

海力风电（301155.SZ）

国内业务迎来拐点，出口业务突破可期

优于大市

核心观点

公司是海上风电桩基领先企业，“两海”战略推动长期发展。公司自2009年成立以来，深耕海上风电市场塔筒和基础领域。公司坚持“海上+海外”双轮驱动战略，2024 为南非项目批量出口塔筒，海外业务取得突破。公司在江苏、浙江等地布局生产基地，目前产能预计超百万吨，并提前布局启东、湛江等出口基地，把握未来风电出海机遇。

公司股权结构稳定，客户资源丰富。公司股权结构集中，实控人为许世俊与许成辰父子，合计持有公司 48.28%股份。公司与风电场施工商、风电场运营商、风电整机厂商以风电勘测设计院建立紧密的业务合作关系，并与各领域头部客户达成合作，资源丰富且优质。

公司可生产各类海上风电钢结构产品。公司目前构建设备制造、新能源开发、施工及运维三大业务板块，其中设备制造为公司主要业务，相关产品为海上风电塔筒、桩基、导管架及升压站等，产品覆盖国内外 12MW 以上大功率等级。同时，公司重点研发布局深远海市场产品，包括深水导管架、海洋牧场、换流站、漂浮式基础等。

国内海风建设提速，海外供需偏紧提供出口机遇。2025 年以来我国海上风电建设逐步提速，各省重点海风项目陆续开工；“十五五”我国海风新增装机有望达 100GW，25-30 年新增装机 CAGR 达 22%。欧洲海风逐步走出低谷，日韩海风进入规模发展阶段，海外海风基础供给偏紧，为中国基础企业提供出口机遇。

2025 年迎来业绩拐点，前三季度净利润增长 300%。2025 前三季度公司实现营收 36.71 亿元，同比+246.01%；归母净利润 3.47 亿元，同比+299.36%；毛利率 16.23%，同比+10.22pct.；净利率 9.47%，同比+1.41pct.。

风险提示：国内海风项目进度不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；海外市场开拓不及预期。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。

预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 4.60/9.11/13.38 亿元（+596%/98%/47%）。通过多角度估值，预计公司合理估值 92.70-102.56 元，相对目前股价有 8%-20%溢价，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,685	1,355	5,080	7,636	8,730
(+/-%)	3.2%	-19.6%	275.0%	50.3%	14.3%
净利润(百万元)	-88	66	460	911	1338
(+/-%)	-142.9%	-175.1%	596.0%	98.1%	46.8%
每股收益(元)	-0.41	0.30	2.12	4.19	6.15
EBIT Margin	1.6%	-5.5%	10.8%	14.2%	18.6%
净资产收益率 (ROE)	-1.6%	1.2%	8.2%	14.5%	18.2%
市盈率 (PE)	-211.0	281.0	40.4	20.4	13.9
EV/EBITDA	163.1	281.6	34.9	22.7	15.8
市净率 (PB)	3.32	3.29	3.05	2.67	2.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

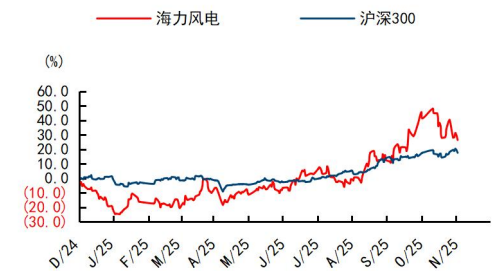
wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	85.45 元
总市值/流通市值	18576/10540 百万元
52 周最高价/最低价	103.06/49.89 元
近 3 个月日均成交额	359.34 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

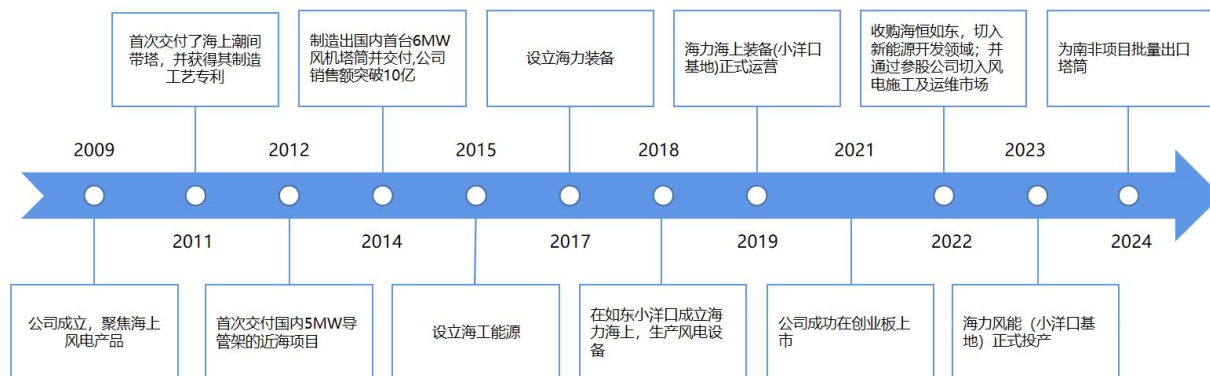
海风管桩领先企业，持续推进省外海外布局

聚焦海风塔筒管桩多年，“十四五”以来推动省外与海外布局

深耕海风基础承载设备领域十余年，业务布局不断延伸。公司自 2009 年成立以来，深耕海上风电零部件领域，2012 年完成国内 5MW 导管架海上项目交付，2014 年制造出国内海上首台 6MW 风机塔筒并交付，公司于 2021 年在创业板上市，2022 年切入新能源开发、风电施工及运维市场。公司坚持“海上+海外”双轮驱动战略，2024 为南非项目批量出口塔筒，海外业务取得突破。

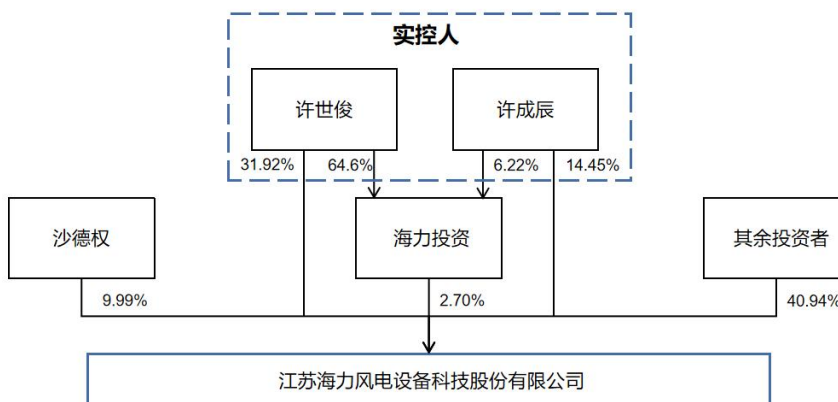
公司股权结构集中，实控人为许世俊与许成辰父子。从公司股权结构来看，董事长许世俊直接持有公司 31.92% 的股权，其子许成辰持有公司 14.45% 的股权，二人通过海力投资间接持有 1.91% 的股权，合计持股 48.28%，股权结构较为集中。

图1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司股权架构（截至 2025 年上半年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1: 公司主要高管

姓名	职务	个人简介
许世俊	董事长	本科学历，高级经济师。历任如东县棉机厂供销科长、厂长，海力有限执行董事、总经理。现任公司董事长，南通海力股权投资中心（有限合伙）执行事务合伙人，南通龙腾机械董事长兼总经理，南通海力风电工程执行董事等职务。
沙德权	董事、总经理	本科学历，高级经济师。历任江苏省农业科学院报社记者、江苏省农业科学院印刷厂厂长、南京苏科印务执行董事、南京名道文化执行董事、海力有限副总经理、海力有限监事等职务。现任公司董事、总经理。
陈海骏	董事、副总经理	大专学历。历任如东县化工厂采购员，如东粮食机械厂采购员，南通大力化工设备有限公司销售员，海力有限商务部部长。陈海骏先生 2010 年加入公司，现任公司董事、副总经理。
许成辰	董事、副总经理	本科学历。历任龙腾机械副总经理，海力有限副总经理，海力风电董事、副总经理、董事会秘书，现任公司董事、副总经理等职务。
于鸿镒	副总经理、董秘	本科学历。历任国旅运通航空服务客户经理，珍岛信息技术（上海）股份销售经理，海力有限商务经理，现任公司副总经理、董事会秘书。
宗斌	财务总监	本科学历，中国注册会计师。历任中国石化金陵分公司审计员，天衡会计师事务所（特殊普通合伙）项目经理，江苏金浦集团财务部总经理助理，梦百合家居董事兼财务总监，南京金东康康信息系统财务总监，现任公司财务总监。
何文华	技术部副部长、商务部副部长	本科学历，高级工程师。历任南通三德兴电子研发员，江苏黄海汽配冲压模具设计员，南通太和漂染研发员，南通富源印花研发主管，宁波崇越科技设备主管，海力有限技术部副部长、商务部副部长，现任公司商务中心主任。
夏小勇	技术部工艺主管	研究生学历（在职）。曾任中国核工业二三建设有限公司东方核电工程公司工程师，浙江内曼格机械制造工程师，海力有限技术部工艺主管，现任公司技术部工艺主管。
王军	技术部长	专科学历，高级工程师。曾任南通大力化工设备技术科长，科赛尔副总经理，海力有限技术部长，现任公司技术部长等职务。
钱爱祥	质控部长	专科学历，高级工程师。曾任如东县化工总厂技术员，南通大力化工设备质量部副经理，科赛尔质量部经理，现任公司质控部部长。

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司客户覆盖国内头部风电主机厂、运营商和总包企业。公司在行业内建立了良好的产品口碑及企业形象，与风电场施工商、风电场运营商、风电整机厂商以风电勘测设计院建立紧密的业务合作关系，并与各领域头部客户达成合作，资源丰富且优质，保证公司订单充裕。

图3: 公司主要客户



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司产能立足江苏、覆盖全国，并着手布局出口基地。公司早期深耕江苏风电业务，布局如东、启东以及滨海港多个生产基地，并逐渐扩大产能，规划以及建设山东、浙江、海南以及广东基地，产品业务覆盖全国，且通过江苏启东、广东湛江等出口基地，把握未来风电出海机遇。

表2：公司部分投资项目

公告时间	基地	所在省份	投资额（亿元）	规划产能	建设状态
2021.11	募投项目	江苏	6.3	年产 400 套风电塔筒、150 套桩基	已完成
2022.02	如东基地	江苏	10	20 万吨	已完成
2022.04	东营基地	山东	10	20 万吨	已完成
2022.04	滨海港基地	江苏	10	-	规划建设
2022.06	启东吕四港一期	江苏	20	-	已完成
2022.10	乳山基地	山东	10	20 万吨	已完成
2022.10	洋浦基地	海南	10	年产 200 套海上高端装备	在建
2023.08	温州基地	浙江	10	年产 8MW 以上海上风机塔筒约 220 套	规划建设
2023.12	湛江基地	广东	32	年产约 40 套 12MW 及以上重型单桩、50 套 8MW 及以上导管架、4 套 8MW 及以上升压站、15 套漂浮式基础及海洋牧场	规划建设
2025.03	启东吕四港二期	江苏	25	30 万吨	规划建设

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

抢装结束后多重因素影响公司业绩，2025 年起有望逐步复苏

公司产品覆盖海风各类钢结构。公司目前已构建设备制造、新能源开发、施工及运维三大业务板块，其中设备制造为公司主要业务，相关产品为海上风电塔筒、桩基、导管架及升压站等，产品覆盖国内外 12MW 以上大功率等级。同时，公司重点研发布局深远海市场产品，包括深水导管架、海洋牧场、换流站、漂浮式基础等。

表3：公司主营产品

产品	简介	示意图
塔筒	公司生产的风电塔筒是风电设备的重要组成部分，作为风电机组和基础环（或桩基、导管架）间的连接构件，传递上部数百吨重的风电机组重量，也是实现风电机组维护、输变电等功能所需的重要构件。其内部有爬梯、电缆梯、平台等内件结构，以供风电机组的运营及维护使用。	 
桩基	公司生产的桩基是海上风电设备的支撑基础，其上端与风电塔筒连接，下端深入数十米深的海床地基中，用以支撑和固定海上的风电塔筒以及风电机组，其对海底地质和水文条件要求较高。	 
导管架	公司生产的导管架是海上风电设备的组合式支撑基础，由上部钢制桁架与下部多桩组配而成，上端与风电塔筒相连、下端嵌入海床地基中，起到连接和支撑作用，适用于复杂地质地貌的海洋环境。	 

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

充分受益于 2021 年我国海风抢装，抢装潮后经营持续承压。公司营业收入主要来自桩基、塔筒、导管架，2025 年上半年营收占比分别为 77%/14%/7%。2020-2021 年，我国海风迎来抢装，公司立足海风大省江苏，充分受益于行业需求爆发式增长，收入和业绩表现亮眼。2022-2024 年，我国海风开发进入调整期，节奏明显放缓，叠加江苏当地海风项目基本处于“零开工”状态，公司交付与收入承压。

同时期，公司积极推动江苏省外产能布局，新产能陆续投放带来的折旧持续增加，而行业需求尚未放量，进一步加大公司经营压力。此外，新产能投放前公司通过江苏产能满足外省需求，海运费进一步侵蚀盈利空间。

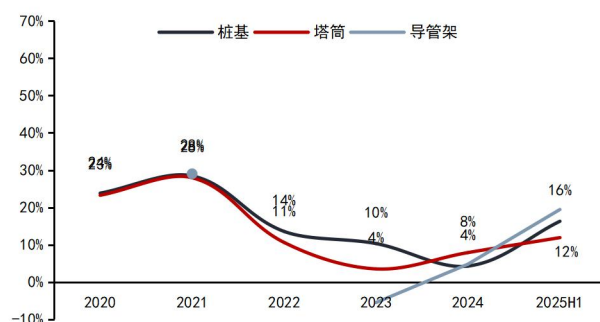
2025 年江苏海风项目启动交付，毛利率随稼动率大幅上升。2025 年，我国沿海各省海风发展节奏提速，其中江苏多个项目陆续开工交付，公司经营走出低谷。2025 年上半年公司桩基业务实现营收 15.64 亿元，同比+1093%，毛利率 16.30%，同比+10.8pct.；风电塔筒实现营收 2.92 亿元，同比+124%，毛利率 11.91%，同比+18.4pct.；导管架实现营收 1.36 亿元，同比+84.94%，毛利率 19.44%，同比+23.2pct.。可见，随着公司营收的大幅增长，公司稼动率显著提升，进而带动毛利率大幅增长。

图4：公司营业收入业务构成（单位：百万元）



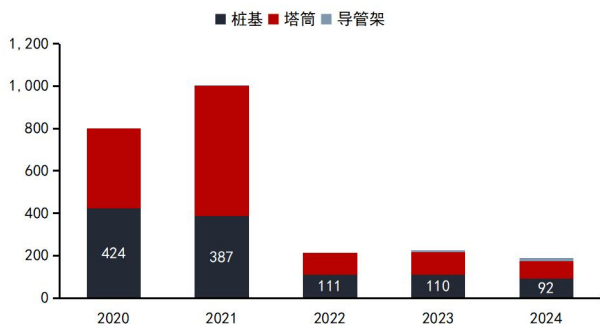
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司分业务毛利率情况（单位：%）



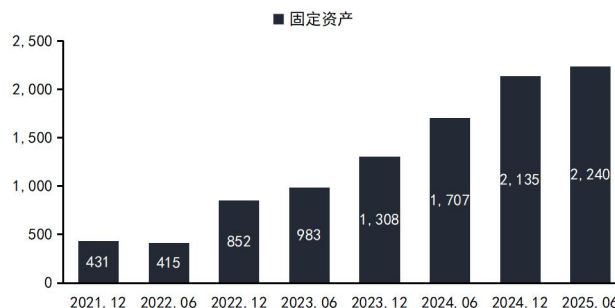
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司各业务产品销量（套）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司各期末固定资产变化（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内海风迎来建设拐点，海外海风蓄势待发

国内海上风电蓄势已久，国际海上风电发展可期

海上风电蓄势已久，2025 下半年起景气度逐步上行。受多重因素影响，2022-2024 年我国海上风电项目核准持续放量但开工不及预期。从累计项目看，2022 年至 2024 年，全国海上风电新增核准容量超 35GW，远高于同期新增装机。2025 年以来，江苏大丰、广东阳江等多个重大项目陆续开工，交付景气度明显上行。

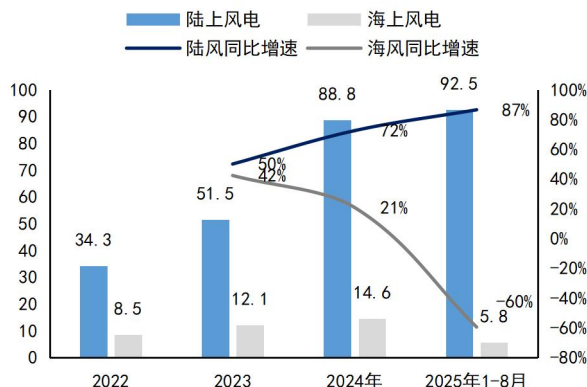
25-26 年是国管海风开发拐点，政策和规划有望形成持续催化。2025 年以来，各省国管海风示范项目快速推进，年底前浙江项目有望实现开工。我们认为，25-26 年是我国国管海风开发拐点，未来半年国管海域海风项目开发管理办法和规划有望落地，打开海风发展天花板。此外，辽宁、山东、浙江、福建等省份遗留省管海风项目开发有望提速。

图8：全国历年风电机组公开招标容量（单位：GW）



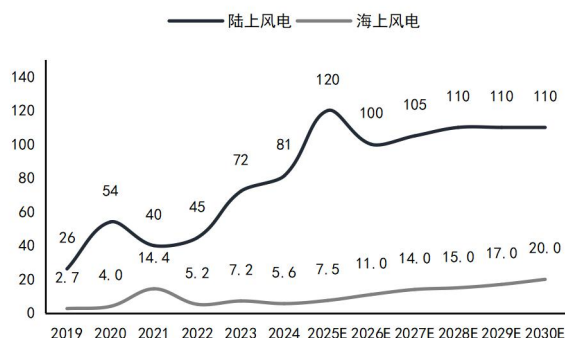
资料来源：金风科技，采招网，国信证券经济研究所整理 注：不含未确定具体项目的框架招标，数据截至 2025 年 10 月 5 日

图9：2022 年以来全国海上风电核准容量（单位：GW）



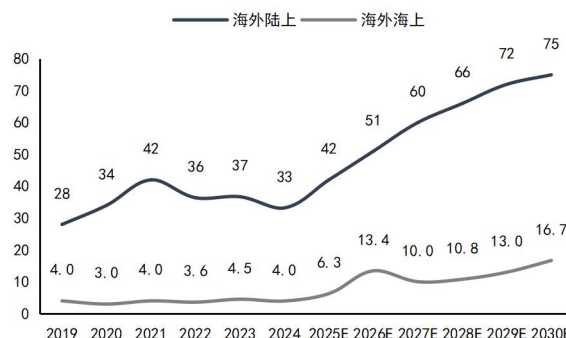
资料来源：风电头条，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2025 年 8 月底

图10：中国风电新增装机容量预测（单位：GW）



资料来源：历史数据来自 CWEA，国信证券经济研究所整理与预测

图11：海外风电新增装机容量预测（单位：GW）



资料来源：GWEC，国信证券经济研究所整理

“十五五”期间全国海风新增装机容量有望超过 100GW，海风开发走向深远海。根据各省规划，“十四五”期间计划新增海风装机 65-70GW，考虑实际推进情况，预计实际新增装机 40-45GW，其余 20GW 递延到“十五五”期间完成。截至目前，各省已披露的国管海域海风项目容量接近 150GW，且后续会滚动更新。根据央视

新闻, 预计 2030 年我国海风总装机将达到 200GW, 据此推算“十五五”期间新增海风装机约为 140GW, 年均新增装机约为 28GW。

2025-2030 年国内海风新增装机 CAGR 预计达 22%。考虑目前各省海风项目推进节奏, 我们预计 2025 年全年新增装机约为 7.5GW, 2030 年有望达到 20GW, 2025-2030 年新增装机容量 CAGR 预计达 22%。此外, 考虑到后续海风开发配套政策支持力度有望进一步提速, 海风装机有望超预期。

表4: 各省(市、区)已披露的国管海域海上风电容量(GW)

省份	规划容量	具体情况
广东	35.7	根据《关于调整全省海上风电场址的通知》, 新增省管海域(领海线以内)海上风电场址 7 个, 装机容量 18.3GW; 规划国管海域(领海线以外专属经济区)粤东海上风电基地场址 7 个, 装机容量 35.7GW。
江苏	5.8	根据《江苏省深远海海上风电示范前期工作工程咨询项目场址海洋环境影响评价专题(含鸟类影响评估)公开询价公告》, 示范规划装机容量共计 580 万千瓦。
浙江	28	根据媒体信息, 浙江省共规划六大深远海海上风电场区, 容量总计 2800 万千瓦, 分布于舟山、宁波、台州和温州外海几个区域。
福建	4.8	根据《关于印发福建省“十四五”能源发展专项规划的通知》, 稳妥推进国管海域深远海海上风电项目, 加强建设条件评估和深远海大容量风电机组、远距离柔性直流输电、海上风电融合发展技术论证, 示范化开发 480 万千瓦。
山东	20	根据《山东深远海海上风电发展规划(2024-2030)初稿》, 山东深远海风电规划海域主要布局在鲁北、鲁东, 预计总量 2000 万千瓦, “十四五”期间预计 900 万千瓦, 其余于“十五五”期间推进。
辽宁	6.1	根据“十四五”海上风电规划, 开发国管海上风电 610 万千瓦。
广西	13.4	根据媒体信息, 广西深远海海上风电项目实施地点位于北部湾海域, 总规划容量 1340 万千瓦, 分为两个标段。标段 I 规划装机总容量约 690 万千瓦, 包括广西深远海海上风电规划 L 场址、M 场址(L1、L2、M1、M2、M3、M4、M5、M7、M8 共九个场址)。标段 II 规划装机总容量约 650 万千瓦, 包括广西深远海海上风电规划 N 场址、P 场址(N1、N2、N3、N34、N4、N51、N52、P 共八个场址)。
海南	-	根据《海南省海上风电工程规划》, “十四五”期间规划 11 个场址, 总规模 12.3GW。未提及国管项目。
上海	29.3	根据上海市政协召开“推进能源结构转型, 助推上海实施双碳战略”重点提案专题督办办理推进会, 上海市市发改委已编制深远海海上风电规划并获得国家批复, 总规模 2930 万千瓦。
天津	-	根据《天津市可再生能源发展“十四五”规划》, 在滨海新区所属海域规划 3 个海上风电场, 涉海面积约 164 平方公里, 容量 90 万千瓦。未提及国管项目。
河北	5.5	根据《“十四五”海上风电规划》, 开发国管海上风电 550 万千瓦, 2025 年并网 100 万千瓦。
合计	148.6	

资料来源: 各地发改委、能源局、北极星风力发电网、风电头条、风芒能源, 国信证券经济研究所整理

国际海上风电有望走出低谷, 中远期规划已超 450GW。2022 年以来因项目造价大幅上涨, 海外海风部分项目出现递延, 22-24 年新增装机维持低位。全球海上风电开发中远期规划已经超过 450GW, 其中欧洲、美国、日本、韩国、印度、巴西等地区和国家有望成为装机主力。从开发节奏看, 我们预计 2030 年前将以发达国家为主, 2030 年后新兴市场国家将贡献重要增量。

欧洲海风有望走出低谷, 2024 年以来多国进一步加强政策支持

欧洲海上风电起步早、规划容量较大, 23-30 年新增装机有望达到 140GW。2022 年俄乌战争爆发后, 欧洲能源价格暴涨, 欧盟清洁能源自给需求迫切。根据 REPowerEU 计划, 欧盟计划到 2030 年将可再生能源在能源消费中的比重提升至 45%。目前欧洲主要国家纷纷出台海上风电开发目标, 2023-2030 年新增海上风电发展目标合计达到 140GW。分国家看, 2030 年前北海沿岸国家中英国、荷兰、德国、丹麦, 波罗的海、大西洋沿岸国家中波兰、葡萄牙、爱尔兰是发展的主力地区。

表5: 欧洲主要组织海上风电开发规划(单位: GW)

组织名称	2022A	2027	2030	2035	2040	2045	2050
欧盟二十七国	16.3		60				300
22 年北海能源峰会四国	15.5		65				150
23 年北海能源峰会九国	30.0		120				300
北海能源合作组织	16.2		76		193		260
波罗的海八国	10.6		19.6				

资料来源：各国政府与能源主管部门，Wind Europe，国信证券经济研究所整理 注：北海能源峰会四国包括德国、荷兰、丹麦和比利时，北海能源峰会九国包括德国、荷兰、丹麦、比利时、法国、爱尔兰、挪威、卢森堡和英国，北海能源合作组织包括比利时、丹麦、法国、德国、爱尔兰、卢森堡、荷兰、挪威和瑞典，波罗的海八国包括丹麦、瑞典、波兰、芬兰、爱沙尼亚、拉脱维亚、立陶宛和德国

表6：欧洲主要国家海上风电开发规划（单位：GW）

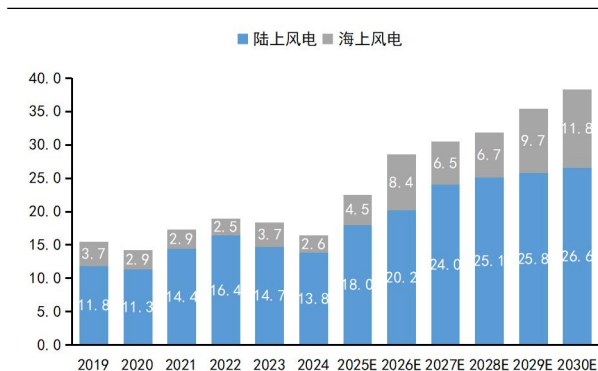
国家	所属海域	2022A	2027	2030	2035	2040	2045	2050
英国	北海	13.9		50				
德国	北海、波罗的海	8.1		30	40		70	
丹麦	北海、波罗的海	2.3		12.9				
法国	北海、大西洋	0.5			18			45
荷兰	北海	2.8		22.2		50		70
挪威	北海	0.1				30		
比利时	北海	2.3		5.8				
波兰	波罗的海	0.0	10.9					
葡萄牙	大西洋	0.0		10				
爱尔兰	北海、大西洋	0.0		5				
西班牙	大西洋	0.0		3				

资料来源：各国政府与能源主管部门，Wind Europe，普华永道，国信证券经济研究所整理

2022 年以来欧洲海风装机低迷，核准容量屡创新高。2022 年以来，受通胀、供应链吃紧、劳动力短缺、项目造价攀升等因素影响，欧洲海风装机不及预期；2024 年欧洲新增海风装机容量仅 2.6GW，创多年来新低。尽管海风装机低迷，但 2021 年以来欧洲海风项目核准屡创新高，项目储备丰富。根据 4C offshore 统计，2024 年欧洲海风新增核准容量达 19.9GW，同比+46%；预计 25-27 年新增核准容量分别达到 34.7/23.2/30.2GW，为欧洲主要国家实现 2030 年装机目标奠定基础。

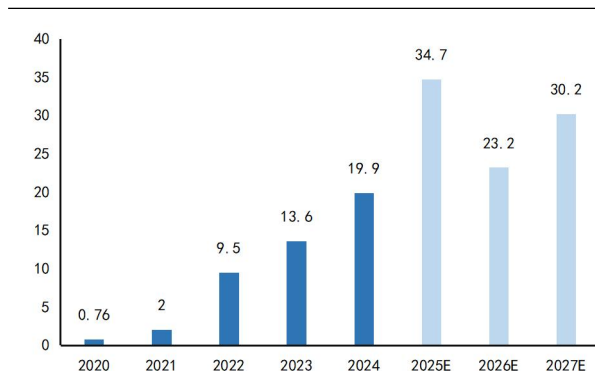
2024 年欧洲海风招标与投资高增，2027 年后装机迎来放量。根据 GWEC 数据，2024 年欧洲海风拍卖容量高达 23.2GW，同比+262%；根据 Wind Europe，2024 年欧洲风电投资总额达 326 亿欧元，其中海上风电投资为 79 亿欧元，刷新历史记录。我们认为，2022 年以来的高招标和高投资金额为后续年度的海风装机奠定良好基础，欧洲海风需求将延迟至 2027 年以来释放。

图12：欧洲风电新增装机预测（单位：GW）



资料来源：Wind Europe，国信证券经济研究所整理

图13：欧洲海上风电拍卖容量预测（单位：GW）



资料来源：4C offshore，国信证券经济研究所整理

多国加大海风支持力度，远期开发目标维持不变。2024 年以来，面临海上风电开发的严峻形式，欧洲主要国家陆续增强政策支持和补贴力度以加快海风建设节奏。其中，英国在第七轮 CFD 中将合同期限从 15 年延长至 20 年并放宽准入门槛，丹麦、法国明确给予资金支持，德国、西班牙、波兰等国拟启动大规模海风项目拍

卖。

表7：2024年以来欧洲主要国家海风支持政策情况

国家	支持政策
英国	2025年2月，英国启动一项针对海上风电项目的激励计划“清洁产业奖金”，将为中标者提供每GW海上风电项目2700万英镑的初始资金，鼓励开发商提供投资，以实现到2030年实现该国能源系统脱碳目标。2025年8月，英国启动第七轮CFD拍卖，合同期限从15年延长至20年，且放宽准入门槛。
丹麦	2025年4月，丹麦政府宣布预计在下一轮海上风电招标中提供补贴，终结24年的负补贴招标政策（24年释放3GW资源，最终全部流标）。2025年5月，丹麦能源部宣布将于今年秋季启动3GW海上风电招标，并将为开发商提供高达552亿丹麦克朗（折合人民币约603.78亿元）的补贴。
法国	2024年7月，欧盟批准了法国对海上风能项目108亿欧元的支持计划，用以支持2.4~2.8GW的海上风电项目。2025年3月，法国能源和气候管理总局（DGEC）针对法国第10轮海上风电招标（A010）的提案文件开展讨论，预计该招标项目将授予约9GW的海风容量。
德国	2025年1月，德国联邦海事与水文局（BSH）公布了2025版海上风电场址发展规划，这将为德国实现到2035年海上风电装机容量40GW、2045年达到70GW的目标奠定基础。BSH表示，通过与丹麦和荷兰的三边协调，德国确定了北海进一步可用于风电开发的区域。根据最新规划，从2025年开始，德国将在未来四年内启动10个风电场址的拍卖，总装机容量高达12GW。
西班牙	西班牙政府2025年初宣布，将于今年举行首轮海上风电拍卖，目标在未来几年内实现3GW的海上风电装机容量。这一举措与去年9月修订的《国家能源与气候计划》（PNIEC）保持一致。
挪威	2025年2月，挪威能源部宣布调整海上风电发展战略，决定暂停南部海域的固定式海上风电项目开发，将全部资源集中于浮式风电技术创新，首轮海风招标延期至最晚26年春季，但维持2040年30GW的海风装机目标。
波兰	2025年6月，波兰能源监管局（ERO）宣布将于2025年12月举行首次海上风电拍卖，最大装机容量预计为4GW。

资料来源：各国政府，国信证券经济研究所整理

表8：英国历次差价合约（CFD）固定式海上风电场址申报结果

轮次	发布时间	实际中标容量（MW）	投产时间	上网电价（元/kWh）	报价上限（元/kWh）	总补贴额度（亿英镑）
1	2015.2	1162	2017-2019	1.03、1.08	1.40	-
2	2017.9	3196	2021-2023	0.52、0.67	0.95	2.90
3	2019.9	5466	2023-2025	0.36、0.37	0.50	0.60
4	2022.7	6994	2026-2027	0.34	0.41	2.85
5	2023.9	0	-	-	0.40	2.05
6	2024.9	4942	2027-2029	0.49、0.53	0.66	15.55
7	预计2025年底					

资料来源：英国 BEIS, CWEA, 国信证券经济研究所整理 注：英镑/人民币汇率按照9.0计算，总补贴额度包括太阳能、陆上风电、潮汐能、漂浮式海上风电等

亚洲海风需求有望迎来释放，近期重点关注日韩市场

太平洋西海岸兼具风资源和消纳条件，日本、韩国有望在“十五五”中后期放量。根据 Global Wind Atlas，太平洋西海岸具有良好的风资源且同时为电力负荷中心，具有较好的消纳条件。根据 GWEC 预测，2030 年亚洲（不含中国）地区海上风电新增装机将达到 5.6GW，其中日本、韩国是装机主力，且主要在“十五五”中后期开始放量。

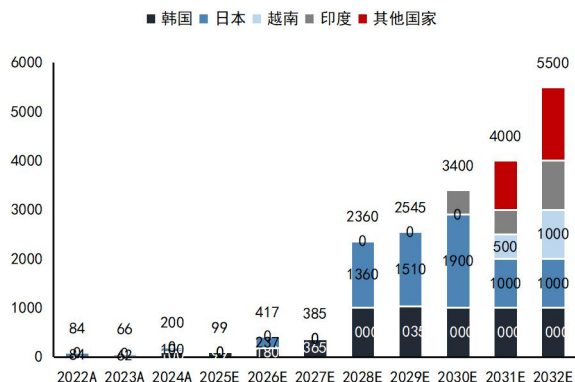
中国海风供应链较为成熟，度电成本具有长期优势。根据伍德麦肯兹数据，受益于较为成熟的供应链和规模效应，中国海上风电度电成本（LCOE）具有极强的竞争优势，且竞争优势将至少持续至 2050 年；预计 2050 年，中国海风 LCOE 较亚太其他地区均值低 60%。2050 年，日本、韩国海上风电 LCOE 将仅次于中国，具有良好的长期经济性。

日本海风开发处于起步阶段，2030 年装机容量预计达 5.7GW。根据 GWEC，截至 2023 年底日本海风累计装机仅 0.2GW。根据三菱综合研究所分析，综合考虑航道、军事等多重限制因素，2040 年前日本固定式海风开发空间为 64GW，漂浮式海风开发空间为 343GW。2021、2023 和 2024 年日本已经合计完成三轮海上风电开发权拍

卖，对应装机容量分别为 1.7/1.8/1.1GW，预计在 2028-2030 年投产。根据日本政府规划，2030 年前完成 10GW 海上风电项目拍卖，2040 年前完成 30-45GW，2030 年投产容量达到 5.7GW。

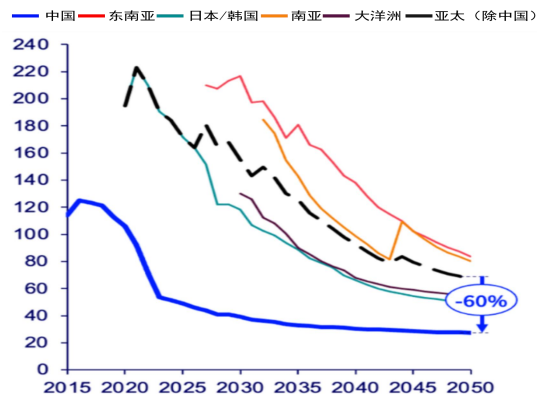
日本立法将海风开发区域拓展至专属经济区。2024 年 3 月，日本政府通过《可再生能源海域利用法》修正案，把允许设置海上风力发电设备的范围从领海扩大到专属经济区（EEZ）。日本领海面积约为 43 万平方公里，专属经济区面积达 447 万平方公里，海域可使用面积提高十倍。

图14：亚洲海上风电新增装机预测（单位：GW）



资料来源：GWEC，国信证券经济研究所整理 注：不含中国

图15：亚太地区海上风电平均 LCOE 对比（单位：美元/MWh）



资料来源：伍德麦肯兹，国信证券经济研究所整理

表9：日本前三轮海上风电开发权拍卖情况

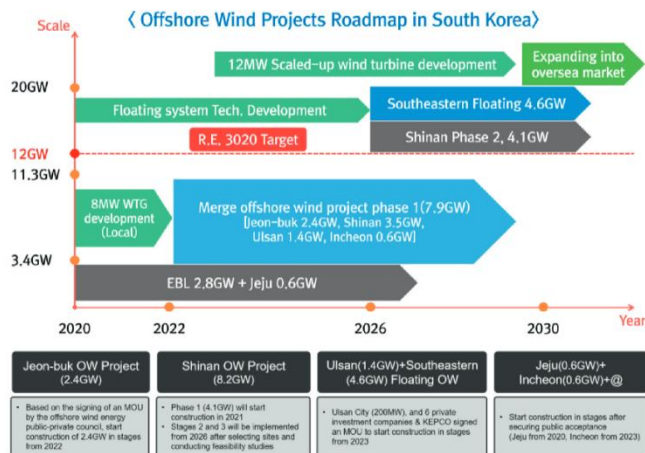
所属轮次	项目名称	牵头开发商	装机容量 (MW)	计划投产时间	主机供应商
第一轮	Yurihonjo	三菱商事	819	2030.12	GE Haliade-X 12MW
第一轮	Noshiro Mitane Oga	三菱商事	478.8	2028.12	GE Haliade-X 12MW
第一轮	Choshi	三菱商事	390.6	2028.9	GE Haliade-X 12MW
第二轮	Murakami-city	三井物产	684	2029.6	GE Haliade-X 18MW
第二轮	Enoshima Saikai-city	住友商事	420	2029.8	维斯塔斯 V236-15MW
第二轮	Oga-city	JERA	315	2028.6	维斯塔斯 V236-15MW
第二轮	Happou-cho	JRE	375	2029.6	维斯塔斯 V236-15MW
第三轮	Southern Aomori	JERA	615	2030.6	西门子歌美飒
第三轮	Yuza in Yamagata	丸红株式会社	450	2030.6	西门子歌美飒

资料来源：GWEC，JWPA，国信证券经济研究所整理 注：第一轮采用 FIT（固定电价收购）机制，第二轮和第三轮采用 FIP（可再生能源溢价）机制

2030 年韩国海风装机有望超 14GW，已拿到发电许可项目容量超 20GW。根据 GWEC，截至 2023 年底韩国海风累计装机容量仅 0.15GW。2023 年韩国通过《第十次电力供需基本计划》，将 2030 年海风装机目标上修至 14.3GW。根据韩国海上风电行业协会，截至 2022 年底，韩国已拿到发电许可的海风项目为 68 个，容量达 20.7GW。

韩国海风开发流程简化，目前正处于拍卖窗口期。2025 年 2 月，韩国政府正式通过《海上风电特别法》，对于简化韩国海上风电开发流程、加快开发速度具有重要意义，且对于燃煤电站运营商参与投资建设海上风电项目时在招投标过程中给予特殊优惠政策。2022、2023 年和 2024 年韩国分别完成 99MW、1431MW 和 1886MW 海上风电开发权拍卖。韩国计划从 2024 年下半年至 2026 年上半年共启动约 7-8GW 的海上风电开发权招标。2025 年上半年，韩国已启动 1.25GW 海风项目招标。

图16: 韩国海上风电发展规划图



资料来源：韩国政府，国信证券经济研究所整理

国内管桩有望走出低谷，欧洲供给吃紧持续

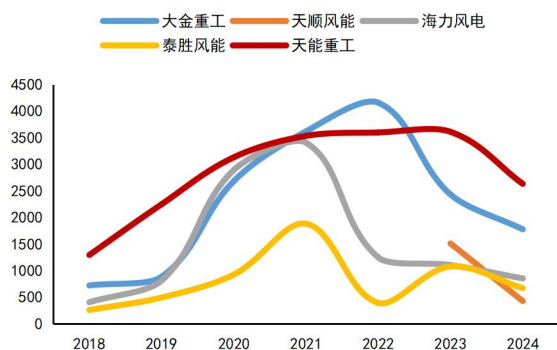
国内海风需求走出低谷，盈利能力有望触底反弹

国内扩产窗口期已过，多重因素限制进一步扩产。21-22 年受远期海上风电发展空间催化、塔筒管桩趋向于区域市场等因素驱动，国内管桩企业纷纷宣布扩产计划，其中又以上市公司为主。23 年以来，行业需求保持低迷，未观察到有新增扩产计划，且此前的扩产计划受码头、土地、疫情等因素影响整体进度不及预期。按照最新的产能释放节奏测算，我们预计 25-27 年国内海上风电管桩+塔筒供需差分别为 176/148/195 万吨，供需情况较 2024 年有明显好转。

需求低谷期加工费保持平稳，需求释放后具有向上弹性。2023-2024 年国内管桩行业供给远超需求，但加工费仍保持相对平稳，我们判断主要原因包括：1、部分海工产能通用于油气、船舶行业，大量非上市公司产能转向上游行业。2、海工业务偏重资产属性，产能利用率对于单位成本影响较大，各产能利用率普遍较低，加工费不变场景下单位毛利已显著下降，制造企业进一步报低价意愿不强。

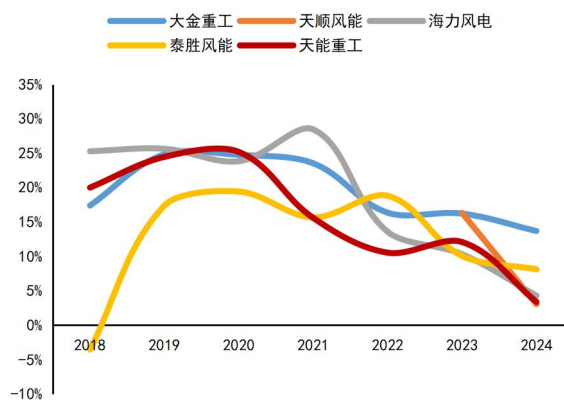
上市公司毛利率处于低谷，稼动率提升释放利润弹性。2022 年以来，塔筒管桩上市公司制造业务收入和毛利率持续承压，2024 年各家企业毛利率创多年来新低。我们预计，随着国内海风需求的逐步放量，行业加工费水平有望稳中有增，且随着各企业产能利用率的提升，单位成本将显著摊薄，单吨盈利有望显著提升。

图17：我国风电塔筒管桩上市公司塔筒管桩业务收入（单位：百万元）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理 注：大金重工采用塔筒业务减去出口业务，包括陆风塔筒；天顺风能采用海工类产品；海力风电采用桩基业务；泰胜风能采用海上风电装备业务；天能重工采用塔筒业务，包括陆风塔筒。

图18：我国风电塔筒管桩上市公司塔筒管桩业务毛利率（单位：%）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理 注：大金重工采用塔筒业务减去出口业务，包括陆风塔筒；天顺风能采用海工类产品；海力风电采用桩基业务；泰胜风能采用海上风电装备业务；天能重工采用塔筒业务，包括陆风塔筒。

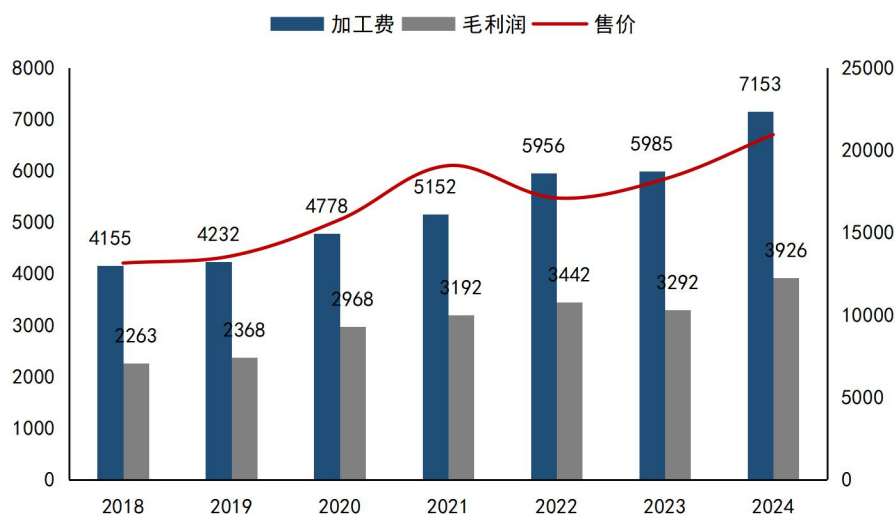
欧洲海风管桩供给吃紧，中国企业已有优秀出海业绩

2030 年前欧洲海风基础以单桩为主，本土产能有限且大单桩更近紧缺。根据 Wind Europe 预测，2030 年前欧洲海上风电基础形式仍以单桩为主，2022-2030 年单桩需求快速增长，其他固定式和漂浮式基础需求稳健增长。欧洲本土单桩生产企业包括 SIF、STEELWIND、EEW、BLADT、NAVANTIA-WINDAR、HAIZEA、SeAH 共七家。根据天顺风能，欧洲整体产能有限且以小直径单桩为主，合计产能约为 750-900 根，其中外径 11 米以上的单桩产能占比不到 40%。

新建产能周期较长，28年前供给依然吃紧。未来欧洲项目决策和建设周期较长，Sif 扩产从启动可行性研究到完成最终投资决策（FID）共历时 4 年，此后再经历 2 年完全投产；韩国 SeAH 于 2021 年开始推动英国产能建设前期工作，预计 2024 年完工，2027 年完全投产（实际进度更慢）。截至目前，除 EEW 和 STEELWIND 外均宣布扩产，但由于劳动力短期和审批决策流程缓慢，预计 2025-2028 年欧洲单桩供给将持续吃紧。

欧洲单桩价格持续上涨，中国企业凭借多方面优势份额稳居第一。2023 年以来，尽管欧洲海上风电开发进程有所延迟，部分项目面临取消和延期风险，但受制于劳动力、原材料价格等因素欧洲管桩交付能力仍然承压；根据 SIF 估计，2028 年全球海风基础供给将出现不足。2024 年，SIF 单桩售价和加工费再创新高。2022 年以来，大金重工凭借研发、质量、交付、产业链布局等多方面优势在欧洲市场频频斩获订单，市场份额已超 SIF 稳居第一。

图19: SIF 管桩产品单吨售价、加工费、毛利润情况（单位：元/吨）

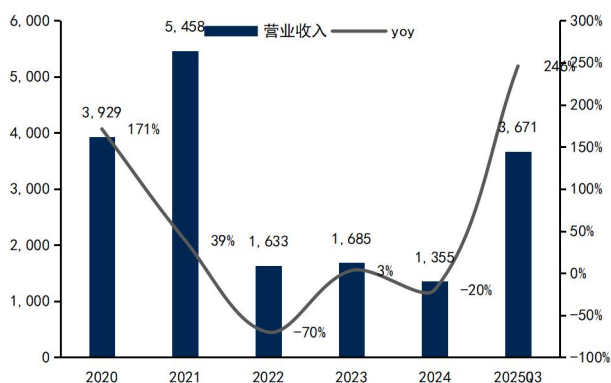


资料来源：SIF，国信证券经济研究所整理 注：欧元：人民币汇率取 7.7

财务分析：海风项目交付加速，公司业绩显著修复

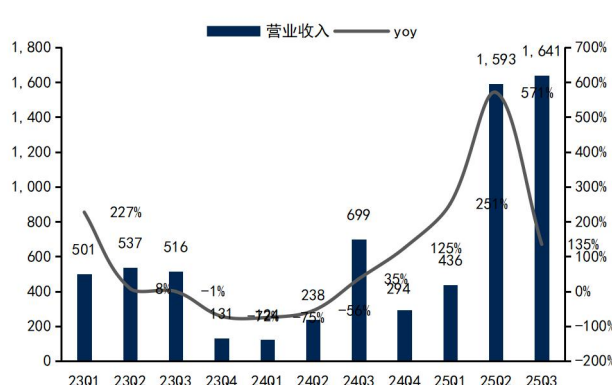
公司业绩与海风建设节奏高度相关。2020-2021 年受海风抢装影响，公司业绩持续增长。2022-2024 年行业抢装后进入调整期，海风项目开工保持较低水平，公司业绩显著承压。2025 年，国家政策推动海上风电建设，各省海风项目开工加速，江苏大丰项目进入密集交付期，公司收入利润显著修复，2025 年前三季度公司实现营收 36.71 亿元，同比+246.01%；归母净利润 3.47 亿元，同比+299.36%；扣非净利润 2.97 亿元，同比+271.67%。

图20：公司营业收入及增速（单位：百万元、%）



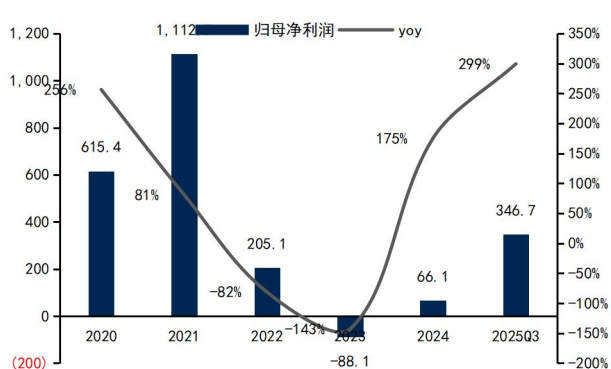
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图21：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



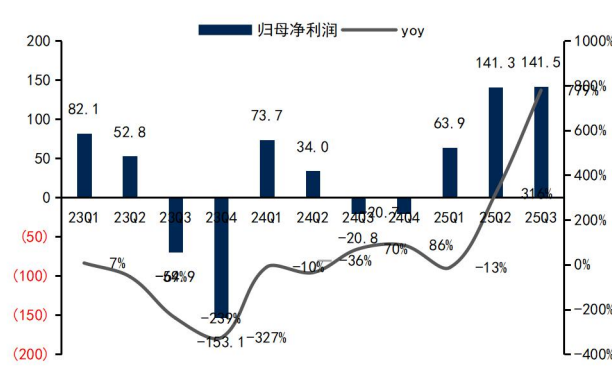
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图22：公司归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

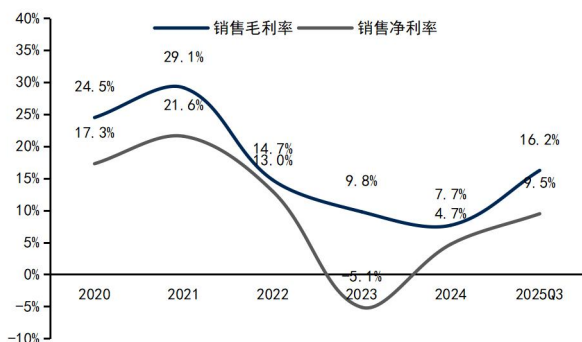
图23：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

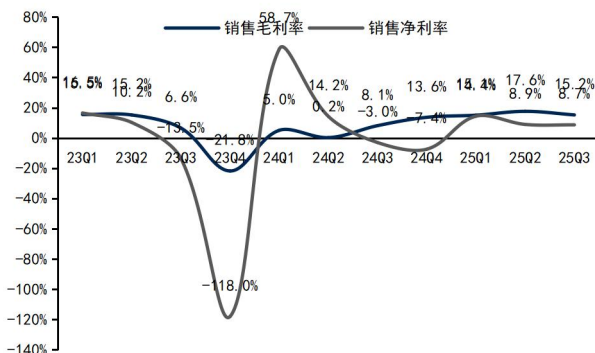
盈利能力走出低谷，上半年毛利率显著修复。2022-2024 年受需求影响，生产基地产能利用率不足，毛利率保持较低水平，其中 2023 年受新建基地转固等影响，盈利能力跌至谷底。2025 年前三季度公司产能利用率有所改善，盈利能力显著修复，其中毛利率 16.23%，同比+10.22pct.；净利率 9.47%，同比+1.41pct.。

图24: 公司年度毛利率、净利率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

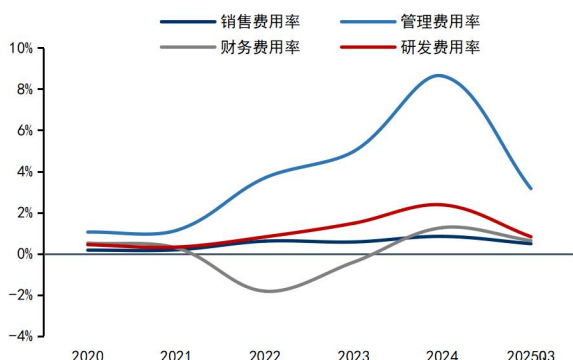
图25: 公司单季毛利率、净利率变化情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

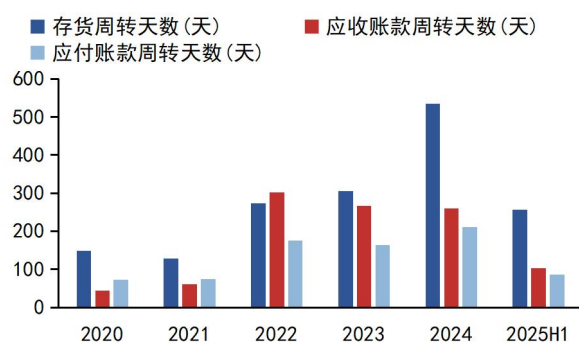
管理费用维持高位, 期间费用率大幅改善。受公司不断扩产影响, 公司人员不断增加, 工资薪酬费用持续增长, 管理费用率保持较高水平。2025 年上半年公司经营改善明显, 摊薄各项费用, 期间费用率为 5.88%, 同比-14.09pct。我们预计, 随着公司收入规模的持续扩大, 公司费用率有望保持下降态势。

图26: 公司期间费用率变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图27: 公司周转情况 (单位: 天)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司议价能力强, 存货周转情况有待改善。2022-2024 年公司存货周转天数持续增加, 但 2025 上半年年公司销量增加, 消耗部分库存, 后续仍有下降空间。公司议价能力强, 自 2022 年后应收账款周转天数整体呈现下降趋势。

盈利预测

主营业务假设

2025-2027 年，预计公司营业收入分别达到 50.80/76.36/87.30 亿元，毛利率分别为 16.2%/18.9%/23.3%。

1、风电桩基

公司风电桩基产品用于海上风电。公司此前优势区域主要在江苏，2022-2024 年江苏当地需求较少，公司经营承压；展望“十五五”，江苏仍是我国海上风电开发重点区域，公司有望受益。公司“十四五”期间加强省外业务和产能布局，后续同样将迎来收获。此外，公司积极推动海外业务拓展，有望形成一定增量。

但考虑到公司后续预计会主动提高盈利能力更高的导管架的出货占比，一定程度上将影响桩基的有效产能，因此出货量预计有所下降。

2025-2027 年，预计销量分别为 45.9/42.0/33.0 万吨，营业收入分别达到 32.30/32.70/29.70 亿元，预计毛利率分别为 18.0%/20.7%/22.1%。

2、风电塔筒

公司风电塔筒主要配套海上风电。公司此前优势区域主要在江苏，2022-2024 年江苏当地需求较少，公司经营承压；展望“十五五”，江苏仍是我国海上风电开发重点区域，公司有望受益。公司“十四五”期间加强省外业务和产能布局，后续同样将迎来收获。

2025-2027 年，预计销量分别为 18.0/19.3/18.6 万吨，营业收入分别达到 14.00/15.96/15.20 亿元，预计毛利率分别为 12.0%/12.5%/12.5%。

3、导管架

公司导管架产品用于海上风电。“十四五”以及前，国内海上风电基础主要采用单桩形式，未来随着开发海域的拓展和水深的增加，导管架在特定区域有望成为需求主力。导管架生产难度更大、工艺要求更高，整体盈利能力高于单桩。

近年来公司加强导管架产能建设布局，目前正处于扩张和爬坡状态，前期受稼动率、效率等因素影响预计毛利率较低，后续有较大提升空间。

2025-2027 年，预计销量分别为 4.2/25.5/30.4 万吨，营业收入分别达到 3.75/26.70/41.20 亿元，预计毛利率分别为 5.0%/18.3%/26.6%。

我们预计 2025-2027 年公司管理费用率分别为 3.1/2.5/2.5%，销售费用率分别为 0.6/0.6/0.6%，研发费用率分别为 1.0/0.9/0.9%。

未来 3 年业绩预测

表10: 未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3788	4003	5830	6412	6638
营业成本	3233	3338	4787	5205	5335
销售费用	10	11	30	42	52
管理费用	84	117	157	191	218
研发费用	25	32	51	69	79
财务费用	(7)	17	34	130	152
营业利润	(100)	14	516	1035	1519
利润总额	(98)	14	517	1036	1520
归属于母公司净利润	(88)	66	460	911	1338
EPS	-0.41	0.30	2.12	4.19	6.15
ROE	-2%	1%	8%	14%	18%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 50.80/76.36/87.30 亿元，增速分别为 275.0%/50.3%/14.3%；实现归母净利润分别为 4.60/9.11/13.38 亿元，增速分别为 596.0%/98.1%/46.8%，每股收益分别为 2.12/4.19/6.15 元。

估值与投资建议

绝对估值：92.70-102.56 元

公司是国内海上风电塔筒、基础头部企业，业务立足江苏、辐射全国。“十四五”期间，江苏海上风电开发节奏缓慢，公司订单和收入持续承压；同时公司积极推动省外业务和产能布局，前期资本开支规模较大，在全国海风需求低于预期背景下折旧与摊销压力较大。

展望“十五五”，我国海上风电开发将逐步步入成熟期。我们预计，“十五五”期间我国新增海风装机较“十四五”有望实现大幅增长，其中江苏省海上风电仍然是重点开发区域之一。随着我国海风开发走向深远海，导管架和漂浮式基础需求有望迎来拐点，公司积极布局导管架产能建设，未来有望长期受益。

2024 年以来，公司积极推动海外业务布局，未来出海有望对公司业务形成重要增量。欧洲、日韩海上风电基础供给能力紧张，我国头部企业已经形成向欧洲较大规模的出口。公司具备一定的产能和码头优势，客户认证持续推进中，我们预计“十五五”期间出口有望形成规模化订单和交付。

表11：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	-70.1%	3.2%	-19.6%	275.0%	50.3%	14.3%
营业成本/营业收入	85.3%	90.2%	92.3%	83.8%	81.1%	76.7%
销售费用/营业收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用/销售收入	3.7%	5.0%	8.6%	3.1%	2.5%	2.5%
研发费用/销售收入	0.8%	1.5%	2.4%	1.0%	0.9%	0.9%
营业税及附加/营业收入	0.8%	1.1%	1.3%	0.7%	0.7%	0.7%
所得税税率	8.4%	11.6%	-362.4%	11.0%	12.0%	12.0%
股利分配比率	10.6%	0.0%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表12：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	12.00%
无风险利率	1.80%	Ka	8.95%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.36
公司股价（元）	85.45	Ke	10.61%
发行在外股数（百万）	217	E/(D+E)	80.00%
股票市值（E，百万元）	18576	D/(D+E)	20.00%
债务总额（D，百万元）	4858	WACC	9.37%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

我们假设永续增长率为 2.0%。根据以上假设采用 FCFE 估值方法，得到公司的绝对估值区间为 92.70-102.56 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于权益资本成本 K_e 和永续增长率较为敏感, 下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析, 得出公司绝对估值的股价区间在 92.70–102.56 元。

表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		Ke 变化				
97.40		10.2%	10.4%	10.6%	10.8%	11.0%
永续 增长 率变 化	2.6%	110.45	106.58	102.92	99.45	96.15
	2.4%	108.24	104.52	100.99	97.64	94.46
	2.2%	106.15	102.56	99.15	95.92	92.84
	2.0%	104.15	100.69	97.40	94.27	91.29
	1.8%	102.26	98.91	95.73	92.70	89.81
	1.6%	100.45	97.21	94.13	91.19	88.40
	1.4%	98.72	95.59	92.60	89.76	87.04

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 92.18–100.56 元

可比公司的选择:

公司是国内风电头部企业之一, 产品主要为海上风电塔筒和各类基础, 业务类型与大金重工相似, 公司积极布局海外市场, 与从事风电海缆的东方电缆和从事风电升降设备的中际联合类似, 因此选择上述公司作为可比公司。

通过对比可以看出可比公司 2026 年平均估值为 19.2 倍, 略低于公司当前水平, 分析如下:

公司是海上风电高纯度标的, 与可比公司相比海风业务占比更高。此外, 2026 年公司江苏区域业务、导管架业务具有较高弹性; 出海也有望实现“从零到一”的突破, 边际变化更为突出。

表14: 同类公司估值比较 (2025 年 10 月 31 日收盘价)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		R0E
					2025E	2026E	2025E	2026E	2024A
603606.SH	东方电缆	-	62.71	431	2.27	3.06	27.6	20.5	14.7
002487.SZ	大金重工	-	50.30	321	1.67	2.34	30.1	21.5	6.5
605305.SH	中际联合	-	44.72	95	2.30	2.88	19.4	15.5	12.2
均值					2.08	2.76	25.7	19.2	11.1
301155.SZ	海力风电	优于大市	85.45	186	2.12	4.19	40.4	20.4	1.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测 注: 可比公司均采用 wind 一致预测数据

基于上述原因, 我们认为公司 2026 年合理估值区间为 22–24 倍 PE, 得出公司合理相对估值股价区间为 92.18–100.56 元。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 92.70-102.56 元之间，对应 26 年动态 PE 为 22-24 倍，相对于公司目前股价有 8%-20%溢价空间。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 4.60/9.11/13.38 亿元，同比增长 596.0%/98.1%/46.8%，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采用了绝对估值和相对估值方法,多角度综合分析得出公司的合理估值在 92.70-102.56 元之间,但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、股权资金成本 K_e 的计算、永续增长率的假定和可比公司的估值参数的选择,其中都加入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险。

绝对估值方面:

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、股权资金成本 K_e 对公司的估值影响较大,我们在计算 K_e 时采用的无风险利率 1.8%、股票风险溢价 6.5%的取值都有可能偏低,导致 K_e 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%,公司所处的主要行业为海上风力发电,目前成长性良好,下游需求景气度较高,但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性,那么公司持续成长实际偏低或者负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:

我们主要关注公司 2026 年估值,选取可比公司 2026 年平均 PE 作为参考,最终判断公司 26 年合理 PE 为 22-24 倍。上述估值方法存在以下风险:选取的可比公司,各公司对应下游应用存在差异,市场竞争要素和格局存在区别,行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

国内海上风电装机增速不及预期:国内海上风电行业是公司重要的收入来源,若下游装机增速不及预期,则相关收入存在高估的风险。

上游原材料大幅涨价:公司主要原材料为中厚板等,若原材料价格大幅上涨,则公司毛利率存在高估的风险。

行业竞争加剧:后续若国内海上风电基础行业竞争加剧,则公司收入和毛利率存在高估的风险。

海外市场开拓不及预期:长期看海外业务是公司的重要增量,若公司海外市场开拓不及预期,则远期收入和毛利率存在高估的风险。

政策风险

国内海上风电行业发展有赖于国家政策支持（包括但不限于土地、税收、利率、电价等），若后续政策支持力度不及预期，则存在行业需求低于预期的风险。

技术风险

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

核心技术泄密风险：经过多年的积累，公司自主研发积累了一系列核心技术，这些核心技术是公司的核心竞争力和核心机密。如果未来关键技术人员流失或在生产经营过程中相关技术、数据、图纸、保密信息泄露进而导致核心技术泄露，将会在一定程度上影响公司的技术研发创新能力和市场竞争力，对公司的生产经营和发展产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	985	923	500	800	800	营业收入	1685	1355	5080	7636	8730
应收款项	1169	989	3619	5439	6219	营业成本	1521	1251	4256	6196	6699
存货净额	867	2053	2915	4244	4588	营业税金及附加	19	18	36	53	61
其他流动资产	341	503	681	991	1072	销售费用	10	11	30	42	52
流动资产合计	4015	5013	8991	13333	14689	管理费用	84	117	157	191	218
固定资产	1723	2401	2236	2068	1898	研发费用	25	32	51	69	79
无形资产及其他	306	299	279	259	239	财务费用	(7)	17	34	130	152
其他长期资产	867	940	2540	1909	1310	投资收益	20	40	30	30	30
长期股权投资	814	867	867	867	867	资产减值及公允价值变动	(184)	56	(100)	30	0
资产总计	7726	9520	14913	18437	19003	其他收入	30	11	70	20	20
短期借款及交易性金融负债	713	1196	4599	5435	4151	营业利润	(100)	14	516	1035	1519
应付款项	1164	1408	2099	3056	3304	营业外净收支	2	(1)	1	1	1
其他流动负债	112	219	222	321	348	利润总额	(98)	14	517	1036	1520
流动负债合计	2061	3504	8444	11103	10422	所得税费用	(11)	(50)	57	124	182
长期借款及应付债券	0	259	259	259	259	少数股东损益	2	(2)	0	0	0
其他长期负债	77	111	111	111	111	归属于母公司净利润	(88)	66	460	911	1338
长期负债合计	77	370	370	370	370	现金流量表（百万元）					
负债合计	2138	3874	8814	11472	10791	净利润	(88)	66	460	911	1338
少数股东权益	243	241	241	241	241	资产减值准备	(109)	10	(10)	(30)	(30)
股东权益	5345	5406	5859	6724	7971	折旧摊销	100	155	235	237	240
负债和股东权益总计	7726	9520	14913	18437	19003	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(7)	17	34	130	152
每股收益	(0.41)	0.30	2.12	4.19	6.15	营运资本变动	5	(101)	(2864)	(2219)	(752)
每股红利	0.00	0.03	0.21	0.42	0.62	其它	102	(49)	14	130	152
每股净资产	25.70	25.97	28.06	32.04	37.77	经营活动现金流	10	81	(2165)	(970)	948
ROIC	-2%	2%	6%	9%	12%	资本开支	(953)	(790)	(50)	(50)	(50)
ROE	-2%	1%	8%	14%	18%	其它投资现金流	(112)	(60)	(1570)	661	630
毛利率	10%	8%	16%	19%	23%	投资活动现金流	(1064)	(850)	(1620)	611	580
EBIT Margin	2%	-6%	11%	14%	19%	权益性融资	44	(5)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	6%	15%	17%	21%	负债净变化	451	690	3403	835	(1284)
收入增长	3%	-20%	275%	50%	14%	支付股利、利息	(22)	0	(7)	(46)	(91)
净利润增长率	-143%	-175%	596%	98%	47%	其它融资现金流	451	431	3403	835	(1284)
资产负债率	28%	41%	59%	62%	57%	融资活动现金流	480	667	3362	659	(1527)
股息率	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.7%	现金净变动	(575)	(102)	(423)	300	0
P/E	(211.0)	281.0	40.4	20.4	13.9	货币资金的期初余额	1557	985	923	500	800
P/B	3.3	3.3	3.0	2.7	2.3	货币资金的期末余额	985	923	500	800	800
EV/EBITDA	163.1	281.6	34.9	22.7	15.8	企业自由现金流	(823)	(1083)	(2189)	(1077)	864
						权益自由现金流	(366)	(473)	1184	(356)	(553)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032