成本、安装成本以及后期维护成本等都得到了有效分摊，使得度电成本不断降低。后续大兆瓦风电将延续深远海项目趋势，厂址水深越深、风机基础型式更趋向于导管架基础，粤西 16MW、18MW 风电项目设计情况见下表，未来大兆瓦风机机型钢管桩桩长将超过 100m、钢管桩桩重超过 400t、导管架高度超过 75m、导管架重量超过 2000t。

表 5：大兆瓦风机基础设计参数

项目	风机容量 /MW	钢管桩直 径/m	钢管桩桩 长/m	钢管桩桩 重/t	导管架高 度/m	导管架重 量/t
粤西项目一	16	3.3	97	360	65	1849
粤西项目二	18	3.5	106	393	75	1955

资料来源：《深远海固定式风机基础施工工艺及多功能稳桩平台的设计应用》吴春寒，天风证券研究所

预计 2025 年，国内海风基础（塔筒+桩基+导管架）市场规模有望达到 362 万吨（塔筒 84 万吨+桩基 211 万吨+导管架 67 万吨），2030 年国内海风基础市场规模预计达 1544 万吨（塔筒 360 万吨+桩基 288 万吨+导管架 896 万吨），2025-2030 的 CAGR 或将达到 34%，导管架的 CAGR 高于塔筒和装机。

表 6：国内海风基础市场空间测算

	2023A/E	2024A/E	2025E	2026E	2030E	25-30CAGR
海上新增装机量（GW）	6	4	12	18	40	
yoy		-33%	200%	50%		27%
海上新增机型容量（MW）	9.6	10.0	12	14	18	
单 GW 塔筒用量（万吨）	7	7	7	7	9	
单 GW 桩基用量（万吨）	20	20	22	22	24	
单 GW 导管架用量（万吨）	25	25	28	28	32	
导管架占比	11%	15%	20%	30%	70%	
塔筒市场规模（万吨）	42	28	84	126	360	
yoy		-33%	200%	50%		34%
桩基市场规模（万吨）	106.8	68	211	277	288	
yoy		-36%	211%	31%		6%
导管架市场规模（万吨）	17	15	67	151	896	
yoy		-9%	348%	125%		68%
塔筒+桩基+导管架市场规模（万吨）	165	111	362	554	1544	
yoy		-33%	226%	53%		34%

资料来源：风能专委会 CWEA 公众号、风芒能源、龙船风电网等，天风证券研究所

3. 产能布局全面，深远海+出口贡献增长新动力

3.1. 产能不断扩张，自有优质码头持续推进海风布局

为满足客户需求，海力在江苏省、山东省及其他地区运营超 10 家工厂。目前，海力的年生产能力已达到 100 万吨，并计划在 2025 年前提升至 150 万吨。公司目前确定了浙江温州、广东湛江等多个省外基地以及江苏省盐城市滨海港、江苏省南通市小洋口海力如东、江苏省启东市吕四港（二期）三个省内基地，叠加目前已建成投产的海力海上、海力装备、海恒设备、海力风能、海力东营、海力乳山、启东吕四港（一期），已基本完成基地布局。

码头资源具有天然垄断性和资源稀缺性，自有码头能够降低运费，并保证订单交付过程中物流的稳定性，加强订单的交付能力。由于风电塔筒、桩基、导管架等风电设备零部件产品呈现体积大、重量大等特点，近年来随着风电行业主流机型大型化进程加快，产品已较难进行陆上运输，且基地之间转运费用也增加了公司的成本负担；同时，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用。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。公司目前新设基地均位于码头附近，确保各基地的按时投产，保障产能高效释放。

图 21：海力风电启东吕四港码头



资料来源：江苏省可再生能源行业协会公众号，天风证券研究所

3.2. 前瞻布局深远海，产品结构持续升级

公司聚焦主营海风业务，重点研发布局深远海市场产品，包括塔筒、大型单桩、深水导管架、海洋牧场、换流站、漂浮式基础等；产品线方面，从单一风电零部件向多元化海工装备延伸，形成“大兆瓦塔筒+重型桩基+导管架+海洋升压站”的“4.0 产品矩阵”。根据市场对深远海机组重型配套零部件的需求，为了进一步做好相关新品开发工作，结合子公司的相关设备设施以及人员的实际情况，配置相关研发人员。2024 年公司研发人员数量达到 228 人，同比增长 62%；明显加大研发项目非开发阶段的费用化研发支出，从而导致研发投入资本化率明显下降。

图 22：海上升压站



资料来源：海力风电官网，天风证券研究所

图 23：漂浮式基础



资料来源：海力风电官网，天风证券研究所

重点布局浙江深远海市场。2024 年 12 月浙江（华东）深远海风电母港在温州市开工，这将是全国首个面向深远海的风电母港项目。深远海风电位于国家管辖海域，风电母港则是集聚产业的新型功能港。根据规划，届时将形成 100 万吨/年海上风电基础及系泊系统的制造能力、约 300 万千瓦/年以上深远海海上风电装机的总装保障能力，产业集群不仅服务浙江深远海风电规模化开发，还有望服务华东 1 亿千瓦以上深远海风电项目建设，辐射全国乃至全球更大市场。

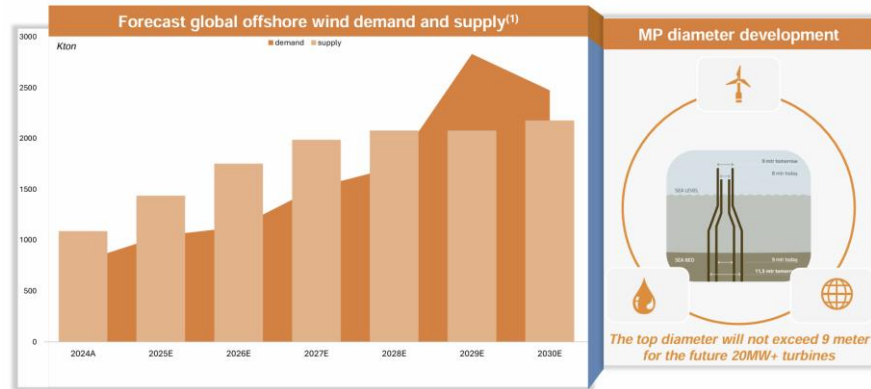
浙江风电母港项目由浙江省海洋风电发展有限公司下属温州母港发展有限公司（以下简称“母港公司”）主导。其中海力风电全资子公司海力风电设备科技（温州）有限公司参股母港公司，通过参与母港项目的投资建设与运营管理，海力风电将进一步增加产能、壮大主营业务，也有助于更好地抓住浙江省、温州市海上风电产业发展政策机遇。

3.3. 欧洲海风基础供应缺口大，公司海外加速布局

欧洲海风海工基础环节供应面临缺口。目前，欧洲风电海工市场需求中约有 70%为单管桩、30%为导管架。欧洲本土供应商主要是 SIF、STEELWIND、EEW、WINDAR、haizea、CSWIND 和 SeAH 七家，可供应产品类型均为单管桩，产能有限且以小桩径为主，年产能合计 750-900 根，其中，外径 8-11 米的单桩产能约为 450-575 根，外径达 11 米以上的单桩产能约为 300-325 根。外径 11 米以上的单桩产能不到总产能的 40%，难以满足当前风机单桩持续大型化的趋势需求。尽管已有厂商宣布扩产计划，但由于劳动力短缺及审批流程缓慢，本土企业难以在短期实现产能投放。截至 2024 年底，欧洲本土厂商未来 2 年产能已基本被锁定。据 SIF 预测，2028 年开始，欧洲大单桩将出现供需显著失衡。

图 24：海外海风管桩供需缺口大

Supply caught-up due to Chinese suppliers mainly but imbalance expected from 2028



资料来源：SIF2024 年财报，天风证券研究所

坚定实施“两海”发展战略，积极推进海外出口业务的各项工作，加快出口码头及相关基地的投建。目前，公司的通州湾海力装备基地、吕四港海力启东一期基地均已投产，未来将作为公司面向出口的重要门户。公司计划依托已建成的启东吕四港（一期）基地和拟投建的海南儋州基地、广东湛江基地及启东吕四港（二期）基地，布局面向出口的重装码头。

2025 年 3 月，公司计划在启东吕四港投资海上高端装备制造出口基地二期项目，总投资 25 亿元，主要产品包括导管架(海上风电/海上钻井平台)、漂浮式基础、海上平台(包括大型模块化海上升压站)、换流站、海洋牧场、海上重型单桩基础等海洋工程高端装备。项目达产后，预计年产海洋工程高端装备 30 万吨。项目建成后，既能丰富公司的产品结构，提升技术竞争力；也将进一步推动公司海外市场的布局拓展，提高国际影响力和综合实力。

4. 盈利预测与估值

中国及欧洲海风迎来新一轮景气周期，2025 年国内海风开工明显加速，公司目前在海上桩基领域处于龙头地位，未来深度受益于海上风电的发展，公司海风产品价格及交付规模有望改善，带动公司盈利能力回升，同时深远海及出口进一步贡献业绩。

表 7：公司 2025-2027 年分业务收入及毛利率预测

分业务	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入（亿元）	16.33	16.85	13.55	65.80	84.06	99.08
yoy		3%	-20%	385.78%	27.75%	17.87%
总毛利率	14.8%	9.8%	7.7%	19.1%	20.5%	21.6%
桩基						
收入（亿元）	12.49	11.05	8.54	49.5	56.1	61.6
YoY		-12%	-23%	480%	13%	10%
销量（套）	111	110	92	450	510	560
单套收入（万元）	1125	1005	928	1100	1100	1100
单套重量	1100	1200	1300	1350	1350	1400
总重量	12	13	12	60.8	68.9	78.4
毛利率	13.6%	10.3%	4.3%	18%	19%	20%
塔筒						
收入（亿元）	3.37	3.94	3.20	4.8	6.6	7.4
YoY		17%	-19%	50%	37%	13%
销量（套）	104	106	82	120	160	180
单套收入（万元）	324	372	390	400	410	410

单套重量	400	450	450	460	470	480
总重量	4.2	4.8	3.7	5.5	7.5	8.6
毛利率	10.6%	3.5%	7.9%	15%	16%	16%
导管架						
收入		1.29	1.37	11.0	20.8	29.4
YoY			6%	703%	89%	41%
销量（套）		9	14	100	160	210
单套收入（万元）		1433	979	1100	1300	1400
单套重量		1600	1400	1500	1500	1600
总重量		1.4	2.0	15.0	24.0	33.6
毛利率		-5.5%	4.8%	23%	24%	25%
其他业务合计						
收入	0.47	0.58	0.43	0.5	0.6	0.7
毛利率	76.2%	75.5%	83%	83%	83%	83%

资料来源：Wind，天风证券研究所

采用相对估值法对公司进行估值，考虑到公司核心业务为海上风电业务，我们选取大金重工、天顺风能、泰胜风能、东方电缆为可比公司，预计公司 2025-2027 年总营收分别为 65.80/84.06/99.08 亿元，同比增长 385.78%/27.75%/17.87%；归母净利润分别为 8.6/11.0/13.1 亿元，同比增长 1194.58%/28.55%/19.38%，PE 分别为 15.8、12.3、10.3 倍。考虑到 2025 年海风行业开工明显加速，可给予一定估值溢价，参考可比公司平均估值，给予 20 倍 PE，目标价 78.74 元，目标市值 171 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值情况（截至 2025.6.4）

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润（单位：亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002487.SZ	大金重工	176.6	4.7	8.9	12.2	15.6	28	19.84	14.47	11.30
002531.SZ	天顺风能	120.8	2.0	7.3	10.7	13.6	70	16.50	11.30	8.88
300129.SZ	泰胜风能	65.7	1.8	3.3	4.5	5.6	36	19.78	14.72	11.68
603606.SH	东方电缆	324.8	10.1	16.9	21.8	25.5	36	19.18	14.92	12.75
可比公司平均							42	19	14	11

注：可比公司归母净利润预测为 wind 一致预期

资料来源：天风证券研究所

5. 风险提示

原材料价格短期大幅波动风险：公司采用以销定产、以产定采的经营策略，订单实际执行时仍会产生一定的购销时间差异，如果钢价短期大幅波动，可能会影响公司利润水平。

行业装机不及预期风险：若终端风电装机需求不及预期将影响公司产品出货，进而影响公司的营业收入。

市场竞争加剧风险：部分国有企业进入风电装备制造市场，随着行业竞争加剧，可能会对公司订单获取、收入增长产生不利影响。

产能利用率不及预期风险：受宏观经济、行业竞争等多重因素影响，未来可能存在产能利用率不及预期风险。

项目延期风险：风力发电、海洋工程，特别是海洋工程，投资量大、周期长，诸多不确定

性因素都可能将导致工程延期。若完工后没有按时运送或项目业主延迟提货，将可能导致后续产品无法推进，并对公司日常资金流转造成压力，使公司生产经营受到影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	985.25	922.81	1,316.00	1,681.20	1,981.60
应收票据及应收账款	1,168.64	988.90	1,387.21	1,414.79	1,612.66
预付账款	167.43	238.96	470.70	346.49	516.27
存货	867.30	2,053.32	2,973.48	2,969.75	3,500.93
其他	826.47	809.47	1,164.92	1,064.29	1,279.51
流动资产合计	4,015.09	5,013.46	7,312.32	7,476.52	8,890.97
长期股权投资	814.20	867.03	897.03	937.03	987.03
固定资产	1,308.28	2,135.35	2,463.00	2,766.63	3,045.84
在建工程	414.61	265.35	292.81	317.53	339.78
无形资产	306.28	299.31	302.75	305.44	307.38
其他	867.44	939.74	949.74	953.06	950.70
非流动资产合计	3,710.80	4,506.78	4,905.33	5,279.69	5,630.73
资产总计	7,725.89	9,520.24	12,217.65	12,756.22	14,521.70
短期借款	345.19	840.27	1,569.82	1,420.34	1,019.39
应付票据及应付账款	1,164.20	1,408.46	2,139.87	1,574.65	2,739.14
其他	551.67	1,255.61	1,396.40	1,724.58	1,795.33
流动负债合计	2,061.06	3,504.34	5,106.09	4,719.57	5,553.86
长期借款	0.00	258.89	566.78	700.00	700.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	76.89	110.80	116.34	122.15	128.26
非流动负债合计	76.89	369.69	683.11	822.15	828.26
负债合计	2,137.94	3,874.03	5,789.20	5,541.72	6,382.12
少数股东权益	243.08	240.62	238.81	241.14	243.93
股本	217.39	217.39	217.39	217.39	217.39
资本公积	3,133.90	3,133.90	3,326.33	3,326.33	3,326.33
留存收益	1,850.09	1,916.21	2,518.79	3,293.39	4,218.11
其他	143.48	138.09	127.12	136.23	133.81
股东权益合计	5,587.95	5,646.21	6,428.45	7,214.49	8,139.57
负债和股东权益总计	7,725.89	9,520.24	12,217.65	12,756.22	14,521.70

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(86.50)	63.65	855.87	1,100.19	1,313.41
折旧摊销	103.00	157.78	216.45	243.96	271.60
财务费用	17.35	24.14	22.00	25.00	30.00
投资损失	(30.78)	(52.02)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
营运资金变动	(555.74)	(67.12)	(1,085.71)	(92.22)	60.06
其它	562.52	(45.75)	(2.56)	3.31	3.95
经营活动现金流	9.86	80.69	(53.95)	1,220.24	1,619.02
资本支出	1,018.66	844.44	569.46	569.18	568.89
长期投资	142.63	52.83	30.00	40.00	50.00
其他	(2,225.58)	(1,746.95)	(1,114.46)	(1,124.18)	(1,133.89)
投资活动现金流	(1,064.29)	(849.68)	(515.00)	(515.00)	(515.00)
债权融资	565.58	725.18	1,033.22	(22.58)	(411.34)
股权融资	43.71	(24.96)	(71.08)	(317.46)	(392.28)
其他	(129.36)	(33.20)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	479.93	667.02	962.14	(340.04)	(803.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(574.50)	(101.97)	393.19	365.20	300.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,685.31	1,354.51	6,580.00	8,406.00	9,908.00
营业成本	1,520.70	1,250.70	5,322.50	6,686.14	7,764.82
营业税金及附加	19.23	18.14	92.12	126.09	158.53
销售费用	9.63	11.42	32.90	54.64	79.26
管理费用	83.75	117.00	197.40	268.99	346.78
研发费用	24.95	32.18	39.48	67.25	89.17
财务费用	(6.86)	17.18	22.00	25.00	30.00
资产/信用减值损失	(183.57)	56.12	60.00	50.00	40.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.93	39.76	60.00	60.00	60.00
其他	29.82	10.72	11.00	11.00	11.00
营业利润	(99.91)	14.47	1,004.60	1,298.89	1,550.44
营业外收入	3.00	0.21	0.30	0.35	0.40
营业外支出	0.98	0.92	1.00	1.00	1.00
利润总额	(97.89)	13.76	1,003.90	1,298.24	1,549.84
所得税	(11.40)	(49.89)	150.59	194.74	232.48
净利润	(86.50)	63.65	853.32	1,103.50	1,317.36
少数股东损益	1.55	(2.46)	(2.56)	3.31	3.95
归属于母公司净利润	(88.05)	66.11	855.87	1,100.19	1,313.41
每股收益（元）	(0.41)	0.30	3.94	5.06	6.04

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	3.22%	-19.63%	385.78%	27.75%	17.87%
营业利润	-143.70%	-114.49%	6840.25%	29.29%	19.37%
归属于母公司净利润	-142.94%	-175.08%	1194.58%	28.55%	19.38%
获利能力					
毛利率	9.77%	7.66%	19.11%	20.46%	21.63%
净利率	-5.22%	4.88%	13.01%	13.09%	13.26%
ROE	-1.65%	1.22%	13.83%	15.78%	16.63%
ROIC	-2.67%	3.29%	16.66%	16.94%	19.13%
偿债能力					
资产负债率	27.67%	40.69%	47.38%	43.44%	43.95%
净负债率	-4.88%	9.42%	18.58%	11.52%	1.84%
流动比率	1.95	1.43	1.43	1.58	1.60
速动比率	1.53	0.84	0.85	0.95	0.97
营运能力					
应收账款周转率	1.29	1.26	5.54	6.00	6.55
存货周转率	2.24	0.93	2.62	2.83	3.06
总资产周转率	0.23	0.16	0.61	0.67	0.73
每股指标（元）					
每股收益	-0.41	0.30	3.94	5.06	6.04
每股经营现金流	0.05	0.37	-0.25	5.61	7.45
每股净资产	24.59	24.87	28.47	32.08	36.32
估值比率					
市盈率	-153.07	203.87	15.75	12.25	10.26
市净率	2.52	2.49	2.18	1.93	1.71
EV/EBITDA	42.52	80.55	11.99	9.04	7.15
EV/EBIT	65.96	-887.24	14.73	10.80	8.42

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com