



风机盈利改善，绿色甲醇打造新增长曲线

——金风科技 (002202.SZ) 首次覆盖

2025年10月24日

- 风机价格企稳回升，龙头盈利改善在途。**十五五期间受益新能源装机需求增长及结构占比提升，风电装机有望保持较快增长。目前陆风机组大型化放慢节奏，行业共识克制价格内卷叠加质量风险意识提升，未来海风机组均价继续下行空间有限，陆风机组企稳回升。BNEF 数据显示，2024 年金风科技国内市占率 22%，全球市占率 16%，连续 14 年排名全国第一，连续 3 年全球第一。20-24 年风机销售容量分别为 12.93/10.68/13.87/13.77/16.05GW，25H1 公司实现对外销售容量 10.64GW，同比+106.6%。2025 年 6 月底，公司在手订单总量 54.8GW。受益于价格回暖，技术路线转换降本，供应链优化，叠加海上及海外订单放量，25H1 公司营收 285.37 亿元，同比+41.26%，25H1 风机及零部件销售收入为 218.52 亿元，同比+71.15%，占总收入的 76.58%，毛利率提升至 7.97%。
- 海外高盈利高增长，在手订单充沛。**公司海外收入从 2020 年的 45.94 亿元增长至 2024 年的 120.08 亿元，CAGR 超 27%，占总营收比从 2020 年 8.17% 提升到 2024 年的 21.18%，25H1 海外营收 83.79 亿元，同比+75.34%，占总营收比 29.36%。根据公司公告，2022、2023、2024、2025 年 1-8 月金风国际净利润分别为 5.75 亿元、6.3 亿元、15 亿元、14.53 亿元，净利率保持 9%-13%。截至 2025 年 6 月 30 日，公司业务已遍布全球六大洲、47 个国家，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，海外在手外部订单共计 7.36GW。全球风电高景气，GWEC 预计 2025-2030 年全球海风/陆风新增总装机分别达 156GW/826GW，CAGR 达 27.3%/6.6%，我们认为公司海外营收持续增长，净利率保持高位，在手订单充沛，有望支撑海外收入持续增长，增厚盈利。
- 海风深远海趋势无疑，市占率提升至 19%国内第二。**中国海风装机 25-30 年成长性强，机组价格维持高位。截至 2024 年底，公司海风累计装机容量超过 60.34GW，占比超 13.8%，仅次于电气风电(27.4%) 和明阳智能(26.2%)，2024 年金风科技新增装机占全国新增海风装机容量约为 18.68%，相比较 2020 年的 8.13% 提升 10.55pcts，仅次于明阳智能的 30%。公司海风技术领先，供货最远海风及最大漂浮式项目，未来有望受益于海风深远海趋势。
- 发电业务稳定发展，运维服务健康成长。**25H1 公司风电项目实现发电收入 31.72 亿元；转让风电场项目股权投资收益为 1.43 亿元，同比+35.89%。风电场项目开发，公司坚持以陆上集中式风电开发为核心，依托属地化深耕和区域品牌影响力，获得多个规模化项目，并通过驭风行动获取多个分散式指标，强化了负荷中心与农村市场的双布局。截至 2025 年 6 月底，公司国内外自营风电场新增权益并网装机容量 709.04MW，转让权益并网容量 100.2MW，全球累计权益并网装机容量 8.65MW，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%，在建风电场容量 3.71GW，其中西北地区占比 71%，华北占比 20%，华东占比 8%，东北占比 1%。截至 2025 年 6 月底，公司国内外运维服务业务在运项目容量 45.95GW，同比+37.0%，收入 28.96 亿元，占比 10.14%，同比+21.99%。

金风科技 (股票代码：002202.SZ)

推荐 首次评级

分析师

曾韬

✉：010-8092-7653

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

黄林

✉：010-8092-7627

✉：huanglin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070004

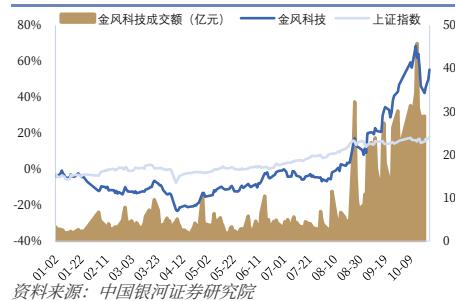
市场数据

2025-10-24

股票代码	002202.SZ
收盘价 (元)	15.83
上证指数	3950.31
总股本 (亿股)	42.25
实际流通股 (亿股)	34
流通股市值 (亿元)	531.15

相对上证综指表现图

2025-10-24



相关研究

- 加速绿色甲醇产能扩张及交付，先发优势塑造核心壁垒。**国内外政策驱动绿色甲醇加速产业化。2030 年全球绿色甲醇需求量有望达 2000 万吨，总产能在 700 万至 1400 万吨，我国绿色甲醇占全球 80%，绿醇供不应求。金风科技已开始提供生物甲醇现货，价格为 820 美元/吨（约合人民币 5946 元/吨），未来价格有望持续提升。金风科技绿醇总产能规划超 200 万吨，与世界航运巨头马士基签订年产 50 万吨/年长期采购协议，与欧洲船运巨头德国赫伯罗特船舶公司签署年交付量达 25 万吨订单。我们认为公司布局绿色甲醇具有先发优势，可持续拓展风电应用场景，同时打造新的增长曲线。
- 投资建议：**公司作为风机龙头，风机价格企稳回升，盈利改善在途，海外及海上业务具有先发优势，双海订单加速落地，绿色甲醇加速产能扩张及交付，有望打造新的增长点。我们预计公司 2025/2026/2027 年营收 778.85 亿元 /810.19/876.46 亿元，归母净利润 31.22 亿元 /38.59 亿元 /51.68 亿元，EPS 为 0.74 元 /0.91 元 /1.22 元，对应（2025 年 10 月 15 日收盘价）PE 为 22.64 倍 /18.32 倍 /13.68 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示：**产业链价格波动的风险；政策变化的风险；行业竞争加剧风险；汇率波动的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	56699.16	77884.84	81019.01	87645.81
收入增长率%	12.37	37.37	4.02	8.18
归母净利润 (百万元)	1860.45	3121.79	3858.89	5167.78
利润增速%	39.78	67.80	23.61	33.92
毛利率%	13.80	14.25	15.06	16.34
摊薄 EPS(元)	0.44	0.74	0.91	1.22
PE	37.99	22.64	18.32	13.68
PB	1.83	1.72	1.62	1.50
PS	1.25	0.91	0.87	0.81

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

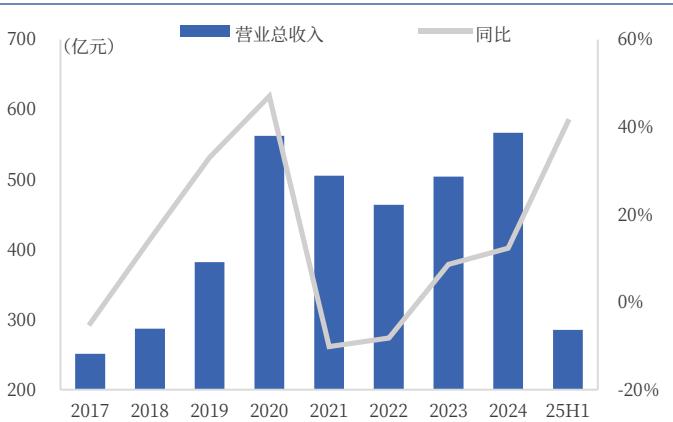
Catalog

一、 25H1 风机盈利改善，海外放量高增	4
二、 风机龙头盈利修复，双海及绿醇加速拓展.....	7
(一) 风机价格企稳回升，主机龙头盈利修复在途	7
(二) 境外市场持续突破，高盈利高成长	10
(三) 海风深远海趋势无疑，市占率提升至 19%国内第二	13
(四) 风场电站开发服务增长稳健.....	15
(五) 绿色甲醇打造新增长曲线	16
三、 投资建议	18
(一) 盈利预测	18
(二) 相对估值	18
(三) 绝对估值	19
四、 风险提示	21

一、25H1 风机盈利改善，海外放量高增

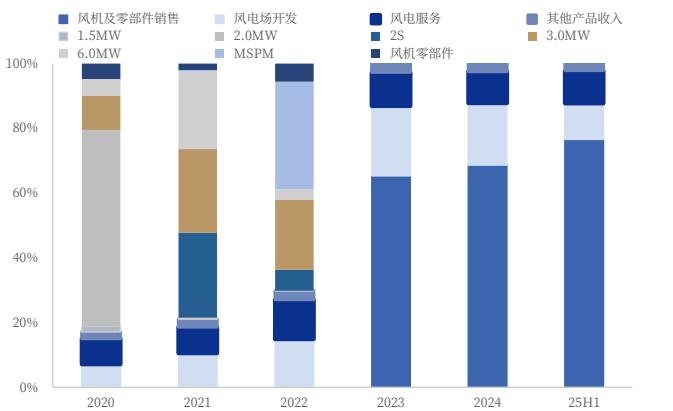
风机盈利改善，海外放量高增。2025H1 实现营收 285.37 亿元，同比+41.26%，25Q2 单季营收 190.65 亿元，同比+44.18%，环比+101.28%。分产品看，2025H1 风机及零部件销售收入为 218.52 亿元，同比+71.15%，占总收入的 76.58%，毛利率提升至 7.97%；风电场开发收入 31.72 亿元，同比-27.93%，总收入占比 11.12%，毛利率 57.47%；风电服务收入 28.96 亿元，同比+21.99%，占比 10.15%，毛利率 22.48%；其他业务收入 6.17 亿元，占比 2.16%，毛利率 26.62%。分地区看，公司 25H1 海外营收 83.79 亿元，同比+75.34%，占总营收比 29.36%；25H1 国内营收 201.58 亿元，同比+30.70%。截至目前，公司业务已遍布全球六大洲、47 个国家，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。

图1：公司营业总收入情况



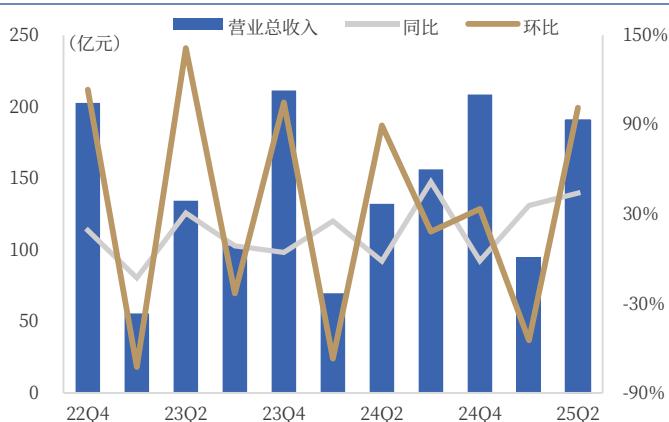
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图3：25H1 公司营业收入分产品结构



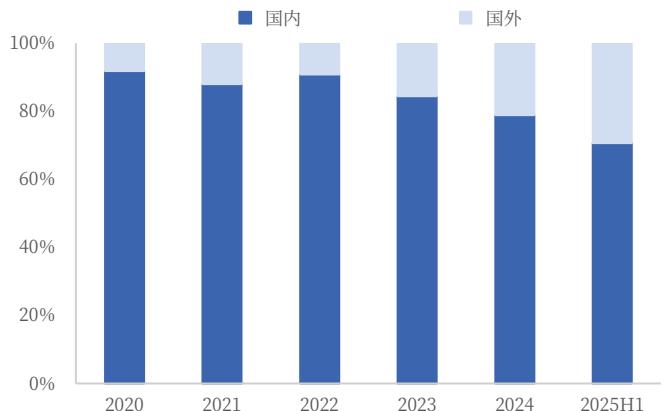
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图2：公司营业总收入季度情况



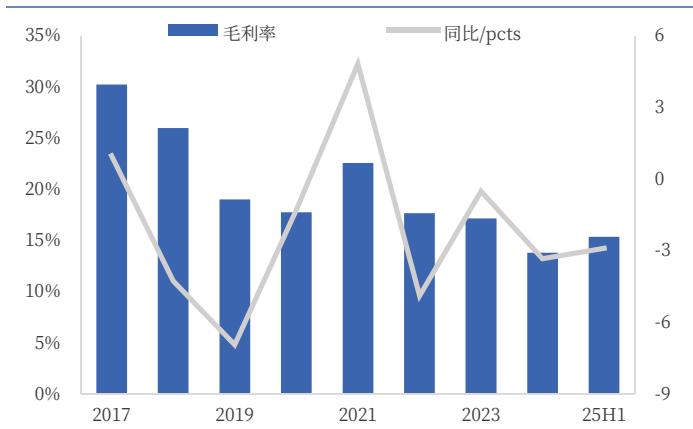
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图4：公司营业收入分地区结构

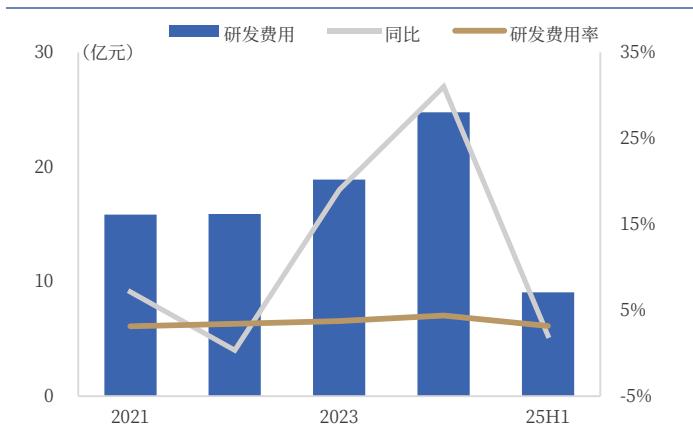


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

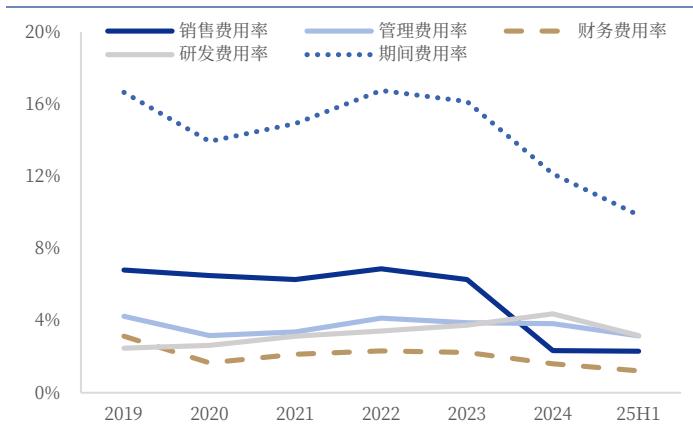
持续研发高投入，25H1 费率显著下降。25H1 公司销售毛利率 15.35%，同比-2.90pcts。25Q2 毛利率 12.16%，同比-1.94pcts/环比-9.62pcts。25Q2 期间费用率 7.68%，同比-2.11pcts/环比-6.51pcts，其中 25Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.38%/2.48%/2.98%/0.84%，同比-0.41pcts/-0.91pcts/-0.95pcts/-0.66pcts，环比-2.81pcts/-1.99pcts/-0.60pcts/-1.11pcts。

图5：公司毛利率情况


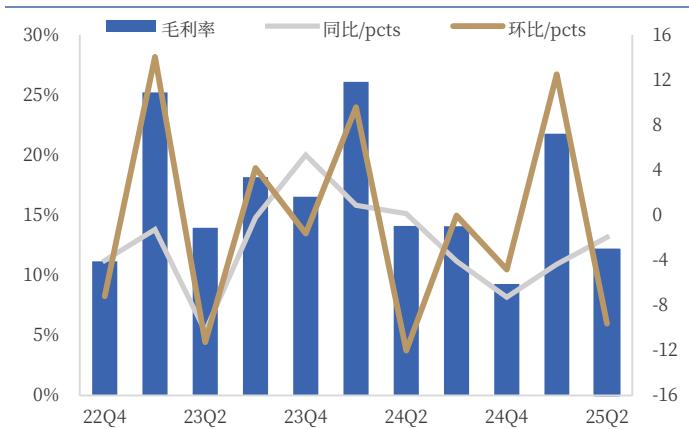
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图7：公司研发费用情况


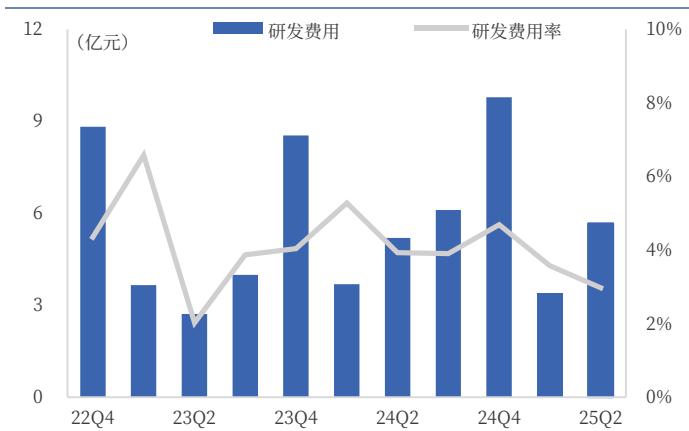
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图9：公司期间费用率情况


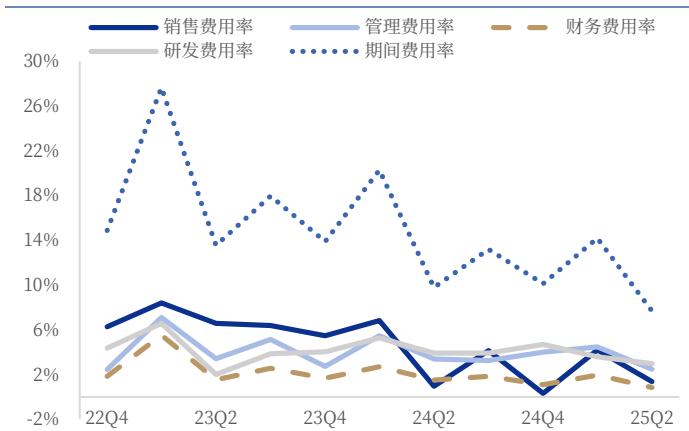
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图6：公司毛利率分季度情况


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

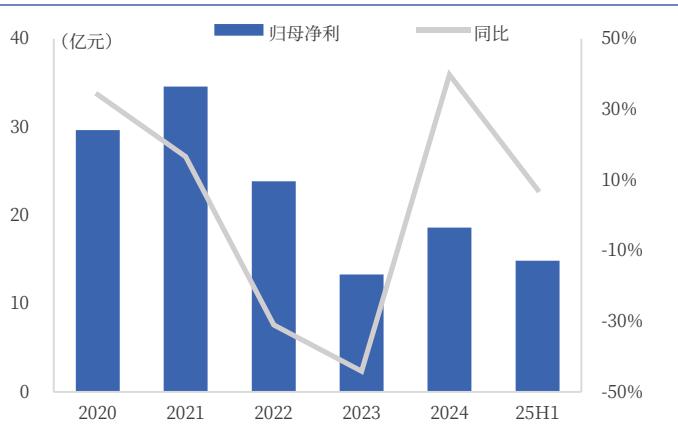
图8：公司研发费用分季度情况


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

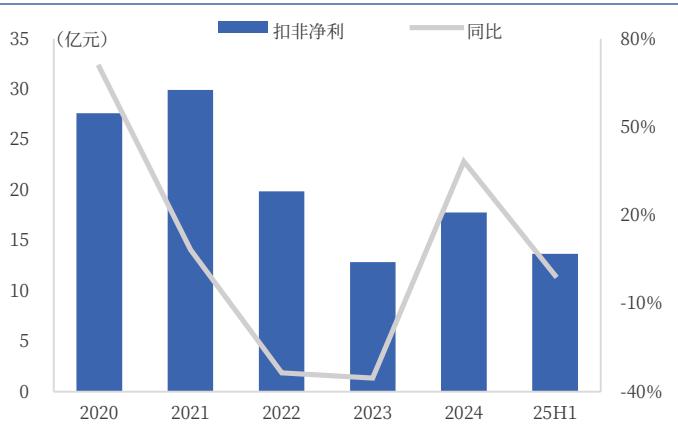
图10：公司期间费用率分季度情况


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

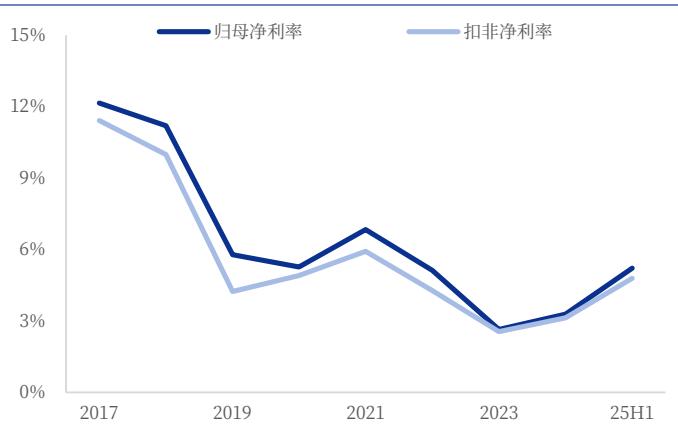
盈利同比承压。2025H1 归母净利润 14.88 亿元，同比+7.26%，扣非净利润 13.68 亿元，同比-0.40%；归母净利率为 5.21%，扣非净利率 4.79%。归母净利润 9.19 亿元，同比-12.80%/环比+61.78%；扣非净利 8.13 亿元，同比-22.13%/环比+46.44%；归母净利率 4.82%，同比-3.15pcts/环比-1.18pcts，扣非净利率 4.26%，同比-3.63pcts/环比-1.60pcts。

图11：公司归母净利润情况


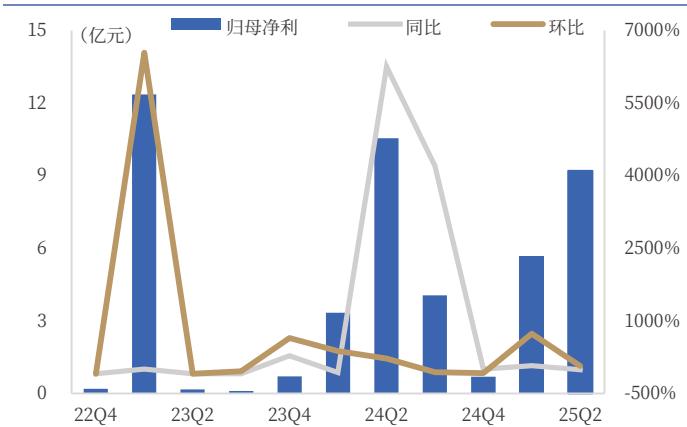
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图13：公司扣非归母净利润情况


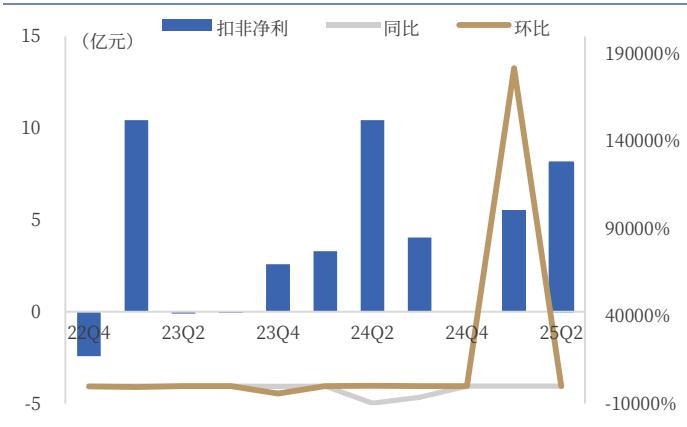
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图15：公司净利率情况


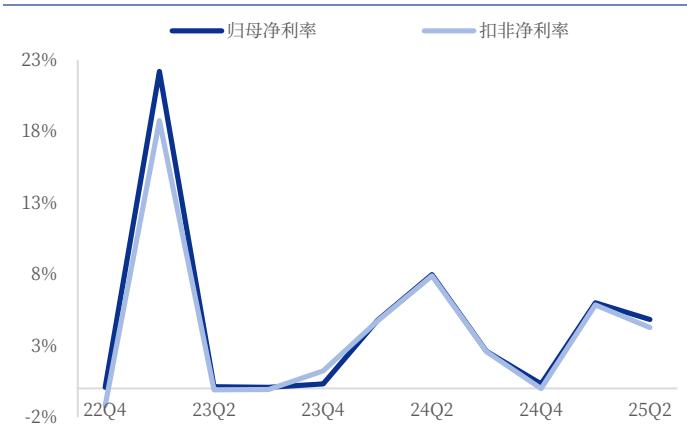
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图12：公司归母净利润分季度情况


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图14：公司扣非归母净利润分季度情况


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图16：公司净利率分季度情况


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

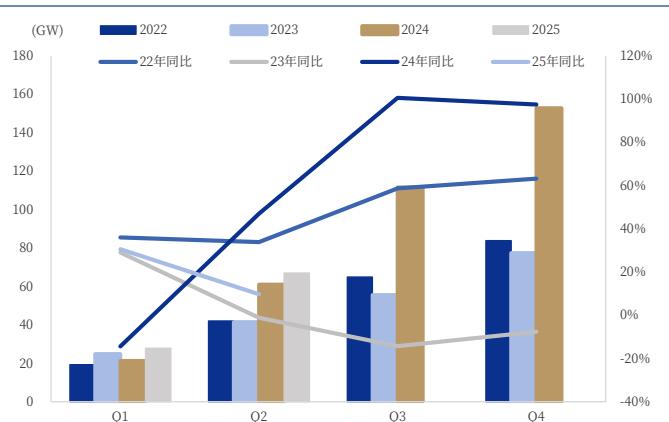
二、风机龙头盈利修复，双海及绿醇加速拓展

(一) 风机价格企稳回升，主机龙头盈利修复在途

24、25年国内风电招标高增，支撑未来装机旺盛。招标量为装机量的先行指标，据金风科技统计，2024年全年国内公开招标市场新增招标量164.1GW，同比+90.15%。25H1国内公开招标市场新增招标量71.9GW，同比+8.8%，陆上新增招标容量66.9GW，同比+9.7%，海上新增招标容量5GW，同比-7.4%。我们认为2024年全年招标量高增，2025年招标量持续增长，可支撑明年装机高增。

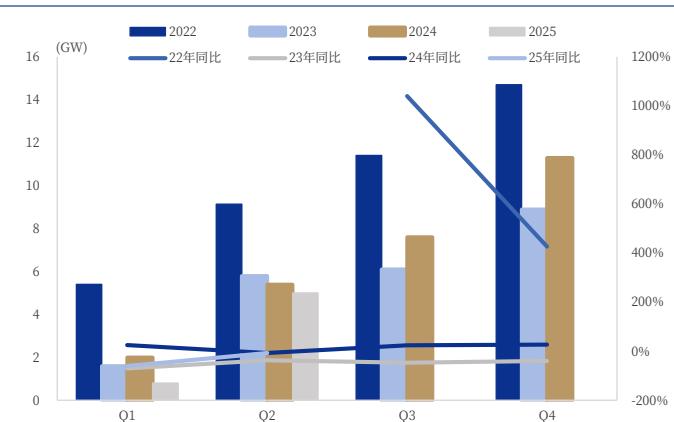
25年风电装机或超105GW，海风弹性大。2024年全国新增风电装机79.8GW，同比+5.40%。其中陆风75.8GW，同比-42.70%，海风4.0GW，同比+7.70%。25H1全国新增风电并网装机51.4GW，同比+98.9%，其中陆风48.9GW，同比+95.52%，海风2.5GW，同比+201.20%。结合招标以及开工情况以及考虑到临近十四五末期，业主有望提速达成地方政府新能源装机目标，我们预计2025年陆风/海风装机达90-100GW/9-10GW，同比+25.3%/+135.1%（取中值）。

图17：2022-2025H1 中国陆风季度新增累计招标



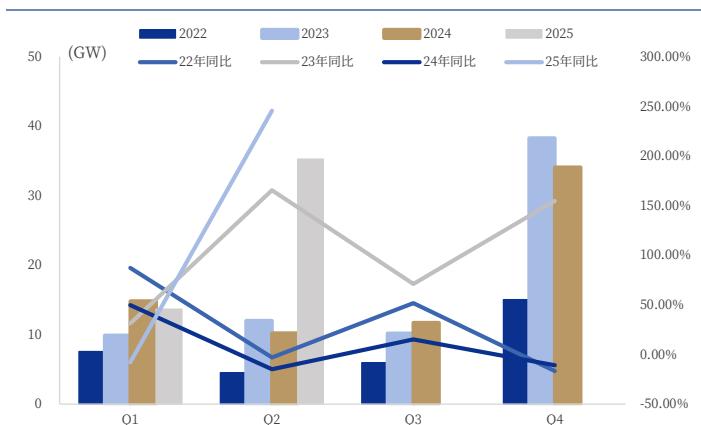
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图18：2022-2025H1 中国海风季度新增累计招标



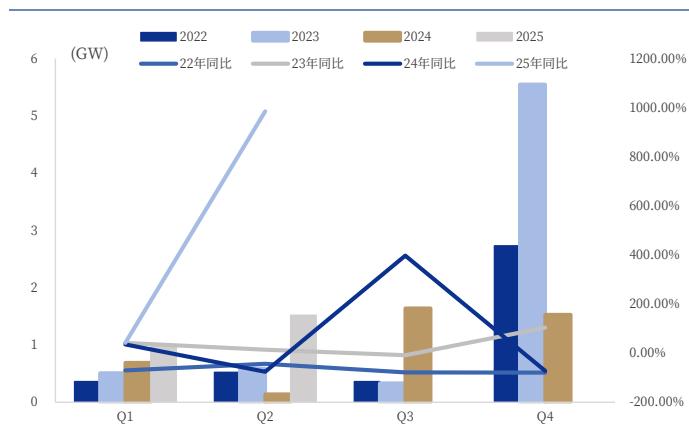
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图19：2022-2025H1 中国陆风季度新增装机



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

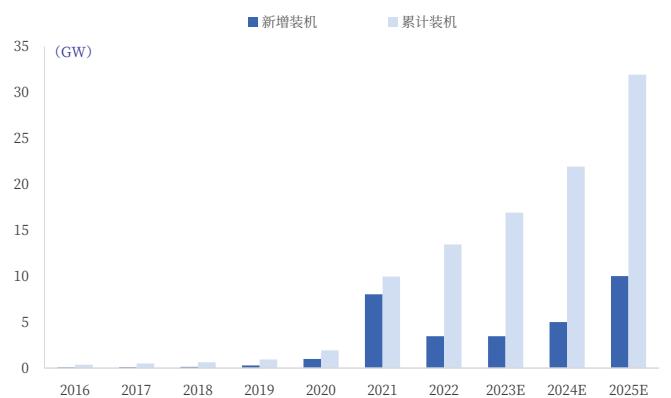
图20：2022-2025H1 中国海风季度新增装机



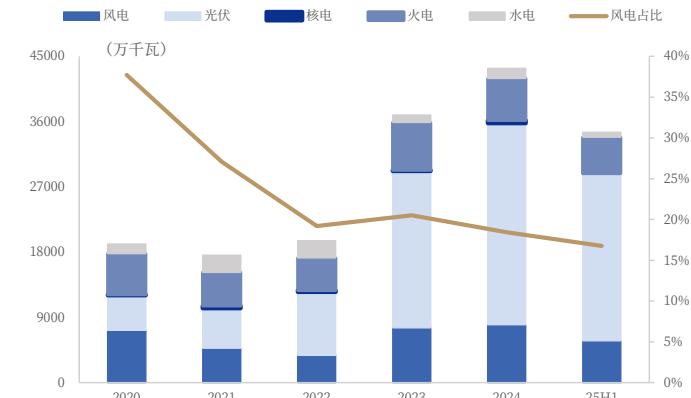
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

长期来看，十五五期间风电装机占比有望持续提升。过往风机装机存在一定的周期性特点，市场担心风机风电装机在十四五末期2025年达到高点后随之下滑。2025年9月24日，我国宣布2035年国家自主贡献目标，明确非化石能源消费占能源消费总量的比重达到30%以上，风电和太阳能发

电总装机容量达到 2020 年的 6 倍以上、力争达到 36 亿千瓦，截至 2025 年 8 月底，全国风电、太阳能发电总装机突破 16.9 亿千瓦，未来 10 年风光装机有望实现翻倍以上。2025 年 9 月，国家能源局局长王宏志发表署名文章《以更大力度推动我国新能源高质量发展》，提出“应对能源发展挑战，出路就是大力发展新能源”、“稳步提升新能源电量占比，为如期实现碳达峰提供主力支撑”，十五五期间拓展新能源非电利用途径，非电利用空间大，拓宽新能源利用途径，结合“沙戈荒”大基地及海风项目配套制氢一体化布局，并重点向绿氢冶金、绿色合成氨、绿色甲醇、绿色航煤等方向延伸绿电制氢产业链和价值链。我们认为大型风电光伏基地建设提速、分散式风电、风电机组升级有望为行业带来增量。我们预计分散式风电装机十五五期间平均装机约 20GW/年；2024-2025 年可以进行升级扩容的风电机组规模约 20GW/年左右。此外，由于光伏发电时段集中在白天，存在消纳难题，多家运营提升风电装机占比。根据 CWEA 预计，2024 年、2030 年风电累计装机容量有望达 500GW、1000GW，则 24-30 年 CAGR 可达 12%。我们认为十五五期间受益新能源装机需求增长及结构占比提升，风电装机有望保持较快增长。

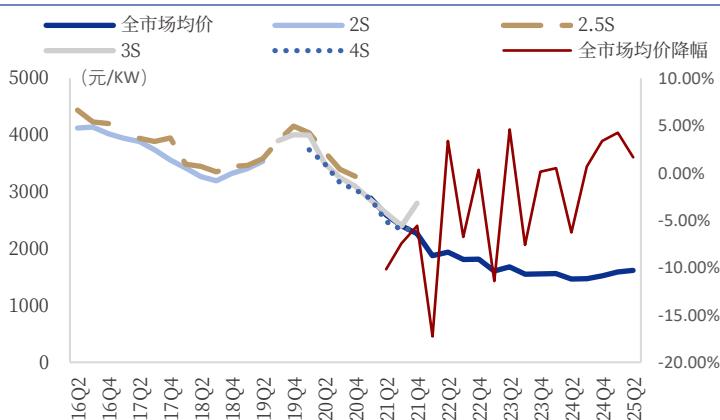
图21：中国分散式风电新增装机


资料来源：CWEA，《能见》，中国银河证券研究院

图22：风电新增累计装机占比


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

陆风风机价格企稳回升趋势明确。根据金风科技数据，2019-2024 年风机中标价格降幅较大，但 2024 年以来主机中标均价已经明显趋于平稳。从中标价格来看，根据金风科技数据，整机价格于 24Q3 以后呈现小幅上升趋势，8 月见底后招标价格回暖。2025 年 6 月，市场风电整机商风电机组投标均价为 1616 元/kW，同比+10%，企稳回升迹象明显。我们认为陆风机组大型化放慢节奏，行业共识克制价格内卷叠加质量风险意识提升，未来陆风机组有望持续企稳回升，海风机组均价继续下行空间有限。

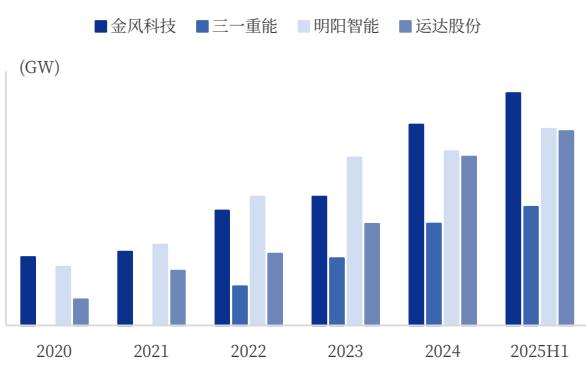
图23：我国风电整机商风电机组投标均价


资料来源：CWEA，中国银河证券研究院

主机厂盈利改善在途。主机厂商陆风几乎全线双馈，海风半直驱、双馈占比不断增大，叠加供应链优化、大型化以及零部件降本，海上订单放量以及 2024 年低价订单消化后，主机厂国内市场盈利有望提升。目前风电整机出海仍然初级阶段，海外风机价格高于国内，随着后期海外订单放量兑现，海外毛利率将有明显优势，带动整体盈利修复改善。25H1 公司风机及零部件营收 218.52 亿元，同比+71.15%，占总收入的 76.58%，毛利率提升 4pcts 至 7.97%。

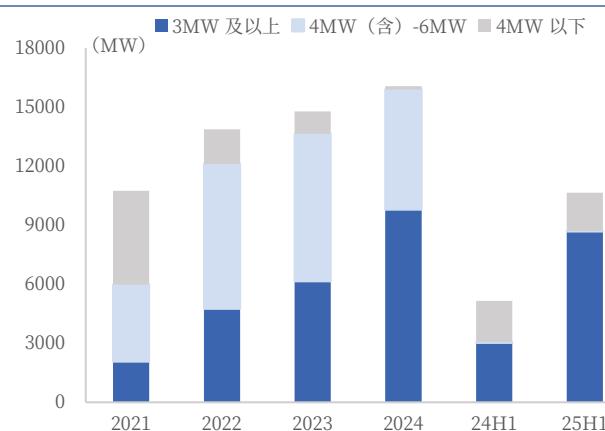
风机龙头市占率国内 22%全球 16%。根据公司公告，2020-2024 年金风科技风机制造业务销售容量分别为 12.93/10.68/13.87/13.77/16.05GW，2020-2024 年年均 13GW。彭博新能源财经统计数据显示，2024 年金风科技国国内市占率 22%，全球市占率 16%，连续 14 年排名全国第一，连续 3 年全球第一。2025H1 公司实现对外销售容量 10.64GW，同比+106.6%，其中 6MW 及以上销售容量 8.67GW，占比 81.5%；4MW(含) -6MW 销售容量 1.95GW，占比 18.3%；4MW 以下销售容量 23MW，占比 0.2%。

图24：主机厂风机销售容量比较



资料来源：公司公告，三一重能公告，明阳智能公告，运达股份公告，中国银河证券研究院

图25：金风科技风机销售结构

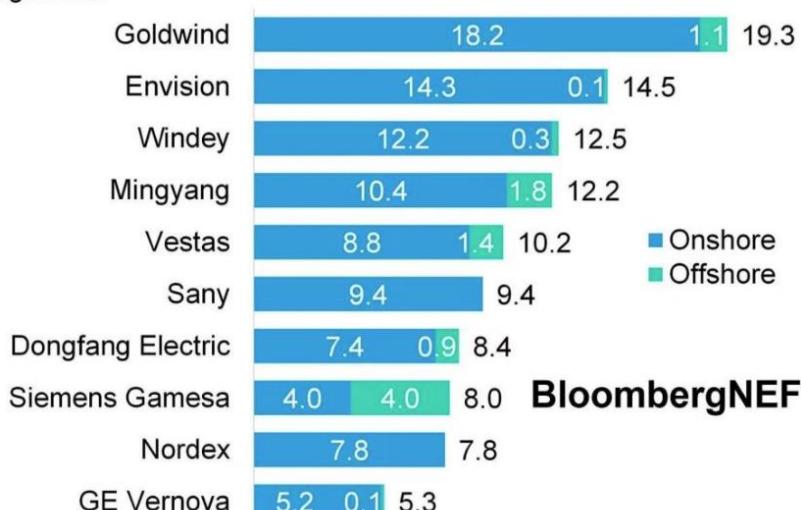


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图26：2024 年全球前十大风机整机制造商

2024年全球前十大风电整机制造商

Gigawatts

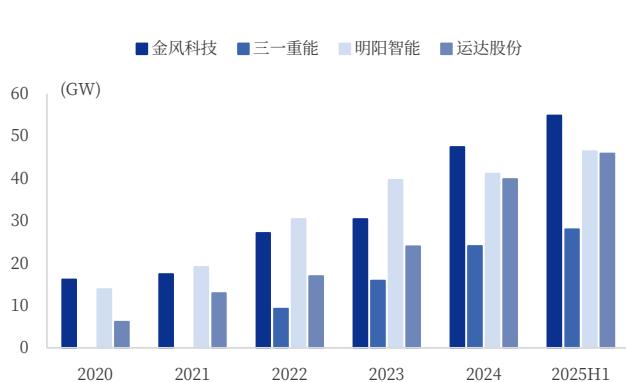


资料来源：BNEF，中国银河证券研究院

在手订单充沛，6MW 为主。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在手订单总量 54.8GW，其中外部订单合计 51.8GW，外部在手订单中 6MW 及以上的机组订单容量 43.34GW，占比 84%；4MW(含)

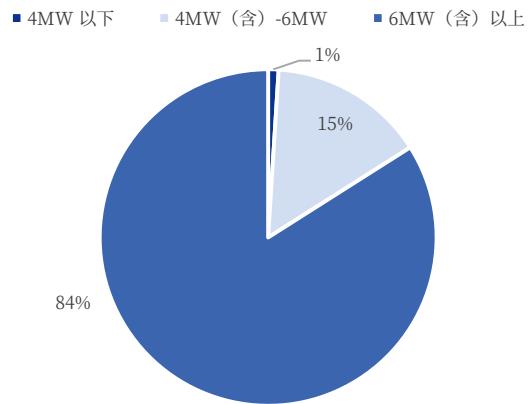
-6MW 机组订单容量 7.87GW 占比 15%；4MW 以下的机组订单容量 601MW，占比 1%。我们认为风机大型化趋势无疑，公司在手订单充沛，大兆瓦占比高，有望支撑未来高增。

图27：主机厂在手订单情况



资料来源：公司公告，三一重能，明阳智能，运达股份，中国银河证券研究院

图28：金风科技在手订单结构

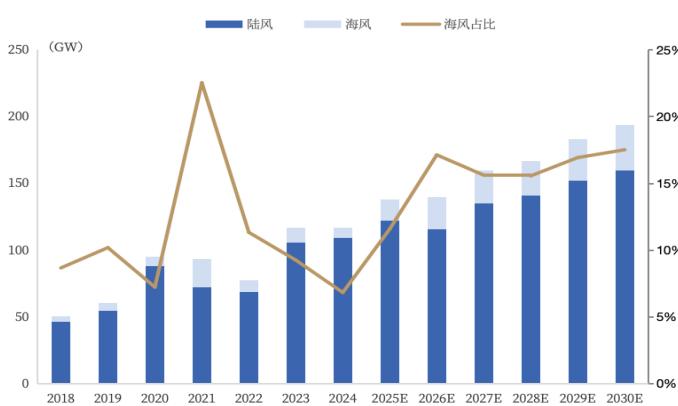


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 境外市场持续突破，高盈利高成长

2024 年全球风电新增装机创纪录，25-30 年海风 CAGR 约 27%。根据 GWEC 数据，2024 年全球新增风电并网装机容量为 117GW，同比+0.3%，其中，新增陆风 109 GW，同比+3.0%，海风 8 GW，同比-25.9%，中国（9.8GW，占比 68.2%）、美国（4.1GW，占比 3.5%）、德国（4.0GW，占比 3.4%）、印度（3.4GW，占比 2.9%）与巴西（3.3GW，占比 2.8%）位居前五。2024 年全球海风累计招标容量达 56.3GW，除中国内地约有 17.4GW 的海上风电项目在“平价”机制下分配外，其余的 38.9GW 海上风电项目通过拍卖方式获得，其中欧洲 23.2GW，美国 8.4GW，韩国 3.3GW 中国台湾 2.7GW，日本 1.4GW。GWEC 预计 2025 年新增装机容量为 138GW，2025-2030 年全球海风/陆风新增总装机分别达 156GW/826GW，CAGR 达 27.3%/6.6%，海风占比将从 2024 年的 7% 增加到 2030 年的 18%。中国和欧洲在短期内继续主导增长，东南亚、中亚、中东和北非地区新兴市场的增长势头将进一步增强，每年的新增装机容量将达到创纪录水平。

欧洲海风装机 26 年起量。根据 Wind Europe 欧洲风能协会数据，2024 年欧洲新增风电装机容量为 16.4 GW，同比-10.4%。其中，陆风新增装机容量 13.8GW，同比-4.8%，海风新增装机 2.6GW，同比-31.6%，新安装量低于预期，受电网拥堵、许可问题和财务状况等因素影响，海风扩张还受电网容量、港口容量和船舶可用性限制。Wind Europe 预计 2025-2030 年欧洲海风/陆风新增总装机量 139.6GW/47.6GW，CAGR 达 28.6%/11.5%。欧洲海风新增装机量从 2026 年开始呈现明显增长，2029 年开始预计将出现急剧增加，2030 年海风新增装机达 11.77GW，占比 31%，而陆风新增装机量相对稳定。

图29：2018-2030E 全球风电年度新增装机


资料来源：GWEC, 中国银河证券研究院

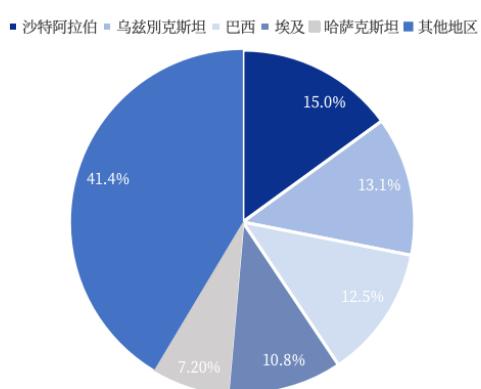
图30：2020-2030E 年欧洲风电年度新增装机


资料来源：Wind Europe, 中国银河证券研究院

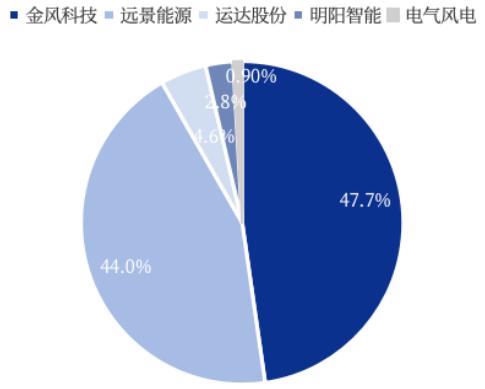
亚太加速，新兴市场崛起。 GWEC 预计美国和亚太新兴市场有望从 2026 年释放增长潜力，截至 2028 年，中国和欧洲以外地区的年新增装机量将从 2023 年的 5% 增加到 2028 年的 20% 以上。到 2033 年，巴西和哥伦比亚有望实现批量装机，拉美有望成为第四大海风市场，非洲和中东将不会安装海风。2020 年底，日本政府批准了《海上风电产业愿景》，目标 2030 年 10GW 海上风电的拍卖目标，到 2040 年达到 30-45GW。如果第一轮、第二轮和第三轮海上风电拍卖中授予的所有项目顺利，预计到 2030 年，日本将拥有 5GW 的海上风电容量，到 2034 年将达到 9GW。根据韩国 2023 年发布的第十个基本电力供应计划，计划到 2030 安装 14.3GW 的海上风电， GWEC 预计 2028 年开始，韩国每年的海上风电安装量将显著增加，在 2025 年至 2034 年间总共增加 9GW，使其成为该地区第四大市场。

风电整机厂抢滩海外新兴市场。 据 CWEA 统计，2024 年我国风机出口 23 个国家共 5.19GW，同比 +41.4%。其中陆风 5.11GW 占据大头，2024 新增出口前五的国家分别为沙特阿拉伯（15%）、乌兹别克斯坦（13.1%）、巴西（12.5%）、埃及（10.8%）和哈萨克斯坦（7.2%），CR5 占比达 58.6%。

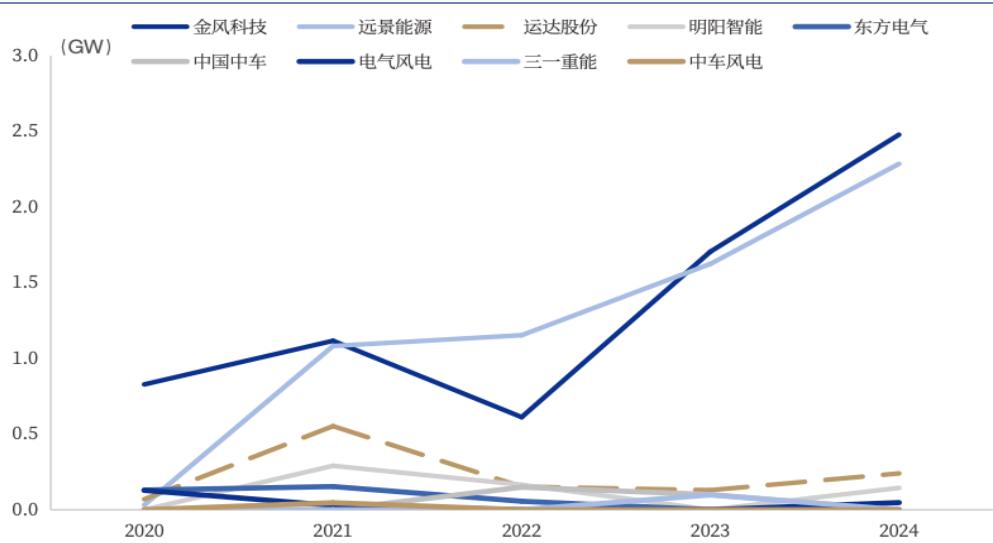
国内风机出口厂商集中度较高。 整体来看，2024 年金风科技（47.7%）和远景能源（44.0%）占据绝对优势，合计占比达 91.7%，紧随其后的是运达股份、明阳智能、电气风电。金风科技出海布局最早海外国家覆盖最多；远景能源深度布局印度以及中东市场，业绩斐然；运达股份、三一重能和明阳智能等厂商开始在中亚及东南亚获得批量订单。

图31：2024 年中国风机出口国家分布（按容量）


资料来源：CWEA, 中国银河证券研究院

图32：2024 年中国风机出口厂商分布（按容量）


资料来源：CWEA, 中国银河证券研究院

图33：2020-2024年风电主机出海容量情况


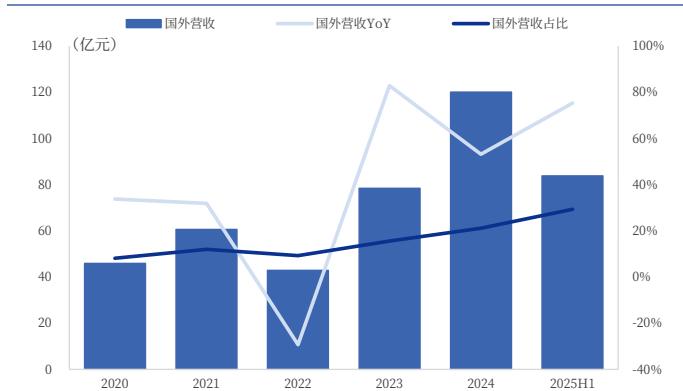
资料来源：CWEA，中国银河证券研究院

持续深化国际合作，拓展海外版图。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，并积极拓展国际市场，截至 2025 年公司业务已遍及全球 6 大洲，47 个国家。截至 2025 年上半年，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。

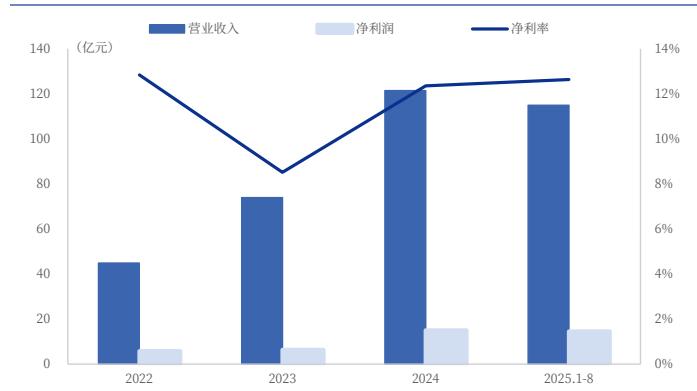
图34：公司海外市场拓展情况


资料来源：公司公告公告，中国银河证券研究院

海外营收持续高增，占总营收比约 30%。截至 2025 年公司业务已遍及全球 6 大洲，47 个国家，海外收入从 2020 年的 45.94 亿元增长至 2024 年的 120.08 亿元，CAGR 超 27%，占总营收比从 2020 年 8.17% 提升到 2024 年的 21.18%，25H1 海外营收 83.79 亿元，同比 +75.34%，占总营收比 29.36%。根据公司公告，2022、2023、2024、2025 年 1-8 月金风国际净利润分别为 5.75 亿元、6.3 亿元、15 亿元、14.53 亿元，净利率保持 9%-13%。截至 2025 年 6 月 30 日，公司海外在手外部订单共计 7.36GW。我们认为公司海外营收持续增长，净利率保持高位，在手订单充沛，未来有望支撑海外收入持续增长。

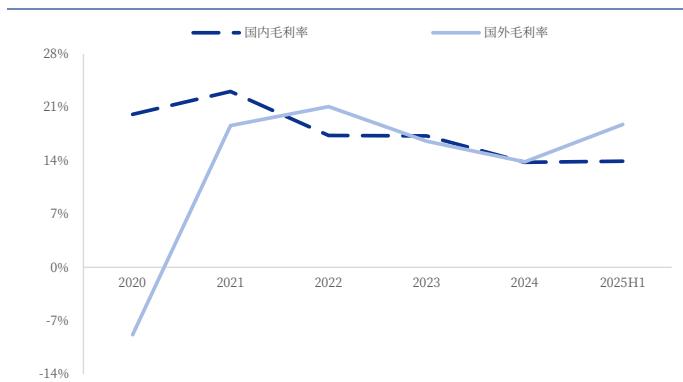
图35：公司海外营收、增速及占比情况


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

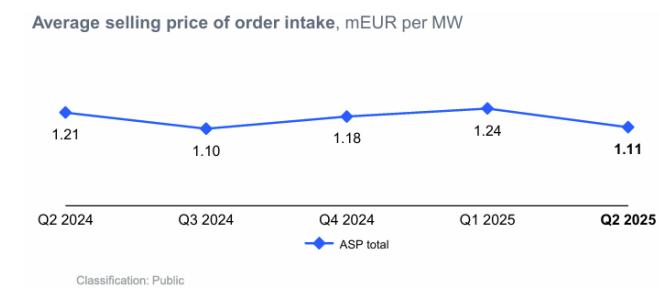
图36：金风国际净利润保持高增


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

海外毛利率高于国内，未来仍有望持续提升。2023年来，海外毛利率大多高于国内，25H1海外毛利率达18.74%，高于国内4.81pcts，考虑到国内业务毛利率部分由电站贡献，我们认为风机海外毛利率有望高于国内10pct左右。我们认为公司持续布局海外，海外步入收获期，未来海外毛利率仍有望保持增长，这主要是因为（1）前期研发产品拓展市场，公司需花费较高成本，随着公司面向国际市场已相继完成GW11、GW12、GW15三个平台机组的国际化开发，截至2025年公司业务已遍及全球6大洲，47个国家，海外市场持续突破，后期有望优化成本提振盈利；（2）风机销售价格有望提升。2024-2025年中国国内市场风电整机商风电机组投标均价约1500-1616元/kW，根据国际风机龙头维斯塔斯公告数据，2024Q2-2025Q2维斯塔斯风机单价保持在1.1-1.24百万欧元/MW，即约9100-10200元/kW，大概是国内价格6倍左右。我们认为未来随着公司品牌力提升以及拓展欧洲高毛利市场，公司风机销售单价有望提升，从而带动盈利提升。

图37：公司海外毛利率快速增加


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图38：维斯塔斯风机单价维持在1.1-1.24mEUR/MW


资料来源：维斯塔斯公告，中国银河证券研究院替换

(三) 海风深远海趋势无疑，市占率提升至19%国内第二

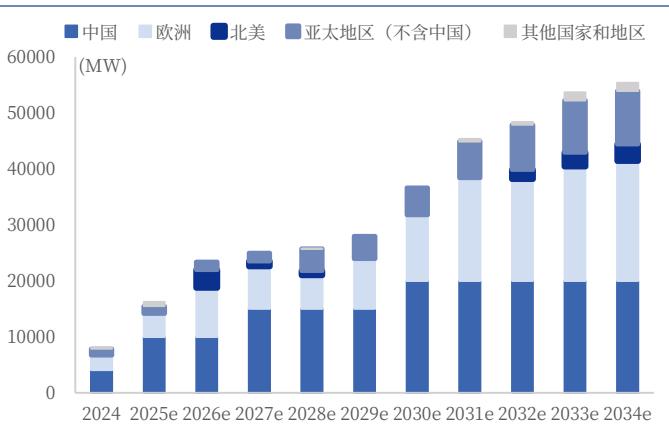
中国海风装机25-30年成长性强，机组价格维持高位。根据GWEC发布的《全球海风报告2025》，预测未来十年（2025-2034年）全球将新增超过350GW的海风装机容量，在2034年底，海风累计装机容量会超过441GW。根据CWEA数据，2024年中国海风新增并网容量为4.04GW，约占全年风电新增并网容量的5.1%，占全球新增容量的50.5%，继续保持全球最大的新增市场地位，占据了当年全球海风新增市场的一半以上，新增装机连续第七年位居全球首位，累计装机连续第四年位居全球首位。截至2024年年底，中国海风累计并网容量41.27GW，占中国风电累计并网容量的7.9%，占全球海风累计容量的49.6%。GWEC指出，2025-2030年期间中国海风新增装机容量合计将达到80GW，占此期间全球海风新增装机容量的51%。

漂浮式风电 2030 年全面商业化，欧洲先行。中国 GWEC 数据显示，截至 2024 年底，全球漂浮式海风累计装 278MW，其中挪威为 101MW，英国 78MW、中国 40MW、法国 27MW、葡萄牙 25MW、日本 5MW、西班牙 2MW。GWEC 预计漂浮式风电 2030 年有望全面实现商业化，2030/2034 年新增装机预计将达到 2.6GW/15GW，预计未来十年（2025-2034 年）欧洲、亚太和北美市场份额分别将达到 57%、42% 和 1%，中国仍将继续保持前五。目前，中国已建有 5 个漂浮式海风示范项目，累计装机容量达到 40MW，4 个总计 53MW 的漂浮式海风示范项目正在开发中。

海风价格下跌空间有限。海风机组价格自 2022 年震荡下跌，目前海风含塔筒价格在 25Q2 约 3209 元/kW，不含塔筒价格下降到 2550 元/kW 的价格水平，我们认为随着反内卷持续推进叠加业主提高质量和安全意识，海风价格有望企稳。

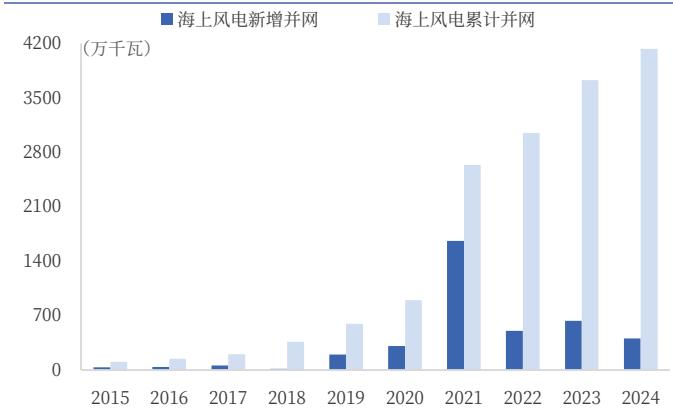
图39：2025-2029 年全球分区域海上风电新增装机容量预测

图40：2025-2034 年全球不同国家和地区漂浮式海上风电新增装机容量预测

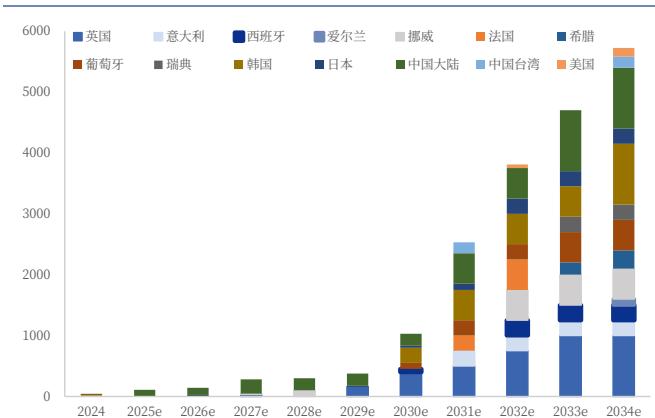


资料来源：CWEA，中国银河证券研究院

图41：2015-2024 中国海风装机持续增长



资料来源：NEA，中国银河证券研究院



资料来源：CWEA，中国银河证券研究院

图42：海风机组价格维持高位



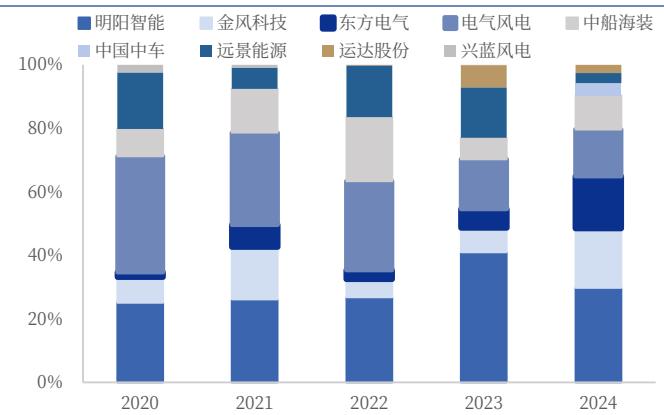
资料来源：CWEA，中国银河证券研究院

海风机组大型化趋势明显，中速永磁占主导。根据 CWEA，10MW 以上风电机组装机占比逐年增长，2024 年新增吊装海风机组最大单机容量由 2023 年的 16.5MW 提升到 18MW，2024 年单容量 10MW 及以上的风电机组新增装机容量占比由 2023 年的 46.4% 提升到了 2024 年的 55.8%，主要集中在 10MW 和 13.6MW 机型新增占比分别为 27.8% 和 17.1%，还有 12MW(5.1%)、13MW(3.1%)、16MW(1.9%) 和 18MW(0.9%)。从技术类型来看，中速半直驱是目前海风机组的主流技术。2024 年，中国新增吊装完成的海风机组 90% 以上是中速半直驱，比 2023 年增长了约 28pcts。整机商有明阳智能、金风科技、电气风电、东方电气、中船海装、中国中车等。

金风科技 2024 年新增海风装机市占率国内第二达 19%，市占率持续提升。从整机组来

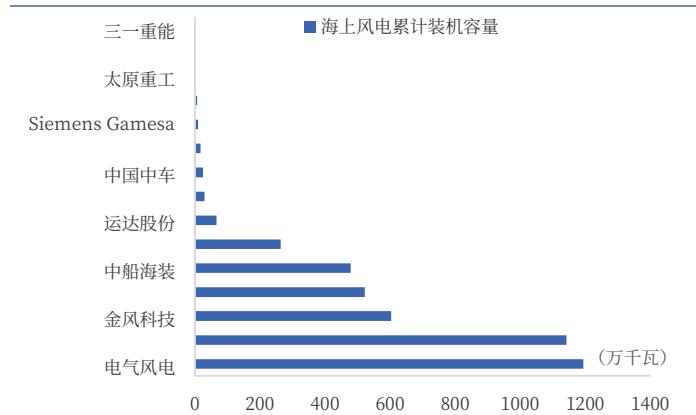
看, 截至 2024 年底, 在海风累计装机容量中, 整机制造企业累计装机容量 CR5 合计占比为 90.4%, 前 10 家整机制造企业累计装机容量 CR10 合计占比为 99.5%。截至 2024 年年底, 金风科技海风累计装机容量超过 60.34GW, 占比超 13.8%, 仅次于电气风电(27.4%) 和明阳智能(26.2%), 2024 年金风科技新增装机占全国新增海风装机容量约为 18.68%, 相比较 2020 年的 8.13% 提升 10.55pcts, 仅次于明阳智能的 30%。

图43: 2020-2024 年中国风电整机制造企业的海风新增装机容量占比



资料来源: CWEA, 中国银河证券研究院

图44: 截至 2024 年年底中国风电整机企业海风累计装机容量及占比



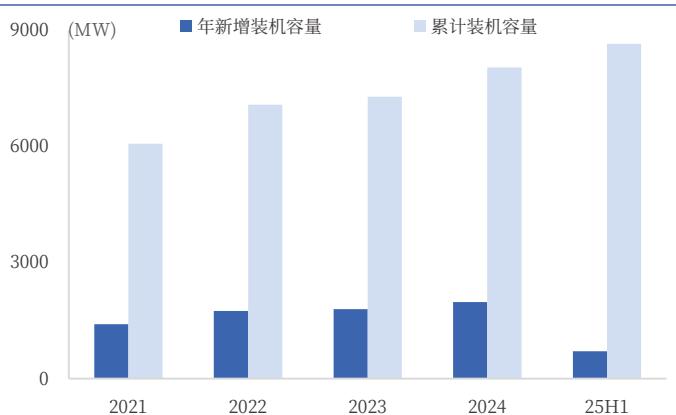
资料来源: CWEA, 中国银河证券研究院

海风技术领先, 供货最远海风及最大漂浮式项目。2025 年 10 月 1 日, 由金风科技与三峡集团联合研发的 GWH252-16-F 漂浮式风电机组, 在广西北海顺利完成吊装, 刷新全球已吊装海上漂浮式机组单机容量最大、叶轮直径最大等多项纪录, 关键部件实现全面国产化。2025 年 7 月, 三峡江苏大丰 800MW 海风项目实现首批机组并网发电, 该项目场址最远离岸距离达 85.5 千米, 刷新了我国海上风电项目离岸距离最远纪录, 金风科技为项目提供 GW191-6MW、GWH230-8.5MW 及 GWH252-13.6MW 三种机型共 98 台海风机组。GWH252-16MW 机组由金风科技与三峡集团联合研发, 荣登“2022 年度央企十大国之重器”榜单, 关键核心部件实现全面国产化。

(四) 风场电站开发服务增长稳健

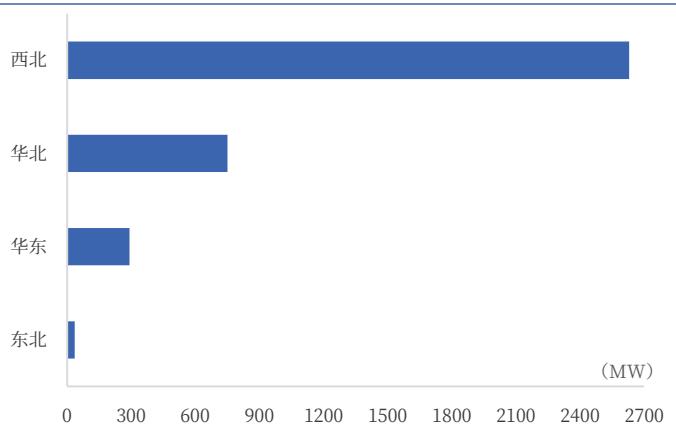
发电业务稳定发展, 运维服务健康成长。25H1 公司风电项目实现发电收入 31.72 亿元; 转让风电场项目股权投资收益为 1.43 亿元, 同比+35.89%。风电场项目开发, 公司坚持以陆上集中式风电开发为核心, 依托属地化深耕和区域品牌影响力, 获得多个规模化项目, 并通过驭风行动获取多个分散式指标, 强化了负荷中心与农村市场的双布局。截至 2025 年 6 月底, 公司国内外自营风电场新增权益并网装机容量 709.04MW, 转让权益并网容量 100.2MW, 全球累计权益并网装机容量 8.65MW, 其中 32% 位于华东地区, 28% 位于西北地区, 22% 位于华北地区, 9% 在南方地区, 4% 位于东北地区, 国际地区占比 5%, 在建风电场容量 3.71GW, 其中西北地区占比 71%, 华北占比 20%, 华东占比 8%, 东北占比 1%。截至 2025 年 6 月底, 公司国内外运维服务业务在运项目容量 45.95GW, 同比+37.0%, 收入 28.96 亿元, 占比 10.14%, 同比+21.99%。

图45：金风科技并网装机容量



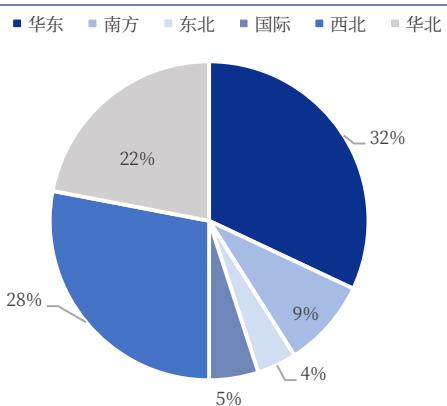
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图47：在建容量分布



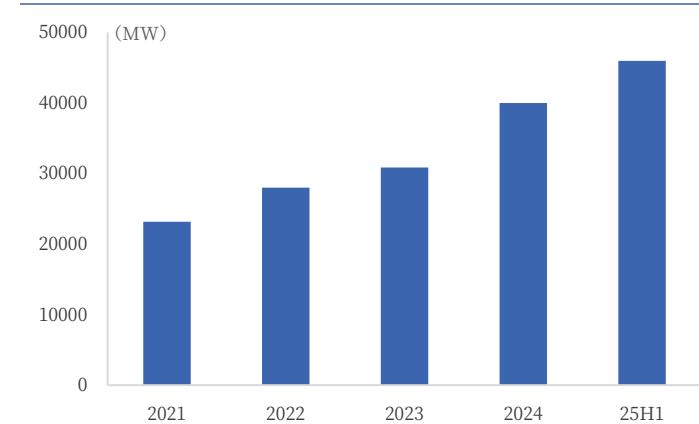
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图46：金风科技并网容量分布



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

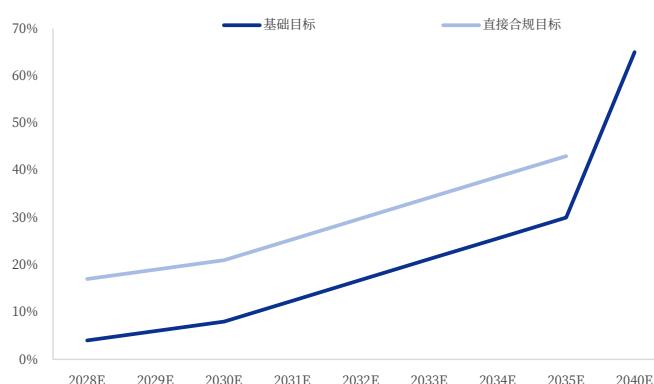
图48：风电服务业务容量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(五) 绿色甲醇打造新增长曲线

国内外政策驱动绿色甲醇加速产业化。绿色甲醇的应用市场主要为燃料、化工原料以及作为储氢和储能载体，主要消纳市场为航运燃料。自 2023 年 6 月起，欧盟碳排放交易体系（EU ETS）正式将航运业纳入立法，航运企业将在 2025 年开始实际缴纳碳税。2025 年 4 月 7 日至 11 日举行的 IMO 海洋环境保护委员会第 83 届会议（MEPC 83）批准了《IMO 净零框架》，要求国际航运温室气体年度排放总量要较 2008 年减少 20% 以上，2040 年减少 70% 以上计划在 2025 年 10 月海洋环境保护委员会特别会议（MEPC/ES.2）上通过，如若批准，将于 2027 年起对大型远洋船舶实施碳排放限制及征收碳税。2024 年，我国工信部、国家发改委、国家能源局联合印发《加快工业领域清洁低碳氢应用实施方案》，明确提出目标到 2027 年，绿色甲醇在工业领域实现规模化应用。2025 年 8 月，国家能源局公示了第一批绿色液体燃料技术攻关和产业化试点项目名单，根据最新政策，符合条件的绿色甲醇项目最高可获得中央预算内资金 1 亿元的支持，同时还可享受地方生产补贴、加注补贴等多重优惠政策。2025 年 10 月，发改委发布《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》，采取直接投资、资本金注入、投资补助等方式，支持项目包括绿色甲醇和可持续航空燃料生产项目，支持比例为核定总投资的 20%。

图49：IMO 净零框架 GFI 减排目标（较 2008 年基准降低）


资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，中国银河证券研究院

图50：IMO 净零框架差异化定价机制


资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，中国银河证券研究院

绿醇供不应求，价格有望持续提升。全球甲醇行业协会中国区首席代表赵凯指出，预计 2030 年甲醇需求量有望达 2000 万吨，但 2025 年全球开工和投运甲醇项目总产能约 370 万吨，2030 年全球可再生甲醇总产能在 700 万至 1400 万吨，绿色甲醇产能潜力大，其中我国绿色甲醇项目众多，占全球 80%。在新加坡举行的阿格斯 Argus 绿色船用燃料会议上，金风科技宣布已开始提供生物甲醇现货，价格为 820 美元/吨（约合人民币 5946 元/吨）。

加速产能扩张及交付，先发优势塑造核心壁垒。2024 年 4 月 18 日，金风科技内蒙古兴安盟风电耦合制 50 万吨绿色甲醇项目开工，2025 年 10 月一期年产 25 万吨绿色甲醇顺利完成气化炉工艺验证，2025 年 10 月签署了二期、三期项目投资协议，预计 2027 年底年产 145 万吨绿色甲醇的总产能。2025 年 9 月，公司公告在内蒙古巴彦淖尔投资建设 3GW 风电制氢氨醇一体化项目，总投资约 189.2 亿元，规划绿氢年产绿色甲醇 60 万吨、绿氨 40 万吨，则金风科技绿醇总产能规划超 200 万吨。从交付来看，2023 年 11 月，金风科技与世界航运巨头马士基签订年产 50 万吨/年长期采购协议。2024 年 11 月，金风绿能与欧洲船运巨头德国赫伯罗特船舶公司签署年交付量达 25 万吨订单。我们认为公司布局绿色甲醇具有先发优势，可持续拓展风电应用场景，同时打造新的增长曲线。

图51：金风科技规划建设 3GW 风氢氨醇一体化项目

项目名称：乌拉特中旗3GW风电制氢氨醇一体化项目（暂定名，

最终以实际备案/核准名称为准）。

总投资金额：约189.2亿元人民币。

投资进度：项目由公司根据实际情况分期投资开发。

项目地址：内蒙古巴彦淖尔市乌拉特中旗

建设内容：项目总体规划建设3GW风电，所发电力80%以上用于电解水制绿氢，通过生物质气化耦合绿氢制取绿色甲醇60万吨/年、制取绿氨40万吨/年。

资料来源：公司公告公告，中国银河证券研究院

三、投资建议

(一) 盈利预测

(1) 风机业务：风电景气长存，公司为主机龙头，加速布局海上及海外业务，叠加风电整机平均投标价修复回升，我们预计 2025/2026/2027 年公司风机销售实现营 778.85/810.19/876.46 亿元，毛利率分别为 7.7%/9.0%/10.8%。

(2) 风电场开发：公司在手电站资源和在建项目体量较为充足，我们预计 2025/2026/2027 年发电和电站产品销售收入稳健，实现营收 122.11/107.29/109.69 亿元，毛利率仍望维持在 40.3%/44.4%/45%。

(3) 风电服务：公司风电服务总容量增速加快，单位容量收益有望随着服务质量提升而逐步提升，我们预计 2025/2026/2027 年公司风电服务实现营收 55.30/59.41/63.29 亿元，毛利率保持 23%/23.5%/24% 左右。

综上，我们预计公司 2025/2026/2027 年营收 778.85 亿元/810.19/876.46 亿元，归母净利润 31.22 亿元/38.59 亿元/51.68 亿元，EPS 为 0.74 元/0.91 元/1.22 元，对应（2025 年 10 月 15 日收盘价）PE 为 22.64 倍/18.32 倍/13.68 倍。

表1：公司业务预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	46,437	50,457	56,699	77,885	81,019	87,646
风机及零部件制造销售	32,602	32,937	38,921	58,726	62,931	68,930
风电服务	5,647	5,241	5,507	5,530	5,941	6,329
风电场开发	6,910	10,915	10,854	12,211	10,729	10,969
其他	1,277	1,363	1,418	1,418	1,418	1,418
营业收入 YoY	-8.8%	8.7%	12.4%	37.4%	4.0%	8.2%
风机及零部件制造销售	-18.4%	1.0%	18.2%	50.9%	7.2%	9.5%
风电服务	38.3%	-7.2%	5.1%	0.4%	7.4%	6.5%
风电场开发	29.7%	58.0%	-0.6%	12.5%	-12.1%	2.2%
其他	3.9%	6.7%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	17.7%	17.1%	13.8%	14.2%	15.1%	16.3%
风机及零部件制造销售	6.2%	6.4%	5.0%	7.7%	9.0%	10.8%
风电服务	23.8%	19.8%	21.5%	23.0%	23.5%	24.0%
风电场开发	65.4%	47.3%	40.0%	40.3%	44.4%	45.0%
其他	23.8%	24.7%	23.4%	27.0%	27.0%	27.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 相对估值

公司当前估值水平与明阳智能、运达股份、三一重能、电气风电等其他整机企业相比具有估值溢价。公司海外及海上业务具有先发优势，双海订单加速落地，有望打开中长期成长空间。此外公

公司在运营电站规模较大，布局风氢氨醇一体化项目，有望打造新的增长点。

表2：可比公司 PE 估值表（截止 2025.10.24）

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	目前
601615	明阳智能	15.6	355.0	0.8	1.2	1.5	18.8	13.5	10.4	1.4
300772	运达股份	18.6	146.3	0.8	1.3	1.7	22.5	14.8	11.2	2.3
688349	三一重能	29.5	361.7	1.6	2.1	2.5	18.7	14.9	12.7	2.7
688660	电气风电	19.8	263.9	0.0	0.0	0.0	18.7	14.9	12.7	5.5
	平均数						19.7	14.5	11.8	2.1
002202	金风科技	15.8	642.1	0.7	0.9	1.2	22.6	18.3	13.7	1.7

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（三）绝对估值

我们采用二阶段 DCF 法进行绝对估值，对永续增长率和贴现率两个参数进行敏感性分析，在永续增长率正负波动 0.5%，贴现率正负波动 0.5% 的情况下，公司合理每股价值区间为 16.66-22.07 元，对应市值 704-932 亿元。

表3：基本假设及关键参数

估值假设	参数设置
预测期年数	10
永续增长率	2.00%
贝塔值（ β ）	1.20
无风险利率（Rf）	1.70%
市场预期收益率（Rm）	12.00%
有效税率（T）	2.00%
债务资本成本 Kd	4.00%
债务资本成本比重 Wd	37.50%
股权资本成本 Ke	14.06%
加权平均资本成本 WACC	10.26%

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

表4：绝对估值敏感性分析

估值区间		折现率						
		8.76%	9.26%	9.76%	10.26%	10.76%	11.26%	11.76%
永续 增长 率	0.50%	21.42	19.62	18.03	16.61	15.33	14.19	13.15
	1.00%	22.57	20.60	18.87	17.33	15.96	14.74	13.63
	1.50%	23.87	21.70	19.80	18.14	16.66	15.34	14.16
	2.00%	25.36	22.95	20.86	19.04	17.44	16.02	14.75
	2.50%	27.09	24.39	22.07	20.06	18.31	16.77	15.40
	3.00%	29.12	26.05	23.45	21.23	19.29	17.61	16.12
	3.50%	31.54	28.01	25.06	22.56	20.41	18.55	16.93

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

从绝对估值来看，公司合理每股价值区间为 16.66-22.07 元，对应市值 704-932 亿元，相比较

2025 年 10 月 24 日收盘价 15.83 元，总市值 669 亿元仍有上涨空间。公司海外及海上业务具有先发优势，双海订单加速落地，有望打开中长期成长空间。此外公司在运营电站规模较大，布局风氢氨醇一体化项目，有望打造新的增长点，从相对估值来看，2025/2026/2027 年营收 778.85 亿元 /810.19/876.46 亿元，归母净利润 31.22 亿元 /38.59 亿元 /51.68 亿元，EPS 为 0.74 元 /0.91 元 /1.22 元，对应价（2025 年 10 月 24 日收盘价）PE 为 22.64 倍 /18.32 倍 /13.68 倍，公司作为风机龙头，业绩稳健，新业务成长性强，估值仍处于相对低位，估值溢价仍处于合理范围，综合考虑首次覆盖给予“推荐”评级。

四、风险提示

原材料价格大幅上涨的风险：公司营业成本中上游原材料占比高，如果原材料价格大幅上涨且顺价能力受限，将会对公司业绩产生不利影响；

市场需求不及预期的风险：公司下游客户集中度较高，如果风电新增装机不符预期，将会对公司业绩产生不利影响；

行业竞争加剧的风险：风机价格企稳仍存在分歧，如果行业竞争加剧，公司市占率有下降的风险；

地缘政治的风险：公司海外业务加大拓展，地缘政治以及汇率波动对业绩有较大影响。

附录：
公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	68600.89	91744.17	94814.57	103500.75
现金	11619.40	16038.03	15948.26	19148.53
应收账款	30825.47	40889.44	43291.12	46422.98
其它应收款	2473.03	3347.87	3508.18	3781.29
预付账款	1313.66	1615.50	1757.03	1822.97
存货	14827.63	21745.51	21640.83	23467.44
其他	7541.70	8107.83	8669.15	8857.55
非流动资产	86623.40	91877.21	96730.68	100613.20
长期投资	4493.34	3493.34	2493.34	1493.34
固定资产	35347.88	34267.45	38676.85	42240.31
无形资产	7705.94	9413.89	10996.85	12454.80
其他	39076.23	44702.53	44563.63	44424.74
资产总计	155224.29	183621.38	191545.25	204113.95
流动负债	71873.94	94948.46	97695.12	103858.45
短期借款	1576.16	1733.78	1907.16	2097.87
应付账款	30474.26	41756.61	42964.68	45813.88
其他	39823.52	51458.07	52823.28	55946.70
非流动负债	42923.26	45714.72	48209.69	51029.23
长期借款	29505.76	32456.33	35701.97	39272.16
其他	13417.51	13258.39	12507.73	11757.07
负债合计	114797.20	140663.18	145904.82	154887.68
少数股东权益	1897.78	1946.74	1996.17	2056.17
归属母公司股东权益	38529.31	41011.45	43644.27	47170.10
负债和股东权益	155224.29	183621.38	191545.25	204113.95

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2315.85	12054.78	10631.68	13334.15
净利润	1856.39	3170.76	3908.31	5227.77
折旧摊销	3439.90	3980.27	4951.22	5922.17
财务费用	1216.55	1442.52	1541.38	1653.14
投资损失	-1962.07	-508.45	-546.10	-555.62
营运资金变动	-1662.63	3606.41	176.86	486.70
其它	-572.30	363.27	600.00	600.00
投资活动现金流	-5724.05	-8950.30	-9858.58	-9849.06
资本支出	-7652.76	-9044.49	-11404.68	-11404.68
长期投资	2389.98	1000.00	1000.00	1000.00
其他	-461.28	-905.81	546.10	555.62
筹资活动现金流	1650.28	1295.72	-862.87	-284.83
短期借款	1190.06	157.62	173.38	190.72
长期借款	1355.14	2950.58	3245.63	3570.20
其他	-894.93	-1812.47	-4281.88	-4045.74
现金净增加额	-1603.94	4418.63	-89.77	3200.27

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56699.16	77884.84	81019.01	87645.81
营业成本	48876.27	66787.22	68814.15	73327.02
营业税金及附加	282.23	387.68	403.28	436.27
营业费用	1321.53	1594.56	1651.95	1751.78
管理费用	2174.94	2461.06	2523.36	2649.84
财务费用	906.92	1082.32	1044.21	1198.18
资产减值损失	-859.13	-600.00	-600.00	-600.00
公允价值变动收益	155.26	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1962.07	508.45	546.10	555.62
营业利润	2167.73	3730.31	4598.01	6150.32
营业外收入	25.07	0.00	0.00	0.00
营业外支出	89.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	2103.79	3730.31	4598.01	6150.32
所得税	247.39	559.55	689.70	922.55
净利润	1856.39	3170.76	3908.31	5227.77
少数股东损益	-4.05	48.97	49.42	60.00
归属母公司净利润	1860.45	3121.79	3858.89	5167.78
EBITDA	5253.14	8792.90	10593.44	13270.67
EPS (元)	0.44	0.74	0.91	1.22

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12.37%	37.37%	4.02%	8.18%
营业利润	-16.60%	72.08%	23.26%	33.76%
归属母公司净利润	39.78%	67.80%	23.61%	33.92%
毛利率	13.80%	14.25%	15.06%	16.34%
净利率	3.28%	4.01%	4.76%	5.90%
ROE	4.83%	7.61%	8.84%	10.96%
ROIC	2.00%	4.79%	5.33%	6.47%
资产负债率	73.96%	76.61%	76.17%	75.88%
净负债比率	69.06%	61.41%	62.17%	57.26%
流动比率	0.95	0.97	0.97	1.00
速动比率	0.67	0.67	0.68	0.71
总资产周转率	0.38	0.46	0.43	0.44
应收账款周转率	2.01	2.17	1.92	1.95
应付账款周转率	1.69	1.85	1.62	1.65
每股收益	0.44	0.74	0.91	1.22
每股经营现金	0.55	2.85	2.52	3.16
每股净资产	9.12	9.71	10.33	11.16
P/E	37.99	22.64	18.32	13.68
P/B	1.83	1.72	1.62	1.50
EV/EBITDA	13.62	11.04	9.35	7.45
PS	1.25	0.91	0.87	0.81

图表目录

图 1: 公司营业总收入情况	4
图 2: 公司营业总收入季度情况	4
图 3: 25H1 公司营业收入分产品结构	4
图 4: 公司营业收入分地区结构	4
图 5: 公司毛利率情况	5
图 6: 公司毛利率分季度情况	5
图 7: 公司研发费用情况	5
图 8: 公司研发费用分季度情况	5
图 9: 公司期间费用率情况	5
图 10: 公司期间费用率分季度情况	5
图 11: 公司归母净利润情况	6
图 12: 公司归母净利润分季度情况	6
图 13: 公司扣非归母净利润情况	6
图 14: 公司扣非归母净利润分季度情况	6
图 15: 公司净利率情况	6
图 16: 公司净利率分季度情况	6
图 17: 2022-2025H1 中国陆风季度新增累计招标	7
图 18: 2022-2025H1 中国海风季度新增累计招标	7
图 19: 2022-2025H1 中国陆风季度新增装机	7
图 20: 2022-2025H1 中国海风季度新增装机	7
图 21: 中国分散式风电新增装机	8
图 22: 风电新增累计装机占比	8
图 23: 我国风电整机商风电机组投标均价	8
图 24: 主机厂风机销售容量比较	9
图 25: 金风科技风机销售结构	9
图 26: 2024 年全球前十大风机整机制造商	9
图 27: 主机厂在手订单情况	10
图 28: 金风科技在手订单结构	10
图 29: 2018-2030E 全球风电年度新增装机	11
图 30: 2020-2030E 年欧洲风电年度新增装机	11
图 31: 2024 年中国风机出口国家分布（按容量）	11
图 32: 2024 年中国风机出口厂商分布（按容量）	11
图 33: 2020-2024 年风电主机出海容量情况	12

图 34: 公司海外市场拓展情况	12
图 35: 公司海外营收、增速及占比情况	13
图 36: 金风国际净利润保持高增	13
图 37: 公司海外毛利率快速增加	13
图 38: 维斯塔斯风机单价维持在 1.1-1.24mEUR/MW	13
图 39: 2025-2029 年全球分区域海上风电新增装机容量预测	14
图 40: 2025-2034 年全球不同国家和地区漂浮式海上风电新增装机容量预测	14
图 41: 2015-2024 中国海风装机持续增长	14
图 42: 海风机组价格维持高位	14
图 43: 2020-2024 年中国风电整机制造企业的海风新增装机容量占比	15
图 44: 截至 2024 年年底中国风电整机企业海风累计装机容量及占比	15
图 45: 金风科技并网装机容量	16
图 46: 金风科技并网容量分布	16
图 47: 在建容量分布	16
图 48: 风电服务业务容量	16
图 49: IMO 净零框架 GFI 减排目标（较 2008 年基准降低%）	17
图 50: IMO 净零框架差异化定价机制	17
图 51: 金风科技规划建设 3GW 风氢氨醇一体化项目	17
表 1: 公司业务预测	18
表 2: 可比公司 PE 估值表（截止 2025.10.15）	19
表 3: 基本假设及关键参数	19
表 4: 绝对估值敏感性分析	19

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，2025年3月加入银河证券，曾任职于中金公司。《亚洲货币》新能源行业2018-2023年连续第一名，《机构投资者》2020年全球最受欢迎十位分析师，锂电池2020年第一名，新能源2018年第一名，2019-2020年第二名，2021-2024年第一名。2017年新财富分析师第二名，水晶球第二名，金牛奖第一名，IAMAC保险最受欢迎分析师第一名。2016年新财富分析师第三名。

黄林，北京大学本硕。2022年7月加入银河证券。曾任职于中国联通从事5G行业营销。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级 推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	公司评级 推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn