

事件：公司发布 2025 年半年报

2025H1 公司实现收入 108.94 亿元，同比增长 26.27%；归母净利润 1.44 亿元，同比下降 2.62%；扣非归母净利润 1.28 亿元，同比增长 128.59%。单季度来看，25Q2 公司收入 68.84 亿元，同比增长 41.19%、环比增长 71.65%；归母净利润 0.85 亿元，同比增长 10.41%、环比增长 44.27%；扣非归母净利润 0.82 亿元，同比增长 417.9%、环比增长 80.6%。

分业务来看，2025H1 公司风电机组业务收入为 95.37 亿元，占总收入的比重约 87.54%，新能源 EPC 总承包/发电收入/其他收入分别为 6.93/2.24/4.40 亿元，占总收入比重 6.36%/2.06%/4.04%；从盈利能力来看，风电机组/新能源 EPC 总承包/发电收入/新能源电站开发转让收入的毛利率分别为 7.27%/6.75%/22.31%/61.09%。

核心看点：国资风机龙头，份额不断提升，盈利有望修复

深耕风力领域逾五十载。公司系浙江省属大型国有控股上市企业，主营业务为陆上及海上风电机组的研发、生产和销售，其中包括 3.XMW 至 10.X-15.XMW 系列大型陆上风电机组以及 9.X-10.XMW、16.X-18.XMW 系列的海上风机机组；同时，公司也在积极培育新能源电站的投资运营业务、智慧服务业务，拓展储能、新能源项目 EPC 总承包、并网侧的产品和服务、新能源数字化产品、综合能源服务等多元化业务。

份额不断提升，盈利有望修复。近几年公司在招标市场中表现出色，根据风电头条的统计，2025 年 1-7 月的央企项目总中标量中运达股份排名第一，中标规模 11946.68MW，占比 18.38%。2025H1 公司新增订单 11,974.28MW，累计在手订单 45,866.86MW，同比增长 34.10%；长期来看，订单保持稳中有进，为实现未来业绩的稳定增长打下良好基础。得益于招标市场逐步改善竞价环境，叠加高毛利的大兆瓦机型占比提升及市场需求释放，2025H1 公司风机业务毛利率修复至 7.27%，相比 2024 年的 6.08% 有所回升。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 297.48、326.53、358.47 亿元，增速为 34%/10%/10%；归母净利润分别为 6.59、10.48、14.04 亿元，增速为 42%/59%/34%，对应 25-27 年 PE 为 22x/14x/10x。考虑国内外风电行业需求景气，公司风机制造业务迎来盈利拐点，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：宏观政策风险；市场竞争风险；零部件价格波动风险等。

推荐

首次评级

当前价格：

18.16 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@glms.com.cn

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@glms.com.cn

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@glms.com.cn

分析师 郝元斌

执业证书：S0100525060001

邮箱：haoyuanbin@glms.com.cn

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	22,198	29,748	32,653	35,847
增长率 (%)	18.5	34.0	9.8	9.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	465	659	1,048	1,404
增长率 (%)	12.2	41.8	58.9	34.0
每股收益 (元)	0.59	0.84	1.33	1.78
PE	31	22	14	10
PB	2.5	2.0	1.8	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 16 日收盘价）

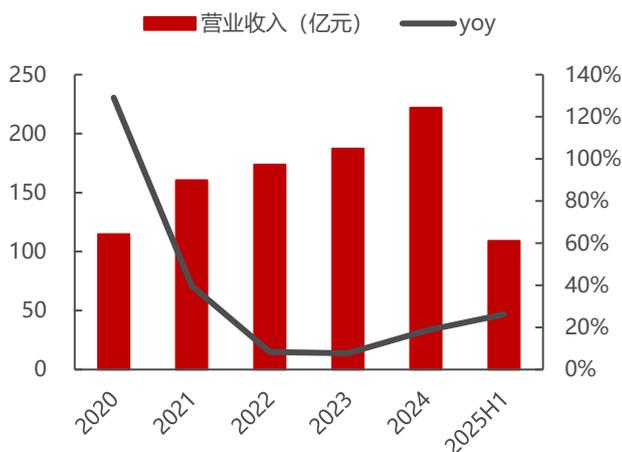
目录

1 事件：公司发布 2025 年半年报	3
2 核心看点：国资风机龙头，份额不断提升，盈利有望修复	5
2.1 国资风机龙头，深耕风力领域五十载.....	5
2.2 中标份额不断提升，盈利有望修复.....	6
3 盈利预测与投资建议	10
3.1 盈利预测假设与业务拆分.....	10
3.2 估值分析.....	11
3.3 投资建议.....	11
4 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1 事件：公司发布 2025 年半年报

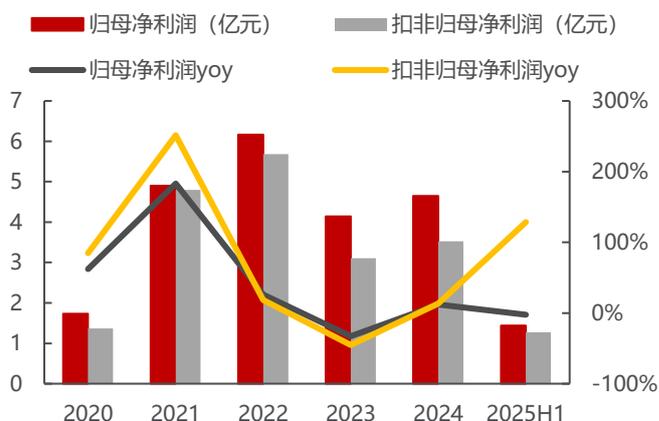
收入保持高增。随着加强重要客户群体的战略合作关系及订单的进一步突破，公司实现对外销售容量及收入的稳健增长，2025H1 实现收入 108.94 亿元，同比增长 26.27%；归母净利润 1.44 亿元，同比下降 2.62%；扣非归母净利润 1.28 亿元，同比增长 128.59%。

图1：2020-2025H1 收入（亿元）及增速（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

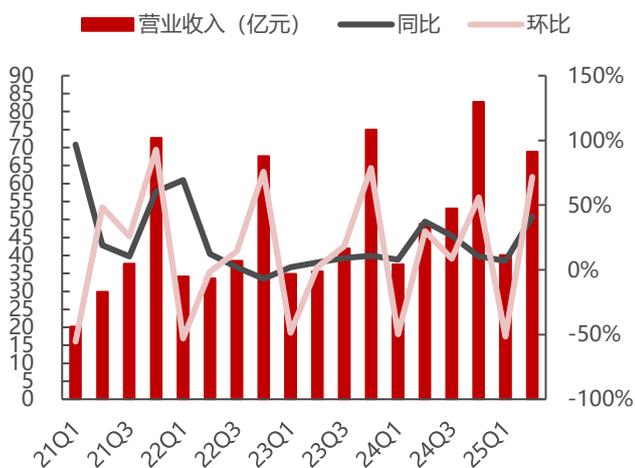
图2：2020-2025H1 归母净利润（亿元）、扣非归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

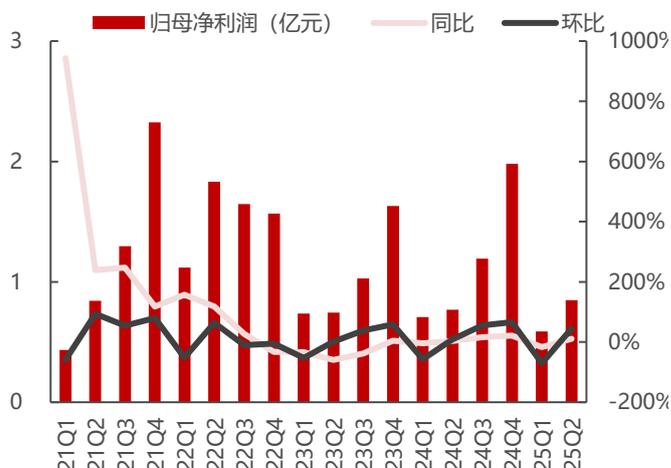
单季度来看，25Q2 公司收入 68.84 亿元，同比增长 41.19%、环比增长 71.65%；归母净利润 0.85 亿元，同比增长 10.41%、环比增长 44.27%；扣非归母净利润 0.82 亿元，同比增长 417.9%、环比增长 80.6%。

图3：21Q1-25Q2 收入（亿元）及增速（%）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

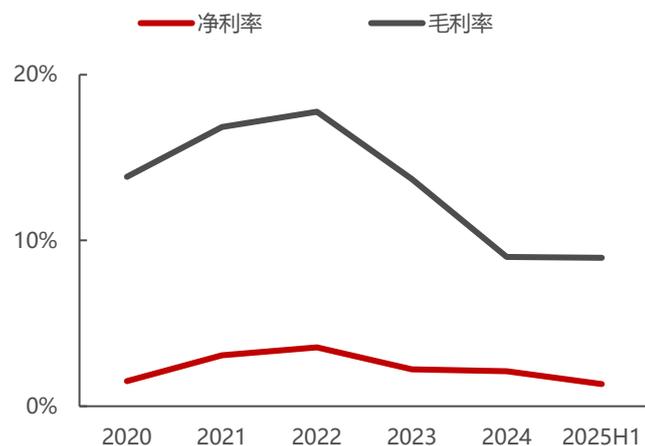
图4：21Q1-25Q2 归母净利润（亿元）及增速（%）



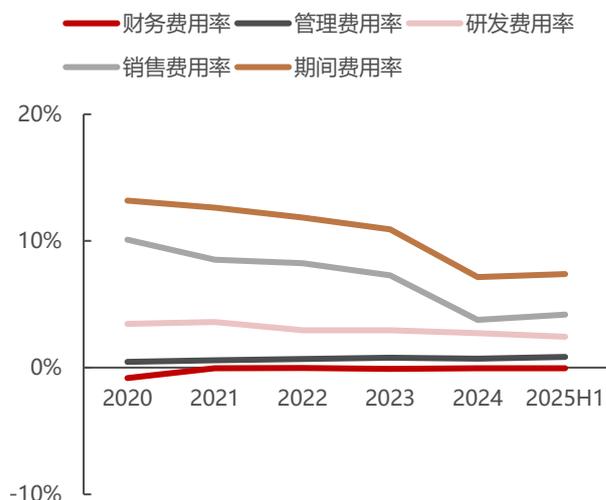
资料来源：iFinD，民生证券研究院

盈利能力方面整体略有下降，费用率方面管控良好。盈利能力方面，公司 25H1 毛利率为 8.96%、同比下降 4.29pcts，净利率为 1.34%、同比下降 0.38pcts。费

用率方面, 25H1 期间费用率为 7.4%、同比下降 4.23pcts; 财务/管理/研发/销售费用率分别为-0.06%/0.84%/2.44%/4.18%, 同比下降 0.01pct/增加 0.09pct/下降 0.23pct/下降 4.08pct。

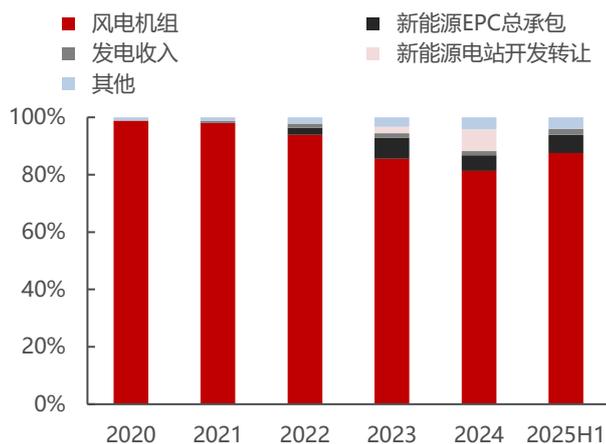
图5: 2020-2025H1 毛利率 (%) 及净利率 (%)


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

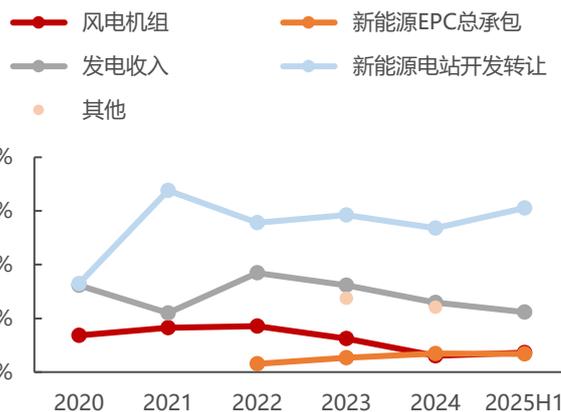
图6: 2020-2025H1 期间费用率拆分 (%)


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

2025H1 公司风电机组业务收入为 95.37 亿元, 占总收入的比重约 87.54%, 新能源 EPC 总承包/发电收入/其他收入分别为 6.93/2.24/4.40 亿元, 占总收入比重 6.36%/2.06%/4.04%; 从盈利能力来看, 风电机组/新能源 EPC 总承包/发电收入/新能源电站开发转让收入的毛利率分别为 7.27%/6.75%/22.31%/61.09%。

图7: 2020-2025H1 分业务收入占比 (%)


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图8: 2020-2025H1 分业务毛利率 (%)


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

2 核心看点：国资风机龙头，份额不断提升，盈利有望修复

2.1 国资风机龙头，深耕风力领域五十载

深耕风力领域逾五十载。运达股份系浙江省属大型国有控股上市企业，作为我国新能源产业发展的开拓者、创新先驱及行业领军企业，曾成功研制我国首台并网型风力发电机组，开创了国内商业化应用风电装备之先河。公司现发展成为集高端装备智造与综合能源服务于一体的国家级高新技术企业，业务覆盖国内 34 个省份及地区，已有 600+ 个风电场遍布全球，包括越南、沙特阿拉伯、哈萨克斯坦等。

产品主要为陆上及海上风电机组。公司的主营业务为陆上及海上风电机组的研发、生产和销售，其中包括 3.XMW、4.XMW、5.XMW、6.XMW、7.XMW、8.XMW、10.X-15.XMW 系列大型陆上风电机组以及 9.X-10.XMW、16.X-18.XMW 系列的海上风机机组；同时，公司也在积极培育新能源电站的投资运营业务、智慧服务业务，拓展储能、新能源项目 EPC 总承包、并网侧的产品和服务、新能源数字化产品、综合能源服务等多元化业务。

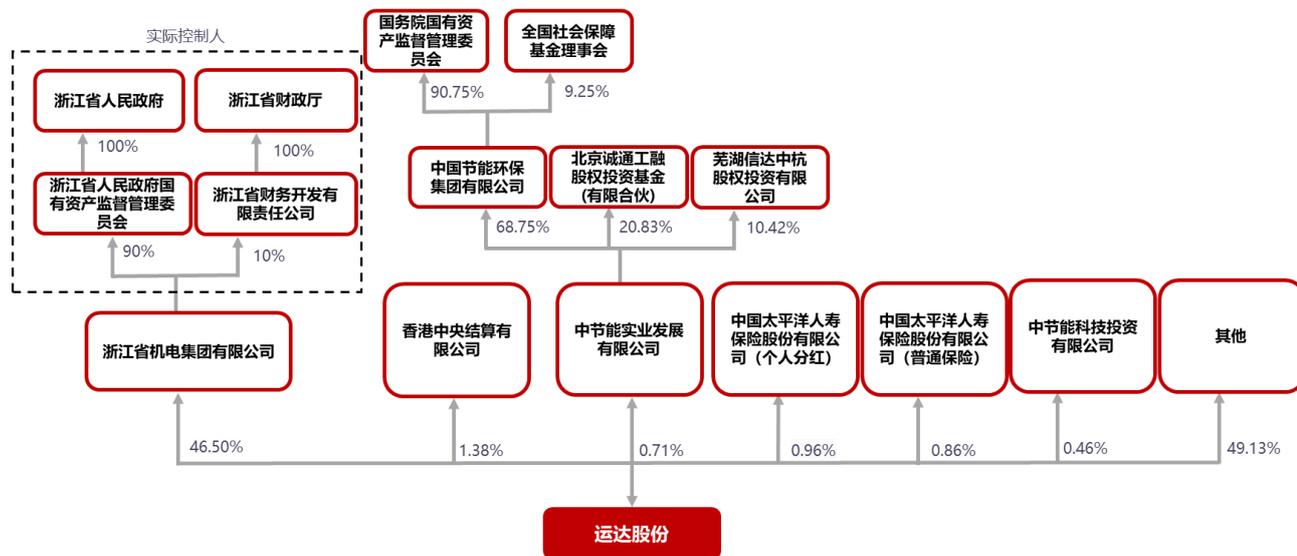
图9：业务分布图



资料来源：公司官网，民生证券研究院

省属国资为实际控制人。截至 2025 年中报，公司控股股东为浙江省机电集团，占总股份的 46.50%，浙江省机电集团是由浙江省人民政府和浙江省财政厅设立的省属国有独资企业，彰显了公司在国资体系下的战略支撑作用。

图10：股权结构（截至 2025 年中报）

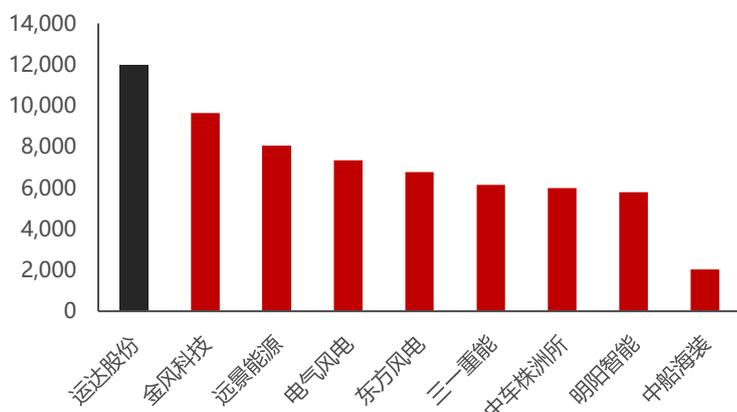


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 中标份额不断提升，盈利有望修复

2025 年 1-7 月国内整机商总中标量排名第一，中标份额不断提升。公司在招标市场中表现出色，根据风电头条的统计，相较于 2023 年央国企项目总中标量排名第四和 2024 年中标量排名第三，公司凭借强劲的竞争优势，中标份额持续提升，2025 年 1-7 月的央国企项目总中标量中运达股份排名第一，中标规模 11946.68MW，占比 18.38%；

图11：2025 年 1-7 月主要整机商央国企项目总中标量（MW）

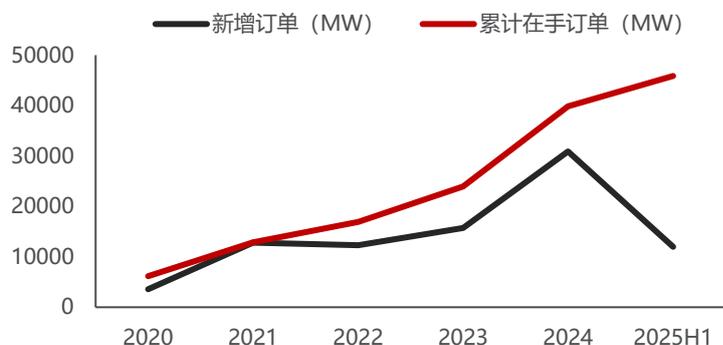


资料来源：锐轩咨询，民生证券研究院

订单景气延续。公司继续加强重要客户群体的战略合作关系，在重点市场进一步突破，中标多个大基地项目订单及海外项目，截至 2025H1，公司新增订单

11974.28MW，累计在手订单 45866.86MW，同比增长 34.10%。长期来看，订单保持稳中有进，为实现未来业绩的稳定增长打下良好基础。

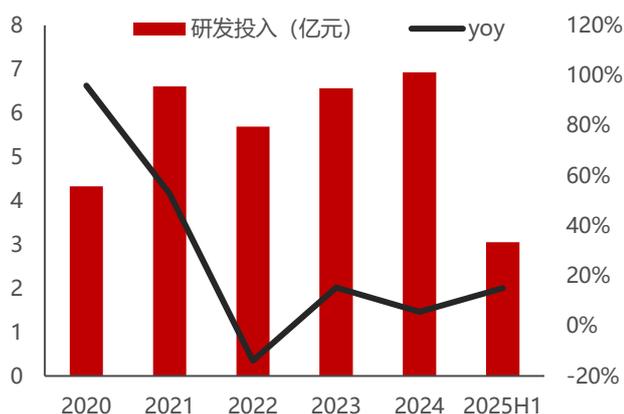
图12：2020-2025H1 新增订单及累计在手订单 (MW)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

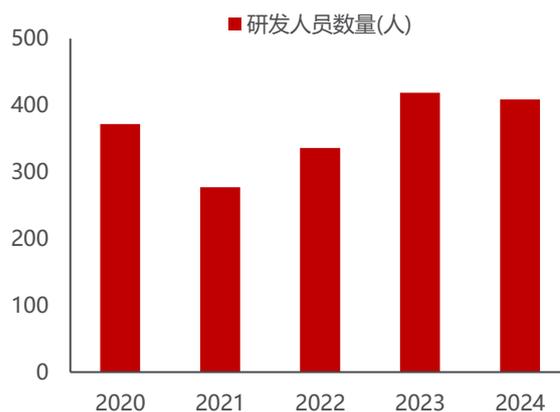
秉持创新维度战略定位，强研发投入助力竞争优势。多年来公司保持高研发投入，2025H1 研发投入 3.05 亿元，同比增长 15.09%；截至 2024 年，研发人员达 409 人。目前公司风电产品在能效表现、环境适应性和运维经济性等核心指标上已形成显著竞争优势，在大兆瓦风电机组场级智能控制系统、多场景高塔应用技术、定子中压双馈技术、高可靠变桨系统等技术领域实现了创新突破，风电度电成本较传统能源已形成显著竞争优势，持续巩固在新型电力系统中的战略地位。

图13：2020-2025H1 研发投入 (亿元) 及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图14：2020-2024 研发人员数量



资料来源：iFinD，民生证券研究院

大兆瓦陆上风电研发领域取得显著突破。公司成功完成多系列陆上风电机组的技术迭代与产品布局，针对国内市场的局部理性回归和超低风速市场需求，完成 WD220 系列两款全新低风速机型的技术开发，完成 15MW 级中高风速机型的设计定型；WD220-6250 与 WD230-10000 获得 2024 年度 WindPower “最佳大功率陆上风电机组”，继续保持较强的市场竞争力。

图15: 陆上产品介绍


7.X-8.X平台系列机组

针对陆上高风速大基地项目推出的超大陆风产品，实现超低度电成本
 行业最新中压双馈技术，各系统部件针对特殊环境定制化设计
 超国际标准电压穿越能力，主动参与电网调峰调频，电网适应性强
 可靠性高，发电量效率高



10.X-15.X平台系列机组

全新一代全风速段沙戈荒场景超大型风电机组，平台功率涵盖10MW-15MW
 机组采用全新一代自研翼型碳玻混超大叶片，重量降低15%，性能提升10%，发电量提升15%
 机组采用高性能涂层面漆、高密封设计、先进冷却与放凝露系统等先进手段不惧严寒高温、沙尘等恶劣环境
 机组采用便捷模块化设计，充分满足现有陆上运输条件；单叶片吊装方案等大大降低建设成本

资料来源：公司官网，民生证券研究院

海上产品方面，全球最大 16MW 漂浮式海上风电样机在山东东营成功并网，且无故障运行时间超 100 天；海上 16MW（深远海）样机也于 6 月底完成吊装工作；全新的海上 25MW 级产品正按计划开展整机平台设计。

图16: 海上产品介绍


9.X-10.X海鹞平台系列机组

10.5KV三电平经典高可靠技术路线
 满足海上台风、高盐雾、高湿度、高温度环境要求
 超长柔性碳纤维叶片设计，较同级别产品发电量提升5%
 高可靠设计与智能监控技术结合，百分百提升机组运行可靠性
 整机基础一体化设计，支撑机构基础工程量降低10%
 大容量动态载荷精准控制技术，动态极限载荷提高15%，疲劳载荷提高10%



16.X-18.X海鹰平台系列机组

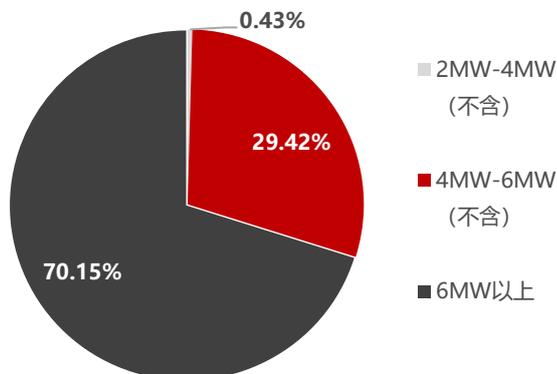
面向国内高风速区市场的新一代海上产品
 LAC整机基础一体化迭代同步设计，叶片发电性能提高5%，整机载荷下降5%
 全新一代高承载高功率密度轻量化中速集成传动系统
 传动系统重量减轻15%，效率性能提升3%
 首创一机一储后备电源抗台方案与全球首创全新架构的共母线多传动变桨控制系统
 提高整机可靠性20%，降低机组载荷10%。

资料来源：公司官网，民生证券研究院

大兆瓦机型订单高增，已成主流交付机型。从销售容量来看，截至 25 年 H1，6MW 以上已成主流交付机型，销售容量 4420.19MW，同比增长 131%，占总销售的 70.14%，相比去年同期的 47.25%增长了 22.89pcts，增长态势迅猛。

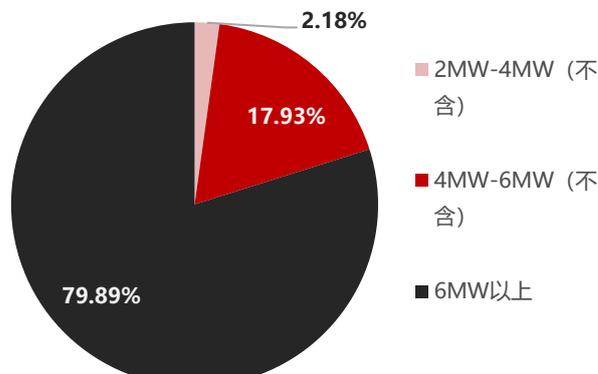
从订单情况来看，截至 25 年 H1，6MW 及以上的大兆瓦订单大增，订单容量 36644.92MW，占总订单的 79.89%，相比 2024H1 的 59.20%提升了 20.70pcts，其余机型均有不同程度的占比下降，公司在大兆瓦市场形成显著竞争优势。

图17: 2025H1 分机型销售容量占比 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

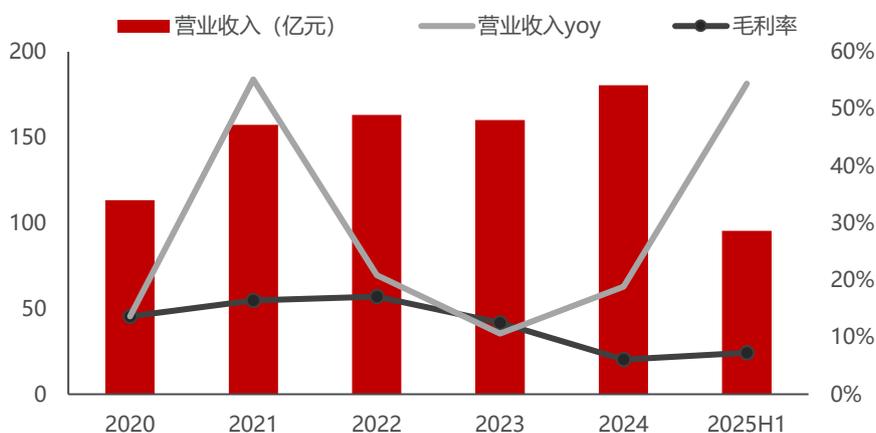
图18: 2025H1 分机型订单容量占比 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

风机盈利修复。得益于招标市场逐步改善竞价环境, 叠加高毛利的大兆瓦机型占比提升, 风电行业机组大型化趋势加速及市场需求释放, 2025H1 风机机组业务实现收入 95.37 亿元, 同比提升 47.14%, 风机业务毛利率修复至 7.27%, 相比 2024 年的 6.08%有所回升。

图19: 2020-2025H1 风机业务收入 (亿元)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

坚持“两海战略”, 加速全球战略布局。在大型兆瓦级风电机组的技术研发、生产能力及度电成本控制方面, 公司已全面具备拓展海上风电及海外风电业务的坚实基础, 聚焦高性能高性价比为主要市场竞争力, 目前已完成两款 6MW 级海外机组开发; 9MW 级海外机组样机已运行 6 个月, 各项性能得到了充分验证; 10MW 级海外机组完成样机组装。

公司已成功在亚洲、欧洲、南美洲及非洲市场等多个区域实现业务突破, 构建起具备国际竞争力的市场版图, 加速推进全球战略布局, 加大海外新客户的开发力度, 进一步提升海外订单规模, 以此作为公司未来盈利增长的重要驱动力。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务包括风电机组销售、新能源 EPC 总承包、发电、新能源电站开发转让等。

(1) 风电机组：考虑到国内外风电需求景气，公司在手订单饱满，25H1 公司新增订单约 11.97GW、累计在手订单 45.87GW，我们预计 25-27 年公司该业务实现营收约 297.7/326.7/358.7 亿元；预计随着公司陆风交付均价提升、海外及海风出货增长，毛利率有望逐步提升，25-27 年毛利率约 7.5%/8.5%/9%。

(2) 新能源 EPC 承包：考虑到国内风电需求景气，公司电站项目设计及施工经验较丰富，我们预计 25-27 年公司 EPC 业务实现营收约 13.3/14.7/16.1 亿元，毛利率基本维持 7%的水平。

(3) 发电收入：25H1 末公司累计权益并网容量约 1.2GW，较上年期末增长 182MW；考虑到公司稳步推进自有新能源电站项目建设进度，我们预计 25-27 年公司发电业务有望实现营收约 3.6/4.1/4.8 亿元，毛利率约 53%/52%/50%。

(4) 新能源电站开发转让：公司坚持推进电站滚动开发，我们预计 25-27 年公司电站转让业务有望实现营收约 17.6/18.4/19.4 亿元，毛利率约 21%/20%/20%。

表1：公司主营业务分项预测情况（单位：亿元）

汇总	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	222.0	297.7	326.7	358.7
YoY	18.5%	34.1%	9.8%	9.8%
毛利率	20.0%	9.3%	10.2%	10.6%
风电机组	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	180.5	252.7	278.0	305.8
YoY	12.8%	40.0%	10.0%	10.0%
毛利率	6.1%	7.5%	8.5%	9.0%
新能源 EPC 总承包	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12.1	13.3	14.7	16.1
YoY	-11.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%
发电收入	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3.1	3.6	4.1	4.8
YoY	6.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	53.6%	53.0%	52.0%	50.0%
新能源电站开发转让	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16.9	17.6	18.4	19.4

YoY	293.2%	4.0%	5.0%	5.0%
毛利率	24.2%	21.0%	20.0%	20.0%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

3.2 估值分析

我们选择同为风电行业优质设备厂商的三一重能、金风科技、大金重工、东方电缆作为公司估值参考的可比公司。取 2025 年 9 月 16 日收盘价来看, 25-26 年可比公司平均 PE 为 21x/16x, 公司对应 PE 为 22x/14x; 考虑到公司风机制造业务在手订单饱满, 大兆瓦机型订单高增, 加速全球战略布局, 盈利有望迎来拐点, 当前具备投资价值。

表2: 可比公司估值

代码	公司	现价	EPS			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
688349	三一重能	28.03	1.51	1.59	2.11	19	18	13
002202	金风科技	12.31	0.42	0.72	0.91	29	17	14
002487	大金重工	38.91	0.74	1.57	2.13	53	25	18
603606	东方电缆	57.55	1.47	2.35	3.07	39	25	19
	平均值					35	21	16
300772	运达股份	18.16	0.59	0.84	1.33	31	22	14

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测 (注: 股价采用 2025 年 9 月 16 日收盘价, 可比公司采用 wind 一致预期)

3.3 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 297.48、326.53、358.47 亿元, 增速为 34%/10%/10%; 归母净利润分别为 6.59、10.48、14.04 亿元, 增速为 42%/59%/34%, 对应 25-27 年 PE 为 22x/14x/10x。考虑国内外风电行业需求景气, 公司风机制造业务迎来盈利拐点, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) 宏观政策风险。风电产业发展与宏观经济周期、产业政策导向及国家战略布局密切相关。若出现政策环境波动等不利因素，可能引发产业链各环节的协同性收缩，最终形成对企业经营业绩的实质性影响。

2) 市场竞争风险。在行业集中度持续提升的背景下，若不能持续强化技术创新能力、优化产品结构并快速响应市场需求变化，将难以维持现有的市场地位；另一方面，在风电全面平价上网的新形势下，整机价格波动风险加大，可能对公司的营收规模和盈利能力带来显著影响。

3) 零部件价格波动风险。公司采用专业化分工协作模式，将零部件生产外包给符合公司技术标准的供应商，供应商的交付能力直接影响公司的生产计划执行和订单履约；同时，若钢材等大宗原材料价格剧烈波动，核心部件供应商的议价能力可能通过价格调整传导至公司成本端，进而加大公司的成本压力。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	22,198	29,748	32,653	35,847
营业成本	20,200	26,944	29,322	31,894
营业税金及附加	69	89	98	108
销售费用	836	1,130	1,143	1,255
管理费用	156	208	229	251
研发费用	606	803	882	968
EBIT	475	809	1,239	1,656
财务费用	-11	-5	1	15
资产减值损失	-123	-165	-163	-177
投资收益	71	89	98	108
营业利润	522	739	1,173	1,572
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	521	738	1,172	1,571
所得税	53	74	117	157
净利润	468	664	1,055	1,414
归属于母公司净利润	465	659	1,048	1,404
EBITDA	727	1,100	1,605	2,090

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,840	6,219	5,937	7,096
应收账款及票据	8,738	10,710	11,756	12,906
预付款项	526	539	586	638
存货	5,997	8,068	7,982	8,682
其他流动资产	3,098	3,988	4,069	4,143
流动资产合计	25,199	29,525	30,331	33,465
长期股权投资	896	896	896	896
固定资产	3,310	4,825	6,268	7,564
无形资产	309	309	309	309
非流动资产合计	13,470	16,534	17,833	18,834
资产合计	38,669	46,059	48,164	52,299
短期借款	1,284	651	651	651
应付账款及票据	17,570	22,079	24,027	26,135
其他流动负债	8,934	10,051	9,218	9,939
流动负债合计	27,788	32,781	33,897	36,725
长期借款	1,877	2,764	2,764	2,764
其他长期负债	3,199	3,384	3,384	3,384
非流动负债合计	5,076	6,148	6,148	6,148
负债合计	32,864	38,928	40,045	42,873
股本	702	787	787	787
少数股东权益	128	133	140	150
股东权益合计	5,806	7,131	8,119	9,426
负债和股东权益合计	38,669	46,059	48,164	52,299

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.54	34.01	9.77	9.78
EBIT 增长率	18.01	70.26	53.16	33.66
净利润增长率	12.24	41.84	58.89	34.02
盈利能力 (%)				
毛利率	9.00	9.43	10.20	11.03
净利润率	2.09	2.22	3.21	3.92
总资产收益率 ROA	1.20	1.43	2.18	2.68
净资产收益率 ROE	8.19	9.42	13.13	15.14
偿债能力				
流动比率	0.91	0.90	0.89	0.91
速动比率	0.57	0.53	0.53	0.56
现金比率	0.25	0.19	0.18	0.19
资产负债率 (%)	84.99	84.52	83.14	81.98
经营效率				
应收账款周转天数	129.68	117.68	123.84	123.84
存货周转天数	117.66	93.96	98.53	94.05
总资产周转率	0.61	0.70	0.69	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.84	1.33	1.78
每股净资产	7.22	8.89	10.14	11.79
每股经营现金流	2.59	1.93	1.89	3.46
每股股利	0.06	0.09	0.14	0.18
估值分析				
PE	31	22	14	10
PB	2.5	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	17.16	11.34	7.77	5.97
股息收益率 (%)	0.33	0.47	0.74	1.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	468	664	1,055	1,414
折旧和摊销	252	291	366	433
营运资金变动	1,349	358	-170	637
经营活动现金流	2,039	1,517	1,484	2,725
资本开支	-1,572	-1,955	-1,630	-1,400
投资	-314	-33	0	0
投资活动现金流	-1,872	-3,192	-1,532	-1,292
股权募资	73	696	0	0
债务募资	2,518	369	0	0
筹资活动现金流	1,906	1,055	-235	-274
现金净流量	2,076	-620	-283	1,159

插图目录

图 1: 2020-2025H1 收入 (亿元) 及增速 (%)	3
图 2: 2020-2025H1 归母净利润 (亿元)、扣非归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	3
图 3: 21Q1-25Q2 收入 (亿元) 及增速 (%)	3
图 4: 21Q1-25Q2 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	3
图 5: 2020-2025H1 毛利率 (%) 及净利率 (%)	4
图 6: 2020-2025H1 期间费用率拆分 (%)	4
图 7: 2020-2025H1 分业务收入占比 (%)	4
图 8: 2020-2025H1 分业务毛利率 (%)	4
图 9: 业务分布图	5
图 10: 股权结构 (截至 2025 年中报)	6
图 11: 2025 年 1-7 月主要整机商央企项目总中标量 (MW)	6
图 12: 2020-2025H1 新增订单及累计在手订单 (MW)	7
图 13: 2020-2025H1 研发投入 (亿元) 及增速	7
图 14: 2020-2024 研发人员数量	7
图 15: 陆上产品介绍	8
图 16: 海上产品介绍	8
图 17: 2025H1 分机型销售容量占比 (%)	9
图 18: 2025H1 分机型订单容量占比 (%)	9
图 19: 2020-2025H1 风机业务收入 (亿元)	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主营业务分项预测情况 (单位: 亿元)	10
表 2: 可比公司估值	11
公司财务报表数据预测汇总	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048