

电力设备

2025 年 12 月 25 日

金风科技

(002202)

——全球风电龙头，盈利开启上行周期

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据:	2025 年 12 月 24 日
收盘价 (元)	17.43
一年内最高/最低 (元)	18.50/7.64
市净率	1.9
股息率% (分红/股价)	0.80
流通 A 股市值 (百万元)	58,434
上证指数/深证成指	3,940.95/13,486.42

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025 年 09 月 30 日
每股净资产 (元)	9.09
资产负债率%	73.11
总股本/流通 A 股 (百万)	4,225/3,352
流通 B 股/H 股 (百万)	-/774

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

马天一 A0230525040004
maty@swsresearch.com
王艺儒 A0230523110003
wangyr@swsresearch.com

联系人

王艺儒 A0230523110003
wangyr@swsresearch.com

投资要点:

- **全球风电龙头，稳坐潮头十四载。** 公司是国内领军和全球领先的风电整体解决方案提供商，在国内风电市场占有率连续 14 年排名第一，连续 3 年全球第一。受益于风电行业需求回暖，整机价格企稳回升，公司营收和归母净利润持续双增，2025 年公司前三季度公司实现营收 481.47 亿元，同增 34.34%，归母净利润 25.84 亿元，同增 44.21%。
- **风机价格企稳，主机毛利率开启修复周期。** 在风电需求持续提升叠加招标价格反内卷的带动下，主机价格持续企稳回升，2025 年 9 月风机投标均价 1610 元/千瓦，同比提升 9.2%，因中标至交付有一定周期，预计高价订单多于 26 年交付，风机制造业务有望释放较大利润弹性。公司在手订单处历史高位，截至 2025 年三季度末达 52.5GW，同时公司制造业务毛利率正处持续修复通道，24H1 风机业务毛利率 3.75%，同比提升 6.29pct，2025H1 修复至 7.97%，同比提升 4.22pcts，随着高价订单的进一步交付，预计公司制造业毛利率有望持续提升。
- **海风新增装机有望加速，公司竞争优势持续提升。** 当前我国海上风电正处于高速成长期，预计十五五期间保持高增，2030 年新增装机量有望达 25GW。海上风机大型化对风机可靠性以及供应链安全提出更高要求，业主、主机商竞争格局相对集中，公司海上风电风机竞争优势突出，24 年公司新增国内海风装机 1102MW，占国内海风新增装机占比 19.60%，位列国内第二，随着海风新增装机的加速落地，公司竞争优势突出，有望持续受益。
- **海外风机出海正当时，公司领先优势显著。** 全球风电需求持续提升，中国整机商加速海外市场拓展，24 年中国风机新增出口 5193.7MW，同增 41.7%，2018 年至 2024 年，6 年复合增速达 54.9%。海外风机业务毛利率高，2025H1 金风科技海外业务毛利率达 18.7%，高毛利叠加需求高增速，出海业务有望贡献较大业绩边际弹性。公海外业务营收快速增长，截至 2024 年底，公司累计出口容量 9790.8MW，累计出口容量占比达 47.1%，远超国内其他风电整机商，截至 2025 三季度末公司海外在手订单 7,161.72MW，将有效支撑海外业绩的高速增长。
- **首次覆盖，给予“增持”评级：** 受益于行业需求提升、风机价格回暖以及公司订单结构优质，公司业绩持续提升。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 37.32、51.20、55.71 亿元，同比分别增长 100.6%、37.2%、8.8%，对应 EPS 分别为 0.88、1.21、1.32 元/股，对应 PE 分别为 20、14、13 倍。我们选取运达股份、三一重能、东方电气、三峡能源作为同行业可比公司，2026 年行业平均 PE 为 15 倍，我们参照可比公司估值水平，综合考虑公司行业地位与一定的安全边际，给予公司 2026 年行业平均估值 15 倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：** 全球风电装机需求不及预期、行业竞争加剧、海外市场环境及汇率波动。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	56,699	48,147	78,214	83,040	89,071
同比增长率 (%)	12.4	34.3	37.9	6.2	7.3
归母净利润(百万元)	1,860	2,584	3,732	5,120	5,571
同比增长率 (%)	39.8	44.2	100.6	37.2	8.8
每股收益 (元/股)	0.42	0.60	0.88	1.21	1.32
毛利率 (%)	13.8	14.4	14.4	15.6	15.5
ROE (%)	4.8	6.3	9.4	11.4	11.1
市盈率	40		20	14	13

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“增持”评级：公司是全球风电制造龙头，国内风电市场占有率连续 14 年排名第一，连续 3 年全球第一，受益于行业需求提升、风机价格回暖以及公司订单结构优质，公司业绩持续提升。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 37.32、51.20、55.71 亿元，同比分别增长 100.6%、37.2%、8.8%，对应 EPS 分别为 0.88、1.21、1.32 元/股，对应 PE 分别为 20、14、13 倍。

公司营收结构中，风机和零部件制造业务占比最高，同时发电和电站转让业务在净利润中贡献较大，我们选取同为排名靠前的风电主机商的运达股份、三一重能、东方电气，以及同样具有风电场业务的三峡能源作为同行业可比公司。2026 年行业平均 PE 为 15 倍，我们参照可比公司估值水平，综合考虑公司行业地位与一定的安全边际，给予公司 2026 年行业平均估值 15 倍，给予“增持”评级。

关键假设点

1) 风机及零部件销售业务：当前国内外风电需求景气度持续提升，公司持续受益行业需求的增长，截止 25Q3 公司在手订单总量 52.5GW，其中外部订单合计 49.9GW，处历史最高水平，我们预计 25-27 年公司风机相关业务实现营业收入约 620/653/711 亿元。随着国内风机招标的高价单陆续进入交付周期，以及海风和海外业务交付的持续提升，预计公司毛利率有继续提升，25-27 年预计风机业务毛利率为 8.6%/10.7%/10.9%。

2) 风电场开发：公司风电场开发收入包括发电收入和电站产品销售收入，随着公司权益并网装机容量的增长，预计 25-27 年公司风电场开发实现营收约 89/101/100 亿元，毛利率约 47.2%/41.9%/42%。

3) 风电服务：公司风电服务业务主要包括风电整体解决方案、负荷侧能源综合服务，预计 25-27 年公司风电场开发实现营收约 57.8/60.7/63.8 亿元，毛利率基本维持 22%的水平。

有别于大众的认识

市场普遍认为 25 年行业需求高增，但整机环节利润端表现弱于行业；我们认为整机利润表的盈利周期相比于零部件等其他环节偏后置，随着高价招标订单进入交付期，2026 年是整机盈利兑现的大年，同时整机环节营收体量大，净利率的提升对利润绝对值的提升贡献较大，整机环节有望表现出较强盈利弹性。

股价表现的催化剂

公司毛利率进一步提升、风机招标价格进一步上行、国内海风建设提速、海外需求提升等。

核心假设风险

全球风电装机需求不及预期、行业竞争加剧、海外市场环境及汇率波动。

目录

1. 全球风电龙头，稳坐潮头十四载	6
2. 盈利持续修复，双海业务加速拓展	9
2.1 风机价格企稳，主机毛利率开启修复周期	9
2.2 海风新增装机有望加速，公司竞争优势持续提升.....	12
2.3 海外风机出海正当时，公司领先优势显著	15
3. 盈利预测与估值分析	18
3.1 关键假设	18
3.2 估值分析与投资分析意见	19
4. 风险提示	19

图表目录

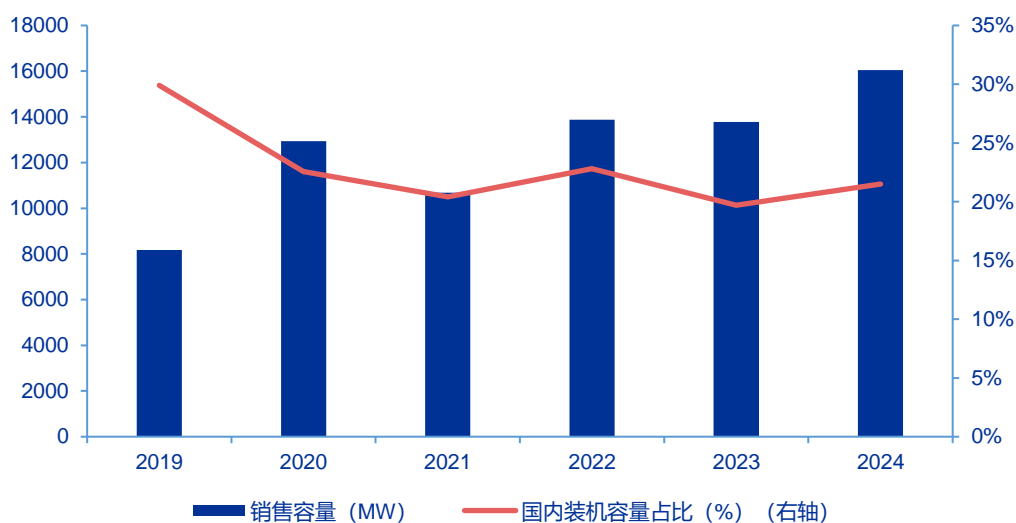
图 1: 金风科技历年销售容量、国内装机容量占比 (MW、%)	6
图 2: 公司分业务营业收入占比情况.....	7
图 3: 公司分地区营业收入占比情况.....	7
图 4: 公司营收收入及同比变化情况 (亿元)	7
图 5: 公司归母净利润及同比变化情况 (亿元)	7
图 6: 公司毛利率、净利率变化情况.....	8
图 7: 公司各项费用率变化情况.....	8
图 8: 各主机商研发费用支出 (亿元)	9
图 9: 国内风电新增吊装装机量 (GW, %)	10
图 10: 风电行业季度招标量变化 (GW)	10
图 11: 风电行业月度公开投标均价 (元/KW)	10
图 12: 公司在手外部订单情况 (GW)	11
图 13: 截至 2025Q3 公司外部订单分布.....	11
图 14: 公司风机及零部件销售毛利率 (%)	11
图 15: 我国海上风电新增并网装机容量 (单位: GW, %)	12
图 16: 我国海上风电累计并网装机容量 (单位: GW, %)	12
图 17: 国内新增海上风电机组平均单机容量 (单位: MW)	12
图 18: 2024 年国内海上风电开发企商新增装机数据 (单位: %)	13
图 19: 2024 年国内海上风电制造商新增装机占比 (单位: %)	13
图 20: 金风科技海上智能风机旗舰平台	14
图 21: 全球主要国家和地区风电新增装机预测 (单位: GW)	15
图 22: 中国风电机组出口容量及增速 (单位: MW)	16
图 23: 金风科技海外业务毛利率 (%)	16
图 24: 公司海外业务营收及增速 (亿元, %)	17
图 25: 截至 2024 年底中国风电整机制造企业累计出口容量及占比 (MW, %) .17	
图 26: 公司国际业务顺利拓展	17
表 1: 国内海上风电制造商新增装机数据 (单位: MW,%)	14
表: 公司业务拆分及测算	

表 3: 可比公司估值表 19

1. 全球风电龙头，稳坐潮头十四载

公司是全球风电制造龙头，国内风电市场占有率连续 14 年排名第一，连续 3 年全球第一。金风科技是国内最早进入风力发电设备制造领域的企业之一，经过二十余年发展，逐步成长为国内领军和全球领先的风电整体解决方案提供商。公司拥有自主知识产权的风力发电机组，依托先进的技术、产品及多年的风力发电机组研发制造经验优势，在国内风电市场占有率连续 14 年排名第一，连续 3 年全球第一，在行业内多年保持领先地位。

图 1：金风科技历年销售容量、国内装机容量占比 (MW、%)



资料来源：公司公告、中国可再生能源学会风能专业委员会 CWEA、申万宏源研究

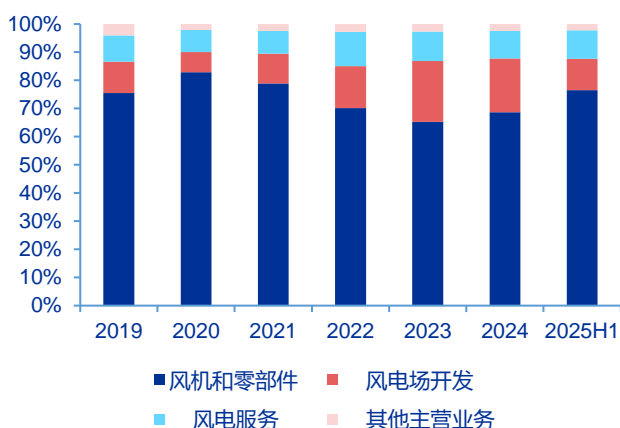
公司拥有风机制造、风电服务、风电场投资与开发三大主营业务以及水务等其他业务的多元化盈利渠道。

1) 风机制造：占公司最大营收比重，目前已形成 GWHV11、GWHV12、GWHV15、GWHV17、GWHV20 及 GWHV21 多平台系列化产品，拥有丰富的产品谱，可以覆盖陆上、海上、海外风电市场。2024 年，公司风力发电机组及零部件销售收入为 389.21 亿元，同比增长 18.17%，占公司营业收入的比重为 68.64%；2024 年机组对外销售容量 16,052.99MW，同比上升 16.56%。

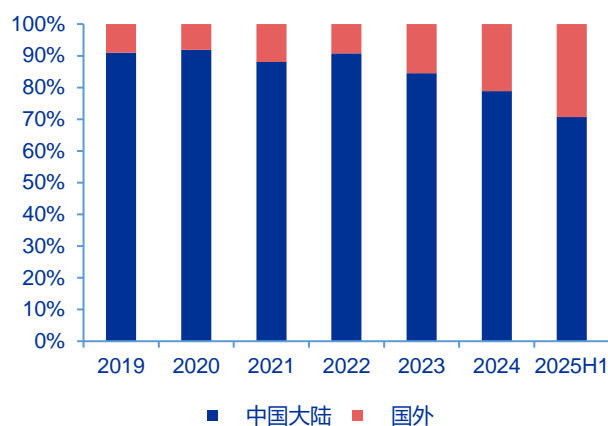
2) 风电服务：聚焦资产管理服务、“无人化”场站建设、技术创新、售电服务和能碳业务，得益于公司多年的机组产品规模及运维技术积累，公司运维服务业务保持健康成长，截至 2025 年二季度末，公司国内外运维服务业务在运项目容量 45.95GW，同比增长 37.0%。

3) 风电场投资与开发：滚动开发风电场，自持电场贡献稳定业绩支撑，转让业务增厚利润和投资收益。截止 25 年三季度末，公司国内外自营风电场权益装机容量合计 8,688MW，国内风电场权益在建容量 4,062MW。

加快拓展国际业务，海外业务占比快速提升。作为最早走出国门的国内风电企业之一，金风科技秉承“以本土化推进国际化”的宗旨，通过持续的创新和国际化布局，推动全球能源转型和可持续发展。公司在全球建立了“1+1+6”研发布局，7大区域中心，5个全球解决方案工厂和3个国际生产基地，业务遍布六大洲、47个国家。2019年公司海外营收为34.36亿元，占营收比重为9.0%，2024年海外营收已达120.08亿元，占营收比重21.2%，2025H1公司海外业务实现营收83.79亿元，同比增长75.34%，占总营收比重提升至29.4%。

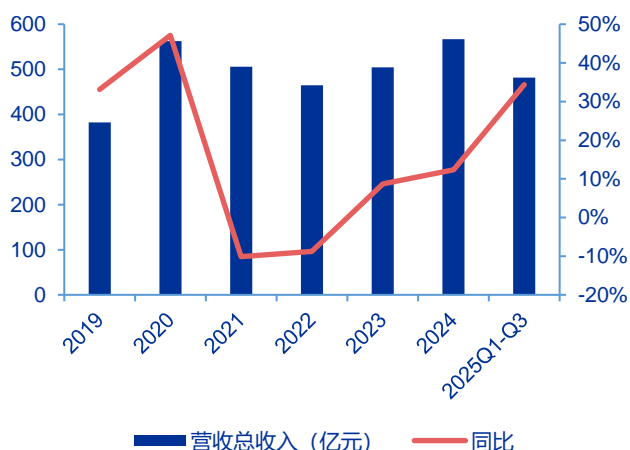
图 2：公司分业务营业收入占比情况


资料来源：公司公告、申万宏源研究

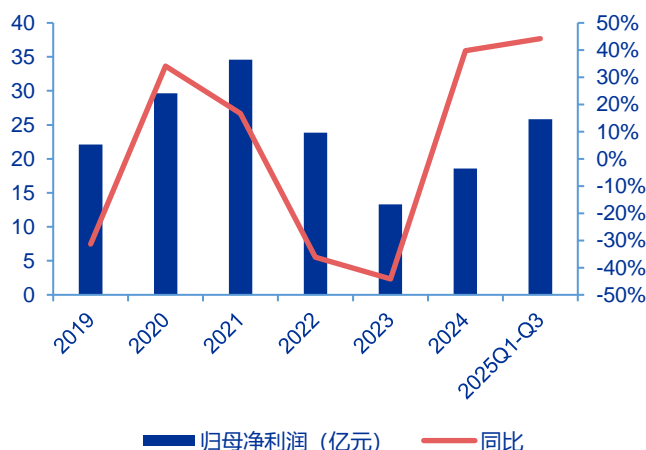
图 3：公司分地区营业收入占比情况


资料来源：公司公告、申万宏源研究

受益于风电行业需求回暖，整机价格企稳回升，公司营收和归母净利润持续双增。2024年公司实现营收566.99亿元，同比增长12.37%，实现归母净利润18.60亿元，同比增长39.78%。2025年公司前三季度公司实现营收481.47亿元，同比增长34.34%，归母净利润25.84亿元，同比增长44.21%；其中Q3单季营收196.10亿元，同比增长25.40%，归母净利润10.97亿元，同比增长170.64%。

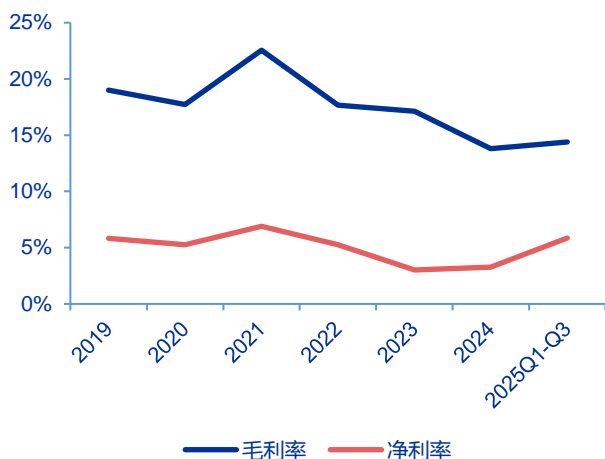
图 4：公司营业收入及同比变化情况（亿元）


资料来源：wind、申万宏源研究

图 5：公司归母净利润及同比变化情况（亿元）


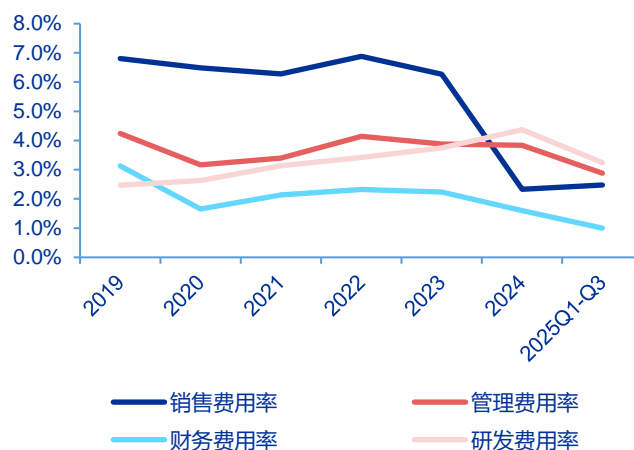
资料来源：wind、申万宏源研究

风机价格回升，叠加公司不断降本增效，公司盈利能力持续修复。风机价格的回升、公司出货量提升带来规模效应以及公司不断提质降本，共同驱动公司毛利率改善，2024年公司实现综合毛利率 13.8%，同比提升 0.74pct，2025Q1-Q3 公司实现毛利率 14.39%，在 2024 年的基础上进一步提升；同时公司费用管控良好，2025Q1-3 期间费用 46.2 亿元，同比-3.2%，费用率 9.6%，同比-3.7pct。

图 6：公司毛利率、净利率变化情况


资料来源：公司公告、申万宏源研究

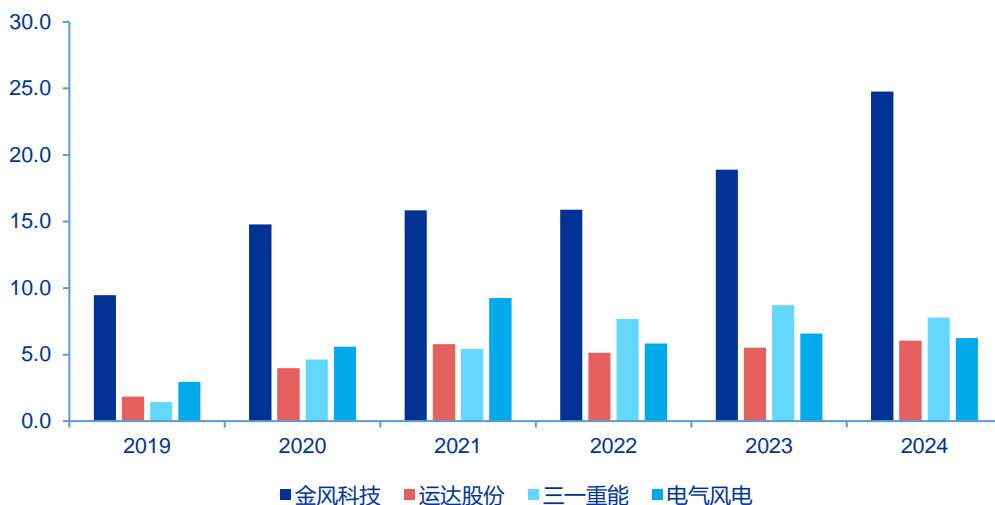
注：由于会计准则变更，计提的保证类质保费用计入主营业务成本，不再计入销售费用，因此对自 2024 年及以后的毛利率产生影响。

图 7：公司各项费用率变化情况


资料来源：公司公告、申万宏源研究

研发创新能力构筑公司核心竞争力，研发支出远高于同行业公司。金风科技一直重视研发创新投入，持续提升公司创新能力和核心竞争力。公司在全球建立了“1+1+6”研发布局，拥有三千余名具备丰富行业经验的研发技术人员，通过把握更前端的技术趋势，不断开发和完善各产品平台，力求覆盖更广泛、多元的使用场景，保证了公司市场覆盖率。截至 2025 年 H1，公司拥有国内专利申请 6,245 项，其中发明专利申请 3,803 项，占比 61%；国内授权专利 4,611 项，其中发明专利 2,356 项，占比 51%，位居行业第一。公司订单始终维持高位，证实公司产品品质的优越性得到市场的广泛认可，同时，也表明公司在可预期的将来，营业收入仍会得到有力保障。

图 8：各主机商研发费用支出（亿元）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

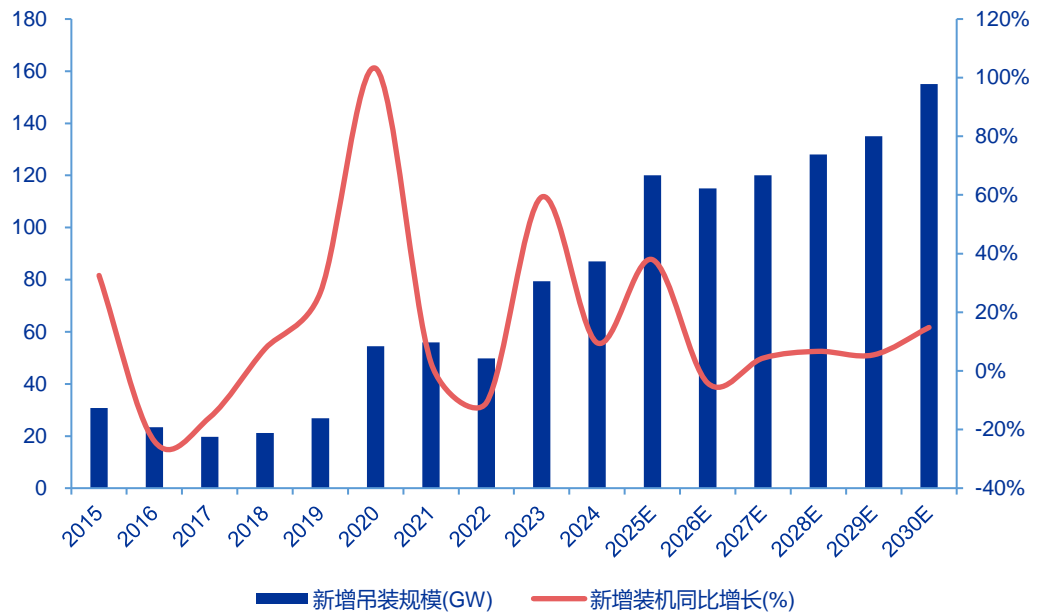
2. 盈利持续修复，双海业务加速拓展

2.1 风机价格企稳，主机毛利率开启修复周期

十四五收官在即，国内风电装机景气度高，25 年国内风电迎装机大年。据金风科技统计，2024 年风电行业招标量达 164GW，同比增长 90%，创历史新高；同时 2025 年是我国十四五建设的最后一年，据每日风电统计，截至 2024 年底，全国 31 省市风电并网装机十四五规划完成度达 100%及以上的仅浙江、安徽、新疆和天津四省，其他省市距规划目标仍有不同程度的缺口，当前正值十四五收官之年的冲刺期，25 年我国风电装机迎确定性装机大年，我们预计装机量有望达 120GW。

十五五即将开启，预计十五五期间国内年均装机量有望达 120GW。根据《风能北京宣言》，“十四五”期间需保证年均新增风电装机 50GW 以上，到 2025 年累计装机容量力争达到 5.5 亿千瓦以上，并为 2030 年累计装机超 800GW 奠定基础。根据国家能源局，截止 2025 年 10 月，风电累计装机已达 590GW，提前完成目标。根据《风能北京宣言 2.0》：“十五五”期间，风电年新增装机不低于 120GW，因此我们预测到 2030 年，风电累计装机有望超 1200GW。

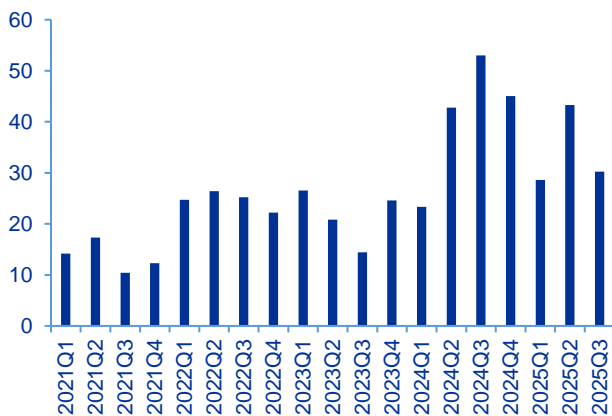
图 9：国内风电新增吊装装机量 (GW, %)



资料来源：中国可再生能源学会风能专业委员会 CWEA、申万宏源研究

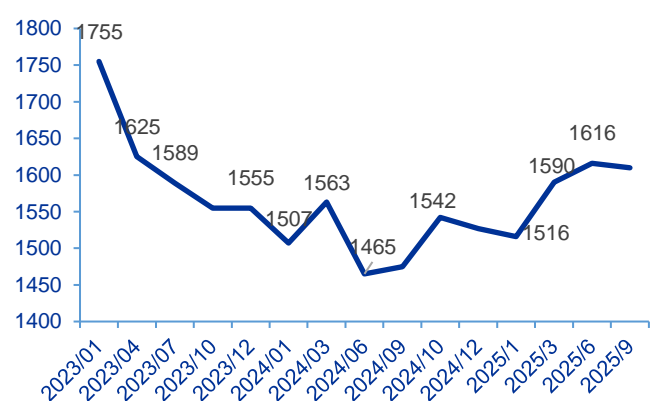
招标价持续企稳，招标量维持高位，风机制造业务 26 年有望释放利润弹性。 风电出力曲线相对稳定，消纳问题相对较小，风电需求持续增长，2024 年我国风电招标量共计 164.1GW，同比增长 90.2%，2025 年前三季度，招标量 102.1GW，仍维持高位，需求较好的背景下，整机厂在手订单饱满，整机公司自 2024 年开始已主动规避质量较差或盈利空间较小的订单。在需求持续提升、在手订单饱满同时叠加行业招标价格反内卷的带动下，主机价格持续企稳回升。2025 年 9 月，全市场风电整机商风电机组投标均价为 1610 元/千瓦，同比提升约 9.2%，因中标至交付有一定周期，预计高价订单多于 2026 年交付，风机制造业务有望释放较大利润弹性。

图 10：风电行业季度招标量变化 (GW)



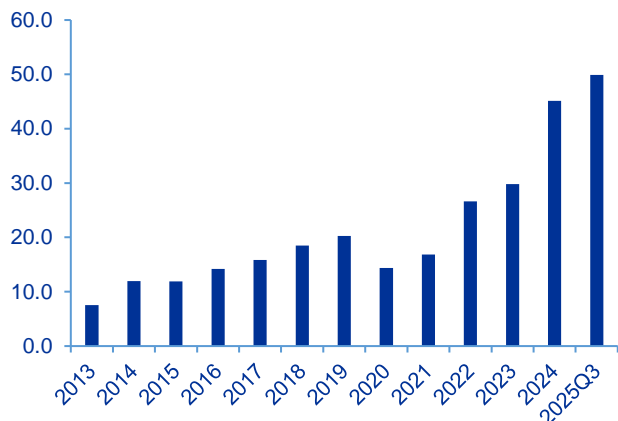
资料来源：金风科技、申万宏源研究

图 11：风电行业月度公开投标均价 (元/KW)

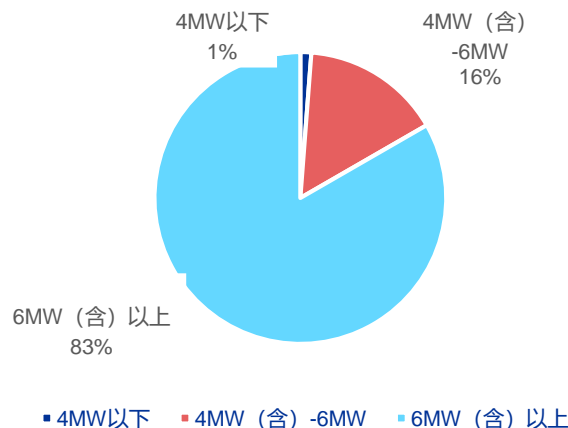


资料来源：金风科技、申万宏源研究

公司在手订单充足,有望有效支撑后续业绩释放。公司在手订单处历史高位,截至 2025 年三季度末,公司在手订单总量 52.5GW,其中外部订单合计 49.9GW,公司外部在手订单中,4MW 以下的机组订单容量 605MW,占比 1%;4MW(含)—6MW 机组订单容量 7,716MW,占比 16%;6MW 及以上的机组订单容量 41,553MW,占比 83%。饱满的在手订单和优质的订单结构有效支撑公司后续业绩的持续释放。

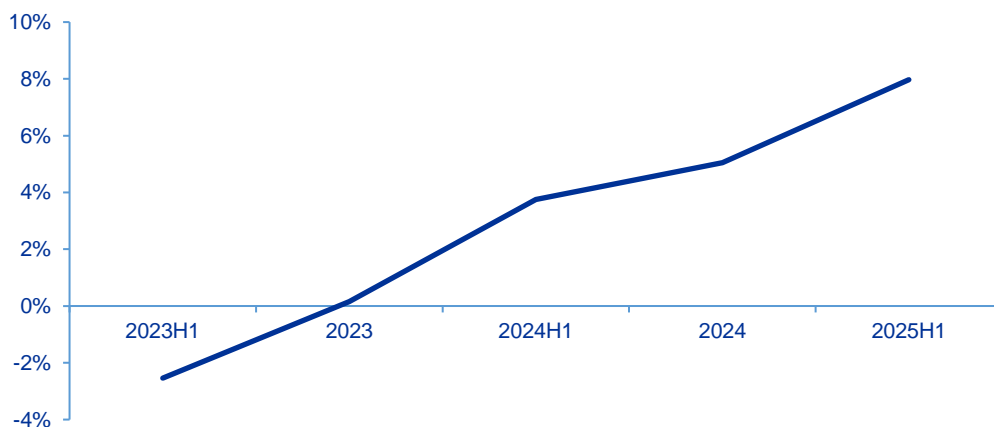
图 12: 公司在手外部订单情况 (GW)


资料来源:公司公告、申万宏源研究

图 13: 截至 2025Q3 公司外部订单分布


资料来源:公司公告、申万宏源研究

公司风机及零部件销售毛利率正处持续修复通道。2024 年公司风机制造业务毛利率已开始明显改善,24H1 公司风机及零部件销售业务实现毛利率 3.75%,同比提升 6.29pct(会计准则调整后追溯口径);2025 年在需求进一步提升,风机价格上行,规模效应以及公司持续降本增效等驱动下,公司制造业务进一步量利齐升,2025H1 风机及零部件销售业务实现收入 218.52 亿元,同比大幅提升 71.15%,风机业务毛利率修复至 7.97%,同比提升 4.22pct,随着高价订单的进一步交付,预计公司制造业毛利率有望持续提升。

图 14: 公司风机及零部件销售毛利率 (%)


资料来源:公司公告、申万宏源研究

2.2 海风新增装机有望加速，公司竞争优势持续提升

我国海风发展处于高速成长期，并加快向深远海拓展。根据国家能源局披露，截至 2025 年 9 月底，我国海上风电累计装机容量达 4461 万千瓦；根据 2025 北京风能展上发布的《风能北京宣言 2.0》，“十五五”期间，我国海上风电年新增装机 1500 万千瓦，预计到“十五五”末，我国海上风电累计装机规模将超亿千瓦。与此同时，海上风电正在由近海开发向深远海推进，根据世界银行数据，全球可用的海上风能资源超过 710 亿千瓦，其中深远海占比超过 70%；根据国家气候中心的评估结果，我国深远海风能资源技术可开发量超过 12 亿千瓦，开发潜力巨大，当前各个省份深远海规划正陆续落地。当前我国海上风电正处于高速成长期，我们预计，十五五期间海风装机有望加速，预计 2026 年海风新增装机量为 12GW，2030 年新增装机量有望达 25GW。

图 15：我国海上风电新增并网装机容量（单位：GW，%）



资料来源：国家能源局，申万宏源研究

图 16：我国海上风电累计并网装机容量（单位：GW，%）

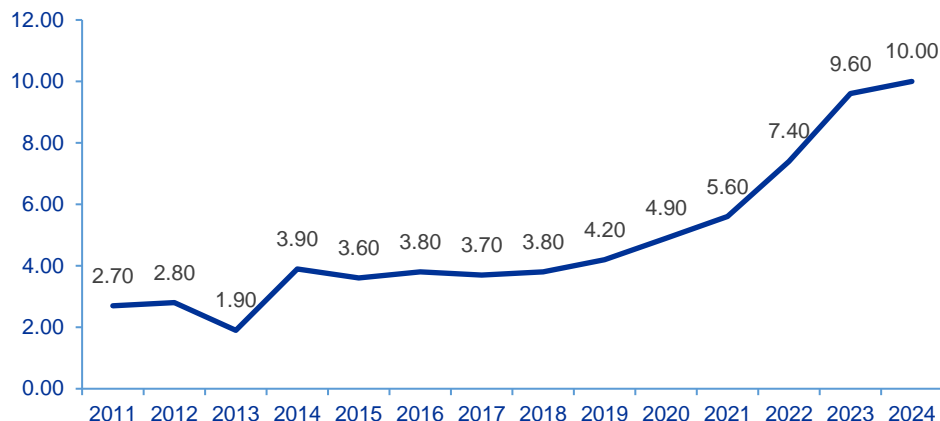


资料来源：国家能源局，申万宏源研究

海风大型化趋势持续提速。大型化是风电降本的主要方式，2021 年海风抢装之前，海、陆风机机型大小差距均在 2MW 以内，自 22 年开始，机组大型化提速明显，特别是海风机型继 21 年国补退出后，降本诉求进一步提升，2024 年海风平均装机机型已达 10.0MW，且当前最大 26MW 级海上风力发电机组也已下线。

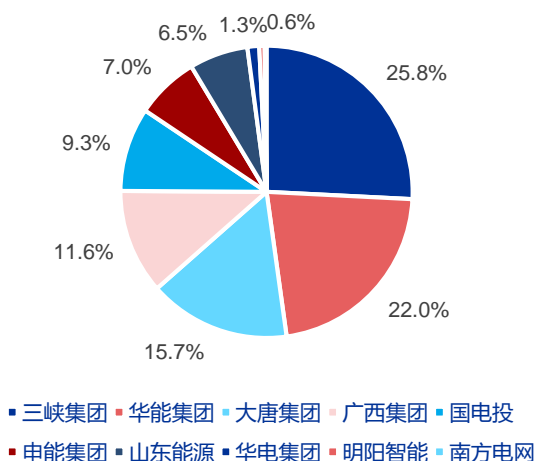
海上风机大型化对风机可靠性以及供应链安全提出更高要求，业主、主机商竞争格局相对集中。海上风电的单位投资成本较高，且施工和后期维护的难度及成本均较高，此外，离岸距离越远，大型化程度越高，机型越复杂，要求也更高，因此，海上风电的开发商以及主机厂参与者相对较少，竞争格局更加集中。海风开发商以国央企为主，2024 年仅三峡集团、华能集团、大唐集团三家新增装机量合计占总体的 63.5%；整机制造商方面，前三名明阳智能、金风科技、东方电气三家 2024 年新增装机量合计占总体的 68.2%。

图：国内新增海上风电机组平均单机容量（单位：MW）



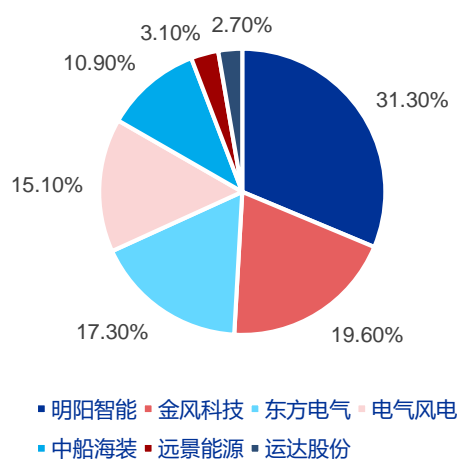
资料来源：中国可再生能源学会风能专业委员会 CWEA、申万宏源研究

图 18：2024 年国内海上风电开发企商新增装机数据 (单位：%)



资料来源：中国可再生能源学会风能专业委员会 CWEA、申万宏源研究

图 19：2024 年国内海上风电制造商新增装机占比 (单位：%)



资料来源：中国可再生能源学会风能专业委员会 CWEA、申万宏源研究

公司海上风电风机产品性能优越，竞争优势凸显。国内海上市场，公司 GWHV20 和 GWHV21 平台机组持续保持高效交付表现，其一体化吊装设计使单台机组安装时间压缩至 48 小时，较行业平均水平提升 40%；针对国内深远海市场，公司 GWHV20 平台的 GWH266-16.2MW Ultra 样机在江苏实现并网满发，较该平台其他机型的发电量提高 5%，度电成本降低 3%~4%。同时，公司持续开展漂浮式产品及技术攻关，2024 年公司发布新型浮体系泊系统，充分考虑风浪流同时作用下的漂浮式风电整机结构与优化，做到机组-塔架-浮体系泊一体化设计、仿真与校核。公司海上风电产品，2024 年度，公司荣获“风电领跑者”最佳海上机组奖（13~16MW）、最佳海上机组奖（16~18MW），同时，公司参与的“海上风电安全高效开发成套技术和装备及产业化”项目获得 2023 年度国家科学技术进步奖一等奖。

图 20: 金风科技海上智能风机旗舰平台

参数	单位	GWH230-8.5/9.0MW	GWH252-13.6/14.3/16/16.7MW	GWH266-14/16.2MW
运行参数				
额定功率	kW	8500/9000	13600/14300/16000/16700	14000/16200
设计风区等级	IEC	S	S	S
切入风速	m/s	3	3	3
切出风速	m/s	23	25	25
设计使用寿命	年	25	25	25
机组运行温度	°C	-10°C~+40°C	-10°C~+40°C	-10°C~+40°C
机组生存温度	°C	-20°C~+50°C	-20°C~+50°C	-20°C~+50°C
叶轮系统				
叶轮直径	m	230	252	266
扫风面积	m ²	41548	49876	55572
发电机				
发电机类型	\	永磁同步发电机	永磁同步发电机	永磁同步发电机
变流器				
变流器类型	\	全功率变流器	全功率变流器	全功率变流器
功率因数调节范围	\	容性0.95~感性0.95	容性0.95~感性0.95	容性0.95~感性0.95
塔架(塔架高度可根据项目定制)				
塔架类型	\	钢塔	钢塔	钢塔
轮毂高度	m	130m/可定制	149.5m/可定制	157.5m/可定制

资料来源: 金风科技、申万宏源研究

公司海风新增装机占比持续提升, 2024 年已经提升至第二位。根据中国可再生能源学会风能专业委员会 CWEA 披露, 2024 年公司新增国内海风装机 1102MW, 占国内海风新增装机占比 19.60%, 公司新增海风装机量位列国内第二。随着海风新增装机的加速落地, 公司竞争优势突出, 有望持续受益。

表 1: 国内海上风电制造商新增装机数据 (单位: MW,%)

制造商	2019 年		2020 年		2021 年			
	新增装机	新增装机占比	新增装机	新增装机占比	新增装机	新增装机占比		
电气风电	647	25.9%	电气风电	1401	36.4%	电气风电	4204	29.0%
远景能源	615	24.7%	明阳智能	963	25.1%	明阳智能	3781	26.1%
金风科技	604	24.2%	远景能源	685	17.8%	金风科技	2390	16.5%
明阳智能	470	18.8%	中国海装	330	8.6%	中国海装	1997	13.8%
中国海装	150	6.0%	金风科技	313	8.1%	东方电气	1009	7.0%
湘电风能	8	0.3%	哈电风能	92	2.4%	远景能源	976	6.7%
			东方电气	60	1.6%	哈电风能	124	0.9%
合计	2494	100.0%	合计	3844.5	100.0%	合计	14481	100.0%
制造商	2022 年		2023 年		2024 年			
	新增装机	新增装机占比	新增装机	新增装机占比	新增装机	新增装机占比		
电气风电		.%	明阳智能		.%	明阳智能		.%

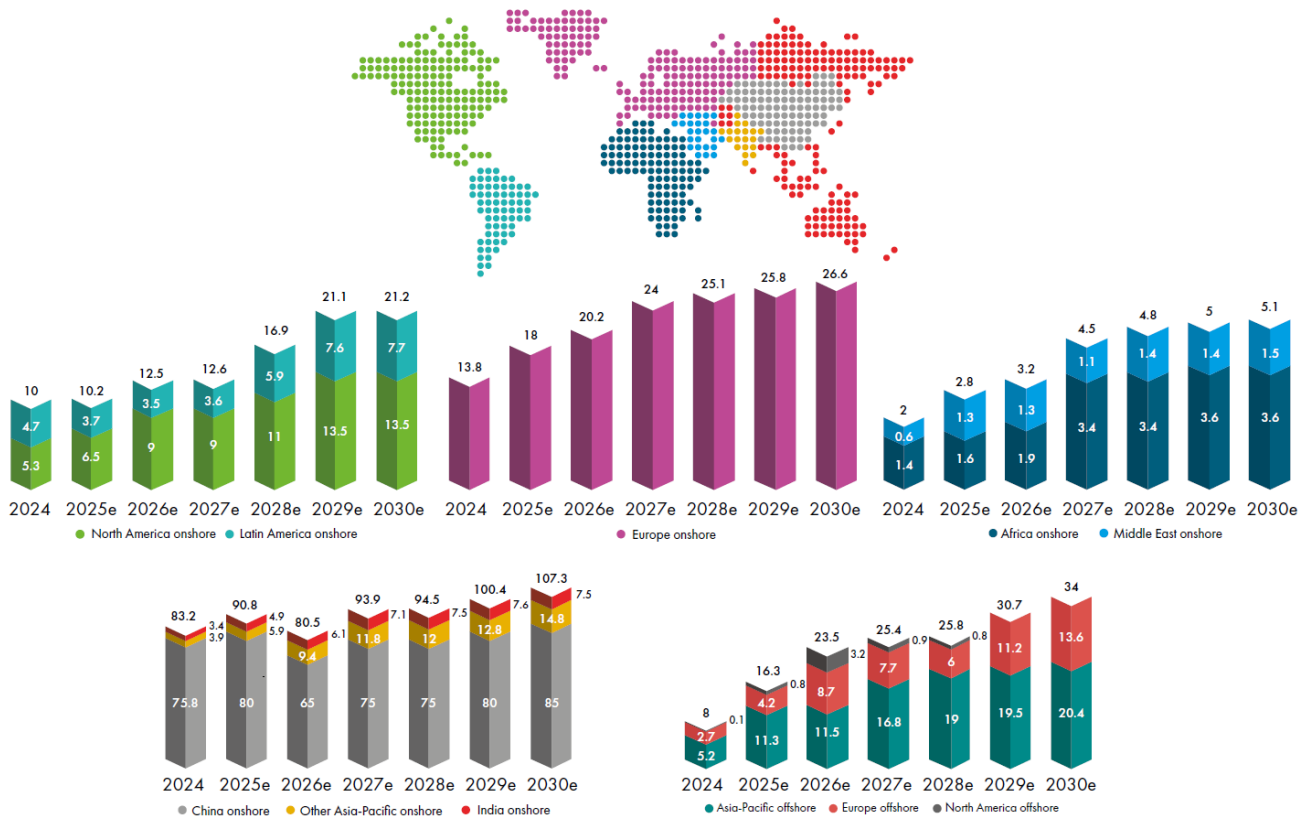
明阳智能	1381	26.8%	远景能源	1138	15.8%	金风科技	1102	19.6%
中国海装	1041	20.2%	电气风电	1122	15.6%	东方电气	971	17.3%
远景能源	838	16.2%	金风科技	556	7.7%	电气风电	850	15.1%
金风科技	294	5.7%	云达股份	504	7.0%	中船海装	615	10.9%
东方电气	150	2.9%	中国海装	486	6.8%	远景能源	172	3.1%
中国中车	10	0.2%	东方电气	427	5.9%	运达股份	15.3	2.7%
			太原重工	10	0.1%			
合计	5157	100.0%	合计	7184	100.0%	合计	5482.3	100.0%

资料来源：中国可再生能源学会风能专业委员会 CWEA、申万宏源研究

2.3 海外风机出海正当时，公司领先优势显著

全球双碳背景下，全球风电需求持续提升。根据全球风能协会 GWEC 《Global Wind Report 2025》的统计数据，2024 年度全球风电新增装机容量为 117GW，创历史新高，截至 2024 年底全球风电累计装机容量为 1,136GW。根据全球风能协会 GWEC 对全球各地区风电需求预测，2030 年全球风电新增装机有望达 194GW，其中我国风机出口优势地区拉美、非洲、中东、印度及其他亚太地区 2024 年新增陆风合计 14GW，至 2030 年新增陆风合计有望达 35.1GW，为中国风机出海提供了较大空间。

图 21：全球主要国家和地区风电新增装机预测（单位：GW）

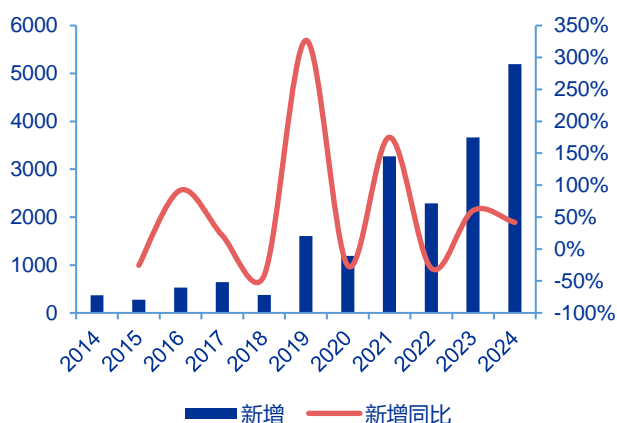


资料来源：全球风能协会 GWEC、申万宏源研究

中国风电制造商开始加速海外风电市场的拓展，风机出口容量快速提升。2024年，中国风电机组新增出口904台，容量为5193.7MW，同比增长41.7%，其中陆上风电机组出口882台，共计5115.5MW；海上风电机组出口22台，共计78.2MW。2018年至2024年，6年间出口容量复合增速高达54.9%，截至2024年底，中国风电机组累计出口5799台，容量为20787.8MW，其中陆上风电机组累计出口5661台，共计20206.3MW，海上风电机组累计出口138台，共计581.5MW。

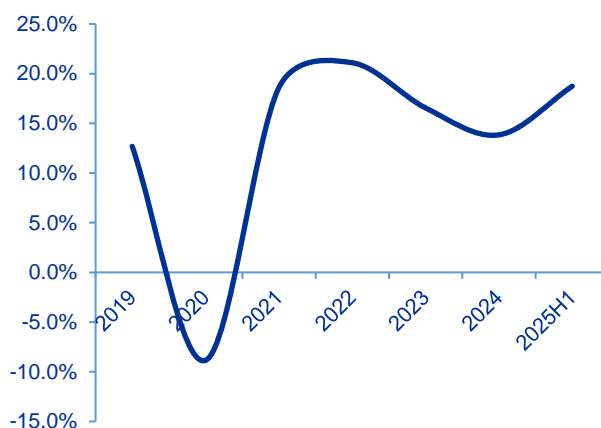
海外风机业务毛利率高，边际弹性大。海外风机价格较高，据风电世界统计，德国整机企业恩德和丹麦整机企业维斯塔斯风机平均价格在7000-7500元/kW，远高于我国风机机组的平均招标价格。较高的单价使得海外业务毛利率相对较高，2025H1金风科技风机制造综合毛利率为7.97%，而其中海外业务毛利率高达18.7%，高毛利叠加需求高增速，风机出海业务对整机商而言有望贡献较大业绩边际弹性。

图 22：中国风电机组出口容量及增速（单位：MW）



资料来源：全球风能协会 GWEC、申万宏源研究

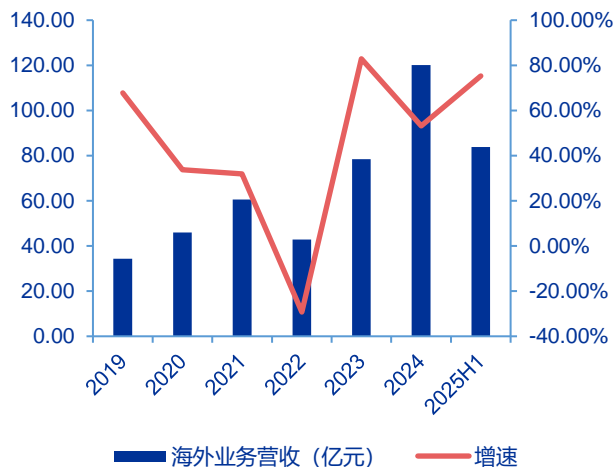
图 23：金风科技海外业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告、申万宏源研究

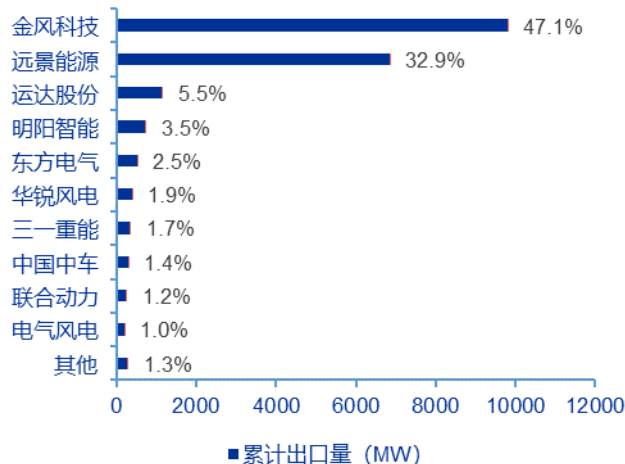
公司海外营收增速快速增长，领先优势显著。公司积极拓展国际业务，海外业务营收快速增长，2024年公司实现海外业务营业收入120.08亿元，同比增长53.14%，2025H1实现海外营收83.79亿元，同比增长75.34%。根据中国可再生能源学会风能专业委员会CWEA披露，2024年，国内有5家整机制造企业分别向23个国家出口了风电机组，其中金风科技出口到15个国家，共450台，容量为2478.4MW，2024年发运容量占总发运容量比重高达47.72%。截至2024年底，金风科技累计出口2748台，总容量为9790.8MW，累计出口容量占比达47.1%，远超国内其他风电整机商。

图 24: 公司海外业务营收及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

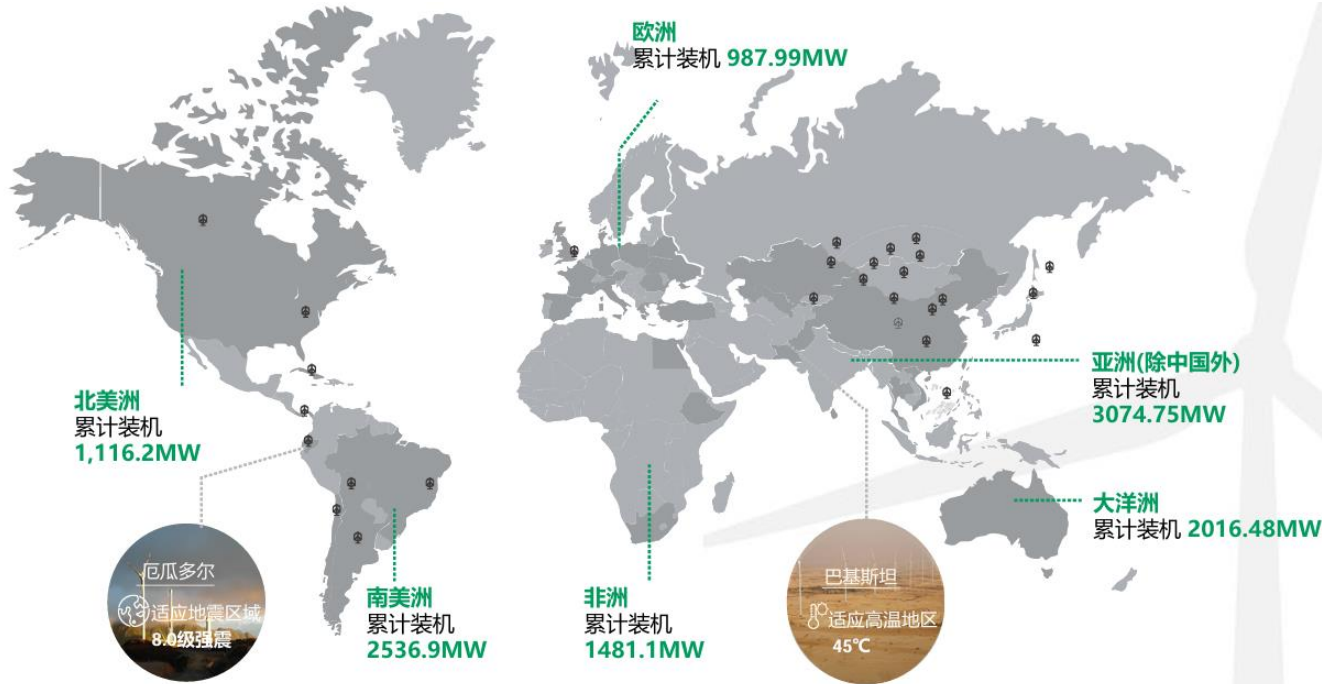
图 25: 截至 2024 年底中国风电整机制造企业累计出口容量及占比 (MW, %)



资料来源: 中国可再生能源学会风能专业委员会 CWEA、申万宏源研究

公司持续深耕海外风机市场，海外在手订单超 7GW。截至 2025Q3，公司业务已遍及全球 6 大洲，47 个国家，国际业务累计装机 11,214.62MW，其中在亚洲（除中国）装机突破 3GW，在南美洲、大洋洲装机量均已超过 2GW，在北美洲、非洲装机量均已超过 1GW。截至 2025 年 9 月 30 日，公司海外在手外部订单共计 7,161.72MW，将有效支撑海外业绩的高速增长。

图 26: 公司国际业务顺利拓展



资料来源: 金风科技官网、申万宏源研究

3. 盈利预测与估值分析

3.1 关键假设

1) 风机及零部件销售业务：当前国内外风电需求景气度较高，公司作为全球风机市占率第一的公司，有望持续受益行业需求的增长，截止 25Q3 公司在手订单总量 52.5GW，其中外部订单合计 49.9GW，处历史最高水平，我们预计 25-27 年公司风机相关业务实现营业收入约 620/653/711 亿元。随着国内风机招标的高价单陆续进入交付周期，以及海风和海外业务交付的持续提升，预计公司毛利率有继续提升，25-27 年预计风机业务毛利率为 8.6%/10.7%/10.9%。

2) 风电场开发：公司风电场开发收入包括发电收入和电站产品销售收入，随着公司权益并网装机容量的增长，预计 25-27 年公司风电场开发实现营收约 89/101/100 亿元，毛利率约 47.2%/41.9%/42%。

3) 风电服务：公司风电服务业务主要包括风电整体解决方案、负荷侧能源综合服务等，预计 25-27 年公司风电场开发实现营收约 57.8/60.7/63.8 亿元，毛利率基本维持 22%的水平。

综上，我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 782.14、830.40、890.71 亿元，同比分别增长 37.9%、6.2%、7.3%。

表 2：公司业务拆分及测算

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
风机及零部件销售业务						
营业收入 (亿元)	326	329	389	620	653	711
营收 YoY	-16.2%	0.9%	18.3%	59.3%	5.4%	8.8%
毛利率 (%)	6.2%	6.4%	5.1%	8.6%	10.7%	10.9%
发电和电站转让业务						
营业收入 (亿元)	69	109	109	89	101	100
营收 YoY	30.2%	58.0%	0.0%	-18.3%	13.5%	-1.0%
毛利率 (%)	65.0%	47.0%	40.0%	47.2%	41.9%	42.0%
风电服务						
营业收入 (亿元)	56.5	52.4	55.1	57.8	60.7	63.8
营收 YoY	38.0%	-7.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	23.8%	19.8%	21.5%	23.0%	22.0%	22.0%
其他						
营业收入 (亿元)	12.8	14.1	14.2	15	15	16
营收 YoY	-43.4%	10.2%	0.7%	5.6%	0.0%	6.7%
毛利率 (%)	24.7%	24.5%	22.0%	26.0%	26.0%	26.0%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

3.2 估值分析与投资分析意见

首次覆盖，给予“增持”评级：公司是全球风电制造龙头，国内风电市场占有率连续 14 年排名第一，连续 3 年全球第一，受益于行业需求提升、风机价格回暖以及公司订单结构优质，公司业绩持续提升。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 37.32、51.20、55.71 亿元，同比分别增长 100.6%、37.2%、8.8%，对应 EPS 分别为 0.88、1.21、1.32 元/股，对应 PE 分别为 20、14、13 倍。

公司营收结构中，风机和零部件制造业务占比最高，同时发电和电站转让业务在净利润中贡献较大，我们选取同为排名靠前的风电主机商的运达股份、三一重能、东方电气，以及同样具有风电场业务的三峡能源作为同行业可比公司。2026 年行业平均 PE 为 15 倍，我们参照可比公司估值水平，综合考虑公司行业地位与一定的安全边际，给予公司 2026 年行业平均估值 15 倍，给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/12/24		WIND 一致预期 EPS				PE			
		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300772.SZ	运达股份	18.71	147	0.66	0.76	1.34	1.70	28	24	14	11
688349.SH	三一重能	25.94	318	1.48	1.44	2.07	2.57	18	18	13	10
600875.SH	东方电气	24.60	851	0.94	1.18	1.40	1.57	26	21	18	16
600905.SH	三峡能源	4.14	1184	0.21	0.22	0.23	0.25	19	19	18	16
	均值			0.82	0.90	1.26	1.52	23	21	15	13
002202.SZ	金风科技	17.43	736	0.44	0.88	1.21	1.32	40	20	14	13

资料来源：wind，申万宏源研究

4. 风险提示

1、全球风电装机需求不及预期。近年来，行业政策对风电行业的市场规模和电价具有显著的引导和调控作用，若未来国家对风电行业的支持力度减弱，政策重心向其他可再生能源领域倾斜，或风电行业增速放缓、市场交易电价出现大幅波动等不利情况，也将可能影响公司经营业绩的稳定性。

2、行业竞争加剧导致风机价格下降的风险。若未来风电整机商竞争加剧，进一步进行价格竞争，行业竞争加剧带来的价格战将显著影响企业的盈利能力。

3、海外市场环境及汇率波动的风险。当前公司积极拓展海外市场，若国内外政治经济环境出现变化，海外市场需求或者贸易政策发生改变，可能影响公司海外业务的拓展，此外，汇率变动也可能产生汇兑损失等风险。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	50,457	56,699	78,214	83,040	89,071
营业收入	50,457	56,699	78,214	83,040	89,071
营业总成本	50,183	56,039	75,080	78,524	84,242
营业成本	41,807	48,876	66,948	70,066	75,298
税金及附加	231	282	389	413	443
销售费用	3,165	1,322	1,799	1,827	1,960
管理费用	1,958	2,175	2,503	2,657	2,939
研发费用	1,891	2,477	2,542	2,740	2,939
财务费用	1,131	907	899	820	662
其他收益	499	593	600	650	800
投资收益	2,246	1,962	1,750	1,800	1,800
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	349	155	0	0	0
信用减值损失	-262	-291	-299	-90	-132
资产减值损失	-448	-859	-200	-100	-100
资产处置收益	-58	-53	-53	-53	-53
营业利润	2,599	2,168	4,932	6,723	7,144
营业外收支	-80	-64	-25	-50	-50
利润总额	2,519	2,104	4,907	6,673	7,094
所得税	997	247	985	1,243	1,324
净利润	1,522	1,856	3,922	5,431	5,771
少数股东损益	191	-4	190	311	199
归母净利润	1,331	1,860	3,732	5,120	5,571

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,522	1,856	3,922	5,431	5,771
加：折旧摊销减值	3,372	4,432	4,334	4,325	4,667
财务费用	1,374	1,217	899	820	662
非经营损失	-3,263	-3,684	-1,697	-1,747	-1,747
营运资本变动	-2,309	-1,738	2,443	1,453	1,565
其它	1,420	524	219	-197	58
经营活动现金流	1,854	2,316	10,119	10,083	10,976
资本开支	6,746	7,653	3,000	3,000	3,000
其它投资现金流	4,923	1,929	1,497	1,547	1,647
投资活动现金流	-1,824	-5,724	-1,503	-1,453	-1,353
吸收投资	757	1,693	0	0	0
负债净变化	51	2,208	538	1,355	1,355
支付股利、利息	2,057	1,874	1,490	820	662
其它融资现金流	-744	-378	-2,000	0	0
融资活动现金流	-1,993	1,650	-2,951	536	693
净现金流	-2,209	-1,604	5,665	9,166	10,316

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	63,829	68,601	83,512	93,834	106,813
现金及等价物	15,012	12,656	18,521	27,888	38,303
应收款项	29,583	37,049	41,302	41,841	42,825
存货净额	15,257	14,828	19,491	19,719	21,114
合同资产	1,353	1,242	1,372	1,561	1,745
其他流动资产	2,624	2,826	2,826	2,826	2,826
长期投资	7,592	8,421	8,421	8,421	8,421
固定资产	41,805	45,974	45,139	44,004	42,570
无形资产及其他资产	30,268	32,229	32,229	32,229	32,229
资产总计	143,495	155,224	169,301	178,488	190,032
流动负债	63,020	71,874	83,264	85,666	90,084
短期借款	4,685	5,817	5,000	5,000	5,000
应付款项	44,163	43,802	55,790	58,389	62,748
其它流动负债	14,171	22,255	22,474	22,277	22,336
非流动负债	40,246	42,923	44,278	45,634	46,989
负债合计	103,266	114,797	127,543	131,299	137,073
股本	4,225	4,225	4,225	4,225	4,225
其他权益工具	2,050	2,000	0	0	0
资本公积	12,157	11,847	11,847	11,847	11,847
其他综合收益	-169	-250	-250	-250	-250
盈余公积	1,806	1,868	1,992	2,161	2,346
未分配利润	17,541	18,839	21,857	26,807	32,194
少数股东权益	2,619	1,898	2,088	2,399	2,598
股东权益	40,229	40,427	41,758	47,189	52,959
负债和股东权益合计	143,495	155,224	169,301	178,488	190,032

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。