

## 25Q3风电板块业绩总结

# 量价持续超预期，盈利继续拐点向上

分析师：姚遥 S1130512080001

联系人：彭治强

- **25Q3板块盈利继续向上，制造端盈利修复趋势明显。**据【SW风电设备】口径统计，Q3风电板块实现收入662亿元，同比+27%，530抢装后行业需求仍然维持较好水平；实现归母净利润4.5亿元，同比+4.6%，板块盈利依然延续了一季度以来的同比增长趋势，同时考虑到对板块整体盈利影响较大的整机环节三季度仅有少量电站转让，产业链制造端盈利修复趋势明显。行业经营性净现金流继续改善，Q3板块经营性净现金流34亿元，同比增加7亿元。Q3行业存货规模继续提升，合同负债阶段性下降，预计Q4装机旺季行业需求有望保持高增。
- **行业量价持续超预期，看好本轮整机盈利弹性释放周期的长度及幅度。**前三季度国内风电招标维持高位，结合整机企业在手订单看，截至Q3末头部企业在手订单同比保持20-30%的增速，测算当前行业在手订单约300GW，充裕的在手订单有望保证后续行业需求及价格维持较好水平。1-10月国内陆风中标均价为1593元/kW，较24年提升12%，随着25Q4-27FY交付项目中高价订单占比持续提升，看好整机环节盈利弹性释放周期延续至2027年。
- **分环节来看：**1) 整机环节盈利继续分化：金风、运达等受益于前期低价订单相对较少，同时海外、国内海风交付占比提升，Q3毛利率环比继续小幅改善，制造端亏损幅度持续收窄；2) 运营商现金流大幅提升：Q3国补加速下发，三季度运营商经营性净现金流大幅增加，有望带动后续项目投资建设积极性提升；3) “两海”环节交付高景气、资本开支加速：国内海风及海外海风管桩需求持续释放，管桩交付维持高景气，海缆环节进入逐步确收阶段，东缆Q3业绩拐点明确，Q3海风产业链资本开支继续提速，“十五五”海风高景气预期下各家企业新基地布局加速；4) 零部件盈利能力进一步提升：零部件环节受益于原材料成本下降及产能利用率维持高水平，Q3盈利普遍环比Q2略有提升。

- **投资建议：**25Q3行业收入、盈利进一步向上，需求量价持续超预期背景下，重点推荐三条更具盈利弹性的主线：1) 受益于国内风机量价持续超预期、两海收入结构提升驱动盈利趋势性改善的整机环节，重点推荐：金风科技、运达股份、明阳智能等；2) 受益于“两海”需求高景气、海外订单外溢，盈利有望向上的海缆、基础环节，重点推荐：大金重工、东方电缆、海力风电，建议关注：中天科技、泰胜风能、天顺风能；3) 受益于供需紧张提价落地，需求释放下业绩弹性可观的铸锻件、叶片环节，重点推荐：金雷股份、时代新材、日月股份等，建议关注：新强联等。
- **风险提示：**大宗商品价格波动风险；下游装机不及预期；政策风险。

# 目录

01

需求回顾：前三季度风机招标维持高位，陆风均价持续提升

02

财务回顾：盈利持续向上，行业维持高景气

03

投资建议

04

风险提示



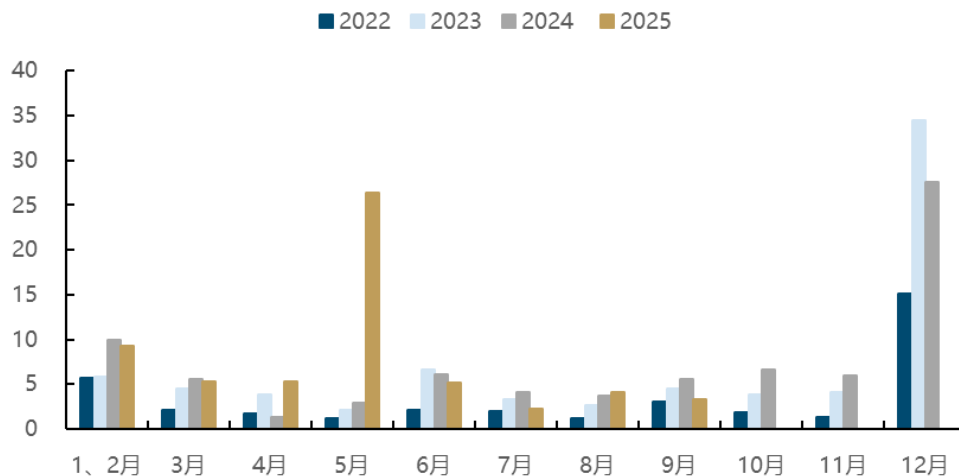
# 01 需求回顾：前三季度风机招标维持高位，陆风均价持续提升

---

## 1.1 国内装机：1-9月国内风电新增装机61.1GW，同比+56%

- 据国家能源局，2025年1-9月国内实现风电新增装机61.1GW，同比增长56%，其中陆风新增装机57.6GW，同比增长57%，海风新增装机3.5GW，同比增长42%。
- 结合Q3风机环节销售收入保持20%左右同比增速，预计Q4国内装机有望继续提速，我们预计全年新增装机规模在118GW左右，其中海风8GW，陆风110GW。

图表：1-9月国内风电新增装机61.1GW，同比+56%

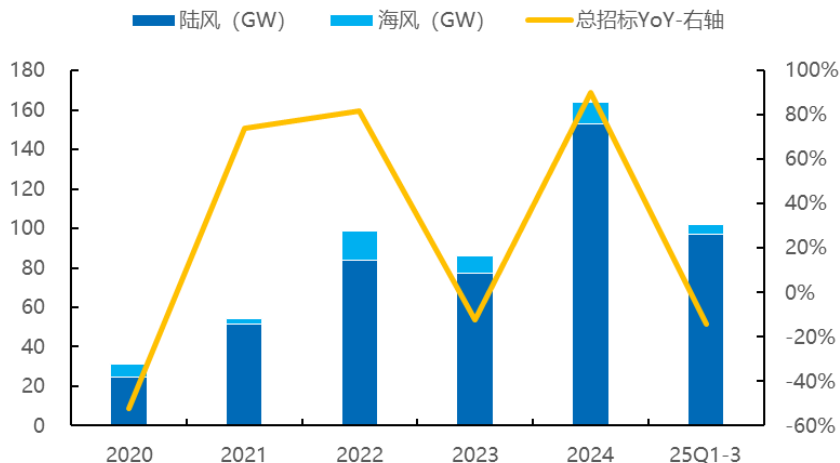


资料来源：能源局，国金证券研究所；注：并网口径

## 1.2 国内招标：前三季度招标维持高位，整机企业在手订单饱满

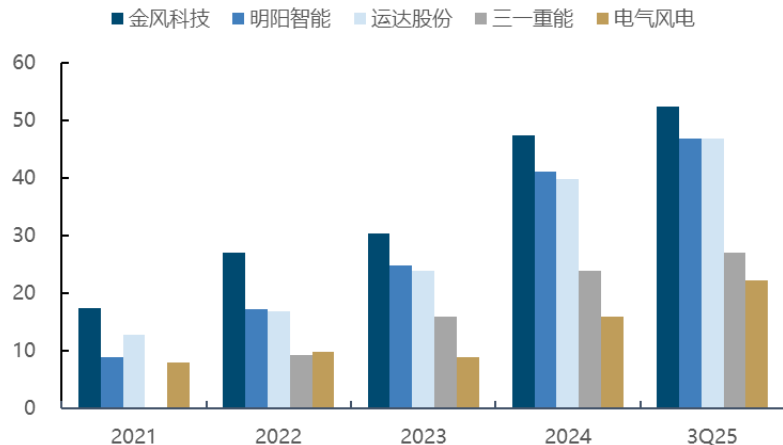
- **前三季度招标维持高位，整机企业在手订单足够覆盖未来两年装机。**据金风科技统计，前三季度国内风机新增招标102GW，同比下降14%，其中Q3新增招标30.2GW，同比下降43%。
- 截至三季度末，头部整机企业在手订单环比Q2基本持平，同比保持增长20-30%的增速，按照各家24年装机市占率测算，目前行业整体在手订单约300GW，足够覆盖未来两年装机需求，看好2026年国内风电装机继续增长。

图表：前三季度风机新增招标102GW，同比下降14%



资料来源：金风科技业绩演示材料，国金证券研究所

图表：截至Q3末头部整机企业在手订单同环比保持增长（GW）



资料来源：各企业公司公告，国金证券研究所

### 1.3 风机价格：陆上风机价格持续回暖，海上风机企稳

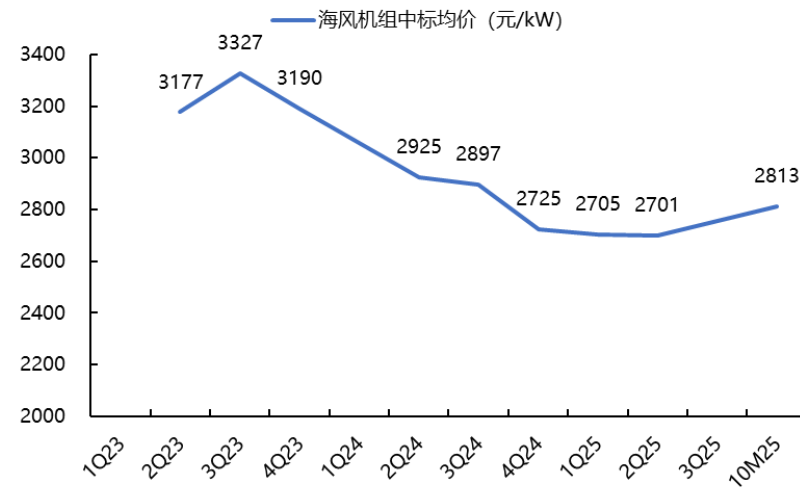
- **1-10月国内陆风机组中标均价持续回暖。**1-10月国内陆上风机中标均价（不含塔筒）为1593元，较24年全年上涨约12%，且各功率段均价均实现明显上涨，随着涨价订单交付占比提高，后续整机企业盈利弹性进一步释放。
- **1-10月国内海上机组中标均价维持稳定。**根据我们不完全统计，受益于机组大型化进度放缓，1-10月海风机组价格企稳，不含塔筒中标均价维持在2700-2800元/kW左右。

图表：1-10月国内陆风机组（不含塔筒）中标均价上涨超10%

中标均价 (元/kW)	1Q25	2Q25	3Q25	10M25	环比	24FY	25YTD	同比
5.XMW	1824	1793	1874	1859	-1%	1653	1826	11%
6.XMW	1508	1653	1730	1831	6%	1526	1668	9%
7.XMW	1563	1476	1568	-	/	1356	1503	11%
8.XMW	1475	1404	1363	-	/	1195	1386	16%
9.XMW	1245	1270	-	-	/	1109	1252	13%
≥10MW	1191	1280	1373	-	/	1100	1272	16%
整体均价	1486	1566	1656	1820	10%	1418	1593	12%

资料来源：各央国企电子招采平台，国金证券研究所；注：塔筒按照350元/kW扣除

图表：1-10月海上机组（不含塔筒）中标均价基本企稳



资料来源：各央国企电子招采平台，国金证券研究所



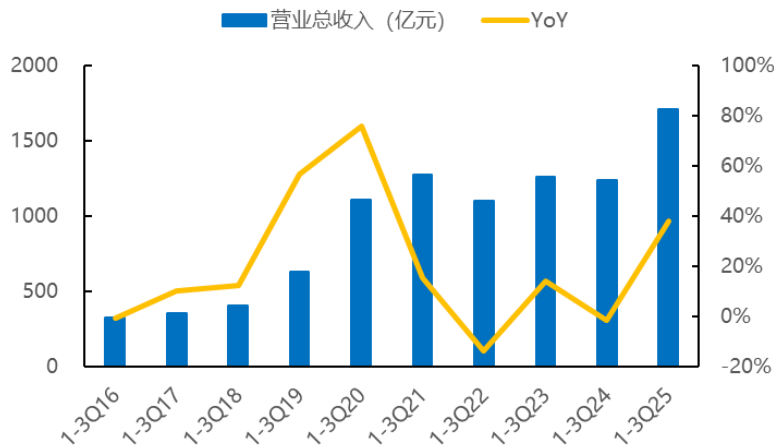
# 2 财务回顾： 盈利持续向上，行业维持高景气

---

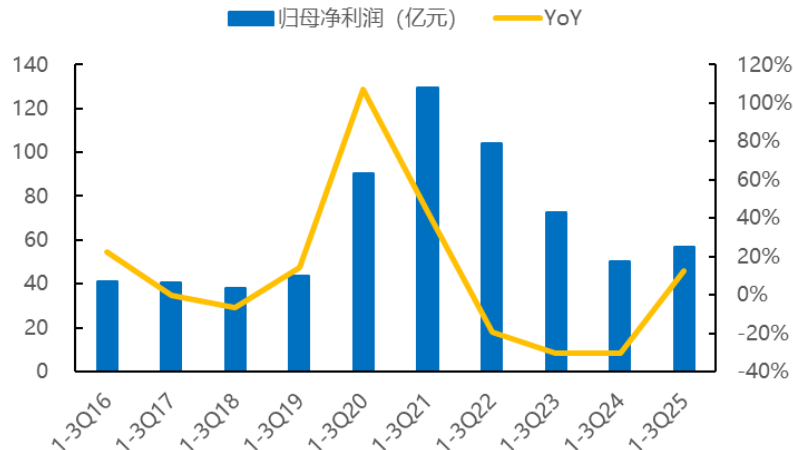
## 2.1 财务回顾：受益于行业需求高增，板块收入、盈利重回增长

- **受益于行业需求高增，板块收入、盈利重回增长。**据【SW风电设备】口径统计，前三季度风电板块实现营收1710亿元，同比增长37.9%；实现归母净利润56.7亿元，同比增长12.5%；前三季度行业整体销售毛利率及销售净利率为13.5%/3.6%，同比-3.2/-0.7PCT，主要受盈利相对较低的制造业务占比提升影响；ROE（摊薄）为3.0%，同比+0.3PCT。

图表：25Q1-3【SW风电设备】收入规模同比增长38%



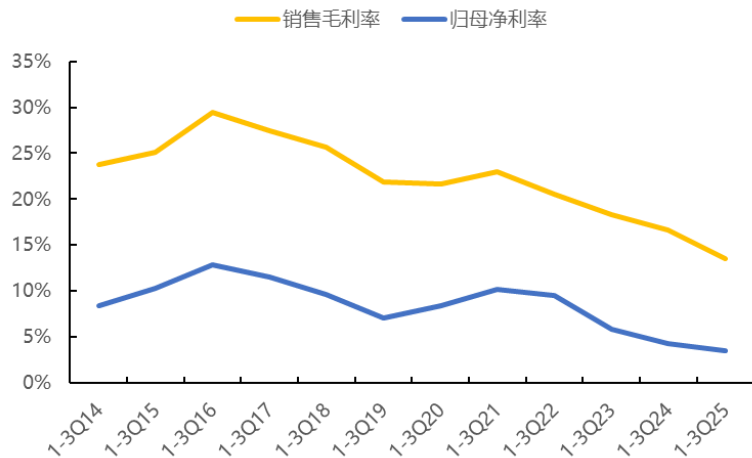
图表：25Q1-3【SW风电设备】归母净利润同比+13%



## 2.1 财务回顾：受益于行业需求高增，板块收入、盈利重回增长

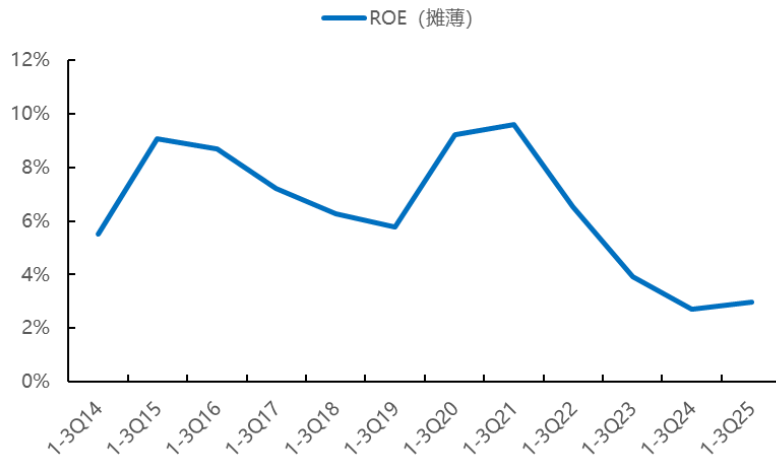
- **受益于行业需求高增，板块收入、盈利重回增长。**据【SW风电设备】口径统计，前三季度风电板块实现营收1710亿元，同比增长37.9%；实现归母净利润56.7亿元，同比增长12.5%；前三季度行业整体销售毛利率及销售净利率为13.5%/3.6%，同比-3.2/-0.7PCT，主要受盈利相对较低的制造业务占比提升影响；ROE（摊薄）为3.0%，同比+0.3PCT。

图表：25Q1-3【SW风电设备】销售毛利率/净利率同比-3.2/-0.7PCT



资料来源：iFind，国金证券研究所

图表：25Q1-3【SW风电设备】ROE（摊薄）同比+0.3PCT

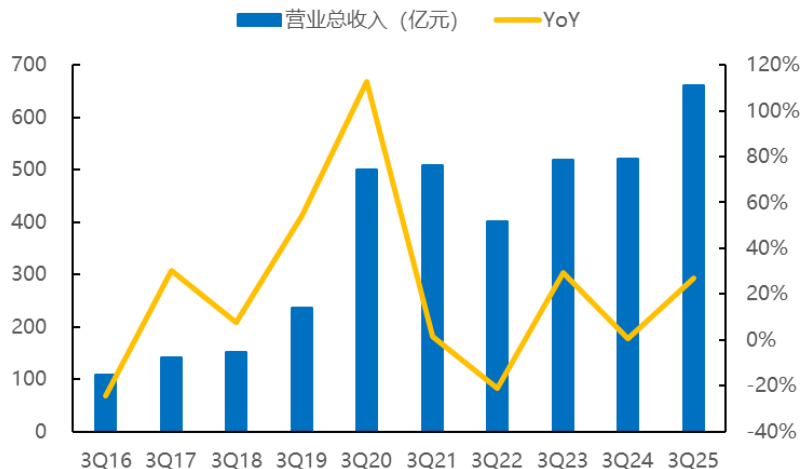


资料来源：iFind，国金证券研究所

## 2.1 财务回顾：受益于行业需求高增，板块收入、盈利重回增长

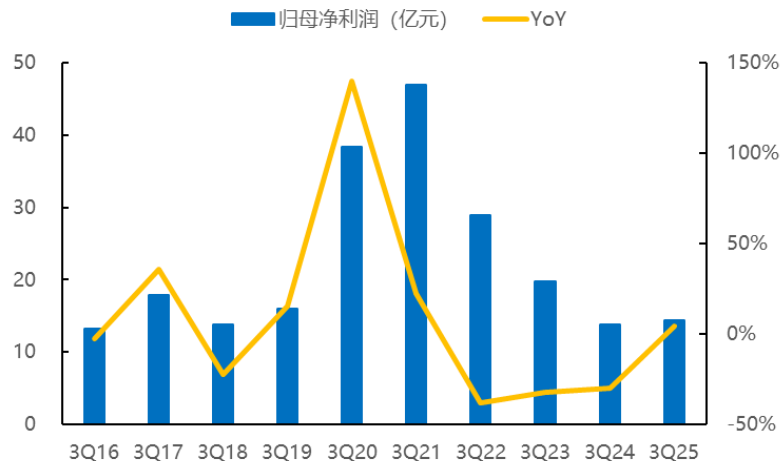
- **25Q3行业景气继续向上。**据【SW风电设备】口径统计，25Q3风电板块实现营收662亿元，同比+27.2%；实现归母净利润4.4亿元，同比+4.6%。25Q3销售毛利率及归母净利率为11.9%/2.3%，同比-2.8/-0.6PCT，主要受盈利较低的制造收入占比提升影响；25Q3行业ROE（摊薄）为0.75%，同比+0.01PCT。

图表：25Q3【SW风电设备】营业总收入同比+27%



资料来源：iFind，国金证券研究所

图表：25Q3【SW风电设备】归母净利润同比+4.6%

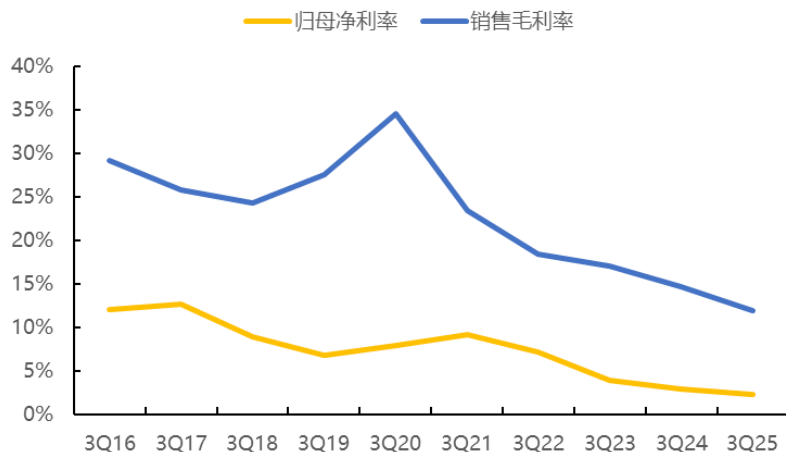


资料来源：iFind，国金证券研究所

## 2.1 财务回顾：受益于行业需求高增，板块收入、盈利重回增长

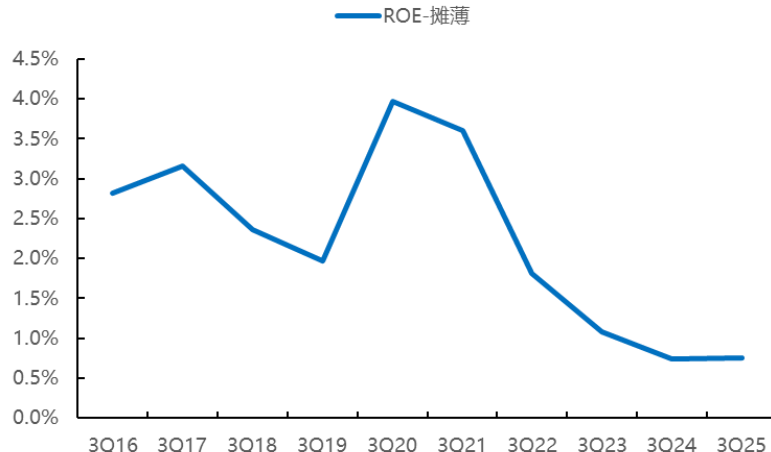
- **25Q3行业景气继续向上。**据【SW风电设备】口径统计，25Q3风电板块实现营收662亿元，同比+27.2%；实现归母净利润14.4亿元，同比+4.6%。25Q3销售毛利率及归母净利率为11.9%/2.3%，同比-2.8/-0.6PCT，主要受盈利较低的制造收入占比提升影响；25Q3行业ROE（摊薄）为0.75%，同比+0.01PCT。

图表：25Q3【SW风电设备】毛利率及归母净利率同比-2.8/-0.6PCT



资料来源：iFind，国金证券研究所

图表：25Q3【SW风电设备】ROE（摊薄）同比+0.01PCT



资料来源：iFind，国金证券研究所

## 2.2 分环节财务分析

- 我们对7个细分行业（主轴、铸锻零部件、叶片、风塔、整机、电站、海缆）的23家公司进行分析，由于不同公司业务的多多样性，我们选取的各细分环节标的主要考虑该业务占比较高的公司。

图表：财务分析标的

细分行业	代码	股票名称	细分行业	代码	股票名称
主轴	300443.SZ	金雷股份	铸锻零部件	603218.SH	日月股份
	300185.SZ	通裕重工		688186.SH	广大特材
风塔+桩基	002531.SZ	天顺风能		603985.SH	恒润股份
	300129.SZ	泰胜风能		300850.SZ	新强联
	300569.SZ	天能重工		601218.SH	吉鑫科技
	002487.SZ	大金重工	叶片	002080.SZ	中材科技
	301155.SZ	海力风电		600458.SH	时代新材
整机	002202.SZ	金风科技	电站	601016.SH	节能风电
	601615.SH	明阳智能		601619.SH	嘉泽新能
	300772.SZ	运达股份		001289.SZ	龙源电力
	688660.SH	电气风电	海缆	603606.SH	东方电缆
	688349.SH	三一重能	合计	23	



## 2.2 分环节财务分析：Q3制造环节收入保持增长，运营商承压

- 各个制造环节收入保持增长。管桩环节受益于国内及海外海风交付加速保持高速增长；整机环节略有分化，预计主要受交付项目确收进度影响；零部件环节增速相较Q2同比放缓。
- 运营商环节收入有所承压，主要受平价风电项目增加、参与市场化交易规模扩大下项目平均电价下降，同时Q3风电平均利用小时数下降共同影响所致。

图表：25Q3制造环节收入保持增长，运营商承压（亿元）

环节	简称	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比	累计同比
整机	金风科技	69.8	132.2	156.4	208.6	94.7	190.6	196.1	25.4%	2.9%	34.3%
	明阳智能	50.8	67.2	84.4	69.2	77.0	94.4	91.6	8.5%	-2.9%	30.0%
	运达股份	37.5	48.8	53.0	82.7	40.1	68.8	75.9	43.2%	10.3%	32.7%
	电气风电	4.7	7.5	19.2	73.0	7.7	18.9	16.0	-16.6%	-15.6%	36.0%
	三一重能	17.3	35.5	37.9	87.2	21.9	64.1	58.6	54.6%	-8.6%	59.4%
	合计	180.0	291.2	350.8	520.8	241.4	436.9	438.2	24.9%	0.3%	35.8%
主轴	金雷股份	2.6	4.6	6.0	6.5	5.0	7.8	8.4	39.4%	7.5%	61.3%
	通裕重工	14.0	13.4	15.4	18.8	14.2	15.3	17.9	16.1%	17.2%	10.7%
	合计	16.5	18.0	21.4	25.3	19.2	23.1	26.3	22.6%	13.9%	22.6%
塔筒桩基	天顺风能	10.5	12.1	13.0	13.0	9.3	12.6	15.3	17.8%	21.4%	4.6%
	泰胜风能	6.6	10.0	12.9	18.9	7.9	15.0	14.0	8.5%	-6.6%	25.5%
	天能重工	5.2	6.4	6.6	14.5	5.6	8.9	10.5	59.3%	18.0%	37.5%
	大金重工	4.6	8.9	9.5	14.7	11.4	17.0	17.5	84.6%	3.2%	99.2%
	海力风电	1.2	2.4	7.0	2.9	4.4	15.9	16.4	134.7%	3.0%	246.0%
	合计	28.2	39.8	49.1	64.0	38.6	69.5	73.9	50.6%	6.2%	55.5%
铸锻零部件	日月股份	7.0	10.9	14.0	15.1	13.0	19.3	16.3	16.7%	-15.4%	52.5%
	广大特材	8.9	9.9	10.8	10.4	11.2	14.1	12.4	15.0%	-12.2%	27.6%
	恒润股份	3.4	3.0	4.2	6.6	7.1	13.6	10.5	148.4%	-22.8%	193.5%
	新强联	4.5	6.1	9.1	9.8	9.3	12.8	14.1	55.1%	9.8%	84.1%
	吉鑫科技	2.4	3.4	3.2	3.1	3.4	3.8	3.6	11.8%	-4.2%	19.1%
	合计	26.1	33.3	41.3	45.1	43.9	63.6	56.9	37.8%	-10.5%	63.2%
叶片	中材科技	44.3	61.1	62.7	71.7	55.1	78.3	83.7	33.5%	6.9%	29.1%
	时代新材	42.1	44.6	44.0	69.9	41.6	51.0	56.9	29.3%	11.7%	14.4%
	合计	86.4	105.7	106.8	141.6	96.6	129.2	140.6	31.7%	8.8%	22.7%
电站	节能风电	13.3	13.2	11.7	12.2	13.1	11.4	9.7	-17.3%	-15.0%	-10.5%
	嘉泽新能	6.0	6.4	5.8	6.1	6.6	6.5	5.5	-4.2%	-14.7%	2.7%
	龙源电力	98.8	90.1	74.7	107.2	81.4	75.2	65.6	-12.1%	-12.7%	-15.7%
	合计	118.0	109.7	92.1	125.4	101.1	93.0	80.8	-12.3%	-13.1%	-14.0%
海缆	东方电缆	13.1	27.6	26.3	23.9	21.5	22.9	30.7	16.5%	34.2%	11.9%
	合计	13.1	27.6	26.3	23.9	21.5	22.9	30.7	16.5%	34.2%	11.9%

资料来源：ifind，国金证券研究所

## 2.2 分环节财务分析：Q3管桩、海缆、零部件业绩弹性亮眼

- 整机环节归母净利润同比持平，环比有所下降，主要受部分公司前期低价订单交付以及三季度整体电站转让放缓影响所致。
- 管桩环节受益于国内、海外海风项目交付加速，以及陆塔价格回升，同时原材料成本下降同比保持较好增速。同时受益于项目交付确收加速，海缆环节业绩迎来拐点。
- 零部件环节同比保持高增，主要受益于原材料成本下降以及收入增长带来的规模效应。
- 运营商环节受电价下降影响利润普遍承压，同环比均有所下降。

图表：25Q3管桩、海缆、零部件环节归母净利润同比高增（亿元）

环节	简称	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比	累计同比
整机	金风科技	3.3	10.5	4.1	0.7	5.7	9.2	11.0	170.6%	19.3%	44.2%
	明阳智能	3.0	3.6	1.5	-4.6	3.0	3.1	1.6	5.4%	-49.4%	-5.3%
	运达股份	0.7	0.8	1.2	2.0	0.6	0.8	1.1	-9.6%	27.1%	-5.8%
	电气风电	-2.1	-1.7	-0.9	-3.1	-1.9	-0.9	-4.5	/	/	53.5%
	三一重能	2.7	1.7	2.5	11.3	-1.9	4.0	-0.9	-135.1%	-122.0%	-82.2%
	合计	7.6	14.8	8.3	6.2	5.5	16.2	8.2	-1.7%	-49.5%	-2.7%
主轴	金雷股份	0.3	0.4	0.8	0.2	0.6	1.3	1.2	56.5%	-10.8%	104.6%
	通裕重工	0.1	0.3	0.1	-0.1	0.4	0.2	0.2	63.6%	5.6%	53.3%
	合计	0.4	0.7	0.9	0.1	0.9	1.5	1.4	57.6%	-8.4%	90.8%
塔筒桩基	天顺风能	1.5	0.7	0.8	-0.9	0.4	0.2	0.2	-79.0%	-12.6%	-76.1%
	泰胜风能	0.5	0.7	0.2	0.3	0.5	0.7	1.0	394.5%	31.8%	45.1%
	天能重工	0.4	0.2	-0.6	-2.7	0.5	0.2	0.1	扭亏	-37.1%	1359.0%
	大金重工	0.5	1.2	1.1	1.9	2.3	3.2	3.4	215.1%	8.0%	214.6%
	海力风电	0.7	0.3	-0.2	-0.2	0.6	1.4	1.4	扭亏	0.2%	299.4%
	合计	3.7	3.2	1.2	-1.5	4.2	5.7	6.1	394.8%	6.6%	96.7%
铸锻零部件	日月股份	0.9	3.3	0.9	1.2	1.2	1.6	1.5	77.4%	-7.3%	-14.3%
	广大特材	0.0	0.4	0.4	0.4	0.7	1.1	0.6	74.3%	-42.6%	213.6%
	恒润股份	-0.1	-0.2	-0.4	-0.6	0.3	0.1	0.2	扭亏	135.0%	-187.3%
	新强联	-0.5	-0.5	0.6	1.0	1.7	2.3	2.6	308.6%	15.3%	扭亏
	吉鑫科技	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.4	0.4	0.3	1065.5%	-17.8%	214.0%
	合计	0.4	3.3	1.5	1.8	4.4	5.5	5.4	263.5%	-3.1%	197.7%
叶片	中材科技	2.2	2.5	1.4	2.8	3.6	6.4	4.8	234.8%	-24.4%	143.2%
	时代新材	1.2	1.0	0.8	1.4	1.5	1.5	1.2	50.9%	-17.7%	40.5%
	合计	3.4	3.5	2.3	4.2	5.1	7.9	6.1	167.6%	-23.1%	109.0%
电站	节能风电	4.3	4.4	3.1	1.5	3.9	2.4	1.2	-61.0%	-49.9%	-36.4%
	嘉泽新能	2.0	2.1	1.4	0.8	2.4	2.2	1.3	-2.7%	-38.7%	8.0%
	龙源电力	23.9	14.3	16.5	8.7	19.0	14.7	10.2	-38.2%	-30.9%	-19.8%
	合计	30.2	20.9	20.9	11.0	25.3	19.3	12.7	-39.2%	-34.1%	-20.4%
海缆	东方电缆	2.6	3.8	2.9	0.8	2.8	1.9	4.4	53.1%	129.6%	-1.9%
	合计	2.6	3.8	2.9	0.8	2.8	1.9	4.4	53.1%	129.6%	-1.9%

## 2.2 分环节财务分析：铸锻件、管桩毛利率同环比提升明显

- 整机环节毛利率同环比略有下降，主要受低毛利率的制造业务占比提升，以及部分企业低价订单交付影响；环节内企业盈利能力分化明显，龙头企业受益于前期低价订单较少，盈利环比进一步向上修复。
- 铸锻件、管桩受益于交付加速、海外占比提升以及海外欧元汇率提升等因素，Q3毛利率同环比保持增长。
- 海缆环节受益于Q3海缆交付加速占比提升，毛利率环比提升明显。

图表：25Q3铸锻件、管桩毛利率同环比提升明显

环节	简称	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比	累计同比
整机	金风科技	24.9%	14.8%	14.1%	9.3%	21.8%	12.2%	13.0%	-1.09PCT	0.84PCT	-2.04PCT
	明阳智能	16.8%	12.9%	4.8%	1.1%	13.2%	11.2%	10.3%	5.48PCT	-0.98PCT	0.98PCT
	运达股份	9.6%	9.1%	11.6%	7.0%	10.5%	8.1%	9.3%	-2.37PCT	1.19PCT	-1.12PCT
	电气风电	15.4%	16.6%	17.7%	2.5%	15.7%	14.2%	-1.4%	-19.06PCT	-15.61PCT	-8.43PCT
	三一重能	15.9%	16.1%	14.9%	18.3%	6.5%	11.9%	4.4%	-10.48PCT	-7.58PCT	-7.47PCT
	合计	18.3%	13.6%	11.8%	8.4%	15.6%	11.4%	10.1%	-1.66PCT	-1.27PCT	-2.06PCT
主轴	金雷股份	23.9%	19.3%	24.9%	18.5%	21.4%	24.8%	26.4%	1.55PCT	1.58PCT	1.88PCT
	通裕重工	11.6%	16.2%	10.9%	12.6%	13.4%	13.2%	14.9%	3.98PCT	1.67PCT	1.14PCT
	合计	13.5%	17.0%	14.8%	14.1%	15.5%	17.2%	18.6%	3.74PCT	1.42PCT	2.11PCT
塔筒桩基	天顺风能	30.0%	23.9%	22.8%	3.8%	23.5%	19.0%	16.5%	-6.26PCT	-2.44PCT	-6.21PCT
	泰胜风能	20.0%	19.6%	12.0%	9.9%	13.9%	12.3%	13.4%	1.38PCT	1.04PCT	-3.27PCT
	天能重工	23.7%	22.0%	7.6%	10.5%	22.0%	12.7%	12.7%	5.14PCT	-0.02PCT	-2.46PCT
	大金重工	31.5%	27.0%	25.2%	34.0%	31.0%	26.3%	35.9%	10.69PCT	9.61PCT	3.93PCT
	海力风电	5.0%	0.2%	8.1%	13.6%	15.1%	17.6%	15.2%	7.11PCT	-2.4PCT	10.2PCT
	合计	25.6%	21.8%	16.3%	14.5%	22.6%	18.2%	19.7%	3.43PCT	1.49PCT	-0.67PCT
铸锻零部件	日股份	21.8%	17.5%	14.8%	17.6%	15.5%	15.9%	17.5%	2.70PCT	1.58PCT	-0.90PCT
	广大特材	13.0%	14.8%	18.3%	19.7%	19.3%	21.8%	18.1%	-0.24PCT	-3.75PCT	4.31PCT
	恒润股份	4.7%	2.1%	1.6%	9.3%	12.3%	6.1%	9.1%	7.53PCT	3.03PCT	5.81PCT
	新强联	19.2%	12.0%	18.7%	22.1%	26.7%	29.8%	29.5%	10.8PCT	-0.2PCT	12.1PCT
	吉鑫科技	18.0%	19.4%	8.1%	18.7%	23.5%	28.6%	12.9%	4.75PCT	-15.71PCT	6.70PCT
	合计	15.8%	14.5%	14.7%	17.9%	19.0%	18.6%	18.7%	4.05PCT	0.09PCT	3.86PCT
叶片	中材科技	19.4%	17.7%	16.8%	15.2%	18.5%	21.1%	19.1%	2.27PCT	-2.05PCT	1.86PCT
	时代新材	16.9%	16.2%	15.6%	14.5%	15.6%	16.6%	14.1%	-1.44PCT	-2.46PCT	-0.84PCT
	合计	18.2%	17.0%	16.3%	14.8%	17.3%	19.3%	17.1%	0.77PCT	-2.26PCT	0.81PCT
电站	节能风电	54.9%	53.8%	46.0%	41.8%	50.8%	42.9%	31.8%	-14.2PCT	-11.1PCT	-9.0PCT
	嘉泽新能	61.7%	64.1%	59.6%	59.8%	60.8%	59.1%	52.1%	-7.54PCT	-7.03PCT	-4.27PCT
	龙源电力	39.9%	32.2%	32.3%	43.6%	42.6%	39.0%	34.9%	2.64PCT	-4.09PCT	4.02PCT
	合计	42.7%	36.6%	35.7%	44.2%	44.9%	40.9%	35.7%	-0.01PCT	-5.17PCT	2.22PCT
海缆	东方电缆	22.2%	22.5%	21.7%	9.5%	20.4%	16.3%	22.6%	0.86PCT	6.34PCT	-2.13PCT
	合计	22.2%	22.5%	21.7%	9.5%	20.4%	16.3%	22.6%	0.86PCT	6.34PCT	-2.13PCT

资料来源：ifind，国金证券研究所；注：整机、塔筒环节部分公司毛利率已调整成质保金计入营业成本后的同口径毛利率

## 2.2 分环节财务分析：Q3规模效应带动期间费用率下降

- 受益于收入增长以及各环节企业降本控费，剔除主轴及运营商环节外，其余各环节期间费用率均实现不同程度的下降，其中铸锻件、整机、叶片环节下降幅度较大。考虑到下半年风电需求大概率维持高增，预计2025年行业费用率有望保持下降。

图表：Q3行业期间费用率普遍下降

环节	简称	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比	累计同比
整机	金风科技	16.36%	8.94%	11.32%	9.01%	14.41%	5.76%	8.54%	-2.78PCT	2.78PCT	-2.83PCT
	明阳智能	11.27%	8.05%	7.96%	8.30%	6.81%	9.30%	6.85%	-1.11PCT	2.45PCT	-1.10PCT
	运达股份	7.85%	7.68%	7.65%	6.32%	9.08%	6.52%	6.97%	-0.68PCT	0.46PCT	-0.46PCT
	电气风电	48.91%	33.09%	21.28%	6.58%	33.29%	12.69%	18.55%	-2.77PCT	5.86PCT	-9.63PCT
	三一重能	25.39%	13.08%	11.82%	6.69%	20.87%	7.95%	9.23%	-2.59PCT	1.29PCT	-4.48PCT
	合计	14.87%	9.65%	10.56%	7.76%	12.29%	7.27%	8.37%	-2.18PCT	1.11PCT	-2.39PCT
主轴	金雷股份	17.07%	10.52%	9.03%	13.07%	9.59%	8.88%	9.51%	0.48PCT	0.63PCT	-1.82PCT
	通裕重工	5.75%	7.29%	6.57%	7.45%	7.09%	7.61%	8.09%	1.52PCT	0.49PCT	1.11PCT
	合计	7.50%	8.11%	7.26%	8.90%	7.75%	8.04%	8.55%	1.28PCT	0.51PCT	0.55PCT
塔筒桩基	天顺风能	8.11%	7.53%	7.65%	5.38%	9.45%	7.50%	6.41%	-1.24PCT	3.09PCT	-0.21PCT
	泰胜风能	10.36%	9.80%	6.93%	5.78%	11.88%	2.90%	5.94%	-0.98PCT	3.04PCT	-2.68PCT
	天能重工	9.78%	7.74%	8.21%	3.50%	7.91%	5.53%	5.06%	-3.14PCT	-0.47PCT	-2.62PCT
	大金重工	14.63%	10.30%	12.01%	15.22%	7.91%	11.39%	12.04%	0.03PCT	0.65PCT	-1.10PCT
	海力风电	25.31%	14.50%	5.97%	18.04%	8.84%	4.16%	3.63%	-2.33PCT	-0.5PCT	-5.79PCT
	合计	10.77%	9.17%	8.14%	7.92%	9.20%	6.44%	6.85%	-1.29PCT	0.41PCT	-1.93PCT
铸锻零部件	日月股份	11.70%	8.55%	9.11%	8.59%	7.27%	8.17%	8.11%	-1.00PCT	-0.06PCT	-1.58PCT
	广大特材	8.43%	8.17%	10.42%	12.44%	7.32%	8.44%	7.57%	-2.85PCT	-0.87PCT	-1.25PCT
	恒润股份	10.05%	11.70%	10.25%	8.08%	4.98%	5.13%	5.28%	-4.97PCT	0.15PCT	-5.45PCT
	新强联	6.96%	10.08%	6.10%	5.85%	6.52%	6.78%	4.84%	-1.26PCT	-1.9PCT	-1.6PCT
	吉鑫科技	6.81%	6.09%	7.58%	14.50%	5.89%	5.64%	6.06%	-1.52PCT	0.41PCT	-0.95PCT
	合计	9.12%	8.75%	8.79%	9.22%	6.65%	7.15%	6.53%	-2.26PCT	-0.62PCT	-2.06PCT
叶片	中材科技	12.57%	12.51%	12.50%	10.96%	13.18%	8.30%	10.33%	-2.17PCT	2.03PCT	-2.20PCT
	时代新材	12.59%	13.19%	12.06%	11.76%	13.28%	10.35%	10.06%	-2.00PCT	-0.29PCT	-1.56PCT
	合计	12.58%	12.80%	12.32%	11.35%	13.23%	9.11%	10.22%	-2.10PCT	1.11PCT	-1.94PCT
电站	节能风电	4.03%	4.00%	3.71%	4.81%	4.03%	4.75%	4.52%	0.81PCT	-0.2PCT	0.5PCT
	嘉泽新能	5.72%	5.50%	7.18%	14.63%	5.34%	2.56%	5.41%	-1.77PCT	2.85PCT	-1.71PCT
	龙源电力	1.24%	1.70%	2.00%	2.38%	1.88%	1.33%	2.02%	0.01PCT	0.69PCT	0.12PCT
	合计	1.78%	2.20%	2.54%	3.20%	2.38%	1.83%	2.55%	0.00PCT	0.72PCT	0.10PCT
海缆	东方电缆	9.30%	6.06%	6.82%	6.33%	7.66%	6.56%	6.30%	-0.52PCT	-0.26PCT	-0.22PCT
	合计	9.30%	6.06%	6.82%	6.33%	7.66%	6.56%	6.30%	-0.52PCT	-0.26PCT	-0.22PCT

资料来源：ifind，国金证券研究所；注：整机、塔筒环节销售费用已调整成质保金计入营业成本后的同口径销售费用；期间费用率=销售+管理+研发

## 2.2 分环节财务分析：存货进一步增加，合同负债阶段性下降

- 板块存货维持高位，看好年底行业装机延续高增。截至报告期末，整机、零部件等制造环节存货及合同负债规模均位于历史较高水平，其中整机、叶片、海缆环节存货规模环比Q2末进一步提升。
- 各环节合同负债环比略有下降，但同比仍然保持高增，结合行业存货规模环比继续提升，我们预计下游项目整体交付逐步加速，预计Q4行业装机有望保持高增。

图表：截至报告期末，各环节存货规模位于历史较高水平（亿元）

环节	简称	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比
整机	金风科技	174.63	191.88	215.50	148.28	169.33	189.29	216.50	0.5%	14.4%
	明阳智能	100.76	107.99	109.71	135.38	142.92	163.48	184.60	68.3%	12.9%
	运达股份	64.88	69.74	63.19	59.97	66.12	78.38	97.48	54.3%	24.4%
	电气风电	22.02	25.41	31.33	17.12	25.86	41.66	67.36	115.0%	61.7%
	三一重能	42.27	46.32	63.41	51.61	70.00	77.79	96.40	52.0%	23.9%
	合计	404.55	441.34	483.15	412.36	474.23	550.59	662.33	37.1%	20.3%
主轴	金雷股份	8.15	8.25	7.96	8.70	10.75	10.66	10.68	34.1%	0.1%
	通裕重工	31.75	33.20	34.12	30.88	30.36	30.96	31.83	-6.7%	2.8%
	合计	39.90	41.46	42.08	39.59	41.12	41.63	42.51	1.0%	2.1%
塔筒桩基	天顺风能	24.65	26.54	27.69	25.78	27.41	28.03	25.39	-8.3%	-9.4%
	泰胜风能	19.62	19.81	21.40	18.88	21.65	24.37	23.50	9.8%	-3.6%
	天能重工	12.94	13.57	17.78	15.66	17.68	19.87	24.59	38.3%	23.7%
	大金重工	18.67	20.04	21.66	20.84	18.58	23.73	22.43	3.6%	-5.5%
	海力风电	11.51	16.63	16.91	20.53	24.31	20.60	15.86	-6.2%	-23.0%
	合计	87.39	96.59	105.44	101.70	109.64	116.59	111.77	6.0%	-4.1%
铸锻零部件	日月股份	8.46	10.61	11.29	12.25	14.91	12.00	11.39	0.9%	-5.1%
	广大特材	20.08	21.08	21.47	23.53	24.00	25.18	25.62	19.3%	1.7%
	恒润股份	5.97	6.44	7.25	6.07	6.25	8.74	7.12	-1.8%	-18.4%
	新强联	10.24	10.64	9.66	8.37	10.28	11.27	10.48	8.5%	-7.0%
	吉鑫科技	2.72	2.76	2.40	2.55	2.54	2.77	2.79	16.3%	0.9%
	合计	47.48	51.54	52.07	52.76	57.98	59.96	57.40	10.2%	-4.3%
叶片	中材科技	49.09	45.76	41.74	35.85	48.20	48.90	53.50	28.2%	9.4%
	时代新材	22.86	23.74	28.18	21.35	27.60	36.87	43.03	52.7%	16.7%
	合计	71.94	69.50	69.92	57.20	75.80	85.76	96.53	38.1%	12.6%
电站	节能风电	1.32	1.29	1.33	1.15	1.32	1.31	1.27	-4.2%	-3.3%
	嘉泽新能	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-
	龙源电力	8.41	9.53	6.06	4.28	4.30	4.52	4.52	-25.3%	0.0%
	合计	9.73	10.82	7.38	5.43	5.62	5.84	5.79	-21.5%	-0.7%
海缆	东方电缆	23.33	18.67	17.69	18.34	22.59	31.17	36.27	105.0%	16.4%
	合计	23.33	18.67	17.69	18.34	22.59	31.17	36.27	105.0%	16.4%



## 2.2 分环节财务分析：存货进一步增加，合同负债阶段性下降

- 板块存货维持高位，看好年底行业装机延续高增。截至报告期末，整机、零部件等制造环节存货及合同负债规模均位于历史较高水平，其中整机、叶片、海缆环节存货规模环比Q2末进一步提升。
- 各环节合同负债环比略有下降，但同比仍然保持高增，结合行业存货规模环比继续提升，我们预计下游项目整体交付逐步加速，预计Q4行业装机有望保持高增。

图表：Q3板块合同负债阶段略有下降（亿元）

环节	简称	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比
整机	金风科技	112.71	107.49	152.37	181.81	212.02	202.50	199.35	30.8%	-1.6%
	明阳智能	84.94	82.05	84.60	92.90	85.93	90.22	82.45	-2.5%	-8.6%
	运达股份	51.65	53.66	67.73	68.61	80.15	85.76	86.20	27.3%	0.5%
	电气风电	7.48	15.74	22.69	22.17	37.40	49.21	53.01	133.6%	7.7%
	三一重能	33.44	37.21	50.67	61.23	67.79	76.56	74.41	46.9%	-2.8%
	合计	290.23	296.15	378.06	426.71	483.28	504.26	495.42	31.0%	-1.8%
主轴	金雷股份	0.34	0.28	0.14	0.04	0.13	0.09	0.09	-36.7%	0.1%
	通裕重工	0.95	1.67	1.32	1.46	1.06	2.00	2.01	52.9%	0.7%
	合计	1.30	1.95	1.46	1.50	1.19	2.09	2.10	44.1%	0.7%
塔筒桩基	天顺风能	7.94	8.99	8.33	6.44	7.57	8.13	6.11	-26.7%	-24.9%
	泰胜风能	4.74	4.30	4.05	3.27	4.23	6.27	5.71	41.1%	-8.9%
	天能重工	2.67	2.83	3.25	3.63	4.02	5.41	5.10	56.7%	-5.8%
	大金重工	9.88	13.14	16.84	13.89	14.89	15.10	16.84	0.0%	11.5%
	海力风电	1.57	2.34	3.19	6.81	7.24	3.79	3.56	11.5%	-6.2%
	合计	26.80	31.60	35.66	34.04	37.95	38.71	37.32	4.7%	-3.6%
铸锻零部件	日月股份	0.13	0.67	0.35	0.06	1.94	3.48	2.79	696.5%	-19.7%
	广大特材	0.24	0.13	0.15	0.52	0.17	0.15	0.16	4.0%	9.8%
	恒润股份	0.05	0.04	0.02	0.07	0.11	0.12	0.32	1779.1%	166.2%
	新强联	0.15	0.05	0.07	0.09	0.06	0.06	0.08	13.2%	27.3%
	吉鑫科技	0.32	0.07	0.05	0.23	0.41	1.16	0.67	1332.7%	-42.0%
	合计	0.89	0.95	0.64	0.97	2.69	4.97	4.03	532.8%	-19.0%
叶片	中材科技	7.38	9.36	9.06	7.06	5.30	5.82	5.62	-37.9%	-3.3%
	时代新材	0.92	1.63	1.48	0.92	1.59	1.97	1.56	5.6%	-20.7%
	合计	8.30	10.98	10.54	7.98	6.89	7.79	7.19	-31.8%	-7.7%
电站	节能风电	0.01	0.01	0.04	0.03	0.00	0.05	0.02	-36.8%	-50.2%
	嘉泽新能	0.23	0.22	0.21	0.20	0.22	0.21	0.20	-	-
	龙源电力	2.30	2.37	0.59	1.03	1.14	1.06	1.07	80.9%	1.1%
	合计	2.54	2.60	0.84	1.25	1.36	1.32	1.29	53.8%	-1.7%
海缆	东方电缆	9.90	2.92	8.59	11.48	8.95	16.74	15.72	83.1%	-6.1%
	合计	9.90	2.92	8.59	11.48	8.95	16.74	15.72	83.1%	-6.1%

资料来源：ifind，国金证券研究所



## 2.2 分环节财务分析：管桩、运营商环节经营性现金流大幅提升

- 管桩、运营商环节经营性现金流明显改善。运营商环节经营性现金流大幅提升，主要受益于三季度可再生电费补贴回款较去年同期大幅增加，预计后续项目投资决策有望加速。
- 整机环节现金流同比略有下降，预计主要受年底抢装备货，原材料采购加速影响，前三季度整机板块经营性现金流普遍大幅改善，行业需求高增下项目回款速度明显加快。

图表：整机环节经营性现金流明显改善（亿元）

环节	简称	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比净增	累计同比净增
整机	金风科技	-60.5	-21.0	16.4	88.2	-16.4	-13.1	23.2	6.7	58.7
	明阳智能	-16.7	-28.8	-0.8	22.3	-21.8	-13.3	-14.2	-13.4	-2.9
	运达股份	-14.1	-3.9	10.7	27.6	-3.0	-6.2	9.6	-1.1	7.7
	电气风电	-17.9	-7.4	1.8	23.9	2.0	0.2	-8.3	-10.1	17.4
	三一重能	-14.6	-13.5	-4.0	28.1	1.7	-12.6	-0.7	3.3	20.4
	合计	-123.8	-74.5	24.1	190.2	-37.4	-45.1	9.6	-14.5	101.3
主轴	金雷股份	-0.1	1.2	1.1	1.0	-3.7	1.5	-0.6	-1.8	-5.1
	通裕重工	0.4	0.5	0.4	1.0	0.5	0.6	0.3	-0.1	0.2
	合计	0.4	1.6	1.5	2.0	-3.2	2.2	-0.3	-1.9	-4.9
塔筒桩基	天顺风能	5.0	0.2	1.1	-0.3	0.8	1.4	0.8	-0.3	-3.4
	泰胜风能	-8.4	0.0	0.5	4.1	-1.1	0.9	2.9	2.4	10.5
	天能重工	1.6	-1.2	0.7	3.5	-0.6	0.7	2.9	2.2	1.8
	大金重工	-1.0	3.4	3.0	5.3	-2.8	5.2	12.7	9.7	9.6
	海力风电	-1.7	-1.4	2.9	1.1	-1.7	-4.0	0.1	-2.8	-5.4
	合计	-4.4	1.1	8.2	13.6	-5.5	4.1	19.3	11.1	13.1
铸锻零部件	日月股份	-4.2	2.2	-0.9	1.3	-3.1	0.8	7.8	8.8	8.5
	广大特材	-2.7	-1.5	-2.4	3.9	-2.5	-0.9	-0.5	1.9	2.6
	恒润股份	-0.5	0.2	-0.1	-0.7	0.4	-1.5	0.2	0.2	-0.6
	新强联	2.8	0.1	0.9	0.6	1.0	0.0	-0.2	-1.1	-3.1
	吉鑫科技	1.0	1.0	0.2	1.0	0.3	0.9	0.3	0.2	-0.6
	合计	-3.6	2.0	-2.2	6.1	-3.8	-0.8	7.7	9.9	6.9
叶片	中材科技	-17.6	17.4	19.1	17.1	-2.9	22.7	16.4	-2.8	17.3
	时代新材	-9.1	8.0	3.0	9.5	-6.5	13.9	-4.3	-7.3	1.2
	合计	-26.6	25.4	22.1	26.6	-9.4	36.7	12.0	-10.0	18.5
电站	节能风电	7.7	7.8	10.0	8.0	7.5	6.8	17.3	7.3	6.1
	嘉泽新能	2.3	3.5	6.3	5.8	2.9	3.6	15.2	8.9	9.7
	龙源电力	34.2	35.3	28.1	73.0	27.0	39.8	91.1	63.0	60.2
	合计	44.2	46.6	44.4	86.8	37.4	50.2	123.6	79.2	76.0
海缆	东方电缆	0.0	4.8	-2.0	8.3	-4.3	11.5	-3.9	-2.0	0.4
	合计	0.0	4.8	-2.0	8.3	-4.3	11.5	-3.9	-2.0	0.4

## 2.2 分环节财务分析：海风产业链资本开支持续提升

- 海缆、管桩资本开支持续提升，整机及零部件明显放缓。受益于“十五五”海风需求预期提升，海风产业链海缆、管桩环节三季度及年内资本开支保持较快增长，头部企业加速布局重点沿海市场，从而保障后续订单获取。

图表：海缆、管桩、运营商资本开支持续提升（亿元）

环节	简称	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	同比	环比	累计同比
整机	金风科技	7.18	16.6	19.8	33.1	6.99	18.5	23.0	16.2%	24.4%	11.2%
	明阳智能	25.63	5.3	19.8	5.7	7.61	15.0	5.6	71.6%	-62.5%	-44.4%
	运达股份	2.53	6.2	3.9	3.0	3.18	10.2	8.3	109.4%	-19.3%	70.7%
	电气风电	1.33	1.6	1.8	0.7	0.64	0.2	0.9	51.8%	265.8%	-63.3%
	三一重能	6.74	2.8	5.1	4.5	3.98	3.5	2.4	52.3%	-30.0%	-32.6%
	合计	43.4	32.6	50.4	47.0	22.4	47.4	40.2	20.3%	-15.2%	-13.0%
主轴	金雷股份	0.70	0.7	1.1	1.4	0.73	0.5	-0.1	-12.2%	-129.0%	-58.0%
	通裕重工	0.57	0.4	0.7	1.5	0.08	0.1	0.1	82.4%	82.4%	-83.5%
	合计	1.3	1.1	1.8	2.9	0.8	0.5	0.0	-100.3%	-100.9%	-68.3%
塔筒桩基	天顺风能	1.54	3.1	1.9	2.2	4.41	6.9	6.7	248.6%	-2.7%	174.4%
	泰胜风能	0.79	0.4	1.0	0.6	0.56	1.2	0.6	43.2%	-51.9%	4.6%
	天能重工	0.60	0.7	0.2	0.9	0.56	0.3	0.6	166.7%	86.5%	-0.5%
	大金重工	0.56	1.2	1.5	5.2	4.12	3.9	5.0	224.3%	28.5%	298.5%
	海力风电	2.47	0.8	2.2	2.5	2.12	1.0	0.9	59.0%	-9.3%	-26.0%
	合计	6.0	6.1	6.9	11.4	11.8	13.3	13.8	100.3%	3.9%	104.6%
铸锻零部件	日月股份	3.20	1.3	0.8	2.3	1.16	1.6	0.6	21.3%	-61.0%	-35.3%
	广大特材	1.26	1.0	1.3	1.3	0.19	0.1	0.5	58.4%	445.7%	-76.7%
	恒润股份	0.44	0.3	0.7	0.6	0.21	-0.1	0.4	扭亏	-446.9%	-64.6%
	新强联	2.42	2.4	1.5	1.0	1.34	0.8	1.2	21.1%	51.0%	扭亏
	吉鑫科技	0.06	0.0	0.1	0.1	0.04	0.0	0.1	13.5%	183.4%	-9.0%
	合计	7.4	5.0	4.4	5.3	2.9	2.5	2.9	34.2%	18.0%	-50.7%
叶片	中材科技	16.36	16.3	8.2	4.8	7.60	7.7	8.1	-0.9%	5.3%	-42.6%
	时代新材	0.71	2.8	2.0	6.9	1.49	3.1	1.8	13.5%	-43.7%	16.3%
	合计	17.1	19.1	10.2	11.6	9.1	10.9	9.9	-3.4%	-8.9%	-35.6%
电站	节能风电	7.22	6.4	8.1	10.2	6.87	6.8	4.8	40.7%	-29.8%	-15.0%
	嘉泽新能	3.00	3.2	2.9	3.9	2.18	2.7	3.2	10.9%	16.4%	-10.6%
	龙源电力	64.93	55.5	28.1	120.2	51.62	71.9	56.3	100.5%	-21.7%	21.1%
	合计	75.1	65.0	39.0	134.3	60.7	81.5	64.2	64.7%	-21.1%	15.2%
海缆	东方电缆	1.54	1.2	1.6	1.7	1.29	1.8	2.2	35.7%	24.4%	20.4%
	合计	1.5	1.2	1.6	1.7	1.3	1.8	2.2	35.7%	24.4%	20.4%

# 3 投资建议

---

- 25Q3行业收入、盈利进一步向上，需求量价持续超预期背景下，重点推荐三条更具盈利弹性的主线：
  - 1) 受益于国内风机量价持续超预期、两海收入结构提升驱动盈利趋势性改善的整机环节，重点推荐：金风科技、运达股份、明阳智能、三一重能等；
  - 2) 受益于“两海”需求高景气、海外订单外溢，盈利有望向上的海缆、基础环节，重点推荐：大金重工、东方电缆、海力风电，建议关注：中天科技、泰胜风能、天顺风能；
  - 3) 受益于供需紧张提价落地，需求释放下业绩弹性可观的铸锻件、叶片环节，重点推荐：金雷股份、日月股份、时代新材；建议关注：新强联等。

图表：风电板块标的估值表

证券代码	名称	总市值 (亿元)	2024	2025E		2026E		2027E	
			归母净利润 (亿元)	归母净利润 (亿元)	PE	归母净利润 (亿元)	PE	归母净利润 (亿元)	PE
002487.SZ	大金重工*	321	4.7	12.1	27	16.0	20	25.9	12
301155.SZ	海力风电*	186	0.7	6.6	28	9.3	20	11.8	16
603218.SH	日月股份*	150	6.2	6.8	22	8.4	18	9.7	15
603606.SH	东方电缆*	431	10.1	15.4	28	20.5	21	25.5	17
300443.SZ	金雷股份*	94	1.7	4.4	22	5.7	16	6.9	14
601615.SH	明阳智能*	344	3.5	19.2	18	27.0	13	33.9	10
688349.SH	三一重能*	347	18.1	17.6	20	25.4	14	30.6	11
002202.SZ	金风科技*	635	18.6	35.9	18	58.4	11	74.8	8
300772.SZ	运达股份*	144	4.6	5.5	26	13.2	11	18.5	8
300129.SZ	泰胜风能	79	1.8	3.0	27	4.0	20	4.9	16
300850.SZ	新强联	219	0.7	6.9	31	8.8	25	10.6	21
605305.SH	中际联合	95	3.1	4.9	19	6.0	16	7.3	13
002531.SZ	天顺风能	138	2.0	4.9	28	9.0	15	11.6	12
002080.SZ	中材科技	581	8.9	19.4	30	25.6	23	31.9	18
601016.SH	节能风电	199	13.3	10.3	19	11.6	17	12.6	16
001289.SZ	龙源电力	1068	63.5	65.0	16	71.1	15	77.3	14
平均值					24		17		14
中位数					22		16		14

资料来源：iFind，国金证券研究所；带“\*”星号“公司采用国金证券盈利预测，其余公司采用iFind一致盈利预期，股价采用2025/11/3收盘价



# 4 风险提示

---

- **大宗商品价格波动风险**：现阶段大宗商品价格呈一定不确定性，有一定概率继续上升，会对风电产业链造成不利影响。
- **下游装机不及预期**：由于风电尤其是海风并网需要较多审批手续，若相关项目审批出现问题或延期，则有可能造成行业需求不及预期。
- **政策风险**：存在因各国风电等相关新能源政策收缩带动风电产业链需求下降风险。



# 特别声明

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题