

德力佳 (603092)

风电齿轮箱领军者，海风放量开启第二曲线

买入 (首次)

2026年02月26日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 胡隽颖

执业证书: S0600524080010
hujunying@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4,442	3,715	5,454	6,359	7,209
同比 (%)	42.92	(16.36)	46.79	16.60	13.37
归母净利润 (百万元)	633.96	533.79	815.85	1,076.96	1,339.97
同比 (%)	17.36	(15.80)	52.84	32.01	24.42
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.58	1.33	2.04	2.69	3.35
P/E (现价&最新摊薄)	42.98	51.05	33.40	25.30	20.33

投资要点

■ **全球风电齿轮箱领军企业，产业资本深度加持，盈利能力领跑行业。**公司深耕风电主齿轮箱赛道，全球及国内市占率分别为 10.4%、16.2%，稳居全球第一梯队。不同于传统制造企业，公司拥有极具稀缺性的股东背景：三一重能（创始股东）、远景能源、金风科技三大整机巨头齐聚股东名册，合计持股比例高，构建了稳固的订单基本盘与技术研发的前置优势。2025 年 11 月公司 IPO 募资约 18.8 亿元，重点投向高端大兆瓦及海风产能，正式开启资本化新征程。财务表现上，公司凭借卓越的费用管控（期间费用率显著低于行业）及高毛利产品结构，2025H1 销售净利率达 15.8%，远超杭齿前进（约 4%）及南高齿（约 2%），展现出行业领先的盈利韧性。

■ **海陆共振叠加技术路线红利，竞争格局优化迎来战略窗口期。**需求端，2025 年行业迎来装机兑现大年，国内陆风装机达 125GW，海风装机达 5.6GW，景气度高。技术端，海上风电加速向“半直驱（中速传动）”路线切换，公司同时掌握高速与中速核心技术，且中速产品大扭矩、高可靠性优势契合海风趋势。供给端，行业呈现双寡头垄断格局，但主要竞争对手南高齿近期完成董事会改组，核心管理层经历大幅更迭，经营稳定性或面临过渡期扰动；下游整机厂出于供应链安全考量，加速引入“二供”。德力佳作为行业内唯一在技术、产能、交付上能全面对标龙头的民营劲旅，正迎来抢占市场份额、重塑行业格局的历史性机遇。

■ **垂直一体化与供应链国产化双轮驱动，极致成本管控构筑壁垒。**公司通过 IPO 募投项目及技改，大幅提升热处理、精加工等核心工序自制率，2024 年外协加工费同比腰斩 49.6%，显著增厚利润。供应链方面，公司积极推进核心原材料轴承的国产替代，引入瓦轴、洛轴等国内头部供应商，轴承采购均价从 2022 年的 1.66 万元/件降至 2025H1 的 0.75 万元/件，降幅超 50%，成功打破成本刚性。此外，公司大力推广“集成式”设计，相比非集成产品减重 33.2%，在提升功率密度的同时大幅降低铸件与钢材消耗，为客户提供更具竞争力的度电成本解决方案。

■ **海风在手订单爆发式增长，产能释放与结构优化锁定高成长。**1) 海风第二曲线确立：截至 2024 年末，公司海上风电在手订单量达 313 台，对应金额超 6 亿元，与 2024 年仅 5000 万元的海风营收形成巨大“剪刀差”，预示 2025 年海风业务将实现数倍级增长。同时，公司战略布局广东汕头基地，实现“临港生产、就近交付”，大幅降低大部件运输成本。2) 产能瓶颈突破：随着募投项目落地，公司总产能将从 4000 台/年迈向 5800 台/年，且新增产能聚焦 8MW+ 大兆瓦及海风高端产品，彻底解决交付瓶颈。3) 客户结构优化：截至 2025 年 5 月末，在稳固金风、三一、远景等核心客户的基础上，公司在明阳智能、东方电气、运达股份等新客户处的订单量同比大增 1118 台，客户多元化布局成型，抗风险能力显著增强。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.16/10.77/13.40 亿元，同比增长 53%/32%/24%，对应现价（2 月 24 日）PE 分别为 33.4/25.3/20.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**风电行业装机不及预期的风险、产能扩张不及预期的风险、竞争格局加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	68.23
一年最低/最高价	61.56/96.94
市净率(倍)	6.97
流通 A 股市值(百万元)	2,282.46
总市值(百万元)	27,292.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.79
资产负债率(% LF)	58.77
总股本(百万股)	400.00
流通 A 股(百万股)	33.45

相关研究

内容目录

1.公司概况：技术基因铸就传动领军	4
1.1. 市场地位：聚焦主业，行业领先.....	4
1.2. 产品矩阵：全谱系覆盖，双路线并举.....	5
1.3. 股权结构：产业资本加持，技术背景深厚.....	7
2. 行业分析：高壁垒赛道，供需格局持续优化	10
2.1. 赛道属性：高价值量与高壁垒特征显著.....	10
2.2. 需求端：短中长期多重逻辑共振.....	11
2.3. 供给端：集中度高企，竞争格局边际改善.....	14
3. 公司优势：客户壁垒深厚，技术产能双轮驱动	17
3.1. 客户资源：深度绑定与结构优化.....	17
3.2. 成本管控：垂直一体化驱动超额收益.....	18
3.3. 技术实力：引领大型化与集成化趋势.....	19
4. 未来增长：产能释放与海风放量打造第二增长极	21
4.1. 产能端：募投落地突破瓶颈，规模效应显现.....	21
4.2. 需求端：海风在手订单充裕，确立第二增长曲线.....	22
5. 盈利预测与投资建议	24
6. 风险提示	26

图表目录

图 1:	公司发展历程及重要里程碑.....	4
图 2:	2021~2025 年公司营业收入及同比增速	5
图 3:	2022~2024 年公司主营业务营收结构	5
图 4:	公司主要产品按结构分类.....	6
图 5:	公司股权结构图（发行后 2026 年 2 月 20 日）	8
图 6:	风电机组内部结构示意图.....	10
图 7:	运达股份风机及配件成本拆分（2024H1）	10
图 8:	中国风电 23-25 年月度新增装机情况（GW）	12
图 9:	我国风电 18-25 年新增机组平均单机容量（MW）	12
图 10:	136 号文首批机制电价竞价结果.....	13
图 11:	陆风新下线机型技术路径占比.....	14
图 12:	海风新下线机型技术路径占比.....	14
图 13:	2024 年全球风电齿轮箱市场份额.....	15
图 14:	2023 年全球风电齿轮箱市场份额.....	15
图 15:	德力佳与南高齿营收增速对比.....	16
图 16:	德力佳与主要竞争对手毛利率对比.....	16
图 17:	公司前五大客户销售收入及占比情况.....	17
图 18:	公司主要客户订单数量（台）	17
图 19:	公司外协加工费走势（万元）	19
图 20:	公司轴承采购均价走势（万元/件）	19
图 21:	德力佳与主要竞争对手期间费用率对比.....	19
图 22:	德力佳与主要竞争对手销售净利率对比.....	19
图 23:	公司分功率段产品营收占比变化.....	20
图 24:	集成式与非集成式齿轮箱重量对比（吨/GW）	20
图 25:	公司产能利用率情况.....	22
图 26:	公司产能持续扩张.....	22
表 1:	公司主要产品按功率分类情况.....	7
表 2:	公司核心管理层及技术团队背景概览.....	9
表 3:	风电齿轮箱行业五大进入壁垒.....	11
表 4:	新兴市场陆风装机预测（GW）	12
表 5:	我国风机企业出口新兴市场规模及利润预测.....	13
表 6:	深远海标志性项目进展.....	14
表 7:	公司正在履行及近期已到期的重大销售合同.....	18
表 8:	公司募投项目	21
表 9:	公司海风在手订单充裕.....	22
表 10:	公司汕头海风基地规划概览.....	23
表 11:	公司各业务盈利预测拆分.....	24
表 12:	可比公司估值（截至 2026 年 2 月 24 日）	25

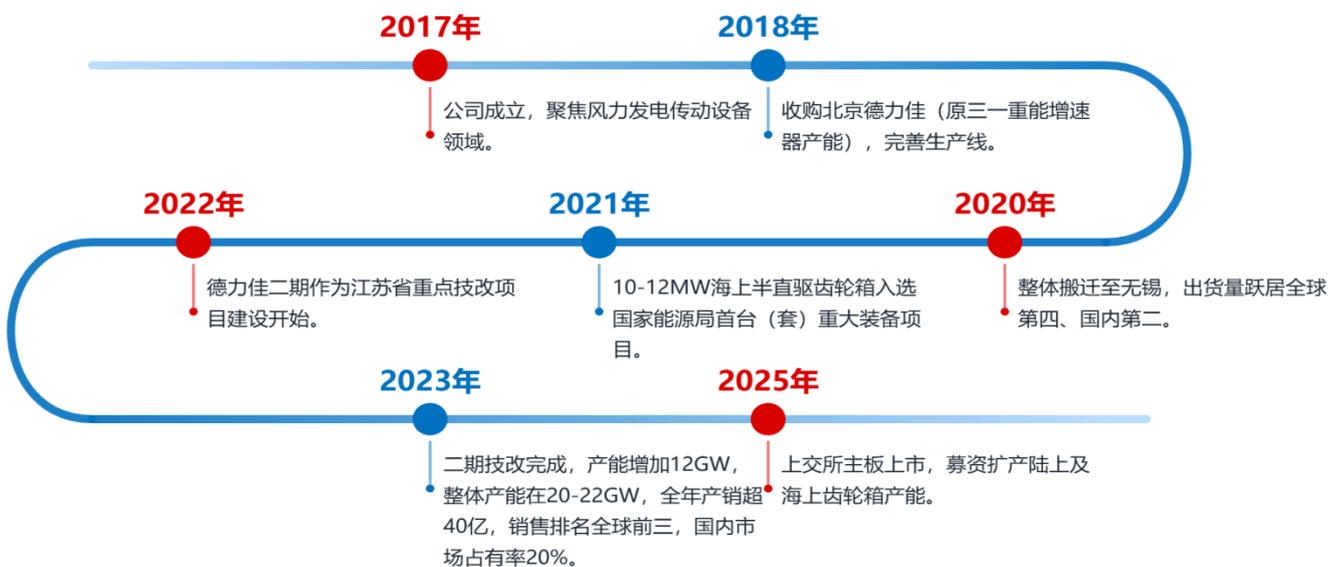
1.公司概况：技术基因铸就传动领军

1.1. 市场地位：聚焦主业，行业领先

深耕风电传动领域，全球及国内市场份额稳居前列。公司成立于2017年，总部位于江苏无锡，是一家专业从事高速重载精密齿轮传动产品研发、生产与销售的高新技术企业。自成立以来，公司始终聚焦于风电主齿轮箱（增速器）这一核心赛道，现已构建起从前端开发设计、中端批量生产到后端运维服务的全业务链体系，具备从1.5MW到22MW全系列产品的研发和生产能力。根据QYResearch统计数据，2024年公司在风电主齿轮箱领域的全球市场占有率为10.36%，位列全球第三；中国市场占有率为16.22%，位列全国第二，已成为全球风电主齿轮箱行业的核心供应商之一。

发展历程：从初创整合到产能扩张，迈向资本市场新征程。回顾公司发展历程，大致可分为三个阶段：1) 初创与整合期（2017-2019年）：公司于2017年成立，创始人刘建国先生曾任南高齿董事、总经理及总工程师，拥有深厚的技术积淀。2018年，公司通过收购北京德力佳增速机设备有限公司（原三一重能增速器产能），快速切入风电齿轮箱制造领域，不仅获得了成熟的生产线，更奠定了与下游龙头的合作基础。2) 产能扩张与技术突破期（2020-2023年）：2020年公司整体搬迁至江苏无锡，产能实现飞速发展。公司紧跟行业大型化趋势，2021年其10-12MW海上半直驱齿轮箱测试通过并入选国家能源局首台（套）重大技术装备项目。2023年，随着德力佳二期技改完成，公司整体产能提升至20-22GW，市场地位进一步巩固。3) 资本化与全球化布局期（2024年至今）：2025年11月，公司成功在上交所主板上市，募集资金18.67亿元用于陆上及海上风电齿轮箱扩产项目。

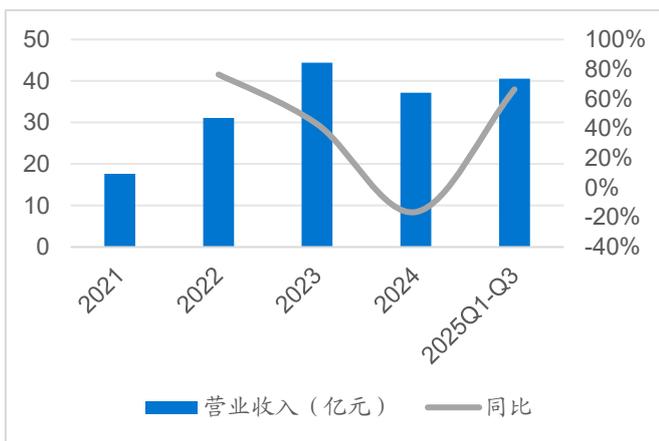
图1：公司发展历程及重要里程碑



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

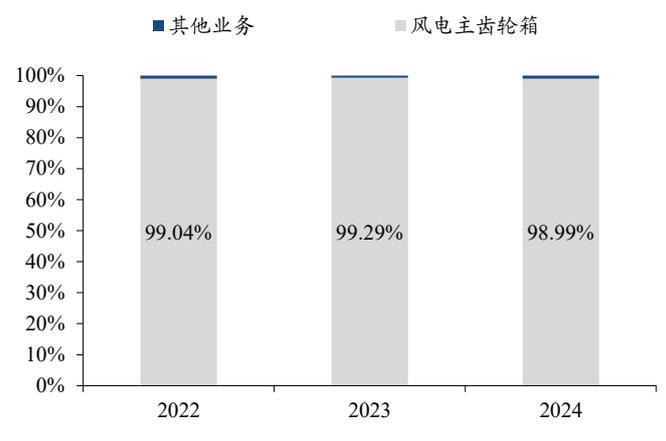
营收结构高度聚焦，充分受益行业高景气度。不同于同行业可比公司（如中国高速传动、中国动力等）业务多元化的布局，德力佳的业务结构呈现出“极度专一”的特点。公司主营业务收入主要来源于风电主齿轮箱的销售，产品覆盖双馈（高速传动）和半直驱（中速传动）两种主流技术路线。根据招股书数据，2022年至2024年，公司风电主齿轮箱收入占主营业务收入的比例分别为99.04%、99.29%和98.99%。这种聚焦战略使得公司能够集中资源进行技术迭代与成本控制，同时也意味着公司业绩与风电行业景气度呈现高度正相关。在“双碳”战略及风电装机需求回暖的背景下，公司凭借稳固的市场地位和专注的业务布局，有望持续受益于行业红利。

图2：2021~2025年公司营业收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2022~2024年公司主营业务营收结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 产品矩阵：全谱系覆盖，双路线并举

全功率覆盖：产品线覆盖1.5MW至22MW全系列，能够满足从陆上分散式到海上大基地的全场景需求。公司深耕风力发电传动设备领域，已构建起从前端开发设计、中端批量生产到后端运维服务的全业务链体系。通过持续的技术研发与产品迭代，公司产品矩阵日益完善，目前核心产品风电主齿轮箱的功率范围已实现从1.5MW至22MW的全系列覆盖。这一全谱系的产品布局，使得公司能够灵活应对不同地理气候条件下的市场需求，无论是陆上分散式风电开发，还是海上大基地规模化建设，公司均能提供成熟可靠的传动解决方案。产品具备等强度、等刚度、轻量化、平台模块化、高功率密度、高传动效率和高可靠性等优点，可适配中低风速、高海拔、高低温、海上潮湿腐蚀等严苛复杂工况。

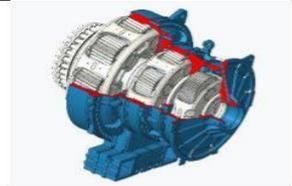
双技术路线：高速传动与中速传动并举，精准匹配不同技术路线机组需求。针对风电整机传动链的不同技术路线，公司产品分为高速传动齿轮箱和中速传动齿轮箱两大类：

- **高速传动（双馈）：**主要应用于陆上风电，功率覆盖1.5MW-15MW，采用“行星+平行”结构，具备高传动比优势。高速传动齿轮箱主要配套双馈风力发电机组。该类齿轮箱通常采用2至3级行星齿轮传动，并设有一级高速平行级，通过多级传动结构将风轮的低速转动转换为发电机所需的高速转动（输出转速

可达 1100-1820rpm，最大传动比可达 255），以满足双馈发电机的工作需求。此类齿轮箱结构相对复杂，但由于其输出转速高，使得配套的风电机组变流器和发电机成本相对较低，目前主要应用于陆上风电市场。

- **中速传动（半直驱）：重点发力海上及大兆瓦陆上风电，功率覆盖 4.55MW-22MW，采用紧凑型行星结构，适配中速永磁电机，契合海风发展趋势。**中速传动齿轮箱主要配套半直驱风力发电机组。该类齿轮箱通常采用 2 至 3 级行星齿轮传动，无高速平行级，通过减少传动级数（最大传动比 90，输出转速 400-680rpm），结合了直驱和双馈技术的优点，不仅提高了传动效率，还具有结构紧凑、扭矩大（最大扭矩可达 38,518kNm）的特点。由于半直驱机组在中低风速及海上应用场景中具有较好的平衡性，中速传动齿轮箱已成为公司发力海上风电及大兆瓦陆上风电市场的重要抓手。

图4：公司主要产品按结构分类

产品类别	产品图示	功率范围	传动比	转速	扭矩	特点
中速传动		4.55MW-22MW	最大 90	400~680rpm	最大 38,518kNm	2 至 3 级行星，无高速平行级，结构紧凑，相应风电机组主要采用中速永磁电机
高速传动		1.5MW-15MW	最大 255	1100-1820rpm	最大 24,300 kNm	2 至 3 级行星，有高速平行级，输出转速高，结构相对复杂，相应风电机组的变流器和发电机成本相对较低

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

平台化迭代：构建成熟产品平台，模块化设计助力快速响应市场。为了顺应风机大型化及定制化的市场趋势，公司针对不同功率段构建了成熟的产品平台，通过模块化设计实现产品的快速迭代与交付。具体包括：

- **3MW-5MW 平台：**采用两级行星的中速传动或两级行星一级平行的高速传动结构，技术成熟稳定。
- **5MW-7MW 平台（拓扑优化）：**运用拓扑优化技术，进行结构件的轻量化设计，在保证强度的同时有效提高功率密度。
- **7MW-10MW 平台（低速端集成）：**采用低速端集成结构，进一步提升功率密度，适应大兆瓦机组需求。
- **10MW+平台（前端/后端集成）：**针对 10MW 及以上超大功率机组，采用前端集成和后端集成结构的中速传动，前端集成高速双馈结构，实现高功率密度与

紧凑结构的完美结合，为海上风电等高端市场提供有力支撑。

表1: 公司主要产品按功率分类情况

产品名称	产品规格	性能参数及主要产品特点
风电主齿轮箱	1.5MW 至 3MW	功率: 1.5MW-3MW 扭矩: 1,343-2,553kNm 速比: 131-155 产品特点: 两级行星一级平行结构的经典布局, 实现超大速比, 高效发电
	3MW 至 5MW	功率: 3MW-5MW 扭矩: 3,000-5,738kNm 速比: 73.81-198 产品特点: 在 3-5MW 平台采用两级行星的中速传动或两级行星一级平行的高速传动结构
	5MW 至 7MW	功率: 5MW-7MW 扭矩: 5,000-8,583kNm 速比: 40.72-195.29 产品特点: 在 5-7MW 平台运用拓扑优化技术, 进行结构件的轻量化设计, 有效提高功率密度
	7MW 至 10MW	功率: 7MW-10MW 扭矩: 8,155-14,055kNm 速比: 41.39-230 产品特点: 在 7-10MW 平台采用低速端集成结构, 功率密度高
	10MW 及以上	功率: 10MW-22MW 扭矩: 13,000-38,000kNm 速比: 78-255 产品特点: 采用前端集成和后端集成结构的中速传动, 前端集成高速双馈结构, 功率密度高, 结构紧凑

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所, 注: 兆瓦数包含区间下限不包含区间上限

1.3. 股权结构: 产业资本加持, 技术背景深厚

股东背景: 风电整机巨头齐聚, 构建“资本+产业”双重护城河。公司股权结构呈现出鲜明的“产业资本加持”特征, 下游核心客户直接或间接参与公司持股, 形成了深度的利益绑定与战略协同。

- 三一重能 (创始人股东): 作为公司的联合创始人及第二大股东, 三一重能直接持有公司发行后 25.20% 的股份。这种“血缘”关系为公司早期技术验证与市场导入提供了坚实支撑。
- 远景能源 (间接持股): 远景能源通过全资子公司广西北海彬景投资有限公司 (彬景投资) 持有公司发行后 13.74% 的股份, 系公司第三大股东。
- 金风科技 (间接持股): 行业龙头金风科技亦通过宁波澳阳股权投资投资有限公司间接持有公司发行后 1.72% 的股份。

三大整机巨头 (金风、远景、三一) 齐聚股东名册, 不仅为公司提供了稳定的订单基本盘, 更使得公司能够前置参与整机厂的研发设计, 在技术迭代与新品开发上占据先发优势, 实现了产业链上下游的深度协同。

表2: 公司核心管理层及技术团队背景概览

姓名	职位	简介
刘建国	董事长、总经理	上海交通大学本科。1995年1月至2004年12月, 历任南京高速齿轮产业发展有限公司副所长、所长、总经理助理、代理首席工程师、首席工程师; 2004年2月至2006年8月, 任南京高精重载齿轮箱制造有限公司董事; 2005年3月至2007年12月, 任南京高精风能传动设备有限公司董事兼总经理; 2004年12月至2013年12月, 任南京高速齿轮制造有限公司董事、总经理、总工程师; 2007年3月至2015年10月, 任南京高精传动设备制造集团有限公司董事、副总经理; 2007年7月至2015年10月, 任中国高速传动设备集团有限公司执行董事; 2017年1月至今, 任德力佳董事长、总经理, 全面负责公司战略、研发及市场体系。
孔金凤	董事、副总经理、董事会秘书	本科学历, 工程师职称。2001年2月至2016年12月, 任南京高精齿轮股份有限公司外贸经营部翻译、销售员、销售经理; 2017年1月至今, 任德力佳董事、副总经理; 2023年6月至今, 兼任德力佳董事会秘书, 负责公司综合管理体系。
李强	董事	博士研究生学历, 高级工程师职称。2008年7月至2012年4月, 任通用电气(中国)全球研究开发有限公司全球研发中心研发工程师; 2012年4月至2018年5月, 任国电联合动力技术有限公司技术中心总工程师; 2018年6月至2022年8月, 任三一重能副总经理、研究院院长; 2019年8月至今, 任德力佳董事; 2022年8月至今, 任三一重能董事、总经理、研究院总工程师。
方楠	董事	本科学历。2001年6月至2010年5月, 任美国江森控制器有限公司中国区销售总监; 2010年5月至今, 任远景能源高级副总裁; 2022年2月至今, 任远景能源监事; 2024年11月至今, 任德力佳董事。
廖旭东	董事	硕士研究生学历。1999年7月至2014年2月, 历任LG曙光电子制造部质量工程师, 三一重机质保部部长, 三一重工泵送事业部质保部部长、质保总监、总裁助理; 2014年3月至2020年9月, 历任三一重能制造部总监、服务部总监、质保部总监; 2018年8月至今, 任德力佳董事; 2020年9月至今, 任三一重能副总经理、三一(韶山)风电设备总经理。
李奎	职工董事、副总经理	硕士研究生学历, 工程师职称。2011年4月至2018年5月, 任远景能源产品开发质量部主任工程师; 2018年5月至2019年4月, 任戴尔采购厦门有限公司上海分公司全球质量管理部门供应商质量经理; 2019年4月至今, 任德力佳副总经理、采购体系总经理; 2023年6月至2025年8月任董事, 2025年8月至今任德力佳职工董事。
齐立	副总经理、首席质量官	本科学历, PMP项目管理专业人士。2002年3月至2011年11月, 历任北京施兰特发电设备技术部经理、江苏中洲工贸项目经理、张北运达风电生产部经理; 2011年11月至2018年5月, 历任通用电气医疗投资(中国)供应链质量工程师、质量经理; 2018年6月至2021年5月, 任江苏振江新能源装备股份质量总监; 2021年5月至今, 任德力佳首席质量官; 2023年6月至今, 任德力佳副总经理。
李松玉	副总经理	本科学历。2003年7月至2008年10月, 历任新大洲本田摩托产品技术室工程师、SEW-传动设备(天津)IG装配车间工艺部主任; 2008年10月至2023年4月, 历任采埃孚(天津)风电有限公司工艺工程部工艺工程师、装配测试部经理、售后服务部经理、工厂发展部经理、工艺工程部高级主管; 2023年4月至今, 任德力佳制造技术及过程控制体系副总经理、装配测试及精益工程部经理。
张海龙	副总经理	本科学历, 工程师职称。1995年8月至2017年2月, 历任南京高速齿轮制造有限公司二分厂副厂长、二分厂厂长、制控部副部长、工业齿轮分厂厂长; 2017年3月至今, 任德力佳副总经理, 产品交付及计划体系总经理。
刘建华	副总经理	本科学历, 经济师职称。1996年8月至2014年2月, 历任三一重工机械厂制造部生产科长、服务部副经理, 湖南三一工学院总经理, 三一重工泵送事业部制造商务副总监、制造部长; 2014年3月至2022年2月, 历任三一重能总经办常务副总经理、叶片公司总经理, 三一集团常德分公司负责人; 2022年3月至今, 任德力佳副总经理, 人资、设备、技改体系总经理。
李常平	财务总监	硕士研究生学历。2008年5月至2011年2月, 任湖南德康制药有限公司分公司财务会计主管; 2011年3月至2021年2月, 历任三一重工财务部会计、部长、子公司财务负责人; 2021年3月至2022年8月, 任三一重能财务总监(副); 2022年9月至今, 任德力佳财务总监。
周欢	产品研发部副部长	本科学历。2013年7月至2016年7月, 任南京高速齿轮制造有限公司偏航变桨技术质量部机械工程师; 2016年9月至2016年12月, 任三一重能研究院机械工程师; 2017年1月至2021年7月, 任德力佳产品研发部项目经理; 2021年8月至今, 任德力佳产品研发部副部长。
沈健	产品研发部CAE工程师	硕士研究生。2016年7月至2018年7月, 任无锡吉兴汽车部件科技有限公司研究一部CAE工程师; 2018年8月至今, 任德力佳产品研发部CAE工程师。

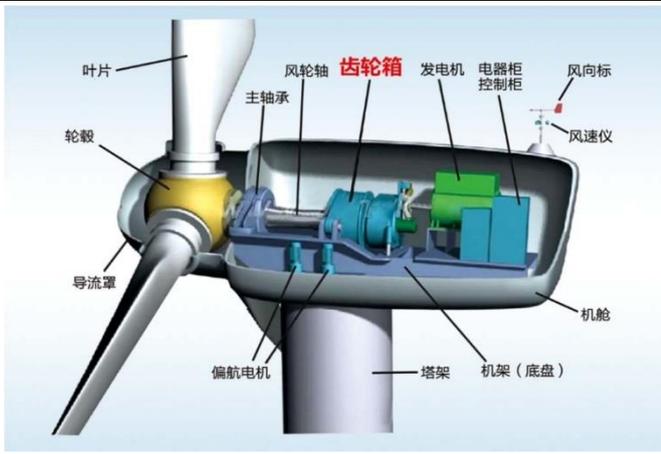
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2. 行业分析：高壁垒赛道，供需格局持续优化

2.1. 赛道属性：高价值量与高壁垒特征显著

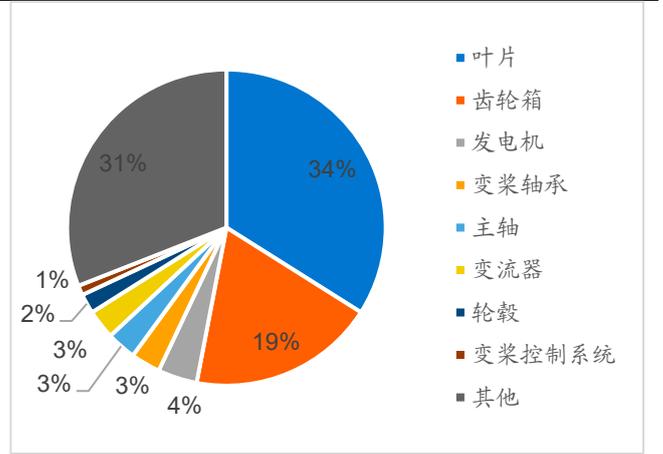
价值量占比：风机第二大核心部件，价值量占比仅次于叶片。风电主齿轮箱是连接风轮（叶片）和发电机的关键部件，其主要作用是将风轮在风力作用下所产生的动力传递给发电机并匹配发电机需要的转速。风电主齿轮箱的性能直接决定了风机的运行效率、可靠性和使用寿命，因此对其疲劳强度、可靠性、耐用度等均提出了严苛要求，是风电整机机组技术难度最高的部件之一。从成本构成来看，主齿轮箱是风机中价值量占比极高的核心零部件。根据运达股份披露的零部件采购成本数据，齿轮箱在风机总成本中占比约 19%，仅次于桨叶，高于发电机和主轴。这意味着齿轮箱市场空间广阔，且随着风机大型化带来的单机价值量提升，行业天花板将持续抬升。

图6：风电机组内部结构示意图



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图7：运达股份风机及配件成本拆分（2024H1）



数据来源：运达股份公告，东吴证券研究所

进入壁垒：资金、技术与验证周期构建深厚护城河。风电齿轮箱行业具有显著的高壁垒特征，主要体现在资金密集、技术密集以及验证壁垒高三个方面，构筑了极高的行业准入门槛：

- **资金密集（重资产投入）：**风电齿轮箱行业属于典型的资本密集型行业。从前端的设计开发到中端的生产组装，再到后端的测试维护，均需投入巨额资金。例如，生产环节需配置高效滚齿机、精密磨齿机、加工中心、各类热处理装备、精密测量设备以及大型负载试验台等单价较高的专用高端设备。以德力佳本次 IPO 募投项目为例，仅“年产 1000 台 8MW 以上大型陆上风电齿轮箱项目”的投资总额就高达 13.52 亿元，这对新进入者的资金实力提出了极高要求。
- **技术密集（多学科交叉）：**风电主齿轮箱的设计和制造涉及机械工程、材料科学、流体力学、热力学等多学科知识的交叉应用。企业需经过长期的理论分析及试验研究，积累产品在多场景复杂工况下的实际应用经验，才能掌握核心的设计、工艺和检测测试技术。此外，随着风机大型化趋势加速，对齿轮箱的功

率密度、轻量化及快速迭代能力提出了更高要求，技术壁垒进一步加深。

- **验证壁垒高（长周期认证）：**由于风电齿轮箱的可靠性直接关系到整机的运行效率与寿命，且一旦发生故障将导致高昂的维修成本（尤其是海上风电），因此风电整机厂商建立了严格的供应商准入制度。供应商需经过长达2-3年的产品验证周期，通过一系列严苛的质量测试和性能验证后，才能进入合格供应商名录并逐步取得批量供货资格。这一长周期特性使得现有头部企业与下游客户形成了极强的粘性，新进入者难以在短期内实现替代。

表3：风电齿轮箱行业五大进入壁垒

壁垒类型	核心逻辑与具体表征
技术壁垒 (核心门槛)	<p>多学科交叉与极高可靠性要求：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.多学科融合：齿轮箱设计制造涉及机械工程、材料科学、流体力学、热力学等多学科知识，技术门槛极高。 2.严苛寿命要求：产品需适应海上、高海拔、高低温等复杂工况，承受多变载荷与瞬间冲击，且必须满足20-25年以上的设计寿命要求。 3.失效代价高：齿轮箱一旦故障，维修更换（尤其是海上风电）成本极高，因此对疲劳强度和可靠性有“零容忍”级的要求。
客户资源壁垒 (护城河)	<p>严格准入与超长验证周期：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.准入严格：下游整机厂对供应商实施严格的资格认证，需经过文件审核、现场审核、样机测试、小批量试制等多个环节。 2.验证周期长：从接触到进入合格供应商名录，通常需要经过2-3年的验证周期。 3.客户粘性强：一旦通过认证，考虑到更换成本和质量风险，整机厂通常不会轻易更换供应商，形成稳固的合作关系。
资金与规模壁垒 (硬实力)	<p>重资产投入与规模效应：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.设备昂贵：生产需配置高效滚齿机、精密磨齿机、大型负载试验台等昂贵的专用高端设备（如募投项目仅设备购置就需8.2亿元）。 2.研发投入大：为保持技术领先，企业需持续进行大额研发投入（2024年公司研发费用超1亿元）。 3.规模效应：只有具备规模化生产能力，才能摊薄固定成本，应对下游降本压力。
服务能力壁垒 (全流程)	<p>全业务链体系要求：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.定制化开发：风电齿轮箱多为定制化产品，要求供应商具备从“前端开发设计”介入的能力，与整机厂同步研发。 2.全生命周期服务：需构建从“中端批量生产”到“后端运维服务”的全业务链体系，具备快速响应的售后运维和备件服务能力。
人才壁垒 (软实力)	<p>高端复合型人才稀缺：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.研发人才：需要拥有深厚行业积淀、掌握核心设计与仿真技术的研发专家（如公司实控人及核心技术团队多来自南高齿等行业头部）。 2.技能人才：精密制造环节需要大量经验丰富的高级技术工人，人才培养周期长，难以短时间复制。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 需求端：短中长期多重逻辑共振

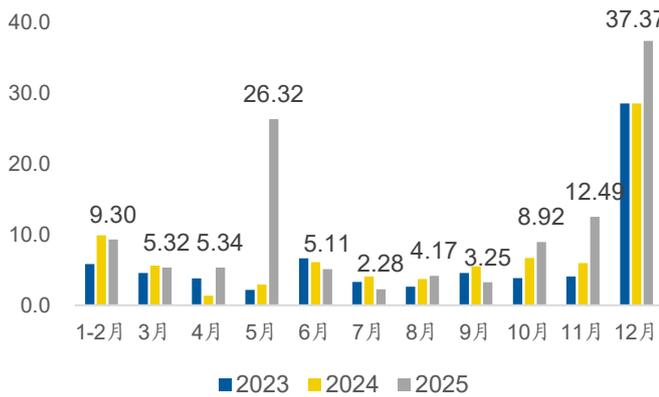
短期：陆风抢装高景气，海风确立向上拐点。2025年作为“十四五”收官之年，叠加前期招标高景气与海风限制因素解除，行业进入业绩兑现大年。

行业高景气：根据CWEA数据，2025年1-12月，我国风电新增装机容量达130GW，同比增长50%，高景气度得到充分验证。

陆上风电：2024年陆风机组招标量维持高位，为2025年装机奠定坚实基础。根据CWEA数据，2025年国内陆风装机新增125GW，同比增长24%+，德力佳作为陆风齿轮箱龙头，将直接受益。

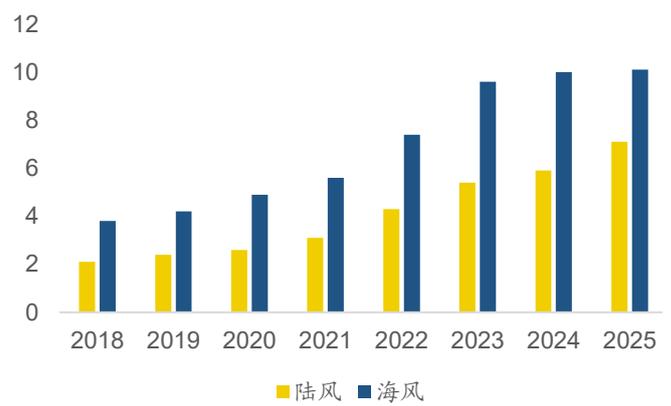
海上风电：2025年国内海风装机新增5.6GW，随着审批及航道等限制性因素逐步厘清，海风装机迎来确定的向上拐点。

图8: 中国风电 23-25 年月度新增装机情况 (GW)



数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

图9: 我国风电 18-25 年新增机组平均单机容量 (MW)



数据来源: CWEA, 东吴证券研究所

中期: 新兴市场陆风爆发, 风机出海带动零部件外销。除了国内市场, 海外陆风市场正成为中国风电产业链出海的新增长极。

新兴市场崛起: 根据 GWEC 数据, 预计 2025-2030 年, 非洲、其他亚太地区、拉美等新兴市场的陆风装机年均复合增速将分别达到 17.6%、20.2%、15.8%。预计新兴市场陆风装机总量将从 2025 年的 17.4GW 增长至 2030 年的 35.1GW, 年均复合增速达 15.1%。

风机出海红利: 我国风机企业在“类中国市场”（东南亚、中亚、中东及拉美等）具备显著的成本与产品优势。我们预计 2025 年我国风机企业出口类中国市场渗透率将达到 45%，并有望在 2030 年实现更高份额覆盖。德力佳作为金风科技、远景能源、三一重能等头部整机厂的核心供应商，将跟随整机厂出海步伐，深度受益于海外陆风市场的扩容红利。考虑到行业“大型化”趋势与单位功率成本下降，我们预计 2025-2030 年齿轮箱单价缓慢下降，分别为 2700 元/2700 元/2600 元/2500 元/2400 元/2300 元；考虑竞争因素，预计毛利率轻微下滑，分别为 23%/23%/22%/21%/20%/19%；考虑公司正处于产能快速扩张期，规模效应会摊薄部分固定费用，有利于维持净利率水平，分别为 12%/11%/11%/10%/10%/10%，同时预计将优化管理费用，但会持续投入研发，整体费用率基本保持稳定。

表4: 新兴市场陆风装机预测 (GW)

地区/国家	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	25-30 年复合增速
非洲	0.6	1.4	1.6	1.9	3.4	3.4	3.6	3.6	17.61%
中东	0.3	0.6	1.3	1.3	1.1	1.4	1.4	1.5	2.90%
印度	2.8	3.4	4.9	6.1	7.1	7.5	7.6	7.5	8.89%
其他亚太地区	3.7	3.9	5.9	9.4	11.8	12	12.8	14.8	20.19%
拉美	6.4	4.7	3.7	3.5	3.6	5.9	7.6	7.7	15.79%
合计	13.8	14	17.4	22.2	27	30.2	33	35.1	15.07%

数据来源: GWEC, 东吴证券研究所

表5: 我国风机企业出口新兴市场规模及利润预测

项目	单位	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	25-30年 CAGR	
市场需求	非洲	GW	0.6	1.4	1.6	1.9	3.4	3.4	3.6	3.6	17.61%
	中东	GW	0.3	0.6	1.3	1.3	1.1	1.4	1.4	1.5	2.90%
	印度	GW	2.8	3.4	4.9	6.1	7.1	7.5	7.6	7.5	8.89%
	其他亚太地区	GW	3.7	3.9	5.9	9.4	11.8	12	12.8	14.8	20.19%
	拉美	GW	6.4	4.7	3.7	3.5	3.6	5.9	7.6	7.7	15.79%
	合计	GW	13.8	14	17.4	22.2	27	30.2	33	35.1	15.07%
	市场规模	单价	元/kW	3000	2800	2700	2700	2600	2500	2400	2300
市场容量		亿元	414	392	469.8	599.4	702	755	792	807.3	11.44%
毛利率		%	26%	25%	23%	23%	22%	21%	20%	19%	
净利率		%	14%	13%	12%	11%	11%	10%	10%	10%	
净利润		亿元	58	51	56	66	77	76	79	81	7.45%

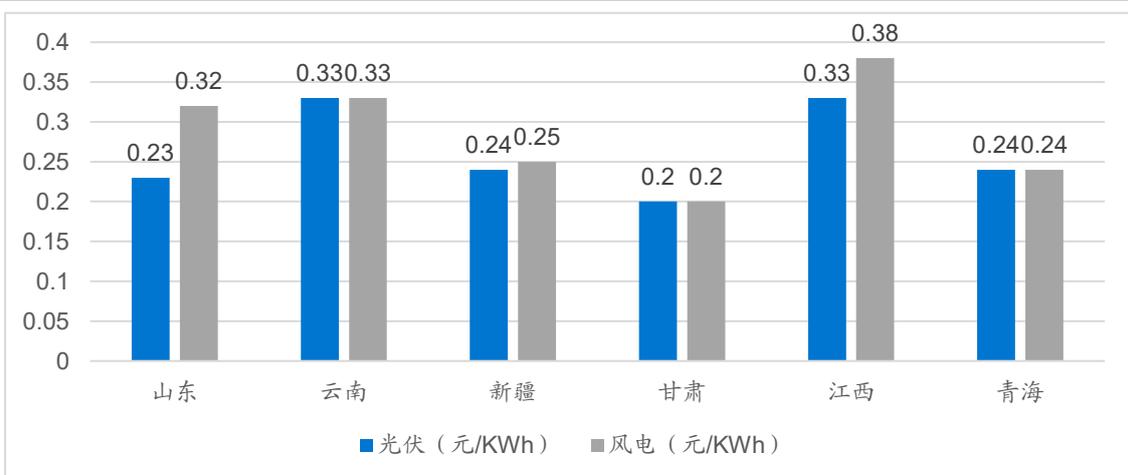
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所测算

长期: 经济性驱动装机中枢上移, 深远海打开天花板。展望“十五五”, 在电力市场化改革背景下, 风电的相对经济性优势将成为支撑装机中枢上移的核心逻辑。

经济性优势确立 (陆风): “136号文”执行后, 新能源电站电价全面入市。在当前市场环境下, 风电电站收益率 (IRR) 保持在 6%左右, 而光伏电站收益率下降至 4%左右, 风电经济性优势明显, 将驱动下游投资向风电倾斜。我们预计 2026 年陆风装机同比持平, “十五五”期间陆风年均装机有望维持在 110-120GW 高位, 市场底座坚实。

深远海空间打开 (海风): 随着深远海规划推出在即及军事用海问题厘清, 海风成长空间彻底打开。我们预计 2026 年海风装机将达 11-13GW (同增 30%+), “十五五”期间年均装机有望提升至 20GW, 较“十四五”期间实现翻倍式增长。

图10: 136号文首批机制电价竞价结果



数据来源: 北极星风力发电网, 北极星太阳能光伏网, 北极星电力市场网, 新华社, 各省政府, 东吴证券研究所

表6: 深远海标志性项目进展

地区	项目	业主	规模 (MW)	离岸距离 (km)	水深 (m)	机组招标	海缆招标	项目状态
浙江	深远海示范项目	华能	2000	-	-	✓	✓	25年9月完成海缆招标
山东	三峡青岛一期3000MW海上风电项目	三峡	3000	-	-	-	-	25年9月环评公示
海南	海南CZ7场址	中海油	1500	29~38	11~49	一期已招标	一期已招标	一期600MW场址已完成机组、海缆招标
	海南儋州120万千瓦海风场址	大唐	1200	-	-	二期已招标	-	二场址600MW机组已招标
辽宁	华能辽东湾1号场址	华能	3900	-	-	-	-	启动前期工作总承包招标工作

数据来源: 政府官网, 龙船风电网, 风芒能源, 东吴证券研究所

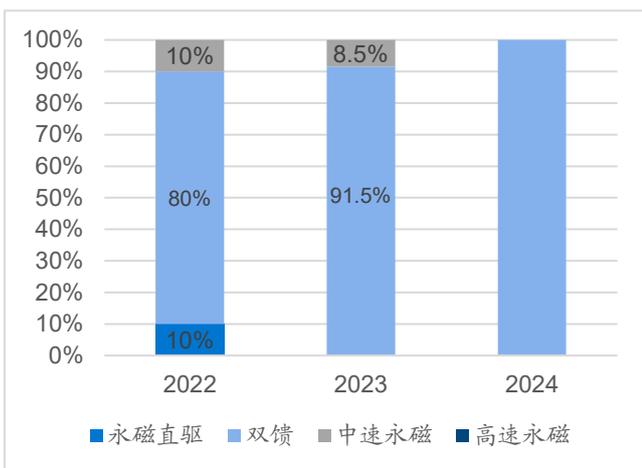
技术路线红利: 陆风回归双馈, 海风拥抱半直驱。随着平价上网的降本要求及风机大型化进程, 主流整机厂加速“去直驱化”, 齿轮箱赛道迎来结构性扩容。

陆上风电: 加速向双馈渗透。在陆上平价及大基地建设背景下, 双馈机型凭借成熟的供应链与显著的成本优势, 正加速替代传统直驱机型份额, 成为陆上大兆瓦的主流选择, 带动高速齿轮箱需求回暖。

海上风电: 半直驱确立主流。海上风机向 15MW+演进过程中, 半直驱路线(中速传动)完美平衡了体积重量与可靠性, 已成为海上风电的绝对主流技术。

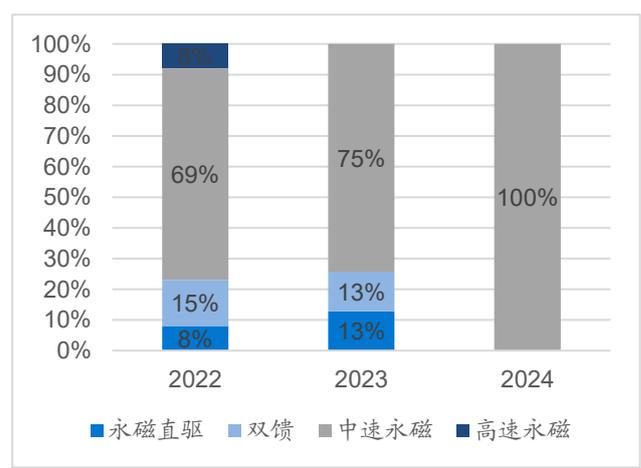
德力佳同时掌握高速(陆风双馈)与中速(海风半直驱)核心技术, 将完整受益于技术路线切换带来的齿轮箱需求通胀红利。

图11: 陆风新下线机型技术路径占比



数据来源: CWEA, 东吴证券研究所

图12: 海风新下线机型技术路径占比



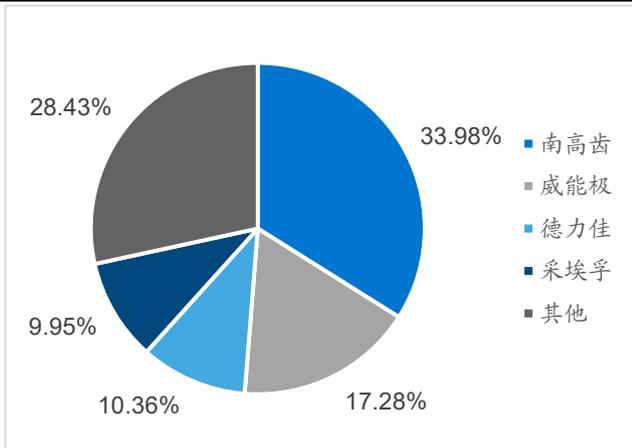
数据来源: CWEA, 东吴证券研究所

2.3. 供给端: 集中度高企, 竞争格局边际改善

市场格局: 双寡头格局稳固, 德力佳位居第一梯队。风电齿轮箱行业具有极高的资

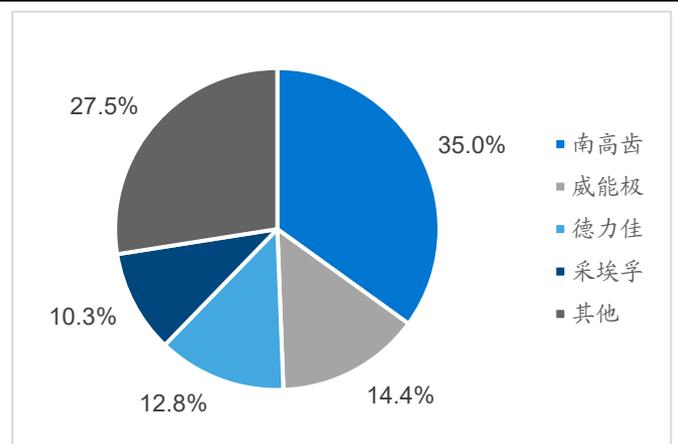
金与技术壁垒，经过多年的市场洗牌，已形成了高度集中的寡头垄断格局。根据 QYResearch 数据，2024 年全球风电齿轮箱市场 CR3(前三大厂商)份额合计超过 60%。其中，南高齿以 33.98% 的市占率位居全球第一；威能极以 17.28% 的份额位居第二；德力佳凭借 10.36% 的全球市占率位居第三，稳居全球第一梯队。在国内市场，德力佳以 16.22% 的市占率位居第二，仅次于南高齿，远超其他竞争对手。这种高集中度的格局意味着头部企业拥有极强的议价能力和规模效应，新进入者难以撼动现有格局。

图13: 2024 年全球风电齿轮箱市场份额



数据来源: QYresearch, 招股说明书, 东吴证券研究所

图14: 2023 年全球风电齿轮箱市场份额

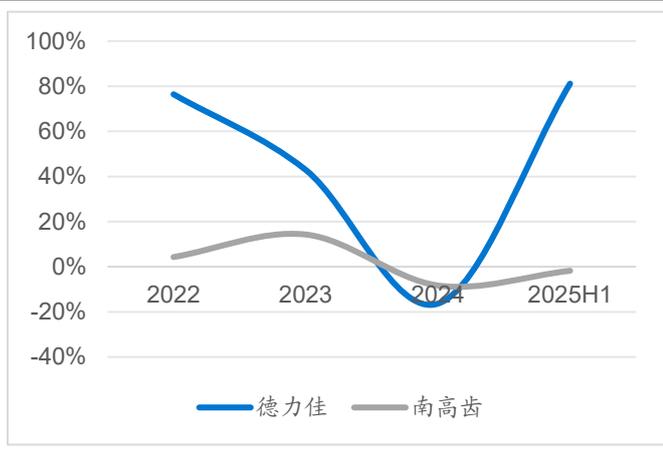


数据来源: QYresearch, 招股说明书, 东吴证券研究所

供给侧机遇: 龙头经营受扰动, 德力佳迎来战略窗口期。 尽管行业格局稳定, 但近期供给侧出现的边际变化为德力佳提供了难得的市场份额扩张机遇。

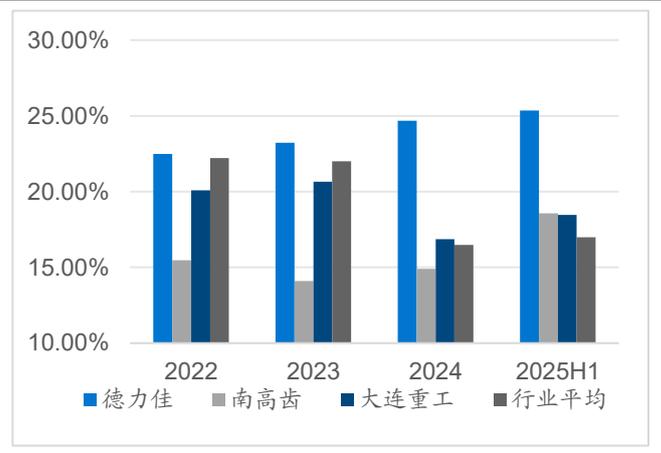
- **龙头扰动:** 2026 年 1 月 16 日, 行业龙头南高齿 (中国高速传动) 发布公告完成董事会重组, 控股股东丰盛控股取得董事会主导权, 原董事长辞任, 创始人团队及多名核心高管退出核心决策层。尽管控制权争夺尘埃落定, 但管理层的大幅换血及新任团队在风电行业的经验积淀尚待验证, 或对其供应链管理、客户信任维护及战略延续性造成短期冲击。南高齿进入“后创始人时代”的磨合期, 为经营稳健、技术团队稳定的德力佳提供了加速获取客户信任、提升市场份额的战略窗口期。
- **战略窗口:** 在下游整机厂出于供应链安全考虑、急需寻找可靠“二供”的背景下, 德力佳作为行业内唯一一家在技术实力、产能规模及交付能力上能与南高齿全面对标的民营企业, 成为了整机厂供应链多元化策略的首选受益者。公司凭借稳健的经营策略和 IPO 带来的资金优势, 有望在这一窗口期内加速抢占龙头的市场份额, 实现从“行业老二”向“双寡头并立”的跨越。

图15: 德力佳与南高齿营收增速对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 德力佳与主要竞争对手毛利率对比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

*注: 德力佳毛利率数据为主营业务毛利率

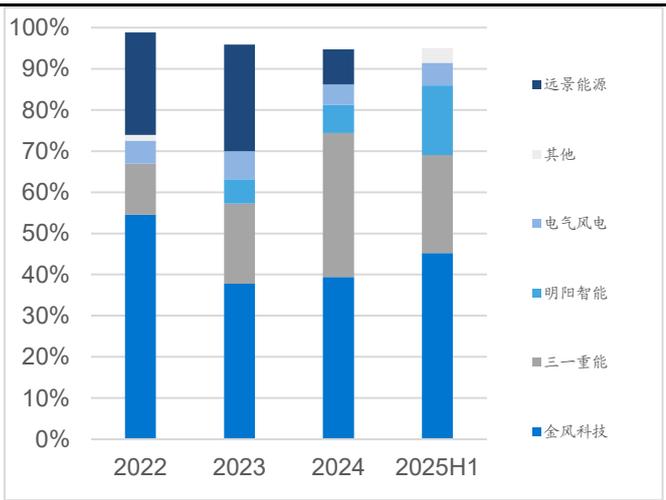
3. 公司优势：客户壁垒深厚，技术产能双轮驱动

3.1. 客户资源：深度绑定与结构优化

战略合作：股权纽带深度绑定，订单确定性极强。公司构建了独特的“股东+客户”双重绑定模式，通过资本纽带与下游风电整机龙头建立了稳固的战略合作伙伴关系，不仅保证了在行业波动周期的订单稳定性，更确立了在新产品研发上的先发优势。

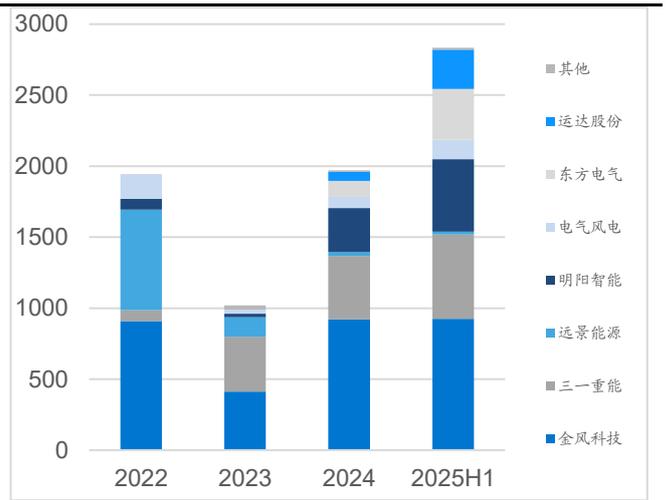
- **金风科技（第一大客户）：**作为国内风电整机龙头，金风科技不仅是公司的第一大客户，更通过宁波澳阳间接持有公司股份。2024年及2025年上半年，公司对金风科技的销售收入分别为14.63亿元、11.25亿元，占比分别为39.38%、45.26%，为公司第一大收入来源。
- **三一重能（第二大客户）：**三一重能直接持有公司25.20%股份，是公司的创始股东之一。双方在供应链协同与技术迭代上保持高度同步，2021-2023年期间，三一重能长期稳居公司前五大客户之列，为公司提供了坚实的基本盘支撑。

图17：公司前五大客户销售收入及占比情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图18：公司主要客户订单数量（台）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营韧性：客户结构多元化，平滑单一波动风险。面对行业供应链策略调整，公司展现出极强的市场拓展能力与抗风险韧性，通过客户结构的快速优化，成功抵御了单一客户需求波动的冲击。

- **存量博弈下的结构优化：**2024年，受原核心客户远景能源齿轮箱自供比例提升的影响，公司对其销售额出现短期下滑。面对挑战，公司迅速调整策略，凭借技术实力加速渗透其他头部客户。
- **增量客户强势补位：**公司大力拓展明阳智能、东方电气、运达股份、中车株洲所等行业头部企业。数据验证显示，截至2025年5月末，公司在手订单中，来自明阳智能、东方电气、运达股份等新拓展客户的订单量较上年同期大幅增

长 1118 台。这一结构性变化不仅成功平滑了远景能源业务调整带来的缺口，更标志着公司已完成从“深度依赖单一客户”向“全面覆盖行业龙头”的战略转型，客户多元化布局已然成型。

表7: 公司正在履行及近期已到期的重大销售合同

客户名称	主要产品	合同金额	合同期限
明阳智能			2024.02.02~修订下一版本框架合同且双方签署新框架合同之日
远景能源			2023.06.21~各方完成合同规定的全部义务为止
电气风电	主齿轮箱	框架合同	2020.01.20~2027.01.31
金风科技			2021.03.15~2027.12.31
三一重能			2025.01.01~2025.12.31
东方电气			2024.07.10~2025.12.31

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 成本管控：垂直一体化驱动超额收益

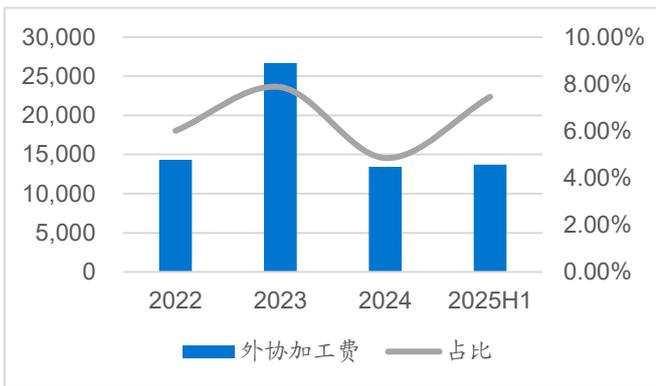
外协转自制：全工序闭环，外协费用“腰斩”式下降。随着 IPO 募投项目及二期产能的释放，公司热处理、精加工等核心工序的自制率大幅提升，有效减少了对外部加工商的依赖，实现了从“制造外包”向“核心工序内制”的战略转变。

- 得益于工序回收，在公司产销规模维持高位的情况下，外协加工费呈现断崖式下降。根据招股说明书数据，公司外协加工费总额从 2023 年的 2.66 亿元大幅下降至 2024 年的 1.34 亿元，同比降幅接近 50%。这一垂直一体化布局显著降低了制造费用中的外协占比，有效增厚了利润空间。

供应链国产化：轴承等核心部件替代，采购单价显著优化。公司积极推进供应链自主可控，在成本占比最高的轴承领域加速国产替代进程，引入瓦轴、洛轴等国内头部供应商替代进口品牌，打破了核心原材料的成本刚性。

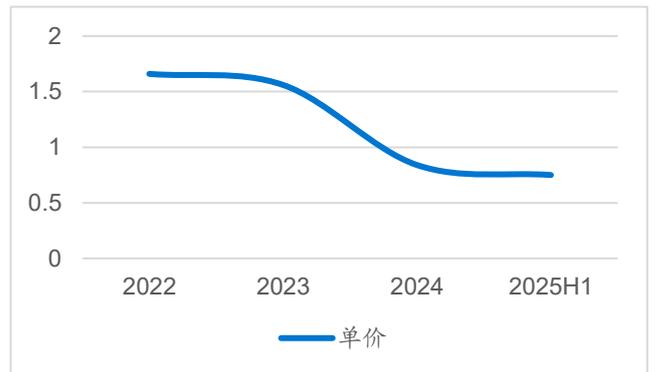
- 国产轴承相较进口品牌具有显著的价格优势。根据公司招股说明书，公司轴承采购均价从 2022 年的高位持续下行，至 2024 年已降至 0.84 万元/件，2025 年上半年进一步降至 0.75 万元/件，2022-2025 年累计降幅超 50%。核心原材料成本的显著下行，成为公司在行业价格战中维持毛利率坚挺的重要支撑。

图19: 公司外协加工费走势 (万元)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图20: 公司轴承采购均价走势 (万元/件)



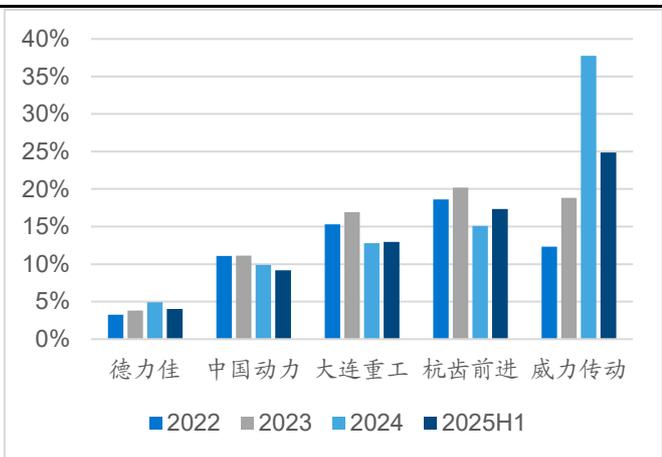
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

财务表现: 期间费用率管控优异, 净利率领跑行业。除了生产端的成本控制, 公司在运营端的费用管控同样出色。

费用管控: 得益于扁平化的管理架构及高效的运营效率, 公司期间费用率 (销售、管理、研发、财务) 长期低于行业平均水平。

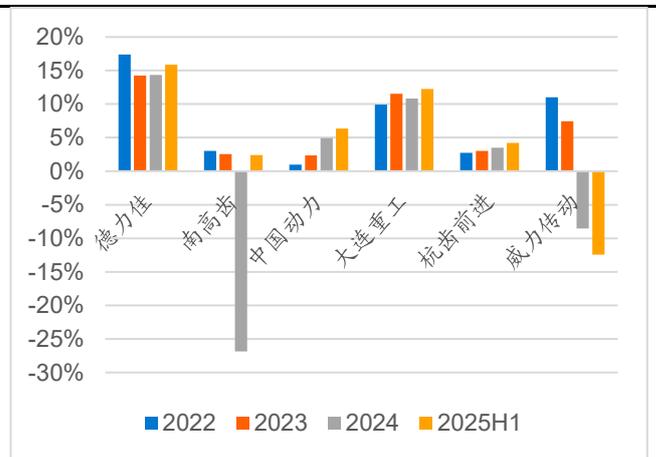
净利率优势: 在毛利率领先的基础上, 叠加优秀的费用管控, 公司销售净利率显著高于同业。2025 年上半年, 公司销售净利率达到 15.8%, 远超杭齿前进 (约 4%) 及南高齿 (约 2%) 的水平, 展现出极强的阿尔法盈利能力。

图21: 德力佳与主要竞争对手期间费用率对比



数据来源: Wind, 招股说明书, 东吴证券研究所

图22: 德力佳与主要竞争对手销售净利率对比



数据来源: Wind, 招股说明书, 东吴证券研究所

3.3. 技术实力: 引领大型化与集成化趋势

大型化先锋: 产品结构快速迭代, 大兆瓦营收占比显著跃升。公司紧跟全球风机大型化降本的行业趋势, 前瞻性布局大功率齿轮箱研发, 成功实现了产品结构的快速迭代与升级。

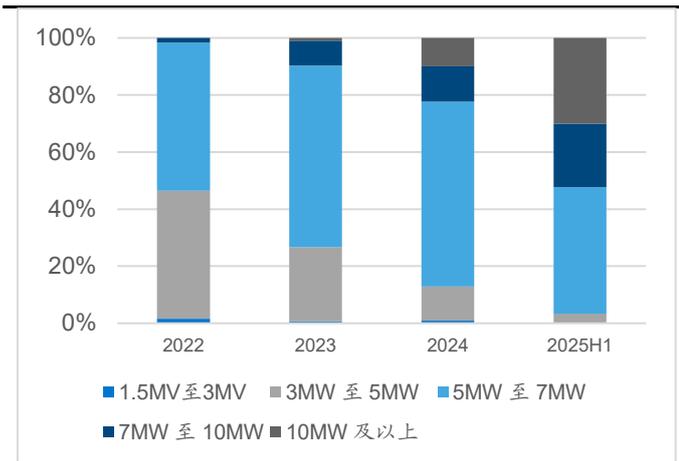
- **结构优化:** 得益于技术储备的释放及大兆瓦产能的扩充, 公司大功率产品出货

量呈现爆发式增长。数据显示，公司 7MW 以上大兆瓦风电齿轮箱产品的营收占比已从 2022 年的 1.68% 跃升至 2025 年上半年的 52.85%。这一显著的产品结构优化，不仅证明了公司在大型化技术路线上的领跑地位，更为公司带来了更高的单机价值量与盈利弹性，产品结构显著优于同业竞争对手。

集成式创新：推广“集成式”设计，极致轻量化驱动降本。面对平价上网时代对风机成本的极致要求，公司大力推广“集成式”齿轮箱设计理念，通过结构创新实现降本增效。

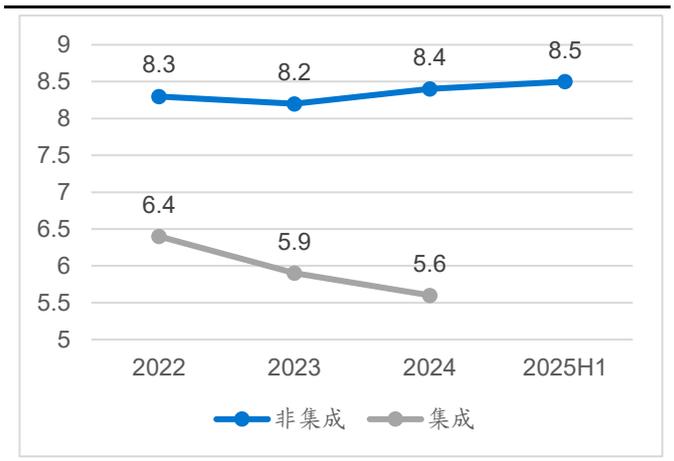
- **技术优势：**与传统的非集成式产品相比，公司的集成式齿轮箱通过将主轴承、齿轮箱与发电机进行一体化设计，大幅减少了零部件数量与结构冗余。实测数据显示，集成式产品的重量较同功率非集成产品减轻了 33.2%。
- **效益测算：**这一极致的轻量化设计在显著提升传动链功率密度的同时，有效降低了铸件、钢材等原材料的消耗，从而在制造端实现了显著的成本节约，为客户提供了更具竞争力的度电成本解决方案。

图23：公司分功率段产品营收占比变化



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图24：集成式与非集成式齿轮箱重量对比（吨/GW）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

4. 未来增长：产能释放与海风放量打造第二增长极

4.1. 产能端：募投落地突破瓶颈，规模效应显现

资本开支：IPO 募资落地，精准卡位高端产能。面对风电行业“大型化”与“海风化”的双重机遇，公司通过 IPO 上市成功打通融资渠道，募集资金总额约 30.38 亿元（其中拟投入募集资金 18.81 亿元，对应募投项目总投资额 25.25 亿元，涵盖陆上与海上扩产等）。此次募投项目紧扣行业发展痛点，重点布局大兆瓦及海风高端产能：

- **陆上高端化：**投入建设“年产 1000 台大型陆上风电齿轮箱项目”，旨在满足陆上风电向 6MW+ 机型迭代的迫切需求，巩固陆上基本盘。
- **海风规模化：**重点建设“年产 800 台大型海上风电齿轮箱项目”，针对海上风电高可靠性、大扭矩的特性进行产能定制，旨在抓住海风爆发的战略窗口期。除此之外，募投资金还用于研发中心建设及补充流动资金，全方位夯实公司的硬实力。

表8：公司募投项目

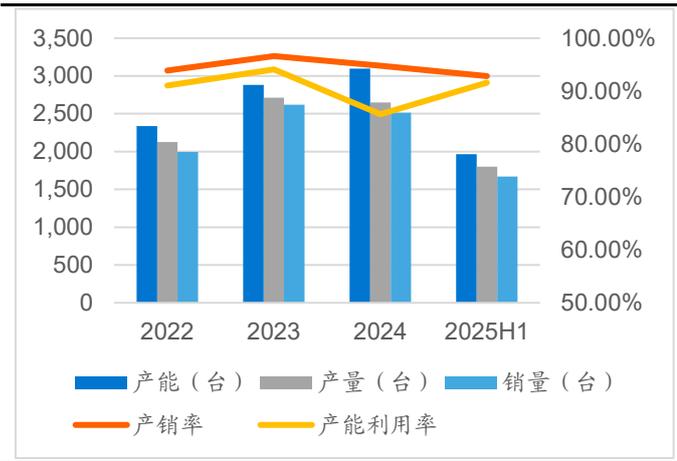
项目实施主体	项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金投入金额
德力佳	年产 1000 台 8MW 以上大型陆上风电齿轮箱项目	135,160.47	108,759.55
汕头德力佳	汕头市德力佳传动有限公司年产 800 台大型海上风电齿轮箱汕头项目	117,306.63	79,320.45
合计		252,467.10	188,080.00

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

产能跃升：突破物理瓶颈，迈向 5800 台/年新台阶。长期以来，产能不足是制约公司市场份额进一步提升的主要瓶颈（2021-2023 年公司产能利用率长期维持在 95% 以上的高位）。随着上述募投项目的陆续投产与达产，公司将迎来产能释放的甜蜜期：

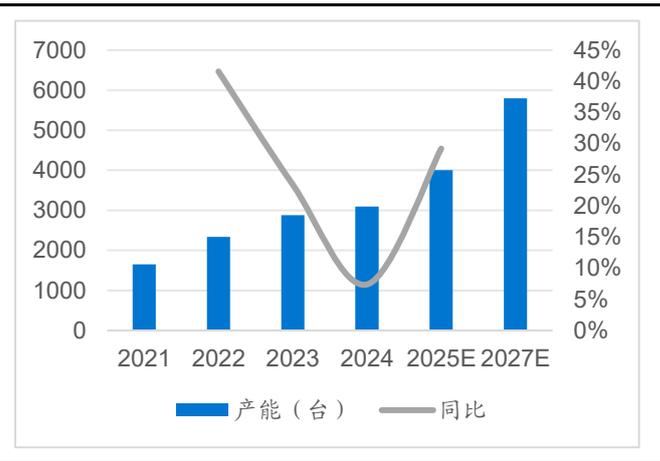
- **量级跨越：**项目全面达产后，公司风电齿轮箱总产能将从目前的约 4000 台/年水平迈向 5800 台/年量级。
- **结构优化：**新增产能均为大兆瓦及海风高端产能，这将彻底解决公司在大功率产品上的交付瓶颈，为承接“十五五”期间行业爆发式增长的需求提供坚实的物理基础，规模效应下单位制造成本有望进一步摊薄。

图25: 公司产能利用率情况



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图26: 公司产能持续扩张



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

4.2. 需求端: 海风在手订单充裕, 确立第二增长曲线

订单爆发: 截至2024年末, 在手订单超6亿, 业绩兑现确定性强。随着公司在中速永磁传动技术上的成熟以及客户导入的顺利完成, 海上风电业务正迎来从“技术储备”向“业绩兑现”的关键拐点。

- 截至2024年末, 公司海上风电在手订单呈现爆发式增长, 累计在手订单量达到313台, 对应金额超过6亿元。这一在手订单规模已远超公司2024年全年仅5000多万元的海风业务营收。

表9: 公司海风在手订单充裕

客户名称	2024年末海上风电订单数量(台)	占有订单比例
金风科技	65	7.1%
明阳智能	16	5.2%
三一重能	169	37.8%
远景能源	20	71.4%
东方电气	42	37.2%
电气风电	1	1.3%
合计	313	15.9%

数据来源: 德力佳问询函回复, 东吴证券研究所

战略布局: 落子汕头基地, 显著优化交付成本。为了进一步提升在海上风电市场的综合竞争力, 公司精准卡位国内海风资源最丰富的粤东地区, 战略性布局汕头生产基地。

- **产能与区位:** 汕头基地规划建设“年产800台大型海上风电齿轮箱”产能。该基地紧邻粤东海上风电大基地, 具备极佳的区位优势。
- **降本增效:** 通过实现“临港生产、就近交付”, 公司将显著降低大兆瓦海风齿轮箱的运输费用(尤其是超大重型部件的物流成本), 同时大幅缩短交付周期, 提升对下游整机厂及业主需求的响应速度, 从而构建起难以复制的成本与服务壁垒。

表10: 公司汕头海风基地规划概览

核心要素	详细内容
项目名称	汕头市德力佳传动有限公司年产 800 台大型海上风电齿轮箱汕头项目
实施主体	汕头市德力佳传动有限公司（公司全资子公司）
建设地点	汕头市濠江区广澳街道风电产业园 01-00402-2 地块之二
产能规划	年产 800 台大型海上风电齿轮箱
投资规模	项目总投资额 11.73 亿元（其中拟使用 IPO 募集资金 7.93 亿元）
核心优势与定位	<ol style="list-style-type: none"> 区位优势：地处粤东千万千瓦级海上风电基地核心区，紧邻风场，显著降低超大重型部件的物流运输成本。 市场响应：实现“临港生产、就近交付”，大幅缩短交付周期，快速响应明阳智能、电气风电等下游客户需求。 产品定位：专为大兆瓦（10MW+）及深远海风电齿轮箱设计，突破大功率海风产能瓶颈。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025~2027 年营收分别为 54.5/63.6/72.1 亿元，分别同比增长 47%/17%/13%，2025~2027 年归母净利润分别为 8.16/10.77/13.40 亿元，分业务看：

- **高速传动齿轮箱：**国内陆风行业装机有支撑，“十五五”期间海风有望进入高速成长期，公司作为国内齿轮箱龙二，持续扩张产能叠加技术、产品、成本优势有望继续提升份额。此外，预计公司有望持续突破海外风机客户，迎来增长极。我们预计 2025~2027 年公司高速传动齿轮箱业务收入分别为 36.4/43.7/50.2 亿元，增速分别为 54%/20%/15%。公司市场地位稳定，我们预计高速转动齿轮箱毛利率稳中有升，分别为 24.3%/25.0%/25.5%。
- **中速传动齿轮箱：**受益于陆风市占率拓张以及海风齿轮箱突破，我们预计 2025~2027 年公司中速传动齿轮箱业务收入分别为 17.8/19.5/21.5 亿元，增速分别为 35%/10%/10%，公司市场地位稳定，我们预计其毛利率稳中有升，分别为 25.8%/26.3%/26.9%。

表11：公司各业务盈利预测拆分

(单位：百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
高速传动齿轮箱					
收入	2,430	2,362	3,638	4,366	5,021
YOY	100%	-3%	54%	20%	15%
毛利率	25.7%	24.2%	24.3%	25.0%	25.5%
中速传动齿轮箱					
收入	1,980	1,315	1,775	1,953	2,148
YOY	6%	-34%	35%	10%	10%
毛利率	20.2%	25.6%	25.8%	26.3%	26.9%
其他					
收入	31	38	40	40	40
YOY	5%	20%	6%	0%	0%
毛利率	85.1%	85.6%	85.0%	85.0%	85.0%
总计					
收入	4,442	3,715	5,454	6,359	7,209
YOY	43%	-16%	47%	17%	13%
毛利率	23.7%	25.3%	25.2%	25.8%	26.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用率假设：我们预计 2025~2027 年销售费用率分别为 0.3%/0.3%/0.3%，管理费用率分别为 1.6%/1.85%/1.8%，公司继续加大更大兆瓦齿轮箱的研发，同时考虑收入增长影响，研发费用率分别为 4.0%/2.8%/2.2%。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为

8.16/10.77/13.40 亿元，同比增长 53%/32%/24%，对应现价（2 月 24 日）PE 分别为 33.4/25.3/20.3 倍。

我们选取齿轮箱行业公司作为对比，大连重工、威力传动都是齿轮箱行业公司，可作为可比公司。可比公司 2025 年平均 PE 为 54 倍，公司作为齿轮箱龙头，首次覆盖，给予“买入”评级。

表12: 可比公司估值（截至 2026 年 2 月 24 日）

股票代码	股票简称	股价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			投资评级
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
603092.SH	德力佳	68.12	4.00	272.48	1.33	2.04	2.69	51	33	25	买入
002204.SZ	大连重工	7.42	19.31	143.31	0.26	0.38	0.49	29	20	15	-
300904.SZ	威力传动	62.43	0.72	45.19	-0.41	0.72	3.67	-147	88	17	-
平均值								-59	54	16	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

*注：大连重工、威力传动盈利预测来自 Wind 2026 年 2 月 24 日一致预期

6. 风险提示

(1) 风电行业装机不及预期的风险。风电行业装机稳中有升是公司订单获取的重要催化。若风电行业装机不及预期，将直接影响公司订单及交付。

(2) 产能扩张不及预期的风险。公司新扩齿轮箱生产基地，若上述项目进展延缓，将影响公司收入和盈利。

(3) 竞争格局加剧的风险。若其他齿轮箱企业采取降价竞争扩大份额的方式，或行业出现新进入者，未来公司所获份额及订单单价都存在下降的风险。

德力佳三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,776	7,724	8,967	10,522	营业总收入	3,715	5,454	6,359	7,209
货币资金及交易性金融资产	704	2,338	3,048	4,288	营业成本(含金融类)	2,776	4,078	4,720	5,317
经营性应收款项	2,684	3,633	4,020	4,241	税金及附加	20	29	34	38
存货	1,143	1,472	1,573	1,625	销售费用	10	16	19	22
合同资产	238	273	318	360	管理费用	67	87	118	130
其他流动资产	7	7	8	8	研发费用	101	218	178	159
非流动资产	1,886	2,310	2,416	2,378	财务费用	5	(6)	(29)	(38)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	20	22	13	36
固定资产及使用权资产	1,374	1,634	1,762	1,772	投资净收益	(2)	0	0	0
在建工程	40	136	114	66	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	130	130	130	130	减值损失	(131)	(105)	(80)	(60)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	624	949	1,252	1,558
其他非流动资产	340	407	407	407	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	6,662	10,034	11,383	12,900	利润总额	623	949	1,252	1,558
流动负债	2,530	3,102	3,324	3,451	减:所得税	89	133	175	218
短期借款及一年内到期的非流动负债	97	170	170	170	净利润	534	816	1,077	1,340
经营性应付款项	1,787	2,209	2,360	2,437	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	534	816	1,077	1,340
其他流动负债	645	723	794	844	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.33	2.04	2.69	3.35
非流动负债	1,257	1,466	1,516	1,566	EBIT	710	942	1,223	1,520
长期借款	524	574	624	674	EBITDA	878	981	1,288	1,598
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.29	25.23	25.78	26.25
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	14.37	14.96	16.94	18.59
其他非流动负债	732	890	890	890	收入增长率(%)	(16.36)	46.79	16.60	13.37
负债合计	3,787	4,568	4,840	5,017	归母净利润增长率(%)	(15.80)	52.84	32.01	24.42
归属母公司股东权益	2,875	5,466	6,543	7,883					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,875	5,466	6,543	7,883					
负债和股东权益	6,662	10,034	11,383	12,900					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	806	119	910	1,290	每股净资产(元)	7.99	13.67	16.36	19.71
投资活动现金流	(542)	(662)	(350)	(170)	最新发行在外股份(百万股)	400	400	400	400
筹资活动现金流	(194)	2,048	50	50	ROIC(%)	18.02	16.69	15.53	16.27
现金净增加额	70	1,504	610	1,170	ROE-摊薄(%)	18.57	14.93	16.46	17.00
折旧和摊销	168	38	64	78	资产负债率(%)	56.85	45.52	42.52	38.89
资本开支	(263)	(500)	(250)	(100)	P/E(现价&最新股本摊薄)	51.05	33.40	25.30	20.33
营运资本变动	(14)	(814)	(312)	(188)	P/B(现价)	8.53	4.98	4.16	3.46

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>