

金风科技(002202.SZ/02208.HK)

国内推进非电消纳+海外航运脱碳，绿氢氨醇蓄势待发

核心观点：

- **国内：非电消费政策落地，绿氢氨醇方兴未艾。**可再生能源非电消费首次纳入国家层面考核，明确将绿氢、绿醇、绿氨等纳入考核范围，驱动非电转化与就地消纳机制化、常态化推进。国家能源局公示第一批绿色液体燃料技术攻关和产业化试点，绿醇项目最高可获中央预算内资金补助；发改委专项管理办法亦将绿色甲醇/SAF 等纳入支持范围，形成资金与政策的组合拳。**金风在内蒙古兴安盟/乌拉特中旗率先形成“风电—绿氢—绿醇/绿氨”规模化一体化布局。**(1)兴安盟项目一期 25 万吨绿醇已完成工艺验证，二期、三期签约后总产能规划至 145 万吨，预计 2027 年底形成。(2)乌拉特中旗 3GW 风氢氨醇一体化项目总投资约 189.2 亿元，规划所发电量 80%以上用于电解水制绿氢，通过生物质气化耦合绿氢制取绿色甲醇 60 万吨/年、制取绿氨 40 万吨/年。随产能爬坡有望自 2026 年下半年起逐步贡献利润。
- **海外：IMO 净零框架构建航运脱碳的“刚性+价格”信号。**2025 年 4 月，国际海事组织 (IMO) 在伦敦通过了首个具有法律约束力的全球航运净零排放框架，旨在 2050 年前实现行业净零排放，适用于 5000 吨以上大型船舶 (占全球海运 CO₂排放量的 85%)。即便短期投票进程存在不确定，欧洲 EU ETS 与 FuelEU Maritime 已先行实施。根据高工氢电和 HydrogenDaily 消息，公司已与马士基/赫伯罗特分别签署年 50/25 万吨长期协议，且已在新加坡 Argus 会议宣布开始提供生物甲醇现货 (820 美元/吨，约人民币 5946 元/吨)。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 25-27 年 EPS 分别为 0.92/1.13/1.33 元/股，参考可比公司估值，给予公司 A 股 2026 年 15xPE，对应合理价值 16.95 元/股，考虑 A/H 股溢价因素，对应 H 股合理价值为 13.56 港元/股，均维持“买入”评级。
- **风险提示。**绿醇项目认证不及预期；绿氢氨醇需求侧政策波动；地缘政治与汇率变动等风险。

盈利预测：

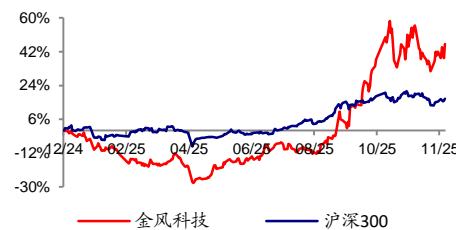
单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	50,457	56,699	76,400	93,000	107,300
增长率 (%)	8.7%	12.4%	34.7%	21.7%	15.4%
EBITDA	4,750	5,600	7,269	8,398	9,356
归母净利润	1,331	1,860	3,907	4,785	5,623
增长率 (%)	-44.2%	39.8%	110.0%	22.5%	17.5%
EPS (元/股)	0.32	0.44	0.92	1.13	1.33
市盈率 (P/E)	25.4	23.5	17.1	14.0	11.9
ROE (%)	3.5%	4.8%	9.2%	10.1%	10.6%
EV/EBITDA	10.1	11.3	11.2	8.9	7.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	15.85 元/13.03 港元
合理价值	16.95 元/13.56 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-12-07

相对市场表现



分析师：

陈昕



SAC 执证号：S0260522080008



SFC CE No. BWV823



010-59136699



gfchenxin@gf.com.cn

分析师：

陈子坤



SAC 执证号：S0260513080001



010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

分析师：

曹瑞元



SAC 执证号：S0260521090002



021-38003752



caoruiyuan@gf.com.cn

请注意，陈子坤、曹瑞元并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

请务必阅读末页的免责声明

一、盈利预测和投资建议

核心假设:

(1) 风机及零部件销售: 2025年10月20日北京国际风能大会发布《风能北京宣言2.0》，提出十五五期间年均风电新增容量不低于1.2亿千瓦。公司作为风电整机龙头，将持续受益于风电装机量的提升。参考行业发展情况、历史销售数据和公司市场地位，预计国内陆风25/26/27年销售容量(MW)分别为18,000/20,500/22,000，国内海风25/26/27年销售容量(MW)分别为1,600/2,000/2,200，海外25/26/27年销售容量(MV)分别为4,000/6,000/8,000，进而预计25/26/27年的风机及零部件销售收入分别为544/670/768亿元，同比增速39.8%/23.2%/14.6%。在毛利率上，预计维持在7.6%~8.2%的水平。

(2) 风电场开发: 公司当前在手电站资源和在建项目体量较为充足，预计25/26/27分别实现营收130/140/150亿元，同比增速19.8%/7.7%/7.1%，毛利率39%/38%/37%。

(3) 风电服务: 公司当前在手电站资源和在建项目体量较为充足，预计25/26/27分别实现营收70/80/90亿元，同比增速27.1%/14.3%/12.5%，毛利率维持在22.1%~22.3%的水平。

(4) 风电制氢氨醇: 2025年以来，公司风氢氨醇布局持续加码。根据高工氢电和HydrogenDaily消息，金风已在新加坡Argus会议宣布开始提供生物甲醇现货(820美元/吨，约人民币5946元/吨)因此假设单吨售价为6,000元。2025年9月10日，金风科技公告计划在内蒙古巴彦淖尔市辖区内投资建设3GW风电制氢氨醇项目，总投资金额约为189.2亿元，规划所发电力80%以上用于电解水制绿氢，通过生物质气化耦合绿氢制取绿色甲醇60万吨/年、制取绿氨40万吨/年。由于绿甲醇属于化工产品，存在爬坡期，因此预计26/27年销量分别达25/50万吨，对应分别实现营收15/30亿元，毛利率为25%。

表 1: 公司分业务收入拆分 (单位: 亿元)

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
风机及零部件销售							
收入	399	326	329	389	544	670	768
YoY	-14.4%	-18.4%	1.0%	18.2%	39.8%	23.2%	14.6%
成本	329	306	308	370	498	612	700
毛利	71	20	21	20	46	58	68
毛利率	17.7%	6.2%	6.4%	5.0%	8.4%	8.6%	8.8%
风电场开发							
收入	57	69	109	109	130	140	150
YoY	40.8%	22.1%	58.0%	-0.6%	19.8%	7.7%	7.1%
成本	18	24	58	65	79	87	95
毛利	39	45	52	43	51	53	56
毛利率	68.4%	65.4%	47.3%	40.0%	39.0%	38.0%	37.0%
风电服务							
收入	41	56	52	55	70	80	90
YoY	-7.9%	38.3%	-7.2%	5.1%	27.1%	14.3%	12.5%

成本		36	43	42	43	55	62	70
毛利		5	13	10	12	15	18	20
	毛利率	12.0%	23.8%	19.8%	21.5%	22.1%	22.2%	22.3%
其他								
收入		12	13	14	14	20	25	35
	YoY	6.5%	3.9%	6.7%	4.0%	41.0%	25.0%	40.0%
成本		10	10	10	11	15	19	27
毛利		3	3	3	3	5	6	8
	毛利率	21.4%	23.8%	24.7%	23.4%	23.1%	23.2%	23.3%
风电制绿氢氨醇								
收入							15	30
	YoY						-	100.0%
成本							11	23
毛利							4	8
	毛利率						25.0%	25.0%
合计								
收入（百万元）		509	464	505	567	764	930	1073
	YOY	-9.5%	-8.8%	8.7%	12.4%	34.7%	21.7%	15.4%
成本（百万元）		392	382	418	489	648	792	914
毛利（百万元）		117	82	86	78	116	138	159
	毛利率	23.0%	17.7%	17.1%	13.8%	15.2%	14.9%	14.8%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司作为风电龙头企业，行业地位稳固，同时受益风氢氨醇机遇。我们预计2025-2027年公司EPS分别为0.92/1.13/1.33元/股。选取运达股份、明阳智能、三一重能为可比公司，三者均专业从事风电整机制造，其风机业务收入占比较高，与金风科技具有较高可比性。参考可比公司估值，考虑到金风科技作为风电整机龙头，风机制造订单逐年增长与其他业务的稳健推进将带动公司估值上行。此外，公司在风氢氨醇的布局，有望打造全新增长点。综合给予公司A股2026年15xPE，对应合理价值16.95元/股，考虑A/H股溢价因素，对应H股合理价值为13.56港元/股，均维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

代码	名称	收盘价 (元/股)	归母净利润(百万元)				P/E			
			2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
300772.SZ	运达股份	18.31	414	465	609	1,047	18.0	20.0	23.6	13.8
601615.SH	明阳智能	13.70	372	346	2,587	3,300	87.8	20.4	12.0	9.4
688349.SH	三一重能	25.82	2,007	1,812	1,809	2,551	17.2	20.0	17.5	12.4

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：收盘价为 12 月 5 日收盘价，可比公司盈利预测来自同 Wind 一致预期

二、风险提示

（一）绿醇项目认证不及预期

单体超大气化/耦合工艺的持续稳定性、绿醇可持续认证与跨境交付合规要求需持续验证，中间可能存在不确定性。

（二）绿氢氨醇需求侧政策波动

风电与风氢氨醇产业发展受国家政策与行业标准的影响，相关政策调整与行业标准变动对业绩有较大影响。。

（三）地缘政治与汇率变动

公司海外业务不断扩张，地缘政治与汇率波动对业绩有较大影响。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	63,829	68,601	91,354	113,010	135,342
货币资金	14,245	11,619	17,417	23,807	33,085
应收及预付	27,844	33,381	44,096	53,631	62,108
存货	15,257	14,828	20,109	24,885	28,442
其他	6,483	8,773	9,732	10,688	11,706
非流动资产总额	79,665	86,623	90,372	92,262	92,934
长期股权投资	4,854	4,493	4,493	4,493	4,493
固定资产	34,011	35,348	37,630	38,759	38,776
在建工程	7,795	10,626	11,263	11,837	12,353
使用权资产	2,473	1,977	2,221	2,364	2,408
无形资产	6,977	7,706	8,000	8,244	8,438
其他	23,555	26,473	26,765	26,565	26,465
资产总额	143,495	155,224	181,726	205,273	228,276
流动负债总额	63,020	71,874	93,299	111,818	127,912
短期借款	386	1,576	1,000	1,000	1,000
应付及预收	51,843	58,970	82,512	100,946	116,440
其他	10,790	11,328	9,788	9,872	10,472
非流动负债总额	40,246	42,923	43,895	43,895	44,895
长期借款	28,151	29,506	30,652	30,652	30,652
应付债券	0	0	0	0	0
其他	12,095	13,418	13,243	13,243	14,243
负债总额	103,266	114,797	137,194	155,712	172,807
股本	4,225	4,225	4,225	4,225	4,225
其他	33,385	34,304	38,211	42,996	48,620
归母权益合计	37,610	38,529	42,436	47,221	52,845
少数股东权益	2,619	1,898	2,096	2,339	2,624
负债和股东权益	143,495	155,224	181,726	205,273	228,276

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	50,457	56,699	76,400	93,000	107,300
营业成本	41,807	48,876	64,753	79,159	91,382
营业税金及附加	231	282	382	465	515
销售费用	3,165	1,322	1,910	2,325	2,683
管理费用	1,958	2,175	2,926	3,515	4,077
研发费用	1,891	2,477	3,285	3,757	4,335
财务费用	1,131	907	890	850	787
资产信用减值损失	-711	-1,150	-726	-724	-724
公允价值变动收益	349	155	200	200	200
投资收益	2,246	1,962	2,800	3,150	3,548
营业利润	2,599	2,168	5,188	6,341	7,442
营业外收支	-80	-64	-56	-56	-56
利润总额	2,519	2,104	5,131	6,285	7,386
所得税费用	997	247	1,026	1,257	1,477
合并净利润	1,522	1,856	4,105	5,028	5,909
少数股东损益	191	-4	198	243	285
归母净利润	1,331	1,860	3,907	4,785	5,623
EPS (元/股)	0.32	0.44	0.92	1.13	1.33

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	1,854	2,316	13,433	12,392	13,192
合并净利润	1,522	1,856	4,105	5,028	5,909
折旧摊销	2,845	3,440	3,446	3,812	4,131
营运资金变动	-2,309	-1,738	7,131	5,143	5,141
其他	0	0	-517	2,027	2,227
投资活动现金流净额	-1,824	-5,724	-6,450	-4,997	-3,899
资本性开支	-6,746	-7,653	-7,792	-6,300	-5,400
投资	3,654	2,423	0	0	0
其他	1,268	-494	1,342	1,303	1,501
融资活动现金流净额	-1,993	1,650	-597	-1,005	-15
股本融资	757	1,693	0	0	0
债权融资	51	2,208	409	10	1,000
股利分配与偿付利息	-2,057	-1,874	-1,006	-1,015	-1,015
其他	-744	-378	0	0	0
现金净增加额	-2,209	-1,604	6,387	6,390	9,279
期初现金余额	14,843	12,634	11,030	17,417	23,807
期末现金余额	12,634	11,030	17,417	23,807	33,085

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	8.7%	12.4%	34.7%	21.7%	15.4%
营业利润增长率	-6.3%	-16.6%	139.3%	22.2%	17.4%
归母净利润增长率	-44.2%	39.8%	110.0%	22.5%	17.5%
获利能力					
毛利率	17.1%	13.8%	15.2%	14.9%	14.8%
净利率	3.0%	3.3%	5.4%	5.4%	5.5%
ROE	3.5%	4.8%	9.2%	10.1%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	72.0%	74.0%	75.5%	75.9%	75.7%
有息负债率	19.9%	20.0%	17.4%	15.4%	13.9%
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
利息保障倍数	1.4	1.8	3.8	4.5	5.1
营运能力					
应收账款周转率	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9
存货周转率	2.7	3.3	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7
每股指标					
每股收益	0.32	0.44	0.92	1.13	1.33
每股净资产	8.90	9.12	10.04	11.18	12.51
每股经营现金流	0.44	0.55	3.18	2.93	3.12
估值比率					
PE	25.4	23.5	17.1	14.0	11.9
PB	0.9	1.1	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.1	11.3	11.2	8.9	7.0

广发新能源和电力设备研究小组

陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。

陈昕：资深分析师，毕业于清华大学、北京大学，曾就职于国家电网公司、信达证券，2022年加入广发证券发展研究中心。

李天帅：资深分析师，硕士，毕业于哈尔滨工业大学、香港大学，曾任职于中银国际证券、德邦证券，3年证券行业研究经验。

曹瑞元：资深分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

黄思悦：高级分析师，毕业于北京大学、中山大学，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。