

金风科技（002202.SZ）

优于大市

上半年业绩同比增长 7%，风机制造板块毛利率显著改善

核心观点

2025 年上半年业绩 14.9 亿元，同比+7%。2025 年上半年，公司实现营业收入 285.4 亿元，同比+41%；归母净利润 14.9 亿元，同比+7%；扣非归母净利润 13.7 亿元，同比基本持平；综合毛利率 15.3%，同比-2.9pct；净利率 5.8%，同比-1.3pct。单季度来看，2025 年第二季度公司实现营业收入 190.6 亿元，同比+44%，环比+101%；归母净利润 9.2 亿元，同比-13%，环比+62%；扣非归母净利润 8.1 亿元，同比-22%，环比+46%；综合毛利率 12.2%，同比-1.9pct，环比-9.6pct；净利率 5.2%，同比-2.7pct，环比-1.8pct。

风机制造板块毛利率显著改善。2025 年第二季度，公司对外销售风机容量 8.1GW，同比+117%，环比+211%；上半年累计对外销售风机容量 10.6GW，同比+107%。风机大型化趋势不断加速，2025 年上半年 6MW 及以上机组销售容量同比+187%，在整体销售容量中的占比同比提升 22.8pct 至 81.5%。2025 年上半年，风机及零部件销售业务实现收入 218.5 亿元，同比+71%；毛利率 8.0%，同比+4.2pct。

新能源电力市场化交易导致风电场转让节奏放缓。2025 年前两个季度公司发电板块平均利用小时分别为 635/620 小时，其中 Q2 同比减少 16 小时，环比减少 15 小时。上半年公司新增权益并网装机 709MW，转让风电场容量 100MW；截至 2025 年第二季度末，公司国内外自营风电场权益装机容量 8.7GW，同比+6%，权益在建容量 3.7GW。2025 年上半年公司风电场开发业务收入 31.7 亿元，同比-28%；毛利率 57.5%，同比+1.0pct。

风电服务业务稳步推进。新能源发电项目全面参与电力市场交易，显著提升了行业对电力交易相关产品与服务的需求。公司积极响应市场变化，在资产管理服务、“无人化”场站建设、技术创新等方面取得显著进展。截至 2025 年第二季度末，公司国内外后服务业务在运项目容量接近 46.0GW，同比+37%。2025 年上半年风电服务业务实现销售收入 29.0 亿元，同比+22%；毛利率 22.5%，同比-2.3pct。

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

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到风机制造板块毛利率显著修复，在手订单稳步增长，我们上调 2025-2027 年盈利预测至 27.0/36.7/45.0 亿元（原预测为 26.6/36.6/44.4 亿元），同比+45.0%/+36.1%/+22.4%。当前股价对应动态 PE 分别为 16.5/12.1/9.9 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	50,457	56,699	86,560	84,812	94,009
(+/-%)	8.7%	12.4%	52.7%	-2.0%	10.8%
净利润(百万元)	1331	1860	2698	3673	4496
(+/-%)	-44.2%	39.8%	45.0%	36.1%	22.4%
每股收益(元)	0.32	0.44	0.64	0.87	1.06
EBIT Margin	2.8%	2.8%	4.4%	5.6%	6.4%
净资产收益率(ROE)	3.8%	4.6%	6.5%	8.4%	9.6%
市盈率(PE)	33.5	24.0	16.5	12.1	9.9
EV/EBITDA	36.8	33.3	24.4	19.6	16.7
市净率(PB)	1.11	1.10	1.05	0.99	0.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

证券分析师：袁阳

0755-22940078

yuanyang2@guosen.com.cn

S0980524030002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.56 元
总市值/流通市值	44617/43601 百万元
52 周最高价/最低价	11.88/7.64 元
近 3 个月日均成交额	404.99 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《金风科技（002202.SZ）-2024 年年报点评-风机盈利持续向好，海外业绩订单双高》——2025-04-03

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

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

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

业绩回顾

2025 年上半年，公司实现营业收入 285.4 亿元，同比+41%；归母净利润 14.9 亿元，同比+7%；扣非归母净利润 13.7 亿元，同比基本持平；综合毛利率 15.3%，同比-2.9pct；净利率 5.8%，同比-1.3pct。

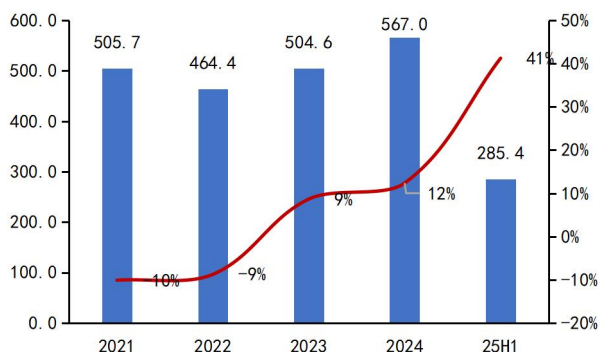
单季度来看，2025 年第二季度公司实现营业收入 190.6 亿元，同比+44%，环比+101%；归母净利润 9.2 亿元，同比-13%，环比+62%；扣非归母净利润 8.1 亿元，同比-22%，环比+46%；综合毛利率 12.2%，同比-1.9pct，环比-9.6pct；净利率 5.2%，同比-2.7pct，环比-1.8pct。

分业务来看，2025 年上半年公司风机及零部件销售/风电场开发/风电服务/其他业务分别实现销售收入 218.5/31.7/29.0/6.2 亿元，同比+71%/-28%/+22%/-6%；毛利率分别为 8.0%/57.5%/22.5%/26.6%，同比+4.2/+1.0/-2.3/+6.1pct。

期间费用方面，2025 年上半年公司销售/管理/研发费用率分别为 2.3%/3.1%/3.2%，同比-0.7/-1.0/-1.2pct。截至 2025 年第二季度末，公司归母所有者权益与带息债务的比值为 0.91，高于去年同期的 0.83，财务状况保持稳健。

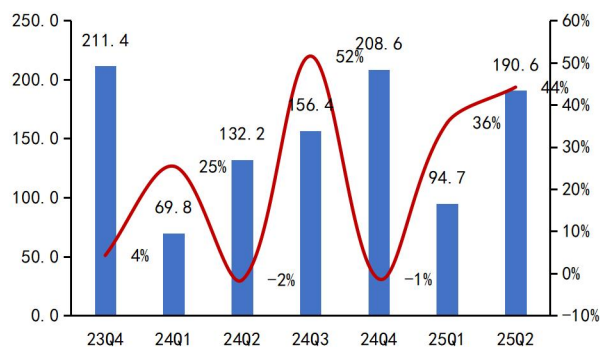
2025 年上半年，公司计提信用及资产减值损失 1.4 亿元，同比+32%；公司实现投资净收益 2.5 亿元，同比-78%，主要原因系新能源电力市场化交易导致风电场转让交易放缓。

图1：公司营业收入及同比增速（亿元、%）



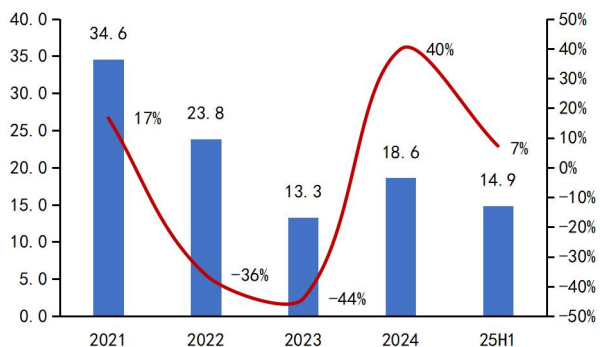
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速（亿元、%）



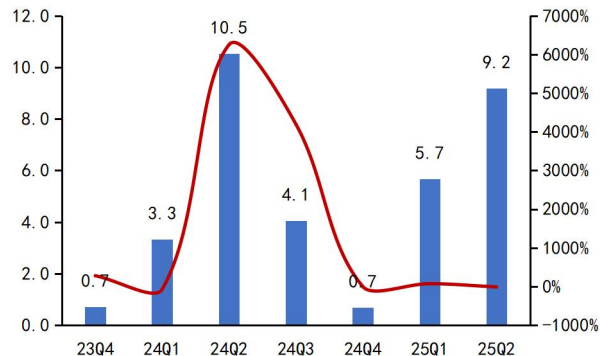
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及同比增速（亿元、%）



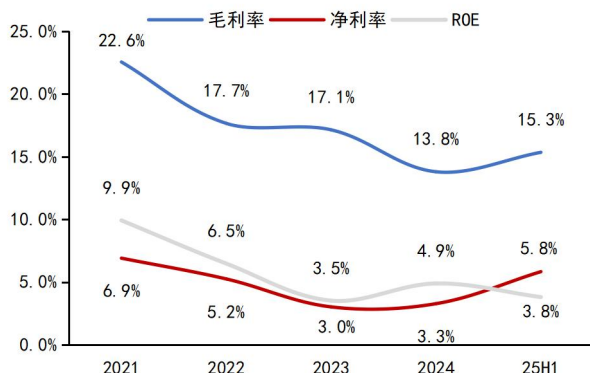
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比增速（亿元、%）



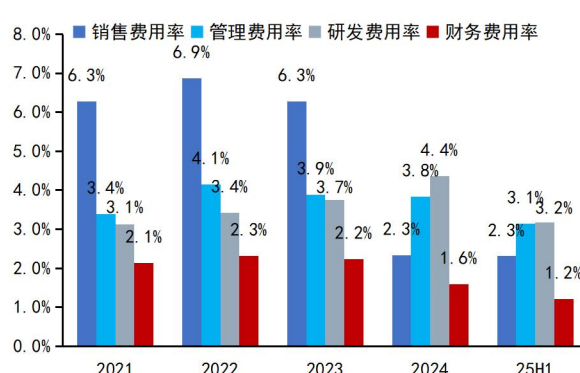
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率、净利率及 ROE (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率 (%)

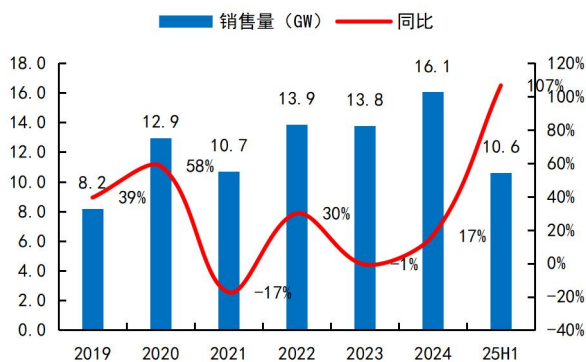


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

经营数据

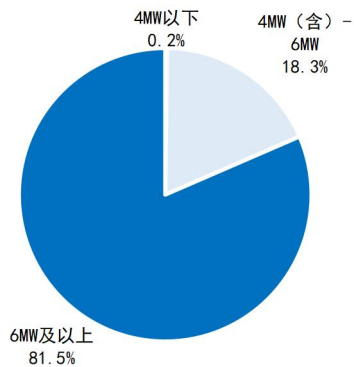
2025 年第二季度, 公司对外销售风机容量 8.1GW, 同比+117%, 环比+211%; 上半年累计对外销售风机容量 10.6GW, 同比+107%。风机大型化趋势不断加速, 2025 年上半年 6MW 及以上机组销售容量同比+187%, 在整体销售容量中的占比同比提升 22.8pct 至 81.5%。2025 年上半年, 风机及零部件销售业务实现收入 218.5 亿元, 同比+71%; 毛利率 8.0%, 同比+4.2pct。

图7: 公司风电机组对外销售容量 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

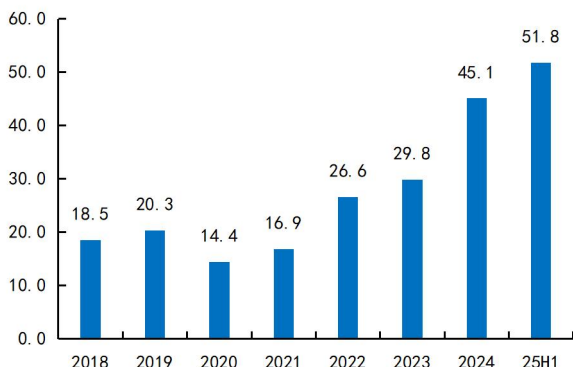
图8: 2025 年上半年风机机组销售结构 (% , 以 MW 计算)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

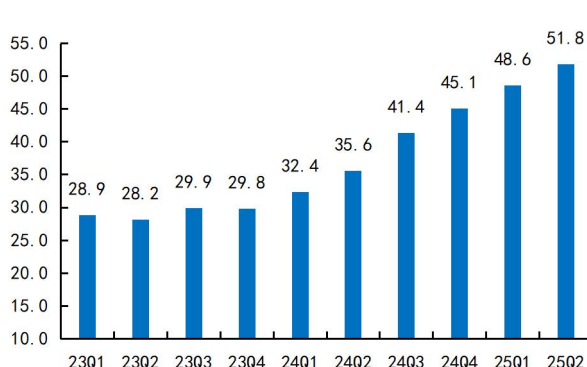
公司在手订单实现快速增长。截至 2025 年第二季度末, 公司累计在手外部订单 51.8GW, 同比+46%, 其中海外订单为 7.4GW, 同比+42%。此外, 公司另有内部订单 3.0GW。公司在手订单总计 54.8GW, 同比+43%。

图9：年末累计在手外部订单（GW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：季度末累计在手外部订单（GW）

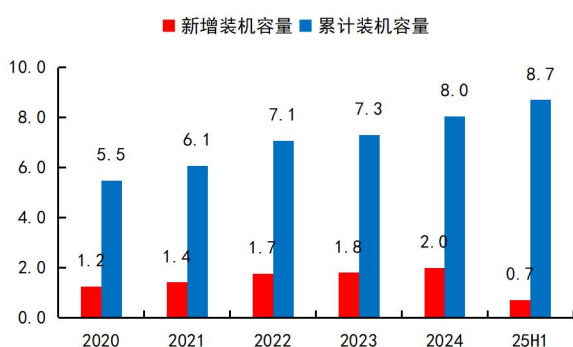


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司坚持推进国际化战略。截至 2025 年第二季度末，公司国际业务累计装机 10.0GW，其中在亚洲（不包括中国）、南美洲装机量均已超过 2GW，在北美洲、非洲、大洋洲装机量均已超过 1GW。

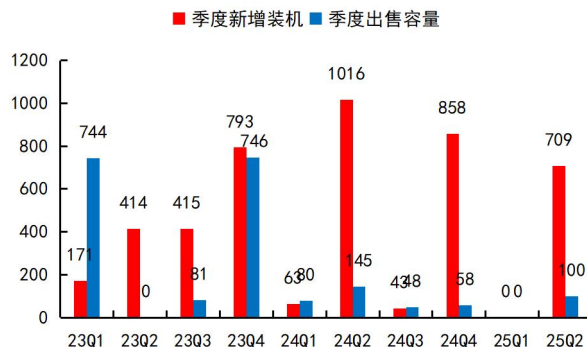
风电场开发方面，2025 年前两个季度公司发电板块平均利用小时分别为 635/620 小时，其中 Q2 同比减少 16 小时，环比减少 15 小时。2025 年上半年公司新增权益并网装机 709MW，转让风电场容量 100MW；截至 2025 年第二季度末，公司国内外自营风电场权益装机容量 8.7GW，同比+6%，权益在建容量 3.7GW。2025 年上半年公司风电场开发业务收入 31.7 亿元，同比-28%；毛利率 57.5%，同比+1.0pct。

图11：当年新增风电权益装机容量及累计装机（GW）



资料来源：公司公告，业绩推介材料，国信证券经济研究所整理

图12：季度新增权益装机容量及出售容量（MW）



资料来源：公司公告，业绩推介材料，国信证券经济研究所整理

风电服务方面，在规模增长、政策调整、技术升级等多因素叠加影响下，风电服务业务升级加速。新能源发电项目全面参与电力市场交易，显著提升了行业对电力交易相关产品与服务的需求。公司积极响应市场变化，在资产管理服务、“无人化”场站建设、技术创新等方面取得显著进展。截至 2025 年第二季度末，公司国内外后服务业务在运项目容量接近 46.0GW，同比+37%。2025 年上半年风电服务业务实现销售收入 29.0 亿元，同比+22%；毛利率 22.5%，同比-2.3pct。

盈利预测

表1: 主营业务假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
风机及零部件销售业务						
风机销售量 (GW)	13.9	13.8	16.1	32.0	26.0	27.3
YoY	30%	-1%	17%	99%	-19%	5%
收入 (百万元)	32,602	32,937	38,921	66,063	61,501	67,074
YoY	-18%	1%	18%	70%	-7%	9%
毛利率 (%)	6.2%	6.4%	5.0%	8.2%	9.8%	10.7%
风电场开发业务 (电站转让+风力发电业务)						
期末权益并网装机容量 (GW)	7.1	7.3	8.0	9.0	10.5	11.5
收入 (百万元)	6,910	10,915	10,854	13,168	14,565	15,940
YoY	30%	58%	-1%	21%	11%	9%
毛利率 (%)	65.4%	47.3%	40.0%	31.9%	29.1%	29.1%
风电服务						
收入 (百万元)	5,647	5,241	5,507	5,911	6,502	6,827
YoY	38%	-7%	5%	7%	10%	5%
毛利率 (%)	23.8%	19.8%	21.5%	22.0%	21.0%	21.0%
合计						
收入 (百万元)	46,437	50,457	56,699	86,560	84,812	94,009
YoY	-17%	9%	12%	53%	-2%	11%
综合毛利率 (%)	17.7%	17.1%	13.8%	12.8%	14.3%	15.2%

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

我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 865.6/848.1/940.1 亿元, 同比 +52.7%/-2.0%/+10.8%; 实现归母净利润 27.0/36.7/45.0 亿元, 同比 +45.0%/+36.1%/+22.4%。当前股价对应 PE 分别为 16.5/12.1/9.9 倍。

投资建议

考虑到风机制造板块毛利率显著修复, 在手订单稳步增长, 我们上调 2025-2027 年盈利预测至 27.0/36.7/45.0 亿元 (原预测为 26.6/36.6/44.4 亿元), 同比 +45.0%/+36.1%/+22.4%。当前股价对应动态 PE 分别为 16.5/12.1/9.9 倍, 维持“优于大市”评级。

表2: 盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	50,457	56,699	86,560	84,812	94,009
同比	8.7%	12.4%	52.7%	-2.0%	10.8%
净利润(百万元)	1331	1860	2698	3673	4496
同比	-44.2%	39.8%	45.0%	36.1%	22.4%
每股收益 (元)	0.32	0.44	0.64	0.87	1.06
EBIT Margin	2.8%	2.8%	4.4%	5.6%	6.4%
净资产收益率 (ROE)	3.8%	4.6%	6.5%	8.4%	9.6%
市盈率 (PE)	33.5	24.0	16.5	12.1	9.9
EV/EBITDA	36.8	33.3	24.4	19.6	16.7
市净率 (PB)	1.11	1.10	1.05	0.99	0.92

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

风险提示

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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	14245	11619	10213	10957	12465	营业收入	50457	56699	86560	84812	94009
应收款项	25548	30825	30830	27883	28332	营业成本	41807	48876	75445	72719	79718
存货净额	15257	14828	15415	13942	15454	营业税金及附加	231	282	433	424	470
其他流动资产	5716	7736	9053	8363	8769	销售费用	3165	1322	1991	2120	2350
流动资产合计	63829	68601	69853	65610	69855	管理费用	1958	2175	2764	2804	3146
固定资产	41805	45974	47694	50974	52004	研发费用	1891	2477	2597	2544	2820
无形资产及其他	6977	7706	7292	6878	6465	财务费用	1131	907	1020	1044	1029
投资性房地产	26028	28450	30296	27988	30083	投资收益	2246	1962	200	200	100
长期股权投资	4854	4493	4493	4493	4493	资产减值及公允价值变动	(100)	(704)	(200)	50	(100)
资产总计	143495	155224	159629	155944	162901	其他损益	179	249	350	350	300
短期借款及交易性金融负债	4685	5817	1000	1000	1000	营业利润	2599	2168	3174	4271	5290
应付款项	41645	40779	41800	36170	37595	营业外净收支	(80)	(64)	0	0	0
其他流动负债	6491	7088	8458	8128	8122	利润总额	2519	2104	3174	4271	5290
流动负债合计	63020	71874	72898	66502	70219	所得税费用	997	247	476	598	793
长期借款及应付债券	28151	29506	30006	30506	30506	少数股东损益	191	(4)	0	0	0
其他长期负债	12095	13418	14312	13792	13782	归属于母公司净利润	1331	1860	2698	3673	4496
长期负债合计	40246	42923	44318	44298	44287	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	103266	114797	117215	110799	114506	净利润	1331	1860	2698	3673	4496
少数股东权益	2619	1898	1778	1646	1501	资产减值准备	186	568	450	50	0
股东权益	37610	38529	40636	43499	46894	折旧摊销	2615	3220	2793	3234	3484
负债和股东权益总计	143495	155224	159629	155944	162901	公允价值变动损失	(349)	(155)	(400)	(250)	(100)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	1131	907	1020	1044	1029
每股收益	0.32	0.44	0.64	0.87	1.06	营运资本变动	2931	595	3582	(1159)	1081
每股红利	1.32	0.10	0.19	0.26	0.32	其它	(4860)	(3773)	1665	523	1019
每股净资产	9.52	9.57	10.04	10.69	11.45	经营活动现金流	1854	2316	10787	6071	9980
ROIC	1%	2%	5%	6%	8%	资本开支	(6776)	(7671)	(4100)	(6100)	(4100)
ROE	4%	5%	7%	8%	10%	其它投资现金流	4952	1946	(2046)	2258	(2095)
毛利率	17%	14%	13%	14%	15%	投资活动现金流	(1824)	(5724)	(6146)	(3842)	(6195)
EBIT Margin	3%	3%	4%	6%	6%	权益性融资	(1173)	(441)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	8%	9%	10%	负债净变化	1463	27561	(4317)	500	0
收入增长	9%	12%	53%	-2%	11%	支付股利、利息	(1152)	(24563)	(711)	(941)	(1247)
净利润增长率	-44%	40%	45%	36%	22%	其它融资现金流	(1131)	(907)	(1020)	(1044)	(1029)
资产负债率	72%	74%	73%	71%	70%	融资活动现金流	(1993)	1650	(6048)	(1485)	(2276)
股息率	26.1%	12.5%	0.9%	1.8%	2.5%	现金净变动	(1963)	(1758)	(1406)	744	1508
P/E	33.52	23.98	16.54	12.15	9.92	货币资金的期初余额	15628	14245	11619	10213	10957
P/B	1.11	1.10	1.05	0.99	0.92	货币资金的期末余额	14245	11619	10213	10957	12465
EV/EBITDA	36.78	33.30	24.38	19.55	16.75	企业自由现金流	(381)	(2473)	5542	29	5580
						权益自由现金流	399	24288	358	(369)	4706

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032