

欧洲海上风电安装船龙头：供给约束下的盈利修复与价值重估

核心观点

Cadeler 兼具高规格船队资产、持续扩张的规模基础及清晰的单船盈利改善路径，ROIC 抬升具备较高确定性。

(1) 船队结构优势：全球风电安装船 (WTIV) 第一梯队。截至 2025 年 Q3 拥有 9 艘在运 WTIV，均为新一代高规格船型，多艘具备 $\geq 15\text{MW}$ 、部分接近 20MW 级风机安装能力，匹配欧洲当前主流项目需求。

(2) 规模优势：公司仍处扩张期，预计 2025/2026/2027 年末船舶数量分别达 10/11/12 艘，有望成为全球规模最大、结构最完整的专业 WTIV 船东之一；截至 2025 年 11 月，在手订单约 28.9 亿欧元，其中 78% 已获 FID，平均交付周期近 3 年，业绩可见性高。

(3) 单船盈利模型：利用率与日租金修复，ROIC 从扩张期低位进入改善通道：2024 年 4.4% \rightarrow 2025E 7.5% \rightarrow 2027E 7.7%。在船队扩张与高合同覆盖率支撑下，利用率回升至 75% 以上，单船 EBITDA 弹性显著。

行业供给与需求：WTIV 供给刚性受限，欧洲海风需求高景气具备中期可见性。

(1) 供给：全球 WTIV 总量约 120 艘，新增供给高度受限。根据 Clarksons，当前 WTIV 在手新造船订单仅约 15 艘，显著低于其他施工及支持船型；且新增船舶主要集中于中国船东下单，欧洲及北美市场可实际参与施工的高规格 WTIV 增量更为有限。

(2) 需求：欧洲海上风电进入新一轮高景气周期。最新公布的英国 CfD 第七轮 (AR7) 拍卖结果显示，本轮海上风电成交规模达 8.4GW，创新一轮次历史新高；中标项目大多计划于 2026 - 2027 年做出 FID，并在 2028 - 2030 年集中并网，意味着未来 3 - 5 年英国乃至欧洲海风施工强度仍将维持高位。本轮 AR7 拍卖结果显著增强了 2028 年后需求持续性的确定性。

盈利预测与评级：在当前估值水平下，公司 2026 年 EV/EBITDA 约 4.16 倍，低于可比公司均值约 4.78 倍；我们给予公司 2026 年 4.78 倍 EV/EBITDA，对应目标价 28.07 美元，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(mn €)	108.62	248.74	588.71	709.50	754.00
YOY(%)	2.07	128.99	136.68	20.52	6.27
净利润(mn €)	11.50	65.07	265.96	282.48	282.99
YOY(%)	-67.65	465.92	308.73	6.21	0.18
毛利率(%)	44.89	50.06	60.75	53.82	51.54
销售净利率(%)	10.59	26.16	45.18	39.81	37.53
ROE(%)	1.20	5.27	17.73	15.85	13.70
EPS(€/股)	0.03	0.19	0.76	0.80	0.81
EV/EBITDA (倍)	30.47	24.33	4.56	4.16	3.99
P/E(倍)	186.50	32.96	8.06	7.59	7.58

资料来源：iFinD，中信建投证券

Cadeler(CDLR.N)

维持

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

韩军

hanjunbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519110001

SFC 编号:BRP908

陈思同

chensitong@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522080006

宗枫

zongfeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120004

发布日期：2026 年 01 月 29 日

当前股价：24.44 美元

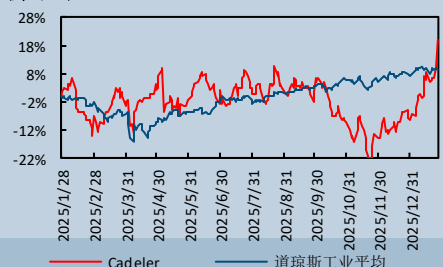
目标价格 28.07 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	26.90/25.95	28.97/26.33	19.63/0.27
12 月最高/最低价 (美元)			24.44/15.92
总股本 (万股)			8,761.98
流通股本 (万股)			8,761.98
总市值 (亿美元)			21.41
流通市值 (亿美元)			21.41
近 3 月日均成交量 (万)			19.12
主要股东			
Andreas Sohmen Pao			19.95%

股价表现



目录

投资要件.....	1
关键假设.....	1
我们为什么与市场普遍观点不同.....	1
估值和目标价格.....	2
股价上涨的催化因素.....	2
投资风险.....	2
一、海上风电运输安装龙头，业务全面覆盖风电场建设全流程.....	3
1.1 全球领先的海上风电运输安装龙头，股权结构较为稳定.....	3
1.2 公司处于高速成长期，财务业绩显著改善.....	4
1.3 新签重大合同增多，平均交付周期近 3 年.....	7
1.4 船队规模仍在扩张，计划 2027 年扩展至 12 艘.....	8
二、行业需求：欧洲海上风电进入新一轮高景气周期，2025 - 2030 年新增装机具备高度可见性.....	9
2.1 全球海上风电：施工端高景气，欧洲为核心驱动力.....	9
2.2 行业需求：预计欧洲 2025-2030 年新增海风装机复合增长率 29%.....	10
2.3 欧洲项目开发流程：竞标体量与 FID 是核心前瞻指标.....	11
2.4 项目分配：招标与拍卖，预计 2025 年欧洲海风拍卖容量约 20.9GW.....	11
2.5 项目分配：招标与拍卖，预计 2025 年欧洲海风拍卖容量约 20.9GW.....	12
2.6 FID 数据分析：2025 年近 7GW，涉及英、德、波共 8 个海上风电项目.....	13
三、行业供给：全球海上风电需求景气下，WTIV 具备不可替代性.....	14
3.1 需求景气下的核心瓶颈：WTIV 的不可替代性.....	14
3.2 WTIV 全球供给规模与订单簿.....	15
3.3 区域错配加剧有效供给约束，欧洲 WTIV 实际可用数量偏低.....	15
3.4 WTIV 市场表现：高利用率与高日租金验证需求韧性.....	16
四、横向对比下的核心优势：船队领先、成长性突出，订单可见性强于同业.....	17
4.1 横向概览：Cadeler 拥有全球规模最大、功能最多样的新一代海上安装船队.....	17
4.2 横向概览：成长领先、订单可见性较强，但盈利质量与资本回报仍处于扩张期爬坡阶段.....	20
4.3 竞争优势如何转化为长期定价权与 ROIC.....	23
4.3.1 聚焦 WTIV 作业模式，形成“可复制的单船盈利模型”.....	24
4.3.2 高合同覆盖率提升现金流可见性，降低 ROIC 折现风险.....	24
4.3.3 从“扩张期 ROIC 偏低”到“稳态期 ROIC 修复”的路径清晰.....	25
五、盈利预测与估值.....	26
5.1 关键假设与盈利预测.....	26
5.2 可比公司估值.....	28
5.3 敏感性分析（Sensitivity Analysis）.....	29
六、风险分析.....	31
报表预测.....	32

图目录

图 1: 公司风机安装船	3
图 2: 公司收入占比情况	3
图 3: 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	4
图 4: Cadeler 股权结构 (截至 2025 年 3 月 20 日)	4
图 5: 近年公司营收、净利润稳步增长 (单位: 亿欧元)	5
图 6: 公司毛利率和净利率	5
图 7: 公司 ROE(平均)和 ROA	5
图 8: 资本开支 (百万欧元)	6
图 9: 公司产能利用率	6
图 10: 净资产 (单位: 亿欧元)	6
图 11: 资产负债率	6
图 12: 公司近年来订单呈现较好增长, 2024 年手持订单同比增长 35%	7
图 13: 2020-2025Q3 Cadeler 的船队规模	9
图 14: 全球海上风电装机容量 (GW) Global Offshore Wind Capacity (GW)	10
图 15: 全球海上风电年度投运装机容量 (按区域划分)	10
图 16: 欧洲海风新增装机: 2025H1 欧洲新增海风装机 741MW (单位: GW)	10
图 17: 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%	10
图 18: 欧洲海风项目开发建设流程: FID 最终投资决策是重要里程碑	11
图 19: 欧洲海风历年分配/拍卖总量 (GW): 近年来呈显著上升趋势	12
图 20: 欧洲海风历年 FID 容量 (GW): 2025 年 FID 容量明显提升	13
图 21: 欧洲海风当期 FID 项目单位投资额 (欧元/KW)	13
图 22: WTIV / CSOV / CTV / Construction Vessels 结构示意图	14
图 23: WTIV 利用率 (年度)	17
图 24: WTIV 利用率 (月度)	17
图 25: 全球 WTIV 船队按吊装能力分布 (新建船舶一般 $\geq 15\text{MW}$ / $\geq 20\text{MW}$) (单位: 艘)	18
图 26: 2020-2024 各公司收入 (百万欧元)	20
图 27: 2020-2024 各公司收入 CAGR (%)	20
图 28: 2020-2024 各公司船舶利用率	23
图 29: Cadeler ROIC、利用率、日租金与资本成本 (WACC) 的稳态价值创造路径示意	23
图 30: 2024 年 Cadeler 与可比公司 Backlog / EBITDA 对比 (单位: 倍)	25
图 31: ROIC 演进路径图 (2024 - 2030)	26

表目录

表 1: 公司业务板块: 风机安装、基础安装及运维支持	3
表 2: 29 亿欧元手持订单拆分 (截至 2025Q3) (单位: 亿欧元)	7
表 3: 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	9
表 4: 预计 2025 年欧洲海风拍卖容量约 20.9GW, 核心国家包括英国、法国、波兰	12

表 5: 2025 年 FID 项目梳理: 涉及英国、波兰、德国	14
表 6: 全球风电运输船数量及 2025-2027 年订单簿 (单位: 艘)	15
表 7: WTIV 区域部署 (单位: 艘)	16
表 8: WTIV 日费率 (千欧元/日)	16
表 9: 12 家海上风电公司简介	18
表 10: 7 家上市风电公司情况	19
表 11: 2020-2024 各公司净利润 (百万欧元) / 净利润增速 (%) / 净利率 (%)	21
表 12: 2020-2024 各公司 ROE (%) / ROA (%)	22
表 13: Cadeler 单船盈利模型拆解	24
表 14: 营业收入假设 (单位: 千欧元)	27
表 15: 盈利假设 (单位: 千欧元)	28
表 16: 可比公司估值	28
表 17: EBITDA Sensitivity (mn EUR)	30
表 18: Net Profit Sensitivity (mn EUR)	30

投资要件

关键假设

(1) 存量假设：在手订单提供中期盈利可见性

截至 2025 年 11 月，Cadeler 在手订单约 28.9 亿欧元，其中 78% 已获 FID，平均交付周期近 3 年，覆盖 2025 - 2027 年主要作业窗口。我们假设现有订单按既定节奏逐步执行，为公司未来两至三年收入与现金流提供较高确定性基础。

(2) 增量假设：英国 AR7 拍卖结果显著延长欧洲海风景气周期

2026 年 1 月，英国政府正式公布差价合约 (CfD) 第七轮 (AR7) 拍卖结果，本轮海上风电成交规模达 8.4GW，显著高于此前市场预期的 5 - 6GW，创新一轮次历史新高。中标项目大多计划于 2026 - 2027 年做出 FID，并在 2028 - 2030 年集中并网，意味着未来 3 - 5 年英国乃至欧洲海风施工强度仍将维持高位。我们据此假设 2026 - 2028 年欧洲年均新增装机约 7GW，2029 - 2030 年有望提升至 10 - 12GW，AR7 拍卖结果显著增强了 2028 年后需求持续性的确定性，并为 Cadeler 中长期新增订单提供结构性支撑。

(3) 供给假设：WTIV 有效供给受限，供需格局维持偏紧

从行业供给看，全球 WTIV 总量约 120 艘，当前在手新造船订单仅约 15 艘，预计未来两至三年陆续交付，整体新增供给高度受限；且新增船舶主要集中于中国船东下单，考虑到欧洲项目在认证体系、项目履历与商业准入方面的门槛差异，我们假设其中仅少部分能够实际进入欧洲主流市场施工，欧洲及北美市场可形成的有效供给增量更为有限。在此基础上，我们判断 WTIV 利用率与日租金中枢在中期内维持高位的概率较高。

我们为什么与市场普遍观点不同

市场普遍担忧 2028 年后 WTIV 供给相对充足而需求阶段性走弱，Cadeler 12 艘船合同饱满度下降，订单进入“真空期”。我们认为该担忧被高估，核心分歧在于需求端确定性与有效供给的错配被低估。

(1) 需求端：英国 AR7 拍卖结果显著强于预期，将欧洲施工景气从“短周期”拉长为“中周期”。英国政府公布 CfD 第七轮 (AR7) 海上风电成交规模 8.4GW，显著高于此前市场预期的 5 - 6GW，创单轮历史新高，且中标项目普遍指向 2026 - 2027 年 FID 与 2028 - 2030 年并网，为 2028 年后装机与施工强度提供明确支撑。

(2) 有效供给端：市场讨论“供给充足”更多基于名义船数，但欧洲项目对高规格起重能力、认证体系与项目履历要求较高，能够在欧洲主流市场形成有效供给的 WTIV 增量更为有限；同时行业新造船订单簿本身不高，供给扩张弹性弱于市场想象。

(3) 技术壁垒：15MW+ 乃至更大单机容量时代，高规格 WTIV 在起重能力、吊高、甲板与动态定位等方面的门槛显著抬升，与传统安装船存在代际差异；Cadeler 以新一代高规格船队为核心资产，更容易在大单机项目中获得优先排期与更稳定的合同覆盖。

(4) 商业壁垒：海上风机安装是跨年度、跨项目的连续作业链条，客户更看重安全记录、准点交付与协同效率，头部船东与开发商之间往往形成稳定合作关系，在工期与并网窗口约束下，更换承包方的切换成本较高，具备长期 track record 的头部 WTIV 船东在需求波动阶段更具订单韧性。

(5) 结构性趋势补充：欧洲能源转型目标对中期需求形成“底盘支撑”，各国倾向于通过前移招标锁量、后移并网兑现的方式平滑装机节奏，有助于抬升 2028 年后施工强度的确定性并降低行业波动风险。

综上，我们与市场的核心分歧不在于“2028 年是否有新增船交付”，而在于“2028 年后需求是否被低估，以及欧洲有效供给是否被高估”。

估值和目标价格

我们采用 EV/EBITDA 方法对 Cadeler 进行估值,核心依据为公司中期盈利能力的可见性及其在高规格 WTIV 领域的稀缺资产属性。盈利预测方面,我们预计 2025 - 2027 年公司日租金中枢分别为 296/275/260kEUR/天,利用率分别为 75%/78%/80%,对应实际运营船舶数量由 7.25 艘提升至 9.93 艘,合同天数由 1,986 天增至 2,900 天。在上述假设下,公司 2025 - 2027 年营业收入分别为 5.89/7.10/7.54 亿欧元,同比+137%/+21%/+6%,收入增长主要由船队规模扩张与利用率修复驱动,日租金维持高位提供边际支撑。

日租金假设方面,2025 年日租金中枢显著抬升主要包含一次性合同终止补偿影响,反映阶段性高点;2026 - 2027 年日租金预测基于“组合均价结构性抬升+边际定价维持高位”的框架,即历史低价长单逐步到期、新签高价合同占比持续提升,同时 Clarksons 数据显示 4th Gen WTIV 边际新签日租金已处于 325 - 400k 欧元区间,显著高于公司当前均价水平,在供给受限背景下高规格资产具备较强议价能力,因此我们判断公司组合日租金中枢在 2026 - 2027 年维持于历史高位区间,小幅回落但不出现系统性下行。

利用率假设方面,2024 年利用率阶段性回落主要受新船集中交付影响,进入 2025 年后随着在手订单逐步释放、项目执行节奏趋稳,利用率修复至 75%;展望 2026 - 2027 年,英国 AR7 及欧洲其他项目中标结果已明确 2026 - 2027 年 FID、2028 - 2030 年集中施工的时间窗口,在船队规模趋于稳定、有效供给增量有限背景下,利用率具备持续抬升基础,预计 2026 年利用率约 78%,2027 年进一步提升至 80%,逐步向稳态运营水平收敛。

盈利能力方面,我们预计公司 2025 - 2027 年 EBITDA 分别为 3.90/4.28/4.45 亿欧元,同比+210%/+10%/+4%,净利润分别为 2.66/2.82/2.83 亿欧元,同比+309%/+6%/+0%。其中 2025 年盈利大幅跃升主要反映合同天数快速放量及一次性终止补偿影响,2026 - 2027 年进入以高基数稳态扩张为特征的增长阶段,ROIC 持续改善。

估值对标方面,我们选取 DEME、Subsea7、Saipem 及 Dominion Energy 作为可比公司,2026 年行业平均 EV/EBITDA 约 4.78 倍,而 Cadeler 当前对应 2026 年 EV/EBITDA 约 4.16 倍,低于可比公司均值,尚未充分反映其在高规格 WTIV 领域的稀缺性、订单可见性及盈利修复弹性。

综合考虑公司中期盈利确定性与行业结构性供需优势,我们给予 Cadeler 2026 年 4.78 倍 EV/EBITDA,对应目标价 28.07 美元,较当前股价具备上行空间,维持“买入”评级。

股价上涨的催化因素

- (1) 英国 AR7 拍卖结果落地,8.4GW 超预期成交,显著增强 2028 年后欧洲海风需求持续性的市场认知。
- (2) 2025 - 2027 年新一代 WTIV 陆续交付并投入运营,高价新单占比提升,单船盈利能力持续验证。
- (3) 欧洲海风项目进入 FID 密集窗口期,新增大额订单披露有望抬升未来收入与现金流可见性。
- (4) WTIV 行业有效供给受限,边际日租金维持高位甚至上修,推动市场重估长期定价中枢。
- (5) 季度业绩持续超预期,ROIC 修复路径逐步兑现,估值由周期股向高质量资产股切换。

投资风险

- (1) 行业与政策风险;
- (2) 订单执行与利用率风险;
- (3) 资本开支与融资风险;
- (4) 盈利波动与非经常性因素风险;
- (5) 估值与市场情绪风险。

一、海上风电运输安装龙头，业务全面覆盖风电场建设全流程

1.1 全球领先的海上风电运输安装龙头，股权结构较为稳定

1.1.1 海上风电运输安装龙头，业务全面覆盖风电场建设全流程

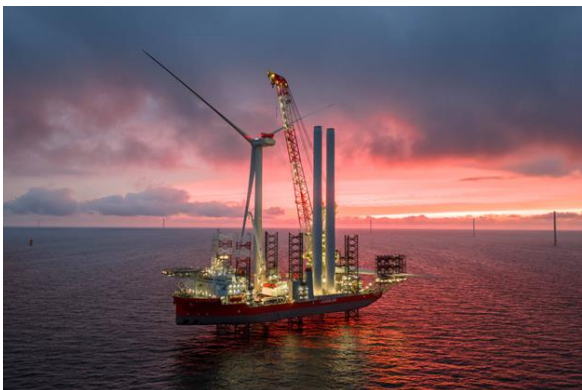
Cadeler 总部位于丹麦，主要从事海上风电场的运输、安装和维护业务，其业务涵盖风机安装、基础安装及运维支持三大板块，是全球领先的海上风电场建设、维护和退役合作伙伴，拥有业内最大的自升式海上风电安装船队，服务于全球海上风电项目的发展需求。

表 1: 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。

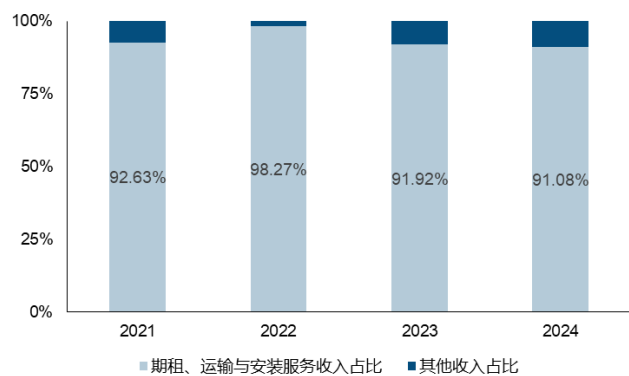
资料来源：公司公告，中信建投证券

图 1: 公司风机安装船



数据来源：公司官网，中信建投证券

图 2: 公司收入占比情况



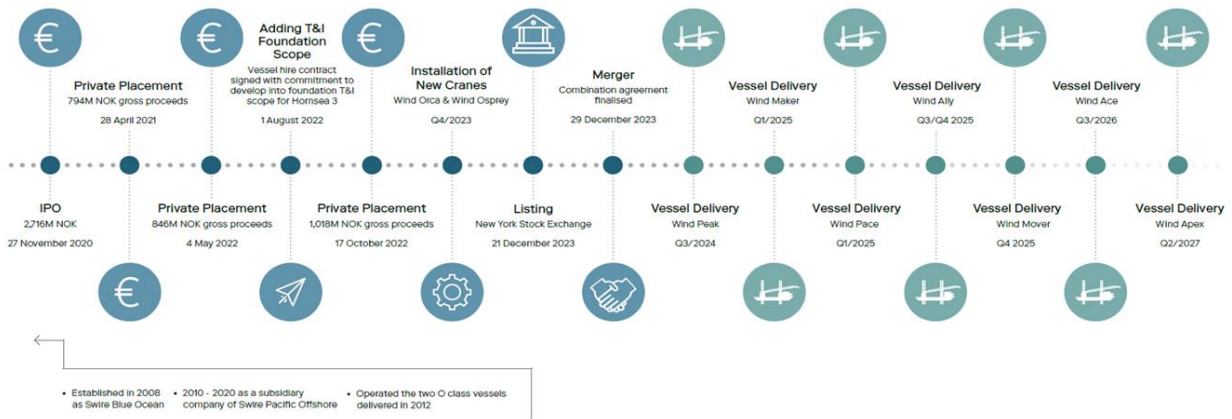
数据来源：公司公告，中信建投证券

1.1.2 历史沿革：多次定增扩张规模，形成现代化的大型安装船队

Cadeler 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 Homsea 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 3: 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

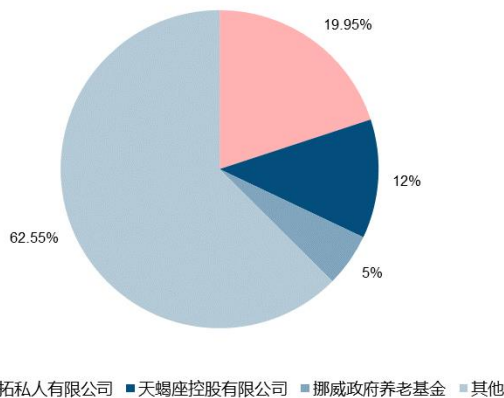


数据来源：公司公告，中信建投证券

1.1.3 公司股权结构较为稳定

截至 2025 年 3 月 20 日，持股 Cadeler 超过 5% 的股东有 3 家。其中，BW Altor Pte. Ltd.（BW 奥拓私人有限公司）持有 19.95%，Scorpio Holdings Limited（天蝎座控股有限公司）持有 12%，Folketrygdfondet（挪威政府养老基金）持有 5%。其他股东持股 62.55%。

图 4: Cadeler 股权结构（截至 2025 年 3 月 20 日）



数据来源：公司公告，中信建投证券

1.2 公司处于高速成长期，财务业绩显著改善

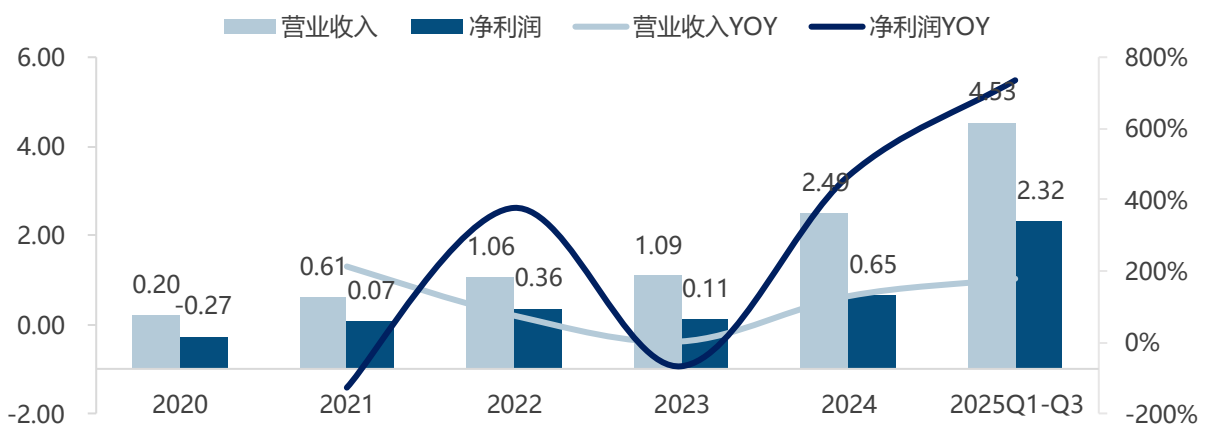
1.2.1 近年公司营收、净利润稳步增长

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

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 5: 近年公司营收、净利润稳步增长（单位：亿欧元）



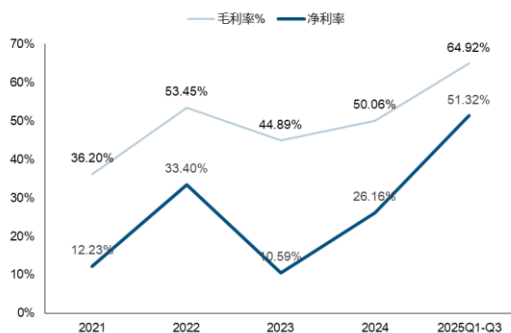
数据来源：公司公告，中信建投证券

1.2.2 利润率呈上升趋势，盈利质量改善

受益于公司的高成长性，2021-2025 年，Cadeler 毛利率和净利率总体呈上升趋势，毛利率从 2021 年的 36% 增长至 2025 年 Q1-Q3 的 65%，净利率从 12% 提升至 51%。

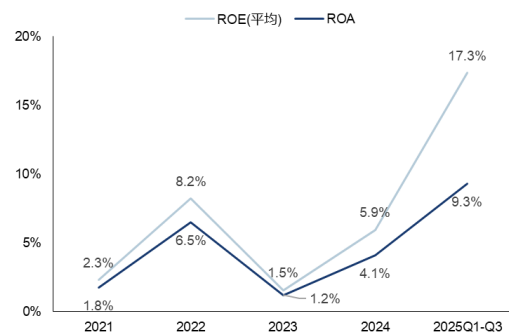
盈利质量看，公司业绩改善驱动了资产运营效率的提升，2021-2025 年，Cadeler 的 ROE（平均）和 ROA 总体呈上升趋势，ROE（平均）从 2021 年的 2.3% 增长至 2025 年 Q1-Q3 的 17.3%，ROA 从 1.8% 提升至 9.3%。

图 6: 公司毛利率和净利率



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 7: 公司 ROE(平均)和 ROA



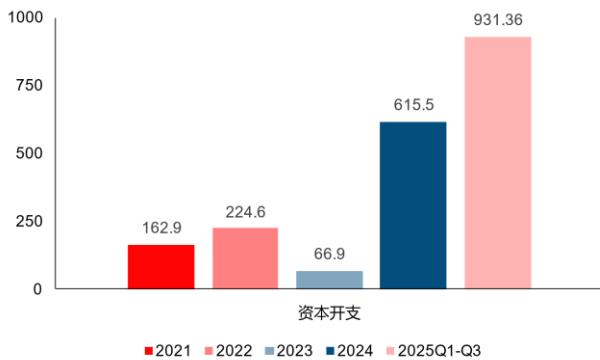
数据来源：公司公告，中信建投证券

1.2.3 资本开支验证公司处于加速扩张期，产能利用率维持在65%以上

2021-2025 年前三季度，除 2023 年以外，公司的资本开支总体呈现加速趋势，从 2021 年的 1.6 亿欧元增长至 2025 年前三季度的 9.3 亿欧元，资本开支加速扩张的背后是公司处于快速成长期，通过购买新的船舶来扩展业务。

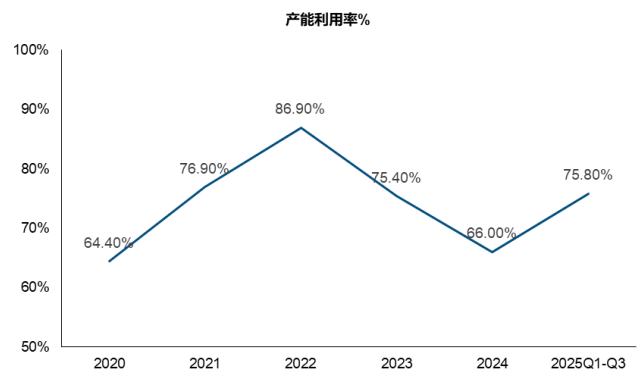
从 2020 年至 2025 年第三季度，Cadeler 的产能利用率保持较高水平，总体维持在 65% 以上。2025 年前九个月，Cadeler 运营表现强劲，产能利用率为 75.8%，而去年同期为 61.4%。

图 8: 资本开支 (百万欧元)



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 9: 公司产能利用率



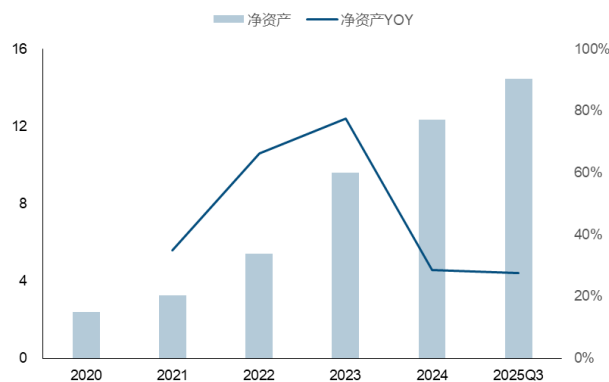
数据来源：公司公告，中信建投证券

1.2.4 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，Cadeler 的净资产稳步增长。2024 年 Cadeler 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。

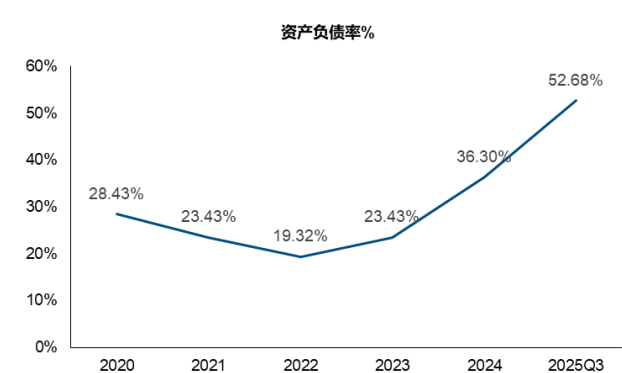
Cadeler 的资产负债率波动较大。2020 年至 2021 年资产负债率维持在 30% 以下的较低水平，从 2022 年至 2025 年第三季度，资产负债率逐步提高，2024 年 Cadeler 资产负债率上升至 36%，截至 2025 年第三季度，Cadeler 的资产负债率达到 53%。

图 10: 净资产 (单位: 亿欧元)



数据来源：公司公告，中信建投证券

图 11: 资产负债率



数据来源：公司公告，中信建投证券

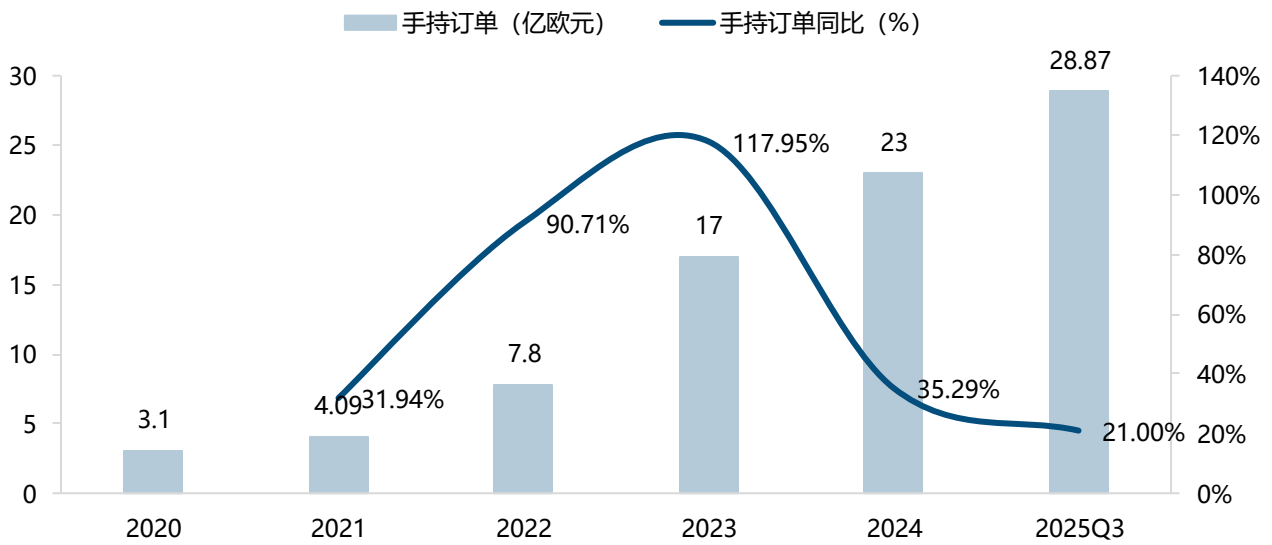
1.3 新签重大合同增多，平均交付周期近 3 年

1.3.1 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 Cadeler 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 12: 公司近年来订单呈现较好增长，2024 年手持订单同比增长 35%



数据来源：公司公告，中信建投证券

1.3.2 新签重大合同增多，订单交付周期 1-5 年不等，平均交付周期近 3 年

近年来 Cadeler 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；

2025 年第三季度 Cadeler 新签四单重要合同，随着这些新增订单，截至 2025 年 11 月 20 日，Cadeler 的手持订单总额已增长至 28.87 亿欧元。

表 2: 29 亿欧元手持订单拆分（截至 2025Q3）（单位：亿欧元）

Europe	客户名称	项目名称	安装类型	安装船	开始年份	估算价值 (取均值)	交付年限
1	Siemens Gamesa	Sofia	WTG	Peak	2025	1.00	2
2	ØrstedHornsea3	HOWIII	FOU&WTG	Pace+Ally	2026	4.50	4
3	Vestas		O&M+WTG	Keeper	2026	3.80	5.5
4	未披露客户		FOU&WTG	Orca+Apex	2029-2030	5.00	2
5	Inch Cape		WTG	Mover	2026	1.22	2
6	Equinor 和 Polenergia	Battyk II & III	WTG	Osprey+Peak	2027	1.32	2

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

7	Scottish Power Renewables	EAIII	WTG	Orca+Peak	2026	1.00	1
8	Scottish Power Renewables	EA II	FOU&WTG	Orca+Peak	2027	3.71	4
9	未披露客户		O&M	Mover	2025	0.75	1
10	Ocean Winds	BC-Wind	WTG	Osprey	2028 开始	0.54	1
11	Vestas	He Dreih	WTG	Orca	2025	1.41	1
12	Baltic Power		WTG	Osprey	2025-2026		2
13	Ørsted 和 PGE Polska Grupa Energetyczna	baltica2	WTG	Osprey	2027		
APAC	客户名称	项目名称	安装类型	安装船	开始年份	估算价值(取均值)	交付年限
1	Ørsted	Greater Changhua	WTG	Maker	2025	1.85	2
2	Vestas	Changfang and Xidao wind farm	O&M	Zaratan	2025		2
3	SRE	Formosa4	WTG	Maker	2028	0.75	2
North America	客户名称	项目名称	安装类型	安装船	开始年份	估算价值(取均值)	交付年限
1	Ørsted	Revolution Wind	WTG	Scylla	2025	1.125	2
2	GEVERNOVA		O&M	Pace	2025	0.71	2
3	Ørsted	Sunrise Wind	WTG	Scylla	2026	0.19	
Vessel Reservation Agreements (not in backlog)			安装类型		开始年份		交付年限
1	未披露客户		WTG		2028		
合计						28.87	

资料来源：公司公告，公司官网，中信建投证券

1.4 船队规模仍在扩张，计划 2027 年扩展至 12 艘

1.4.1 截至 2025 年 Q3 末，Cadeler 共有 9 艘运营船只

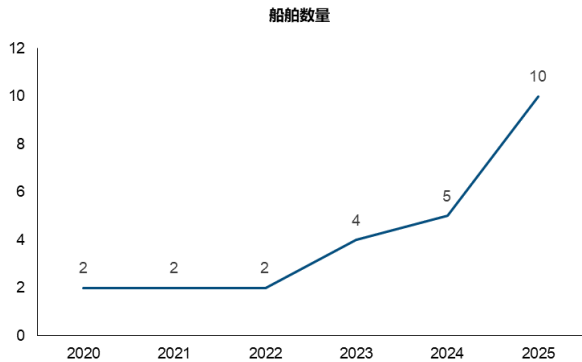
截至 2025 年 Q3 末，Cadeler 共有 9 艘运营船只，利用率前九个月为 75.8%，公司目标到 2027 年中期船队规模将达到 12 艘——这是海上风电行业中规模最大、最具多样性的船队。

- 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 13:2020-2025Q3 Cadeler 的船队规模



数据来源：公司历年财报，中信建投证券

表 3: 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）

资料来源：公司公告，中信建投证券

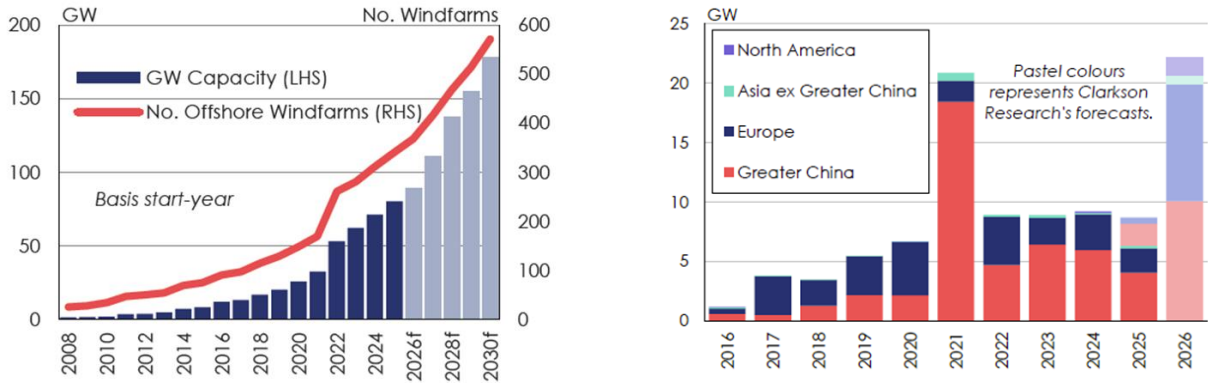
二、行业需求：欧洲海上风电进入新一轮高景气周期，2025 - 2030 年新增装机具备高度可见性

2.1 全球海上风电：施工端高景气，欧洲为核心驱动力

从全球累计装机规模看，海上风电自 2015 年后进入加速扩张阶段，尤其在 2020 年以后增长斜率明显抬升。

全球海上风电累计装机容量由 2010 年不足 5GW，提升至 2020 年约 30GW，并预计在 2024 年达到约 70-80GW，2026-2030 年进一步扩张至 120-180GW 区间。整体来看，全球海上风电已由早期示范期进入规模化增长阶段，装机基数持续抬升，为中长期施工需求和高规格安装船市场提供坚实的结构支撑。

图 14: 全球海上风电装机容量 (GW) Global Offshore Wind Capacity (GW) 图 15: 全球海上风电年度投运装机容量 (按区域划分)



数据来源: Clarksons Research, 中信建投证券

数据来源: Clarksons Research, 中信建投证券

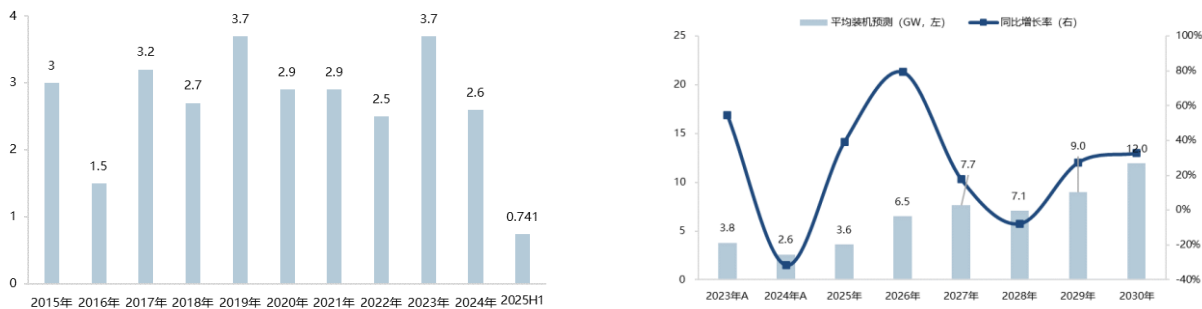
在施工强度整体抬升的背景下，本轮海上风电施工高景气在区域层面呈现出显著的结构变化。与 2021 年由集中抢装所主导的阶段性高点不同，当前及未来两至三年的新增施工活动，核心驱动力主要来自欧洲市场。

2.2 行业需求：预计欧洲 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 Neart 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 16: 欧洲海风新增装机：2025H1 欧洲新增海风装机 741MW (单位: GW) 图 17: 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%



数据来源: WindEurope, 中信建投证券

数据来源: WindEurope, 中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

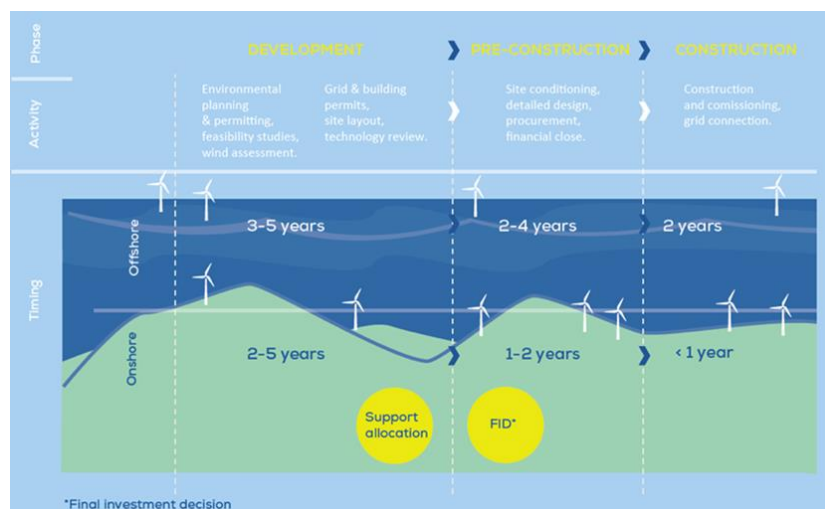
2.3 欧洲项目开发流程：竞标体量与 FID 是核心前瞻指标

欧洲海上风电项目整体开发周期通常约 8-10 年，主要包括前期选址与许可、工程设计与采购、最终投资决策（FID）、施工建设及并网运营等阶段。其中，前期开发与审批通常耗时 5-7 年，施工建设及并网约 2 年。

在整个流程中，FID（Final Investment Decision）是最关键的里程碑节点，标志项目在完成技术论证、风险评估与融资安排后正式进入施工阶段，是实际装机和设备需求释放的起点。

此外，“support allocation”指项目在政府竞标或拍卖中获得补贴支持（如 CfD 合同）或海域使用权，是项目具备财务可行性的前提条件。实践中，support allocation 体量与 FID 规模通常领先于实际开工与装机 2-3 年，可作为判断欧洲海上风电施工景气度的核心前瞻指标。

图 18: 欧洲海风项目开发建设流程：FID 最终投资决策是重要里程碑

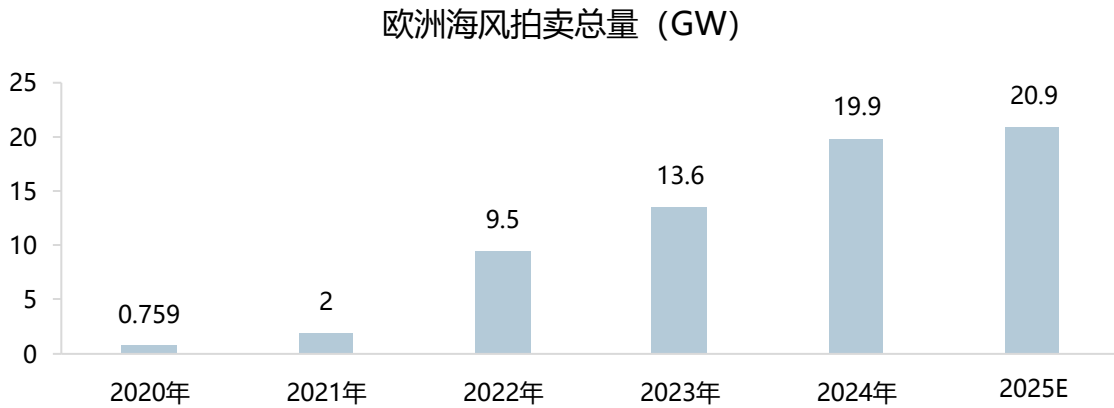


数据来源：Youwind, 中信建投证券

2.4 项目分配：招标与拍卖，预计 2025 年欧洲海风拍卖容量约 20.9GW

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，我们对潜在项目进行梳理，预计 2025 年行业拍卖容量约为 20.9GW，项目储备非常充沛。

图 19: 欧洲海风历年分配/拍卖总量 (GW) : 近年来呈显著上升趋势


数据来源: WindEurope, 中信建投证券

2.5 项目分配: 招标与拍卖, 预计 2025 年欧洲海风拍卖容量约 20.9GW

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, 我们对潜在项目进行梳理, 预计 2025 年行业拍卖容量约为 20.9GW, 项目储备非常充沛。

表 4: 预计 2025 年欧洲海风拍卖容量约 20.9GW, 核心国家包括英国、法国、波兰

国家	2025 年分配/拍卖最新状态	竞标模式	2025 年最新拍卖容量 GW (截至 2026 年 1 月 14 日)	最终容量 预计 GW
英国	最终的合同授予结果 2026 年 1 月 14 日公布, 拍卖容量 8.4GW, 超市场预期 (此前预期 5-6GW), 为近 2 年订单及 28 年后装机持续增长打下基础	差价合约	8.4	8.4
法国	三场独立招标(AO7,AO8,AO9)将在 2025 年下半年进行, AO8 的 1.5GW 已经拍卖成功, AO7 项目流拍, AO9 项目在进行中	差价合约	1.5	4
德国	2025 年上半年德国通过拍卖 N-9.4 站点授予了 1GW 海风项目; 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, 本次拍卖未能成功	负向竞标	1	1
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, 2025 年 11 月启动新一轮招标	负向竞标转 向差价合约	-	2.5
波兰	2025 年 12 月底, 波兰海风拍卖开标, 最终授予了 3.4GW 容量	差价合约	3.4	3.4

荷兰	此前计划于 2025 年下半年, 在 Nederwiek Zuidl-A 场址授予 1GW(GW)的海上风电容量, 投标将采用负向竞标, 最新情况是 1GW 投标失败, 负向竞标没有经济性, 26 年会开始新一轮竞标	从负向竞标转向差价合约	-	-
爱尔兰	900 兆瓦(MW)TonnNua 海上风电项目在 2025 年 11 月已经完成拍卖	差价合约	0.9	0.9
立陶宛	正在进行 700MW 投标, 投标窗口期开放至 2026 年一季度	差价合约	-	0.7
合计			15.2	20.9

资料来源: WindEurope, 信建投证券

2.6 FID 数据分析: 2025 年近 7GW, 涉及英、德、波共 8 个海上风电项目

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、Baltic Power 等项目; 2024 年 FID 项目同比下降, 包含 Nordseecluster A&B、Windanker 均有中国企业如大金重工获得项目海工订单。

2025 年 FID 项目远超 2024 年, 据我们统计共 8 个海上风电场获得最终投资决定, 总装机容量约 7GW, 涉及英国、德国、波兰共 8 个海上风电项目。

由于 FID 后, 项目将立即进入项目建设, 因此到该节点项目供应链已基本完全确定, 2025 年 FID 的项目中, 涉及中国供应链的项目包括: Inch Cape (大金、文船、东方电缆)、Baltica 2 (东方电缆)、BC-Wind (大金重工)。

图 20: 欧洲海风历年 FID 容量 (GW): 2025 年 FID 容量明显提升

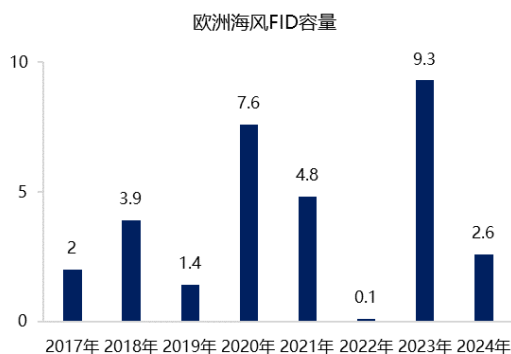


图 21: 欧洲海风当期 FID 项目单位投资额 (欧元/KW)



数据来源: WindEurope, 中信建投证券

数据来源: WindEurope, 中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

表 5: 2025 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
BC-Wind	波兰	400
East Anglia TWO	英国	960
合计		6988

资料来源：WindEurope, 中信建投证券

三、行业供给：全球海上风电需求景气下，WTIV 具备不可替代性

3.1 需求景气下的核心瓶颈：WTIV 的不可替代性

从 Clarksons 对全球海上风电船队的统计来看,WTIV 在全部施工及支持船型中具备显著的“稀缺性 + 高门槛”特征，是施工体系中最具约束力的一环。

图 22: WTIV / CSOV/CTV / Construction Vessels 结构示意图



数据来源：Clarksons Research, 中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

注：该图为施工逻辑分层示意，与部分数据库按 WTIV/W2W/CTV/Construction/Support & Survey 的五类统计口径不同；其中 Walk-to-Work 船型并入 CSOV, Support & Survey 不构成施工瓶颈，未单独列示。在海上风电施工体系中，风机安装船（WTIV）是最为关键且不可替代的资源。随着单机容量持续提升至 15MW 及以上，风机机舱重量、塔筒高度和整体吊装复杂度显著上升，仅有少数高规格 WTIV 能够满足主流项目的施工要求。

3.2 WTIV 全球供给规模与订单簿

首先，从存量规模看，截至 2025 年底，全球 WTIV 总船数约 120 艘，显著低于其他核心船型：同期 Wind Construction Vessels 约 516 艘，Crew Transfer Vessels 超过 700 艘，而 Walk-to-Work 船队亦已扩张至 120 艘左右。WTIV 在绝对数量上处于全船型体系的最小梯队，且无法通过多船并行或功能替代来缓解施工约束。

表 6:全球风电运输船数量及 2025-2027 年订单簿（单位：艘）

Total Wind Fleet	Start Year							Orderbook			
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	25-Dec	Total	2025	2026	2027+
Wind Turbine Installation Vessels	50	55	71	74	98	110	119	15	1	9	5
Walk-To-Work Vessels	53	62	74	81	88	106	120	51	2	25	24
Crew Transfer Vessels	481	499	539	578	617	686	730	103	34	54	15
Wind Construction Vessels	351	372	418	462	489	510	516	64	3	28	33
Wind Support & Survey	222	228	230	230	229	229	231	6	1	1	4
TOTAL FLEET	1,157	1,216	1,332	1,425	1,521	1,641	1,716	239	41	117	81
% Growth	6%	5%	10%	7%	7%	8%	5%				

资料来源：Clarksons Research，中信建投证券

其次，从增量供给与交付节奏看，WTIV 的新增能力明显受限。Clarksons 数据显示，WTIV 当前在手订单仅 15 艘左右，显著低于同期 CTV（约 100+ 艘）及施工辅助船（约 60+ 艘）的订单规模；且 WTIV 新船多集中于 800 吨以上、甚至 1,200 吨级以上的高规格船型，单船建造周期长、资本开支高，交付节奏难以在短期内快速响应需求波动。

再次，从技术与认证门槛看，随着主流项目单机容量提升至 15MW 及以上，风机机舱重量、塔筒高度及吊装半径同步抬升，仅少数具备大吨位起重能力、深水作业能力及完整认证体系的 WTIV 能够满足主流项目施工要求。相比之下，CTV、CSOV 及大部分施工辅助船在功能和规格上均存在较强的可替代性，难以形成同等级别的进入壁垒。

在此背景下，当全球海上风电进入集中施工周期、安装强度显著抬升时，WTIV 往往率先体现出供需收紧与议价能力提升：其利用率通常先于其他船型触顶，日租金弹性亦显著高于施工辅助及支持船型，成为决定项目节奏、成本中枢与利润分配的关键资产。

3.3 区域错配加剧有效供给约束，欧洲 WTIV 实际可用数量偏低

从区域部署结构看，全球 WTIV 虽然名义总量约 120 艘，但在不同市场之间呈现明显错配。Clarksons 数据显示，当前欧洲实际活跃的 WTIV 数量仅约 15 - 20 艘，显著低于中国市场（40+ 艘）及全球其他区域；考虑到

欧洲项目对认证体系、施工履历及安全标准要求较高，可在欧洲主流项目中形成“有效供给”的 WTIV 数量更为有限。

表 7: WTIV 区域部署 (单位: 艘)

WTIV Deployment 海上风电安装船部署	Start Year 起始年份				Start Month 起始月份				
	2022	2023	2024	2025	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
Europe	13	14	13	17	20	21	21	19	17
Greater China	43	30	45	44	50	51	57	58	56
Asia Excl. Greater China	0	1	3	4	4	4	4	6	6
North America	0	0	2	4	3	3	5	6	6
Global	56	46	64	69	77	80	87	89	85

资料来源: Clarksons Research, 中信建投证券

从增量供给看，当前全球 WTIV 在手新造船订单约 15 艘，其中大部分由中国船东下单，主要服务于中国本土及亚太市场施工需求；欧洲与北美市场新增的高规格 WTIV 数量极为有限。考虑到新船建造周期普遍在 3-4 年以上，且中国籍船舶进入欧洲市场面临认证改造、项目准入与商业履历等多重约束，未来 3-5 年欧洲市场 WTIV 实际可用供给扩张弹性明显低于全球名义增量，区域性供给紧张格局难以缓解。

注：中国 WTIV 在“技术规格”上已基本对标甚至接近 Cadeler 的新一代 WTIV，但在欧洲/北美市场并不能直接、完全替代 Cadeler，主要受制于认证体系、项目准入、施工经验与商业信任门槛。

除 Wind Keeper 等个别特例外，中国市场存量 WTIV 若要进入欧洲主流市场，通常需要较大规模的合规与体系化改造；在改造投入高、停工周期长且欧洲项目对履历与交付确定性要求较高的背景下，改造后的风险回报并不具备吸引力。因此，中国籍 WTIV 大规模向欧洲市场转移的可能性较低。

3.4 WTIV 市场表现：高利用率与高日租金验证需求韧性

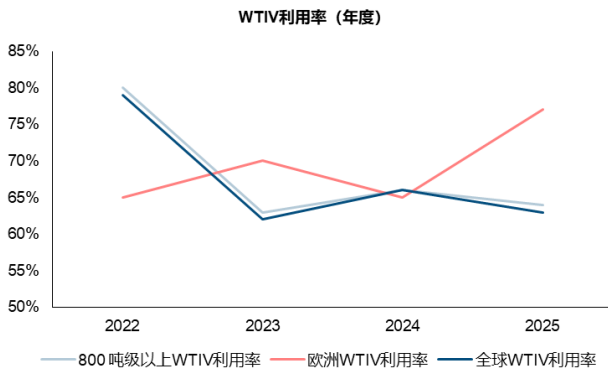
从市场表现看，WTIV 供需紧张已在利用率和日租金水平上得到验证。2025 年中期，欧洲市场 WTIV 利用率维持在高位水平，新一代高规格 WTIV 的日租金显著高于历史区间。

表 8: WTIV 日费率 (千欧元/日)

WTIV Day rates	Start Year, '000 Euros/Day				Start, '000 Euros/Day	
	2022	2023	2024	2025	Aug	Sep
WTIV 4th Gen	190-230	200-265	285-350	325-400	325-400	325-450
WTIV 3rd Gen	125-200	150-200	210-280	210-280	210-310	210-310
WTIV 2nd Gen	110-165	130-175	170-250	170-250	170-250	170-250
WTIV 1st Gen	32.5-50	35-50	50-80	50-80	50-80	50-80

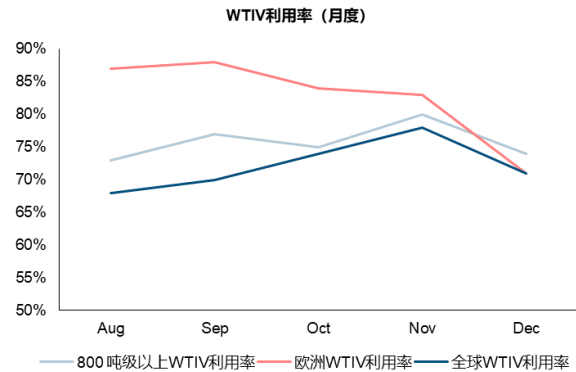
资料来源: Clarksons Research, 中信建投证券

图 23: WTIV 利用率（年度）



数据来源: Clarksons Research, 中信建投证券

图 24: WTIV 利用率（月度）



数据来源: Clarksons Research, 中信建投证券

尽管个别项目存在延期或新船交付早于原定长期租约的情况，但整体市场仍表现为需求主导型结构。在施工活动集中释放的背景下，短期内 WTIV 市场并未出现系统性供给过剩迹象。

Clarksons 数据显示，在施工旺季全球约 90 艘 WTIV 同时投入作业，其中高规格（>800 吨）船型利用率接近 80%，欧洲及中国市场对 WTIV 的集中占用，使其成为海上风电施工体系中最具约束性的核心资源。

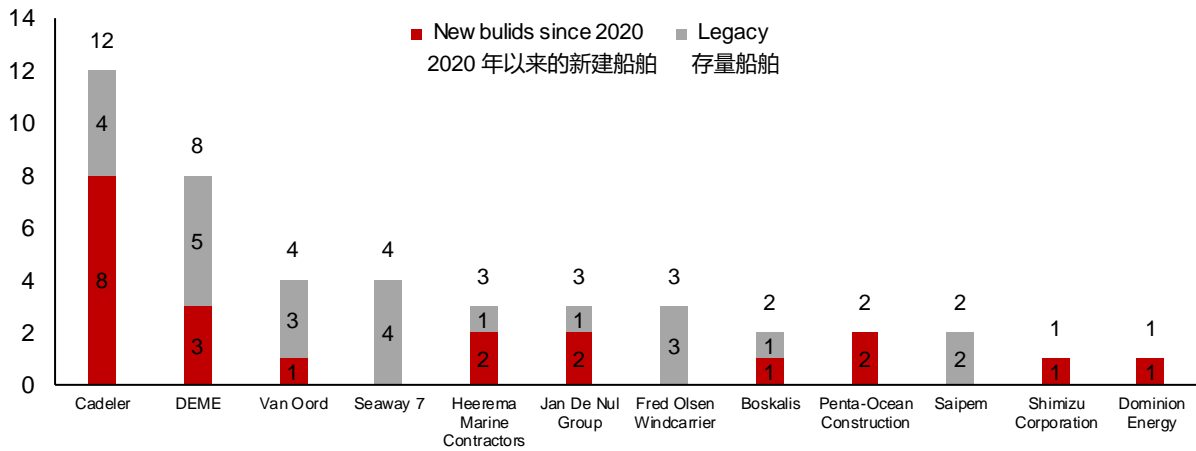
四、横向对比下的核心优势：船队领先、成长性突出，订单可见性强于同业

4.1 横向概览：Cadeler 拥有全球规模最大、功能最多样的新一代海上安装船队

与中国市场相比，Cadeler 作为独立上市的纯 WTIV 船东具有明显稀缺性。中国 WTIV 主要由央企工程承包商或救捞体系持有（广州打捞局（Guangzhou Salvage）、中交集团体系（CCCC 系）、中国船厂体系（不是船东）），船舶作为工程装备服务于集团内部项目，并未形成以利用率、日租金和 ROIC 为核心的独立资本运作平台。因此，中国并不存在与 Cadeler 完全可比的上市公司。

结合 Cadeler 公告，我们列出了 12 家全球海上风电的主要玩家，其中 7 家公司为上市公司，5 家公司未上市。我们主要梳理了 7 家上市公司的情况。

横向对比各公司风电安装船队情况，可以发现，Cadeler 拥有全球规模最大、功能最多样的新一代海上风力涡轮机及基础安装船队 12 艘。其中，2020 年以来新建船舶为 8 艘，存量船舶 4 艘。新建船舶拥有更大的吊装能力，为 20MW，全行业领先。（吊装能力是衡量风电安装船安装能力最核心的指标之一）

图 25:全球 WTIV 船队按吊装能力分布 (新建船舶一般≥15MW/ ≥20MW) (单位:艘)


数据来源: 公司财报, 中信建投证券

表 9: 12 家海上风电公司简介

序号	公司名称	上市代码	所在国	主营业务
1	DEME Offshore	DEME (泛欧交易所布鲁塞尔)	比利时	成立于 1991 年 (DEME 集团), 是一家全球海洋工程承包商, 主要业务包括海上风电工程、海上油气工程、海洋施工及疏浚等领域。
2	Cadeler	CDLR (纽约证券交易所) 和 CADLR (奥斯陆证券交易所)	丹麦	成立于 2008 年, 是一家专注于海上风电安装的专业船东, 主要业务包括海上风机及基础安装、相关工程服务及配套海上作业等领域。
3	Jan De Nul Group	未上市	卢森堡	成立于 1938 年, 是一家全球综合性海洋工程承包商, 主要业务包括海上风电工程、疏浚与填海、海洋基础设施建设及海上油气工程等领域。
4	Van Oord	未上市	荷兰	成立于 1868 年, 是一家全球海洋工程与疏浚承包商, 主要业务包括海上风电工程、疏浚与海岸工程、海洋基础设施建设及环境工程等领域。
5	Fred Olsen Windcarrier	未上市	挪威	成立于 2008 年, 是一家专注于海上风电安装的船东, 主要业务包括海上风机安装、相关工程支持及海上作业服务等领域。
6	Seaway 7	SEAW7 (奥斯陆泛欧交易所成长市场)	挪威	成立于 2021 年, 是一家专注于海上可再生能源工程的 EPCI 承包商, 主要业务包括海上风电基础与电缆工程、安装服务及相关工程总包等领域。
7	Heerema Marine Contractors	未上市	荷兰	成立于 1962 年, 是一家全球海上重型吊装工程承包商, 主要业务包括海上风电及油气设施安装、海上重型吊装及工程服务等领域。
8	Boskalis	已退市	荷兰	成立于 1910 年, 是一家全球综合性海洋工程承包商及船东, 主要业务包括疏浚工程、海上风电与能源基础设施建设、海洋运输及海事服务等领域。
9	Penta-Ocean Construction	1888 (东京交易所)	日本	成立于 1896 年, 是一家日本综合性工程承包商, 主要业务包括海洋土木工程、港口与近海工程、海上风电基础施工及基础设施建设

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	(五洋建设)								等领域。
10	Saipem	未上市	意大利	成立于 1957 年，是一家全球能源工程 EPCI 承包商，主要业务包括海上及陆上油气工程、海上风电与可再生能源工程、工程设计与建造等领域。					
11	Shimizu Corporation (清水建设)	6366 (东京证券交易所) 和 SHMUF (纳斯达克资本市场)	日本	成立于 1804 年，是一家日本大型综合建筑与工程承包商，主要业务包括建筑工程、土木工程、基础设施建设及海洋与近海工程等领域。					
12	Dominion Energy	D (纳斯达克)	美国	成立于 1909 年，是一家美国综合能源公用事业公司及项目开发商，主要业务包括电力与天然气公用事业、能源基础设施运营及海上风电项目开发等领域。					

资料来源：各公司官网，中信建投证券

表 10:7 家上市风电公司情况

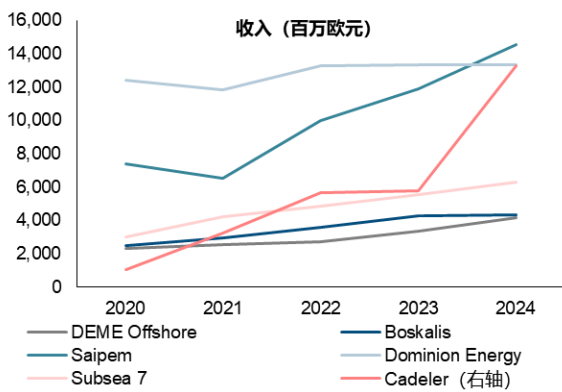
公司名称	2024 手持订单	2025 手持订单	币种	船队总规模 2025	船龄	风电安装船队规模	最大吊装能力	收入模式
DEME Offshore	8.2 bn	7.5 bn (2025/6/30)	EUR bn	约 100+ 艘 (集团口径) 其中风电安装/基础/重吊船约 10 - 15 艘	12.20	3 艘新船+5 艘旧船	15-20M W	EPC 总包+作业服务+特许经营
Cadeler	2.3 bn	2.887 bn (2025/11/20)	EUR bn	9 包括 WTIV 与基础安装船	4.11	8 艘新船+4 艘旧船	20MW	WTIV 作业+T&I 总包+运维
Subsea 7	2.1 bn USD	1.2 bn USD (Renewables backlog, 2025/6/30)	USD bn	约 10 - 15 艘 (含自有 + 控制/长期租入)	11.91	4 艘旧船	15MW	海工 EPCI+电缆铺设+运维
Boskalis	7.0 bn	6.2 bn (2025/6/30)	EUR bn	约 500+ 艘 (集团口径) 覆盖疏浚、运输、工程、风电	11 - 20 年	1 艘新船+1 艘旧船	未披露	重吊作业+疏浚+拖航打捞
Penta-Ocean Construction	667.0 bn	667.0 bn (2025/9/30)	JPY bn	约 50+ 艘	7.33	2 艘新船	15MW	EPC 总包+施工服务
Saipem	34.1 bn	31.0 bn (2025/9/30, 含非并表公司口径)	EUR bn	约 30+ 艘 含重吊、铺管、施工船	19.60	2 艘旧船	未披露	EPCI 总包+技术授权+作业服务
Dominion Energy	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露	1 艘新船	12MW+	能源产销+基础设施运营+服务

资料来源：各公司历年财报，中信建投证券

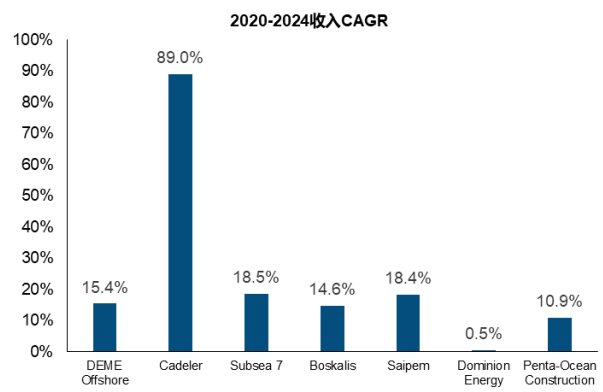
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

4.2 横向概览：成长领先、订单可见性较强，但盈利质量与资本回报仍处于扩张期爬坡阶段

横向比较各公司收入增长，Cadeler 是可比公司中唯一处于“高速扩张阶段”的标的，而其余公司更多已进入成熟运营阶段。2020 - 2024 年，Cadeler 的收入由 2,000 万欧元快速增长至 2.49 亿欧元，CAGR 为 89.0%，显著高于主要可比公司。相比之下，可比公司在 2020 - 2024 年的收入 CAGR 分别为：DEME Offshore (15.4%)、Boskalis (14.6%)、Seaway 7 (18.5%) 以及 Saipem (18.4%)，整体体现为中双位数的稳健增长。需要指出的是，Cadeler 的高增速建立在低基数起点以及专注海上风电安装 (WTIV) 这一高景气细分赛道的基础之上，其收入扩张主要由船队规模扩张、船舶利用率快速提升以及单船收入能力持续释放所驱动；而其余可比公司普遍具备疏浚、油气工程或多元化海工业务结构，收入增长更多反映行业复苏与项目执行节奏改善，而非商业模式层面的结构性扩张。作为对比，Dominion Energy 在 2020 - 2024 年收入基本维持稳定 (CAGR 仅 0.5%)，进一步凸显 Cadeler 作为纯海上风电安装资产平台的成长性与弹性。

图 26:2020-2024 各公司收入 (百万欧元)


数据来源：各公司历年财报，中信建投证券

图 27:2020-2024 各公司收入 CAGR (%)


数据来源：各公司历年财报，中信建投证券

横向比较各公司净利，Cadeler 的利润绝对量目前仍显著低于大型综合海工承包商，但已完成从亏损到盈利的关键跨越，未来利润能否向“高质量、低波动”演进，取决于船队扩张后的利用率稳定性、合同覆盖度提升以及非经常性因素对报表波动的边际收敛。

2020 - 2024 年期间，横向对比净利润绝对量与增长趋势可以看到，Cadeler 的盈利能力仍处于“爬坡兑现”阶段。整体呈现出明显的高波动特征，主要反映低基数、船舶投放/合同执行节奏以及阶段性项目确认对利润的放大效应。公司净利润从 2020 年的 -2,703 万欧元改善至 2021 年的 745 万欧元，并在 2022 年跃升至 3554 万欧元，随后 2023 年回落至 1,150 万欧元，2024 年回升至 6,507 万欧元；对应净利润增速在 2022 年达到 377.0%、2023 年转为 -67.6%、2024 年再度反弹至 465.9%。

相比之下，成熟海工承包商的盈利更体现“规模与稳定性”：Boskalis 净利润由 9,000 万欧元持续提升至 7.81 亿欧元，2021 - 2024 年增速分别为 67.0%、59.6%、149.4% 与 30.0%，体现出在景气修复周期中利润中枢系统性上移；DEME Offshore 净利润从 5,000 万欧元增长至 2.88 亿欧元，2024 年同比增长 77.0%，同样表现出较强的盈利韧性。Seaway 7 与 Saipem 则呈现更典型的周期性底部修复特征：Seaway 7 在 2020 年大幅亏损后，

2024 年利润跃升至 2.17 亿欧元（同比 2,066.0%），更多体现一次性修复与基数效应；Saipem 在 2020 - 2021 年深度亏损后逐步扭亏，2024 年净利润 3.06 亿欧元（同比 70.9%），但整体仍处于修复通道。作为公用事业对照，Dominion Energy 利润规模显著更大但增长有限，2024 年净利润 20.71 亿美元、同比仅 2.0%，反映其业务属性偏防御而非高弹性。

表 11: 2020-2024 各公司净利润（百万欧元）/净利润增速（%）/净利率（%）

净利润（百万欧元）	2020	2021	2022	2023	2024
DEME Offshore	50.4	114.6	112.7	162.8	288.2
Cadeler	-27.0	7.5	35.5	11.5	65.1
Boskalis	90.4	151.0	241.0	601.0	781.0
Saipem	-1,117.0	-2,467.0	-209.0	179.0	306.0
Penta-Ocean Construction	172.3	82.6	4.4	117.6	78.3
Dominion Energy	-351.6	2,781.6	1,133.6	1,878.3	1,956.4
Subsea 7	-969.0	30.8	34.6	9.2	199.5
净利润增速（%）	2021	2022	2023	2024	
DEME Offshore	127.4%	-1.7%	44.5%	77.0%	
Cadeler	-127.6%	377.0%	-67.6%	465.9%	
Subsea 7	-103.3%	0.0%	-72.5%	2066.0%	
Boskalis	67.0%	59.6%	149.4%	30.0%	
Saipem	120.9%	-91.5%	-185.6%	70.9%	
Dominion Energy	-920.0%	-63.8%	70.5%	4.6%	
Penta-Ocean Construction	-48.9%	-94.4%	2846.0%	-30.1%	
净利率（%）	2020	2021	2022	2023	2024
DEME Offshore	2.3%	4.6%	4.2%	5.0%	7.0%
Cadeler	-138.6%	12.2%	33.4%	10.6%	26.2%
Subsea 7	-31.9%	0.7%	0.7%	0.2%	3.2%
Boskalis	3.6%	5.1%	6.7%	14.0%	17.9%
Saipem	-15.1%	-37.8%	-2.1%	1.5%	2.1%
Dominion Energy	-2.8%	23.5%	8.5%	14.1%	14.7%
Penta-Ocean Construction	4.5%	2.4%	0.1%	3.0%	1.8%

资料来源：各公司历年财报，中信建投证券

横向比较各公司 ROE，Cadeler 的 ROE 在 2020 - 2024 年期间整体显著低于 DEME Offshore、Boskalis 等成熟海工承包商，2024 年 ROE 为 6.0%，仍明显低于 Boskalis（20.6%）与 DEME Offshore（13.6%）。

我们认为，这一差异主要源于公司所处发展阶段与资本结构特征，而非经营效率的结构性不足，具体体现在（1）处于重资产扩张期，权益基数快速抬升；（2）利润释放节奏滞后于资本投入，Cadeler 的新船在交付后通常需要经历爬坡期，包括调试、首批合同执行及利用率提升阶段，导致资本投入与利润贡献之间存在时间错配。（3）利润波动性较高，抑制 ROE 稳定性；（4）尚未进入“收割期”，Cadeler 当前偏低的 ROE 主要反映其仍处于重资产扩张与盈利兑现的过渡阶段；随着新船全面投运、利用率提升及利润确认节奏趋稳，ROE 具备向行业中枢修复的潜在空间。

2020 - 2024 年 ROA 横向对比看, Cadeler 的 ROA (2024: 4.4%) 仍低于 Boskalis (11.6%) 等成熟海工承包商, 但同时明显高于多数公用事业/修复型标的 (如 Dominion Energy 2.0%、Saipem 2.1%)。我们认为 Cadeler ROA 偏低的核心原因并非“资产不赚钱”, 而是重资产扩张期的资产投放节奏与利润释放节奏错配, 叠加业务结构特征导致的阶段性波动: 总资产增长快、利润释放滞后且波动较大; 后续 ROA 的持续抬升取决于新船全面投运后的利用率稳定性、合同覆盖度提升以及日租金与成本结构的再平衡。

表 12: 2020-2024 各公司 ROE (%) / ROA (%)

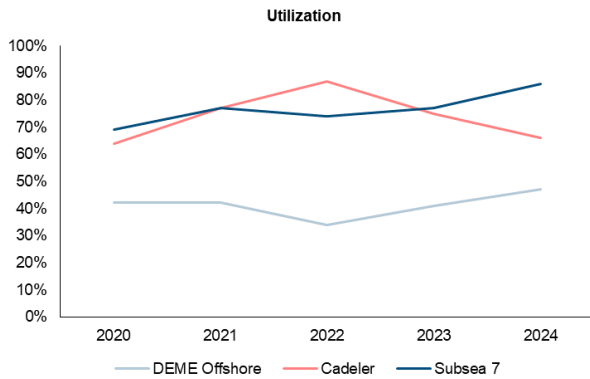
ROE (%)	2020	2021	2022	2023	2024
DEME Offshore	3.4%	7.2%	6.4%	8.5%	13.6%
Cadeler	-23.8%	2.7%	8.3%	1.6%	6.0%
Subsea 7	-69.0%	2.4%	2.4%	0.5%	13.7%
Boskalis	4.0%	6.3%	9.3%	20.7%	20.6%
Saipem	-37.9%	-702.8%	-10.0%	7.5%	12.1%
Dominion Energy	-1.5%	12.0%	4.3%	7.4%	7.0%
Penta-Ocean Construction	14.0%	7.0%	0.4%	11.4%	7.9%
ROA (%)	2020	2021	2022	2023	2024
DEME Offshore	1.3%	2.8%	2.5%	3.4%	5.3%
Cadeler	-16.1%	3.0%	7.6%	1.6%	4.4%
Subsea 7	-65.4%	2.1%	2.0%	0.5%	11.4%
Boskalis	2.0%	3.0%	4.5%	10.8%	11.6%
Saipem	-9.9%	-21.4%	-1.7%	1.4%	2.1%
Dominion Energy	-0.4%	3.3%	1.1%	1.9%	2.1%
Penta-Ocean Construction	4.6%	2.3%	0.1%	3.1%	1.9%

资料来源: 各公司历年财报, 中信建投证券

从 2020 - 2024 年船舶利用率横向对比看, Cadeler 的运营强度整体处于较高水平, 但 2023 - 2024 年出现回落, 反映扩张期“船队投放—合同填充”节奏的阶段性错配。具体来看, Cadeler 利用率由 2020 年的 64% 提升至 2021 年的 77%, 并在 2022 年进一步升至 87% 的阶段高点, 显示公司在海上风电安装景气上行阶段具备较强的项目执行与资产调度能力; 但随后利用率从 2023 年的 75% 回落至 2024 年的 66%, 意味着新增运力投放、动员/转场及合同衔接的影响在短期内对有效作业天数形成稀释。

相比之下, Seaway 7 的利用率整体更为平滑且在 2024 年升至 86%, 体现其在项目储备与合同执行节奏上的连续性更强; DEME Offshore 则在 2020 - 2024 年维持在 34% - 47% 的相对低位, 更多反映其业务结构更分散、非风电相关资产占比更高或项目执行窗口更受限制。

图 28: 2020-2024 各公司船舶利用率

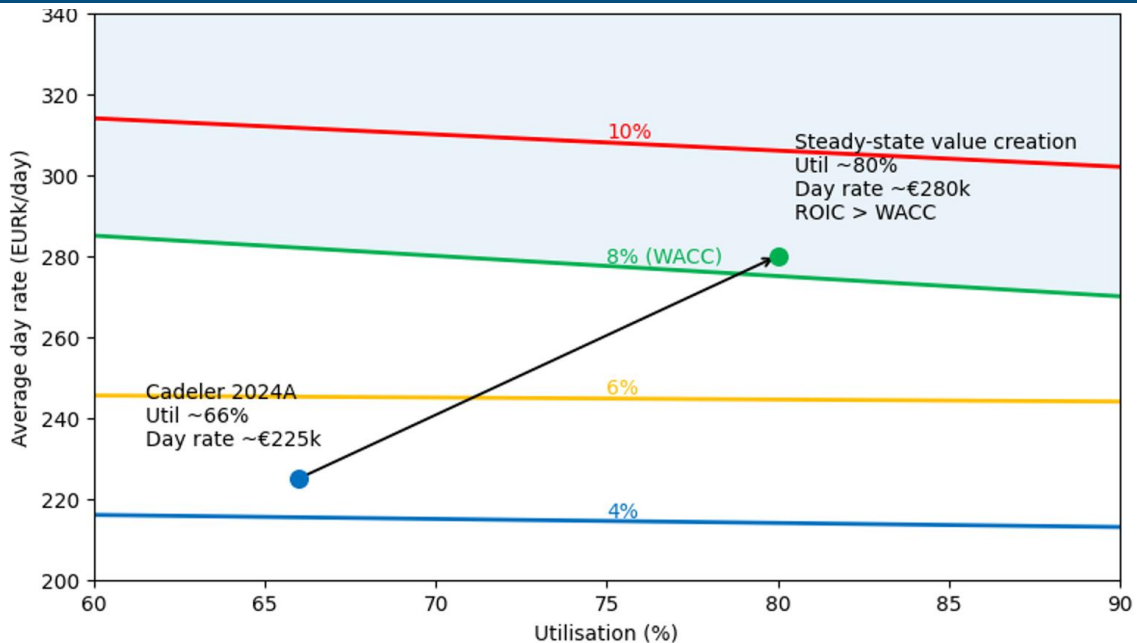


数据来源: 各公司历年财报, 中信建投证券

4.3 竞争优势如何转化为长期定价权与 ROIC

从资本效率视角看, Cadeler 的中长期价值并不取决于短期日租金波动, 而取决于其能否随着船队由扩张期迈入稳态期, 在利用率正常化的前提下, 使单船 ROIC 结构性跨越资本成本 (WACC), 从而进入可持续的价值创造区间。

图 29: Cadeler ROIC、利用率、日租金与资本成本 (WACC) 的稳态价值创造路径示意



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

Cadeler 的竞争优势并非来源于短期行业景气或单一项目红利, 而是通过新一代 WTIV 船队结构、聚焦化业务模式与高合同覆盖率, 逐步沉淀为中长期定价权与可持续 ROIC 的结构性基础。

其长期回报潜力的核心, 不在于“短期能否接到订单”, 而在于扩张完成后, 单船盈利模型在稳态条件下能否持续兑现, 并转化为高于资本成本的回报水平。

4.3.1 聚焦 WTIV 作业模式，形成“可复制的单船盈利模型”

与多数综合海工承包商不同，Cadeler 高度聚焦海上风电安装这一单一核心场景，收入主要来自 WTIV 作业、T&I 总包及相关工程服务。这种聚焦化模式，使其单船盈利模型具备高度可拆解性与可复制性。

表 13: Cadeler 单船盈利模型拆解

单船单日模型（欧元）	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
日租金（欧元）	108,431	167,597	191,236	236,668	296,432	260,000	280,000
日成本（欧元）	69,180	78,011	105,384	118,200	132,000	127,000	126,000
（1）运营成本	35,710	32,266	42,364	43,647	46,000	44,000	42,000
（2）纯可变成本	9,824	11,628	14,579	23,239	27,000	28,000	29,000
（3）固定成本	23,646	34,117	48,440	51,314	59,000	55,000	55,000
日毛利	62,897	123,702	134,292	169,782	223,432	188,000	209,000
日 EBITDA	49,157	100,591	74,808	119,788	200,424	152,774	171,019
日 D&A	22,189	31,043	29,992	34,481	38,100	41,149	42,030
日 EBIT	26,968	69,547	44,816	85,306	162,324	111,624	128,989
运营指标	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合同天数（天数）	562	635	568	1,051	1,986	2580	2900
利用率	77%	87%	75%	66%	75%	78%	80%
实际运营的船舶数量	2.00	2.00	2.07	4.36	7.25	9.06	9.93
单船年度模型（千欧元）	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	13,798	31,906	20,479	28,857	41,899	37,539	43,126
D&A	8,099	11,331	10,947	12,586	13,907	15,019	15,341
EBIT	5,699	20,575	9,532	16,271	27,993	22,519	27,786
Tax rate	0%	0%	0%	3.6%	3.9%	4.0%	4.5%
NOPAT	5,699	20,575	9,532	15,685	26,901	21,618	26,535
Invested Capital	220,000	220,000	220,000	358,000	358,000	350,000	345,000
ROIC	2.6%	9.4%	4.3%	4.4%	7.5%	6.2%	7.7%

资料来源：公司历年财报，中信建投证券

具体而言，该模式的优势体现在三方面：1）成本结构与作业流程高度标准化；2）单船盈利驱动清晰，便于在不同周期情景下进行压力测试；3）新船投运后的盈利爬坡路径高度相似，使扩张更接近“模型复制”而非不可控工程风险。

在横向对比中，这种高度聚焦的模式虽然在扩张期因新船爬坡与利用率摊薄而压制短期 ROIC，但一旦船队规模进入稳态，边际新增运力对 ROIC 的拉动效应将明显强于多元化承包商，因为资本投向更集中、回报路径更清晰。

4.3.2 高合同覆盖率提升现金流可见性，降低 ROIC 折现风险

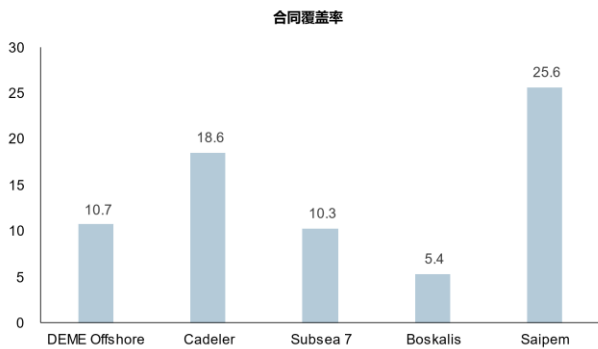
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2024 年 Cadeler 的合同覆盖率（Backlog / EBITDA）达到 18.6x，显著高于 DEME Offshore、Seaway 7 与 Boskalis，反映其中期项目执行量与现金流具备较强可见性。

从 2024 年“合同覆盖率”（Backlog/EBITDA）横向对比看，Cadeler 的合同覆盖率处于较高水平，说明订单储备对未来盈利具备较强支撑。Cadeler 的覆盖倍数为 18.6x，仅低于 Saipem 的 25.6x，显著高于 DEME Offshore 的 10.7x、Seaway 7 的 10.3x、Boskalis 的 5.4x。较高的 Backlog/EBITDA 倍数通常对应更强的中期收入与利润可见性，意味着公司未来几年的项目执行量有较好保障。但仍需重点跟踪其 Backlog 向合同收入/EBITDA 转化的效率——尤其是新船投运后的填充速度、跨区域动员时间以及项目执行窗口对兑现节奏的影响。

需要强调的是，不同公司业务结构差异较大：Boskalis 与 DEME Offshore 多元化业务占比更高、项目周期与确认节奏更平滑，因此覆盖倍数偏低并不必然代表订单弱；而 Saipem 的高覆盖倍数一定程度上也反映其工程总包/油气与海工项目的长周期特征。

图 30: 2024 年 Cadeler 与可比公司 Backlog / EBITDA 对比
(单位: 倍)



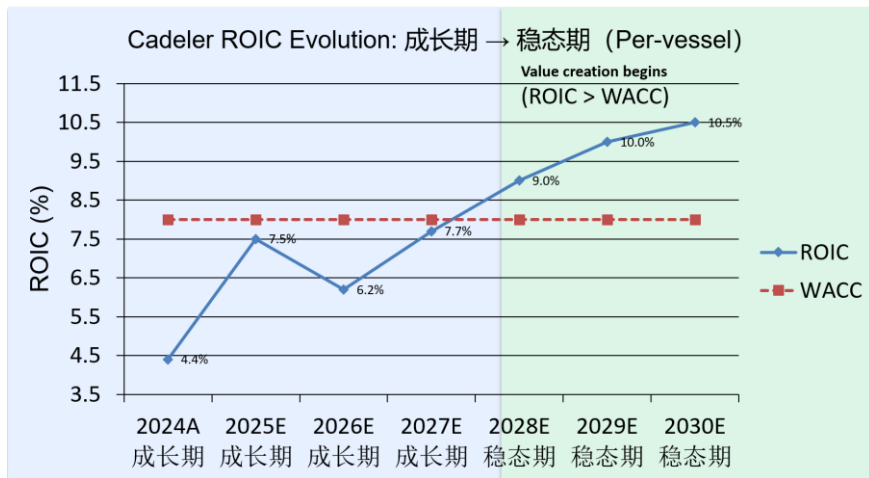
数据来源: 各公司历年财报, 中信建投证券

该图说明 Cadeler 的收入与现金流具备更高“确定性”，而非依赖短期接单。在资本密集型行业中，高合同覆盖率的含义并不仅是订单规模，更在于其对 ROIC 风险结构的系统性改善：（1）资产闲置风险下降，利用率中枢更稳定；（2）现金流可预测性增强，降低扩张期估值折现；（3）ROIC 的波动性与下行尾部风险得到缓冲。

4.3.3 从“扩张期 ROIC 偏低”到“稳态期 ROIC 修复”的路径清晰

当前 Cadeler 的 ROIC、ROE 与 ROA 水平仍低于部分成熟可比公司，主要反映其仍处于船队快速扩张与盈利兑现的过渡阶段，而非商业模式本身存在缺陷。

图 31: ROIC 演进路径图 (2024 - 2030)



数据来源：公司公告，中信建投证券注：蓝色区域为船队成长期，绿色区域为稳态期；WACC 假设为 8.0%

随着新建 WTIV 船舶陆续完成投运并进入稳定作业状态，利用率与日租金中枢趋于稳态，资本开支高峰逐步过去、在建资产（CIP）被消化，自由现金流改善，Cadeler 的 ROIC 驱动因素将由“资本投入规模”切换为“经营回报效率”，进入自然修复通道。

五、盈利预测与估值

5.1 关键假设与盈利预测

收入假设：

预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 5.89/7.10/7.54 亿欧元，同比+137%/+21%/+6%。Cadeler 采用典型的 TCE-based（Time Charter Equivalent）盈利模式，其收入本质上由“价格×数量”决定，即日租金（kEUR/天）与合同天数的乘积；其中合同天数进一步由可投放船队规模与船舶利用率共同决定。

历史期（2021 - 2024）收入演进逻辑。2021 - 2023 年，受限于船队规模较小，Cadeler 收入增长主要由日租金中枢抬升驱动，合同天数整体波动有限；2024 年起，随着新一代安装船集中交付并投入运营，实际运营船舶数量显著提升，合同天数快速放量，成为收入跃升的核心驱动因素，尽管扩张初期利用率阶段性承压。

预测期核心结论：

2025E 收入高增长（+137%）主要由合同天数放量驱动（+89%），本质是运营船数从 4.36 升至 7.25、利用率从 66% 修复至 75%，叠加日租金上行至 296kEUR/天。需要指出的是，2025E 日租金中枢显著抬升，包含一次性合同终止补偿的影响。公司于 2025Q2 收到 Ørsted PSA/LTA 终止补偿，金额约 1-1.2 亿欧元，主要由于 Ørsted 决定停止推进 Hornsea 4 Offshore Wind Farm 项目。除去终止补偿后的经常性日租金约 23 - 24 万欧元。

日租金预测依据：

我们对 2026 - 2027 年日租金的判断基于“组合均价结构性抬升+边际定价维持高位”的框架。一方面，Cadeler 当前披露的日租金为历史合同与不同船型加权后的组合均价，仍包含 2022 - 2023 年周期低点签署的部分低价长单，未完全反映新一代高规格 WTIV 在当前市场环境下的真实定价能力；随着上述低价合同逐步到期，2024 - 2026 年新签高价合同占比持续提升，组合均价具备自然抬升基础。另一方面，从行业边际定价看，Clarksons 数据显示 4th Gen WTIV 新签合同可实现日租金已处于 325 - 400k 欧元区间，显著高于 Cadeler 当前均价水平，反映高规格资产在大单机项目中的稀缺性与议价能力。综合考虑合同结构切换与供需格局，我们预计 2026 年日租金中枢阶段性抬升至约 275k 欧元/天，2027 年在供给边际增加与项目节奏回归常态背景下小幅回落至约 260k 欧元/天，但仍显著高于历史均值水平。

利用率预测依据：

我们对 2025 - 2027 年利用率的判断基于“船队规模扩张完成+合同可见性提升+施工节奏前移锁定”的框架。2024 年利用率阶段性回落至 66%，主要由于新船集中交付、短期内可投放运力快速增加，而合同执行存在爬坡过程；进入 2025 年后，随着在手订单逐步释放、项目执行节奏趋于稳定，利用率修复至 75%，反映船队由扩张期向运营期过渡。展望 2026 - 2027 年，一方面，英国 AR7 及欧洲其他项目中标结果已明确 2026 - 2027 年 FID、2028 - 2030 年集中施工的时间窗口，为后续合同锁定提供较强可见性；另一方面，Cadeler 船队规模在 2027 年基本定型（约 12 艘），新增运力释放速度显著放缓，在需求维持高位背景下，利用率具备持续抬升基础。综合考虑项目节奏与运力结构，我们预计 2026 年利用率约 78%，2027 年进一步提升至 80%，逐步向稳态运营水平收敛。

2026E: 日租金 275kEUR/天（-7%），在运营船数与利用率进一步提升的带动下，合同天数增长至 2,580 天（+30%），收入仍实现约+21%。

2027E: 随着利用率趋近稳态（80%）且船队扩张边际放缓，合同天数增速回落至+12%，日租金小幅回落至 260kEUR/天（-5%），收入增速放缓至约+6%，进入以高基数稳态扩张为特征的增长阶段。

表 14:营业收入假设（单位：千欧元）

中文名称	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	60,938	106,424	108,622	248,738	588,713	709,500	754,000
Yoy		75%	2%	129%	137%	21%	6%
日租金（欧元）	108	168	191	237	296	275	260
Yoy		55%	14%	24%	25%	-7%	-5%
合同天数（天数）	562	635	568	1,051	1,986	2,580	2,900
Yoy		13%	-11%	85%	89%	30%	12%
利用率	77%	87%	75%	66%	75%	78%	80%
+/(pct)		10	-12	-9	9	3	2
实际运营的船舶数量	2.00	2.00	2.07	4.36	7.25	9.06	9.93
+/-		-0.00	0.07	2.29	2.89	1.81	0.87

资料来源：公司历年财报，中信建投证券

盈利假设:

预计公司 2025-2027 年的 EBITDA 分别为 3.90/4.28/4.45 亿欧元, 同比+210%/+10%/+4%。

预计公司 2025-2027 年的净利润分别为 2.66/2.82/2.83 亿欧元, 同比+309%/+6%/+0%。

表 15:盈利假设 (单位: 千欧元)

中文名称	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	27,626	63,875	42,491	125,897	389,727	427,947	445,312
Yoy		131%	-33%	196%	210%	10%	4%
净利润	7,451	35,541	11,498	65,069	265,955	282,484	282,987
Yoy		377%	-68%	466%	309%	6%	0%

资料来源: 公司历年财报, 中信建投证券

5.2 可比公司估值

可比公司选择: 我们选取在海上风电和能源基础设施领域具备类似业务特征和市场定位的同行公司, 包括 DEME、Subsea7、Saipem 和 Dominion Energy。DEME 是全球领先的海上风电施工服务商, 提供海上风电项目的施工、安装及维护, 类似于 Cadeler 在 WTIV 领域的专业定位。Subsea7 作为海上油气及可再生能源工程服务商, 提供深水和近海工程服务, 在海上风电施工方面经验丰富, 业务与 Cadeler 在项目执行层面具有较高的可比性。Saipem 专注于海上油气和可再生能源工程, 提供深水建设和风电项目施工服务, 与 Cadeler 的技术能力和项目规模具有相似性。Dominion Energy 是美国领先的能源公司, 积极参与海上风电项目开发, 特别是在美国东海岸的项目, 显示出其在海上风电领域的战略布局。这些公司在市场定位、技术能力和项目经验方面与 Cadeler 相似, 选取它们作为可比公司有助于为 Cadeler 的估值提供合理的参考框架。

表 16:可比公司估值

证券简称	收盘价 (美元/股)	总市值(百 万美元)	EBITDA (百万美元)				EV/EBITDA				2025-2027 年 EBITDA 增速
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
DEME	200.11	5,066	803	1,016	982	1,044	5.55	4.99	5.16	4.85	1.4%
Subsea7	24.09	7,218	1,090	1,439	1,617	1,656	6.78	5.02	4.46	4.36	7.3%
Saipem	3.51	6,995	1,396	1,951	2,154	2,252	4.79	3.59	3.25	3.11	7.4%
Dominion Energy	61.13	52,200	7,159	7,514	8,330	9,113	18.35	6.95	6.27	5.73	10.1%
均值	72.21	17,870	1,096	2,980	3,271	3,516	8.87	5.13	4.78	4.51	8.6%
Cadeler	24.44	2,141	83.62	469.27	515.29	536.20	19.58	4.56	4.16	3.99	6.9%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

证券简称	收盘价 (美元/股)	总市值(百 万美元)	净利润 (百万美元)				P/E				2025-2027 年 净利润增速
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
DEME	200.11	5,066	303	353	330	363	12.10	14.35	15.35	13.95	1.4%
Subsea 7	24.09	7,218	217	448	595	633	23.27	16.11	12.13	11.40	18.9%
Saipem	3.51	6,995	321	384	553	671	16.05	18.22	12.65	10.43	32.2%
Dominion Energy	61.13	52,200	2,392	2,953	3,148	3,405	23.01	17.68	16.58	15.33	7.4%
均值	72.21	17,870	280	1,035	1,157	1,268	18.61	16.59	14.18	12.78	10.7%
Cadeler	24.44	2,141	78	320	340	341	29.00	6.69	6.30	6.28	3.2%

资料来源: Factset, 中信建投证券

注: 可比公司数据来自 Factset 机构一致预测, 单位统一换算为美元。收盘价采用 2026 年 1 月 28 日导出数据, 当日汇率 1 欧元 \approx 1.20 美元, 1 挪威克朗 \approx 0.104 美元。

我们预计公司 2025-2027 年 EBITDA 分别为 4.69、5.15、5.36 亿美元 (同期对应 3.90、4.28、4.45 亿欧元), 采用 2026-1-28 收盘价对应 EV/EBITDA 分别为 4.56/4.16/3.99 倍。可比公司 2026 年的 EV/EBITDA 水平均值 4.78 倍。

综合来看, Cadeler 兼具高规格 WTIV 船队资产、持续扩张的规模基础及清晰的单船盈利改善路径, 在全球 WTIV 供给刚性受限、欧洲海上风电进入新一轮高景气周期的背景下, 公司在高规格安装船领域的稀缺性与议价能力持续强化; 同时, 随着新船集中交付、在手订单覆盖度高、利用率与日租金中枢修复, 单船 ROIC 已由扩张期低位进入稳定改善通道, 价值创造路径清晰。基于公司中长期盈利确定性与行业结构性优势, 我们给予公司 2026 年 4.78 倍 EV/EBITDA, 对应目标价 28.07 美元, 维持“买入”评级。

5.3 敏感性分析 (Sensitivity Analysis)

在其他假设不变的情况下, 我们对公司 2026 年核心经营参数进行敏感性测试, 包括日租金 ($\pm 20,000$ 欧元 / 天) 及利用率 (± 5 个百分点)。

结果显示, 公司盈利对两项变量均具有较高弹性, 其中两者对盈利的影响幅度大体相当。以基准情景 (日租金 275,000 欧元 / 天、利用率 78%) 为例, 利用率每变动 1 个百分点, 对全年 EBITDA 的影响约为 $\pm 1.3%$, 对净利润的影响约为 $\pm 1.3%$; 日租金每变动 5,000 欧元 / 天, 对全年 EBITDA 的影响约为 $\pm 1.8%$, 对净利润的影响约为 $\pm 1.8%$ 。

在当前估值框架下, 这一弹性水平意味着, 在行业施工节奏或定价环境较基准假设出现温和偏差的情形下, 公司盈利与估值中枢仍具备一定缓冲空间。

这一结果反映出 Cadeler 业务模式的核心特征: 在船队规模既定、成本结构相对刚性的前提下, 公司盈利同时受施工强度与单价水平双重驱动, 其盈利弹性更多体现为对行业景气度整体变化的 Beta 暴露, 而非单一因素的短期波动。

表 17: EBITDA Sensitivity (mn EUR)

Util\ Δ Day Rate (EUR/day)	-20,000	-15,000	-10,000	-5,000	0	5,000	10,000	15,000	20,000
-5.00%	371.4	378.7	385.9	393.2	400.5	407.8	415.1	422.4	429.6
-4.00%	376.5	383.9	391.2	398.6	406.0	413.4	420.8	428.1	435.5
-3.00%	381.6	389.0	396.5	404.0	411.5	419.0	426.5	433.9	441.4
-2.00%	386.6	394.2	401.8	409.4	417.0	424.6	432.1	439.7	447.3
-1.00%	391.7	399.4	407.1	414.8	422.5	430.1	437.8	445.5	453.2
0.00%	396.8	404.6	412.4	420.2	427.9	435.7	443.5	451.3	459.1
1.00%	401.9	409.8	417.7	425.6	433.4	441.3	449.2	457.1	465.0
2.00%	407.0	415.0	423.0	430.9	438.9	446.9	454.9	462.9	470.8
3.00%	412.1	420.2	428.2	436.3	444.4	452.5	460.6	468.6	476.7
4.00%	417.2	425.4	433.5	441.7	449.9	458.1	466.3	474.4	482.6
5.00%	422.3	430.5	438.8	447.1	455.4	463.7	471.9	480.2	488.5

资料来源：公司公告，中信建投证券

表 18: Net Profit Sensitivity (mn EUR)

Util\ Δ Day Rate (EUR/day)	-20,000	-15,000	-10,000	-5,000	0	5,000	10,000	15,000	20,000
-5.00%	245.1	250.0	254.8	259.6	264.4	269.2	274.0	278.8	283.6
-4.00%	248.5	253.4	258.3	263.1	268.0	272.9	277.7	282.6	287.5
-3.00%	251.9	256.8	261.7	266.7	271.6	276.6	281.5	286.4	291.4
-2.00%	255.2	260.2	265.2	270.2	275.2	280.2	285.2	290.3	295.3
-1.00%	258.6	263.7	268.7	273.8	278.9	283.9	289.0	294.1	299.1
0.00%	261.9	267.1	272.2	277.3	282.5	287.6	292.8	297.9	303.0
1.00%	265.3	270.5	275.7	280.9	286.1	291.3	296.5	301.7	306.9
2.00%	268.7	273.9	279.2	284.5	289.7	295.0	300.3	305.5	310.8
3.00%	272.0	277.3	282.7	288.0	293.3	298.7	304.0	309.3	314.7
4.00%	275.4	280.8	286.2	291.6	297.0	302.4	307.8	313.2	318.6
5.00%	278.7	284.2	289.7	295.1	300.6	306.1	311.5	317.0	322.5

资料来源：公司公告，中信建投证券

六、风险分析

行业与政策风险：海上风电项目高度依赖政策支持与审批节奏，若欧洲或北美市场出现补贴退坡、审批延迟或项目取消，可能导致合同执行推迟、利用率下行，从而压制盈利与估值。

订单执行与利用率风险。Cadeler 盈利高度依赖单船利用率与项目执行节奏。若新船投运后的合同填充不及预期，或受天气、施工复杂度及跨区域动员影响，可能导致利用率阶段性回落，影响单船盈利模型的兑现。

资本开支与融资风险。WTIV 属于高度资本密集型资产。若融资环境收紧、利率维持高位或资本市场波动加大，可能推高财务成本、延缓自由现金流改善进程，并对 ROIC 修复节奏形成压力。

盈利波动与非经常性因素风险。在扩张期内，公司利润仍可能受到项目确认节奏、一次性费用或补偿收入等非经常性因素影响，短期业绩波动可能加大股价波动性。

估值与市场情绪风险。即使基本面持续改善，若宏观利率环境或市场风险偏好发生不利变化，重资产与新能源相关标的的估值中枢仍可能承压。

报表预测

资产负债表 (百万欧元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	147.45	188.62	324.86	391.92	416.64
现金	96.61	58.46	58.87	70.95	75.40
应收票据及应收账款合	30.55	62.99	175.39	211.37	224.63
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	9.56	16.64	33.54	40.42	42.95
存货	1.84	1.04	1.93	2.74	3.06
其他流动资产	8.89	49.48	55.13	66.44	70.60
非流动资产	1,105.11	1,748.40	2,895.84	3,237.64	3,505.06
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,085.63	1,712.27	2,862.74	3,206.63	3,475.27
无形资产	16.95	18.19	15.16	12.40	10.01
其他非流动资产	2.53	17.94	17.94	18.61	19.78
资产总计	1,252.56	1,937.02	3,220.69	3,629.56	3,921.70
流动负债	53.62	123.65	256.19	319.78	328.94
短期借款	0.80	31.16	121.09	129.55	117.59
应付票据及应付账款合	32.64	43.60	82.75	117.33	130.84
其他流动负债	20.18	48.89	52.35	72.91	80.50
非流动负债	239.90	579.48	1,464.66	1,527.44	1,527.44
长期借款	204.77	539.85	1,425.04	1,487.82	1,487.82
其他非流动负债	35.13	39.62	39.62	39.62	39.62
负债合计	293.52	703.12	1,720.85	1,847.23	1,856.38
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	41.84	47.14	47.14	47.14	47.14
资本公积	952.86	1,098.21	1,098.21	1,098.21	1,098.21
留存收益	-35.66	88.54	354.49	636.98	919.96
归属母公司股东权益	959.04	1,233.89	1,499.85	1,782.33	2,065.32
负债和股东权益	1,252.56	1,937.02	3,220.69	3,629.56	3,921.70

现金流量表 (mn €)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	63.38	93.10	289.61	424.84	443.00
净利润	11.50	65.07	265.96	282.48	282.99
折旧摊销	23.05	0.00	103.92	139.20	155.58
财务费用	2.95	1.97	12.95	3.00	3.60
其他经营现金流	25.89	26.07	-93.22	0.16	0.83
投资活动现金流	-54.73	-615.75	-1,251.36	-481.00	-423.00
资本支出	-98.63	-620.44	-1,251.36	-481.00	-423.00
其他投资现金流	43.90	4.70	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	70.27	481.99	962.16	68.24	-15.55
短期借款	0.03	30.36	89.92	8.46	-11.95
长期借款	90.54	335.08	885.18	62.78	0.00
其他筹资现金流	-20.30	116.54	-12.95	-3.00	-3.60
现金净增加额	78.92	-40.66	0.41	12.08	4.45

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万欧元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	108.62	248.74	588.71	709.50	754.00
营业成本	59.86	124.23	231.08	327.66	365.40
其他营业费用	-0.14	-2.04	-1.85	-2.23	-2.37
销售和管理费用	34.46	57.10	70.65	92.24	98.02
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	2.95	1.97	12.95	3.00	3.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	11.50	67.48	275.89	288.84	289.35
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	11.50	67.48	275.89	288.84	289.35
所得税	0.00	2.41	9.93	6.35	6.37
净利润	11.50	65.07	265.96	282.48	282.99
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	11.50	65.07	265.96	282.48	282.99
EBITDA	37.49	69.44	389.73	427.95	445.31
EPS (元)	0.03	0.19	0.76	0.80	0.81

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	2.07	128.99	136.68	20.52	6.27
归属于母公司净利润	-67.65	465.92	308.73	6.21	0.18
获利能力					
毛利率(%)	44.89	50.06	60.75	53.82	51.54
销售净利率(%)	10.59	26.16	45.18	39.81	37.53
ROE(%)	1.20	5.27	17.73	15.85	13.70
ROIC(%)	2.23	6.21	15.72	9.37	8.43
偿债能力					
资产负债率(%)	23.43	36.30	53.43	50.89	47.34
净负债比率(%)	11.36	41.54	99.16	86.76	74.08
流动比率	2.75	1.53	1.27	1.23	1.27
速动比率	2.55	1.12	1.05	1.01	1.04
营运能力					
总资产周转率	0.09	0.13	0.18	0.20	0.19
应收账款周转率	3.56	3.95	3.36	3.36	3.36
每股指标 (欧元)					
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.19	0.76	0.80	0.81
每股经营现金流(最新)	0.18	0.27	0.83	1.21	1.26
每股净资产(最新摊薄)	2.73	3.52	4.27	5.08	5.88
估值比率					
P/E	186.50	32.96	8.06	7.59	7.58
P/B	2.24	1.74	1.43	1.20	1.04
EV/EBITDA	30.47	24.33	4.56	4.16	3.99

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。

韩军

全球交通运输及全球能源首席分析师，曾供职于上海国际航运研究中心，3 年政府规划与市场咨询经验，曾负责或参与为交通运输部、上海市交通委、港航企业等提供决策咨询服务二十余项。10 年交通运输行业证券研究经验，深入覆盖航运、港口、高铁、快递、物流板块，擅长把握周期性和政策性投资机会。2021 第十九届新财富最佳分析师交通运输行业第五名。

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。

2022 年所在团队荣获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。

宗枫

中信建投证券全球能源与运输分析师，长期关注产业周期、资本开支与公司基本面变化。

北京外国语大学金融与英语双学位；复旦大学国际工商管理硕士，并参与麻省理工学院（MIT）暑期项目。

曾就职于德勤中国，担任高级审计员，参与多家大型 A+H 上市公司审计工作；后任职于一级市场风险投资机构，负责早期项目挖掘与投资决策。此后加入西部证券，从事交通运输行业研究。

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）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 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：charleneliu@csc.hk