



中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告·公司动态报告

被显著低估的欧洲海风安装运维龙头

——Cadeler (CDLR.N) 首次覆盖报告

分析师：朱玥
zhuyue@csc.com.cn
SAC编号：S1440521100008
SFC 编号：BTM546

分析师：陈思同
chensitong@csc.com.cn
SAC编号：S1440522080006

发布日期：2025年12月3日

Cadeler：欧洲海风安装运维龙头，当前估值显著偏低

Cadeler总部位于丹麦，主要从事海上风电场的运输、安装和维护业务，其业务涵盖风机安装、基础安装及运维支持三大板块。2025年以来公司业绩大幅修复，后续受益于欧洲海风高景气及公司新船投运，预计业绩将持续增长；船舶数量方面，预计2025、2026、2027年底公司运营船舶数量分别达到10、11、12艘，其中2025年增长最快，从2024年底5艘增长至2025年底10艘水平；预计2025-2030年欧洲海风装机复合增速达到20%以上，公司业绩具备快速增长基础。当前公司估值显著偏低。

◆ 2025年前三季度，Cadeler实现营收4.53亿欧元，较2024年同期的1.63亿欧元大幅增长178%，净利润高达2.32亿欧元，而去年同期为2800万欧元；业绩大幅增长来自：船队规模的扩大（5艘扩充至9艘）、船舶利用率（前三季度利用率75.8%，高于2024年同期的61.4%）的提升以及某海风项目协议补偿。

◆ 核心推荐理由

- (1) 受益欧洲海风高景气，25年业绩大幅修复，基于我们对后续欧洲海风装机判断，预计2026、2027年欧洲海风装机仍有持续增长，业绩景气度会持续。
- (2) 公司估值显著偏低，2025年前三季度，Cadeler实现营业收入4.53亿欧元，实现净利润2.32亿欧元；公司预计2025年营收在5.88亿至6.28亿欧元之间，EBITDA在3.81亿至4.21亿欧元之间，当前美股市值15.3亿美元（折合13.1亿欧元），2025、2026年PE不足5X。
- (3) 在手订单充沛，截至2025年11月20日，存量在手合同储备达28.87亿欧元，其中78%（22.5亿欧元）对应已获最终投资决定（FID）的项目，我们对公司历史订单进行梳理，平均交付周期为2-3年，假设交付周期3年，近29亿在手订单测算年均交付水平超9亿欧元，显著高于公司2024年、2025年前三季度2.5、4.5亿欧元收入水平，近年公司订单处于持续增长状态，且我们认为欧洲海风需求有能力支撑公司后续订单增长；
- (4) 后续产能会继续提升以满足行业需求：当前共有9艘运营船只，利用率前九个月为75.8%，公司目标到2027年中期船队规模将达到12艘，可以满足后续欧洲海风行业增长需求。

◆ 2024年底以来公司股价表现低迷，我们认为和美国海风停滞相关，而公司绝大部分业务集中在欧洲市场，我们一直看好欧洲海风景气度，这一点有较大预期差。2025年以来公司业绩大幅修复，后续受益于欧洲海风高景气及公司新船投运，预计业绩将持续增长；船舶数量方面，预计2025、2026、2027年底公司运营船舶数量分别达到10、11、12艘，其中2025年增长最快，从2024年底5艘增长至2025年底10艘水平；预计2025-2030年欧洲海风装机复合增速达到20%以上，公司业绩具备快速增长基础。

➤ 盈利预测与估值：预计公司2025、2026、2027年营业收入分别为5.7、7.1、8.5亿欧元，净利润分别为2.80、2.82、3.39亿欧元，对应PE分别为4.7、4.6、3.9X，给予“买入”评级。

海上风电安装运维龙头，业务全面覆盖风电场建设全流程

- ◆ Cadeler总部位于丹麦，主要从事海上风电场的运输、安装和维护业务，其业务涵盖风机安装、基础安装及运维支持三大板块，是全球领先的海上风电场建设、维护和退役合作伙伴，拥有业内最大的自升式海上风电安装船队，服务于全球海上风电项目的发展需求。

图、公司业务板块：风机安装、基础安装及运维支持

业务板块	业务内容
风机安装	通过自有的海上自升式风电安装船，为海上风电场提供风机运输与吊装服务，使用其安装船上的巨型起重机，将风机的塔筒、机舱和叶片吊起并精准安装。
基础安装	承接各类海上风机基础结构（如单桩、导管架、浮式基础）的运输与安装工程，覆盖从近浅海到深水海域的项目需求。
运维支持	为海上风电场提供运营和维护服务，提供风机全生命周期运维服务，包括定期检修、故障排除及部件更换，确保风电场的稳定运行。

资料来源：公司公告，中信建投

图、公司风机安装船

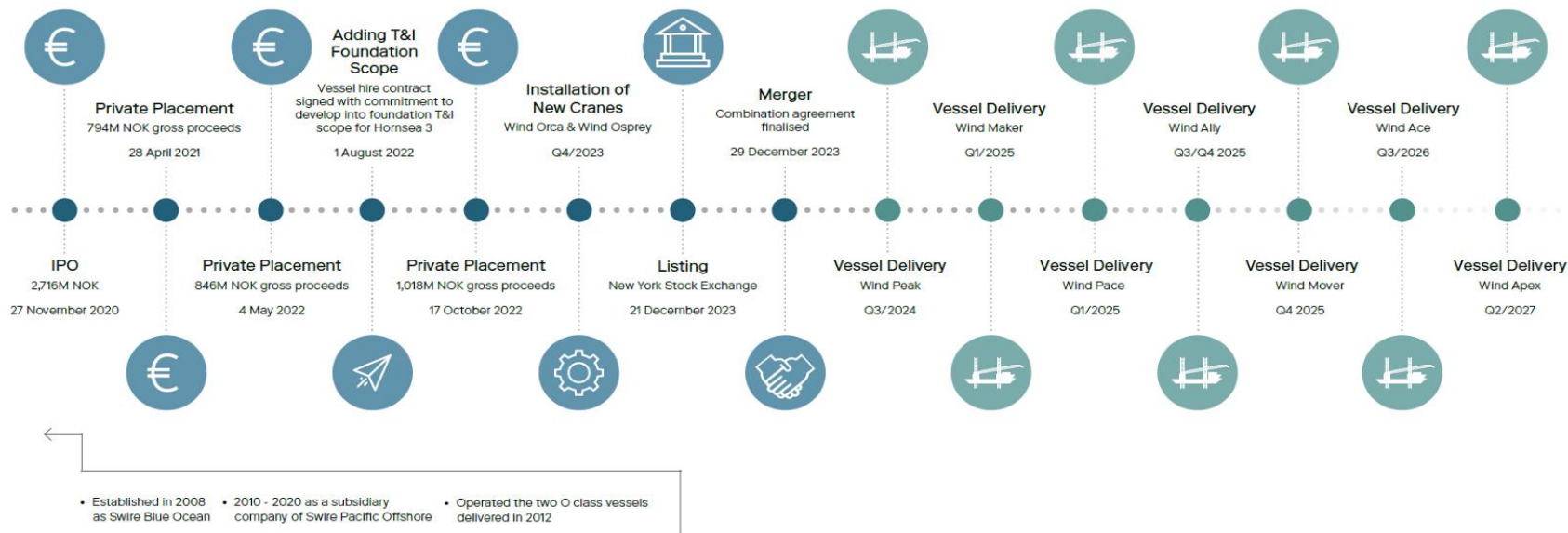


资料来源：公司官网，中信建投

海上风电安装运维龙头，业务全面覆盖风电场建设全流程

- ◆ 公司于2008年成立，最初名为 Swire Blue Ocean，2010-2020 年期间，为 Swire Pacific Offshore 的子公司，期间运营两艘于2012 年交付的 O 级船舶；2020年11月27 日，公司在奥斯陆完成IPO，之后通过多次定向增发，持续为船队扩张和项目储备提供资金；2023年12月21日，公司在纽约证券交易所上市，实现美股ADR挂牌，开启双重上市。
- ◆ 2022年8月，公司在Hornsea 3项目中，将原本的船舶租用合同拓展至包括基础T&I（运输与安装）范围，业务向更综合的工程服务延伸，近年来公司有多艘新船交付，未来 Cadeler将形成一支更大、更现代化的安装船队，以承接全球更大规模、更复杂的海上风电项目。

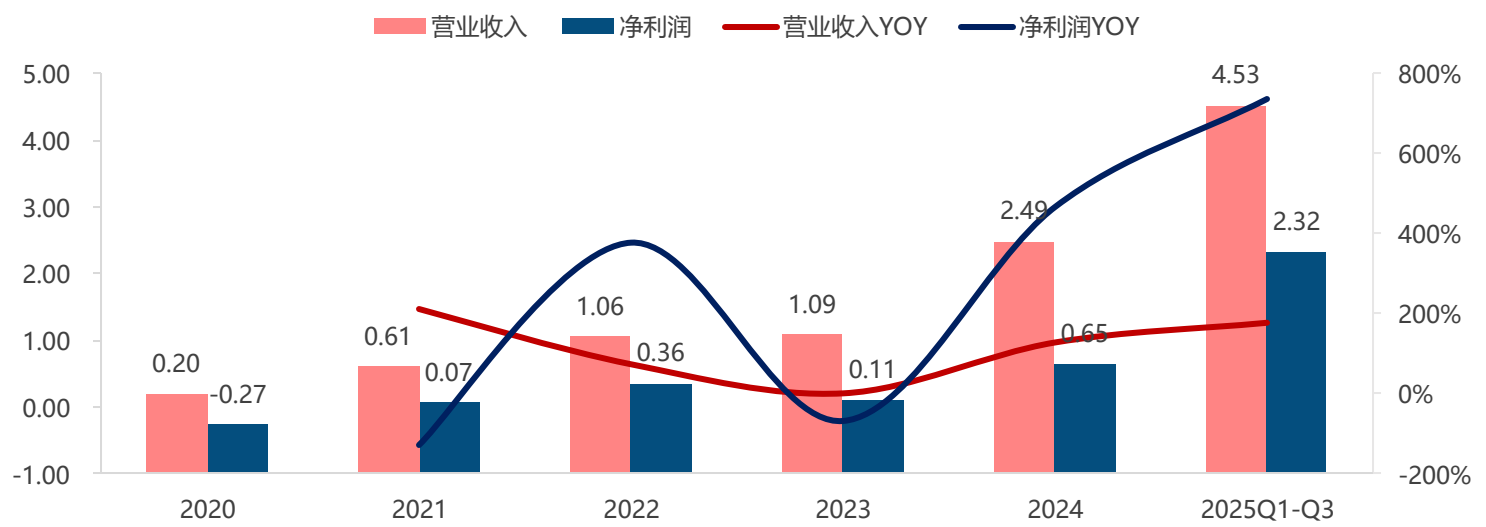
图、Cadeler发展历程及重要里程碑：业务延伸至工程服务，未来形成更大、更现代化的安装船队



近年公司营收、净利润稳步增长

- 2024年Cadeler迎来了规模扩张与盈利复苏，收入跃升至2.49亿欧元，同比增长128.99%。驱动因素包括：2024年全球新增装机35GW (+40%YoY)；新船Wind Scylla交付并投入美国项目，同时船队利用率回升至60%以上。2024年公司实现归母净利润6506万欧元，同比增长466%。
- 公司2025Q1-Q3业绩报告发布，前三季度Cadeler实现营收4.53亿欧元，较2024年同期的1.63亿欧元大幅增长178%，净利润高达2.32亿欧元，而去年同期为2800万欧元。业绩大幅增长来自：船队规模的扩大（5艘扩充至9艘）、船舶利用率（前三季度利用率75.8%，高于2024年同期的61.4%）的提升以及某海风项目协议补偿。

图、近年公司营收、净利润稳步增长 (单位: 亿欧元)

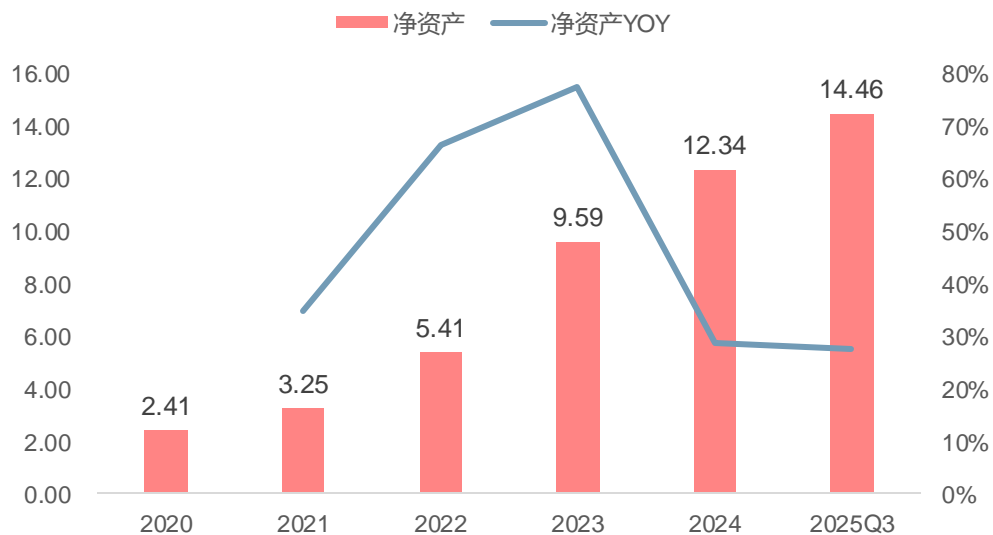


资料来源: 公司公告, 中信建投

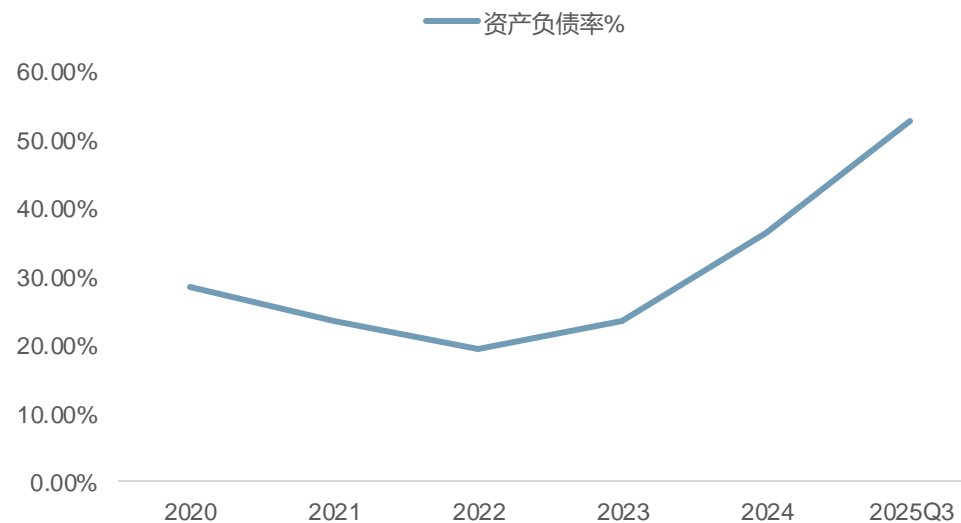
公司净资产稳步增长，2023年以来资产负债率明显增长

- ◆ 从2020年至2025年第三季度，Cadelers的净资产稳步增长。2024年Cadelers的净资产为12.34亿欧元，同比增长29%，截至2025年Q3，净资产为14.46亿欧元。
- ◆ Cadelers的资产负债率波动较大。2020年至2021年资产负债率维持在30%以下的较低水平，从2022年至2025年第三季度，资产负债率逐步提高，2024年Cadelers资产负债率上升至36%，截至2025年第三季度，Cadelers的资产负债率达到53%。

图、净资产 (单位: 亿欧元)



图、资产负债率

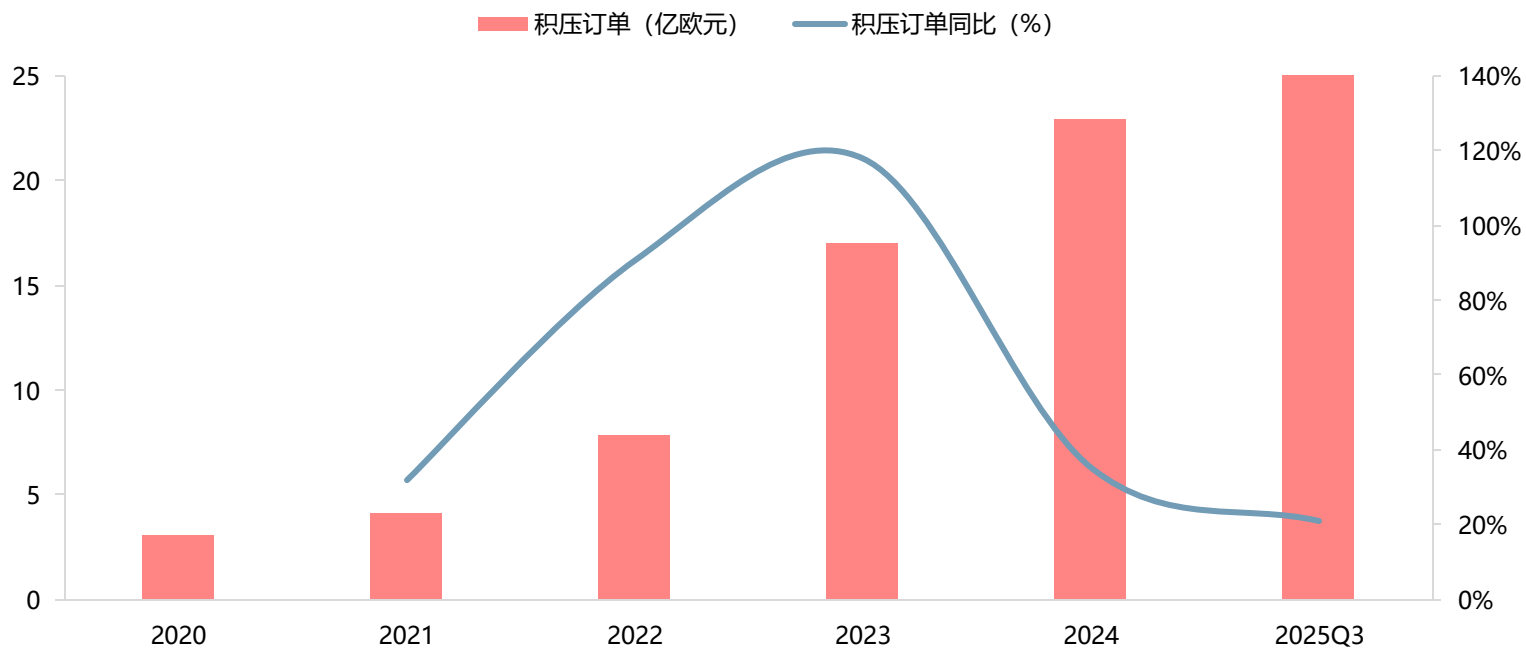


资料来源: 公司公告, 中信建投

订单增长情况良好，近年累计在手订单同比增长20%以上

- 2024年底公司存量在手订单23亿欧元，同比增长35%；截至 2025年11月20 日，公司在手订单达28.87亿欧元，同比增长约20%，其中78%（22.5亿欧元）对应已获最终投资决定（FID）的项目。
- 近年来Cadelero公司签订的重要合同数量逐渐增加，订单交付周期1-5年不等，平均交付周期近3年。

图、公司近年来订单呈现较好增长，2024年存量订单同比增长35%



截至2025年Q3末，Cadeler共有9艘运营船只，船队规模仍在扩张

- ◆ 截至2025年Q3末，Cadeler共有9艘运营船只，利用率前九个月为75.8%，公司目标到2027年中期船队规模将达到12艘——这是海上风电行业中规模最大、最具多样性的船队。
- ✓ 2025年前三季度，Cadeler接收了Wind Maker、Wind Pace和Wind Ally三艘新建船，收购了性能极强的Wind Keeper。
- ✓ 预计2025年第四季度将再交付一艘M级船Wind Mover，在2026年和2027年分别交付两艘A级船Wind Ace和Wind Apex。
- ◆ 预计2025、2026、2027年底公司运营船舶数量分别达到10、11、12艘，其中2025年增长最快，从2024年底5艘增长至2025年底10艘水平；预计2025-2030年欧洲海风装机复合增速达到20%以上，公司业绩具备快速增长基础。

图、公司产能规模：截至2025年Q3末，Cadeler共有9艘运营船只，计划2027年扩展至12艘

等级	船舶	用途	交付时间
O级	Wind Osprey	用于海上风机安装及运维活动	初始拥有
	Wind Orca		
/	Wind Scylla	专为深水和大型风电场组件设计	2023 (和Eneti合并获得)
/	Wind Zaratan	专为在恶劣运营环境中服务安装设计	2023 (和Eneti合并获得)
P级	Wind Peak	设计用于在全球最艰难的场地作业	2024
	Wind Pace		2025
M级	Wind Maker	专为承受极端天气条件而设计	2025
	Wind Mover	配备DP2，快速、安全且高效的运输和定位	2025
/	Wind Keeper	为全球海上风电提供运送与维护服务	2025
A级	Wind Ally	能在基础安装与风力发电机安装之间快速转换	2025
	Wind Ace		2026 (尚未交付)
	Wind Apex		2027 (尚未交付)

公司船队一览：2027年中期船队规模将达到12艘

图、Wind Osprey



用于海上风机安装及运维活动

图、Wind Orca



用于海上风机安装及运维活动

图、Wind Peak



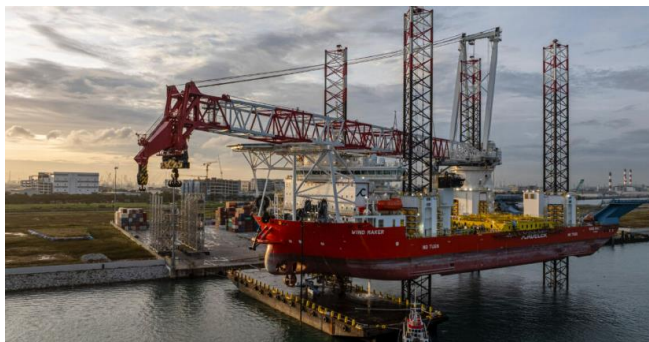
设计用于在全球最艰难的场地作业

图、Wind Pace



设计用于在全球最艰难的场地作业

图、Wind Maker



专为承受极端天气条件而设计

图、Wind Mover



配备DP2，快速、安全且高效的运输和定位

资料来源：公司官网，中信建投

公司船队一览：2027年中期船队规模将达到12艘

图、Wind Ally



能在基础安装与风力发电机安装之间快速转换

图、Wind Ace (2026年交付)



能在基础安装与风力发电机安装之间快速转换

图、Wind Apex (2027年交付)



能在基础安装与风力发电机安装之间快速转换

图、Wind Scylla



专为深水和大型风电场组件设计

资料来源：公司官网，中信建投

图、Wind Zaratan



专为在恶劣运营环境中服务安装设计

图、Wind Keeper

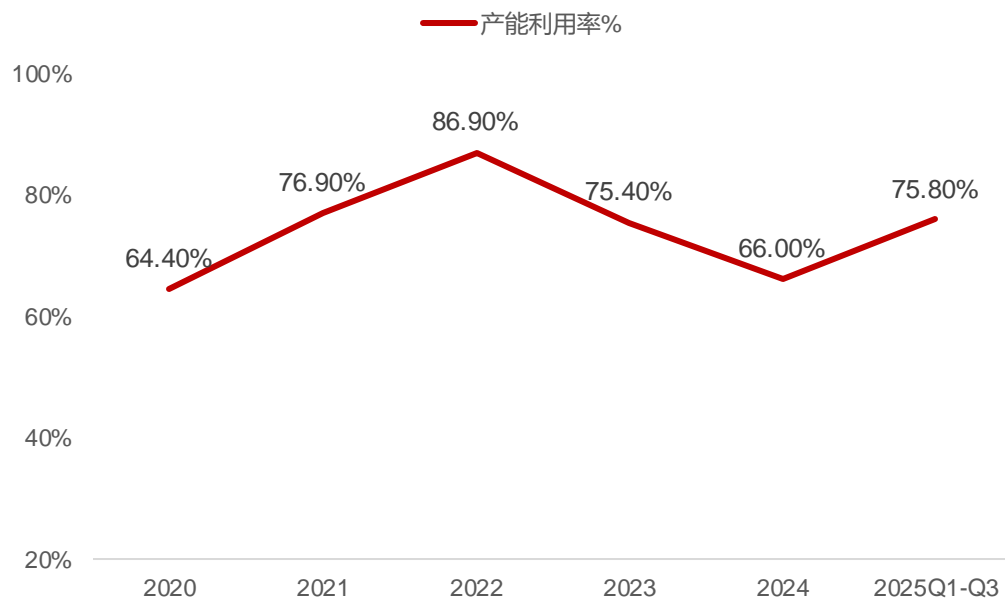


为全球海上风电提供运送与维护服务

产能利用率维持在65%以上，毛利率呈上升趋势

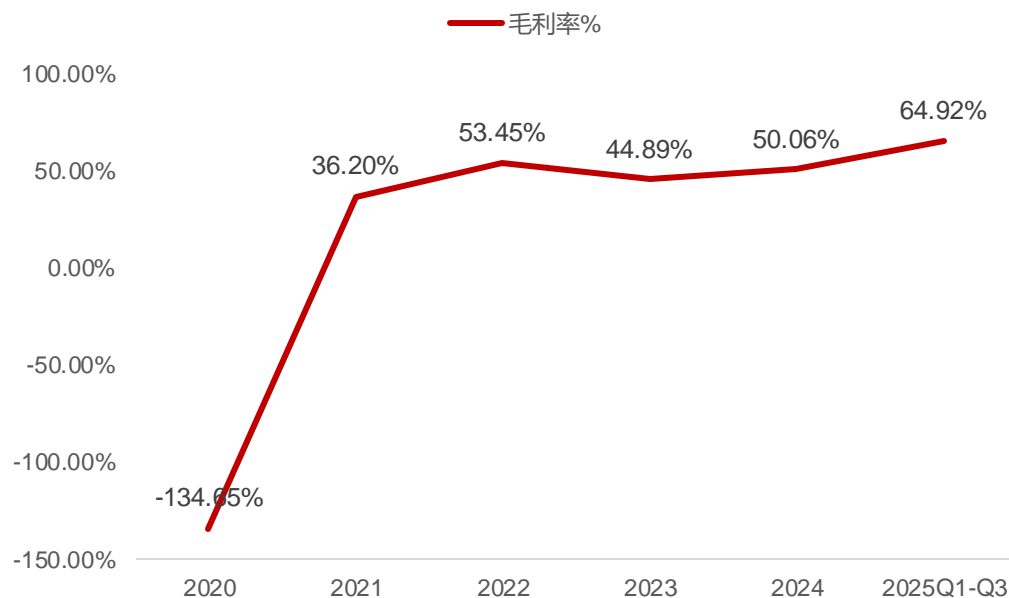
- 从2020年至2025年第三季度，Cadeler的产能利用率保持较高水平，总体维持在65%以上。2025年前九个月，Cadeler运营表现强劲，产能利用率为75.8%，而去年同期为61.4%。
- 近年来，Cadeler公司毛利率呈上升趋势，从21年的36%增长至25年Q1-Q3的65%，与公司产能利用率基本呈正相关。

图、公司产能利用率



资料来源：公司公告，中信建投

图、公司毛利率

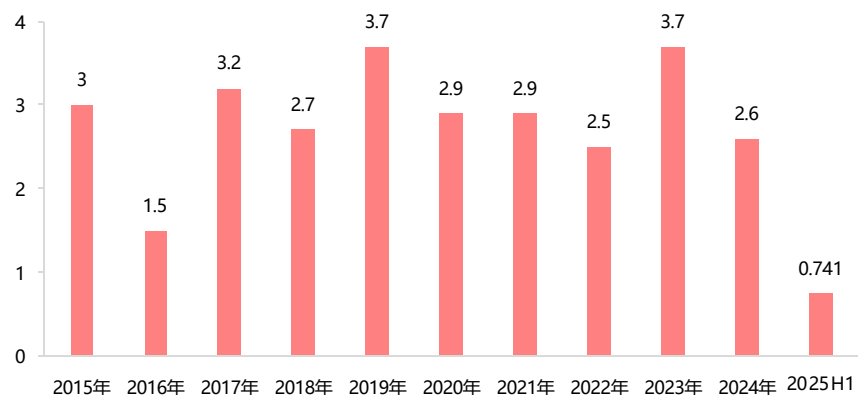


资料来源：公司公告，中信建投

行业需求：预计2025-2030年新增海风装机复合增长率29%

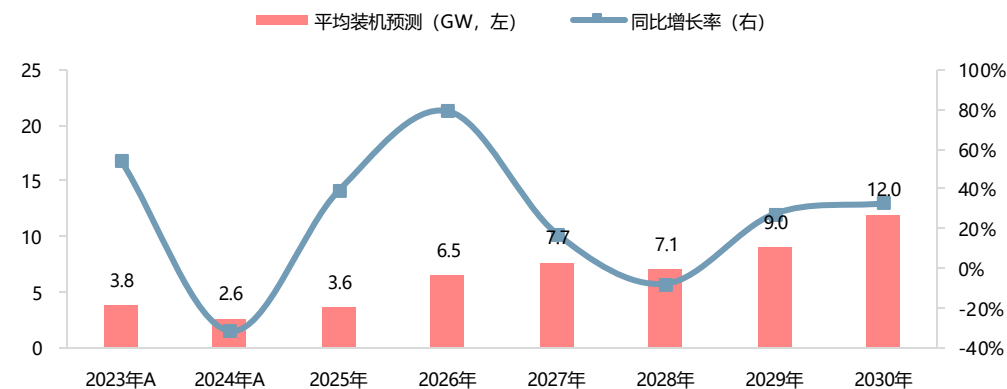
- ◆ **公司业务与欧洲海风发展高度相关**，从行业情况来看，截至2025年半年度末，欧洲海风存量装机容量约37GW，2025年上半年欧洲新增海风装机**741MW**，包含429MW英国DoggerBankA阶段项目（1.2GW），216MW英国Nearth na Gaoithe 项目(总容量448 MW)，项目均已完全投入运营，此外，还包含96MW法国NOY项目。
- ◆ 参考GWEC和WindEurope对欧洲海上风电装机的最新预测，预计2025年欧洲新增海风装机3.6GW，2030年新增海风装机12GW，复合增长率29%，其中2026年装机同比增速80%，2027-2029年装机相对平稳，2030年再次迎来大幅提升。

图、欧洲海风新增装机：2025H1欧洲新增海风装机741MW



资料来源：WindEurope, 中信建投

图、欧洲海风新增装机预测，2025-2030年新增海风装机复合增长率29%

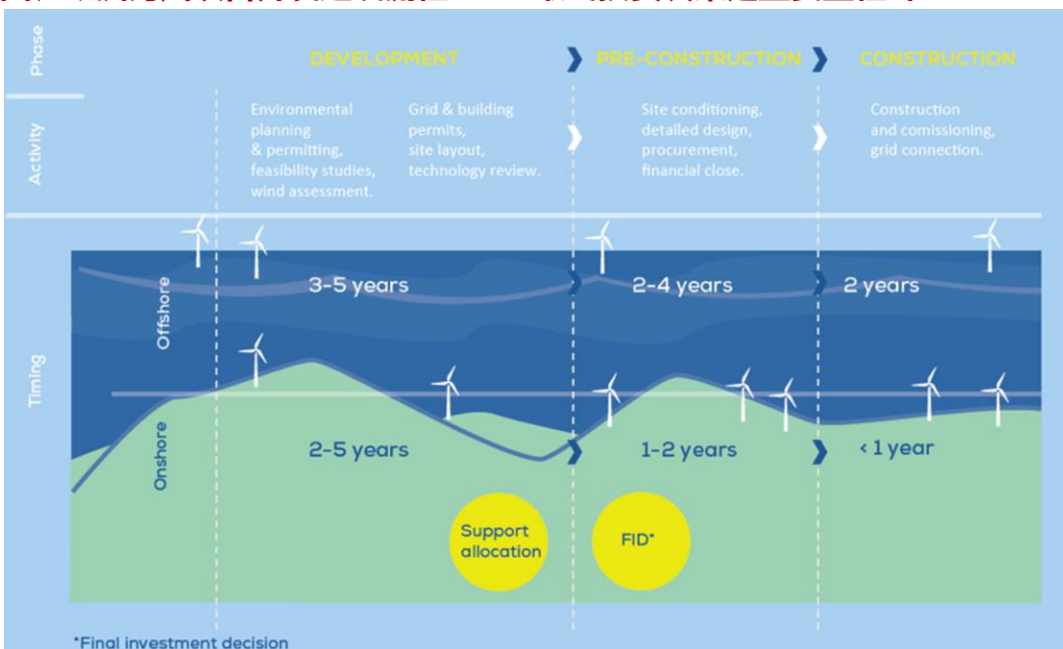


资料来源：WindEurope, GWEC, 中信建投

欧洲项目开发流程：竞标体量和最终投资决策FID可以作为核心观察指标

- ◆ 欧洲海上风电整体开发通常需要10年左右时间，开发流程主要包括：选址与资源评估、许可和环境影响评估、海洋空间规划与竞标、设计与工程准备、FID最终投资决策、建设和并网、商业运行与维护；其中前期的开发工作（可行性研究、环境规划与许可、风力评估、电网和建筑许可、技术审查等）通常花费3-5年时间，建设前场地调节、详细设计、采购、财务结算通常花费2-4年时间；正式施工建设、并网通常花费2年时间。
- ◆ 其中，FID (Final investment decision) 最终投资决策是项目开发中非常关键的节点，标志着项目经过详细的前期设计、风险评估、财务论证和市场分析后，确认其经济和技术可行性，管理层批准启动施工阶段，开发方正式决定全面投入资金并推进项目建设。
- ◆ 此外，欧洲海上风电项目进行“support allocation”（项目分配）意味着政府或相关机构通过一定的竞争性程序（如拍卖或招标），将财政补贴、支持合同（如同差价机制，CfD）或土地使用权（海域租赁权）分配给具体的项目开发。这一过程是海上风电项目从资格预审到最终获批的重要环节，标志着项目获得了官方的资金支持保障，具备推进投资和建设的财务基础。我们通常可以将“support allocation”和FID体量作为行业开工和装机的重要前瞻指标。

图、欧洲海风项目建设流程：FID最终投资决策是重要里程碑



资料来源：Youwind, 中信建投

图、竞标体量和最终投资决策FID可以作为核心观察指标

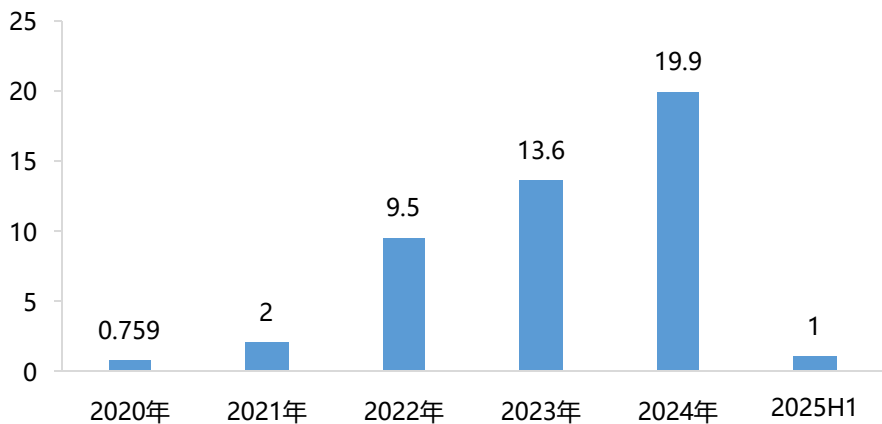
流程	具体步骤
选址与资源评估	开发商首先对海域风资源、水深、海底地质、电网接入、交通施工条件等进行综合评估。这是项目可行性分析的重要基础阶段，涉及气象、环境和海洋工程调查。
许可和环境影响评估	项目必须经过环境影响评估，评估海洋生态、鸟类保护、渔业以及其他海洋使用者的影响，并与政府及相关利益方进行多轮咨询和审批。欧盟《可再生能源指令》规定加快审批流程，通常授权期限约12个月。
海洋空间规划与竞标*	各国或区域海域通过海洋空间规划划定建设用海域，对合格海域进行公开土地租赁招标， 开发商根据招标取得项目开发权。
设计与工程准备	对风机、基础、电缆系统进行详细设计，完成施工计划、供应链协调与风险评估。
FID最终投资决策*	在完成设计和审批后， 开发商作出最终投资决策，确认资金和合同，是开工的重要前置步骤。
建设和并网	包括海底电缆铺设、风机及相关设施安装，完成与陆上电网的连接。
商业运行与维护	风电场投入运行，进行性能监测、维护及环境影响监控，确保长期稳定发电。

资料来源：The Crown Estate, The Offshore Renewable Energy Catapult, 中信建投

项目分配：招标与拍卖，预计2025年拍卖量进一步创历史新高

- ◆ 欧洲海上风电项目进行“support allocation”（项目分配）意味着政府或相关机构通过一定的竞争性程序（如拍卖或招标），将财政补贴、支持合同（如合同差价机制，CfD）或土地使用权（海域租赁权）分配给具体的项目开发。support allocation代表了政府对海上风电项目的财政支持力度和市场准入情况，直接反映政策对行业的推动力度和资源配置。获得支持分配的项目意味着即将进入正式开发和建设阶段，这预示未来几年的装机容量和产业链需求将大幅释放。大量的支持分配表明市场活跃度高，开发商信心强，有利于形成正向产业发展循环。项目分配/拍卖体量通常可以作为欧洲海上风电景气度的前瞻指标。
- ◆ 从2020年以来行业年度分配/拍卖容量来看，呈明显上升趋势，2024年行业分配/拍卖容量19.9GW，创历史新高，2025年上半年德国通过拍卖N-9.4站点授予了1GW海风项目（当局采用负价格竞标方式授予该场址——中标开发商将支付1.8亿欧元以获得该项目的开发权），展望下半年，英国、法国、波兰、丹麦、荷兰、爱尔兰、立陶宛均有项目分配/拍卖计划，德国在今年8月对位于北海的两个新场址（N-10.1，2000 MW 与 N-10.2，500 MW）进行招标没有收到任何投标，这是德国历史上首次海上风电拍卖“流标”。

图、欧洲海风历年分配/拍卖总量（GW）：近年来呈显著上升趋势



资料来源：WindEurope, 中信建投

图、2025H1拍卖项目及2025H2拍卖预期

H1 2025	Auction	Type of auction	MW available	MW awarded	Allocation rate	Policy mechanism	Strike price
Germany	N-9.4 (non-central)	Specific	1,000	1,000	100%	Feed-in-Premium with negative bidding option	N/A
H2 2025	Auction	Type of auction	MW available	MW awarded	Allocation rate	Policy mechanism	Strike price
France	AO7 - Oléron 1	Specific	1,200	-	-	Contract-for-Difference	-
France	AO8 - Centre Manche 2	Specific	1,600	-	-	Contract-for-Difference	-
France	AO9 - Golfe de Fos 2 floating	Specific	500	-	-	Contract-for-Difference	-
France	AO9 - Narbonnaise 2 floating	Specific	500	-	-	Contract-for-Difference	-
France	AO9 - Brittany South 2 floating	Specific	500	-	-	Contract-for-Difference	-
France	AO9 - Oléron 2	Specific	1,000	-	-	Contract-for-Difference	-
Germany	N-10.1 (central)	Specific	2,000	0	0%	Negative bidding	N/A
Germany	N-10.2 (central)	Specific	500	0	0%	Negative bidding	N/A
Ireland	Tonn Nua	Specific	900	-	-	Contract-for-Difference	-
Lithuania	Second offshore auction	Specific	700	-	-	Contract-for-Difference	-
Netherlands	Nederwiek Zuid I-A	Specific	1,000	-	-	Negative bidding	N/A
Poland	2025 Offshore Round	Specific	4,000	-	-	Contract-for-Difference	-
UK	Allocation Round 7- Pot 3- bottom-fixed	Specific	TBA	-	-	Contract-for-Difference	-
UK	Allocation Round 7- Pot 4- floating	Specific	TBA	-	-	Contract-for-Difference	-

资料来源：WindEurope, 中信建投

项目分配：招标与拍卖，2025年有望创历史新高

- ◆ 2025年欧洲拍卖容量预计超过2024年，进一步创历史新高，欧洲各国政府计划于2025年下半年拍卖近15GW的海上风电装机容量（不包含英国项目），如果考虑英国项目和2024年拍卖体量一致（5.3GW），2025年欧洲分配/拍卖容量将超过2024年。

图、2025年欧洲拍卖容量预计超过2024年，进一步创历史新高

国家	2025年下半年分配/拍卖计划	竞标模式	容量GW
英国	预计也将在第7轮分配轮次（AR7）中提供可观的容量，有25GW的项目具备投标资格，但最终预算尚未确定	差价合约	未知
法国	法国计划于2025年下半年，在六个场址授予总计5.3GW的容量	差价合约	5.3
德国	于2025年8月通过负竞标授予总计2.5GW的两个场址，然而，由于未收到任何投标，本次拍卖未能成功	负向竞标	0
丹麦	丹麦2024年的3GW海上风电拍卖遭遇失败，该拍卖采用了负竞标模式，丹麦修订了其拍卖方案，丹麦将于2025年下半年启动总计3GW的拍卖，采用为期20年的双向差价合约(CfD)模式	从负向竞标转向差价合约	3
波兰	计划于2025年下半年授予总计4GW的海上风电项目，采用为期25年的双向差价合约(CfD)模式	差价合约	4
荷兰	计划于2025年下半年，在NederwiekZuidl-A场址授予1GW(GW)的海上风电容量，投标将采用负向竞标	负向竞标	1
爱尔兰	将于2025年9月启动 900 兆瓦(MW) TonnNua海上风电项目的招标，预计将于年底前公布结果	差价合约	0.9
立陶宛	宛将于2025年下半年举行第二次海上风电招标，计划通过为期 15 年的双向差价合约(CfD)提供补贴	差价合约	0.7
	合计	-	14.9 (不含英国)

拍卖机制调整：更多国家专项cfd补贴模式

- ◆ 从拍卖机制来看，更多国家调整负向竞标到差价合约，保障开发商在电力市场价格波动时仍能获得稳定收益，大幅降低投资风险，促进融资便利和资本投入。而负向竞标因价格压低风险加大，可能导致项目弃标或债务风险。2025年丹麦修订了其拍卖方案，将于2025年下半年启动总计3GW的拍卖，采用为期20年的双向差价合约(CfD)模式，2024年丹麦采用负竞标模式导致3GW海上风电拍卖遭遇失败，2025年即修改招标模式。
- ◆ 德国、荷兰目前仍采用负向竞标模式，但荷兰预计即将迎来竞标模式调整。2025年8月德国计划通过负竞标授予总计2.5GW的两个场址，然而，由于未收到任何投标，导致拍卖未能成功，德国采用“无上限负出价”机制，开发商需向政府支付高额场址使用费，却没有补贴保障，导致项目风险与收益严重失衡。欧洲其他国家也经历过类似困境，英国 2023 年的 AR5、丹麦 2024 年的零补贴招标都曾失败，但在调整政策后，市场投标形势迅速改善；若德国进一步优化拍卖机制，可以期待招投标形势将迎来进一步改善。9月16日，荷兰政府宣布恢复海上补贴，并计划明年拨款约10亿欧元（约合人民币84.28亿元）支持海上风电建设；据了解，荷兰海上风电补贴政策因开发商无需政府援助即可竞标场址而停用数年，现作为一项临时措施暂时恢复。该政府正致力于未来引入差价合约模式。

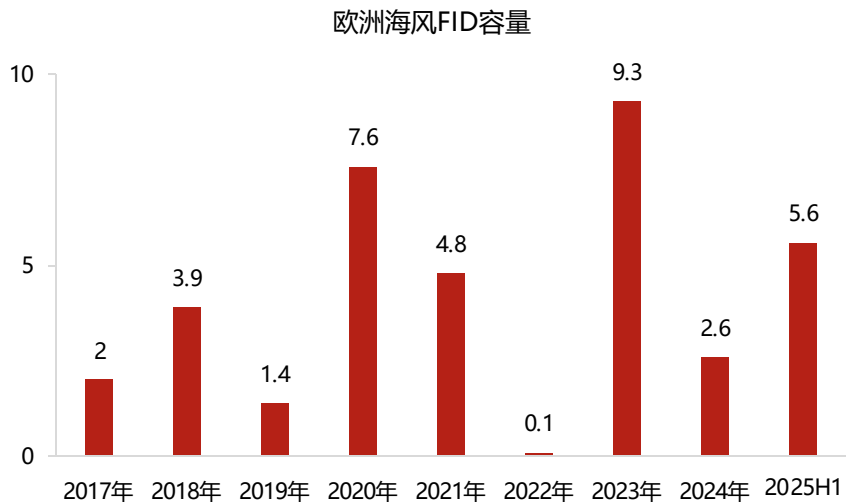
图、负向竞标和cfd差价合约对比：cfd带给开发商更强的电价确定性

项目	负向竞标	差价合约
定义	开发商竞标时报价为愿意支付给政府开发权或负的补贴金额	政府与开发商签订固定电价合同，市场价低于固定价时政府补偿差额，高于时开发商返还
收入风险	收入不确定，可能因竞标报价过低导致亏损，风险大	收入稳定，政府保障固定履约价，风险较低
投资回报	投资回报受价格竞争压缩，存在因报价过低回报不足的风险	保证一定投资回报，便于融资
市场价格关系	开发商承担全部市场价风险	市场价格与合同价差作为调整机制
激励效果	可能导致过度压低价格，降低项目质量或延迟项目实施	鼓励技术进步和长期运行，确保项目质量和稳定性
主要风险方	开发商承担大部分风险	政府与开发商共同承担风险

FID数据分析：2025年上半年FID项目已远超2024年全年，6个海上风电场获得最终投资决定

- ◆ **FID (Final investment decision) 最终投资决策是项目开发中非常关键的节点，标志着项目经过详细的前期设计、风险评估、财务论证和市场分析后，确认其经济和技术可行性，管理层批准启动施工阶段，开发方正式决定全面投入资金并推进项目建设，也是项目开工的重要前瞻指标。**
- ◆ **从历年FID数据来看，呈现一定的波动趋势，2023年FID项目较多，包括Hornsea 3等项目；2024年FID项目同比下降，包含的Nordsecluster A&B、Windanker均有中国企业如大金重工获得项目海工订单。**
- ◆ **2025年上半年FID项目已远超2024年全年，6个海上风电场获得最终投资决定，总装机容量为5.6吉瓦，预计6个风场都将在2028年底前投入运营。整体计划投资金额221亿欧元，其中包括波兰首批三个海上风电场，测算上半年进行FID的海风单位投资额3946欧元/KW，折合人民币3.3万元/KW。**

图、欧洲海风历年FID容量 (GW)：不同年度有一定波动，整体呈上升趋势 图、欧洲海风当期FID项目单位投资额 图、2025年上半年FID项目梳理：涉及英国、波兰、德国



项目名称	国家	装机容量MW
Inch Cape	英国	1080
Baltica 2	波兰	1498
Nordlicht 1	德国	980
Nordlicht 2	德国	630
Baltyk II	波兰	720
Baltyk III	波兰	720
合计		5628

资料来源：WindEurope, 中信建投



资料来源：WindEurope, 中信建投

资料来源：WindEurope, 中信建投

Cadeler历年对行业趋势与市场前景展望：当前美国市场有一定压力，欧洲是核心市场

- ◆ **市场机遇：**（1）全球加速向绿色能源转型，可再生能源需求增长，海上风电起关键作用，海上风电市场持续增长；（2）欧洲市场是业务重点，关注亚洲、美洲等地区，积极探索全球机会。
- ◆ **政策支持：**（1）欧盟设定海上可再生能源目标，并提出一系列有利于海上风电发展的战略支持与政策举措；（2）地缘政治推动能源安全成为国际议程的重点，海上风电是能源转型的重要组成部分。
- ◆ **发展趋势：**（1）开发商从“项目制”转向“长期合作”；（2）风机基础运输与安装市场需求持续增长；（3）风机项目日益复杂对风机安装提出更高要求。
- ◆ **风险挑战：**（1）运营风险（事故、天气、设备故障）；（2）市场竞争与需求波动；（3）宏观经济风险（汇率波动、通胀、供应链中断）。

图、Cadeler历年对行业趋势与市场前景展望

	市场机遇	政策支持	发展趋势	风险挑战
2021年	全球正加速向绿色能源转型，海上风电是可再生能源的重要组成部分；欧洲是当前的主要市场，同时积极探索全球机会。	欧盟设定了到2030年达到60GW、到2050年达到300GW的目标，将为行业带来持续增长动力；近期地缘政治事件凸显了向可再生能源转型的重要性。	下一代风力涡轮机的容量不断增大，对安装船提出更高要求；漂浮式风电预计将占未来市场的10%~20%。	运营风险（事故、天气、设备故障、疫情）、市场竞争与合同风险、环保与可持续发展要求
2022年	可再生能源需求加速增长，欧盟加快气候中和目标，海上风电将起关键作用；欧洲是业务重点，持续关注亚洲和南美地区的商业机遇。	欧盟《海上可再生能源战略》、欧盟《净零工业法案》、美国《通胀减少法案》等政策举措为行业带来机遇。	开发商越来越多地从“项目制”转向“长期合作”以确保供应链稳定；风机基础运输与安装市场需求持续增长。	运营风险、汇率波动、市场风险（项目取消或推迟、船舶闲置）
2023年	短期内市场因项目取消、利率上升、供应链瓶颈等面临调整，但市场基本面依然强劲，强调海上风电行业的长期增长潜力；持续关注美国、中国台湾、韩国等地区。	地缘政治不确定性将持续推动能源安全成为国际议程的重点，海上风电是能源转型的重要组成部分。	下一代海上风电项目需求日益复杂；国际和地区海事法规反映了行业正在朝着更严格的环保和碳排放监管方向发展。	运营风险、汇率波动风险、债务条款约束、地缘政治紧张
2024年	海上风电市场将持续增长，欧洲仍是核心市场，而亚太等其他地区的业务规模均呈现显著增长态势。	近期行业面临负面情绪和政治阻力——尤其是美国市场，但海上风电的基本面依然强劲； 欧盟委员会《清洁工业协议》提出多项有利于海上风电发展的措施。	风机尺寸将持续增大，相关项目也将日趋复杂， 强调为适应“下一代风机”安装需求而进行升级和新建。	运营风险、市场需求波动、法律法规变动、宏观经济风险（通胀、供应链中断）

资料来源：公司公告，中信建投

盈利预测与估值

- ◆ 2024年底以来公司股价表现低迷，我们认为和美国海风停滞相关，而公司绝大部分业务集中在欧洲市场，我们一直看好欧洲海风景气度，**这一点有较大预期差**。2025年以来公司业绩大幅修复，后续受益于欧洲海风高景气及公司新船投运，预计业绩将持续增长，船舶数量方面，预计2025、2026、2027年底公司运营船舶数量分别达到10、11、12艘，其中2025年增长最快，从2024年底5艘增长至2025年底10艘水平；预计2025-2030年欧洲海风装机复合增速达到20%以上，公司业绩具备快速增长基础。
- **盈利预测与估值**：预计公司2025、2026、2027年营业收入分别为5.7、7.1、8.5亿欧元，净利润分别为2.80、2.82、3.39亿欧元，对应PE分别为4.7、4.6、3.9X，给予“买入”评级。

项目	单位	2024年	2025E	2026E	2027E
期末船舶数量	艘	5	10	11	12
营业收入	亿欧元	2.49	5.70	7.06	8.47
毛利	亿欧元	1.25	3.42	3.53	4.23
毛利率	%	50%	60%	50%	50%
净利润	亿欧元	0.65	2.80	2.82	3.39
PE	-	-	4.7	4.6	3.9

资料来源：公司公告，中信建投，测算PE所取市值数据截至2025年12月2日

预测2026年净利润与2025年基本持平，主要是受2025年某海风项目客户解约，公司所获赔偿金增厚2025年利润的影响，扣除该影响2026年业绩有明显增长

风险提示

行业政策波动风险：欧洲海风装机高度与能源自主战略和政府补贴相关，政策发生变化将影响海风推进积极性。

欧洲海风装机不及预期风险：公司业绩对欧洲海上风电依赖度高，若欧洲海风装机不及预期将影响公司业绩表现。

船舶利用率下滑风险：公司业绩与船舶利用率高度相关，若海风项目审批放缓或天气异常导致施工延误，可能拖累产能力利用率；若行业需求增长不及预期，而公司船舶数量持续增加，则可能出现利用率下滑的风险。

订单交付不及预期风险：若供应链中断或客户资金紧张，可能影响收入确认进度。

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021年加入中信建投证券研究发展部，8年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在2019至2022年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

陈思同

中信建投证券电力设备及新能源分析师，西南财经大学金融学硕士，研究方向为光伏、风电。所在团队荣获2022年新财富最佳分析师评选第四名，2022年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
弱于大市		相对跌幅10%以上	

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层

电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室

电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心
35楼

电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charlene.liu@csci.hk