

# 德力佳（603092.SH）

## 公司产能持续扩张，夯实成长前景

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

**证券分析师：** 王蔚祺 010-88005313  
**证券分析师：** 王晓声 010-88005231  
**联系人：** 王喆萱

### ◆ 电力设备 · 风电设备

wangweiqi2@guosen.com.cn  
 wangxiaosheng@guosen.com.cn  
 wangzhexuan@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980520080003  
 执证编码：S0980523050002

## 事项：

2026年1月25日，公司与无锡宛山湖产业发展有限公司、羊尖镇人民政府签署《德力佳10兆瓦以上风电用变速箱研发制造项目投资合作协议》，推进公司风电齿轮箱产能扩充。该项目主要面向陆上及海上大功率风电机型（10兆瓦以上）的齿轮箱配套需求，总投资50亿元（初期预投20亿），资金来源为公司自有资金和银行贷款，预计2026年7月开工。

**国信电新观点：**公司顺应风电行业“大型化、海上化”发展趋势，新建10MW以上风电齿轮箱项目以匹配陆上及海上风电大功率机型齿轮箱配套需求，夯实公司风电齿轮箱领域竞争力。同时，公司在手订单充沛，通过产能不断扩张，提升公司保交付能力，进而增强公司业绩增长确定性。我们维持公司2025-2027年盈利预测8.27/10.66/13.28亿元，同比增长55.0%/28.9%/24.5%，当前股价对应PE为34.8/27.0/21.7倍，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**原材料大幅波动风险，新产能投建不及预期风险，风电行业装机不及预期风险。

## 评论：

### ◆ 公司产能扩张持续推进，保证产品稳定交付、夯实成长前景

公司与下游整机企业签订框架协议锁定合同，目前在手订单充沛。公司与金风科技、电气风电签订框架协议，到期期限为2027年，亦与三一重能、远景能源、明阳智能签订框架协议，保证公司产品稳定销售。截至2024年末，公司在手订单数量接近2000台，金额30.37亿元，同比+100%。截至2025年5月底，公司在手订单超2800台，再创新高。

表1：公司在手订单情况（单位：台，亿元）

|          | 2022年末 | 2023年末 | 2024年末 | 2025年5月末 |
|----------|--------|--------|--------|----------|
| 金风科技     | 909    | 411    | 920    | 924      |
| 三一重能     | 77     | 387    | 447    | 595      |
| 远景能源     | 707    | 138    | 28     | 20       |
| 明阳智能     | 77     | 24     | 309    | 509      |
| 东方电气     | -      | -      | 113    | 357      |
| 电气风电     | 171    | 29     | 80     | 139      |
| 运达股份     | -      | -      | 61     | 276      |
| 国电联合     | 1      | 31     | 12     | 12       |
| 其他       | -      | -      | -      | 2        |
| 数量合计（台）  | 1942   | 1020   | 1970   | 2834     |
| 金额合计（亿元） | 33.01  | 15.01  | 30.37  | -        |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司产能不断扩张，保证产品稳定交付。**在能源转型政策推动下，国内外风电装机需求保持稳定增长，公司不断推进产能扩张以满足下游客户不断增长的批量采购需求。公司通过 IPO 募集资金建设年产 1000 台 8MW 以上陆风齿轮箱项目以及年产 800 台海风齿轮箱项目。同时，2026 年 1 月 25 日公司公告使用自筹资金建设 10MW 以上风电齿轮箱项目以满足陆上及海上大功率机型（10MW 以上）齿轮箱配套需求，并提升公司在主流大功率机型市场的供应能力。公司产能建设的不断扩张，有助于保证公司在手订单的稳定交付，增强公司业绩释放确定性。

表2：公司目前规划及在建产能

| 时间      | 项目名称                        | 投资总额（亿元） | 产能（台/年） | 备注  |
|---------|-----------------------------|----------|---------|---|
| 2023.08 | 年产 800 台大型海上风电齿轮箱汕头项目       | 12       | 800     | 2024 年 12 月取得汕头市生态环境局出具的项目环评批示                                |
| 2024.11 | 年产 1000 台 8MW 以上大型陆上风电齿轮箱项目 | 14       | 1000    |   |
| 2026.01 | 德力佳 10MW 以上风电用变速箱研发制造项目     | 50       | -       | 该项目主要面向陆上及海上大功率机型（10 兆瓦以上）的齿轮箱配套需求，初期预投 20 亿元，预计 2026 年 7 月开工 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 投资建议

公司顺应风电行业“大型化、海上化”发展趋势，新建 10MW 以上风电齿轮箱项目以匹配陆上及海上风电大功率机型齿轮箱配套需求，夯实公司风电齿轮箱领域竞争力。同时，公司在手订单充沛，通过产能不断扩张，提升公司保交付能力，进而增强公司业绩增长确定性。我们维持公司 2025-2027 年盈利预测 8.27/10.66/13.28 亿元，同比增长 55.0%/28.9%/24.5%，当前股价对应 PE 为 34.8/27.0/21.7 倍，维持“优于大市”评级。

#### ◆ 风险提示

原材料大幅波动风险，新产能投建不及预期风险，风电行业装机不及预期风险。

#### 相关研究报告：

《德力佳（603092.SH）-风电主齿轮箱领先企业，受益行业景气业绩高增》——2025-11-23

## 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |             |             |             |              |              | 利润表（百万元）          |              |              |               |              |               |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 2023             | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E        | 2023         | 2024              | 2025E        | 2026E        | 2027E         |              |               |
| 现金及现金等价物         | 375         | 424         | 1195        | 1929         | 2807         | <b>营业收入</b>       | <b>4442</b>  | <b>3715</b>  | <b>5489</b>   | <b>7125</b>  | <b>8409</b>   |
| 应收款项             | 2660        | 2014        | 1654        | 2147         | 2534         | 营业成本              | 3391         | 2776         | 4054          | 5458         | 6424          |
| 存货净额             | 1003        | 1143        | 2105        | 2733         | 3226         | 营业税金及附加           | 14           | 20           | 27            | 36           | 42            |
| 其他流动资产           | 383         | 667         | 203         | 273          | 321          | 销售费用              | 7            | 10           | 14            | 18           | 21            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4655</b> | <b>4776</b> | <b>5634</b> | <b>7626</b>  | <b>9475</b>  | 管理费用              | 42           | 67           | 66            | 57           | 67            |
| 固定资产             | 1326        | 1410        | 2307        | 3127         | 3847         | 研发费用              | 120          | 101          | 154           | 185          | 185           |
| 无形资产及其他          | 130         | 130         | 141         | 153          | 164          | 财务费用              | 1            | 5            | 41            | 63           | 83            |
| 投资性房地产           | 375         | 346         | 439         | 356          | 420          | 投资收益              | (5)          | (2)          | 0             | 0            | 0             |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | 0           | 0            | 0            | 资产减值及公允价值变动       | (111)        | (131)        | (180)         | (80)         | (60)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>6486</b> | <b>6662</b> | <b>8522</b> | <b>11261</b> | <b>13906</b> | 其他收入              | 91           | 20           | 25            | 30           | 40            |
| 短期借款及交易性金融负债     | 478         | 97          | 0           | 0            | 0            | 营业利润              | 843          | 624          | 978           | 1259         | 1567          |
| 应付款项             | 1956        | 1787        | 1620        | 2165         | 2521         | 营业外净收支            | (0)          | (2)          | (5)           | (5)          | (5)           |
| 其他流动负债           | 663         | 645         | 603         | 802          | 934          | <b>利润总额</b>       | <b>843</b>   | <b>623</b>   | <b>973</b>    | <b>1254</b>  | <b>1562</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3097</b> | <b>2530</b> | <b>2223</b> | <b>2967</b>  | <b>3455</b>  | 所得税费用             | 209          | 89           | 146           | 188          | 234           |
| 长期借款及应付债券        | 476         | 524         | 1324        | 2124         | 2924         | 少数股东损益            | 0            | 0            | 0             | 0            | 0             |
| 其他长期负债           | 612         | 733         | 974         | 1269         | 1512         | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>634</b>   | <b>534</b>   | <b>827</b>    | <b>1066</b>  | <b>1328</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>1088</b> | <b>1257</b> | <b>2298</b> | <b>3393</b>  | <b>4436</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> |              |              |               |              |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>4185</b> | <b>3787</b> | <b>4521</b> | <b>6360</b>  | <b>7891</b>  | <b>净利润</b>        | 634          | 534          | 827           | 1066         | 1328          |
| 少数股东权益           | 0           | 0           | 0           | 0            | 0            | 资产减值准备            | 53           | 144          | 120           | 20           | 0             |
| 股东权益             | 2300        | 2875        | 4001        | 4901         | 6016         | 折旧摊销              | 111          | 165          | 112           | 189          | 289           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>6486</b> | <b>6662</b> | <b>8522</b> | <b>11261</b> | <b>13906</b> | 公允价值变动损失          | 0            | 0            | 0             | 0            | 0             |
| <b>关键财务与估值指标</b> |             |             |             |              |              | 财务费用              | 1            | 5            | 41            | 63           | 83            |
| 每股收益             |             |             | 2.07        | 2.67         | 3.32         | 营运资本变动            | (521)        | 21           | (296)         | (514)        | (483)         |
| 每股红利             |             |             | 0.41        | 0.53         | 0.66         | 其它                | 112          | (58)         | 162           | 338          | 326           |
| 每股净资产            |             |             | 10.00       | 12.25        | 15.04        | <b>经营活动现金流</b>    | <b>390</b>   | <b>806</b>   | <b>924</b>    | <b>1099</b>  | <b>1459</b>   |
| ROIC             | 22%         | 18%         | 23%         | 21%          | 21%          | 资本开支              | (543)        | (263)        | (1020)        | (1020)       | (1020)        |
| ROE              | 32%         | 21%         | 24%         | 24%          | 24%          | 其它投资现金流           | 3            | (279)        | (93)          | 83           | (64)          |
| 毛利率              | 24%         | 25%         | 26%         | 23%          | 24%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(540)</b> | <b>(542)</b> | <b>(1113)</b> | <b>(937)</b> | <b>(1084)</b> |
| EBIT Margin      | 20%         | 20%         | 21%         | 19%          | 20%          | 权益性融资             | 1016         | 41           | 400           | 0            | 0             |
| EBITDA Margin    | 22%         | 24%         | 23%         | 22%          | 23%          | 负债净变化             | (610)        | (229)        | 703           | 800          | 800           |
| 收入增长             | 43%         | -16%        | 48%         | 30%          | 18%          | 支付股利、利息           | 0            | 0            | (101)         | (165)        | (213)         |
| 净利润增长率           | 17%         | -16%        | 55%         | 29%          | 25%          | 其它融资现金流           | (1)          | (5)          | (41)          | (63)         | (83)          |
| 资产负债率            | 65%         | 57%         | 53%         | 56%          | 57%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>405</b>   | <b>(194)</b> | <b>960</b>    | <b>572</b>   | <b>504</b>    |
| 股息率              |             |             |             | 0.6%         | 0.7%         | <b>现金净变动</b>      | <b>255</b>   | <b>70</b>    | <b>771</b>    | <b>734</b>   | <b>878</b>    |
| P/E              |             |             | 34.76       | 26.97        | 21.66        | 货币资金的期初余额         | 116          | 375          | 424           | 1195         | 1929          |
| P/B              | 0.00        | 0.00        | 7.19        | 5.87         | 4.78         | 货币资金的期末余额         | 375          | 424          | 1195          | 1929         | 2807          |
| EV/EBITDA        | 4.27        | 4.18        | 25.88       | 22.50        | 18.71        | 企业自由现金流           | (299)        | 559          | (206)         | (179)        | 205           |
|                  |             |             |             |              |              | 权益自由现金流           | (910)        | 325          | 461           | 568          | 934           |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准   | 类别         | 级别   | 说明                            |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|  |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|  | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|  |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|  |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032