

买入
风机出货保持高增长，盈利持续改善
金风科技 (2208.HK)

2025-10-28 星期二

【投资要点】

 目标价: **17.60 港元**

 现价: **13.48 港元**

 预计升幅: **31%**

重要数据

日期	2025-10-27
收盘价 (港元)	13.48
总股本 (亿股)	42.25
总市值 (亿港元)	693
净资产 (亿元)	450
总资产 (亿元)	1,673
52 周高低 (港元)	17.32/3.71
每股净资产 (元)	9.09

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

新疆风能有限责任公司(11.78%)

中国三峡新能源 (9.16%)

和谐健康保险 (8.09%)

相关报告

更新报告-20250103

更新报告-20210428

更新报告-20201104/0911

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 2025 年前三季度盈利 25.84 亿元，表现良好

2025 年 1-9 月营业收入为 481.47 亿，同比增长 34.3%；归母净利润为 25.84 亿，同比增长 44.2%，2025 年 1-9 月综合毛利率为 14.39%，同比降 2.04pct，主要因为较低毛利率的风机制造板块收入占比增加，导致综合毛利率下移；但同期毛利额 69.29 亿元，同比增加 10.39 亿元，增量主要是风机制造板块。

➤ 2025 年风机出货量指引 30GW 不变，毛利率指引提升至 8%

2025 年 1-9 月风机出货量 18GW，其中陆上 16GW，海上 1.8GW。公司维持 2025 年全年 30GW 的出货指引，包括陆上 23GW、海上 2.6GW 及超过 4GW 出口。展望 2026 年，公司预计总出货量将实现同比两位数增长，未来几年海外出货量将保持年均两位数增长。毛利率方面，2025Q3 较上半年有所改善，公司将 25 年毛利率指引从 7%上调至 8%。预计在陆上风机平均售价回升及出货结构优化的推动下，2026 年毛利率将提升 2 个百分点。截至 9 月末，公司在手订单 52.5GW，其中外部订单 49.9GW。整体看来，风机板块出货量和毛利率均呈现向好趋势。

➤ 2025 年全年风电场新增装机 2.5GW，计划出售 1-1.5GW

2025 年 1-9 月，公司国内外风电新增并网装机 745 兆瓦。截至 9 月 30 日，自营权益电网装机容量 8682 兆瓦，在建总量 4062 兆瓦。预计 25 年新增 2.5GW 并网容量，计划 1-1.5GW 风电场出售。

➤ 绿色甲醇业务进展顺利，明年 630 开始正式交付

绿色甲醇业务进展顺利，2025 年 10 月 5 日完成中期点火试车，核心工序已跑通；根据与马士基的约定，2026 年 6 月 30 日后将开始正式交付，年协议量为 50 万吨，按半年度体量推进，预计明年报表中会有小幅度体现。

➤ 给予“买入”评级，目标价 17.60 港元/股

我们更新盈利预测并给予公司 17.60 港元/股目标价，对应 2026 年 16 倍 PE，目标价较现价有 31%的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入	50,244	56,516	76,297	80,112	86,521
变动(%)	8.6%	12.5%	35.0%	5.0%	8.0%
归属股东净利润	1,331	1,860	3,225	4,204	4,963
变动(%)	-44.2%	39.8%	73.4%	30.3%	18.0%
基本每股盈利(元)	0.29	0.42	0.76	1.00	1.17
市盈率@13.48 港元(倍)	42.4	29.3	16.1	12.4	10.5
每股股息(元)	0.10	0.14	0.27	0.35	0.41
股息现价比率(%)	0.8%	1.1%	2.2%	2.8%	3.3%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 2025 年前三季度盈利 25.84 亿元，表现良好

2025 年 1-9 月营业收入为 481.47 亿，同比增长 34.3%；归母净利润为 25.84 亿，同比增长 44.2%，2025 年 1-9 月综合毛利率为 14.39%，同比降 2.04pct，主要因为较低毛利率的风机制造板块收入占比增加，导致综合毛利率下移；但同期毛利额 69.29 亿元，同比增加 10.39 亿元，增量主要是风机制造板块。

➤ 2025 年风机出货量指引 30GW 不变，毛利率指引提升至 8%

2025 年 1-9 月风机出货量 18GW，其中陆上 16GW，海上 1.8GW。公司维持 2025 年全年 30GW 的出货指引，包括陆上 23GW、海上 2.6GW 及超过 4GW 出口。展望 2026 年，公司预计总出货量将实现同比两位数增长，未来几年海外出货量将保持年均两位数增长。

毛利率方面，2025Q3 较上半年有所改善，公司将 25 年毛利率指引从 7%上调至 8%。预计在陆上风机平均售价回升及出货结构优化的推动下，2026 年毛利率将提升 2 个百分点。截至 9 月末，公司在手订单 52.5GW，其中外部订单 49.9GW。整体看来，风机板块出货量和毛利率均呈现向好趋势。

➤ 2025 年全年风电场新增装机 2.5GW，计划出售 1-1.5GW

2025 年 1-9 月，公司国内外风电新增并网装机 745 兆瓦。截至 9 月 30 日，自营权益电网装机容量 8682 兆瓦，在建总量 4062 兆瓦。预计 25 年新增 2.5GW 并网容量，计划 1-1.5GW 风电场出售。

➤ 绿色甲醇业务进展顺利，明年 630 开始正式交付

绿色甲醇业务进展顺利，2025 年 10 月 5 日完成中期点火试车，核心工序已跑通；根据与马士基的约定，2026 年 6 月 30 日后将开始正式交付，年协议量为 50 万吨，按半年度体量推进，预计明年报表中会有小幅度体现。

➤ 给予“买入”评级，目标价 17.60 港元/股

我们更新盈利预测并给予公司 17.60 港元/股目标价，对应 2026 年 16 倍 PE，目标价较现价有 31%的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较（20251027）

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
A股	300772.SZ	运达股份	RMB	18.24	144	30.9	22.1	14.5	11.0	2.2	2.1	1.9	1.7
	600875.SH	东方电气	RMB	21.47	730	25.4	17.9	14.9	13.6	1.8	1.7	1.6	1.5
	688349.SH	三一重能	RMB	29.66	364	20.1	18.7	14.1	11.6	2.7	2.4	2.2	1.9
	601615.SH	明阳智能	RMB	15.34	348	100.7	18.6	13.1	10.2	1.3	1.3	1.3	1.2
	601727.SH	上海电气	RMB	9.71	1,356	200.5	110.1	55.7	46.6	2.8	2.8	2.7	2.6
	002202.SZ	金风科技	RMB	15.57	633	35.4	20.7	16.2	13.6	1.7	1.6	1.5	1.4
		平均				68.8	34.7	21.4	17.8	2.1	2.0	1.8	1.7
	1072.HK	东方电气	HKD	20.06	800	22.0	15.2	12.9	12.1	1.5	1.4	1.3	1.3
H股	2727.HK	上海电气	HKD	4.91	1,486	93.9	50.8	25.7	21.5	1.3	1.3	1.2	1.2
	1133.HK	哈尔滨电气	HKD	13.25	296	16.3	12.3	10.0	8.6	1.7	1.6	1.4	1.2
		平均				44.1	26.1	16.2	14.1	1.5	1.4	1.3	1.2
	2208.HK	金风科技	HKD	13.48	693	29.3	16.1	12.4	10.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 风电新增装机不及预期；
2. 原材料价格大幅上涨；
3. 风机整机价格下降超出预期；
4. 海外投资经营风险。

【财务报表摘要】

损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	50,244	56,516	76,297	80,112	86,521
经营成本	(41,840)	(48,799)	(66,149)	(68,255)	(72,850)
销售费用	(3,165)	(1,322)	(1,388)	(1,499)	(1,619)
行政费用	(4,080)	(4,934)	(5,057)	(5,184)	(5,314)
财务开支	(1,374)	(1,217)	(1,241)	(1,266)	(1,291)
应占合营公司溢利	240	121	131	142	153
应占联营公司溢利	10	15	16	18	19
税前盈利	2,519	2,104	4,732	6,168	7,281
所得税	(997)	(247)	(1,372)	(1,789)	(2,112)
少数股东应占利润	191	(4)	134	175	207
归属股东净利润	1,331	1,860	3,225	4,204	4,963
折旧及摊销	2,799	3,377	3,428	3,481	3,535
EBITDA	4,020	1,143	3,801	5,310	6,503
增长					
总收入 (%)	9%	12%	35%	5%	8%
EBITDA (%)	-11%	-72%	232%	40%	22%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	13,694	11,133	11,420	12,087	13,934
应收账款	26,503	33,263	33,928	33,962	33,996
存货	15,257	14,828	15,124	15,427	15,735
其他流动资产	8,376	9,378	9,565	9,757	9,952
流动资产	63,829	68,601	70,037	71,232	73,617
固定资产	41,805	45,974	51,590	52,531	52,869
其他固定资产	37,860	40,650	37,959	37,903	37,920
非流动资产	79,665	86,623	89,549	90,434	90,789
总资产	143,495	155,224	159,586	161,666	164,405
流动负债	63,020	71,874	73,662	72,036	70,507
应付帐款	41,645	40,779	41,187	40,363	39,556
短期银行贷款	4,685	5,817	5,933	5,340	4,806
其他短期负债	16,690	25,278	26,542	26,334	26,145
非流动负债	40,246	42,923	43,313	44,173	45,081
长期银行贷款	34,158	36,233	36,957	38,066	39,208
其他负债	6,088	6,691	6,356	6,107	5,873
总负债	103,266	114,797	116,975	116,209	115,588
少数股东权益	2,619	1,898	1,985	2,099	2,233
股东权益	37,610	38,529	40,626	43,358	46,584
每股账面值(元)	8.90	9.12	9.62	10.26	11.03
营运资金	810	(3,273)	(3,625)	(804)	3,110

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	8%	2%	5%	7%	8%
净利率 (%)	3%	3%	4%	5%	6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	8%	9%	7%	6%	6%
实际税率 (%)	40%	12%	29%	29%	29%
股息支付率 (%)	46%	46%	46%	46%	0%
库存周转	133	111	83	82	79
应付账款天数	363	305	227	216	198
应收账款天数	193	215	162	155	143
ROE (%)	4%	5%	8%	10%	11%
ROA (%)	1%	1%	2%	3%	3%
财务状况					
	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6
	0.35	0.36	0.48	0.50	0.53
	3.82	4.03	3.93	3.73	3.53
	(36.6)	(46.5)	(61.5)	(63.3)	(67.0)

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
	4,020	1,143	3,801	5,310	6,503
融资成本	1,374	1,217	(1,241)	(1,266)	(1,291)
营运资金变化	(2,433)	(4,083)	(352)	2,821	3,914
所得税	(1,106)	(1,424)	(1,372)	(1,789)	(2,112)
营运现金流	1,854	2,316	5,449	4,436	5,306
资本开支	(5,647)	(6,829)	(7,171)	(7,314)	(7,387)
其他投资活动	3,823	1,105	3,568	3,972	3,955
投资活动现金流	(1,824)	(5,724)	(3,603)	(3,342)	(3,432)
负债变化	7,778	69	1,737	841	515
股本变化	0	0	0	0	1
股息	(781)	(602)	(614)	(626)	(639)
其他融资活动	(8,990)	2,183	(2,779)	(791)	(55)
融资活动现金流	(1,993)	1,650	(1,657)	(576)	(177)
现金变化	(1,963)	(1,758)	190	517	1,696
期初持有现金	14,843	12,634	11,030	11,420	12,087
汇率变动	(246)	154	200	150	150
期末持有现金	12,634	11,030	11,420	12,087	13,934

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>