

威力传动（300904）

证券研究报告

2025 年 06 月 30 日

风电齿轮箱稀缺标的，看好放量带来的业绩&估值弹性

深耕精密传动领域，24 年增速器业务开始放量。公司成立于 2013 年，于 2023 年 8 月在深交所创业板上市，主要产品包括风电偏航减速器、风电变桨减速器、风电增速器，近三年风电齿轮箱业务收入占比均在 97%以上。公司连续多年在国内风电减速器市场中占据前列位置，其中 2020 年市场份额位居国内厂商第三名。

齿轮箱竞争格局集中，全球市场空间广阔。据 QY Research 统计，2022、2023 年风电齿轮箱厂全球市场占有率前四名分别为南高齿、威能极、采埃孚、德力佳，市场占有率超过 70%。根据 QY Research 统计数据，2023 年全球风电用主齿轮箱市场规模约 56.88 亿美元，预计 2030 年将达到 88.26 亿美元；2023 年中国风电用主齿轮箱市场规模约 31.36 亿美元，预计 2030 年将达到 42.63 亿美元。

看点一：减速器产能落地，随着订单高增有望利润释放。公司对风电减速器内部结构设计不断优化，产品扭矩密度达到 300Nm/Kg，质量和体积更小、零部件数量更少，可有效控制成本。2024 年公司精密风电减速器生产建设项目已建设完成，在 25 年销量快速提升的趋势下，单台制造及人工费用将明显下降，预计 2025 年减速器业务毛利率可修复至 16.6%，较 24 年提升 10pcts。

看点二：增速器放量在即，看好后续经营杠杆释放利润弹性。公司技术与工艺领先，研制的增速器具有啮合平稳、噪声小、密封性能好、效率高、重量轻、成本低等优势。公司风电增速器智慧工厂一期将于 2025 年 12 月底前建设投产。2024 年 10 月，公司与金风科技正式签署全面合作战略协议及联合开发合作协议，奠定后续订单基础，从价值量看，以三一重能披露数据看，齿轮箱（增速器）占比为 23%，是减速器价值量的 9 倍，进一步打开成长空间，看好经营杠杆释放利润弹性，预计公司未来三年增速器业务毛利率分别为 5%/23%/23%。

投资建议：公司为齿轮箱稀缺标的，增速器业绩弹性大，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.52/3.05/4.24 亿元，同比增长 275.1%/490.3%/38.7%，PE 分别为 74.8、12.7、9.1 倍。考虑到 2026 年公司齿轮箱业务或将大规模放量，参考可比公司平均估值，给予 18 倍 PE，目标价 75.96 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：风电行业发展不及预期、毛利率下滑风险、下游客户产业链向上游延伸风险、上游原材料价格波动的风险、产能投放进度不及预期，文中测算具有一定的主观性，仅供参考。

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	53.46 元
目标价格	75.96 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	72.38
流通 A 股股本(百万股)	21.98
A 股总市值(百万元)	3,869.61
流通 A 股市值(百万元)	1,175.22
每股净资产(元)	10.18
资产负债率(%)	69.83
一年内最高/最低(元)	75.00/34.50

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

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	553.15	345.19	1,508.28	2,732.16	3,363.20
增长率(%)	(10.65)	(37.60)	336.94	81.14	23.10
EBITDA(百万元)	90.04	5.81	77.68	447.51	600.34
归属母公司净利润(百万元)	41.20	(29.55)	51.74	305.45	423.65
增长率(%)	(39.61)	(171.72)	275.10	490.34	38.70
EPS(元/股)	0.57	(0.41)	0.71	4.22	5.85
市盈率(P/E)	93.92	(130.95)	74.79	12.67	9.13
市净率(P/B)	4.59	5.14	4.75	3.46	2.51
市销率(P/S)	7.00	11.21	2.57	1.42	1.15
EV/EBITDA	50.30	851.41	64.99	11.79	8.48

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 威力传动：深耕精密传动领域，24 年增速器业务开始放量	4
2. 齿轮箱：风机大型化趋势下齿轮箱需求不断提升	10
2.1. 齿轮箱：风机核心零部件，大型化驱动技术升级	10
2.2. 全球风电行业需求共振，齿轮箱市场空间广阔	12
2.3. 竞争格局：行业集中度高，公司位居前列	13
3. 公司看点：深耕减速器领域，增速器业务开拓取得突破	14
3.1. 减速器：产能落地，随着订单高增有望释放利润	14
3.2. 增速器：放量在即，看好后续经营杠杆释放利润弹性	15
盈利预测与估值	17
风险提示	18

图表目录

图 1：公司股权结构示意图（截至 2025 年一季报）	4
图 2：公司发展历程	6
图 3：公司 2022-2025 年一季度营业收入及同比增速（单位：亿元，%）	7
图 4：公司 2022-2024 年营业收入结构（单位：%）	8
图 5：公司 2022-2024 年各主营业务毛利率（单位：%）	8
图 6：公司 2022-2025 一季度综合毛利率（单位：%）	8
图 7：公司 2022-2024 年期间费用率（单位：%）	8
图 8：公司 2022-2024 年费用率（单位：%）	9
图 9：公司 2022-2025 一季度净利润及增速（单位：亿元，%）	9
图 10：公司 2022-2025 一季度净利率（单位：%）	9
图 11：公司 2022-2024 年产量及销量（单位：台）	9
图 12：公司固定资产及在建工程高增（单位：亿元）	10
图 13：主齿轮箱（左）和偏航变桨齿轮箱（右）示意图	11
图 14：2014-2024 年我国风电行业新增装机量（单位：万千瓦）	12
图 15：2024-2028 年全球各地区陆上风电新增装机容量预测（GW）	12
图 16：2024-2028 年全球各地区海上风电新增装机容量预测（GW）	12
图 17：全球风电用主齿轮箱市场收入及增长率（单位：百万美元，%）	13
图 18：中国风电用主齿轮箱市场收入及增长率（单位：百万美元，%）	13
表 1：公司部分高管及核心成员背景	4
表 2：公司风电业务及产品情况	6
表 3：公司在建/已投产产能梳理	10
表 4：双馈及半直驱齿轮箱产品对比	11
表 5：风电齿轮箱厂商全球市场占有率情况	13

表 6：公司增速器业务在研产品情况 14

表 7：公司减速器业务利润弹性测算 15

表 8：公司增速器业务在研产品情况 15

表 9：公司增速器业务毛利率预测 16

表 10：公司 2025-2027 年盈利预测 17

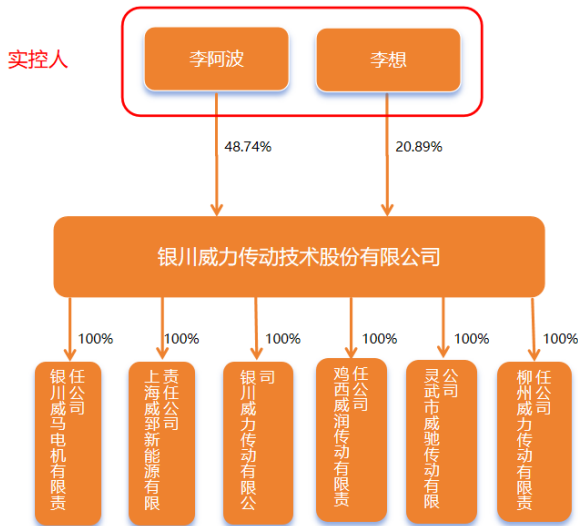
表 11：可比公司估值情况（截至 2025.6.18） 18

1. 威力传动：深耕精密传动领域，24 年增速器业务开始放量

银川威力传动技术股份有限公司前身系原银川威力减速器有限公司，公司于 2023 年 8 月上市深交所，属制造业中的通用设备制造业。公司主营业务为风电专用减速器、增速器的研发、生产和销售，主要产品包括风电偏航减速器、风电变桨减速器、风电增速器，致力于为新能源产业提供精密传动解决方案。

公司股权结构集中，实际控制人为李想和李阿波，两人合计持有公司 69.63%股份。其中，李阿波先生是公司第一大股东，持股比例为 48.74%。

图 1：公司股权结构示意图（截至 2025 年一季度）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

公司的核心成员专业领域范围广，涉及机械制造、金融财务等多个相关领域。2024 年 11 月起，李想担任公司董事长；李阿波、甘倍仪、常晓薇担任公司董事；常晓薇担任公司总经理；甘倍仪、周建林担任公司副总经理，进入公司前已有丰富的行业相关经验。

表 1：公司部分高管及核心成员背景

姓名	职务	背景
李想	董事长	英国克兰菲尔德大学金融学和管理学硕士学位。2008 年 9 月-2011 年 11 月，任美国毕德投资咨询(上海)有限公司投资经理;2003 年 10 月-2016 年 11 月，任银川威力减速器有限公司监事;2016 年 12 月-至今，任银川威力传动技术股份有限公司董事、总经理;2019 年 8 月-2021 年 7 月，任银川威马电机有限责任公司总经理;2023 年 12 月至今，任上海威郅新能源有限责任公司执行董事、总经理。
李阿波	董事	北京科技大学冶金机械专业学士学位。1980 年 8 月-1988 年 5 月，任银川起重机器厂减速器研究所员工;1988 年 6 月-1992 年 1 月，任全国传动部件减速器行业协会副秘书长、宁夏减速器研究所设计室主任、银川减速器销售科科长;1992 年 2 月-1994 年 5 月，任北京膨胀节厂副厂长;1994 年 6 月-2003 年 9 月，任内蒙古兴华机械制造厂西北销售公司经理;2003 年 10 月-2016 年 11 月，任银川威力减速器有限公司执行董事、总经理、总工程师;2016 年 12 月至 2024 年 11 月，任银川威力传动技术股份有限公司董事长;2024 年 11 月至今，任银川威力传动技术股份有限公司董事。
甘倍仪	董事、副总经理	上海交通大学外国语言学及应用语言学专业硕士学位。2008 年 9 月-2011 年 5 月，任普华永道会计师事务所高级税务师;2011 年 5 月-2012 年 8 月，任联合利华（合肥）服务有限公司上海分公司高级税务师;2012 年 9 月-2016

		年 11 月，任银川威力减速器有限公司质量部主管；2016 年 12 月-2018 年 8 月，任银川威力传动技术股份有限公司采购部主管；2016 年 12 月至今任银川威力传动技术股份有限公司董事；2018 年 8 月-2020 年 9 月，任银川威力传动技术股份有限公司董事会秘书；2021 年 10 月至今，任银川威力传动技术股份有限公司风险管控中心总监兼价格办主任；2023 年 11 月-2024 年 2 月，任银川威力传动技术股份有限公司代执董事会秘书。
常晓薇	董事、总经理	宁夏理工学院机械制造及电气自动化专业学士学位，中级工程师职称。1995 年 7 月-1999 年 12 月，任宁夏吴忠仪表公司加工中心操作工；2000 年 1 月-2009 年 11 月，任宁夏银星能源股份有限公司直动阀事业部工艺室主任、部长；2009 年 12 月至 2019 年 12 月，任宁夏银星能源风电设备制造有限公司副总经理、总经理；2020 年 2 月至今，任银川威力传动技术股份有限公司副总经理；2020 年 9 月至今，任银川威力传动技术股份有限公司董事；2024 年 11 月至今，任银川威力传动有限公司董事、总经理。
周建林	副总经理，董事会秘书	西安交通大学金融学学士学位，中级经济师职称，国家人力资源管理师，董秘资格证，独董资格证，基金从业资格证，证券从业资格证。2007 年 12 月至 2016 年 8 月历任新疆天山水泥股份有限公司人力资源部主管，董事会办公室主管，证券事务代表，助理，副主任，主任；2016 年 8 月至 2018 年 5 月任中信国安葡萄酒业股份有限公司证券投资部经理兼证券事务代表；2018 年 5 月至 2019 年 9 月任新疆机械研究院股份有限公司董事会秘书；2019 年 12 月至 2021 年 8 月任新疆汇嘉时代百货股份有限公司副总经理，董事会秘书；2021 年 9 月至 2023 年 6 月任德展大健康股份有限公司董事会秘书。

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

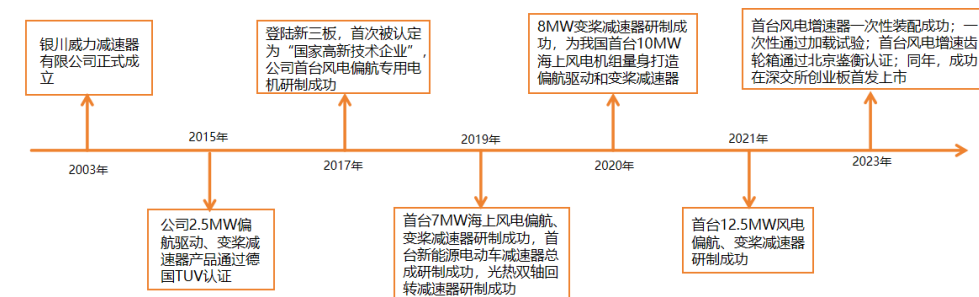
公司深耕精密传动领域二十余年，凝聚了行业优秀人才，持续投入技术研发，积累了丰富的经验和技 术，自主研制多种型号风电偏航减速器、风电变桨减速器、风电增速器产品，能够适应不同风力资源和环境条件，**连续多年在国内风电减速器市场中占据前列位置。**

公司是国家高新技术企业，通过自主研发、持续创新逐渐掌握多项核心技术，核心技术均具有自主知识产权。公司对风电减速器结构设计、传动效率、工艺精度、疲劳寿命、噪声抑制等方面持续进行研发投入，同时注重风电增速器、工程机械回转减速器、行走减速器、新能源汽车变速箱、电机控制器等新产品的研发，并形成丰富的研发成果。

公司重要发展时点包括：

- 1) 2003 年，银川威力减速器有限公司正式成立；
- 2) 2016 年，完成股改，公司名称变更为“银川威力传动技术股份有限公司”；
- 3) 2017 年，登陆新三板，首次被认定为“国家高新技术企业”，公司首台风电偏航专用电机研制成功；
- 4) 2019 年，首台 7MW 海上风电偏航、变桨减速器研制成功，首台新能源电动车减速器总成研制成功，光热双轴回转减速器研制成功；
- 5) 2020 年，8MW 变桨减速器研制成功，同时当年公司为时属全球第二大、亚洲最大，有“大国重器”之誉的我国首台 10MW 海上风电机组量身打造偏航驱动和变桨减速器，填补了国内大功率海上风电减速器的空白；
- 6) 2023 年，首台风电增速器一次性装配成功；一次性通过加载试验，顺利下线；首台风电增速齿轮箱 Z5503A 通过北京鉴衡认证；同年，成功在深交所创业板首发上市。

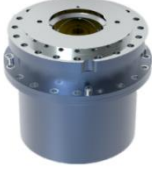
图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司主营业务为风电专用减速器、增速器的研发、生产和销售，主要产品包括风电偏航减速器、风电变桨减速器、风电增速器、工程机械回转系列减速器、工程机械行走系列减速器、工程机械卷扬系列减速器、光热回转驱动、电驱动总成。

表 2：公司风电业务及产品情况

产品名称	产品示意图	产品特性
风力发电偏航减速器		采用多级行星齿轮传动结构，速比覆盖范围广、承载能力大、传动效率高。偏航减速器强度按照 GL2016 设计标准，现有产品已覆盖陆上和海上 1~17MW 各类型风力发电机组的使用要求，亦可根据客户特殊要求设计开发满足客户要求的新产品。
风力发电变桨减速器		采用三级行星齿轮传动，承载能力大，传递效率高。变桨减速器强度按照 GL2016、IEC61400 标准设计，现有产品已覆盖陆上和海上 1~17MW 各类型风力发电机组的使用要求，亦可根据客户特殊要求设计开发满足客户要求的新产品。
工程机械回转系列减速器		结构紧凑，承载能力大，可靠性及稳定性高。设计标准符合欧盟标准（FEM）M5/T5 L2 要求。现有产品覆盖大、中、小全系列轮式和履带式挖掘机、起重机等工程设备，亦可根据客户特殊要求设计开发满足客户要求的新产品。
工程机械行走系列减速器		结构紧凑，承载能力大，可靠性及稳定性高。设计标准符合欧盟标准（FEM）M5/T5 L2 要求。现有产品已覆盖各种车轮或履带类移动设备，亦可根据客户特殊要求设计开发满足客户要求的新产品。
工程机械卷扬系列减速器		卷扬系列减速器结构紧凑，承载能力大，可靠性及稳定性高，直接安装于卷筒内部，节省空间。设计标准符合欧盟标准（FEM）M5/T5 L2。现有产品已覆盖各类卷扬起升装置，亦可根据客户特殊要求设计开发满足客户要求的新产品。

光热回转驱动



塔式光热回转驱动由方位角减速机和俯仰角减速机组成。一体式或分体式结构的方位角减速机和俯仰角减速机均能 0~360° 的往复旋转运动；可实现大速比、高效率运行，全方位跟踪太阳，精确定位。

电驱动总成

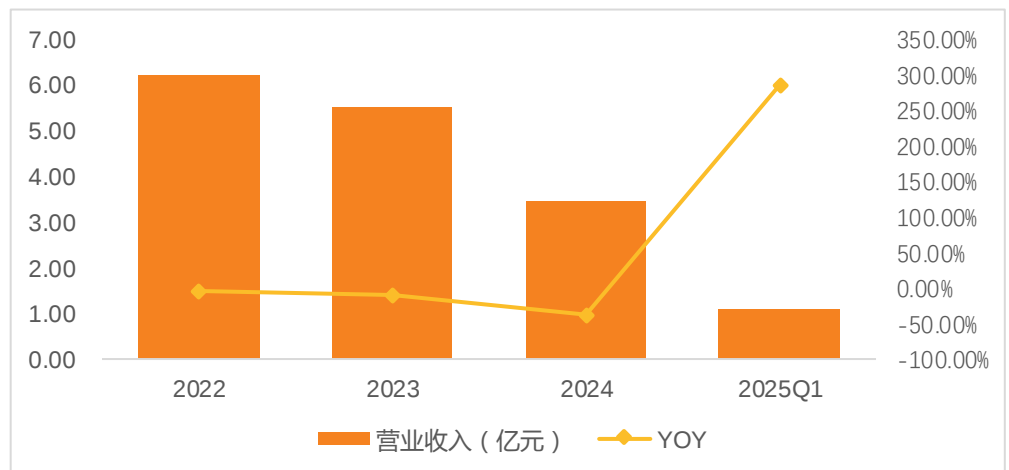


电驱动系统作为电动汽车的核心，随着新能源汽车的发展，OEM 对于电驱动要求越来越高。秉持“三高一低”（高性能、高集成度、高品质、低成本）的原则，帮助和配合 OEM 解决电驱动系统的痛点。系统思维，自上而下开发。从整车的角度考虑整车对于电驱动系统的需求，更好的匹配整车及应用。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司 2022-2025 年一季度分别实现收入 6.19/5.53/3.45/1.10 亿元，同比增速分别为 -3.17%/-10.65%/-37.60%/284.46%。22-24 年整体呈下降趋势，主要系客户技术路线转变导致的产品更新迭代及市场竞争加剧等因素。25Q1 明显反弹，主要原因系市场份额增加，公司产品销量大幅增加。

图 3：公司 2022-2025 年一季度营业收入及同比增速（单位：亿元，%）

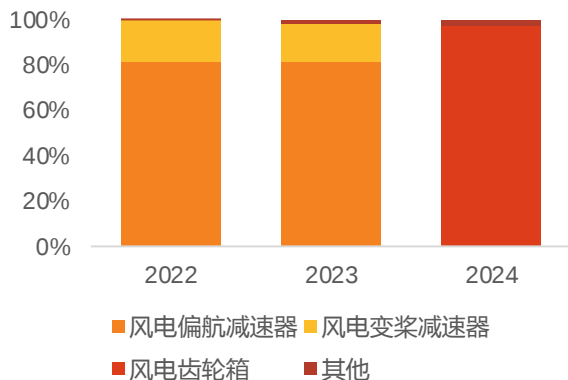


资料来源：Wind，天风证券研究所

分业务看，公司的主营业务为风电偏航减速器、风电变桨减速器、风电齿轮箱等，其中风电偏航减速器和风电齿轮箱为核心业务，近三年主营业务收入占比均在 80%以上。公司风电偏航减速器业务 2022-2023 年的营收占比分别为 81.23%/80.91%，风电齿轮箱业务 2024 年营收占比为 97.18%。

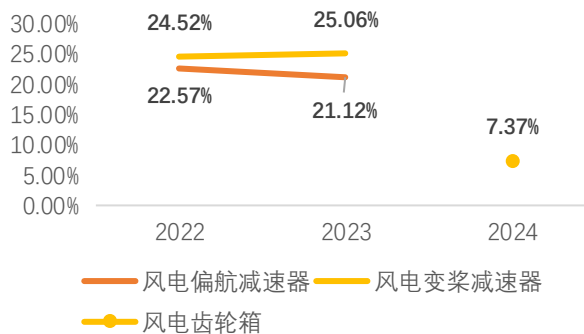
- **风电偏航减速器业务：**2022-2023 年业务营收分别为 5.03/4.48 亿元，毛利率分别为 22.57%/21.12%。
- **风电变桨减速器业务：**2022-2023 年业务营收分别为 1.14/0.90 亿元，毛利率分别为 24.52%/25.06%。
- **风电齿轮箱业务：**2024 年业务营收分别为 3.35 亿元，毛利率为 7.37%，下降趋势明显。

图 4：公司 2022-2024 年营业收入结构（单位：%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司 2022-2024 年各主营业务毛利率（单位：%）

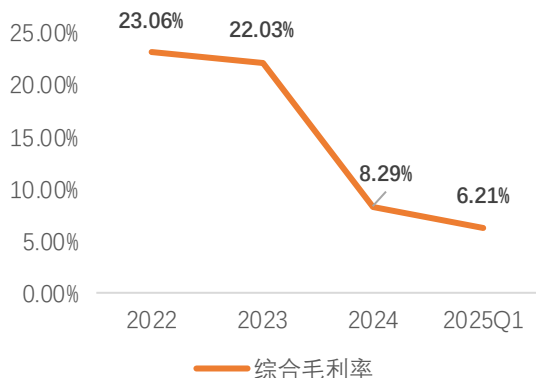


资料来源：公司公告，天风证券研究所

通过长期的行业深耕和积累，公司与下游知名风机制造商客户建立了良好的业务合作关系，积累了较多的优质客户资源。公司已成为金风科技、东方风电、远景能源、湖南兴蓝、运达股份、明阳智能、中车风电、三一重能等国内知名风电企业的重要供应商，成功进入西门子-歌美飒、德国恩德、德国 EUnion、印度阿达尼等国外知名风电企业的合格供应商名录。

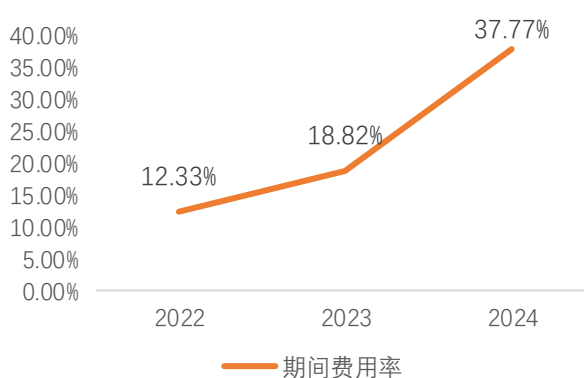
盈利能力方面，2022 年-2025 年一季度公司毛利率分别为 23.06%/22.03%/8.29%/6.21%，2022 年起整体下降明显。受风电行业市场竞争加剧的影响，风电产业链下游降本压力向上游供应商传导，公司利润空间受压，影响了公司整体的盈利空间和毛利率水平。

图 6：公司 2022-2025 一季度综合毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司 2022-2024 年期间费用率（单位：%）

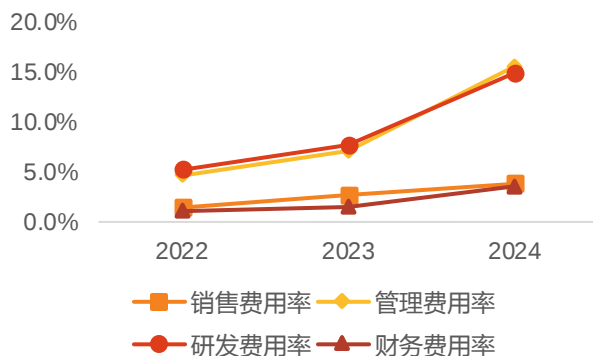


资料来源：公司公告，ifind，天风证券研究所

公司期间费用率上升趋势显著，2024 年达 37.77%。2022-2024 年，公司期间费用率分别为 12.33%/18.82%/37.77%，主要系公司管理费用和研发费用的大幅增长。为增速器智慧工厂储备人才，公司 24 年新增约 400 名员工，导致工资及福利费用上升。

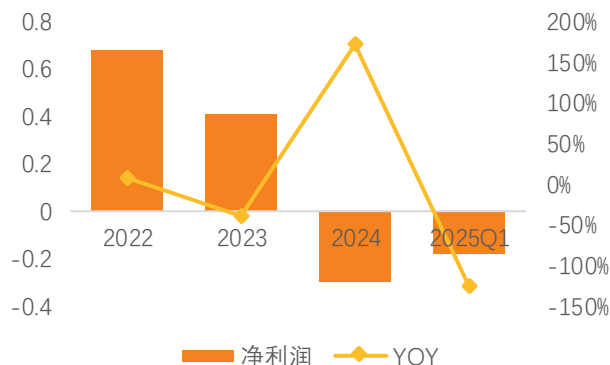
2022-2024 年公司研发费用支出分别为 3220.68、4255.96、5134.78 万元，2023、2024 年分别同比增长 32.14%/20.65%，研发费用金额整体呈现上升趋势。公司高度重视核心技术的研发及开发工作，截至 2024 年 12 月 31 日公司共拥有 197 项授权专利（其中发明专利 31 项），公司研发人员共 203 人，本科及以上学历研发人员占比约为 97.54%，研发团队学历背景良好。

图 8：公司 2022-2024 年费用率（单位：%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司 2022-2025 一季度净利润及增速（单位：亿元，%）



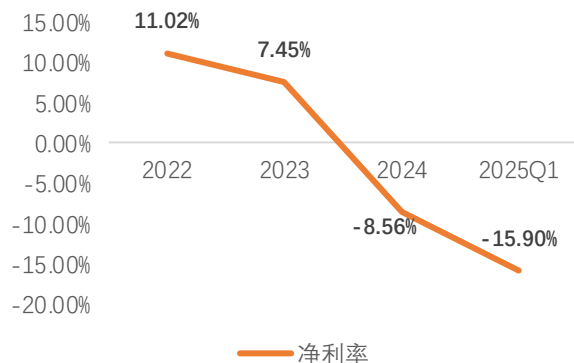
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2022-2025 一季度公司实现净利润为 0.68/0.41/-0.30/-0.18 亿元，2022/2023/2024/2025Q1 分别实现同比 7%/-40%/-172%/-126%的增速；净利率分别为 11.02%/7.45%/-8.56%/-15.90%。2024 年净利润和净利率下降幅度较大，原因主要有以下三点：

- 1) 受风电行业市场竞争加剧的影响，风电产业链下游降本压力向上游供应商传导，公司利润空间受压。
- 2) 在风机大型化趋势及市场竞争的压力下，下游客户为进一步提高风机效率、降低成本，要求上游供应商配合实施改型，同时对上游供应商提出了更高的载荷要求、质量要求，风电行业供应链中的产品需要较长的设计、开模及验证周期，影响了整体主机吊装进度，对公司产品交付进度产生一定影响。
- 3) 由于为增速器智慧工厂储备人才，公司新增约 400 名员工，导致工资及福利费用上升，本期期间费用增加，对公司盈利水平产生了一定影响。

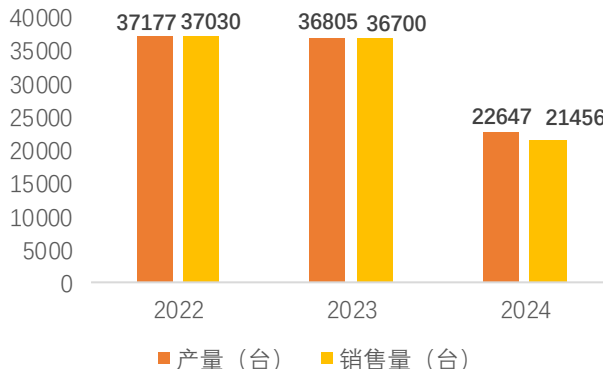
2022-2024 年，公司减速器产量为 37177/36805/22647 台；公司减速器销售量为 37030/36700/21456 台。因公司客户技术路线转变，产品更新迭代及市场竞争加剧等多重因素叠加影响，公司 2024 年减速器销售量相比 2023 年同比下降 41.54%。受销售量变化影响，2024 年减速器生产量相比上年同期下降 38.47%。为提升竞争力及盈利水平，公司积极调整销售策略，部分产品库存有所增加，与上年年末相比，库存量增加 47.56%。

图 10：公司 2022-2025 一季度净利率（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：公司 2022-2024 年产量及销量（单位：台）

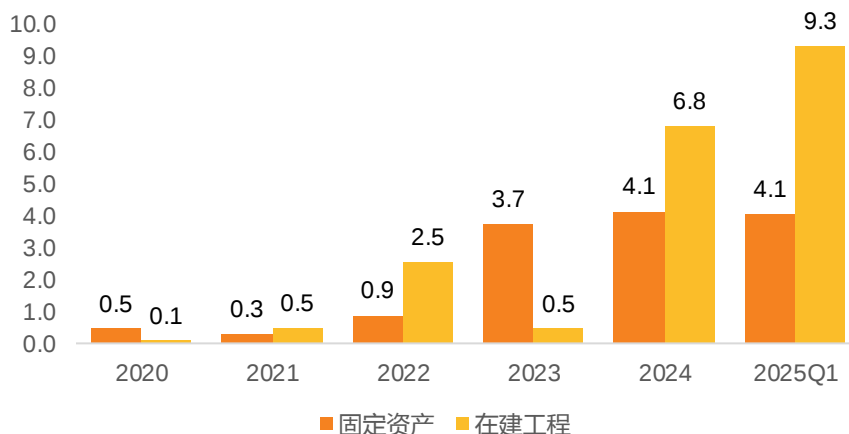


资料来源：公司公告，天风证券研究所

减速器：公司 IPO 募集资金净额为 5.55 亿元，主要用于精密风电减速器生产建设项目、研发中心建设项目，均于 2024 年底建成投产。

增速器智慧工厂：总投资约 50 亿元（以实际投资额为准），其中固定资产投资 36 亿元，分两期实施“风电增速器智慧工厂项目”。其中，一期为建设用地投入、生产厂房建设、设备产线配置及前期生产投入，二期为产能提升及相关设备投入。项目于 2025 年 12 月底前完成一期建设并投产，2028 年 12 月 31 日前完成第二期投资并达产（项目建设期为预计情况，以实际情况为准）。

图 12：公司固定资产及在建工程高增（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：公司在建/已投产产能梳理

项目名称	截至 24 年底累计实际投入金额 (亿元)	项目进度	项目总投资 (亿元)	备注
精密风电增速器生产建设项目	3.68	100.00%	3.68	已建成
研发中心建设项目	1.05	100.00%	1.05	已建成
风电增速器智慧工厂	6.51	33.54%	50	分两期实施“风电增速器智慧工厂项目”

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 齿轮箱：风机大型化趋势下齿轮箱需求不断提升

2.1. 齿轮箱：风机核心零部件，大型化驱动技术升级

风力发电主要包括风电机组、风电支撑基础以及输电控制系统三大部分，其中风电机组主要由主齿轮箱、发电机、叶片、轴承等部件组成。风电主齿轮箱是连接风轮（叶片）和发电机的关键部件，其主要作用是将风轮在风力作用下所产生的动力传递给发电机并匹配发电机需要的转速。齿轮箱的原材料主要包括钢材、合金材料、润滑油等；需要用到的零部件主要包括轴承、齿轮等。风电主齿轮箱占风机总成本的比重为 10%-15% 左右。

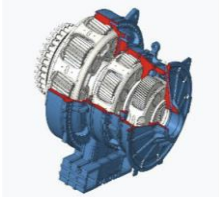
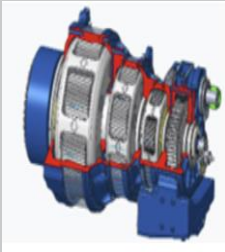
图 13：主齿轮箱（左）和偏航变桨齿轮箱（右）示意图



资料来源：中国传动官网，天风证券研究所

当前主流的风电机组传动系统技术路线主要有三种：高速传动、中速传动和直驱传动系统。其中，高速传动系统和中速传动系统结构需有齿轮箱。高速传动机组采用齿轮箱将风轮转速升高，发电机定子直接与电网相连，绕线转子通过变频器与电网相连的结构，具有尺寸较小、重量较轻、造价较低的特点。中速传动机组采用一级或两级增速齿轮箱，多极同步发电机全容量变流的结构，具有结构简单、运行与维护成本低的特点。

表 4：双馈及半直驱齿轮箱产品对比

产品图示	功率范围	传动比	转速	扭矩	特点
中速传动 (半直驱) 	4.55MW-22MW	最大 90	400~680rpm	最大 38,518kNm	2 至 3 级行星，无高速平行级，结构紧凑，相应风电机组主要采用中速永磁电机
高速传动 (双馈) 	1.5MW-15MW	最大 255	1100~1820rpm	最大 24,300kNm	2 至 3 级行星，有高速平行级，输出转速高，结构相对复杂，相应风电机组的变流器和发电机成本相对较低

资料来源：德力佳招股说明书，天风证券研究所

据智研咨询，目前风电齿轮箱呈现重载化和轻量化的发展趋势：

1) 齿轮箱设计需能承受更高的扭矩和载荷，确保大型风电机组的稳定运行。业内正通过采用先进的齿轮传动技术和高强度材料，如行星齿轮传动系统和优质合金钢，来提升齿轮箱的承载能力和传动效率。

2) 通过优化设计齿轮传动系统，采用更合理的齿轮参数和先进的润滑技术，风电齿轮箱的传动效率得到显著提升。轻量化设计通过采用高强度、低密度的新材料，如碳纤维复合材料，以及优化结构设计，如空心轴和薄壁箱体，有效减轻了齿轮箱的重量，降低了制造成本和运输安装难度。

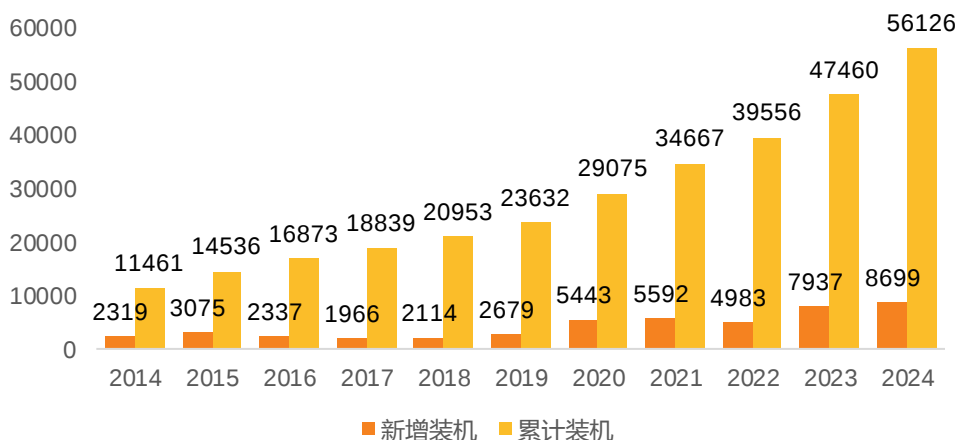
滑动轴承技术顺应齿轮箱重载化和轻量化趋势，将是未来发展方向。其一，鉴于风电机组运行工况的复杂性，风电齿轮箱行星轮滚动轴承存在较高概率的失效，主要表现为滚动轴承的白蚀裂纹(WEC)以及表面剥落等典型失效模式，其在零部件故障统计中占比居首位；其二，理论分析与实验数据表明，滑动轴承在摩擦学性能与承载特性方面的优势，可有效提升系统运行稳定性并降低全生命周期维护成本；其三，技术参数对比显示，**滑动轴承在同等承载能力下较滚动轴承缩减超过 20%的径向尺寸**，其优异的载荷适应性为齿轮箱轻量化与模块化设计提供了技术可行性，进而形成显著的成本优化空间。

2.2. 全球风电行业需求共振，齿轮箱市场空间广阔

中国可再生能源学会风能专业委员会发布的《2024 年中国风电吊装容量统计简报》显示，2024 年全国（除港、澳、台地区外）新增装机 14,388 台，容量 8,699 万千瓦，同比增长 9.6%；其中，陆上风电新增装机容量 8,137 万千瓦，占全部新增装机容量的 93.5%，海上风电新增装机容量 561.9 万千瓦，占全部新增装机容量的 6.5%。

在全球能源转型持续深化的 2024 年，国家“双碳”目标深化落地，风电行业在政策推动与技术创新双重力量的驱动下实现了快速发展。根据国家能源局于 2024 年 3 月发布的《2024 年能源工作指导意见》，非化石能源发电装机占比提升至 55%左右，风电和太阳能发电量占全国总发电量的比例超过了 17%。这不仅为产业链上下游企业带来了巨大的市场机遇，也促进了清洁能源的发展。截至 2024 年底，全国风电累计装机容量达到了约 5.6 亿千瓦，增幅为 18%。

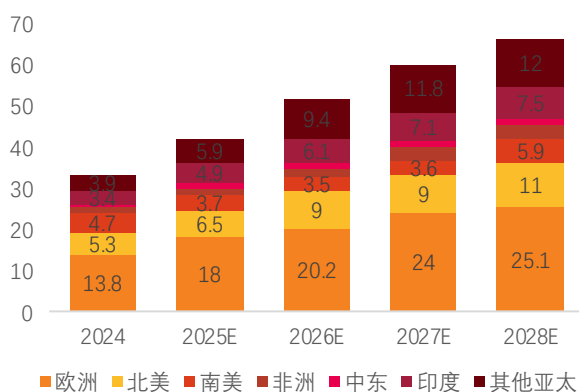
图 14：2014-2024 年我国风电行业新增装机量（单位：万千瓦）



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

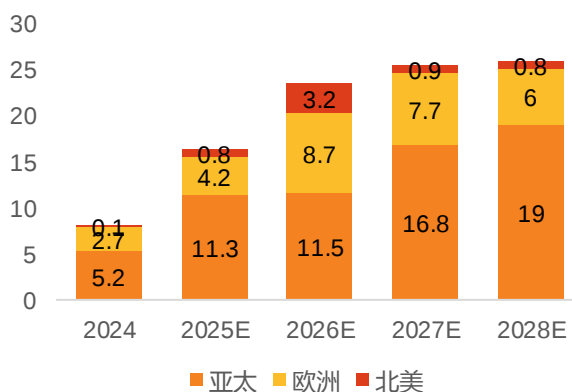
全球风电产业正迈入新一轮扩张周期，技术创新与政策扶持共同推动行业加速发展。2025 年 4 月全球风能理事会（GWEC）发布了《2025 全球风能报告》，GWEC 预测 2024-2030 年风电行业新增装机容量复合年平均增长率为 8.8%，到 2030 年全球风能容量将增加 981 GW。具体地 2025-2030 年新增装机容量分别为 138、140、160、167、183、194GW，其中海上风电新增装机将从 2025 年的 16 GW 增加到 34 GW，到 2030 年，海上风电将从占全部新增装机容量的 11.8%上升到 17.5%。

图 15：2024-2028 年全球各地区陆上风电新增装机容量预测（GW）



资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

图 16：2024-2028 年全球各地区海上风电新增装机容量预测（GW）

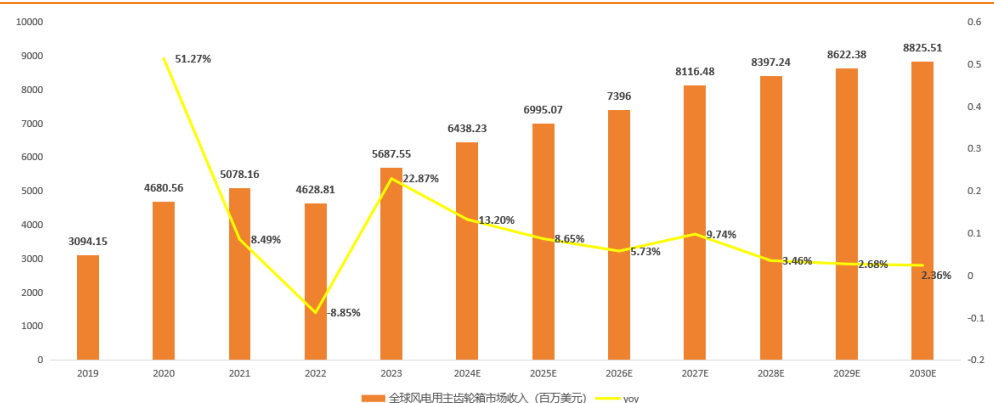


资料来源：风能专委会 CWEA 公众号，天风证券研究所

受益于下游风电行业的飞速发展，风电主齿轮箱市场容量逐年扩张。根据 QY Research 统计数据，2023 年全球风电用主齿轮箱市场规模大约为 56.88 亿美元，预计 2030 年将达到

88.26 亿美元，2024 年-2030 年期间年复合增长率高达 5.40%。

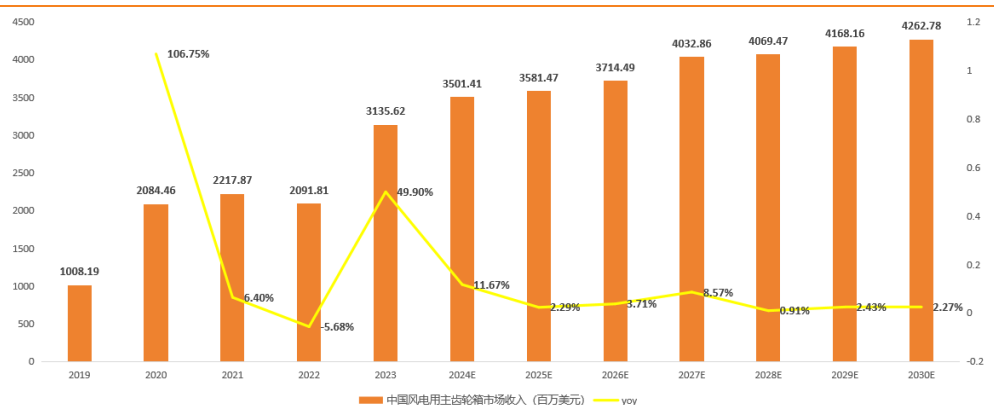
图 17：全球风电用主齿轮箱市场收入及增长率（单位：百万美元，%）



资料来源：德力佳公司公告、QY Research，天风证券研究所

根据 QY Research 统计数据，2023 年中国风电用主齿轮箱市场规模大约为 31.36 亿美元，预计 2030 年将达到 42.63 亿美元，2024 年-2030 年期间年复合增长率高达 3.33%。

图 18：中国风电用主齿轮箱市场收入及增长率(单位：百万美元，%)



资料来源：德力佳公司公告、QY Research，天风证券研究所

2.3. 竞争格局：行业集中度高，公司位居前列

由于风电主齿轮箱技术、资金、客户资源等行业壁垒较高，其行业集中度也相对较高。根据 QY Research 统计数据，2022、2023 年风电齿轮箱厂商全球市场占有率前四名均被南高齿、威能极、采埃孚、德力佳等四家公司包揽。作为齿轮箱行业的有力竞争者，德力佳 2024 年销量 15719.06MW，yoy+6.01%，营收 36.78 亿元；中国高速传动 2024 年风电齿轮传动设备业务营收 149.93 亿元，yoy+0.7%。

表 5：风电齿轮箱厂商全球市场占有率情况

公司名称	2022 年全球市场占有率	公司名称	2023 年全球市场占有率
南高齿	38.30%	南高齿	34.96%
威能极	14.55%	威能极	14.40%
采埃孚	11.29%	德力佳	12.77%
德力佳	11.24%	采埃孚	10.32%
前四名合计	75.38%	前四名合计	72.45%

资料来源：德力佳公司公告，天风证券研究所

减速器：公司深耕精密传动领域二十余年，凝聚了行业优秀人才，持续投入技术研发，积累了丰富的经验和技術，自主研制多种型号风电偏航减速器、风电变桨减速器、风电增速

器产品，能够适应不同风力资源和环境条件，连续多年在国内风电减速器市场中占据前列位置，其中，2020 年公司市场份额位居国内厂商第三名。

3. 公司看点：深耕减速器领域，增速器业务开拓取得突破

3.1. 减速器：产能落地，随着订单高增有望释放利润

公司风电减速器产品属于多级传动行星减速器（风电偏航减速器一般为四级行星传动，风电变桨减速器一般为三级行星传动），由箱体、开式齿轮、多级传动齿轮组、轴承、轴套、密封圈等众多零部件组成，零部件需经过半精车、热处理、精车、制齿、钻镗等多工序加工，为保证产品具有较高质量水平及稳定性、较长使用寿命，需提高制造工艺精度进而控制零部件尺寸公差、形位公差。

公司率先采用五轴数控加工中心，实现多工序一体化生产；并通过产品结构改进、工艺顺序优化、工装夹具研制创新等方式，实现多级齿轮组的同轴度、箱体结合面的平行度以及其他零部件的形位公差要求，有效保证产品主要零部件满足GB6级精度要求。

针对减速器产成品，公司自主研发设计并具有自主知识产权的风电减速器试验台，不仅能够模拟实际运行工况，而且能够满足型式试验、疲劳试验、破坏性试验等多种试验要求，有效保证公司产品的质量水平及可靠性。公司已通过ISO9001与IATF16949国际质量管理体系认证，并始终在产品结构设计、原材料选择、制造工艺优化等方面追求卓越。

生产成本方面，公司从研发、生产阶段不断提高成本控制能力，形成了较强的成本控制优势。研发阶段，公司对风电减速器内部结构设计不断优化，产品扭矩密度达到300Nm/Kg，更高的扭矩密度意味着在相同输出功率和扭矩的情况下，减速器的质量和体积更小、零部件数量更少，从而为成本控制提供有力保障。生产阶段，公司通过持续的工艺优化、制程改进、设备升级，不断降低生产环节单位产品的时间耗用、人工占用及材料成本，从而降低公司的整体生产成本。

表 6：公司减速器业务在研产品情况（截至 2024 年底）

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到目标	预计对公司未来发展的影响
48 吨模块车行走减速器研发	拓展新领域产品，实现批量销售	研究阶段	市场认可，形成销售	丰富公司产品类型，提高销售额
风力发电机高功率密度偏航减速器优化	通过轻量化设计，使减速器整机重量减低，提高产品功率密度，实现偏航减速器“降本增效”	小试阶段	降低成本	提升市场竞争力
滚花压装工艺研究	偏航变桨减速器从上机体、支撑体和下机体结构向壳体、内齿圈和下机体结构方向设计，壳体、内齿圈和下机体结构省去了支撑体以及支撑体与下机体连接的螺栓与定位销，降低了高度和重量，壳体材料和内齿圈结构的调整降本显著	完成年度开发任务	降低偏航变桨减速器生产成本，提高生产效率、提高装配稳定性，应对减速器设计改造造成的生产压力	降低生产成本，提升市场竞争力
风力发电机用偏航减速器平台化机型研制	通过增加或减少偏航减速器的数量，来满足不同功率风力发电机所受的载荷，并且可以适用于不同的整机企业，减少新机型的开发，减少工装、刀具的浪费，降低采购成本，缩短交付周期，有利于质量控制，进一步整合资源，实现精益生产，提升公司在减速器领域的核心竞争力	研究阶段	对偏航减速器进行统型设计	降低成本，缩短交付周期
行星减速器太	通过对太阳轮硫化工艺的研究，提高太阳	研究阶段	提高产品可靠性	降低售后成本

阳轮硫化工艺 轮的承载能力，降低太阳轮失效风险
的应用研究

资料来源：公司公告，天风证券研究所

精密风电减速器生产建设项目通过完备的信息化系统实现系统化的管理，打通生产订单下达、生产基础信息准备和下达、生产物资准备和物流、设备运行和管理、工序流转及外协、质量控制和过程控制等全流程。目前公司已建立PLM系统（产品生命周期管理系统）、ERP系统（企业资源计划管理系统）、MES系统（制造执行系统）和DNC系统（工业设备物联网管理系统），打通了生产管理全过程。

从未来盈利角度看，在2025年销量快速提升的背景下，公司的单台制造及人工费用将明显下降，预计2025年减速器业务毛利率可修复至16.6%，较24年提升11pcts。

表 7：公司减速器业务利润弹性测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
减速器收入 (亿元)	4.96	6.38	6.17	5.38	2.60	7.48	7.98
减速器毛利率	28%	24%	23%	22%	6%	16.6%	17.5%
销量(台)	22372	32946	37030	36700	21456	65000	71500
单价(万元/台)	2.22	1.94	1.67	1.47	1.21	1.15	1.12
减速器成本 (亿元)	3.56	4.82	4.76	4.21	2.43	6.24	6.58
——直接材料	3.12	4.24	4.18	3.58	1.87	5.53	5.93
——直接人工	0.14	0.22	0.21	0.26	0.11	0.20	0.14
——制造费用	0.17	0.25	0.27	0.30	0.42	0.42	0.42
当年折旧		0.03	0.11	0.20	0.32		
——加工费	0.07	0.04	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
——运输成本	0.04	0.07	0.07	0.07	0.04	0.10	0.09
单台成本(万元)	1.59	1.46	1.28	1.15	1.13	0.96	0.92
——直接材料	1.40	1.29	1.13	0.98	0.87	0.85	0.83
——直接人工	0.06	0.07	0.06	0.07	0.05	0.03	0.02
——制造费用	0.08	0.08	0.07	0.08	0.20	0.06	0.06
——加工费	0.03	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
——运输成本	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01

资料来源：Wind、同花顺 iFind、公司公告，天风证券研究所

3.2. 增速器：放量在即，看好后续经营杠杆释放利润弹性

风电增速器是风力发电机组科技含量最高的核心部件。增速器属于多级传动，其一般由行星齿轮机构、平行齿轮机构、箱体、轴承、螺栓、销等多种零部件装配而成。

公司研制的增速器具有啮合平稳、噪声小、密封性能好、效率高、重量轻、成本低等优势，得益于公司领先的技术与工艺：齿轮使用优质的合金钢材料，采用渗碳淬火、感应淬火及氮化等热处理工艺，提升齿轮的耐磨性和疲劳寿命；采用数控磨齿、硬齿面加工等先进工艺，使外齿轮精度可达 5 级、内齿轮精度可达 7 级，确保低噪音、高效率传动；铸件采用耐低温冲击材料，关键部位 UT 探伤、MT 探伤按照 1 级执行、加工精度可达 5 级。

表 8：公司增速器业务在研产品情况

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到目标	预计对公司未来发展的影响
6.25 兆瓦半直驱集成式增速器研制	通过后集成、多分流的技术路线，解决当前传统传动链集成度低及半直驱增速器润滑、密封性能不足等关键技术难题，显著降低用户机组的建造成本，推动风力发电技术升级、推动风电行业陆上大兆瓦机型的快速发展	样机试制阶段	按期完成 6.25 兆瓦半直驱集成式增速器样机研制，形成销售	开发新产品，提升市场竞争力
陆上风力发电机 8 兆瓦集成式高速双馈增速器研发	以研制满足 8 兆瓦大功率陆上风力发电机要求的高性能、低成本的增速器为目标，采用前集成、多分流的技术路线，解决当前集成式增速器均载性能降低，润滑、密封性能不足等关键技术难题，推动风力发电机增速器产品迭代升级	样机试制阶段	按期完成 8 兆瓦集成式高速双馈增速器样机研制，形成销售	开发新产品，提升市场竞争力

资料来源：威力传动 24 年年报，天风证券研究所

公司积极开拓优质主机客户，寻求合作。2024 年 10 月 17 日，公司与金风科技正式签署了全面合作战略协议及联合开发合作协议，双方将通过资源整合、技术共享以及市场协同等措施，全面提升研发创新能力、生产制造效率、市场推广力度及客户服务品质，共同促进全球风能行业的可持续发展。

增速器智慧工厂：总投资约 50 亿元（以实际投资额为准），其中固定资产投资 36 亿元，分两期实施“风电增速器智慧工厂项目”。其中，一期为建设用地投入、生产厂房建设、设备产线配置及前期生产投入，二期为产能提升及相关设备投入。项目于 2025 年 12 月底前完成一期建设并投产，2028 年 12 月 31 日前完成第二期投资并达产（项目建设期为预计情况，以实际情况为准）。

由于公司的增速器业务属于新开拓业务，在此我们选取德力佳公司的增速器业务情况作为参照，对公司该业务未来毛利率进行预测。虽然二者在主营业务产品、竞争状况等方面存在一定差异，但其所属行业、应用领域、客户类型与公司具有一定可比性。**经测算，预计公司未来三年增速器业务毛利率分别为 5%/23%/23%。**

表 9：公司增速器业务毛利率预测

	2024E	2025E	2026E	2027E
增速器				
增速器收入（亿元）	0.75	7.5	19.2	24.9
增速器毛利率	11%	5%	23%	23%
增速器出货量（台）		500	1350	1800
单价（万元/台）		150	143	138
 增速器成本（亿元）		7.2	14.9	19.1
——直接材料		4.0	10.5	13.5
——直接人工		1.0	1.2	1.3
——制造费用		1.8	2.1	2.8
——售后服务费		0.4	1.1	1.4
 单台成本（万元）		143.0	110.0	106.2
——直接材料		80.0	77.6	75.3
——直接人工		20.0	8.9	7.3
——制造费用		35.0	15.6	15.6

——售后服务费

8.0

8.0

8.0

资料来源：德力佳招股说明书、公司公告、Wind，天风证券研究所

盈利预测与估值

公司为齿轮箱稀缺标的，依托减速器业务技术布局及客户基础，公司转型增速器业务，打开公司成长天花板，基于以上分析，我们假设公司未来三年总营收同比增速分别为336.9%/81.1%/23.1%，我们预计公司2025-2027年总营收分别为15.1/27.3/33.6亿元，归母净利润分别为0.52/3.05/4.24亿元，同比增长275.1%/490.3%/38.7%，PE分别为74.8、12.7、9.1倍。

采用相对估值法对公司进行估值，考虑到公司核心业务为风机齿轮箱业务，我们选取新强联、日月股份、广大特材为可比公司，考虑到2026年公司齿轮箱业务或将大规模放量，参考可比公司平均估值，给予18倍PE，目标价75.96元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：公司 2025-2027 年盈利预测

业绩拆分	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入（亿元）	6.39	6.19	5.53	3.45	15.08	27.32	33.63
YOY		-3.17%	-10.65%	-37.60%	336.94%	81.14%	23.10%
总毛利率	24.6%	23.1%	22.0%	8.3%	10.82%	21.30%	21.78%
一、减速器							
收入（亿元）	6.38	6.17	5.38	2.6	7.48	7.98	8.65
-偏航减速器	5.32	5.03	4.48				
-变桨减速器	1.06	1.14	0.9				
毛利率	24.40%	22.90%	21.80%	6.40%	16.60%	17.50%	17.50%
-偏航减速器	24.20%	22.60%	21.10%				
-变桨减速器	25.70%	24.50%	25.10%				
销量（台）	32946	37030	36700	21456	65000	71500	78650
单价（万元/台）	1.9	1.7	1.5	1.2	1.2	1.1	1.1
二、增速器							
收入（亿元）				0.75	7.50	19.24	24.88
毛利率				10.55%	4.67%	22.78%	23.20%
销量（台）				50	500	1350	1800
单价（万元/台）				150	150	143	138
三、其他业务							
收入（亿元）	0.01	0.02	0.15	0.1	0.1	0.1	0.1
毛利率	87.40%	59.30%	30.60%	39.90%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 11：可比公司估值情况（截至 2025.6.27）

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
300850.SZ	新强联	127.6	0.7	4.8	6.0	7.2	105	26.6	21.4	17.7
603218.SH	日月股份	129.2	6.2	8.1	9.2	10.2	20	16.0	14.1	12.7
688186.SH	广大特材	65.2	1.1	3.1	4.0	4.9	29	20.8	16.2	13.4
可比公司平均								21	17	15

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

风险提示

风电行业发展不及预期：如果未来国家对风电行业开发的支持力度降低，将对风电相关产业的发展产生一定不利影响，从而影响公司的营业收入及利润水平，公司存在因产业政策调整对经营业绩产生不利影响的风险。

毛利率下滑风险：若未来发生市场需求下降、行业竞争加剧、公司无法将降本压力有效传导至供应商等不利变化，或公司不能在市场竞争、成本控制等方面保持相对竞争优势，将面临毛利率下降、盈利能力减弱的风险，从而对公司未来经营业绩带来不利影响。

下游客户产业链向上游延伸风险：个别下游厂商已初步具备自产自研齿轮箱的能力，若其他客户也采用自产齿轮箱的生产模式，自建风电主齿轮箱生产线，可能降低对公司产品的采购需求，从而影响公司经营业绩。

上游原材料价格波动的风险：风电主齿轮箱核心原材料的采购价格因基材价格影响、市场供求关系呈现一定的波动。如果未来原材料价格持续波动且公司不能充分转移原材料价格波动风险，将给公司盈利能力带来不确定性的影响。

产能投放进度不及预期：公司风电齿轮箱销量增长一部分有赖于产线建设进度，若由于资金、手续等原因产能投放进度不及预期，则出货量存在高估的风险。

文中测算具有一定的主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	281.07	70.96	75.41	546.43	672.64
应收票据及应收账款	370.76	384.37	453.56	760.73	734.03
预付账款	7.10	5.96	16.46	19.38	24.47
存货	91.63	189.32	259.04	338.27	319.39
其他	132.49	97.18	101.86	119.31	128.37
流动资产合计	883.06	747.78	906.34	1,784.12	1,878.90
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	371.72	412.89	876.68	1,608.21	1,815.11
在建工程	45.09	678.01	754.61	421.84	497.47
无形资产	118.86	117.45	114.16	110.86	107.57
其他	82.45	150.80	151.79	160.00	180.00
非流动资产合计	618.11	1,359.15	1,897.24	2,300.91	2,600.16
资产总计	1,501.17	2,106.93	2,803.58	4,085.03	4,479.06
短期借款	133.05	169.35	674.61	1,281.70	1,325.97
应付票据及应付账款	267.16	406.07	415.92	659.23	656.09
其他	78.38	71.26	102.21	126.10	137.27
流动负债合计	478.59	646.68	1,192.74	2,067.03	2,119.34
长期借款	136.41	665.22	751.69	851.96	770.10
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	44.03	41.96	45.00	48.00	50.00
非流动负债合计	180.44	707.19	796.69	899.96	820.10
负债合计	659.03	1,353.86	1,989.43	2,966.99	2,939.44
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	72.38	72.38	72.38	72.38	72.38
资本公积	599.00	594.02	594.02	594.02	594.02
留存收益	170.76	100.67	152.41	457.86	881.52
其他	0.00	(14.01)	(4.67)	(6.22)	(8.30)
股东权益合计	842.14	753.07	814.14	1,118.04	1,539.62
负债和股东权益总计	1,501.17	2,106.93	2,803.58	4,085.03	4,479.06

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	41.20	(29.55)	51.74	305.45	423.65
折旧摊销	24.29	37.69	62.90	104.54	120.75
财务费用	13.30	14.25	25.04	38.33	44.19
投资损失	(0.07)	0.01	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(202.12)	(65.93)	(109.77)	(143.77)	20.47
其它	72.70	9.96	1.92	2.00	1.00
经营活动现金流	(50.68)	(33.58)	31.83	306.55	610.07
资本支出	173.70	709.83	596.96	497.00	398.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(372.18)	(1,368.07)	(1,200.81)	(1,001.00)	(800.00)
投资活动现金流	(198.48)	(658.24)	(603.85)	(504.00)	(402.00)
债权融资	(56.67)	553.83	567.14	670.03	(79.79)
股权融资	481.93	(18.99)	9.34	(1.56)	(2.07)
其他	39.10	(50.00)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	464.36	484.84	576.47	668.47	(81.86)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	215.20	(206.98)	4.46	471.02	126.21

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	553.15	345.19	1,508.28	2,732.16	3,363.20
营业成本	431.28	316.58	1,345.06	2,150.29	2,630.64
营业税金及附加	2.89	4.40	15.08	27.32	33.63
销售费用	14.50	13.14	15.08	27.32	26.91
管理费用	38.86	53.62	67.87	95.63	97.53
研发费用	42.56	51.35	57.31	95.63	100.90
财务费用	8.21	12.28	25.04	38.33	44.19
资产/信用减值损失	(13.57)	(16.14)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
公允价值变动收益	0.00	5.08	1.92	2.00	1.00
投资净收益	(2.54)	(1.24)	0.00	0.00	0.00
其他	22.69	86.68	80.00	35.00	30.00
营业利润	21.45	(31.79)	54.74	324.65	450.40
营业外收入	19.51	0.37	0.40	0.40	0.40
营业外支出	0.00	0.04	0.10	0.10	0.10
利润总额	40.96	(31.46)	55.04	324.95	450.70
所得税	(0.24)	(1.91)	3.30	19.50	27.04
净利润	41.20	(29.55)	51.74	305.45	423.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	41.20	(29.55)	51.74	305.45	423.65
每股收益（元）	0.57	(0.41)	0.71	4.22	5.85

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-10.65%	-37.60%	336.94%	81.14%	23.10%
营业利润	-64.83%	-248.20%	-272.20%	493.03%	38.73%
归属于母公司净利润	-39.61%	-171.72%	275.10%	490.34%	38.70%
获利能力					
毛利率	22.03%	8.29%	10.82%	21.30%	21.78%
净利率	7.45%	-8.56%	3.43%	11.18%	12.60%
ROE	4.89%	-3.92%	6.36%	27.32%	27.52%
ROIC	6.67%	-2.37%	5.57%	17.12%	18.42%
偿债能力					
资产负债率	43.90%	64.26%	70.96%	72.63%	65.63%
净负债率	1.66%	104.93%	169.24%	144.47%	94.40%
流动比率	1.85	1.16	0.76	0.86	0.89
速动比率	1.65	0.86	0.54	0.70	0.74
营运能力					
应收账款周转率	1.61	0.91	3.60	4.50	4.50
存货周转率	6.59	2.46	6.73	9.15	10.23
总资产周转率	0.44	0.19	0.61	0.79	0.79
每股指标（元）					
每股收益	0.57	-0.41	0.71	4.22	5.85
每股经营现金流	-0.70	-0.46	0.44	4.24	8.43
每股净资产	11.63	10.40	11.25	15.45	21.27
估值比率					
市盈率	93.92	-130.95	74.79	12.67	9.13
市净率	4.59	5.14	4.75	3.46	2.51
EV/EBITDA	50.30	851.41	64.99	11.79	8.48
EV/EBIT	66.28	-169.12	341.47	15.38	10.62

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