

时代新材（600458.SH）

风电叶片龙头，新材料平台蓄势待发

核心观点：

- 时代新材作为中国中车旗下核心新材料企业，近年来在风电叶片、轨道交通和汽车轻量化三大业务领域展现出强劲的发展势头。公司近五年 ROE 呈现“V 型”复苏态势，从 2020 年的 7.05% 波动上升至 2024 年的 7.49%，经营质量持续改善。根据 2024 年年报，在风电叶片细分市场，时代新材是国内拥有最强自主研发能力的叶片制造商之一；公司成功获得金风科技海上叶片批量订单，进一步巩固了在海上风电领域的市场地位。技术研发方面，根据中国证券网，公司在可回收热固性环氧树脂领域取得突破，其 EzCiclo 产品在湖南成功下线。
- 风电叶片供需偏紧存在缺口，2025 年或迎结构性涨价机会。需求端，据我们预测，2025 年全球风电新增装机 138.6GW，其中国内 88.5GW，同比+1.74%。供给端，叶片从投产达到稳定生产需要 3-6 个月时间，若考虑前期场地批复及厂房建设，扩产周期在一年左右，短期新增供给弹性较小。在供需紧平衡叠加结构性短缺，具有大叶片生产能力的企业议价权有望显著提升，迎来量价齐升的黄金窗口期。
- 轨道交通及汽车新材料等板块发展潜力广阔。（1）轨道交通业务：“一带一路”沿线市场正成为重要增长极。（2）汽车业务：外延并购德国博戈进军汽车减振，业绩有望迎来拐点。根据公司 2024 年年报，其汽车业务收入占比达 35.41%，且加强了在新能源汽车领域的布局，轻量化踏板及电机悬置等产品已经进入新能源汽车新势力的供应链体系。
- 盈利预测与投资建议。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.82/8.61/10.19 亿元，对应 EPS 分别为 0.83/1.04/1.24 元/股，公司行业竞争格局和盈利能力向好，参考可比公司估值水平，给予公司 25 年 18 倍的 PE 估值，对应合理价值 14.89 元/股，给予“买入”评级。
- 风险提示。原材料价格大幅波动，海外业务推进不及预期和国际贸易政策等风险。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17538	20055	22499	24338	26634
增长率（%）	16.6%	14.4%	12.2%	8.2%	9.4%
EBITDA（百万元）	1147	1478	1493	1758	1983
归母净利润（百万元）	386	445	682	861	1019
增长率（%）	8.3%	15.2%	53.3%	26.2%	18.4%
EPS（元/股）	0.48	0.55	0.83	1.04	1.24
市盈率（P/E）	19.19	23.29	16.13	12.79	10.80
ROE（%）	6.7%	7.3%	10.5%	12.2%	13.3%
EV/EBITDA	6.72	7.98	8.29	6.65	5.55

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

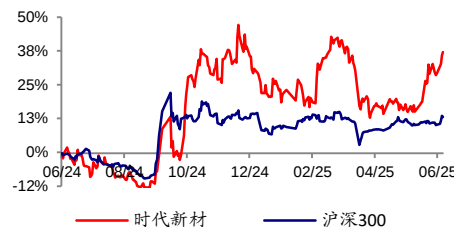
买入

当前价格	13.35 元
合理价值	14.89 元
报告日期	2025-06-27

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	824.45/809.10
总市值/流通市值（百万元）	11006.38/10801.43
一年内最高/最低（元）	14.59/8.67
30 日日均成交量/成交额（百万）	11.11/138.30
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-1.41/6.05

相对市场表现



分析师：

陈子坤



SAC 执证号：S0260513080001



010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

分析师：

纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594



jichengwei@gf.com.cn

分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

分析师：

曹瑞元



SAC 执证号：S0260521090002



021-38003752



caoruiyuan@gf.com.cn

请注意，陈子坤、曹瑞元并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、时代新材：中车旗下新材料产业平台型公司	4
（一）公司介绍：风电叶片、轨道交通及汽车轻量化发展势头强劲	4
（二）财务分析：盈利能力持续改善，近五年 ROE 呈现“V 型”复苏态势	6
（三）研发创新：研发投入与财务费用呈现动态平衡特征	8
二、全球风电需求东风已至，海风助力大型化叶片发展	8
（一）风电叶片双寡头格局，25 年供需紧平衡催生结构性涨价机会	10
（二）风电叶片产业发展趋势：大型化、轻量化	13
（三）风电叶片定价模式：成本加成模式，原材料价格传导需 3-6 个月	15
三、轨道交通及汽车新材料等板块发展潜力广阔	17
（一）轨道交通业务：“一带一路”沿线市场正成为重要增长极	17
（二）汽车业务：德国博戈实现扭亏为盈，业绩中长期有望迎来拐点	19
四、盈利预测和投资建议	21
五、风险提示	24

图表索引

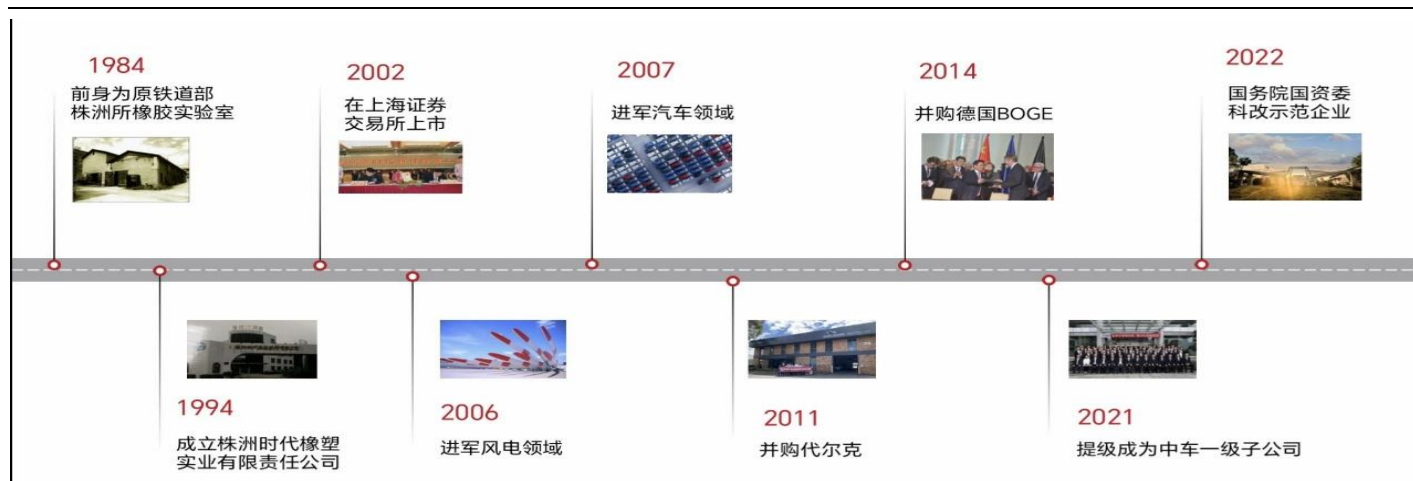
图 1: 时代新材历史发展沿革	4
图 2: 公司五大主营业务板块	5
图 3: 时代新材股权结构图（截至 2025 年 4 月 30 日）	6
图 4: 2020-2024 年公司 ROE 情况	7
图 5: 公司营业收入（百万元）及增速	7
图 6: 公司归母净利润（百万元）及增速	7
图 7: 2018-2024 年公司毛利率、净利率情况（%）	7
图 8: 公司三大主营业务毛利率情况（%）	7
图 9: 2020-2024 我国风电新增装机平均功率	11
图 10: 我国陆上/海上风电单位叶片用量（套/MW）	11
图 11: 近 5 年中国陆上风电叶片出货量（GW）	12
图 12: 近 5 年中国风电叶片市场占比	12
图 13: 2024 年中国陆上风电新增装机各容量占比	13
图 14: 2024 年中国海上风电新增装机各容量占比	13
图 15: 2014-2024 中国新增陆上和海上风电机组平均单机容量（MW）	14
图 16: 2020-2024 年国内不同单机容量风机新增占比	14
图 17: 2019-2024 年国内海风新增风轮直径（米）	14
图 18: 碳纤主梁叶片占比与叶片尺寸正相关	15
图 19: 时代新材风电叶片销售单价（亿元/GW）	15
图 20: 时代新材风电叶片成本分析占比（%）	15
图 21: 2018-2024 中国环氧树脂产量趋势（万吨）	16
图 22: 2020-2024 年中国玻璃纤维产量情况	17
图 23: 时代新材轨道交通业务营业收入及其增速	18
图 24: 时代新材轨道交通毛利及其增速	18
图 25: 新材德国（博戈）主营汽车零部件	19
图 26: 时代新材汽车产品营收（百万元）及其增速	20
图 27: 时代新材汽车产品毛利润（百万元）及其增速	20
图 28: 时代新材汽车产品毛利率（%）	20
图 29: 博戈公司各季度净利润（万欧元）	20
表 1: 全球及中国风电装机测算	9
表 2: 预计 2025 年国内海上风电并网装机 15GW	10
表 3: 全球风电叶片供需测算	12
表 4: 时代新材经营情况拆分（单位：百万元）	22
表 5: 可比公司估值表（市值统计截止 2025.6.26 收盘）	23

一、时代新材：中车旗下新材料产业平台型公司

（一）公司介绍：风电叶片、轨道交通及汽车轻量化发展势头强劲

时代新材作为中国中车集团旗下核心新材料产业平台，在国内复合材料行业占据领先地位，近年来在风电叶片、轨道交通和汽车轻量化三大业务领域展现出强劲的发展势头。公司近五年ROE呈现“V型”复苏态势，从2020年的7.05%波动上升至2024年的7.49%，经营质量持续改善。根据2024年年报，在风电叶片细分市场，时代新材是国内拥有最强独立自主研发能力的叶片制造商之一；在玻璃纤维复合材料细分市场与中材科技等龙头企业共同构成行业第一梯队。根据2024年半年报，公司通过优化客户结构，成功获得金风科技海上叶片批量订单，进一步巩固了在海上风电领域的市场地位。技术研发方面，时代新材在可回收热固性环氧树脂领域取得突破，根据国际风电网2025年其自主研发的国内首套可回收热固性树脂叶片TMT82在射阳工厂发货，推动我国风电行业退役叶片循环利用技术的进步。

图 1：时代新材历史发展沿革



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

据公司年报，公司以高分子材料的研究及工程化应用为核心，产品延伸到橡胶、塑料、复合材料、功能材料等多个领域，在风电、汽车、轨道交通、高性能高分子材料等多个产业领域实现大规模工程化应用。五大业务板块基本情况如下：

在风电叶片领域，时代新材展现出全产业链技术优势，2024年风电叶片销售收入达82亿元，同比增长22.37%。公司为遂溪江洪乐民100MW风电项目提供的185米混塔风电机组叶片创全球陆上风电塔筒高度纪录，充分彰显其在抗台型超高塔风电领域的技术实力。2024年公司风电叶片销量21.22GW，同比增长33.54%，增速显著高于行业装机增速（10%）。根据株洲市工信局，时代新材通过九大生产基地战略布局和与远景能源等整机厂的深度合作。根据《公司关于签署日常经营合同的自愿性披露公告》，2025年第一季度新签订总计约19.8亿元销售叶片订单。尽管行业竞争加剧导致叶片均价承压，但公司通过优化模具切换效率和精准生产计划持续提升运营效率，预计规模化效应将逐步改善盈利水平。

图 2：公司五大主营业务板块



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

汽车业务板块，根据公司年报，时代新材汽车业务板块核心产品有高端聚氨酯减振垫、HP-RTM复合材料及先进有机硅材料制品。其中，高端聚氨酯减振垫产品已批量进入多家头部车企供应链。2024年汽车零部件板块销售收入达71.01亿元，创历史新高。公司通过协同母公司中车集团资源，实现电驱系统与新材料的全价值链整合，如根据年报，公司转向架悬挂产品在高速磁悬浮、CR450等新一代主力车型实现首发装车，车体新材料产品首次应用到CR450车型。供应链协同与成本控制机制成为盈利改善关键，德国博戈亚太区产能利用率提升带动毛利率持续改善，2024年汽车板块实现扭亏为盈。

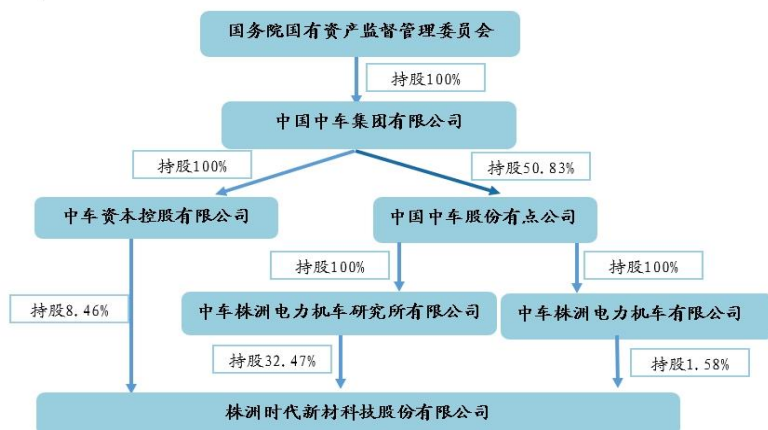
轨道交通业务方面，时代新材专注于轨道交通机车车辆减振降噪和车辆轻量化产品的研发与销售，具备完整的技术资质体系，包括国际铁路行业质量管理体系认证（IRIS）、铁路产品认证等，产品符合欧洲（EN）、中国（CRCC）等差异化标准，是减振产品研发制造品类最齐全的企业之一。根据公司年报，2024年该板块收入占比11.74%，地铁轻轨减振产品、铁路扣件等已成功进入ALSTOM、Bombardier等国际供应链体系。“一带一路”沿线成为重要增量市场，根据长沙晚报，2025年一季度湖南省轨道交通装备对哈萨克斯坦出口额同比激增41.5倍至5776.8万元，在中国香港市场增长58倍达3916.5万元，其中以时代新材和中车株洲电力机车有限公司领航，出口额同比增长23.7%和48.9%。公司最新获得的“一种轨道交通车辆用剪切型弹性车轮”发明专利通过V形对称设计的弹性盘结构显著优化了轮轨力传递效率，体现了深厚的技术创新能力。

工业与工程领域，公司主要从事线路（含城轨）减振降噪、桥隧与建筑减震隔震、工业减振产品的研发、制造与销售。根据公司年报，截至2024年底，公司是国内悬挂部件和铁路桥梁支座产品最大供应商之一，产品出口澳大利亚、意大利、秘鲁、罗马尼亚、韩国和马来西亚等国家，是五大扣件集成商、三大桥梁厂以及中铁、中交、中建各大施工单位的主要供应商。根据公司年报，2024年，线路减振市场的全年新签订单较于去年同期增长45%，其中桥建减隔震市场的产品广泛应用于深中

通道、黄茅海跨海通道国家重大工程。

高分子材料领域，根据公司2024年报，近几年先后突破了一系列诸如高性能聚氨酯材料、长玻纤增强热塑性复合材料、芳纶材料、聚酰亚胺材料、有机硅材料、电容隔膜材料等高性能高分子材料的工程化应用。

图 3：时代新材股权结构图（截至2025年4月30日）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

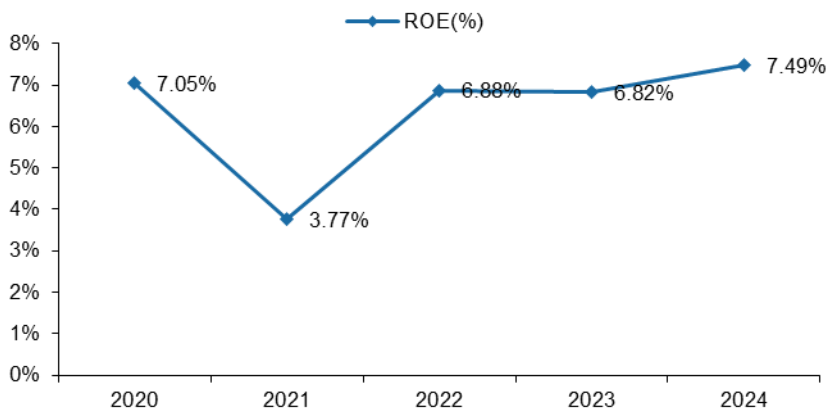
股权架构上背靠央企母公司中国中车，股权结构稳定。截止2025年一季报，时代新材在A股市场总股本约为8.24亿，其中97.45%为流通A股。公司前10大股东合计持股比例为51.4%，其中中国中车股份有限公司下属全资子公司中车株洲电力机车研究所有限公司为公司第一大股东，持有时代新材32.47%股份，公司股权结构稳健，利于公司长远发展。

（二）财务分析：盈利能力持续改善，近五年 ROE 呈现"V 型"复苏态势

时代新材业绩表现稳健，盈利能力持续改善。2024年公司实现营业收入200.55亿元，同比+14.35%，其中风电板块收入占比提升至40.89%，同比+22.37%，成为业绩增长主要驱动力；汽车板块收入占比35.41%，虽相较于其他板块涨幅较小同比+3.51%，仍保持核心业务地位；轨道交通板块占比仅11.74%，但同比+25.59%，展现出巨大潜力成为业绩增长的重要驱动力。公司研发投入强度持续高于行业均值，近三年研发支出占比稳定在5%左右，2024年研发费用达10.08亿元，同比+21.5%，研发人员占比18.67%，已构建完善的创新人才体系。

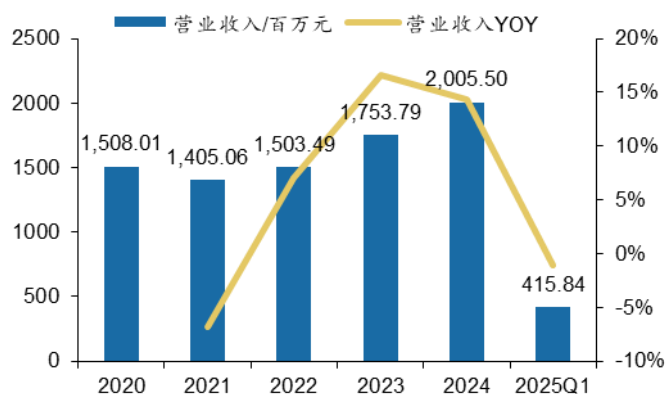
公司近五年ROE呈现"V型"复苏态势，从2020年的7.05%波动上升至2024年的7.49%，反映出经营质量的持续改善。根据中商情报网，2024年时代新材在风电叶片细分市场，以21.2%的市占率稳居国内第二的位置。分季度看，2024年Q4单季营收69.89亿元，同比+41.61%；净利润1.21亿元，同比+4.11%。2025年Q1单季营收41.58亿元，同比-1.11%，虽然单季营收略有下滑但净利润1.66亿元，同比+26.95%。分业务看，汽车零部件业务连续两季度盈利，实现收入36.5亿元，同比+10.44%；风电板块收入28.06亿元，同比持平，根据2024半年报成功斩获金风科技海上叶片批量订单；轨道交通板块保持较快增长。资产负债率66.33%，存货周转率2.91次，同比+19.58%，运营效率持续优化。

图 4：2020-2024年公司ROE情况



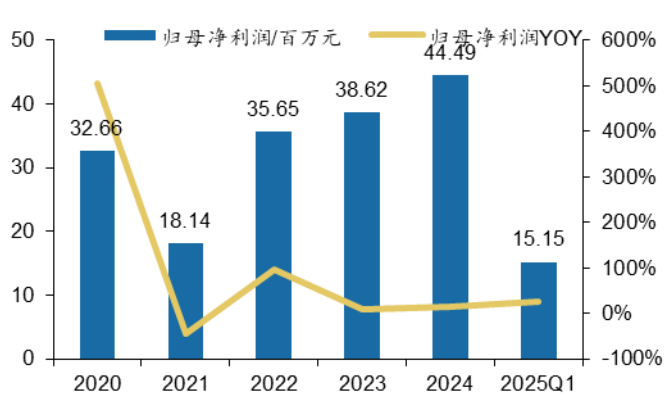
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 5：公司营业收入（百万元）及增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

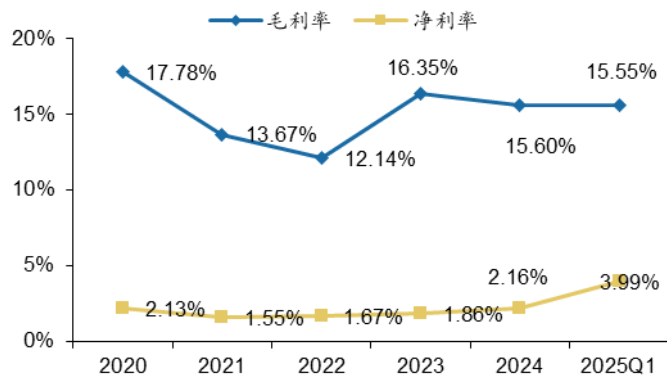
图 6：公司归母净利润（百万元）及增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

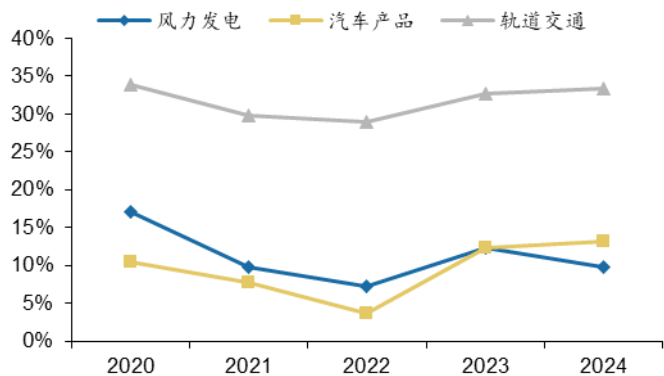
从毛利构成来看，风电、轨道交通、汽车三大主业贡献主要毛利。（1）风电：风电业务毛利占比有所波动，其中2020年由于风电抢装，风电毛利大幅增长，毛利占比超40%；2021年以来由于行业竞争加剧导致毛利率有所下降；（2）轨道交通：轨道交通业务稳健经营，2022年轨道交通业务毛利占比降低主要系2022年将轨道交通业务中除轨道交通车辆以外的线路减振、工程减隔震、设备减振等业务纳入工业与工程业务所致；（3）汽车：汽车业务毛利占比从2019年的39.10%降至2022年的11.28%，但2023年出现好转，汽车业务毛利占比提升至29.35%。

图 7：2018-2024年公司毛利率、净利率情况（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 8：公司三大主营业务毛利率情况（%）



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

三大核心业务毛利率受外界因素影响有所波动。（1）轨道交通业务在三大主营业务中毛利率最高。根据2024年年报，轨道交通减振降噪产品在技术解决方案、产品质量、服务质量等综合竞争力方面已经跻身全球轨道车辆最高端弹性元件行列，具备与世界顶尖弹性元件同台竞技的实力，因此轨道交通业务毛利率较为稳定，2019-2024年毛利率基本保持在30%附近。（2）风电业务毛利率呈现一定的波动，2021-2022年出现较大降幅主要系风电叶片产品销售价格下降所致，2023年风电叶片同比提升主要系材料价格下降、内部降本增效所致。（3）2020年汽车业务毛利率下降受新冠疫情影响、产能利用率不足所致。2021年汽车业务毛利率下降主要系原材料价格上涨所致。2022年汽车业务毛利率下降主要受俄乌冲突影响，能源、原材料及物流成本出现大幅增长所致。2023年汽车业务毛利率上升主要系多举措降低生产成本，同时积极向客户申请价格补偿的共同影响所致。

（三）研发创新：研发投入与财务费用呈现动态平衡特征

时代新材研发投入与财务费用呈现动态平衡特征。2024年研发费用10.08亿元（费用率5.03%），资本化研发支出3亿元（资本化率2.98%），较2023年6.31%显著下降。财务费用6920万元（费用率0.35%），但前三季度同比激增160.18%，主因海外扩张致融资成本增加。公司优化研发结构，重点投向产业化项目。2019-2024年研发资本化率由9.28%降至2.98%，研发费用率由4.51%升至5.03%，整体来看，研发资本化率和费用率的反向变动，既彰显了公司在研发决策中对风险控制的强化，也体现以费用化支出保障研发投入力度的管理逻辑，侧面反映出研发管理体系正往更审慎、更注投入质量的方向演进。

时代新材通过持续加大的研发投入巩固技术领先优势，近三年研发支出占比稳定在5%左右，显著高于行业均值。2024年研发费用达10.08亿元，同比增长21.5%，研发人员占比提升至18.67%，构建完善的人才梯队。高强度研发带来显著成果，旗下时代华先、株洲时代瑞唯减振装备入选国家专精特新“小巨人”企业，高分子复合材料中试平台获湖南省认定。根据公司年报，公司重点布局高端聚氨酯材料、长玻纤增强热塑性复合材料等前沿领域，技术已成功应用于轨道交通、新能源汽车等工业场景。2024年新材料事业部新签订单达4亿元，同比激增近200%，彰显研发转化成效。持续的研发投入不仅增强产品竞争力，更为风电叶片、汽车零部件等领域技术突破提供支撑。

二、全球风电需求东风已至，海风助力大型化叶片发展

全球海上风电景气度高，各国政策加速海风发展。全球减碳和俄乌战争背景下，全球风电规划确定性强，据GWEA数据，全球海上风电新增装机从2012年1.2GW增长至2021年的21.1GW。根据广发证券24年9月发布的御风系列三《欧洲海风风帆正劲，国产厂商得势起航》，欧洲德国、丹麦、荷兰、比利时四国“北海海上风电峰会”承诺2030年海风装机达120GW；根据一带一路能源合作网英国《能源安全战略》将2030年海上风电目标从40GW提高至50GW；美国则计划在2030年前新增海上风电装机30GW，其余亚太、南美地区起点低，发展快，我们预计2022-2026年新增装机量CAGR可达29.18%，到2026年全球海上风电累计装机容量将突破1429.1GW，发展前景明朗。

全球能源转型基本面强劲，各国政策加速风能发展。全球减碳和俄乌战争背景下，确保能源安全的同时通过可再生能源应对气候变化任是世界需对地区的首要任务，进一步巩固了我们对风能的积极展望。据GWEA数据，全球风电新增装机从2015年43.3GW增长至2024年的1065.8GW。中国将清洁能源作为经济发展的首要驱动力，在“30-60”承诺推动下，中国振幅设定到2060年非石化能源消费比重超过80%；欧洲正在加快可再生能源的发展，2023年年初通过清洁工业协议旨在将脱碳转化为欧洲工业增长的驱动力；在东南亚、中亚以及中东及非洲等地区，新兴市场的增长预计将加速发展，在2025年至2030年期间，预计每年的安装量将创下历史新高；我们预计2024-2030年全球新增装机量CAGR可达8.8%，到2026年全球海上风电累计装机容量将突破125.3GW，发展前景明朗。

表1：全球及中国风电装机测算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球陆上风电新增装机（GW）	45.6	54.6	88.4	72.4	68.8	105.7	109	122	116
新增装机 YoY	-6.7%	19.74%	61.90%	-18.10%	-4.97%	53.63%	3.12%	11.93%	-4.92%
全球海上风电新增装机（GW）	4.3	6.2	6.9	21.1	8.8	10.9	8	16.6	23.8
新增装机 YoY		44.19%	11.29%	205.80%	-58.29%	23.86%	-26.61%	107.50%	43.37%
占总新增比例	8.62%	10.20%	7.24%	22.57%	11.34%	9.35%	6.84%	11.98%	17.02%
全球风电新增装机（GW）	49.9	60.8	95.3	93.5	77.6	116.6	117	138.6	139.8
全球新增 YoY		21.84%	56.74%	-1.89%	-17.01%	50.26%	0.34%	18.46%	0.87%
全球风电累计装机（GW）	589.9	621.5	709.9	782.3	851.1	956.8	1065.8	1187.8	1303.8
全球海上风电累计装机（GW）	23	29.2	36.1	57.2	66	76.9	84.9	101.5	125.3
全球累计风电装机（GW）	589.9	650.7	746	839.5	917.1	1033.7	1150.7	1289.3	1429.1
全球累计 YoY		10.31%	14.65%	12.53%	9.24%	12.71%	11.32%	12.04%	10.84%
中国陆上风电新增装机（GW）	19.4	23.76	51.35	41.44	44.67	72.19	81.37	80.00	64.00
占中国总新增比例	91.94%	92.31%	94.38%	74.11%	89.64%	90.95%	93.54%	90.40%	84.10%
中国陆上风电新增装机 YoY		22.47%	116.12%	-19.30%	7.79%	61.61%	12.72%	-1.68%	-20.00%
中国海上风电新增装机（GW）	1.70	1.98	3.06	14.48	5.16	7.18	5.62	8.50	12.10
中国海上风电新增装机 YoY		22.47%	116.12%	-19.30%	7.79%	61.61%	12.72%	-1.68%	-20.00%
中国风电新增装机（GW）	21.1	25.74	54.41	55.92	49.83	79.37	86.99	88.5	76.1
中国风电新增装机 YoY	7.50%	21.99%	111.38%	2.78%	-10.89%	59.28%	9.60%	1.74%	-14.01%
中国风电累计装机（GW）	209.5	235.24	289.65	345.57	395.4	474.77	561.76	650.26	726.36
中国累计装机 YoY	11.20%	12.29%	23.13%	19.31%	14.42%	20.07%	18.32%	15.75%	11.70%

数据来源：GWEC，CWEA，广发证券发展研究中心

十四五目标下各省市海风发展目标坚定，看好25/26年海风招标与装机高增。

风电项目从前期选址、测风、核准到后期招标、建设、并网通常需要2-3年开发周期。2020/2021年陆上/海上风电抢装期间大量成熟项目集中并网，而新的平价项目大多仍处于前期开发阶段，因此2021-2022年国内风电装机存在一定的“真空期”。根据风电头条和北极星风力发电网消息，考虑项目1-2年建设期，2025年并网项在2025年密集开工，2026年并网项目或在2025年密集招标、开工，前期进展停滞的海风项目有望迎来密集招标、开工期，行业景气度持续提升，看好2025/26年海风招标与装机增长。

表2：预计2025年国内海上风电并网装机15GW

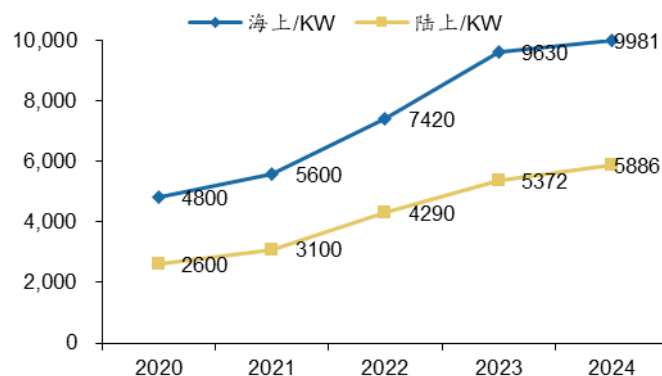
省份	项目	容量 (MW)	并网时间	业主	水深 (m)	离岸距离 (km)	中标主机厂
浙江	苍南 1#海风项目二期工程	204	2025E	华润	19-26	26	远景能源
	苍南 3#	800	2025E	远景能源	39-45	58	远景能源
	洞头 1#	300	2025E	远景能源	11-16	16	金风润洲
	洞头 2#	200	2025E	运达能源	18-24	47	中国电建
	普陀 6#2 区二期	50	2025E	明阳能源	12-16	11	国电电力
	嵊泗 1#	396	2025E	中广核			中国电建
	嵊泗 7#	252	2025E	中广核	11-13	8	
	嵊泗 3#、4#	408	2025E	中规（舟山）新能源		34	中国能建
	岱山 2#	306	2025E	华润	9-10.2	20	华润新能源
	平阳 1#	600	2025E	平阳润洋	35-38	74	中国能建
	瑞安 2 号	600	2025E	华能	33-36	71	远景能源
江苏	大丰 H1 2 10 16#项目	850	2025E	国信	1-42	33	金风科技
	青洲五	1000	2025E	三峡	37-53	52-70	中国能建
	青洲七	1000	2025E	三峡	37-53	52-70	中国能建
广东	帆石一	1000	2025E	中广核	40-48	60	金风科技、明阳智能
	帆石二	1000	2025E	中广核	47-52	70	中交集团
	阳江三山岛六	500	2025E	华电	45-48	82	中国能建
山东	半岛北 L 场址	504	2025E	华能	51-53	57	中交集团
	半岛北 N2 场址	900	2025E	上海电气	55-58	64	中国电建
	山海关海风一期平价示范项目	500	2025E	国电投	20	16	
福建	连江外海上风电场	700	2025E	华润	19-26	26	中国铁建
	马祖岛海上风电场	300	2025E	龙源电力	38-40	36	中国电建
海南	cz2	600	2025E	上海申能、上海电气	15-25	25	上海电气
	cz1-1	600	2025E	华能	11-34	22	中交集团
	儋州 120 万千瓦项目	600	2025E	大唐	14-36	34	东方电气
广西	钦州 C1 场址	550	2025E	广西投资集团	10-18	23	国电投
	钦州 C2 场址	350	2025E	广西投资集团	10-18	23	国电投
2025 并网装机容量预计值		15078					

数据来源：风电头条，北极星风力发电网，广发证券发展研究中心

（一）风电叶片双寡头格局，25 年供需紧平衡催生结构性涨价机会

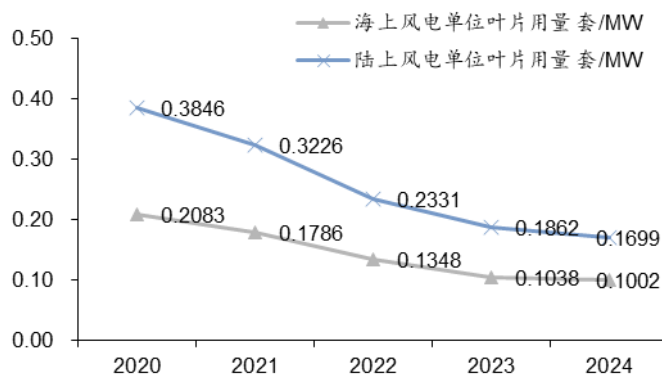
风电叶片供给需求偏紧存在缺口，或迎结构性涨价机会。需求上，政策与技术双轮驱动我们预计2025年全球风电新增装机将达138.6GW，创历史新高。中国作为最大市场，我们预计2025年国内风电需求达88.5GW，同比增长1.74%。欧洲、美国、印度等主要市场同步扩张。欧洲计划到2030年累计装机超500GW，其中海上风电占比显著提升。大叶片因厂房限制和扩产周期长，成为供需紧张的环节。而作为头部企业的时代新材凭借大叶片产能、技术优势以及规模效应，将在市场竞争中占据先机。

图 9：2020-2024我国风电新增装机平均功率



数据来源：CWEA，北极星风力发电网，广发证券发展研究中心

图10：我国陆上/海上风电单位叶片用量（套/MW）



数据来源：CWEA，北极星风力发电网，广发证券发展研究中心

风电装机大型化推动叶片升级，行业门槛持续提升带来叶片行业集中度提升。我国风电装机大型化趋势明显，从而带来大叶片需求。风力发电机功率大对应单位面积装机容量大，对风能的利用效率就更高，从而降低了成本空间。根据CWEA《2024年中国风电吊装容量统计简报》，2024年我国新增装机平均功率6.046MW。其中，陆上风电机组平均单机容量为5.886MW,同比增长9.6%；海上风电机组平均单机容量为9.981MW，同比增长3.9%，大型化趋势明显。根据《中国风电叶片行业发展现状分析与投资前景预测报告》，风机叶片的长度与风机的功率成正比关系。在相同风速下，更长的叶片有着更大的扫风面积，捕风能力的提升为风机大功率运行提供保障；更高的额定功率对应需要更长的叶片。

风电叶片供需紧平衡，叶片量价或将齐升。2025年风电叶片市场有望迎来量价齐升的景气周期。从需求侧来看，基于“十四五”能源装机目标的考核要求，能源型企业加速推进项目招标与开工进程。据我们预测，2025年国内风电新增装机容量达88.5GW，同比+1.74%。

供给端呈现显著的结构性优势：叶片行业扩产周期在一年左右，且具备资本密集型、劳动密集型的明显特征，短期新增供给弹性较小。叶片生产主要通过模具加工的方式，而一套模具从订货到投产需要3个月的时间，从投产达到稳定生产也需要3到6个月的时间，若考虑前期的场地批复及厂房建设时间，新增叶片产能扩产周期在一年左右。

叶片生产场地大小决定产品尺寸的上限，短期存量产能难以向大叶片切换加剧结构性紧缺。风电叶片制造基地在建造设计之初会根据目标产品长度对各个车间进行适配规划，同时为提高土地资源利用率，预留的长度升级空间往往较小，以时代新材建的射阳一期基地为例，现有的8条70-80米级叶片生产线，通过改建最大只能满足120米以内叶片生产线布置需求，无法满足大于120米海上超大型叶片订单的生产需求。在下游整机大型化趋势提速背景下，部分存量的以中小型叶片生产为目标的制造基地预计难以立即切换至大型叶片生产，进一步加剧大叶片产能的结构性紧缺。

表3：全球风电叶片供需测算

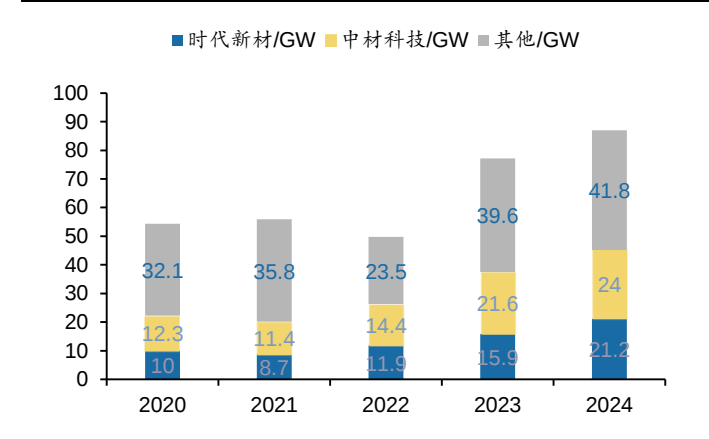
风电叶片总需求	单位	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
海上风电单位叶片台套转换系数	套/MW	0.2083	0.1786	0.1348	0.1038	0.1002	0.1002
陆上风电单位叶片台套转换系数	套/MW	0.3846	0.3226	0.2331	0.1862	0.1699	0.1699
国内陆上风电新增装机	GW	51.35	41.44	44.67	72.19	81.37	80
国内海上风电新增装机	GW	3.06	14.48	5.16	7.18	5.62	8.5
国内风电叶片需求	套	20387	15955	11108	14187	15734	15778
全球陆上风电新增装机	GW	88.4	72.4	68.8	105.7	109	122
全球海上风电新增装机	GW	6.9	21.1	8.8	10.9	8	16.6
全球风电叶片需求	套	35436	27125	17224	20813	21126	24439
全球风电产能	GW	91.18	97.08	106.41	132.58	117	117
全球新增平均单机容量	MW/套	2.77	3.66	4.65	5.79	6.18	6.39
全球风电供给叶片台套数	套	32957	26494	22877	22888	18931	18306
供给缺口	套	-2479	-630	5654	2075	-2196	-6133
叶片单价	亿元/GW		5.8598	4.5100	4.2171	3.8643	4.0575

数据来源：GWEC，CWEA，中材科技公司年报，观研报告网，广发证券发展研究中心

行业双寡头特征明显，行业集中度不断提高。根据CWEA，风电叶片行业整体集中度较高，国内叶片厂商时代新材和中材科技市占率接近50%。在叶片大型化趋势下，叶片的载荷和重量不断增大，轻量化、高强度、低成本成为未来风电叶片的发展方向，也带来了制造难度的提高，叶片制造门槛提升，龙头公司技术研发领先加上规模成本优势，加快小型叶片产能出清，叶片高质量发展将带动制造门槛提高，从而叶片行业有望加速集中。根据CWEA的数据，2024年时代新材叶片市场市占率为24%，中材科技市占率28%，两者合计52%占据一半以上市场。

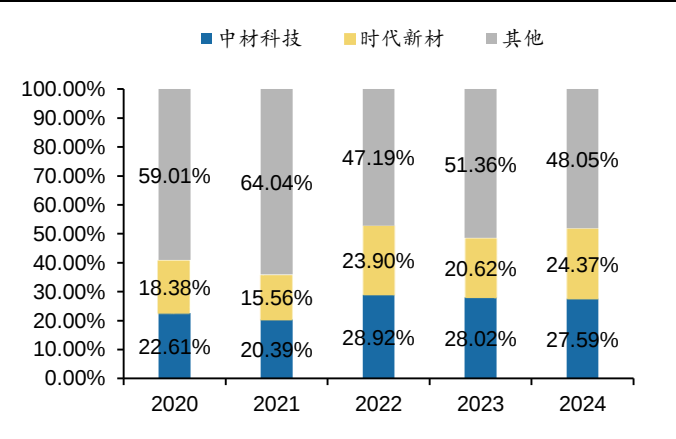
风电叶片行业集中度高，头部企业如中材科技、时代新材等凭借技术研发优势构筑高壁垒。此外，叶片与风机主机的定制化适配特性，使得头部企业与下游客户形成深度绑定关系。在供需紧平衡叠加结构性短缺，具有大叶片生产能力的企业议价权有望显著提升，迎来量价齐升的黄金窗口期。

图11：近5年中国陆上风电叶片出货量（GW）



数据来源：CWEA，公司财报，北极星风力发电网，2024 年时代新材主要经营数据公告，广发证券发展研究中心

图12：近5年中国风电叶片市场占比



数据来源：CWEA，公司财报，北极星风力发电网，2024 年时代新材主要经营数据公告，广发证券发展研究中心

下游客户绑定紧密，市占率有望进一步提升。由于风电行业集中度不断增加，公司客户集中度亦不断增加。2021年以来公司前五大客户销售额占比呈上升趋势，由2021年的37.9%提升至2024年的53.6%，有利于公司下游销售的稳定性。根据公

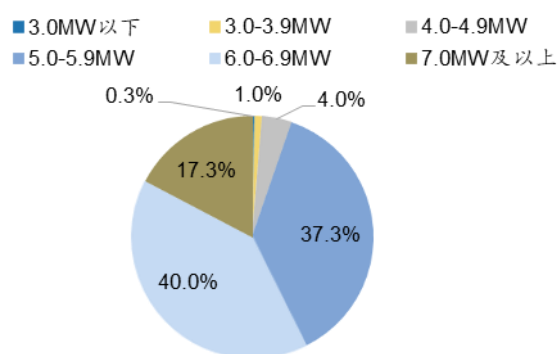
司年报，公司已与国内头部风电整机企业建立深度合作关系，在浙江运达的市场份额保持在40%以上，是远景能源的最大叶片供应商，与金风科技联合开发“沙戈荒”新产品，并与Nordex再度实现海外合作，公司市占率有望再度提升。

坚持双海战略，努力开拓海外市场，提升市场订单承接能力。根据年报，时代新材继续深化与Vestas和Nordex的合作，进一步接触SGRE、Enercon等海外一流风机厂商，开拓新市场，逐步提高海外业务份额，为后续批量叶片业务奠定良好基础；加快越南建厂进度，并依托越南工厂对东南亚海上风电的辐射作用，进一步争取海上订单供货机会。尤其基地建设，新建的风电叶片射阳二期、蒙西二期、百色以及西北工厂相继完成产能爬坡、顺利量产，提升了市场订单的承接能力。

（二）风电叶片产业发展趋势：大型化、轻量化

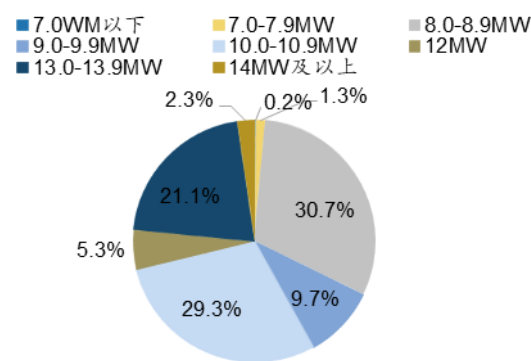
风电新装机大容量增大趋势明显，大叶片是必然趋势。根据CWEA，从中国2024年新装机容量来看大型化趋势进一步加快，其中海上风电尤其明显10MW及以上大型机占比达58%，陆风6MW及以上机型占比57.3%超过一半。风机大型化在提升单机发电量的同时，有效降低了风力发电成本；同时，大型化趋势加速对整机研发以及叶片的供应链提出了更高的技术要求，需要全产业链协同发展。

图13：2024年中国陆上风电新增装机各容量占比



数据来源：CWEA，广发证券发展研究中心

图14：2024年中国海上风电新增装机各容量占比



数据来源：CWEA，广发证券发展研究中心

在风电叶片技术领域，时代新材展现出明显的差异化竞争优势。根据中国科技网，2025年公司自主研发的国内首套可回收热固性树脂叶片TMT82正式发货，这款82米长的叶片采用可逆化学键树脂体系，通过定向化学解聚技术实现材料回收，填补了我国风电行业退役叶片回收利用的空白。**在超长叶片方面**，公司相继下线了TMT108AG（108米）、TMT126AA（126米）和B1200A（120米）等多款百米级叶片，其中TMT126AA适配12MW中低速风型海上风电机组，单台机组年发电量可达4000万千瓦时，发电效率较上一代产品提升15%。这些技术突破得益于公司完成的气动-结构-工艺-载荷一体化设计仿真平台建设，以及大丝束碳纤维、增强型PET芯材等国产化新材料技术的突破。2025年一季度，公司风电叶片产量达5.3GW，较2024年同期的2.43GW实现显著增长，显示出技术突破带来的产能提升效应。

图15: 2014-2024中国新增陆上和海上风电机组平均单机容量 (MW)

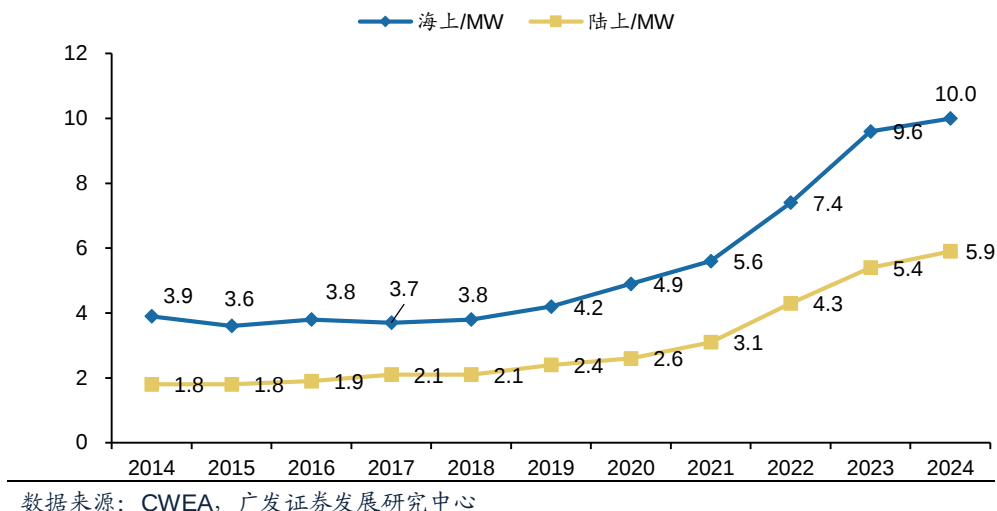


图16: 2020-2024年国内不同单机容量风机新增占比

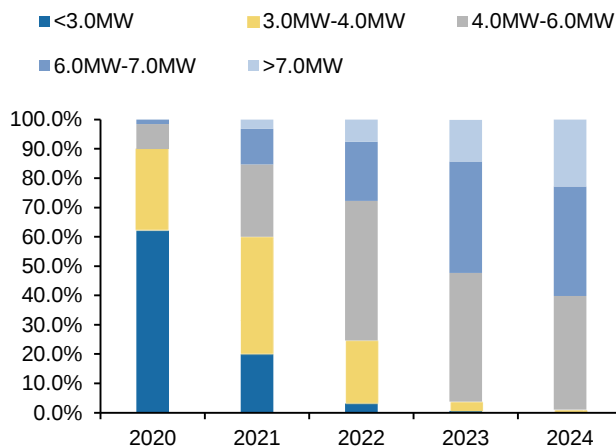
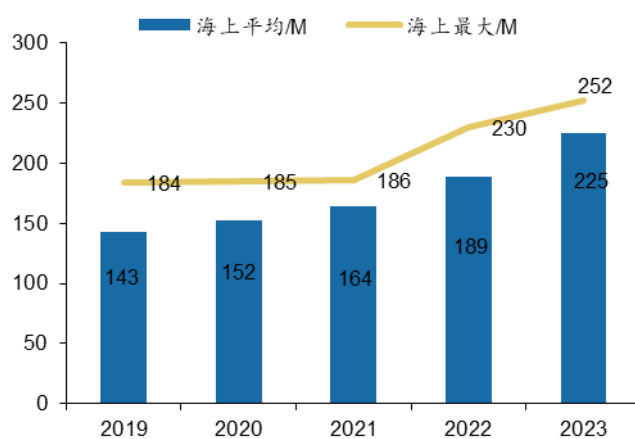


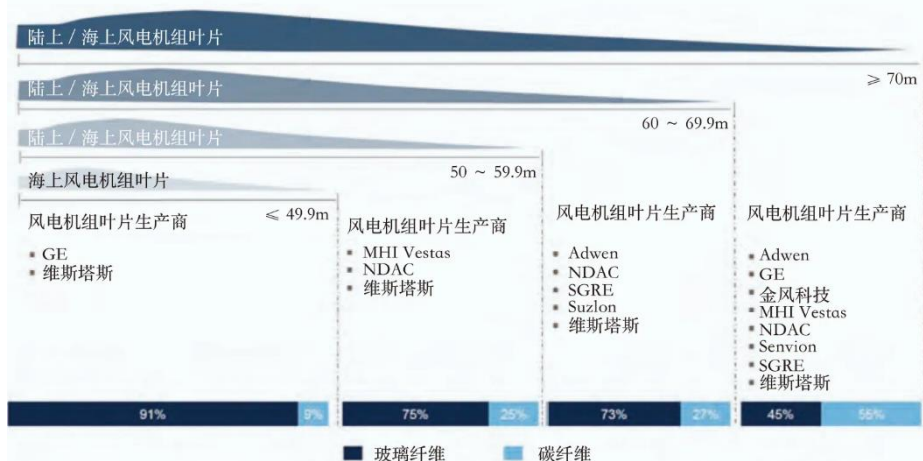
图17: 2019-2024年国内海风新增风轮直径 (米)



风电叶片碳纤维替代化, 减重又经济。碳纤密度比玻纤更低, 与同级别的高玻纤主梁叶片相比, 采用碳纤主梁的叶片减重20%~30%; 同时, 叶片轻量化可以大幅降低重力载荷, 进而减少轮毂、机舱、塔架等结构件重量。虽然与传统玻纤相比, 碳纤机械性能更优但昂贵成本依然严重阻碍碳纤广泛应用。为降低成本以推动碳纤叶片批量应用同时考虑到基于腈纶的大丝束碳纤的低成本和高效率生产优势, 行业已将发展大丝束碳纤作为未来降本的主要路径。

根据美国Sandia国家实验室所做的研究结果, 碳纤维主梁叶片主要用于3~5MW和8~10MW风电机组, 其中10MW以上几乎100%使用碳纤主梁。当叶片长度大于70M时, 碳纤渗透率将达到55%。随着叶片大型化不断发展, 未来碳纤的渗透率将进一步提高逐渐实现轻量化趋势。

图18: 碳纤主梁叶片占比与叶片尺寸正相关



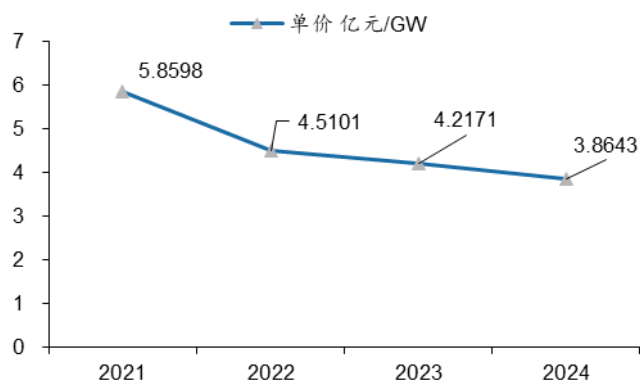
数据来源: CCIA维修与回收专委会, 广发证券发展研究中心

(三) 风电叶片定价模式: 成本加成模式, 原材料价格传导需 3-6 个月

风电叶片制造对上游材料具备强依赖性。从成本结构来看, 时代新材风电叶片业务中原材料占比高达75%, 其中增强纤维、树脂和芯材在原材料成本中的占比达到79%。2025年一季度, 公司风电叶片业务实现营收17.2亿元, 同比+30%, 但原材料价格波动对毛利率形成压力。公司通过技术创新优化材料应用, 如自主研发的可回收热固性树脂叶片采用玻璃纤维复合材料, 其可逆化学键树脂体系实现了材料回收突破, 有望在长期降低全生命周期成本。

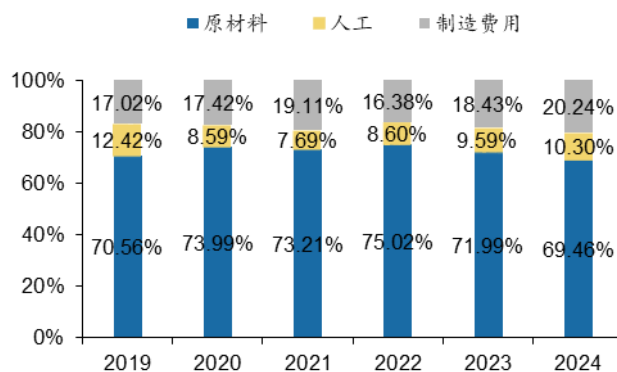
在成本加成定价模式下, 时代新材风电叶片毛利率呈现阶段性波动特征。2024年公司整体毛利率为16.19%, 同比提升0.61个百分点, 但2025年一季度降至15.55%, 反映出原材料价格传导的时滞效应。从成本结构看, 公司营业成本占收入比重达84.4%, 其中钢材、天然胶等原材料2024年上半年采购价同比下降9.78%-12.01%, 但2025年部分材料价格回升形成新的成本压力。公司通过规模化生产对冲部分成本影响, 2024年叶片销量同比增长33.54%至21.22GW, 产能利用率提升带来边际效益。海外市场拓展也增强了定价话语权, 如出口印度的60支叶片采用碳纤维主梁结构, 高技术含量产品有助于维持溢价能力。

图19: 时代新材风电叶片销售单价 (亿元/GW)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图20: 时代新材风电叶片成本分析占比 (%)

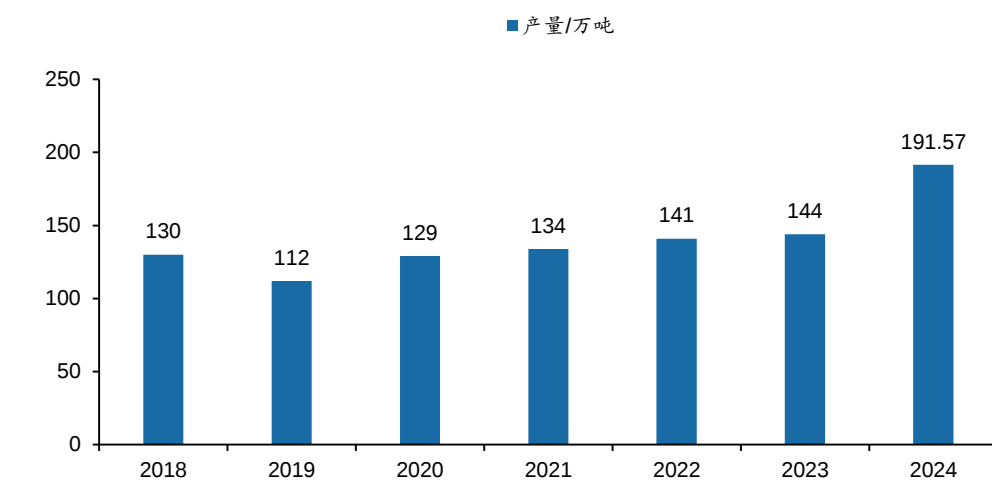


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

原材料价格与叶片报价的联动周期通常存在3-6个月的滞后期。时代新材2025年一季度执行的仍是2024年老合同价格，随着新订单逐步采用动态调价机制，公司正加速成本传导，预计2025年第二季度由于供需缺口叶片订单合同单价将迎来增长。根据《公司关于签署日常经营合同的自愿性披露公告》，2025年第一季度新签叶片合同金额达19.8亿元（含税），其中海上项目占比10.6%，高单价产品结构优化有助于消化成本压力。根据北极星风力发电网，2024年上半年部分大基地项目EPC报价已跌至2000-3000元/KW，行业整体降本压力将进一步倒逼材料创新和工艺优化。

环氧树脂存在结构性过剩问题，原材料供应充足。环氧树脂具有高强度、高耐磨性、耐腐蚀性和良好绝缘性等优点，能够满足风电叶片大型化、轻量化、高性能化的需求，推动风电叶片行业的可持续性发展。近年来，中国环氧树脂的产量持续增长。根据卓创化工，从产能利用率来看，2024年行业年度测算产能利用率仅有56%，原材料供给充足存在结构性过剩问题。中国环氧树脂产量达到192万吨，同比增长4.77%，总产能约为342万吨/年，同比增长4.59%。

图21: 2018-2024中国环氧树脂产量趋势（万吨）

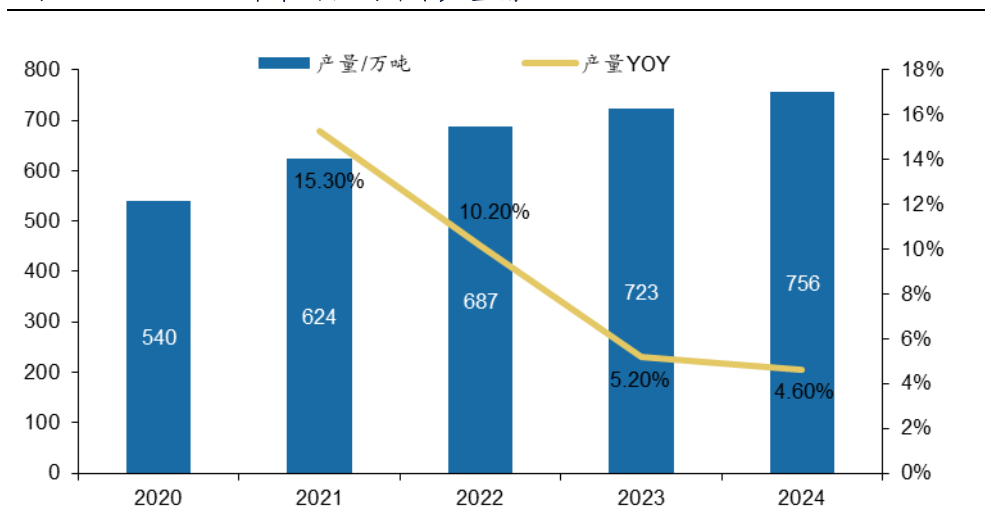


数据来源：中商情报网，智研咨询，卓创化工，广发证券发展研究中心

玻璃纤维是风电叶片的重要原材料，支撑叶片走向大型化和轻量化。根据华经情报网，风电叶片原材料占叶片成本的80%左右，增强纤维与基体树脂占比超过60%，粘结胶与芯材占比超过10%。大型化、轻量化和低成本叶片是推动机组度电成本降低的最有效手段，为实现目标，复合材料成为风电叶片唯一可选材料。复合材料的增强纤维类别有很多，目前风电叶片大规模应用的增强纤维主要为玻璃纤维，其成本在风电叶片成本占比中高达21%。

玻纤市场需求缓慢复苏，产能供过于求。中国玻璃纤维的产能在全球占据重要位置，是世界第一大玻纤生产与出口国。据中国玻璃纤维行业协会数据，2023年，中国玻璃纤维纱总产量为723万吨，同比增长5.2%，2024年中国玻璃纤维纱总产量达到756万吨，同比增长4.6%，继续保持增长姿态。高性能玻璃纤维复合材料凭借其轻质高强、耐腐蚀、耐疲劳等特性，在风电叶片制造中得到广泛应用。这种复合材料的应用极大地减轻了叶片重量，提高风电叶片的刚度和强度，从而有效提升风电系统整体性能和发电效率。

图22：2020-2024年中国玻璃纤维产量情况



数据来源：中国玻璃纤维工业协会，广发证券发展研究中心

风电是玻璃纤维的主要应用领域之一，需采用高模纱。风电纱是一种专用于风电行业的电子级玻璃纤维纱，主要用于叶片部分，可加工成编织物或者拉挤板，与树脂复合使用。制造出来的风电叶片弹性模量愈高，玻璃纤维的刚度愈强，材料愈能抵抗弹性形变。根据中国巨石年报，我国玻纤应用领域主要集中在建筑材料、交通运输、电子电气、风电、工业设备等领域，其中风电领域应用占比为14%。

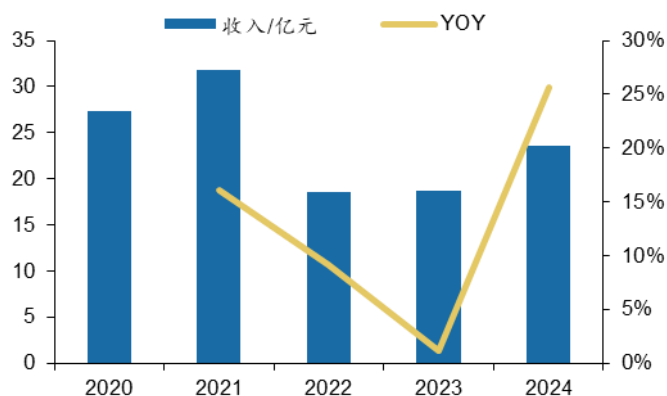
风电纱竞争格局相对集中，新增产能短期影响有限。由于风电纱为增强高模纱，具备迭代快、生产和认证壁垒较高的特性，主要关注其高模、高强等性质。随着风电新增装机的增长，风电高模纱需求量将会进一步提升。在建玻纤产能方面，泰山玻纤于25年2月点火项目均属于无碱粗纱，与风电纱存在差异，产线定位为高模、高强玻纤的协合新能源、东方希望为行业新进入者，短期内行业供给影响有限。

三、轨道交通及汽车新材料等板块发展潜力广阔

（一）轨道交通业务：“一带一路”沿线市场正成为重要增长极

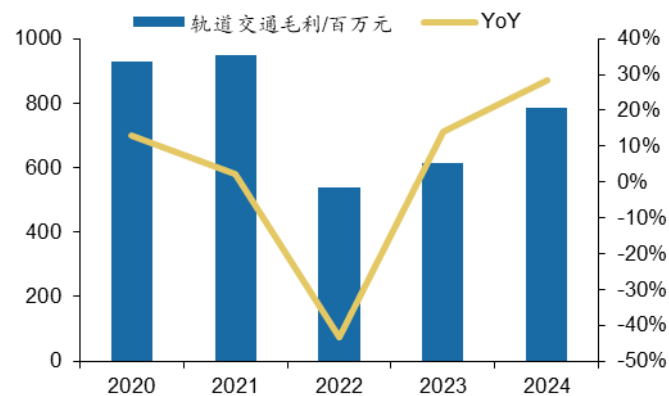
全球轨道车辆减振龙头，着眼全球化市场。根据公司年报，公司轨道交通板块2024年全年完成销售收入23.55亿元，创历史新高，较上年18.75亿元增加4.80亿元，同比+25.60%，继续巩固全球市场龙头地位，海外市场份额提升至30%；国内市场新增订单同比增长20%，连续保持稳定增长。公司在全球轨道交通弹性元件产品领域技术领先、规模第一，不仅在国内拥有领先的市场份额，产品也远销欧美等发达国家，与全球主流知名机车车辆企业都建立了长期合作关系。

图23：时代新材轨道交通业务营业收入及其增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图24：时代新材轨道交通毛利及其增速



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

技术资质体系构筑了时代新材轨道交通业务的核心竞争壁垒。公司轨道交通高端弹性元件制品主要用于各类轨道交通车辆上，可实现车辆行驶中的减振降噪和车体轻量化，尤其持有的国际铁路行业质量管理体系认证（IRIS）有效期至2027年7月27日，与铁路产品认证（2026年7月14日到期）、城市轨道交通产品认证（2027年1月23日到期）形成完整的认证矩阵。公司还同时通过ISO9001（2027年8月17日到期）、环境管理体系（2027年9月13日到期）等11类体系认证，多维度的合规性使其产品能够满足欧洲（EN）、中国（CRCC）等差异化标准要求。地铁轻轨减振产品、铁路扣件等核心部件已成功打入ALSTOM、Bombardier等国际供应链体系。根据长沙晚报，技术适配性在出口数据中得到验证，湖南省轨道交通装备第一季度对德出口增长67.6%至3916.5万元，而其中株洲时代新材和其母公司中车株洲电力机车有限公司领航，表明其产品完全符合欧盟TSI等严苛技术规范要求。

"一带一路"沿线市场正成为时代新材轨道交通业务的重要增长极。根据长沙晚报，2025年一季度湖南省轨道交通装备对哈萨克斯坦出口额同比激增41.5倍至5776.8万元，在中国香港市场增长58倍达3916.5万元，其中以时代新材和中车株洲电力机车有限公司领航，出口额同比增长23.7%和48.9%。这一爆发式增长得益于中车株洲系的协同效应，以及公司产品通过铁路产品认证（2026年到期）获得的准入资质。根据湖南日报，2025年前4个月在出口结构方面，生产型企业贡献82.5%的出货量，其中时代新材与中车株机共同推动株洲地区出口增长49.2%至4.5亿元，占全省92.3%的份额。特别值得注意的是，根据华声在线湖南轨道交通装备对共建"一带一路"国家出口中，轨道固定装置同比增幅达1.5倍，显示公司在基建配套领域的优势正加速转化为市场份额。通过国际铁路行业认证（IRIS）与本地化认证的协同策略，其弹性胶泥车挡缓冲器等产品已实现从单一设备供应向系统解决方案的转型升级。

时代新材在轨道交通领域的产品布局持续深化，其最新获批的"轨道交通车辆用剪切型弹性车轮"发明专利（专利号CN202211517822.8）彰显了技术创新的突破性进展。该专利采用V形对称弹性盘设计，结合刚度差异化的双层弹性体与金属隔板结构，显著优化了轮轨力传递效率，有望提升车辆减震性能并延长部件使用寿命。2024年公司研发投入达10.08亿元，同比增长21.54%，但2025年前5个月专利授权量34项，同比减少34.62%，反映研发成果转化存在周期性波动。根据公司一季度报，产能数据显示2025年一季度轨道交通零部件产量达50788.64吨，环比下降22.7%，同比增长8.1%，呈现季节性调整中的扩张态势。

（二）汽车业务：德国博戈实现扭亏为盈，业绩中长期有望迎来拐点

新材德国（博戈）主营汽车减振及轻量化零部件。2014年，时代新材收购德国采埃孚集团旗下博戈公司。博戈成立于1931年，总部位于德国，是一家拥有独立自主研发能力的国际化汽车零部件供应商，其橡胶和轻量化产品给各汽车品牌提供优异的驾驶、操控和NVH性能。博戈生产基地分布在德国、法国、美国、斯洛伐克和中国等国家。2022年建成无锡工厂、墨西哥工厂和斯洛伐克工厂三期工程，2024年建成无锡工厂二期，全面开拓全球汽车市场。

博戈在汽车减振降噪与轻量化行业处于领先地位，具备技术与客户基础。公司汽车产业主要从事高端汽车减振降噪与轻量化产品的研发、生产、销售。据公司2024年年报，公司在全球汽车减振细分领域规模排名第三，是全球第一个主动减振产品批量装车推广应用企业。公司巩固减振产品全球第三地位，力争轻量化制品进入行业前列。技术上具有先进橡胶和塑料实验设备和分析工具，积累众多成熟应用配方以及完整复合材料数据库，同时拥有汽车振动控制技术和材料轻量化技术；根据年报，子公司博戈主要客户是世界著名的汽车整车制造商，如大众、奥迪、宝马、福特、通用、保时捷、一汽、沃尔沃等。不仅在保持与传统车企保持紧密战略、业务合作的同时，还积极开拓新能源汽车领域零部件的合作。

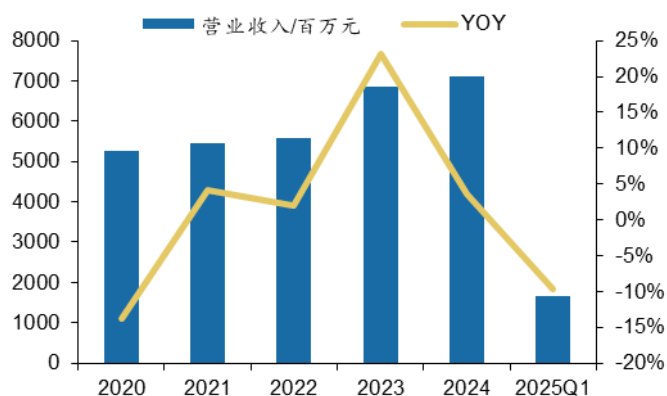
图25：新材德国（博戈）主营汽车零部件



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

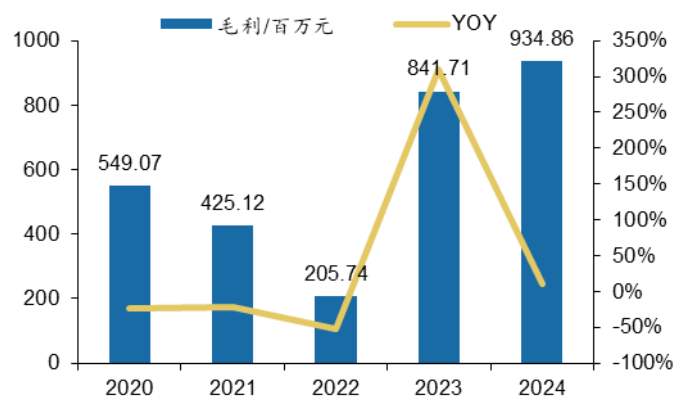
根据公司年报，时代新材核心产品高端聚氨酯减振垫、HP-RTM复合材料及先进有机硅材料制品。其中，高端聚氨酯减震垫产品已批量进入多家头部车企供应链。2024年报显示，公司新材料事业部全年新签订单突破4亿元，同比增幅近200%，汽车零部件板块实现销售收入71.01亿元，创历史峰值。根据年报，随着新材料产业园建成投产，目前产能爬坡顺利、产品质量稳定可控，有效支撑产能扩张需求。根据年报，特别值得关注的是公司HP-RTM复合材料已实现向头部电池企业批量交付，该材料采用高压树脂传递模塑工艺，兼具轻量化与高强度特性，在新能源电池包结构件领域竞争优势显著。

图26：时代新材汽车产品营收（百万元）及其增速



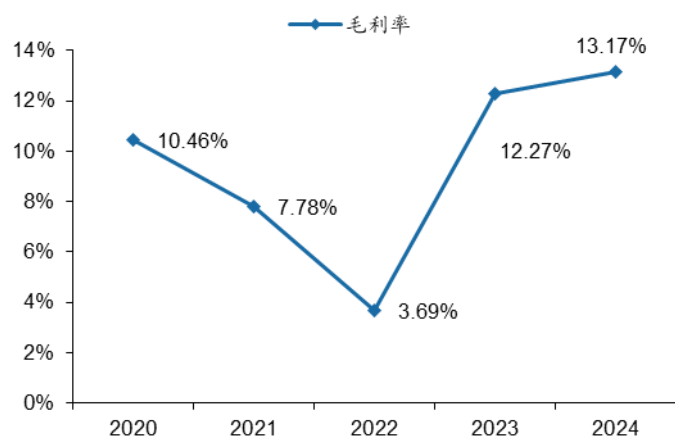
数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图27：时代新材汽车产品毛利润（百万元）及其增速



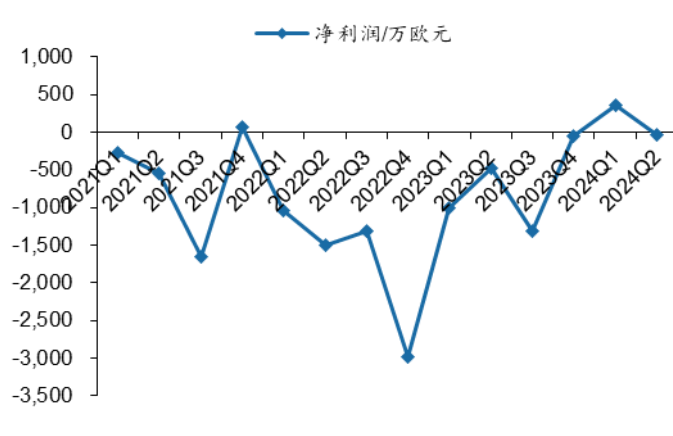
数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图28：时代新材汽车产品毛利率（%）



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图29：博戈公司各季度净利润（万欧元）



数据来源：《关于时代新材向特定对象发行股票申请文件审核问询函的回复（二次修订稿）》，广发证券发展研究中心

在新能源汽车技术创新方面，时代新材依托中车集团资源优势，成功构建电驱系统与新材料全价值链协同体系。根据中国汽车报2025年4月中车时代电气发布的C-Power330多合一电驱产品，采用公司轻量化复合材料解决方案。通过专利布局构建技术壁垒，其高压RTM工艺在电池壳体、电机支架等关键部件应用已形成差异化优势。新能源车产业链升级加速轻量化材料需求释放，公司凭借风电-汽车跨领域技术协同，如将风电叶片环氧树脂改性技术应用于汽车复合材料，显著提升产品耐候性与机械强度。

供应链协同与精益化管理驱动时代新材汽车业务盈利能力持续改善。2024年汽车板块实现扭亏为盈，2025Q1延续盈利态势，主要受益于产品结构优化与降本增效。通过垂直整合原材料采购，如与道生天合合作开发定制化环氧树脂及全球化产能布局，有效降低综合成本。以德国博戈为例，亚太区产能利用率提升带动毛利率改善。公司还将风电叶片业务的规模化经验复制至汽车领域，通过模具共享与精益生产管理。根据2025Q1数据显示，汽车零部件业务收入虽同比下降9.75%，但供应链协同带动成本下降8%，全年毛利率有望持续回升。这种“技术-制造-客户”三位一体的协同模式，为公司新能源车轻量化市场拓展奠定基础。

四、盈利预测和投资建议

时代新材作为风电叶片领域的龙头企业，主要产品覆盖 3MW 至 15MW 等市场主流规格产品，同时具备 6.45MW、8MW 以上大功率产品的生产能力，并在海上 14MW 级叶片领域占据重要地位。2024 年公司新材料业务收入同比增长 10%，虽然短期产能爬坡对毛利率形成一定压力，但随着新材料产业园预计于 2024 年三季度投产，规模效应有望逐步显现。公司在风电叶片领域技术优势显著，2024 年叶片销量达 21.22GW，同比增长 34%，成功进入金风科技海上叶片供应链，并斩获海外客户 3MW 级风电叶片首选供应商资格。

产能布局方面，公司在西南、新疆、射阳及蒙西地区的扩建项目陆续投产，十四五产能规划目标已初步达成。2024 年，受国内下游市场阶段性开工缓慢、价格下行等影响，行业竞争加剧导致叶片价格下降。面对市场挑战，公司持续优化客户结构，2025 年一季度风电叶片收入仍实现 29.86% 的同比增长。未来随着海外订单的持续放量，公司业绩有望进一步增长。

（1）风力发电业务

2024 年，公司叶片业务实现销售 21.22GW，毛利率为 9.8%，较 2023 年下降 2.57%。虽然风电行业低价竞争态势在 2024 年虽有所缓解，但叶片价格仍持续承压，主要受整机商价格传导及市场供需关系影响。此外，行业竞争加剧导致公司为维持市场份额主动降价。同时，陆风叶片出货占比提升（陆风叶片价格通常低于海风叶片），进一步拖累整体毛利率。预计 2025 年，供需关系将进一步改善且由于产能扩张存在时滞或迎来量价齐升，毛利率有所改善。我们预测 2025-2027 年风电业务收入增速分别为 21.49%/6.52%/8.84%，毛利率分别为 10.5%/10.5%/10.5%。

（2）汽车业务

2024 年，公司汽车产品务实现收入 71.01 亿元，毛利率高达 13.17%，子公司博戈公司扭亏为盈主要受益于产品结构优化与降本增效。公司还将风电叶片业务的规模化经验复制至汽车领域，通过模具共享与精益生产管理，复合材料制品良品率提升至 92% 以上。这种“技术-制造-客户”三位一体的协同模式，为公司新能源车轻量化市场奠定基础。我们预测 2025-2027 年汽车产品收入增速分别为 3.5%/8%/8%，毛利率维持在 13% 左右。

（3）轨道交通业务

2024 年公司轨道交通业务实现收入 23.6 亿元，毛利率高达 33.4%，主要得益于全球顶尖的技术实力以及垄断性市场地位与高进入壁垒。未来研发投入持续加码，2024 年研发投入达 10.38 亿元，同比+17.61%，重点用于轨道交通核心部件的性能优化与新材料应用。截至 2024 年，累计申请专利 333 件（发明专利占 76%），技术优势直接转化为产品溢价能力。基于此我们预测 2025-2027 年轨道交通业务收入增速分别为 -3%/5%/5%，毛利率分别为 30%/31%/32%。

表4: 时代新材经营情况拆分 (单位: 百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
风力发电					
收入	6701	8200	9962	10611	11550
增长率	24.9%	22.4%	21.5%	6.5%	8.8%
成本	5872	7396	8916	9497	10337
毛利	829	804	1046	1114	1213
毛利率	12.4%	9.8%	10.5%	10.5%	10.5%
汽车					
收入	6860	7100	7349	7937	8572
增长率	23.1%	3.5%	3.5%	8.0%	8.0%
成本	6018	6166	6394	6905	7458
毛利	842	935	955	1032	1114
毛利率	12.3%	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%
轨道交通					
收入	1875	2355	2284	2399	2519
增长率	1.1%	25.6%	-3.0%	5.0%	5.0%
成本	1263	1569	1599	1655	1713
毛利	612	786	685	744	806
毛利率	32.6%	33.4%	30.0%	31.0%	32.0%
工业与工程					
收入	1665	1920	2073	2239	2418
增长率	1.0%	15.3%	8.0%	8.0%	8.0%
成本	1213	1376	1461	1550	1643
毛利	452	543	612	689	775
毛利率	27.1%	28.3%	29.5%	30.8%	32.1%
新材料与其他					
收入	436	480	830	1152	1574
增长率	-26.6%	10.1%	73.0%	38.7%	36.8%
成本	303	419	623	806	1102
毛利	132	61	208	345	472
毛利率	30.4%	12.7%	25.0%	30.0%	30.0%
合计					
收入	17538	20055	22499	24338	26634
增长率	16.7%	14.4%	12.2%	8.2%	9.4%
成本	17174	19528	18993	20414	22253
毛利	375	522	3506	3924	4381
毛利率	2.1%	2.6%	15.6%	16.1%	16.5%

数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

公司主营业务为风电叶片, 与公司处在同一行业的还有中材科技公司, 可比公司较为单一, 因此我们选择了风电行业中同为细分领域龙头的电缆龙头东方电缆及风电设备行业的新强联作为可比公司, 具体如下:

(1) 新强联: 专业从事大型回转支承和工业锻件的研发、生产和销售的高新技术企业, 公司研制开发了2MW永磁直驱式风力发电机三排滚子主轴轴承、盾构机系

列主轴承（属国家“863”火炬计划）、防腐式船用回转支承等产品，上述产品获得了中国机械工业联合会的科学技术成果鉴定。公司的风电主轴轴承和盾构机主轴承达到了国际技术标准，打破了该领域轴承产品国外垄断的局面，实现进口替代。

（2）东方电缆：公司拥有500kV及以下交流海缆、陆缆，±320kV及以下直流海缆、陆缆的系统研发生产能力，并涉及海底光电复合缆，海底光缆，智能电网用光复电缆，核电缆，通信电缆，控制电缆，电线，综合布线，架空导线等一系列产品，同时提供海洋工程用线缆的客户定制化服务，为海上风电电缆的龙头之一。

表5：可比公司估值表（市值统计截止2025.6.26收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE估值水平		
				2023A	2024A	2025E	2023A	2024A	2025E
中材科技	002080.SZ	风电叶片	307	2,224	892	1,597	12.0	24.6	19.2
新强联	300850.SZ	回转支承和锻件	126	375	65	534	28.4	106.2	23.5
东方电缆	603606.SH	海缆	343	1,000	1,008	1,784	29.5	35.9	19.2

数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自广发证券

我们预计时代新材2025-2027年归母净利润分别为6.82/8.61/10.19亿元，对应EPS分别为0.83/1.04/1.24元/股，公司作为风电叶片行业的龙头，行业竞争格局和盈利能力向好，凭借“双海战略”（海上风电+海外市场）的深化和新材料业务的拓展，未来业绩增长确定性较高。参考可比公司，给予公司2025年18倍PE估值，对应合理价值14.89元/股，给予“买入”评级。

五、风险提示

（一）原材料价格大幅波动风险

公司主要产品为风电叶片、汽车、轨道交通新材料等，对原材料玻纤、高端聚氨酯等需求量较大，且在总成本构成中占比较高。2023年以来，玻纤价格相对稳定，为公司毛利率的提升提供了有利条件。然而，如果未来原材料价格出现大幅波动（如玻纤价格因供需变化或国际市场波动而上涨），且公司无法通过提价或成本控制完全转嫁成本压力，将对公司盈利水平产生负面影响。此外，原材料价格波动还可能影响公司库存管理和生产计划，进一步增加经营不确定性。

（二）海外业务推进不及预期风险

公司近年来积极推进“双海战略”（海上风电+海外市场），海外业务已成为重要的增长引擎。然而，海外市场的拓展面临诸多挑战，包括当地政策法规、市场竞争、文化差异以及物流和供应链管理等。如果公司在欧洲、日韩等关键市场的业务推进不及预期，或海外订单交付延迟，可能导致收入增长放缓。此外，海外项目的回款周期较长，若客户付款延迟或出现坏账，将对公司现金流和财务状况造成压力。

（三）国际贸易政策风险

公司海外业务占比逐年提升，尤其是欧洲市场的订单增长显著。然而，国际贸易政策的变化可能对公司业务产生重大影响。例如，目标市场国家可能出台贸易保护政策、提高关税或设置技术壁垒，限制公司产品的进口。此外，国际关系紧张或地缘政治冲突可能导致供应链中断或市场需求下降。若公司无法有效应对这些政策风险，可能面临市场份额流失和盈利能力下降的风险。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,264	12,927	14,573	16,096	18,004
货币资金	2,222	1,934	1,792	2,485	3,157
应收及预付	4,571	6,104	6,376	6,974	7,682
存货	2,596	2,135	2,931	3,029	3,264
其他流动资产	2,875	2,755	3,474	3,609	3,902
非流动资产	5,966	7,566	7,458	7,146	6,779
长期股权投资	408	411	411	411	411
固定资产	3,075	3,585	3,599	3,410	3,164
在建工程	371	726	690	655	623
无形资产	380	387	387	387	387
其他长期资产	1,733	2,456	2,372	2,283	2,194
资产总计	18,230	20,493	22,031	23,242	24,783
流动负债	9,148	11,365	12,487	13,231	14,223
短期借款	712	968	968	968	968
应付及预收	6,130	6,891	7,915	8,430	9,196
其他流动负债	2,306	3,506	3,604	3,833	4,060
非流动负债	2,555	2,326	2,362	2,362	2,362
长期借款	666	12	12	12	12
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,889	2,315	2,350	2,350	2,350
负债合计	11,703	13,692	14,848	15,592	16,585
股本	825	824	824	824	824
资本公积	3,301	3,339	3,339	3,339	3,339
留存收益	1,965	2,258	2,644	3,160	3,771
归属母公司股东权益	5,795	6,089	6,519	7,035	7,646
少数股东权益	732	713	664	615	552
负债和股东权益	18,230	20,493	22,031	23,242	24,783

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17538	20055	22499	24338	26634
营业成本	14835	16926	18993	20414	22253
营业税金及附加	65	62	75	79	87
销售费用	381	406	467	501	550
管理费用	995	1055	1215	1303	1430
研发费用	830	1008	1109	1208	1319
财务费用	68	69	17	17	17
资产减值损失	-79	-166	-50	-50	-55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	0	2	1	2
营业利润	375	522	757	974	1147
营业外收支	25	-1	8	5	6
利润总额	399	521	764	978	1153
所得税	73	87	131	167	197
净利润	327	434	633	812	956
少数股东损益	-60	-11	-49	-49	-63
归属母公司净利润	386	445	682	861	1019
EBITDA	1147	1478	1493	1758	1983
EPS（元）	0.48	0.55	0.83	1.04	1.24

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	795	1,142	732	1,530	1,571
净利润	327	434	633	812	956
折旧摊销	693	837	711	762	813
营运资金变动	-461	-344	-665	-86	-243
其它	236	216	53	42	45
投资活动现金流	-394	-1,287	-637	-475	-473
资本支出	-546	-1,178	-629	-476	-474
投资变动	150	-110	0	0	0
其他	2	1	-8	1	2
筹资活动现金流	-82	-125	-215	-362	-425
银行借款	-265	-399	0	0	0
股权融资	481	0	0	0	0
其他	-298	274	-215	-362	-425
现金净增加额	348	-304	-142	693	673
期初现金余额	1,870	2,217	1,913	1,771	2,464
期末现金余额	2,217	1,913	1,771	2,464	3,137

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	16.6%	14.4%	12.2%	8.2%	9.4%
营业利润	52.1%	39.3%	45.0%	28.6%	17.8%
归母净利润	8.3%	15.2%	53.3%	26.2%	18.4%
获利能力					
毛利率	15.4%	15.6%	15.6%	16.1%	16.4%
净利率	1.9%	2.2%	2.8%	3.3%	3.6%
ROE	6.7%	7.3%	10.5%	12.2%	13.3%
ROIC	4.2%	5.4%	6.3%	7.6%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	64.2%	66.8%	67.4%	67.1%	66.9%
净负债比率	179.3%	201.3%	206.7%	203.8%	202.3%
流动比率	1.34	1.14	1.17	1.22	1.27
速动比率	0.99	0.89	0.87	0.93	0.98
营运能力					
总资产周转率	0.99	1.04	1.06	1.08	1.11
应收账款周转率	4.90	4.27	4.15	4.21	4.18
存货周转率	5.70	7.16	7.50	6.85	7.07
每股指标（元）					
每股收益	0.48	0.55	0.83	1.04	1.24
每股经营现金流	0.96	1.39	0.89	1.86	1.90
每股净资产	7.03	7.38	7.91	8.53	9.27
估值比率					
P/E	19.19	23.29	16.13	12.79	10.80
P/B	1.31	1.73	1.69	1.56	1.44
EV/EBITDA	6.72	7.98	8.29	6.65	5.55

广发新能源和电力设备研究小组

陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。

纪成炜：联席首席分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。

陈昕：资深分析师，毕业于清华大学、北京大学，曾就职于国家电网公司、信达证券，2022年加入广发证券发展研究中心。

李天帅：资深分析师，硕士，毕业于哈尔滨工业大学、香港大学，曾任职于中银国际证券、德邦证券，3年证券行业研究经验。

曹瑞元：资深分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

高翔：高级分析师，毕业于新加坡国立大学，2022年加入广发证券发展研究中心。

黄思悦：高级研究员，毕业于北京大学、中山大学，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。