

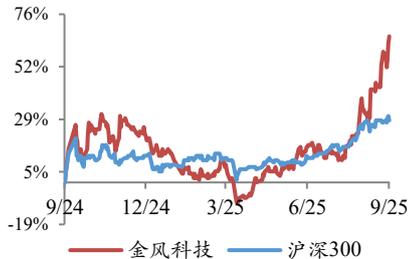
## 风机盈利开启上行修复期，海外市场加速拓展

投资评级：买入  
首次覆盖

报告日期：2025-09-30

收盘价(元)	14.97
近12个月最高/最低(元)	14.76/7.64
总股本(百万股)	4,225
流通股本(百万股)	3,355
流通股比例(%)	79.41
总市值(亿元)	632
流通市值(亿元)	502

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004  
邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：王璐

执业证书号：S0010525040001  
邮箱：wanglu1@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 金风科技：全球风电整机领军企业，持续引领行业创新发展

全球风电领军企业，业务覆盖全产业链彰显一体化竞争优势。金风科技成立于1998年，深度聚焦风电全产业链发展，形成风机制造、风电服务、风电场投资与开发三大业务板块布局。2024年公司国内风电新增装机容量达18.67GW，国内市场份额占比22%，连续十四年排名全国第一；全球新增装机容量19.3GW，全球市场份额15.9%，连续三年全球排名第一。2024年三大业务营收分别为389、109、55亿元，占比分别为69%、19%、10%。

#### ● 风机制造业务：25H1 风机盈利开启上行修复期，海外订单高增

全球风电市场景气度高企，根据GWEC《2025全球风电发展报告》，2024年全球新增风电装机容量达到117GW，其中陆上风电109GW，海上风电8GW。风电行业内卷趋势减缓，行业中标价格企稳，2024年8月起，国内风机投标均价呈现上行修复。2025年6月整机投标价为1616元/kw，同比2024年6月的1465元/kw，提升10.3%。风机行业集中度不断提升，头部厂商竞争加剧。2024年国内风机市场CR5份额已达74%，CR3与CR5差距进一步拉大，金风科技凭借先发优势和长期积累，与各大电力集团建立了稳定的合作关系，风机出货量连续多年位居中国第一。

#### ● 风电服务与发电业务：运营业务稳步推进，发电业务盈利能力突出

公司风电运营与运维服务能力高质量成长，2025年1-6月，公司自营风电场的平均利用小时数为1255小时，比行业平均水平高出168小时。2025H1公司国内外运维服务业务在运项目容量45.95GW，同比增长37.0%。2024年，实现风电服务收入55亿元，收入占比9.7%，毛利率21.5%。公司发电业务盈利能力突出，25H1板块毛利率修复至57%，新增权益并网装机709MW。绿电机制电价出台，公司存量和新开发风电运营资产盈利稳定性得到保证。

#### ● 投资建议

我们预计公司2025/2026/2027年实现收入741/876/1030亿元，同比+30.7%/+18.2%/17.5%，实现归母净利润33/42/51亿元，同比+76.7%/27.2%/21.1%，对应当下18/14/12倍市盈率，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

国家风电政策调整的风险、市场竞争进一步加剧的风险、经济活动及汇率波动的风险。

## ● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	567	741	876	1030
收入同比 (%)	12.4%	30.7%	18.2%	17.5%
归属母公司净利润	19	33	42	51
净利润同比 (%)	39.8%	76.7%	27.2%	21.1%
毛利率 (%)	13.8%	14.3%	14.4%	13.9%
ROE (%)	4.8%	8.0%	9.5%	10.7%
每股收益 (元)	0.42	0.78	0.99	1.20
P/E	24.56	18.43	14.49	11.97
P/B	1.13	1.47	1.38	1.28
EV/EBITDA	13.62	9.60	8.01	6.43

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1. 风机制造领先公司，深耕风机、风电服务、风电场投资开发三大业务板块 .....	5
1.1 风机制造业务为主，风电服务、风电场投资开发齐头并进 .....	5
2. 风电机组：25H1 毛利率同比修复，海外订单高增 .....	8
2.1 2024 年中期国内风机价格止跌回升，25H1 公司毛利率同比修复 .....	8
2.2 公司为风机出口领先企业，海外新增订单持续增长 .....	10
3. 风电服务：提供风电整体解决方案、负荷侧能源综合服务 .....	12
4. 风电场投资与开发：发电业务盈利能力突出 .....	13
5. 盈利预测与估值 .....	14
6. 风险提示 .....	16
7. 财务报表与盈利预测 .....	17

## 图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司 2024 年收入结构 (亿元, %)	6
图表 3 2020-2025H1 年公司主营收入构成 (%)	6
图表 4 金风科技股权结构 (截至 2025 年 9 月 26 日)	7
图表 5 全球风电新增容量 (GW)	8
图表 6 中国风电新增并网规模 (GW)	8
图表 7 2020-2024 金风科技风机销售容量及平均单价	9
图表 8 2020-2024 金风科技风机销售额及同比增速	9
图表 9 2020-2024 金风科技风机销售量及同比增速	9
图表 10 2023.6-2024.6 国内风机公开投标均价 (元/kw)	10
图表 11 2024.6-2025.6 国内风机公开投标均价 (元/kw)	10
图表 12 2020-2025H1 风电整机企业风机产品毛利率 (%)	10
图表 13 金风科技国际业务拓展情况	11
图表 14 全国及公司风电利用小时数(H)	12
图表 15 金风科技风电服务业务容量 (GW)	12
图表 16 25H1 金风科技发电业务并网装机容量 (GW)	13
图表 17 25H1 金风科技发电业务并网容量分布	13
图表 18 公司收入与毛利率预测	14
图表 19 可比公司估值表 (截至 2025 年 9 月 30 日)	15

# 1. 风机制造领先公司，深耕风机、风电服务、风电场投资开发三大业务板块

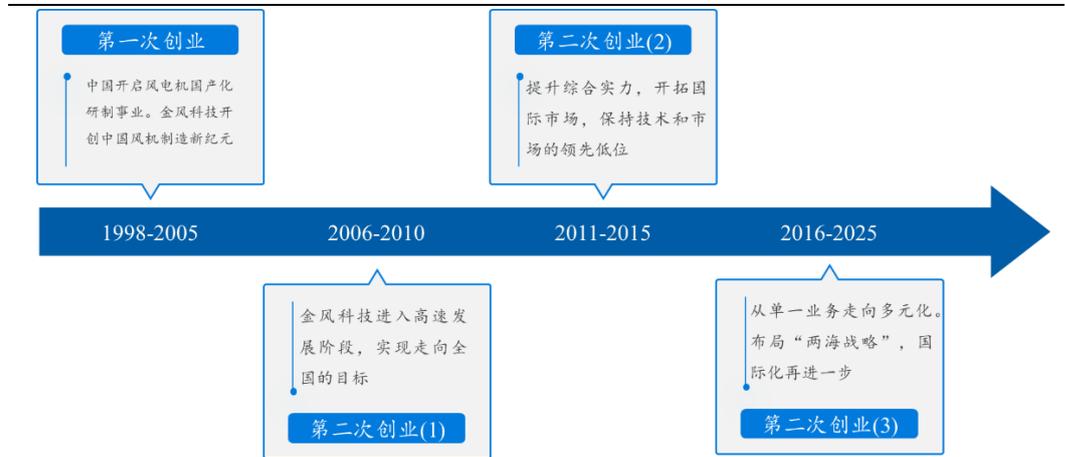
## 1.1 风机制造业务为主，风电服务、风电场投资开发齐头并进

金风科技股份有限公司（简称“金风科技”）成立于1998年，前身为新疆新风光工贸有限责任公司，早期主要从事小型风力发电机组贸易业务。1999年，公司加入600kW国产化风力发电机组研制工作，进入风电整机制造领域。2007年12月，公司以风电机组研发、制造及销售为主营业务在深交所上市，成为国内首家风电整机上市公司。

上市后，公司加速全球化布局。2008年，公司完成对德国Vensys能源公司70%股权的收购，全面掌握直驱永磁技术自主知识产权，奠定技术领先优势。2022年，公司推出单机容量较大的16MW海上风电机组，进一步巩固其在大型化、海上风电领域的技术领导地位，形成风机制造、风电服务和风电场投资与开发三大业务板块。2024年三大业务营收分别为389、109、55亿元，占比分别为69%、19%、10%。

展望未来，金风科技将紧抓全球能源转型机遇，持续聚焦大兆瓦风电机组和深远海风电技术的研发创新，强化核心竞争优势；加速全球产能布局和本土化运营，深化“两海战略”落地；推动数字化运维和全生命周期服务升级，提升客户价值创造能力；同时积极利用绿色金融工具，优化资本结构，打造覆盖研发、制造、运营、服务的风电全产业链生态体系，致力于成为全球清洁能源可持续发展的引领者。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

金风科技的主营业务涵盖风电机组及零部件研发制造、风电服务以及风电场投资运营三大板块，形成了覆盖全产业链的业务格局。整体来看，公司依托完整产业链与规模效应，2024年风电主业保持稳健增长，盈利能力持续增强。

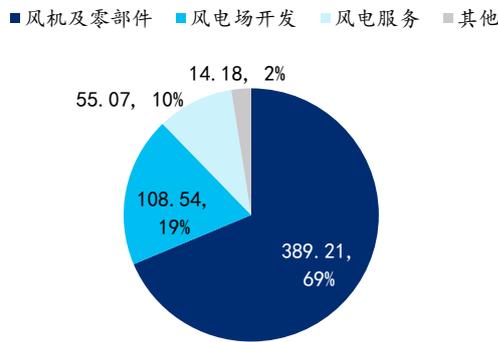
### 1) 风力发电机组生产与销售：2024年，公司实现国内风电新增装机容量

18.67GW，国内市场份额 22%，全球新增装机容量 19.3GW，市场份额 15.9%。在制造端，公司持续推出大兆瓦及复杂场景解决方案机型，保持技术领先。2024 年公司风力发电机组及零部件销售收入为人民币 389.2 亿元，同比增长 18.17%，占公司营业收入的比重为 68.65%；2024 年机组对外销售容量 16GW，同比上升 16.56%。2024 年，公司 6MW 及以上机组成为公司的主力机型，销售容量同比上升 59.15%。

**2) 风电服务：**在服务端，依托智能化和绿色化运营，全年在运服务容量超过 40GW，2024 年公司风电服务业务实现收入 55.07 亿元，其中后服务业务收入 39.13 亿元，同比增长 29.26%。

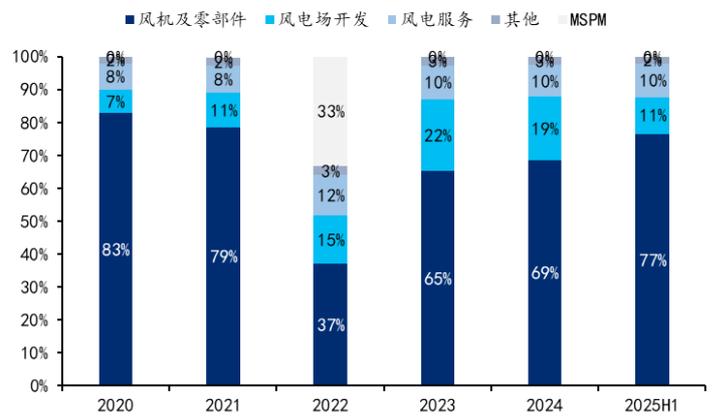
**3) 风电场投资与开发：**在投资运营端，公司累计权益并网容量达 8,042.85MW，在建容量 3,763.94MW。2024 年全年实现收入 108.54 亿元，占比 19%。

图表 2 公司 2024 年收入结构 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 2020-2025H1 年公司主营收入构成 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

**金风科技股权结构稳定。**公司第一大股东为香港中央结算(代理人)有限公司，持股比例 18.28%，第二大股东为新疆风能有限责任公司，持股比例 11.78%，控股股东为新疆风能有限责任公司，实际控制人为新疆维吾尔自治区国有资产监督管理委员会(新疆国资委)。除前四大股东之外，其他股东持有股份比例均在 5%以下，公司股权结构较集中且稳定。

**金风科技股权结构清晰，战略布局覆盖全球风电全产业链。**实际控制人为新疆维吾尔自治区国有资产监督管理委员会(新疆国资委)，通过子公司新疆风能有限责任公司持有公司股份。新疆国资委作为省级能源产业投资平台，主导了金风科技从新疆本土企业到全球风电领先企业的战略转型，其委派的董事占董事会多数席位。公司第一、第四大股东为香港中央结算(代理人)有限公司(持股 18.28%)、和谐健康保险股份有限公司(持股 8.65%)。公司的子公司战略布局明确，在全球建立了“1+1+6”研发布局，7 大区域中心，5 个全球解决方案工厂和 3 个国际生产基地，致力于实现资本、市场、技术、人才及管理的国际化。

图表 4 金风科技股权结构 (截至 2025 年 9 月 26 日)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 2.风电机组：25H1 毛利率同比修复，海外订单高增

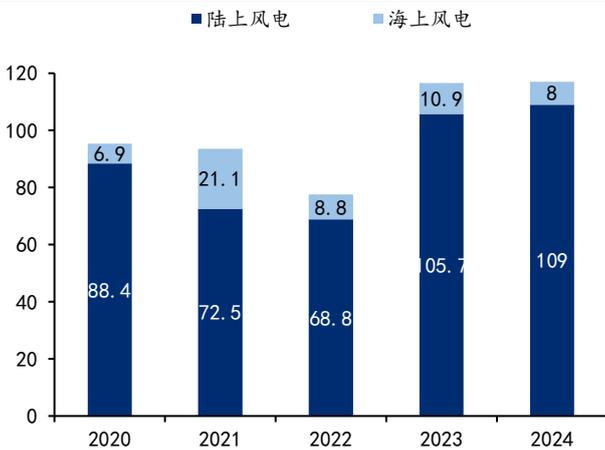
### 2.1 2024 年中期国内风机价格止跌回升，25H1 公司毛利率同比修复

可再生能源持续发展，2024 年国内风电装机规模创新高。据国家能源局统计数据，2025 年 1-6 月，全国可再生能源新增装机规模达到 2.68 亿千瓦，同比增长 99.3%，占全部新增装机的 91.5%；截至 2025 年 6 月底，全国可再生能源装机容量突破 21.59 亿千瓦，同比增长 30.6%，占全国发电总装机的 59.2%，全国累计发电装机容量 36.5 亿千瓦，同比增长 18.7%。其中风电装机容量 5.7 亿千瓦，同比增长 22.7%。这一系列亮眼数据标志着我国能源绿色低碳转型进入新阶段。

全球风电市场稳步发展，2024 年全球新增风电装机容量 117GW。2024 年，全球风电新增装机容量为 117.0GW；其中陆上风电新增装机容量为 109.0GW，海上风电新增装机容量达 8.0GW。其中，按区域划分，亚太地区贡献了装机总量的 75%，欧洲装机量占比 14%，北美洲装机量占比 5%；按国家来看，中国贡献了装机总量的 68%，美国贡献了装机总量的 3%，德国贡献了装机总量的 3%。

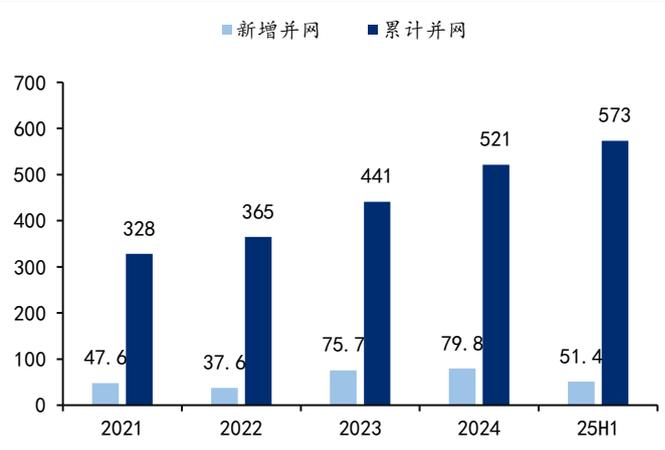
2025 年国内风电行业景气拐点向上，25H1 全国风电新增并网装机 51.4GW，同比+98.9%。2025 年上半年，全国新增风电并网装机容量 51.4GW，同比上升 98.9%。其中陆上风电新增并网装机 48.9GW，海上风电新增并网装机 2.5GW。截至 2025 年 6 月底，国内风电累计并网装机容量 572.6GW，占电源总装机比例为 15.7%，火电占比降至 40.4%。

图表 5 全球风电新增容量 (GW)



资料来源：金风科技演示材料，华安证券研究所

图表 6 中国风电新增并网规模 (GW)



资料来源：金风科技演示材料，华安证券研究所

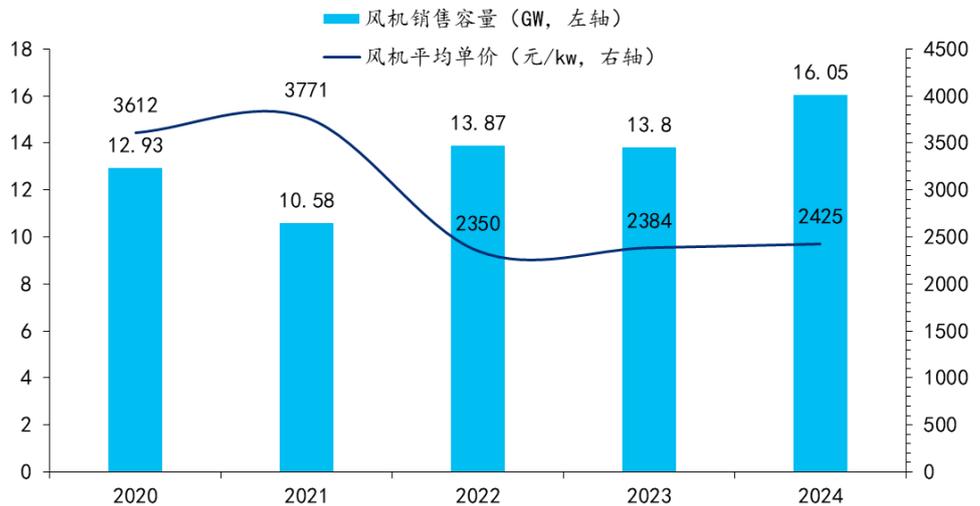
深远海海上风电加速推进。在海上风电领域，大型化与规模化趋势仍在持续，同时随着近海风电资源开发趋近饱和，海上风电产业加速向深远海领域进军。据 Principle Power 统计，全球超过 80% 的海上风能资源潜力都蕴藏在水深超过 40 米的海域。而我国深远海风能可开发量是近海的 3-4 倍。未来随着风机大型化、新材料应用及规模化建设，漂浮式风电的造价有望进一步降低，成为深远海风电开发的核心解决方案。

风机行业集中度不断提升，头部厂商竞争加剧。2024 年国内风机市场 CR5 份

额已达 74%，CR3 与 CR5 差距进一步拉大，马太效应凸显。1) 陆上市场格局相对稳定，金风科技、远景能源、运达股份位居前三；2) 海上市场格局加速变化，金风科技 2024 年中标规模跃居行业第一，展现出在海上风机领域的快速突破。2024 年前五大整机商中标规模合计 98.64GW，占比 69.42%，竞争优势显著，其中金风科技、明阳智能、运达股份、远景能源、三一重能中标规模均在 16GW 以上，占比均在 11% 以上。

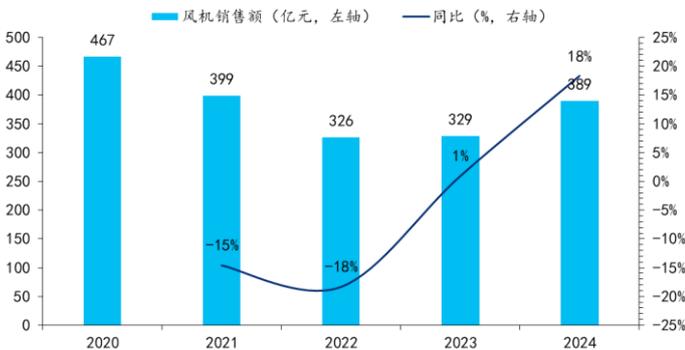
风电行业机组大型化为行业趋势和降本措施，但同时也会带动风机平均单 kW 价格下降。根据 CWEA，2024 年国内海上风机单机容量已经达到 10MW，陆上也达到 5.9MW。金风科技机组大型化持续，2024 年机组对外销售容量 16GW，同比上升 16.56%。其中，6MW 及以上机组成为公司的主力机型，销售容量同比上升 59.15%。2022 年行业大型化趋势进展较快，2022 年公司风机销售量 13.87GW，同比增长 31%，但销售额同比-18%，主要系大型化带来的单价下降。2023 年及之后，行业风机大型化趋势同比放缓，风机单位价格变化主要受行业价格竞争因素影响。

图表 7 2020-2024 金风科技风机销售容量及平均单价



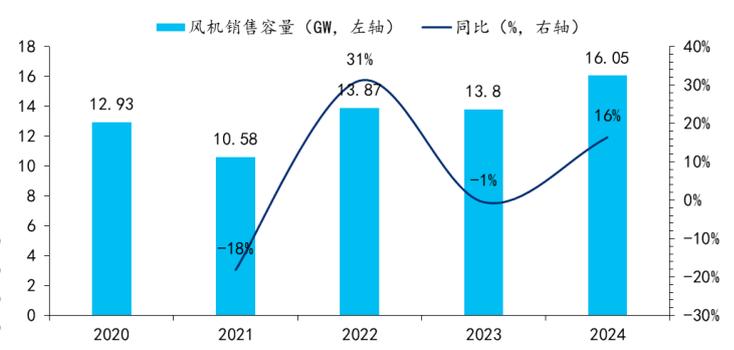
资料来源：金风科技演示材料，华安证券研究所

图表 8 2020-2024 金风科技风机销售额及同比增速



资料来源：金风科技演示材料，华安证券研究所

图表 9 2020-2024 金风科技风机销售量及同比增速

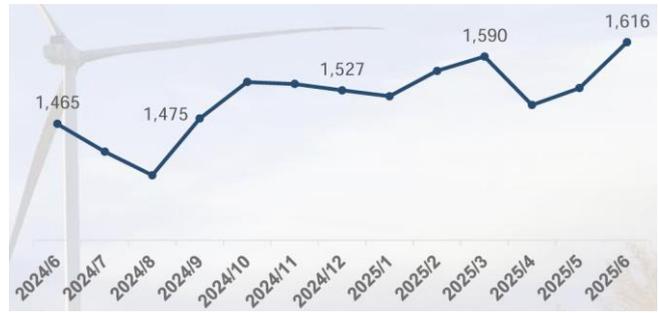
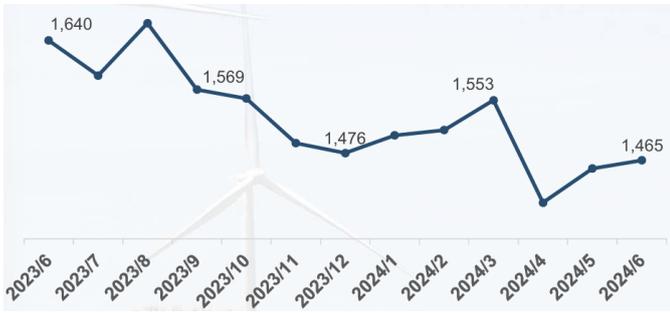


资料来源：金风科技演示材料，华安证券研究所

2025H1 全市场风电整机商风电机组投标均价呈现持续修复态势。2024 年 8 月

风机投标均价为近两年相对低点，此后出现拐点向上。2025 年 6 月整机投标均价 1616 元/kw，同比 2024 年 6 月的 1465 元/kw，同比提升 10.3%。

图表 10 2023.6-2024.6 国内风机公开招标均价 (元/kw) 图表 11 2024.6-2025.6 国内风机公开招标均价 (元/kw)

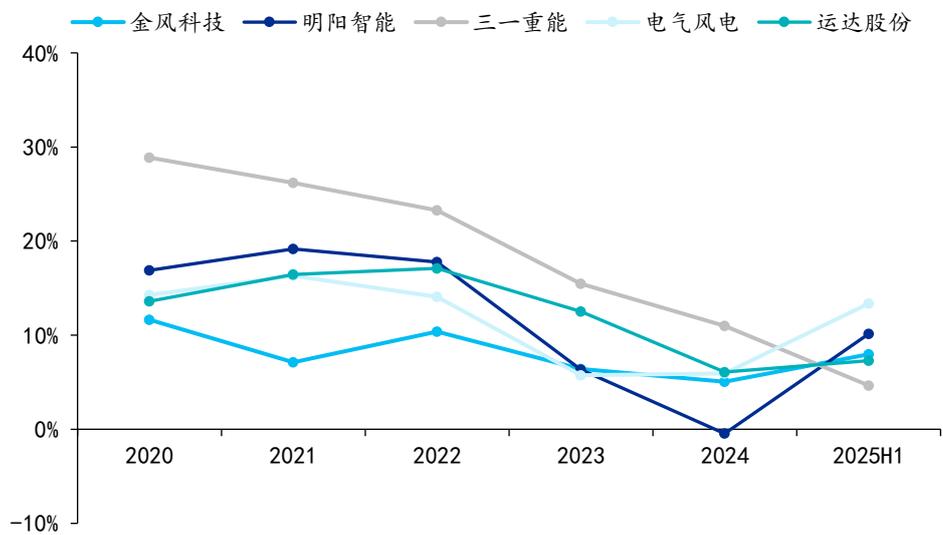


资料来源：金风科技演示文稿，华安证券研究所

资料来源：金风科技演示文稿，华安证券研究所

**风电行业内卷趋势减缓，行业中标价格企稳。**在经历了过往几年激烈的价格竞争后，行业各方在政策引导与内部自律等因素促使下，低价竞争态势显著缓解，中国风电行业迎来结构性转折，行业中标价格企稳回升，行业逐步从“价格战”向“价值竞争”转型。据金风科技演示材料，2025 年上半年，中国风机中标均价较去年同期有明显回升。在政策与市场需求的推动下，行业盈利水平获得改善。

图表 12 2020-2025H1 风电整机企业风机产品毛利率 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

## 2.2 公司为风机出口领先企业，海外新增订单持续增长

作为最早走出国门的国内风电企业之一，金风科技持续推动国际化布局。公司在全球建立了“1+1+6”研发布局，7 大区域中心，5 个全球解决方案工厂和 3 个国际生产基地。截至 25H1，公司业务已遍及全球 6 大洲，47 个国家，截至 25H1，国际业务累计装机 10.03GW，其中在亚洲（除中国）、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。

2024年，公司海外新增订单创历史新高。同时突破菲律宾、纳米比亚、格鲁吉亚等8个国家，累计实现签单国别47个。GWHV12、GWHV15平台系列机组已成为主力投标产品，涵盖中东北非、中亚、南美、南非、亚洲及欧洲等多个区域。

2024年公司在手订单保持稳步增长。截至2024年12月31日，外部待执行订单总量为36,445.72MW，分别为：4MW以下机组593.12MW，4MW(含)-6MW机组7,921.45MW，6MW及以上机组27,931.15MW；公司外部中标未签订单为8,637.32MW，包括4MW(含)-6MW机组648.8MW，6MW及以上机组7,988.52MW；公司在手外部订单共计45,083.04MW，其中海外订单量为7,031.82MW；此外，公司另有内部订单2,320.87MW。公司在手订单总计47,403.91MW，同比增长55.93%。截至2025年6月30日，公司海外在手外部订单共计7.36GW。

图表 13 金风科技国际业务拓展情况



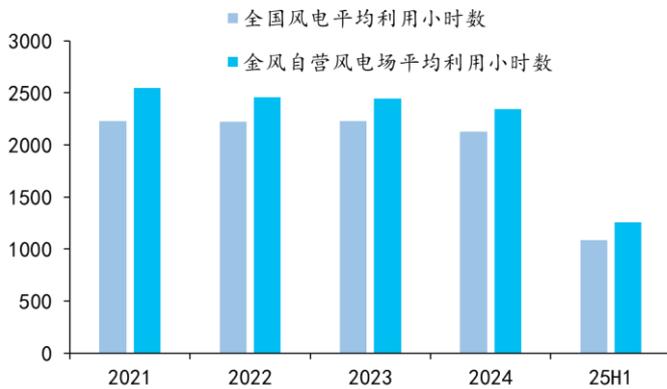
资料来源：金风科技演示材料，华安证券研究所

### 3.风电服务：提供风电整体解决方案、负荷侧能源综合服务

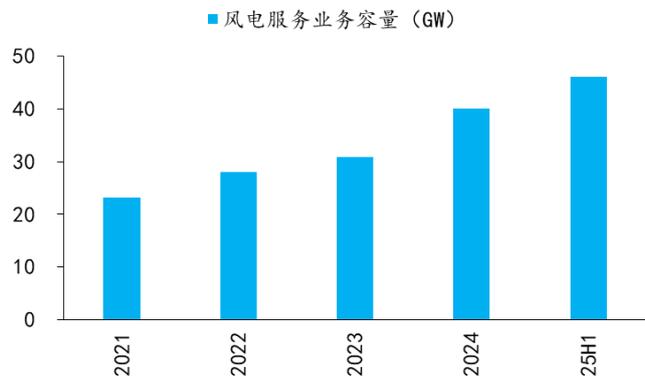
**风电运维贯穿风电场全生命周期。**金风科技在“风电场无人化”解决方案、功率预测精准度和资产管理服务方面，为客户提供多元化的降本增效方案。1) 在功率预测方面，公司结合人工智能技术，应用气象大模型、极端天气事件采集体系，提升预测准确率 3%-5%。2) 在资产管理服务方面，公司聚焦降低新能源资产收益的波动性，打造新能源资产管理平台。通过集中监控、场站运营、电力交易、数据辅助决策，显著提升资产的运营效率与收益稳定性。截至 2024 年，公司对外风电场资产管理服务规模 13.78GW。3) 在售电服务方面，2024 年公司拥有的 6 家售电公司业务范围覆盖 10 余个省份，累计为超过 3,500 家用户提供可靠性高、成本合理、使用便捷的绿色能源。4) 在能碳业务方面，公司以风储为核心构建负荷侧全栈解决方案，推动能碳业务转型升级，2024 年获得 155MW 源网荷储一体化项目。

**公司风电运营与运维服务能力高质量成长。**2025 年 1-6 月，公司自营风电场的平均利用小时数为 1255 小时，比行业平均水平高出 168 小时。得益于公司多年的机组产品规模及运维技术积累，公司运维服务业务保持健康成长。截至 2025 年二季度末，公司国内外运维服务业务在运项目容量 45.95GW，同比增长 37.0%。2024 年，实现风电服务收入 55 亿元，其中后服务收入 39 亿元，同比增长 29.26%。

图表 14 全国及公司风电利用小时数(h)



图表 15 金风科技风电服务业务容量 (GW)



资料来源：金风科技演示文稿，华安证券研究所

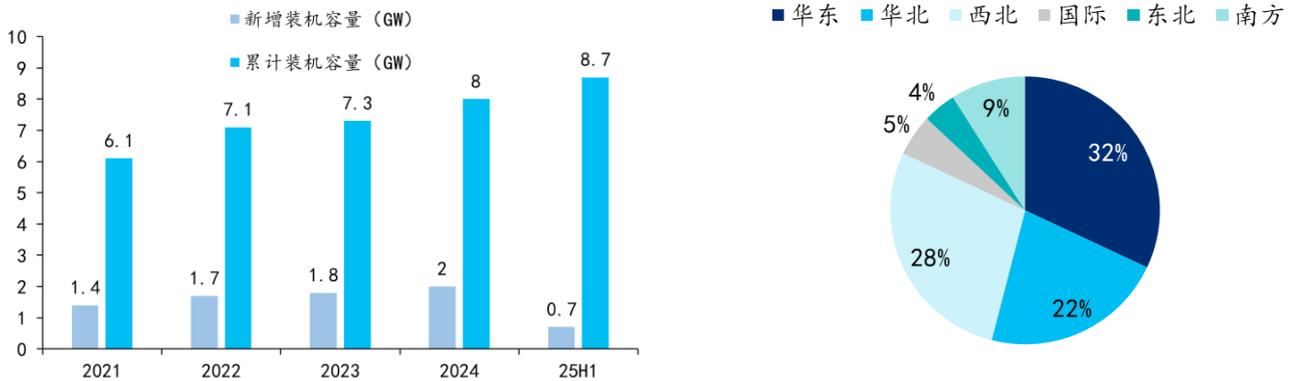
资料来源：金风科技演示文稿，华安证券研究所

## 4. 风电场投资与开发：发电业务盈利能力突出

公司发电业务盈利能力突出，25H1 板块毛利率修复至 57%。2024 年公司风电场投资与开发业务实现营收 108.54 亿元，收入占比 19.14%，同比-0.57%，其中发电业务实现收入 62.37 亿元，转让风电场项目股权投资收益 6.66 亿元。1) 营收占比方面，风电场开发业务营收占比从 2023 年的 21.63% 小幅下降至 2024 年的 19.14%，2025H1 风电场开发营收占比进一步下降至 11.12%。2) 盈利能力方面，公司依托较强的风电运营能力，风电场业务毛利率领先行业，2020-2022 年风电场板块毛利率维持在 65% 上下，2023-2024 年板块毛利率下滑至 47.3%、40.0%，主要系无补贴平价发电厂占比增加，且公司风场开发业务中开始涵盖风电场产品销售。2025 年绿电机制电价出台，存量和新开发风电运营资产盈利稳定性得到保证，25H1 板块盈利修复至 57.47%。

公司发电业务稳步发展，25H1 新增权益并网装机 709MW。2025 年 1-6 月，金风科技国内外风电项目新增权益并网装机容量 709.04MW；国内外销售权益并网风电场规模 100.2MW。截至 2025 年 6 月 30 日，公司国内外自营风电场权益装机容量合计 8.7GW，其中 32% 位于华东地区，28% 位于西北地区，22% 位于华北地区，9% 在南方地区，4% 位于东北地区，国际地区占比 5%。截至 2025 年 6 月 30 日，公司国内风电场权益在建容量 3.7GMW，其中西北地区占比 71%，华北占比 20%，华东占比 8%，东北占比 1%。

图表 16 25H1 金风科技发电业务并网装机容量 (GW) 图表 17 25H1 金风科技发电业务并网容量分布



资料来源：金风科技演示文稿，华安证券研究所

资料来源：金风科技演示文稿，华安证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

受益于风电行业新增装机提升，我们预计公司 2025/2026/2027 年实现收入 741/876/1030 亿元，同比+30.7%/+18.2%/17.5%。利润方面，由于风电整机平均投标价从 2024 年 8 月开始修复回升，我们预计公司风机业务毛利率将改善提升，预计实现归母净利润 33/42/51 亿元，同比+76.7%/27.2%/21.1%，对应当下 18/14/12 倍市盈率，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 18 公司收入与毛利率预测

收入项目	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>504.57</b>	<b>566.99</b>	<b>285.37</b>	<b>741.31</b>	<b>875.94</b>	<b>1,029.65</b>
增长率%	8.66%	12.37%	41.26%	30.74%	18.16%	17.55%
<b>营业成本</b>	<b>438.66</b>	<b>488.76</b>	<b>241.57</b>	<b>635.22</b>	<b>750.04</b>	<b>886.89</b>
增长率%	5.58%	-0.84%	3.55%	29.97%	18.08%	18.25%
毛利	65.91	78.23	43.80	106.08	125.90	142.76
毛利率	<b>13.06%</b>	<b>13.80%</b>	<b>15.35%</b>	<b>14.31%</b>	<b>14.37%</b>	<b>13.86%</b>
<b>风机零部件</b>						
收入	329.37	389.21	218.52	583.81	700.57	833.68
增长率%	1.03%	18.17%	71.15%	50.00%	20.00%	19.00%
成本	308.26	369.56	201.10	540.02	644.52	766.98
增长率%	0.84%	12.38%	63.66%	46.13%	220.49%	42.03%
毛利	21.11	19.65	17.42	43.79	56.05	66.69
毛利率	6.41%	5.05%	7.97%	7.50%	8.00%	8.00%
<b>风电场开发</b>						
收入	109.15	108.54	31.72	75.97	79.77	83.76
增长率%	57.96%	-0.57%	-27.93%	-30.00%	5.00%	5.00%
成本	57.53	65.11	13.49	31.91	31.91	33.50
增长率%	140.53%	13.18%	-29.62%	-50.99%	136.53%	5.00%
毛利	51.63	43.42	18.23	44.07	47.86	50.26
毛利率	47.30%	40.01%	57.47%	58.00%	60.00%	60.00%
<b>风电服务</b>						
收入	52.41	55.07	28.96	66.64	79.96	95.95
增长率%	-7.18%	5.07%	21.99%	21.00%	20.00%	20.00%
成本	42.02	43.23	22.45	51.98	61.57	73.88
增长率%	-2.34%	2.89%	25.71%	20.23%	174.25%	42.15%
毛利	10.40	11.84	6.51	14.66	18.39	22.07
毛利率	19.84%	21.50%	22.48%	22.00%	23.00%	23.00%
<b>其他主营业务</b>						
收入	13.63	14.18	6.17	14.89	15.63	16.26
增长率%	6.71%	4.02%	-6.46%	5.00%	5.00%	4.00%
成本	10.27	10.86	4.52	11.32	12.04	12.52
增长率%	5.54%	5.79%	-13.62%	4.15%	166.03%	10.64%
毛利	3.36	3.32	1.64	3.57	3.60	3.74
毛利率	24.66%	23.38%	26.62%	24.00%	23.00%	23.00%

资料来源：Wind，华安证券研究所

相对估值法：我们选取了 A 股风电整机公司作为金风科技的可比公司，三一重能、明阳智能、运达股份、电气风电是专业从事风电整机制造的公司，风机业务收入占比较高。可比公司 2025 年平均 P/E 为 20 倍；考虑到金风科技作为风电整机行业领先公司，海外整机订单逐步增长，风电运营业务稳健推进、风电场发电业务盈利回升，带动公司估值上行。

**图表 19 可比公司估值表 (截至 2025 年 9 月 30 日)**

公司	代码	市值	收入 (亿元)			净利润 (亿元)			P/E		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
运达股份	300772.SZ	149	214	306	327	5	6	10	32	23	15
明阳智能	601615.SH	367	267	418	455	3	19	27	106	19	14
三一重能	688349.SH	373	177	253	279	18	20	26	21	19	14
电气风电	688660.SH	308	104	-	-	-8	-	-	-39	-	-
<b>平均值</b>									<b>30</b>	<b>20</b>	<b>14</b>
金风科技	002202.SZ	616	565	741	876	19	33	42	34	19	15

资料来源：wind，华安证券研究所

备注：除金风科技为华安证券研究所预测外，其他盈利预测均为 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

**风电政策调整的风险：**风电产业的发展受国家政策、行业发展政策的影响，相关政策的调整将会对公司主要产品的生产和销售产生影响。

**市场竞争加剧的风险：**国家双碳目标的提出为中国风电产业带来前所未有的发展契机，风机产品的提质增效、抢占优势资源及扩大市场份额的诉求也将进一步加剧企业之间的竞争。

**经济环境及汇率波动的风险：**现阶段国内外经济环境复杂多变，可能影响公司国际化战略及国际业务的拓展；公司经营的海外业务主要以美元、澳元或当地货币结算，可能存在因汇率变动而造成的汇率损失风险。

**7.财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	686	901	1076	1365	<b>营业收入</b>	567.0	741.3	875.9	1029.7
现金	116	182	242	400	营业成本	488.8	635.2	750.0	886.9
应收账款	308	386	450	501	营业税金及附加	2.8	3.5	4.2	5.0
其他应收款	25	37	39	43	销售费用	13.2	16.8	19.8	23.5
预付账款	13	16	17	22	管理费用	21.7	28.6	33.8	39.7
存货	148	191	228	275	财务费用	9.1	8.5	7.1	-4.2
其他流动资产	75	89	100	123	资产减值损失	-8.6	-3.5	0.0	0.0
<b>非流动资产</b>	866	875	845	810	公允价值变动收益	1.6	0.0	0.0	0.0
长期投资	45	45	45	45	投资净收益	19.6	21.0	21.0	20.6
固定资产	353	352	329	302	<b>营业利润</b>	21.7	38.2	48.9	59.3
无形资产	77	71	65	59	营业外收入	0.3	0.2	0.2	0.2
其他非流动资产	391	407	406	404	营业外支出	0.9	0.7	0.8	0.8
<b>资产总计</b>	1552	1776	1921	2175	<b>利润总额</b>	21.0	37.7	48.2	58.7
<b>流动负债</b>	719	910	1025	1244	所得税	2.5	4.1	5.5	7.0
短期借款	16	16	16	16	<b>净利润</b>	18.6	33.5	42.7	51.7
应付账款	305	409	469	591	少数股东损益	0.0	0.7	0.9	1.0
其他流动负债	398	486	541	637	<b>归属母公司净利润</b>	18.6	32.9	41.8	50.6
<b>非流动负债</b>	429	435	435	435	EBITDA	52.5	85.9	95.5	94.3
长期借款	295	295	295	295	EPS (元)	0.42	0.78	0.99	1.20
其他非流动负债	134	140	140	140					
<b>负债合计</b>	1148	1345	1461	1679					
少数股东权益	19	20	21	22					
股本	42	42	42	42					
资本公积	120	120	120	120					
留存收益	223	249	277	312					
归属母公司股东权益	385	411	440	474					
<b>负债和股东权益</b>	1552	1776	1921	2175					

现金流量表					主要财务比率				
单位:亿元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	23.2	100.0	76.2	162.0	<b>成长能力</b>				
净利润	18.6	33.5	42.7	51.7	营业收入	12.4%	30.7%	18.2%	17.5%
折旧摊销	34.4	39.7	40.1	39.8	营业利润	-16.6%	76.1%	28.0%	21.4%
财务费用	12.2	10.8	10.8	0.6	归属于母公司净利	39.8%	76.7%	27.2%	21.1%
投资损失	-19.6	-21.0	-21.0	-20.6	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-16.6	31.9	-0.1	87.1	毛利率 (%)	13.8%	14.3%	14.4%	13.9%
其他经营现金流	29.5	6.7	46.4	-32.0	净利率 (%)	3.3%	4.4%	4.8%	4.9%
<b>投资活动现金流</b>	-57.2	-26.6	7.8	12.4	ROE (%)	4.8%	8.0%	9.5%	10.7%
资本支出	-76.5	-31.5	-11.2	-6.1	ROIC (%)	2.0%	4.9%	5.7%	5.3%
长期投资	23.9	-2.0	-2.0	-2.0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-4.6	6.9	21.0	20.6	资产负债率 (%)	74.0%	75.7%	76.0%	77.2%
<b>筹资活动现金流</b>	16.5	-7.5	-24.1	-16.7	净负债比率 (%)	284.0%	312.2%	317.3%	338.6%
短期借款	11.9	0.0	0.0	0.0	流动比率	0.95	0.99	1.05	1.10
长期借款	13.6	0.0	0.0	0.0	速动比率	0.67	0.71	0.76	0.80
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-1.2	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.38	0.45	0.47	0.50
其他筹资现金流	-7.8	-7.5	-24.1	-16.7	应收账款周转率	2.01	2.14	2.10	2.17
<b>现金净增加额</b>	-16.0	66.1	59.9	157.7	应付账款周转率	1.69	1.78	1.71	1.67

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券研究所电力设备与新能源首席分析师。

分析师：王璐，华安证券研究所电力设备与新能源分析师。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。