



中国五矿

五矿证券  
MINMETALS SECURITIES

# 25Q3风电业绩总结：盈利趋势向好 “两海”指引方向

五矿证券研究所 新能源行业

分析师：蔡紫豪

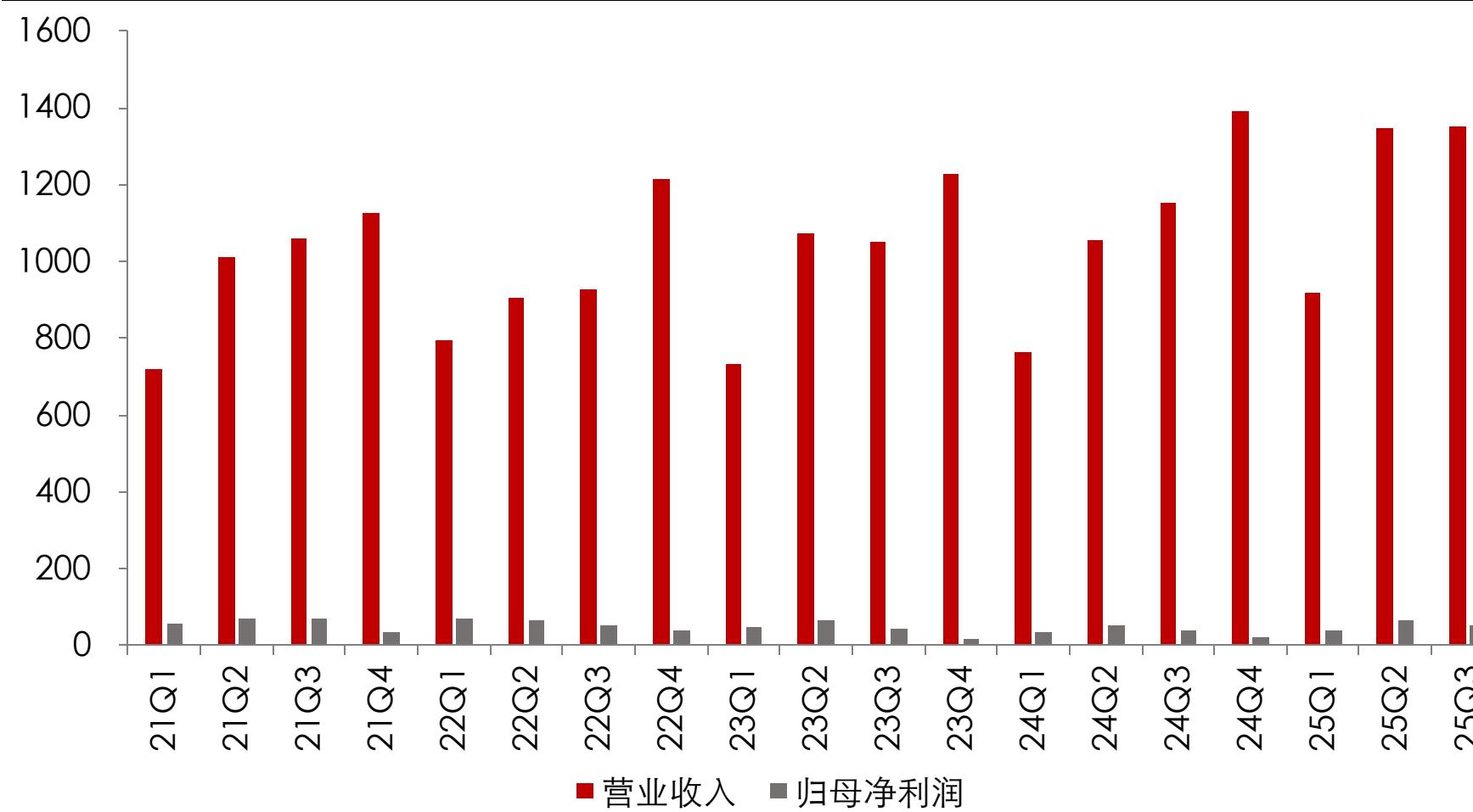
登记编码：S0950523070002

电话：0755-23375760

邮箱：caizihao@wkzq.com.cn

## 25Q3风电行业收入利润基本持平，盈利能力略微下降

图表1：25Q3风电行业营收和利润环比基本持平

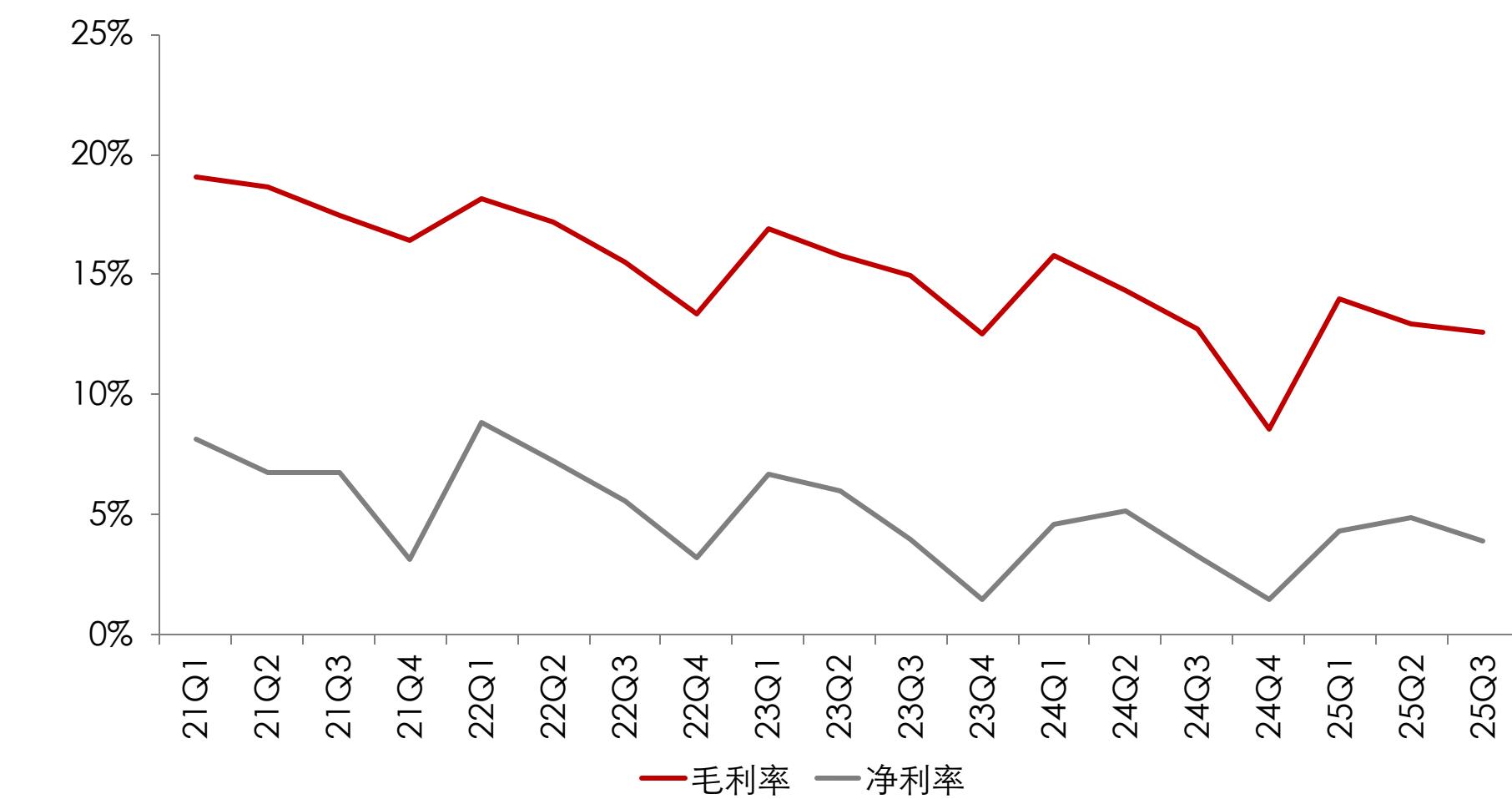


资料来源：Wind，五矿证券研究所

□ 收入利润：25Q3风电行业收入和利润规模环比基本持平，同比分别增长17%和40%，维持同比高增速。

□ 盈利能力：毛利率和净利率环比有所下滑，整体基本维持稳定。

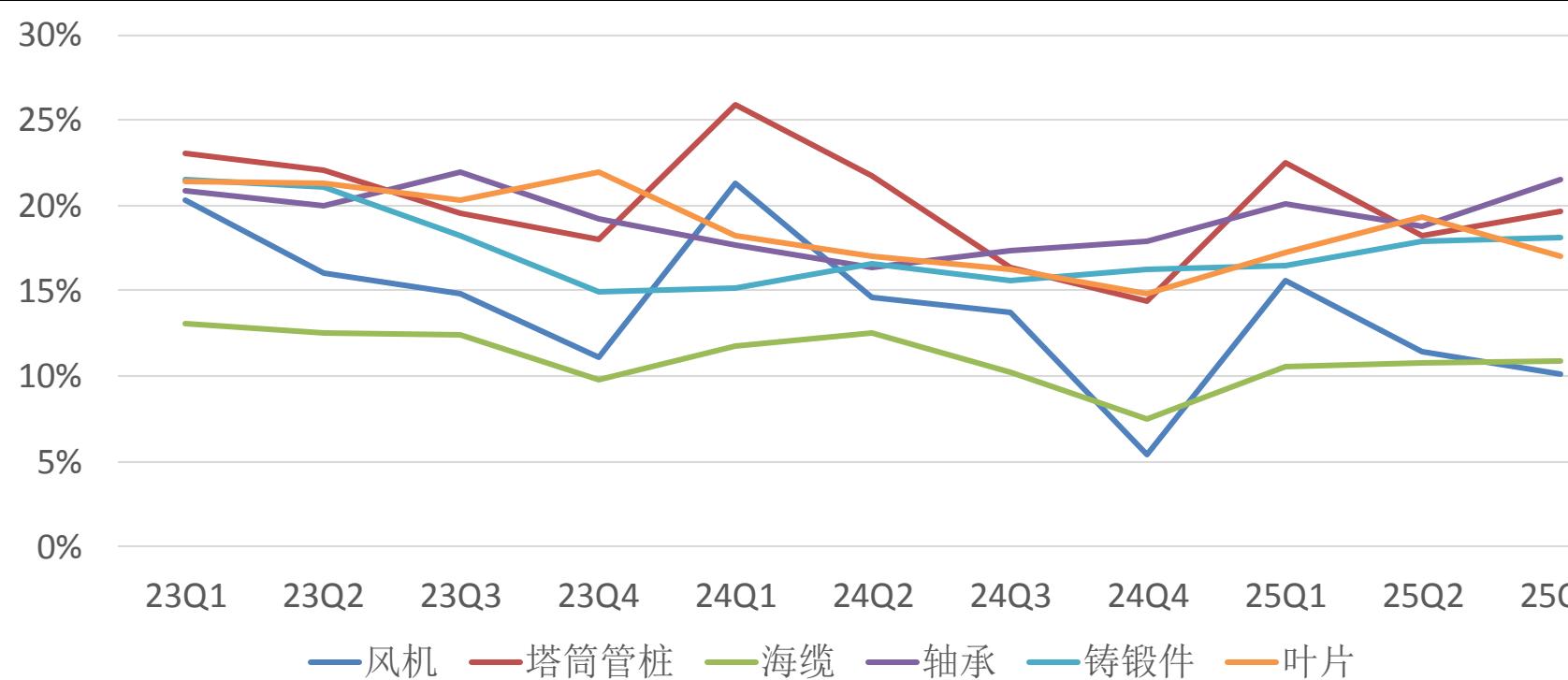
图表2：25Q3风电行业盈利能力环比略有下滑



资料来源：Wind，五矿证券研究所

## 25Q3轴承、风机环节盈利能力环比回升

图表3：25Q3风电各环节毛利率变化

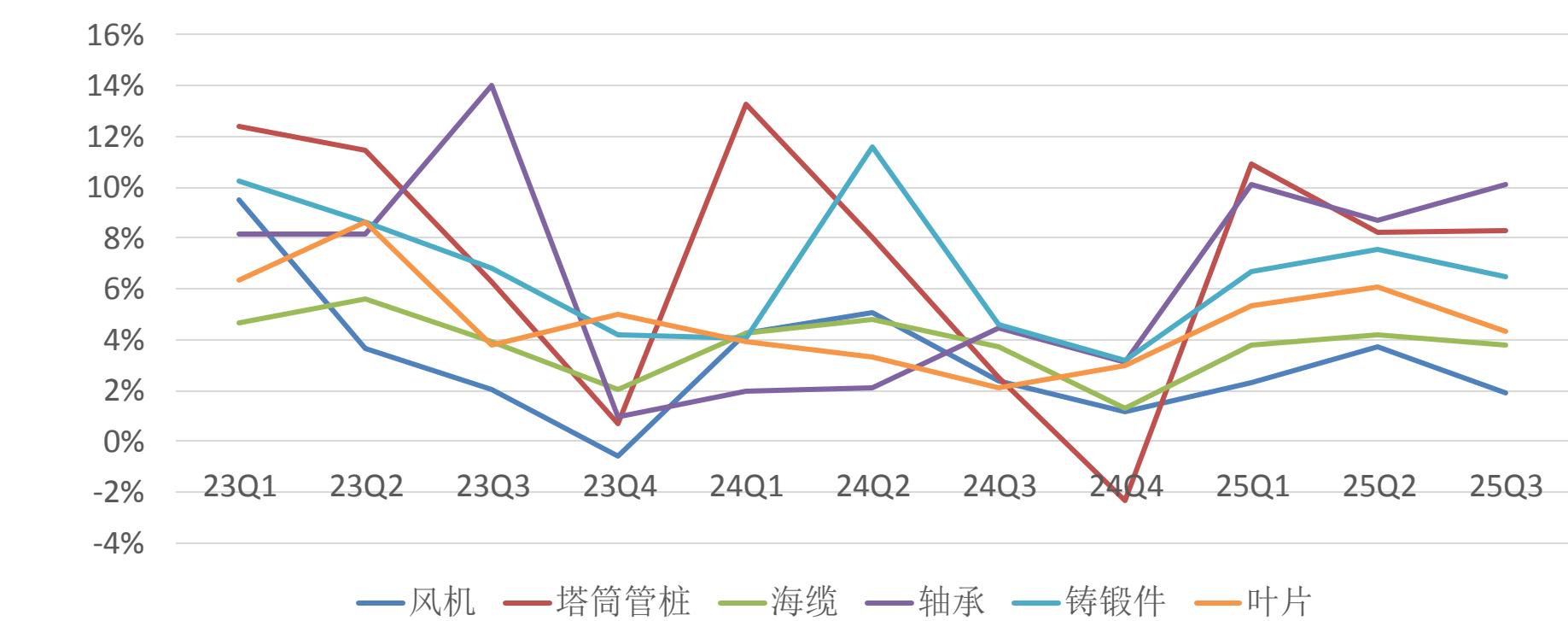


资料来源：Wind, 五矿证券研究所

□ 细分环节来看，25Q3轴承、塔筒管桩等环节毛利率改善，但是净利率仅轴承环节好转，主要得益于新强联25Q3净利率改善。

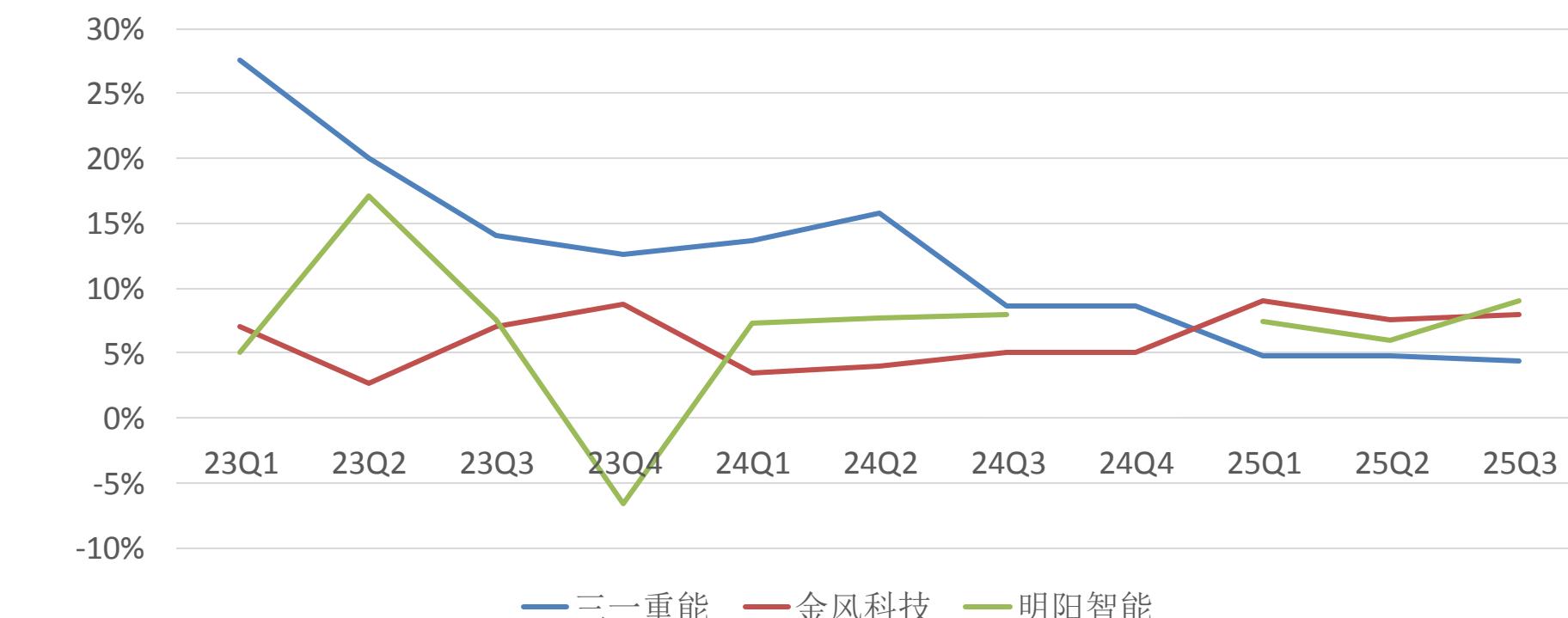
□ 风机环节毛利率净利率均环比下滑，主要因电气风电盈利能力持续恶化，部分风机企业风机制造业务盈利能力环比回升。

图表4：25Q3风电各环节净利率变化



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表5：主要风机企业风机毛利率



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

## 25Q3合同负债及存货维持高水平

图表6：25Q3风电行业合同负债维持高位（亿元）



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表7：25Q3风电行业存货环比提升（亿元）

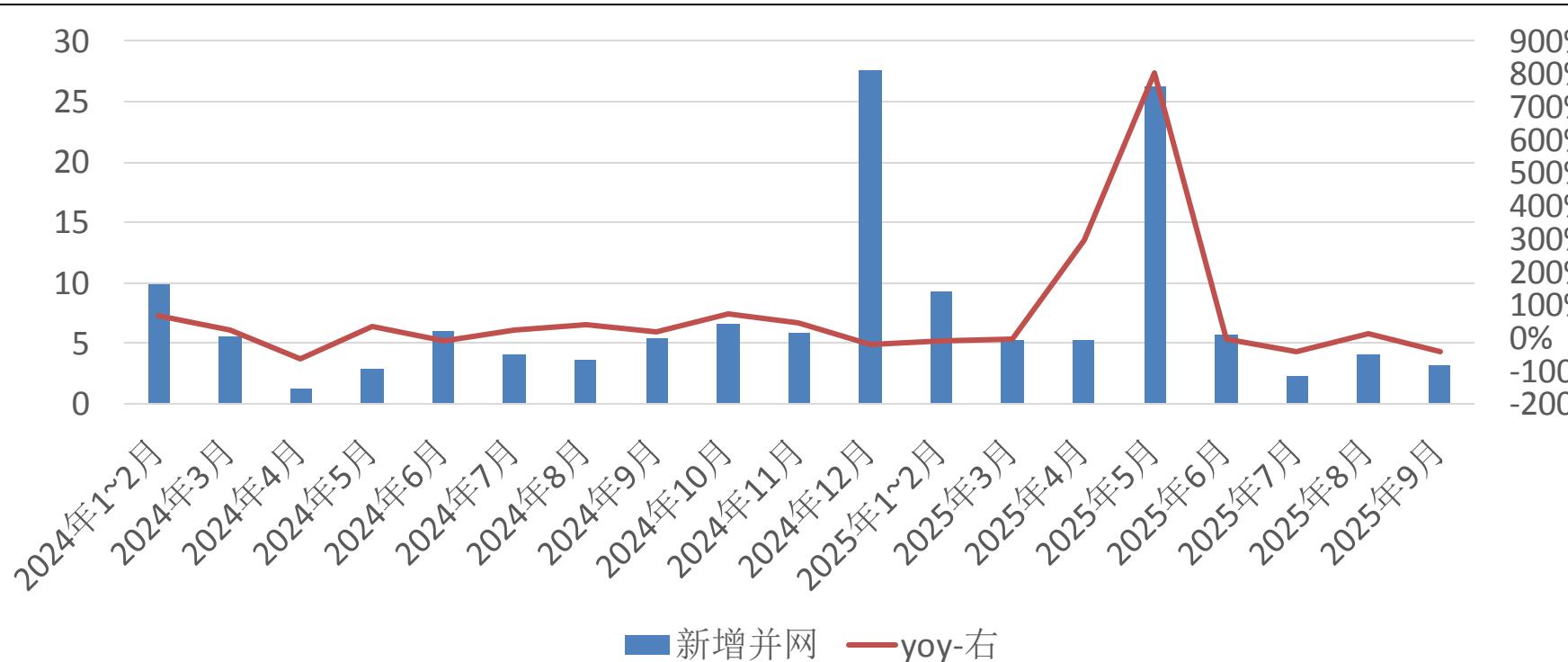


资料来源：Wind, 五矿证券研究所

- 合同负债：25Q3行业合同负债维持高位，同比增长26%，订单依然饱满。
- 存货：近三个季度，行业存货水平环比持续增长，结合合同负债表现，我们预计行业订单交付依然维持较好水平。

## 需求：海风增速更为可观，陆风发展相对平缓

图表8：25Q3风电并网环比下滑（GW）



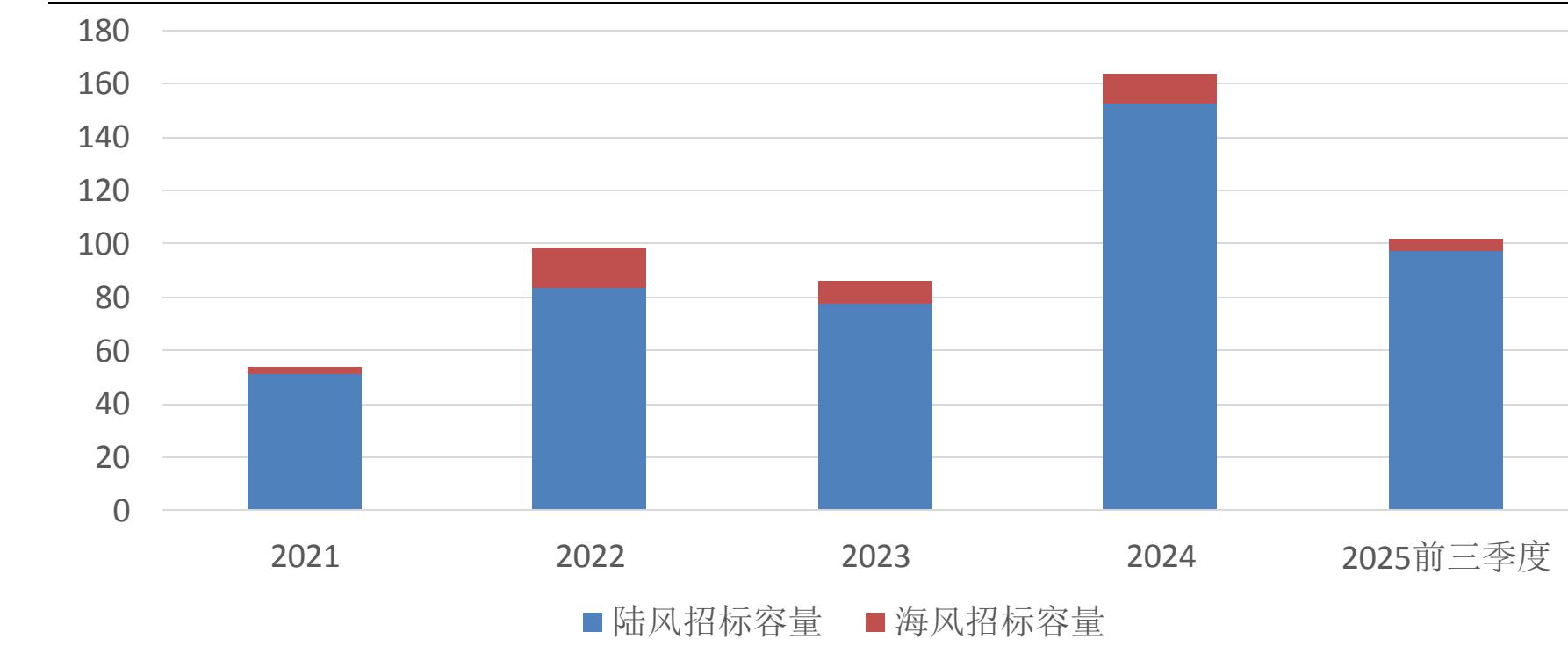
资料来源：Wind, 五矿证券研究所

□ **装机**：25Q3国内风机装机6.5GW，同环比均明显下滑，主要因25Q2集中抢装后竞价与电价不确定性较大，需求进入观望状态所致。

□ **招标**：2025年前三季度风电招标102.1GW，同比略下滑但依然维持较高水平，支撑2026年风电装机。

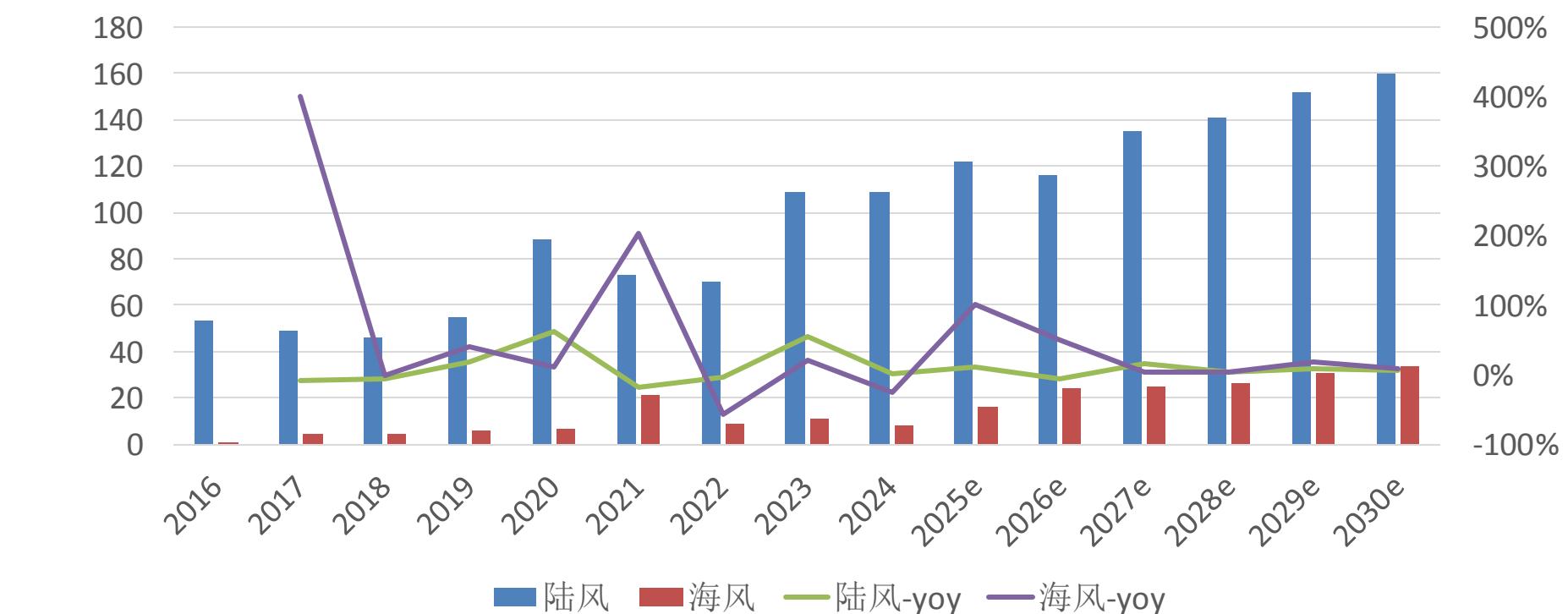
□ 中长期来看，根据GWEC，未来全球海上风电增速较高，是风电增长的重要方向。

图表9：国内风电招标情况（GW）



资料来源：金风科技，五矿证券研究所

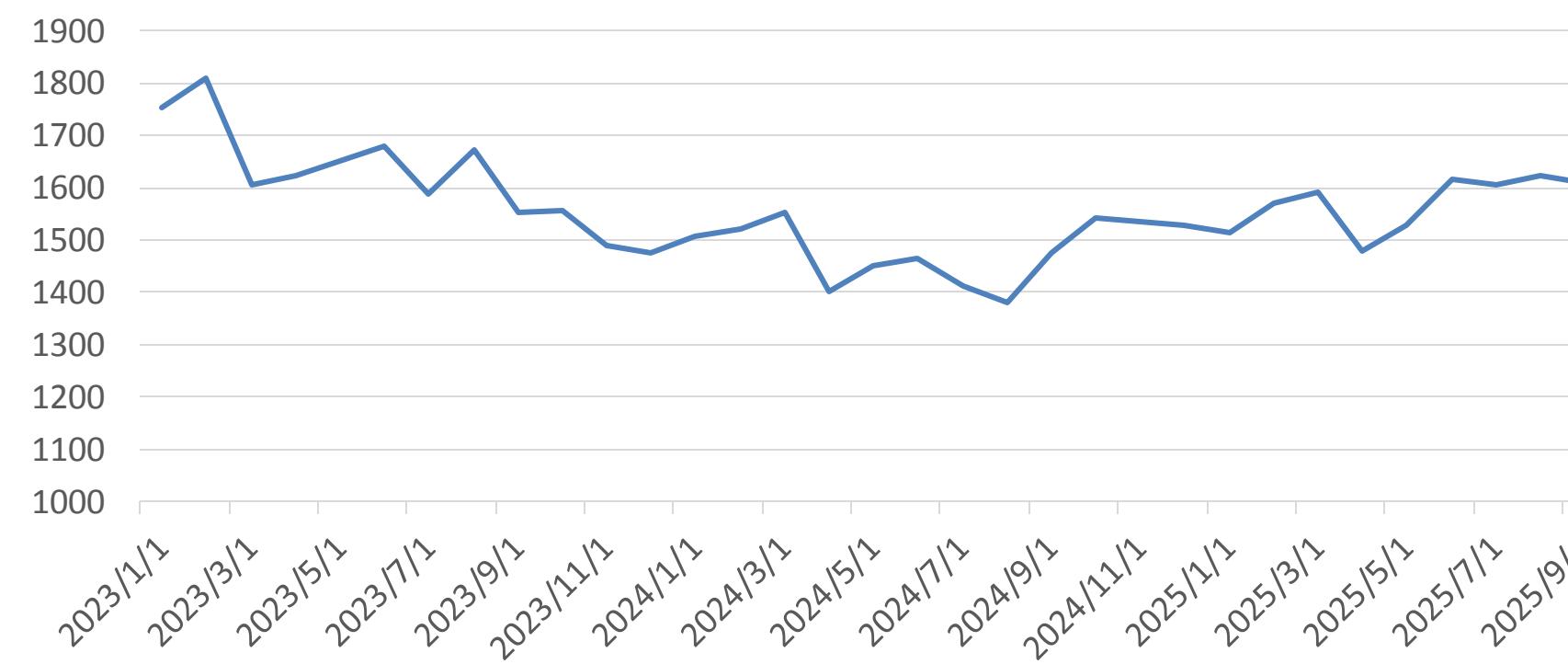
图表10：全球风电装机预测（GW）



资料来源：GWEC, 五矿证券研究所

## 供给：价格底部已现，盈利逐步修复

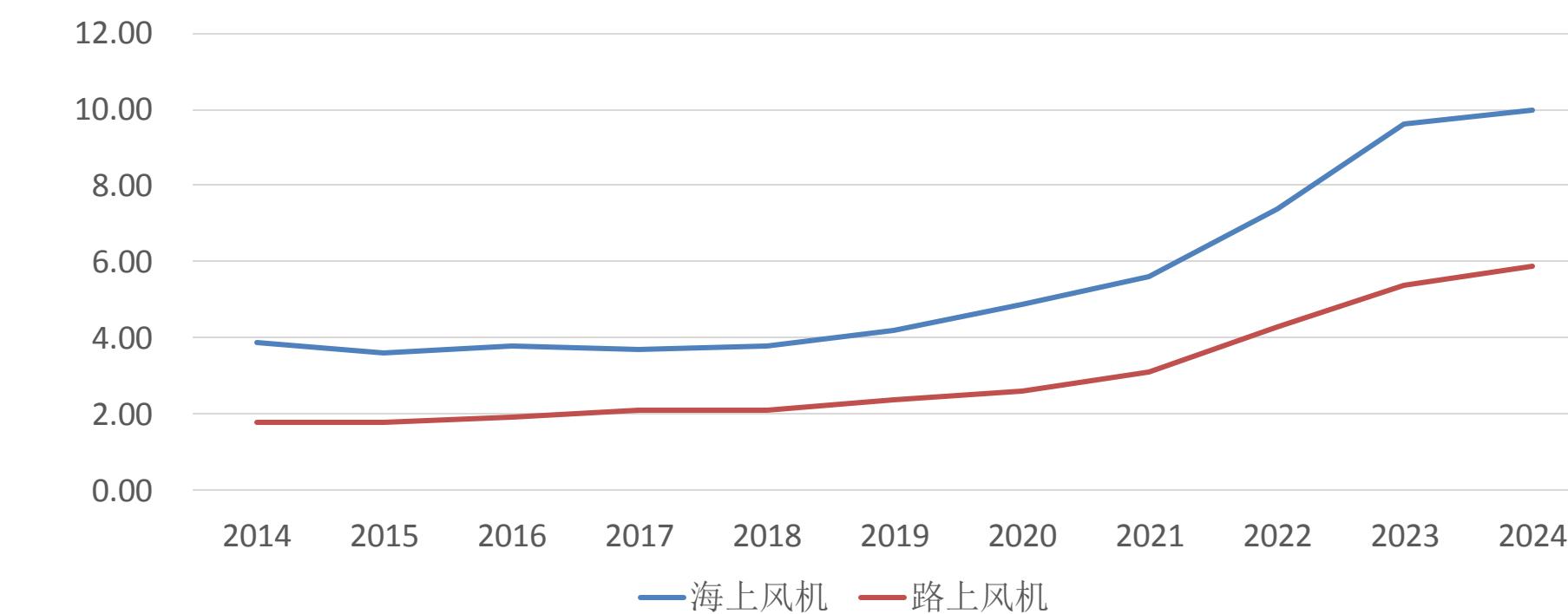
图表11：24Q3以来风机投标价格逐步回升（元/kW）



资料来源：金风科技，五矿证券研究所

□ **行业盈利逐步反弹**：24Q3反内卷以来，风机投标价格持续回升，风机环节盈利逐步向好，已体现在部分企业报表端。同时，风机大型化趋势趋缓，风机也随之减少；零部件方面，25年主要零部件谈判价格上行，叠加原材料价格下降，对零部件环节盈利带来支撑。

图表12：风机大型化趋势趋缓（MW/台）



资料来源：CWEA，五矿证券研究所

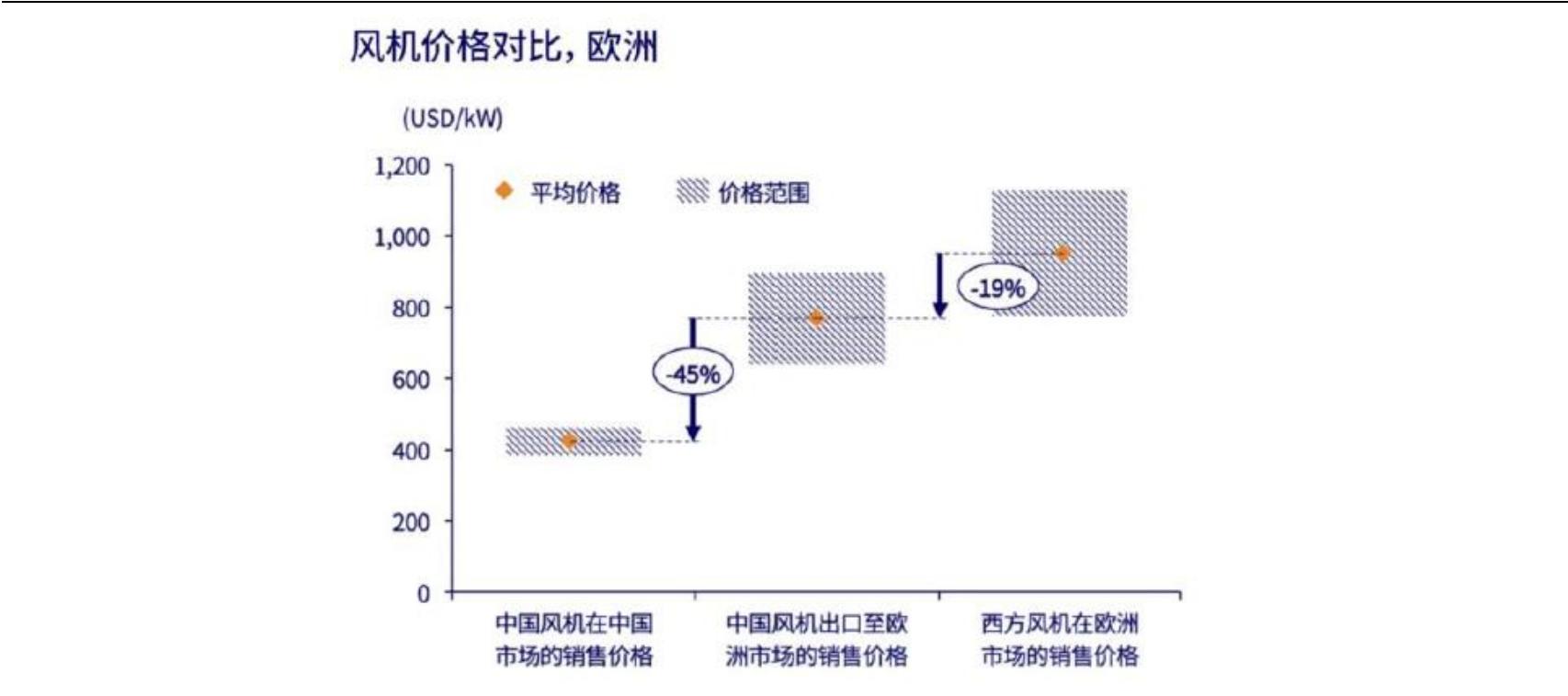
图表13：原材料价格持续走低（元/吨）



资料来源：Wind，五矿证券研究所

## 供给：出海带来盈利增厚

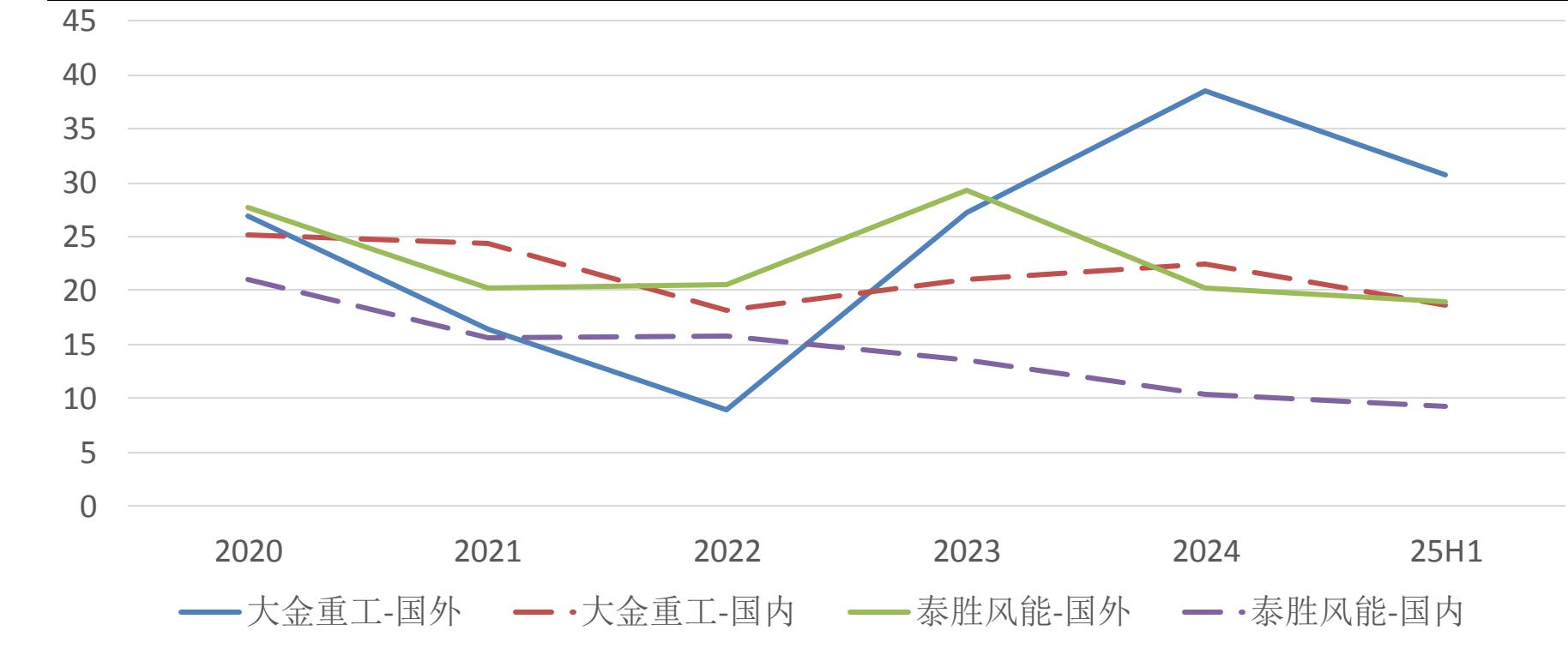
图表14：欧洲风机价格高于国内



资料来源：Woodmac, 五矿证券研究所

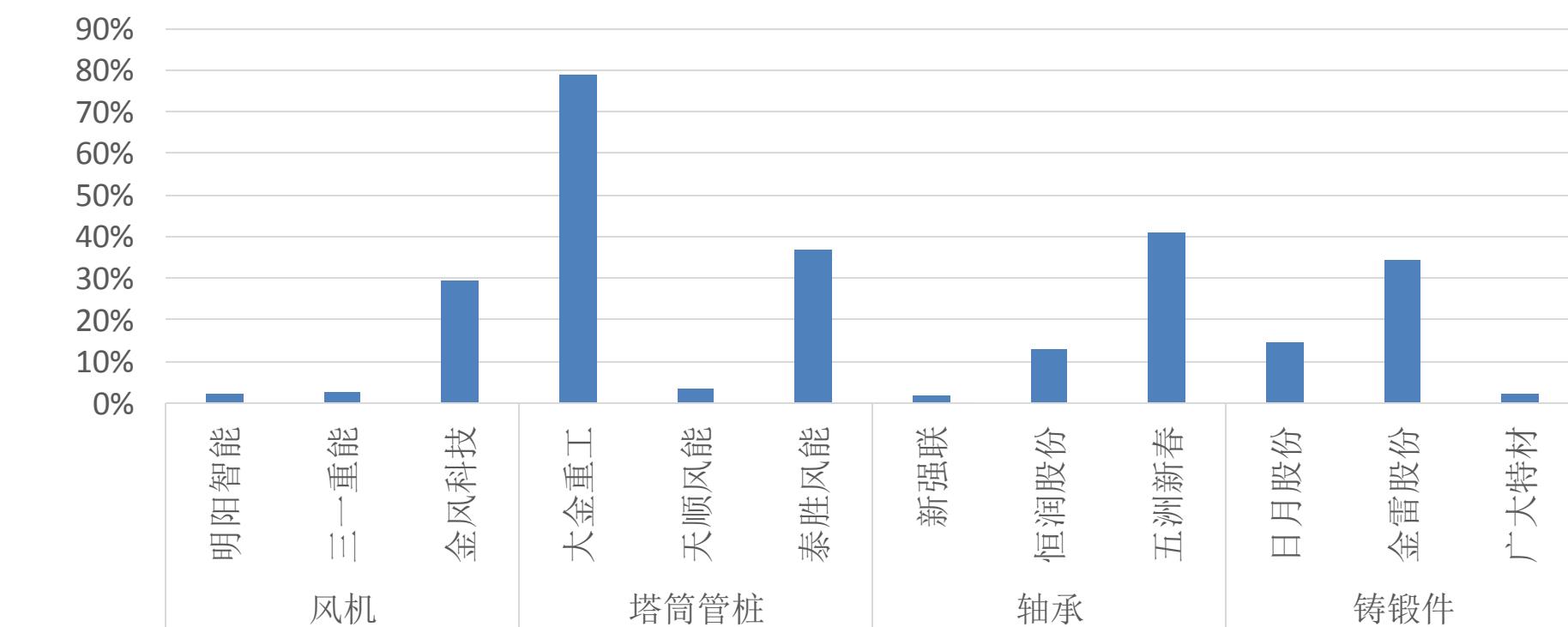
- 海外产品价格更高，盈利更好：从Woodmac给出的风机价格对比可以看出，国内风机出口可以明显获得溢价；塔筒企业海外收入毛利率也明显好于国内业务毛利率。
- 目前塔筒企业海外收入占比较高，对业绩支撑更为明显。

图表15：塔筒企业海外毛利率更高 (%)



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

图表16：主要风电企业海外收入占比



资料来源：Wind, 五矿证券研究所

## 报告要点：盈利趋势向好，“两海”指引方向

- **2025年三季报**：从主要财务指标来看，25Q3风机制造及轴承环节出现盈利改善，风机价格持续小幅回升。行业合同负债及库存水平维持高位，支撑未来行业需求。
- **需求上**：25Q3国内风电装机同环比均有下滑，主要是25Q2抢装后需求处于观望期。中长期来看，全球陆上风电稳步增长，支撑主要新增装机量，海上风电增速更快带来增量贡献。
- **盈利上**：风机投标价格持续反弹，叠加反内卷成效及大型化的减缓，风机价格持续修复。海外市场单价高盈利好，出口企业及海外产能布局企业有望获得持续盈利提升。
- **观点**：看好海上风电及海外收入占比持续提升的企业，风机、塔筒、零部件等符合条件的企业均有望受益。

## 风险提示

- 电力需求减弱，导致风电发电企业电价不及预期。
- 电源结构发生超预期变化导致风电需求减弱。
- 反内卷力度不及预期，厂商恶性竞争加重。
- 全球贸易保护加剧，本土化产能布局要求提升，出口及海外建厂风险提高。
- 零部件谈价格不及预期。

# Thank you

五矿证券研究所

上海

上海市浦东新区富城路99号震旦国际大厦30楼  
邮编：200120

深圳

深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层  
邮编：518035

北京

北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F  
邮编：100010

## 免责声明

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：(i) 本报告所采用的数据均来自合规渠道；(ii) 本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；(iii) 本报告结论不受任何第三方的授意或影响；(iv) 不存在任何利益冲突；(v) 英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上；
	增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间；
	持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
	卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
	无评级	对于个股未来6个月的市场表现与基准指数相比无明确观点。
股票评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何形式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

### 特别申明

在法律许可的情况下，五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到五矿证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。