

金风科技 (002202)

证券研究报告
2025年06月22日

风机制造与风场运营双轮驱动，风机制造盈利迎来拐点

全球风机龙头，风机制造与风场运营双轮驱动。公司成立于2001年，根据彭博新能源财经统计，2024年公司国内风电新增装机容量达18.67GW，国内市场份额占比22%，连续十四年排名全国第一，连续三年全球排名第一。公司三大主营业务为风机制造、风电服务、风电场投资与开发，风电场投资开发毛利率较高，贡献公司主要利润；2024年公司风机制造毛利率处于历史底部，公司风机制造与风场运营双轮驱动。

主业：国内风机价格触底回升，风机出口贡献新增长点。2024年，中国风电行业低价竞争态势缓解，行业中标价格企稳回升，行业逐步从“价格战”向“价值竞争”转型，2024年Q3以来风机价格在1550元/kw左右，并持续小幅上升。风机出口增长强劲，根据CWEA，2024年中国风机出口容量为5.2GW，同比增长42%；新增订单看，根据风芒能源，2024年国内风机商海外订单新增34.3GW，同比高增345.5%。

看点一：风机制造盈利迎来拐点，公司“海风+出海”优势明显进一步增厚利润。2024年公司风机制造毛利率见底回升，随着预计2025年公司风机制造业务有望扭亏为盈。1) **出口**：公司风机出口优势明显，根据CWEA，2024年金风风机出口新增出货2.5GW，同比增长45%；截至2024年底，公司累计海外风机出货9.8GW，占比为47%，公司风机出口业务行业领先，截至2024年底公司海外在手订单7.0GW；2) **海风**：2024年公司新增海风中标规模升至行业第一，2024年公司在海上风机招标规模为3.4GW，随着海风行业开工，公司海风出货占比有望进一步提升；3) **国内陆风**：风机招标价格企稳回升，同时公司技术路线更换，由直驱永磁更换为中速永磁，随着机型迭代放缓及供应链降本，国内陆风迎来盈利改善。

看点二：公司风电场资产质量位居前列，风场运营+转让贡献持续盈利。公司近两年来形成稳定的风电场“滚动开发”模式，除自营风场发电获取利润外，也不断出售风电场项目获取收益。目前公司风电场运营&转让容量居于行业前列，截至2025年3月底，公司自营风电场权益装机容量合计8.0GW，风电场权益在建容量4.1GW。随着新能源全面入市，存量项目的机制电价与现行政策妥善衔接，存量项目风电场收益率一定程度上得到保证，并且风电出力曲线较为平均，电价受市场化影响较小，风电资产盈利能力明显好于光伏。

投资建议：2025年风机制造业务有望扭亏为盈，看好风机制造带来的利润弹性，我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为33.6、41.5、47.1亿元，同比增长80.5%/23.7%/13.4%，PE分别为12.3、10.0、8.8倍。给予其2025年17倍PE，目标价13.51元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业政策风险、风电整机行业竞争加剧风险、海外市场开拓不及预期、原材料价格波动风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	50,457.19	56,699.16	79,226.47	94,252.87	106,100.30
增长率(%)	8.66	12.37	39.73	18.97	12.57
EBITDA(百万元)	8,953.73	10,240.37	9,225.24	10,624.36	11,707.88
归属母公司净利润(百万元)	1,331.00	1,860.45	3,357.31	4,153.48	4,710.14
增长率(%)	(44.16)	39.78	80.46	23.71	13.40
EPS(元/股)	0.32	0.44	0.79	0.98	1.11
市盈率(P/E)	31.11	22.26	12.33	9.97	8.79
市净率(P/B)	1.16	1.13	0.91	0.84	0.76
市销率(P/S)	0.82	0.73	0.52	0.44	0.39
EV/EBITDA	3.14	3.82	4.37	3.02	2.92

资料来源：wind，天风证券研究所

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	9.8元
目标价格	13.51元

基本数据

A股总股本(百万股)	3,451.50
流通A股股本(百万股)	3,354.83
A股总市值(百万元)	33,824.65
流通A股市值(百万元)	32,877.29
每股净资产(元)	8.79
资产负债率(%)	73.05
一年内最高/最低(元)	11.88/6.46

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

- 《金风科技-年报点评报告:营收利润大幅增长，大兆瓦机型快速推进》2021-03-29
- 《金风科技-半年报点评:现金流大幅改善，风机毛利率有望持续向好》2020-09-02
- 《金风科技-季报点评:净利润大幅增长，毛利率回转可期》2020-05-02

内容目录

1. 全球风机龙头，风机制造与风场运营双轮驱动.....	4
1.1. 深耕风机制造领域，国内风机整机领军者.....	4
1.2. 风机制造业务毛利率历史底部，公司风机制造与风场运营双轮驱动.....	5
2. 风机制造盈利历史底部，海外市场贡献新增量.....	7
2.1. 全球风电需求持续高增，海外市场打开新空间.....	7
2.2. 风机招标价格触底回升，行业生态持续优化.....	7
2.3. 风机制造盈利处于历史底部.....	9
3. 风机龙头优势稳固，“双海+电站”多元驱动成长动能.....	11
3.1. 风机制造盈利出拐点，双海优势明显进一步增厚利润.....	11
3.2. 风场业务：运营资产规模领先，贡献利润新增长极.....	13
4. 盈利预测.....	14
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：公司股权结构（截至 2025Q1 末）.....	5
图 2：2020-2024 公司营收（亿元）及增速(%).....	5
图 3：2020-2024 公司归母净利润（亿元）及增速(%).....	5
图 4：2020-2024 年公司毛利率与净利率.....	6
图 5：2020-2024 年公司各业务板块毛利率.....	6
图 6：2020-2024 年公司各业务营收（单位：亿元）.....	6
图 7：2020-2024 年公司各业务毛利（单位：亿元）.....	6
图 8：2020-2024 年公司风机销售容量及单价（元/kw）.....	6
图 9：2024-2028 年全球各地区陆上风电新增装机容量预测（GW）.....	7
图 10：2024-2028 年全球各地区海上风电新增装机容量预测（GW）.....	7
图 11：2017-2024 年国内风电整机商出口风机规模.....	7
图 12：2020-2025Q1 国内风机招标规模.....	8
图 13：2024 年 4 月至 2025 年 3 月风机公开招标月度均价.....	8
图 14：国内 2018-2024 年风机商新增装机市占率(%).....	8
图 15：2018-2024 年国内风电整机 CR3、CR5 统计.....	8
图 16：安徽省典型负荷曲线.....	9
图 17：2014-2024 国内整机商风机制造业务毛利率梳理.....	10
图 18：2014-2024 年中国新增陆上和海上风电机组平均单机容量（单位：MW）.....	10
图 19：2023 年陆上不同单机容量风电机组新增装机容量占比.....	11
图 20：2024 年陆上不同单机容量风电机组新增装机容量占比.....	11
图 21：2023 年海上不同单机容量风电机组新增装机容量占比.....	11
图 22：2024 年海上不同单机容量风电机组新增装机容量占比.....	11

图 23: 国内陆风 2021-2024 年风机商新增装机市占率	12
图 24: 国内海风 2021-2024 年风机商新增装机市占率	12
图 25: 2021-2024 国内主要风机商风机出口规模	12
图 26: 2021-2024 年公司海外营收 (亿元) 及毛利率 (%)	13
图 27: 2021-2024 年公司海外收入拆分及金风国际净利润 (亿元)	13
图 28: 2021-2024 年风电运维服务业务收入及毛利率	13
图 29: 2021-2024 年风电运维服务业务在运项目容量	13
图 30: 2020-2024 金风科技风场业务规模	14
图 31: 2022-2024 年全国及公司自营风场风电利用小时数(h)	14
图 32: 2022-2024 年整机商风场发电及转让业务收入拆分	14
图 33: 2022-2024 年公司风电场股权转让利润	14
表 1: 公司风机主要产品	4
表 2: 2023 年各市场 (价区) 现货价格年度均价 (元/兆瓦时)	9
表 3: 2024 年各市场 (价区) 现货价格季度均价 (元/兆瓦时)	9
表 4: 公司 2025-2027 年盈利预测	15
表 5: 可比公司估值情况 (截至 2025.6.18)	15

1. 全球风机龙头，风机制造与风场运营双轮驱动

1.1. 深耕风机制造领域，国内风机整机领军者

金风科技成立于 2001 年，于 2007 年 12 月在深交所上市，2010 年上市港股，金风科技是国内最早进入风力发电设备制造领域的企业之一，经过二十余年发展，逐步成长为国内领军和全球领先的风电整体解决方案提供商，公司目前拥有风机制造、风电服务、风电场投资与开发三大主营业务以及水务等其他业务。据彭博新能源财经统计，2024 年金风科技国内市场份额连续十四年排名全国第一，全球市场份额连续三年全球排名第一，累计出口风机占中国出口总量的近 50%。

围绕产品与技术领先战略，公司不断优化升级现有产品平台，目前已形成 GWHV11、GWHV12、GWHV15、GWHV17、GWHV20 及 GWHV21 多平台系列化产品，拥有丰富的产品谱，可以覆盖陆上、海上、海外风电市场。GWHV17 平台持续推进系列化产品，从 8-10MW 拓展至 6-11MW，全面覆盖低、中、高风速市场。公司已相继完成 GWHV11、GWHV12、GWHV15 三个平台机组的国际化开发，当前已在中东、北非、中亚、南非、南美、欧洲等多个国家和地区实现项目签约。

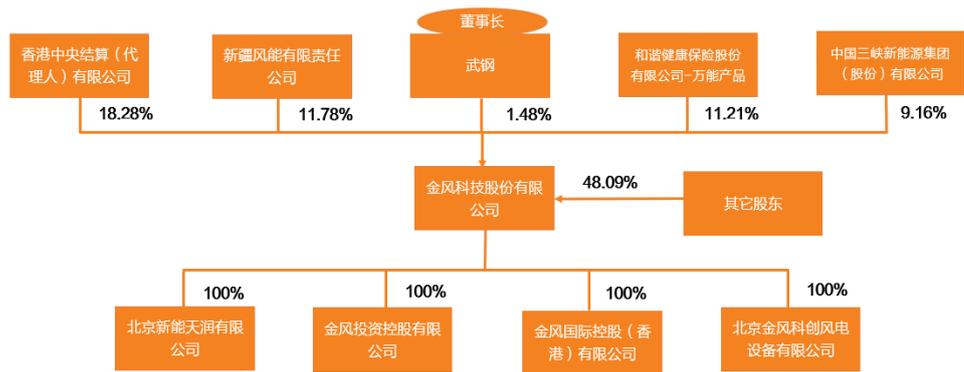
表 1：公司风机主要产品

产品领域	产品类型	主要型号
风电机组	全新中速永磁系列产品	智能陆上风机系列 GWH 171-3.85MW、GWH 171-4.0MW、GWH 171-4.5MW 、GWH 171-5.0MW、GWH 171-5.3MW、GWH 171-5.6MW、GWH 171-6.0MW、GWH 171-6.25MW、GWH 191-4.0MW、GWH 191-4.55MW、 GWH 191-5.0MW、191-5.27MW、GWH 191-6.0MW、GWH 191-6.7MW、 GWH 182-7.2MW
	直驱永磁系列产品	智能海上风机系列 GWH 242-12MW GW1S GW2S GW3S/4S GW5S GW6S/8S
		GW 82-1.1MW GW150-3.0MW GW136-4.2MW GW136-4.8MW GW155-4.5MW GW165-3.6/4.0M GW 165-5.2/5.6/6.0MW GW175-8.0MW GW184-6.45MW

资料来源：金风科技官网，天风证券研究所

公司股权结构较为分散，无控股股东和实际控制人。截至 2025 年一季度报，公司第一大股东为香港中央结算（代理人）有限公司，持股比例为 18.28%，第二大股东为新疆风能有限责任公司，持股比例为 11.78%，董事长武钢总持有股份比例为 1.48%。公司下属公司数量较多，业务广泛，下属设有金风国际控股（香港）有限公司、北京金风科创风电设备有限公司、北京天润新能投资有限公司、金风投资控股有限公司等公司，业务涵盖大型风力发电机组及零部件销售、风电场投资开发与建设运营等业务领域。

图 1：公司股权结构（截至 2025Q1 末）

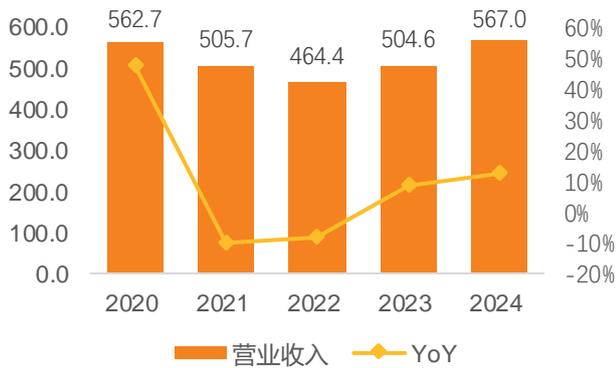


资料来源：同花顺 iFind，天风证券研究所

1.2. 风机制造业务毛利率历史底部，公司风机制造与风场运营双轮驱动

公司收入与利润恢复增长。2020 年公司抓住风电抢装潮风口，营收达到 562.7 亿元，同比增长 47%，实现归母净利润 29.64 亿元，同比增长 34.10%。2020 年国内陆风抢装潮结束后行业竞争持续加剧，国内风电进入平价化时代，盈利下降。2024 年公司收入及利润恢复增长，2024 年公司实现营业收入 567.0 亿元，同比增长 12%；实现归母净利润 18.6 亿元，同比增长 40%。

图 2：2020-2024 公司营收（亿元）及增速(%)



资料来源：wind，天风证券研究所

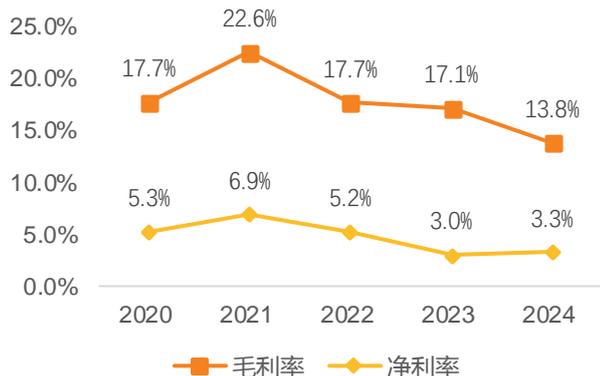
图 3：2020-2024 公司归母净利润（亿元）及增速(%)



资料来源：wind，天风证券研究所

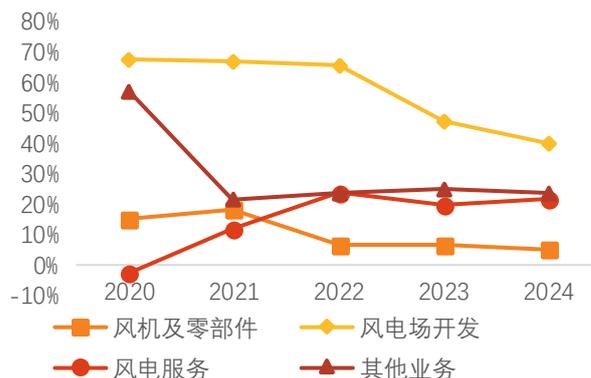
2024 年风机制造业务毛利率企稳回升。分业务板块看，2021-2023 年公司风机制造毛利率持续走低，2024 年开始企稳回升。其中 2024 年公司会计准则发生变更，质量保证金由“销售费用”改为计入“营业成本”，因此考虑到质量保证金的影响，2024 年公司风机制造毛利率同比改善。2020-2022 年风电场开发毛利率相对稳定，2023-2024 年风电场开发毛利率下降较多，主要是由于 2024 年公司国内外销售权益并网风电规模 1,226MW，部分计入电站产品收入销售规模，该部分业务毛利率较风场发电业务较低。

图 4：2020-2024 年公司毛利率与净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

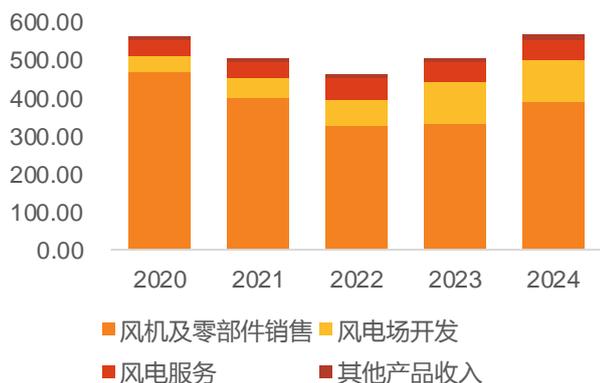
图 5：2020-2024 年公司各业务板块毛利率



资料来源：同花顺 iFind，天风证券研究所

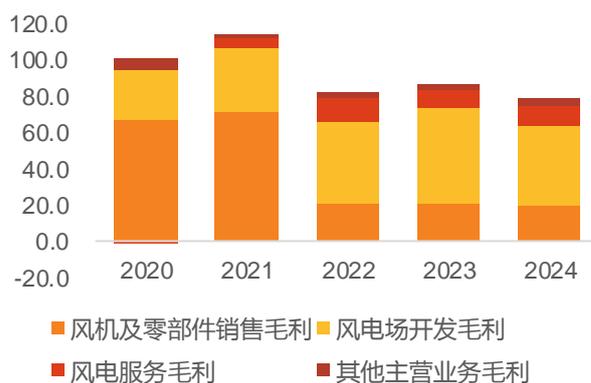
公司拥有风机制造、风电服务、风电场投资与开发三大主营业务以及水务等其他业务，为公司提供多元化盈利渠道。公司风机及零部件销售为公司主要营收来源，近两年风场运营开发收入占比不断提升。2024 年风机及零部件制造收入 389.2 亿元，占比 69%，风电场开发业务收入 108.5 亿元，占比达 19%；2020-2021 年公司风机及零部件业务毛利占比较高，是主要的收入和利润来源。随着风电平价，风机制造毛利占比逐步走低，公司风电场开发业务和风电服务业务毛利率较高，2022 年开始风电场开发成为毛利占比最高的业务，成为公司新的利润增长点。

图 6：2020-2024 年公司各业务营收 (单位：亿元)



资料来源：同花顺 iFind，天风证券研究所

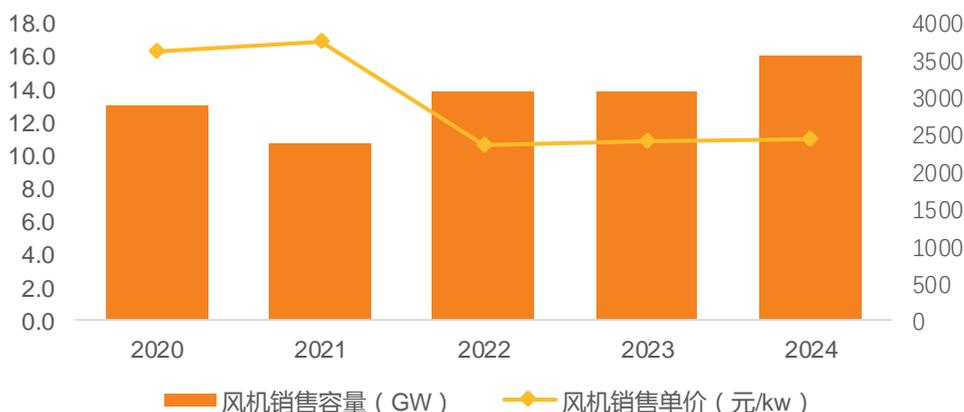
图 7：2020-2024 年公司各业务毛利 (单位：亿元)



资料来源：同花顺 iFind，天风证券研究所

风机销售价格持续回暖。公司风机销售规模持续增长，2024 年销售 16.1GW，同比增长 17%，从风机销售单价看，2022-2024 年风机价格持续小幅提升。

图 8：2020-2024 年公司风机销售容量及单价 (元/kw)



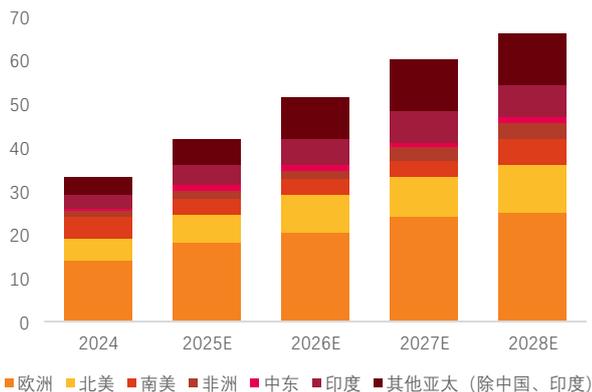
资料来源：同花顺 iFind、金风科技年报展示材料，天风证券研究所

2. 风机制造盈利历史底部，海外市场贡献新增量

2.1. 全球风电需求持续高增，海外市场打开新空间

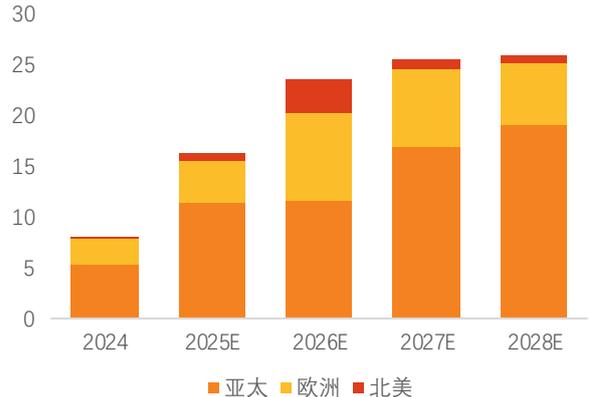
海外风电市场具有一定发展潜力。随着各国对清洁能源的政策支持不断加强，全球可再生能源市场在未来将迎来更加积极的发展期，据全球风能理事会（GWEC）发布《2025 年全球风能报告》，全球范围内亚非拉陆上风电和欧洲海上风电将成为新增需求的主要增量来源，2025-2028 年亚非拉陆上风电年均新增装机有望达到 24.2GW，2024-2028 年复合增速约 21%，2025-2028 年欧洲海上风电年均新增装机可达 6.7GW，2024-2028 年复合增速约 22%。

图 9：2024-2028 年全球各地区陆上风电新增装机容量预测（GW）



资料来源：GWEC，天风证券研究所

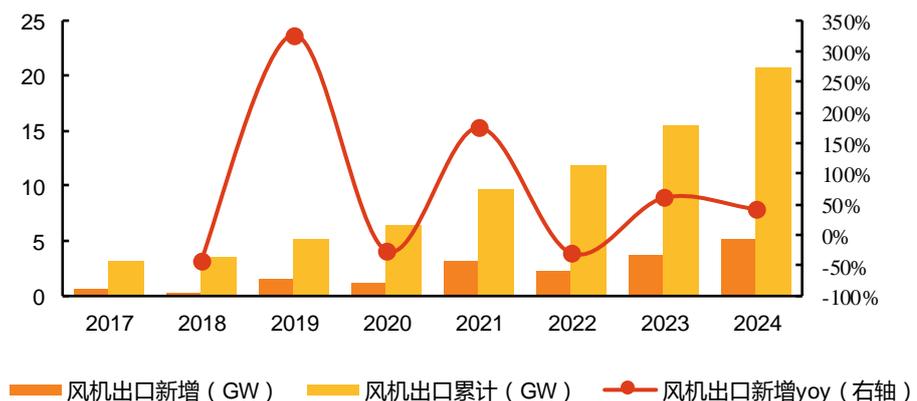
图 10：2024-2028 年全球各地区海上风电新增装机容量预测（GW）



资料来源：GWEC，天风证券研究所

国内风机出口高增。2024 年国内风机出口容量为 5.2GW，同比+42%。截至 2024 年底，中国风机出口累计容量达 20.8GW（陆风 20.2GW+海风 0.6GW）。据风芒能源统计，2024 年国内风机商海外订单新增 34.3GW，同比高增 345.5%。

图 11：2017-2024 年国内风电整机商出口风机规模



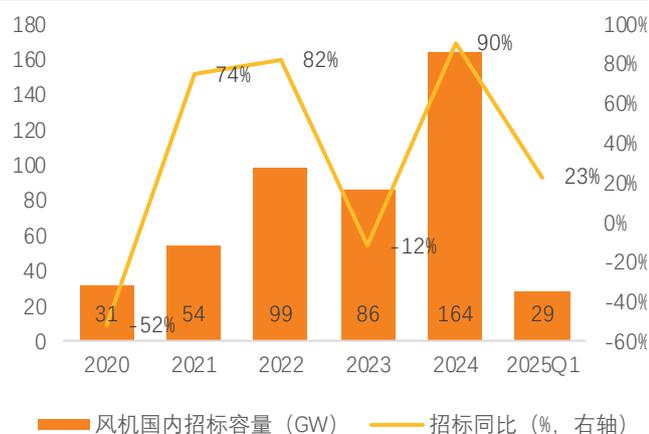
资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

2.2. 风机招标价格触底回升，行业生态持续优化

风机招标景气度高。根据金风科技官网，2024 年国内公开招标市场新增招标量 164.1GW，同比增长 90%；2025Q1 新增中标 28.6GW，同比增长 23%。**2024 年中国风电行业中标价格企稳回升，行业逐步从“价格战”向“价值竞争”转型**，在 2024 年北京国际风能大会暨展览会开幕式上，12 家风电公司签署了《中国风电行业维护市场公平竞争环境自律公约》，该公约约束限制恶性竞价行为，推动企业回归技术研发与服务质量竞争。从风机招标价格

看，2024年8月后总体呈上升趋势，由2024年8月不到1400元/kw提升至2025年3月1590元/kw，期间涨幅超13.6%，随着新能源入市节奏加快，运营商更加注重风机质量和全生命周期成本，推动风机制造业务盈利逐步修复。

图 12：2020-2025Q1 国内风机招标规模



资料来源：金风科技业绩展示材料，天风证券研究所

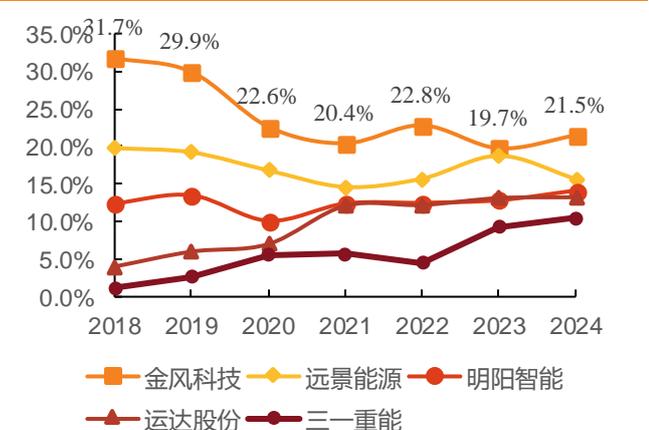
图 13：2024年4月至2025年3月风机公开招标月度均价



资料来源：金风科技 25Q1 业绩展示材料，天风证券研究所

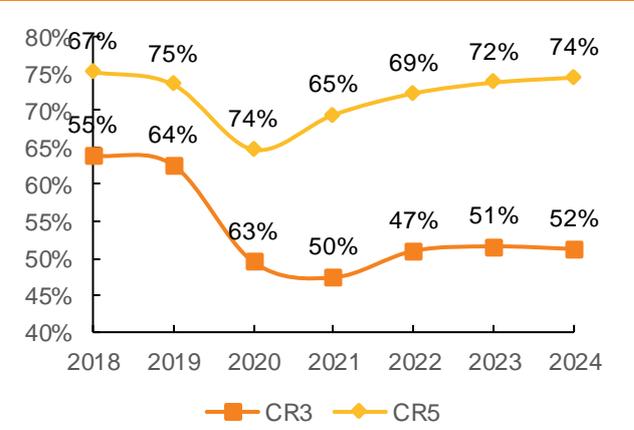
风机竞争格局：风电整机商集中度提升，行业 CR3、CR5 不断提升，2024 年国内风机 CR5 已达 74%，展望后续，前五大整机商竞争力明显高于其他厂商，2024 年前五大整机商中标份额占比高达 69%。根据风电头条，2024 年央企风电项目共有 12 家整机商中标。其中，金风科技、明阳智能、运达股份、远景能源、三一重能排前五名，累计中标规模超 98.64GW，占中标总量的 69.42%。金风科技、明阳智能、运达股份、远景能源、三一重能中标规模均在 16GW 以上，占比在均 11%以上。

图 14：国内 2018-2024 年风机商新增装机市占率(%)



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

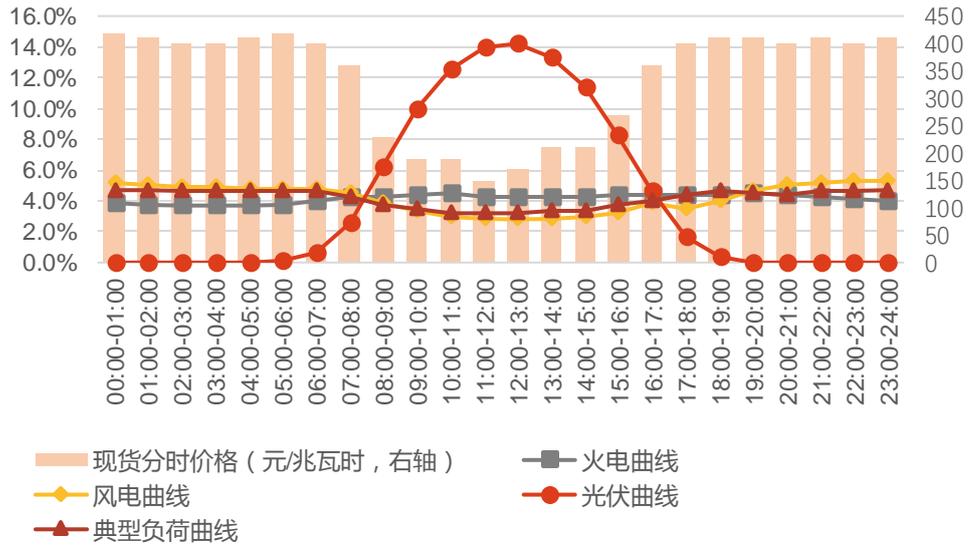
图 15：2018-2024 年国内风电整机 CR3、CR5 统计



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

随着电力现货市场完善，风电相对于光伏的收益率优势愈发凸显。风电发电曲线更契合用电负荷特性，市场化条件下价格相对更高。根据安徽省负荷曲线，传统火电曲线，中午时段电量较高，曲线较差；而风电及典型负荷曲线中午时段电量较少，符合现货价格形态，曲线较好。整体来看风电曲线>典型负荷曲线>火电曲线>光伏曲线。2023-2024 年光伏现货价同比下降幅度均高于风电现货价，其中 2023 年蒙西现货价格上涨是由于需求大幅增加。2023-2024 年各省（除浙江）风电现货价比光伏高出 0.06-0.13 元/度。

图 16：安徽省典型负荷曲线



资料来源：兰木达电力现货公众号，天风证券研究所

表 2：2023 年各市场（价区）现货价格年度均价（元/兆瓦时）

价区	年均价	光伏年均价	光伏同比	风电年均价	风电同比	风光年度价差	燃煤发电基准价
山西	324.12	208.52	-12.57%	276.01	2.11%	67.49	332
山东	275.85	117.7	-43.14%	251.71	-19.09%	134.01	394.9
甘肃	235.43	97.12	-57.98%	158.69	-32.88%	61.57	307.8
蒙西	541.05	341.03	14.23%	411.37	29.11%	70.34	282.9

资料来源：兰木达电力现货公众号，天风证券研究所

表 3：2024 年各市场（价区）现货价格季度均价（元/兆瓦时）

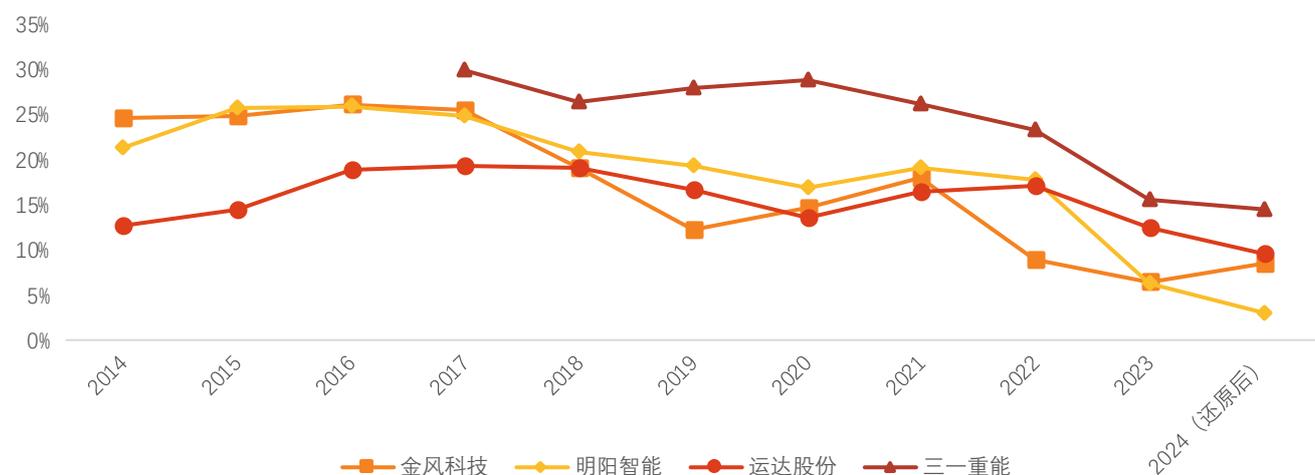
价区	市场年均价	光伏年均价	光伏同比	风电年均价	风电同比	风光年度价差	燃煤发电基准价
山西	316.21	211.01	-14.82%	268.45	-1.66%	57.44	332.00
山东	307.25	169.04	-21.95%	266.78	-7.31%	97.74	394.90
甘肃·全网	246.93	122.70	-36.99%	185.43	-15.88%	62.73	307.80
蒙西·全网	506.78	348.27	-20.61%	367.43	-18.97%	19.16	282.90
湖北	368.79	309.82		345.42		35.60	416.10
浙江	363.77	369.42		368.49		-0.93	415.30

资料来源：兰木达电力现货公众号，天风证券研究所

2.3. 风机制造盈利处于历史底部

风机盈利拐点已现。回顾近 10 年来风机制造业务毛利率，风机毛利率后续修复空间大。报表端风机制造毛利率已企稳，预计 2025 年风电整机商风机盈利将持续修复，盈利改善修复路径如下：1) 出货结构改善，2025 年预计出口+海风出货占比有望提升；2) 供应链降本。同零部件企业相比，风电整机商议价能力更强；此外部分整机商通过加大投入自研自制零部件改善成本；3) 陆风机型迭代放缓，风机价格企稳，机型迭代放缓后规模效应凸显。

图 17：2014-2024 国内整机商风机制造业务毛利率梳理



注：2024（还原）为报表风机制造毛利率+质保金比例，质保金比例假设为 3.5%

资料来源：同花顺 ifind，天风证券研究所

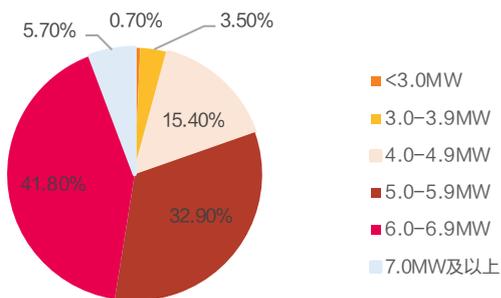
国内陆上风机大型化趋势放缓。自 2021 年起我国风机大型化进程显著加速，近年来陆上风机大型化放缓，2023 年国内陆上主流机型功率已提升至 5-7MW 区间，占当年交付机组的 75%，看 2024 年 5-7MW 风机机型占比上升至 77%，尽管 2024 年 7MW 以上机型占比有所提升，我们预计未来风机有望稳定在 5-7MW 区间，风机机型迭代放缓，有利于风机制造规模效应及原材料控本降费；海上风电不断向深远海发展，风机大型化速度仍在加快，2023 年国内海上 10-13MW 以上机型占比为 46.4%，2024 年 10-13MW 以上机型占比已提升至 58%。

图 18：2014-2024 年中国新增陆上和海上风电机组平均单机容量（单位：MW）



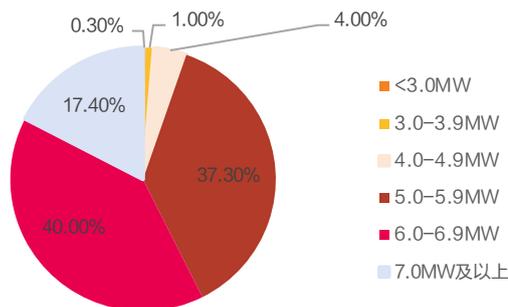
资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

图 19：2023 年陆上不同单机容量风电机组新增装机容量占比



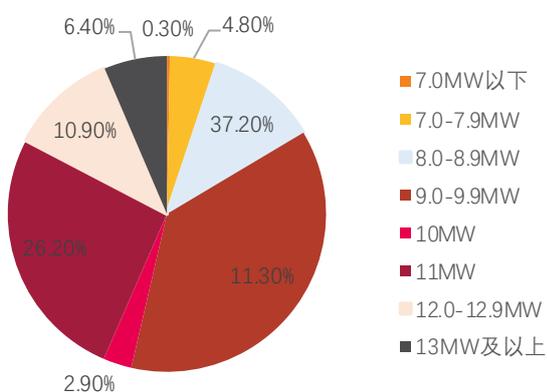
资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

图 20：2024 年陆上不同单机容量风电机组新增装机容量占比



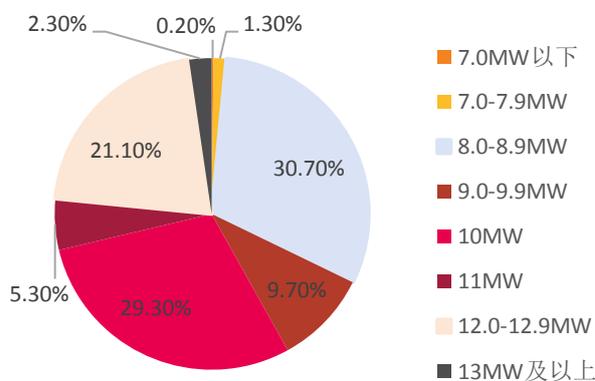
资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

图 21：2023 年海上不同单机容量风电机组新增装机容量占比



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

图 22：2024 年海上不同单机容量风电机组新增装机容量占比



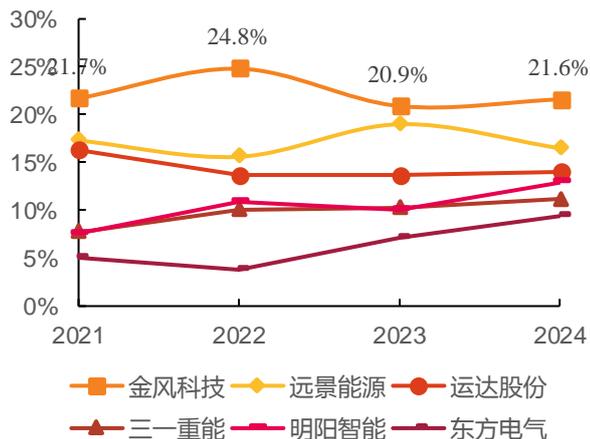
资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

3. 风机龙头优势稳固，“双海+电站”多元驱动成长动能

3.1. 风机制造盈利出拐点，双海优势明显进一步增厚利润

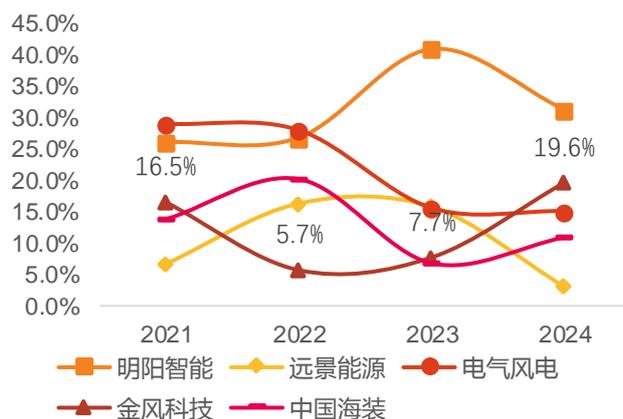
公司风机龙头地位稳固，市占率持续提升。2024 年公司陆风市占率企稳回升，国内陆风整机商格局稳定，国内陆风金风市占率一直处于行业第一，2024 年市占率企稳回升；国内海风整机商集中度高于陆风，2022-2024 年公司海风市占率持续提升，2024 年海风市占率升至行业第二，海风新增订单规模升至行业第一。根据风电头条公众号，2024 年国内海风风机招标中金风科技中标规模 3.35GW，处于行业第一。展望后续，预计公司海风市场份额将进一步提升。

图 23：国内陆风 2021-2024 年风机商新增装机市占率



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

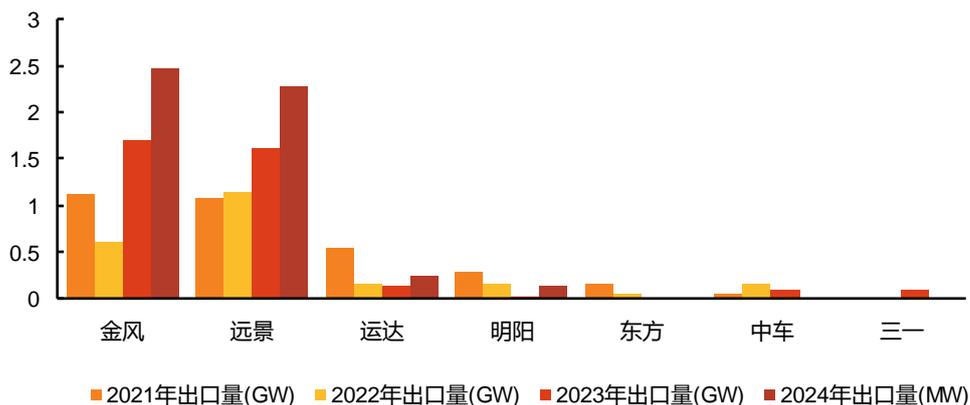
图 24：国内海风 2021-2024 年风机商新增装机市占率



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

金风科技风机出口先发优势明显，规模持续高增。根据 CWEA 统计，截至 2024 年底，金风科技累计出口风机 2748 台，总容量为 9.8GW，而从行业看截至 2024 年底中国风电机组累计出口 20.8GW，金风科技占比为 47%。

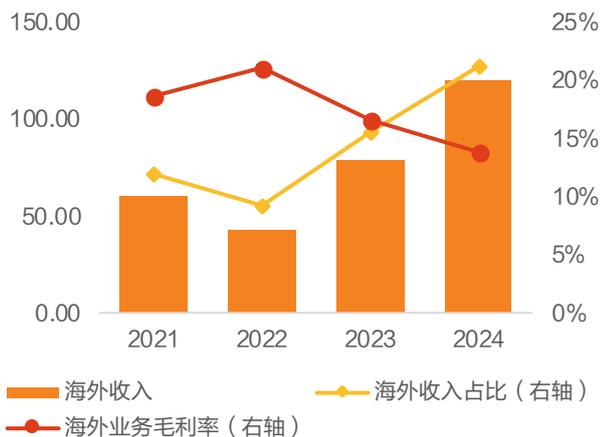
图 25：2021-2024 国内主要风机商风机出口规模



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

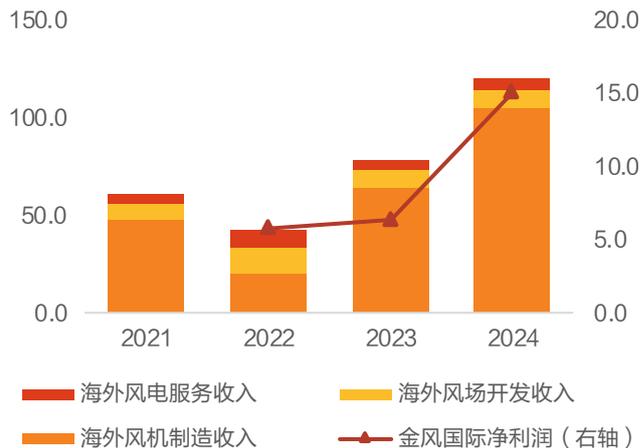
金风风机出口业务模式成熟，金风科技凭借其全球化布局的先发优势与技术积累，出口业务已成为公司增长的核心驱动力。2024 年，公司持续开拓海外业务，实现营收 120 亿元，同比增长 53.14%，在公司总营收占比为 21%，其中 2024 年海外风机销售收入突破百亿元，营收为 104.8 亿元，同比增长 64%。

图 26：2021-2024 年公司海外营收（亿元）及毛利率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：2021-2024 年公司海外收入拆分及金风国际净利润（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司风电服务业务收入规模稳定，毛利率近三年均在 20%以上，贡献稳定盈利。随着风电装机容量及机组运行年限的增加，中国风电后市场或将保持蓬勃发展态势。得益于公司多年的机组产品规模及运维技术积累，公司近三年运维服务业务收入均在 50 亿元以上，收入规模稳定。截至 2024 年底，公司国内外运维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 55.07 亿元，其中后服务收入 39.13 亿元，同比增长 29.26%。

图 28：2021-2024 年风电运维服务业务收入及毛利率



资料来源：同花顺 iFind，天风证券研究所

图 29：2021-2024 年风电运维服务业务在运项目容量



资料来源：金风科技 2024 年度业绩报告，天风证券研究所

3.2. 风场业务：运营资产规模领先，贡献利润新增长极

公司在风电场开发运营领域的领先布局，已成为区别于其他整机商的一大竞争优势，支撑公司业绩长周期稳健增长。公司深度参与下游风电场投资运营，逐步形成“滚动开发”机制，即持续开发新项目并择机转让成熟项目，实现开发资金循环利用和收益锁定。自 2021 年以来，公司每年新建的风电场规模大于当年转让规模。风电场相关收益对业绩贡献突出，2024 年风电场开发在总营收中占比 19.14%，毛利率达 40%。

公司风电场运营资产规模领先且风电场资源较好。截至 2025 年 3 月底，公司国内外自营风电场权益装机容量合计 8,043MW，其中 30%位于西北地区，22%位于华北地区，29%位于华东地区，9%位于南方地区，4%位于东北地区，5%位于国际地区；截至 2025 年一季度末，公司国内外风电场权益在建容量 4,117MW。公司风电场资源较好，2025 年一季度，公司自营风电场的平均利用小时数为 635 小时，比行业平均高 57 小时。

图 30：2020-2024 金风科技风场业务规模



资料来源：公司公告，24 年金风科技业绩展示材料，天风证券研究所

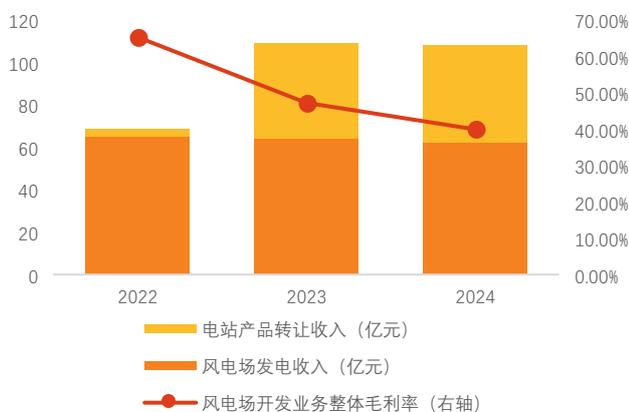
图 31：2022-2024 年全国及公司自营风场风电利用小时数(h)



资料来源：25Q1 金风科技业绩展示材料，天风证券研究所

近年来，风电场转让收益逐渐成为公司利润的重要组成。相比纯设备销售，风场转让毛利率较高且相对稳定，显著改善了公司整体盈利结构。公司电站转让分为风电场股权转让和电站产品销售。1) 风电场股权转让：该部分盈利计入投资收益，公司风电场股权转让利润较高，2022-2024 年公司转让风电场项目股权投资收益分别为 11.19、17.24、6.66 亿元，2023-2024 年单瓦转让利润均在 2 元以上；2) 电站产品销售：该部分业务计入销售收入，持有销售的电站产品于初始立项时即已确定以向客户出售为单一目的而建造及持有，电站产品销售是公司的日常经营活动之一。当根据不可撤销的销售合同判定相关电站产品的控制权转移给相关客户时，公司确认电站产品销售收入，2023-2024 年公司电站产品收入均在 40 亿元以上，不断增厚公司利润。

图 32：2022-2024 年整机商风场发电及转让业务收入拆分



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：2022-2024 年公司风电场股权转让利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年总营收分别为 792.3、942.5、1061.0 亿元，同比增长 39.73%/18.97%/12.57%；归母净利润分别为 33.6、41.5、47.1 亿元，同比增长 80.5%/23.7%/13.4%，PE 分别为 12.3、10.0、8.8 倍。采用相对估值法对公司进行估值，由于公司核心业务为风机制造和风电场运营业务，我们选取明阳智能、运达股份、三一重能、龙源电力、三峡能源、江苏新能为可比公司，考虑到风机制造业务盈利迎来拐点，后续风机制造业务利润弹性大，参考可比公司平均估值，给予 17 倍 PE，目标价 13.51 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：公司 2025-2027 年盈利预测

分业务	2024	2025E	2026E	2027E
总收入（亿元）	567.0	792.3	942.5	1061.0
YoY		39.7%	19.0%	12.6%
总毛利率	13.8%	14.03%	14.37%	14.59%
风机销售				
收入（亿元）	389.2	584	709	810
YoY		50%	21%	14%
毛利率	5.10%	7.5%	9.0%	10.0%
风场开发				
收入（亿元）	108.5	135	157	170
YoY		25%	16%	9%
毛利率	40.01%	38%	35%	33%
风电服务				
收入	55.1	58	61	64
YoY		5%	5%	5%
毛利率	22%	22%	22%	22%
其他业务				
收入	14.2	15	16	17
YoY		6%	7%	6%
毛利率	23%	23%	23%	23%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 5：可比公司估值情况（截至 2025.6.20）

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
601615.SH	明阳智能	242	3.5	21.2	27.7	34.9	83	11.4	8.7	7.0
300772.SZ	运达股份	95	4.6	7.1	9.4	11.5	20	13.3	10.1	8.2
688349.SH	三一重能	304	18.1	22.2	27.1	31.0	21	13.7	11.2	9.8
001289.SZ	龙源电力	1,011	63.5	67.6	73.8	79.6	21	15.0	13.7	12.7
600905.SH	三峡能源	1,216	61.1	71.8	76.4	83.4	20	16.9	15.9	14.6
603693.SH	江苏新能	115	4.2	5.4	6.1	7.5	21	21.4	18.9	15.3
可比公司平均								15	13	11

资料来源：天风证券研究所注：可比公司归母净利润预测为 wind 一致预期

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

行业政策风险：风电产业的发展受国家政策、行业发展政策的影响，相关政策的调整将会对公司主要产品的生产和销售产生影响。

风电整机行业竞争加剧风险：风电行业竞争压力较大问题仍然存在，如果更多厂商进入该领域导致竞争进一步加剧，可能导致风机盈利能力进一步下滑。

海外市场开拓不及预期：公司多年来积极推进国际化战略，已成功开拓北美洲、大洋洲、欧洲、亚洲、南美洲及非洲市场，若受到产业政策或地缘政治影响，公司海外市场开拓不及预期，可能会影响公司整体业绩表现。

原材料价格波动风险：公司主要的原材料包括钢铁等大宗商品，原材料价格的大幅波动直

接影响公司的生产成本，进而导致公司盈利水平下滑。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	14,245.18	11,619.40	7,922.65	16,753.60	14,822.33
应收票据及应收账款	25,548.00	30,825.47	35,196.59	38,111.19	38,516.80
预付账款	943.12	1,313.66	1,335.01	1,803.62	2,223.79
存货	15,257.24	14,827.63	15,442.92	20,427.22	19,846.90
其他	7,835.93	10,014.73	8,957.17	11,823.61	10,828.64
流动资产合计	63,829.48	68,600.89	68,854.34	88,919.24	86,238.45
长期股权投资	4,854.39	4,493.34	4,493.34	4,493.34	4,493.34
固定资产	34,010.67	35,347.88	36,422.18	37,296.48	37,970.78
在建工程	7,794.66	10,625.99	12,625.99	14,125.99	15,625.99
无形资产	7,415.61	7,814.40	7,824.54	7,899.68	7,939.82
其他	25,589.79	28,341.78	29,181.21	30,094.83	32,065.74
非流动资产合计	79,665.12	86,623.40	90,547.27	93,910.33	98,095.67
资产总计	143,494.60	155,224.29	159,401.61	182,829.57	184,334.13
短期借款	386.10	1,576.16	1,854.13	1,900.00	2,000.00
应付票据及应付账款	41,644.72	40,778.87	42,465.14	47,210.20	48,440.82
其他	20,988.78	29,518.91	23,628.09	36,693.87	29,613.96
流动负债合计	63,019.60	71,873.94	67,947.35	85,804.07	80,054.79
长期借款	28,150.61	29,505.76	29,825.95	31,000.00	33,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	12,095.47	13,417.51	14,000.00	14,500.00	15,000.00
非流动负债合计	40,246.08	42,923.26	43,825.95	45,500.00	48,000.00
负债合计	103,265.69	114,797.20	111,773.30	131,304.07	128,054.79
少数股东权益	2,619.01	1,897.78	1,931.69	1,973.64	2,021.22
股本	4,225.07	4,225.07	4,225.07	4,225.07	4,225.07
资本公积	12,156.66	12,037.32	15,239.21	15,239.21	15,239.21
留存收益	19,347.03	20,707.27	24,064.58	28,218.06	32,928.20
其他	1,881.13	1,559.65	2,167.76	1,869.52	1,865.64
股东权益合计	40,228.91	40,427.08	47,628.31	51,525.50	56,279.34
负债和股东权益总计	143,494.60	155,224.29	159,401.61	182,829.57	184,334.13

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,522.20	1,856.39	3,357.31	4,153.48	4,710.14
折旧摊销	2,661.34	3,282.48	3,515.56	3,750.56	3,985.56
财务费用	1,373.98	1,216.55	1,010.00	1,250.00	1,470.00
投资损失	(2,245.62)	(1,962.07)	(1,300.00)	(1,300.00)	(1,300.00)
营运资金变动	2,388.82	(4,262.44)	(8,366.02)	5,993.28	(6,550.68)
其它	(3,846.68)	2,184.92	193.91	241.95	247.58
经营活动现金流	1,854.04	2,315.85	(1,589.23)	14,089.27	2,562.60
资本支出	3,555.53	6,053.36	6,017.51	5,700.00	5,700.00
长期投资	(546.13)	(361.05)	0.00	0.00	0.00
其他	(4,833.09)	(11,416.36)	(11,682.69)	(11,030.00)	(11,020.00)
投资活动现金流	(1,823.70)	(5,724.05)	(5,665.19)	(5,330.00)	(5,320.00)
债权融资	(3,144.96)	1,579.52	(252.34)	369.92	830.00
股权融资	(1,595.28)	(440.83)	3,810.00	(298.24)	(3.87)
其他	2,747.09	511.58	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,993.16)	1,650.28	3,557.66	71.68	826.13
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,962.82)	(1,757.93)	(3,696.76)	8,830.95	(1,931.27)

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	50,457.19	56,699.16	79,226.47	94,252.87	106,100.30
营业成本	41,807.42	48,876.27	68,108.73	80,707.81	90,616.76
营业税金及附加	230.90	282.23	237.68	282.76	318.30
销售费用	3,164.75	1,321.53	1,980.66	2,262.07	2,546.41
管理费用	1,958.14	2,174.94	2,456.02	2,921.84	3,289.11
研发费用	1,890.63	2,476.97	2,693.70	3,204.60	3,607.41
财务费用	1,131.22	906.92	1,010.00	1,250.00	1,470.00
资产/信用减值损失	(710.53)	(1,149.90)	(700.00)	(700.00)	(700.00)
公允价值变动收益	348.70	155.26	160.00	200.00	200.00
投资净收益	2,245.62	1,962.07	1,300.00	1,300.00	1,300.00
其他	441.32	540.00	550.00	570.00	600.00
营业利润	2,599.24	2,167.73	4,049.68	4,993.80	5,652.32
营业外收入	11.44	25.07	30.00	32.00	35.00
营业外支出	91.45	89.01	90.00	90.00	90.00
利润总额	2,519.23	2,103.79	3,989.68	4,935.80	5,597.32
所得税	997.02	247.39	598.45	740.37	839.60
净利润	1,522.20	1,856.39	3,391.23	4,195.43	4,757.72
少数股东损益	191.20	(4.05)	33.91	41.95	47.58
归属于母公司净利润	1,331.00	1,860.45	3,357.31	4,153.48	4,710.14
每股收益(元)	0.32	0.44	0.79	0.98	1.11

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	8.66%	12.37%	39.73%	18.97%	12.57%
营业利润	-6.35%	-16.60%	86.82%	23.31%	13.19%
归属于母公司净利润	-44.16%	39.78%	80.46%	23.71%	13.40%
获利能力					
毛利率	17.14%	13.80%	14.03%	14.37%	14.59%
净利率	2.64%	3.28%	4.24%	4.41%	4.44%
ROE	3.54%	4.83%	7.35%	8.38%	8.68%
ROIC	6.63%	8.51%	12.63%	11.89%	15.06%
偿债能力					
资产负债率	71.96%	73.96%	70.12%	71.82%	69.47%
净负债率	46.21%	58.63%	59.12%	40.65%	44.74%
流动比率	1.01	0.95	1.01	1.04	1.08
速动比率	0.77	0.75	0.79	0.80	0.83
营运能力					
应收账款周转率	2.02	2.01	2.40	2.57	2.77
存货周转率	4.02	3.77	5.23	5.26	5.27
总资产周转率	0.36	0.38	0.50	0.55	0.58
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.44	0.79	0.98	1.11
每股经营现金流	0.44	0.55	-0.38	3.33	0.61
每股净资产	8.42	8.65	10.82	11.73	12.84
估值比率					
市盈率	31.11	22.26	12.33	9.97	8.79
市净率	1.16	1.13	0.91	0.84	0.76
EV/EBITDA	3.14	3.82	4.37	3.02	2.92
EV/EBIT	4.43	5.58	7.07	4.66	4.42

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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com