

2025年08月28日

金风科技 (02208. HK)

投资评级：买入（维持）

——设备毛利率修复超预期 继续看好整机业绩修复

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

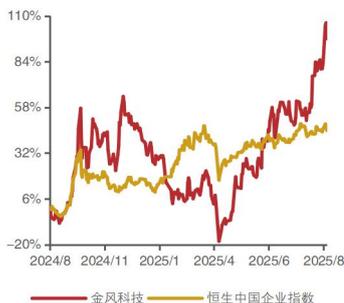
戴映妍

SAC: S1350524080002

daiyingxin@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年08月27日

收盘价(港元)	9.17
一年内最高/最低(港元)	10.00/3.79
总市值(百万港元)	38,743.87
流通市值(百万港元)	7,093.66
资产负债率(%)	73.08

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 公司发布 2025 年中报。25H1 公司实现营业收入 285.4 亿元(同比+41.3%)，实现归母净利润 14.9 亿元(同比+7.3%)。其中 25Q2 实现营收 190.6 亿元(同比+44.2%)，实现归母净利润 9.2 亿元(同比-12.8%)。
- 风电设备收入高速增长，毛利率大幅改善。(1) 营收方面：受益于 2024 年起风电设备招标量增长，公司风电机组及零部件上半年实现营收 218.5 亿元，同比增长 71.2%。总交付容量 10.64GW(同比+106.6%)，其中 6MW 及以上交付 8.67GW(同比+187%)，大型化进展继续加速。(2) 毛利率方面：25H1 风电设备板块毛利率达到 7.97%，相比去年同期大幅增加 4.22pct，毛利率显著修复。或与产品交付结构优化以及内部成本管控见效相关。(3) 订单方面：截至 6 月 30 日，公司在手外部订单 51.8GW，其中海外 7.4GW。
- 发电容量稳步提升，转让收益小幅增加。风电场开发板块 25H1 实现营收 31.7 亿元(同比下降 27.9%)，子公司天润新能源净利润 6.0 亿元(24H1 为 13.1 亿元)，或主要由于电站产品收入下滑所致。(1) 发电部分：截至 25H1 公司累计权益并网装机 865 万千瓦，相比 2024 年底增加 61 万千瓦。上网电量为 83 亿千瓦时(同比+14%)，发电收入 31.7 亿元(同比下降 8.6%)，平均电价有明显下降；(2) 转让部分：25H1 公司转让 100.2MW，获得投资收益 1.43 亿元，相比 24H1 有所增加(24H1 转让 225MW，投资收益 1.05 亿元)；(3) 资产减值：2024 年公司计提固定资产减值准备 5.77 亿元，本期为 0。
- 风场管理和后服务规模持续扩大。公司风电服务板块 25H1 实现营收 28.96 亿元，公司国内外后服务业务在运项目容量近 46GW(同比增长 37%)，其中后服务收入达到 17.5 亿元(同比+9.6%)。此外公司水务业务也维持稳定，25H1 持有 64 家水务项目公司，实现水务运营收入 5.02 亿元(与去年同期基本持平)。
- 盈利预测与评级：考虑到公司风机毛利率恢复超出预期、风场产品及转让略低于预期，并考虑到风电整机利润率修复或将成为产业趋势，因此我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 26.6/38.5/44.7 亿元(原预测为 25.8/33.3/38.8 亿元)，同比增速分别为 43%/45%/16%，当前股价对应的 PE 分别为 13/9/8 倍。鉴于当前风电大型化速度趋于放缓、公司风机制造板块盈利能力或触底回升，我们判断后续风机制造仍有进一步修复可能。维持“买入”评级。

风险提示：风机竞争加剧，新能源电价下滑超预期，补贴回收低于预期

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	50,244	56,516	69,661	80,353	89,434
同比增长率(%)	8.1%	12.5%	23.3%	15.3%	11.3%
归母净利润(百万元)	1,331	1,860	2,663	3,854	4,467
同比增长率(%)	-44.2%	39.8%	43.2%	44.7%	15.9%
每股收益(元/股)	0.29	0.42	0.63	0.91	1.06
ROE(%)	3.54	4.83	6.44	8.50	8.94
市盈率(P/E)	11	14	13	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
损益表（百万人民币）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56,516	69,661	80,353	89,434
增长率	12.5%	23.3%	15.3%	11.3%
营业成本	48,799	59,509	68,048	75,303
%销售收入	86.3%	85.4%	84.7%	84.2%
毛利	7,717	10,152	12,305	14,131
%销售收入	13.7%	14.6%	15.3%	15.8%
其他收入	183	169	169	169
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	1,322	1,393	1,446	1,520
%销售收入	2.3%	2.0%	1.8%	1.7%
管理费用	4,934	4,876	5,223	5,813
%销售收入	8.7%	7.0%	6.5%	6.5%
研发费用	2,477	2,438	2,571	2,772
%销售收入	4.4%	3.5%	3.2%	3.1%
财务费用	1,217	995	747	778
%销售收入	2.2%	1.4%	0.9%	0.9%
息税前利润 (EBIT)	3,320	4,225	5,421	6,196
%销售收入	5.9%	6.1%	6.7%	6.9%
投资收益	137	250	250	250
%税前利润	6.5%	7.7%	5.3%	4.6%
除税前利润	2,104	3,230	4,674	5,418
利润率	3.7%	4.6%	5.8%	6.1%
所得税	247	485	701	813
所得税率	11.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润(含少数股东损益)	1,856	2,746	3,973	4,606
少数股东损益	-4	82	119	138
归属于母公司的净利润	1,860	2,663	3,854	4,467
增长率	39.8%	43.2%	44.7%	15.9%
净利率	3.3%	3.8%	4.8%	5.0%

现金流量表（百万人民币）

	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,860	2,663	3,854	4,467
少数股东损益	-4	82	119	138
营运资金变动	-2,073	5,345	2,048	1,666
其他变动	2,532	1,424	2,048	2,150
经营活动现金流量净额	2,316	9,514	8,069	8,421
资本开支	-7,292	-6,800	-6,800	-6,800
投资	877	-662	-556	-556
其他	691	4,830	2,760	1,713
投资活动现金流量净额	-5,724	-2,633	-4,596	-5,643
股权募资	-443	0	0	0
债权募资	2,386	2,563	1,977	0
其他	-293	-1,436	-1,514	-1,477
筹资活动现金流量净额	1,650	1,127	463	-1,477
现金净变动	-1,604	8,162	4,089	1,456

资产负债表（百万人民币）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,030	19,193	23,281	24,737
应收款项	39,448	37,926	43,748	48,692
存货	14,828	16,530	18,902	20,917
其他流动资产	3,295	3,926	4,353	4,716
流动资产	68,601	77,575	90,285	99,063
权益性投资	4,493	4,293	4,093	3,893
固定资产	45,974	49,778	53,412	57,016
无形资产	9,848	9,896	9,939	10,012
非流动资产	86,623	91,138	95,371	99,604
资产总计	155,224	168,713	185,655	198,667
应付款项	40,779	51,244	58,597	64,844
短期借款	5,817	6,586	7,179	7,179
其他流动负债	25,278	20,970	24,286	27,027
流动负债	71,874	78,799	90,061	99,049
长期债务	36,233	38,027	39,411	39,411
其他长期负债	6,691	8,560	8,730	7,993
非流动负债	42,923	46,587	48,140	47,404
负债总计	114,797	125,386	138,202	146,453
归属母公司股东权益	38,529	41,347	45,354	49,976
少数股东权益	1,898	1,980	2,099	2,238
负债股东权益合计	155,224	168,713	185,655	198,667

比率分析

	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标				
每股收益	0.42	0.63	0.91	1.06
每股净资产	9.12	9.79	10.73	11.83
每股经营现金净流	0.55	2.25	1.91	1.99
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率				
净资产收益率	4.83%	6.44%	8.50%	8.94%
总资产收益率	1.20%	1.58%	2.08%	2.25%
投入资本收益率	3.55%	4.08%	4.90%	5.33%

增长率

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	12.48%	23.26%	15.35%	11.30%
EBIT 增长率	1.28%	27.26%	28.29%	14.31%
净利润增长率	39.78%	43.16%	44.69%	15.92%
总资产增长率	8.17%	8.69%	10.04%	7.01%
资产管理能力				
应收账款周转天数	192.7	166.9	149.4	151.9
存货周转天数	111.0	94.9	93.7	95.2
应付账款周转天数	304.0	278.3	290.5	295.1
固定资产周转天数	279.6	247.4	231.2	222.3
偿债能力				
流动比率	0.95	0.98	1.00	1.00
速动比率	0.72	0.74	0.76	0.75
净负债/股东权益	76.73%	58.67%	49.12%	41.85%
EBIT 利息保障倍数	2.7	2.9	3.6	4.2
资产负债率	73.96%	74.32%	74.44%	73.72%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。