

# 金风科技 (002202)

## 2025 年报点评: 风机毛利率超预期拐点已现, 绿醇放量在即

增持 (维持)

2026 年 03 月 29 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	56,699	73,023	82,400	89,816	95,205
同比 (%)	12.37	28.79	12.84	9.00	6.00
归母净利润 (百万元)	1,860	2,774	4,207	5,240	6,184
同比 (%)	39.78	49.12	51.64	24.55	18.02
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.44	0.66	1.00	1.24	1.46
P/E (现价&最新摊薄)	62.32	41.79	27.56	22.13	18.75

### 投资要点

- **事件:** 公司 25 年营收 730.2 亿元, 同比+28.8%, 归母净利润 27.7 亿元, 同比+49.1%, 扣非净利润 26.1 亿元, 同比+47%, 毛利率 14.2%, 同比+0.4pct, 归母净利率 3.8%, 同比+0.5pct; 其中 25 年 Q4 营收 248.8 亿元, 同环比+19.3%/+26.9%, 归母净利润 1.9 亿元, 同环比+178%/-82.7%, 扣非净利润 1.9 亿元, 同环比+63417.5%/-81.6%, 毛利率 13.8%, 同环比+4.5/+0.8pct, 归母净利率 0.8%, 同环比+0.4/-4.8pct。
- **风机毛利率超预期, 拐点已现:** ①25 年风机及零部件销售营收 572 亿元, 同比+47.0%, 毛利率 8.95%, 同比+3.9pct; 对外销售总容量 26.6GW, 同比+66%; 平均单价约 2150 元/W, 同比下降 11%, 其中 6-10MW、10MW 及以上销售占比 71%/18%, 同比+21/+6pct, 毛利率 9% 已实现明显拐点。截至 25 年末, 公司在手外部订单 50.5GW, 其中海外在手订单 9.3GW, 同比增长 31.83%。②25 年风场开发营收 87 亿元, 同比-20%, 毛利率 43.2%, 同比+3.2pct; 平均上网电价 0.35 元/kwh, 同比去年同期 0.417 元/kwh 下降。截至 25 年末, 公司累计并网容量 10GW, 转让权益并网容量 588MW, 其中 138MW 确认进投资收益对应 1.37 亿元, 单位盈利约 1 元/W。25 年天润利润 7.2 亿元, 25H1 天润利润 6 亿, 主要系计提较多风场资产减值。③25 年风电服务营收 57 亿元, 同比+4%, 毛利率 20.4%, 同比-1.1pct。
- **海外业务收入高增, 毛利率超预期:** 公司 25 年海外营收 181 亿元, 同比+51%, 毛利率 24.3%, 同比+10.5pct, 拆分来看, 25 年海外风机与销售营收 153 亿元, 同比+46%, 测算单价约 4028 元/W; 25 年风场开发营收 9.2 亿元, 同比持平; 25 年风场服务营收 18.6 亿元, 同比+213%。
- **绿醇在手订单超 75 万吨, 26 年有望小批量产:** 2025 年公司绿色甲醇新签订单 15 万吨, 在手订单超 75 万吨。兴安盟绿色甲醇项目 (一期 25 万吨), 于 2025 年 9 月一次开车成功, 实现全球最大规模绿色甲醇项目的高效率建设、核心气化装置工艺验证、生产全流程打通。
- **谨慎计提风场资产减值:** 公司 25 年期间费用 69.7 亿元, 同比+1.3%, 费用率 9.5%, 同比-2.6pct, 其中 Q4 期间费用 23.5 亿元, 同环比+11.6%/+30.1%, 费用率 9.5%, 同环比-0.6/+0.2pct; 25 年经营性净现金流 35.4 亿元, 同比+53%, 其中 Q4 经营性现金流 41.8 亿元, 同环比-52.7%/-418.1%。此外, 25 年公司计提资产减值 10.9 亿元、信用减值 2.5 亿元, 主要系风场减值; 确认公允价值收益 10.8 亿元, 主要系股票投资收益。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司计提风场资产减值, 我们下调盈利预测, 预计 26~28 年归母净利润 42/52/62 亿元 (26~27 年原值 45.6/55.5 亿元), 同比增长 52%/25%/18%, 对应 PE 为 27.6/22.1/18.8x, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 国内外需求不及预期、风机竞争加剧、风场转让不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	27.45
一年最低/最高价	7.64/37.03
市净率(倍)	2.99
流通 A 股市值(百万元)	92,328.21
总市值(百万元)	115,943.00

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.18
资产负债率(% ,LF)	71.66
总股本(百万股)	4,223.79
流通 A 股(百万股)	3,363.51

### 相关研究

- 《金风科技(002202): 2025 年三季度报点评: 风机出货景气度高, 在手订单同比提升》  
2025-10-28
- 《金风科技(002202): 2025 年中报点评: 25H1 风机毛利率超预期, 继续看好风机盈利拐点》  
2025-08-24

## 金风科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>71,165</b>	<b>106,911</b>	<b>104,656</b>	<b>112,744</b>	<b>营业总收入</b>	<b>73,023</b>	<b>82,400</b>	<b>89,816</b>	<b>95,205</b>
货币资金及交易性金融资产	11,323	15,180	9,619	18,229	营业成本(含金融类)	62,666	69,216	74,907	79,020
经营性应收款项	35,050	49,563	51,211	49,206	税金及附加	312	371	359	381
存货	16,879	29,341	29,984	30,892	销售费用	1,497	1,730	1,976	2,190
合同资产	388	3,708	2,259	3,340	管理费用	2,250	2,554	2,694	2,856
其他流动资产	7,526	9,118	11,584	11,078	研发费用	2,501	2,884	3,054	3,142
<b>非流动资产</b>	<b>95,331</b>	<b>104,239</b>	<b>114,344</b>	<b>125,361</b>	财务费用	724	1,145	1,320	1,457
长期股权投资	3,890	3,588	3,287	2,985	加:其他收益	615	666	753	901
固定资产及使用权资产	45,231	49,681	53,611	56,495	投资净收益	727	494	719	857
在建工程	10,224	9,735	9,741	10,044	公允价值变动	1,082	670	378	280
无形资产	7,738	8,438	9,108	9,718	减值损失	(1,338)	(1,461)	(1,301)	(1,077)
商誉	57	56	53	58	资产处置收益	(117)	0	0	0
长期待摊费用	273	267	267	267	<b>营业利润</b>	<b>4,044</b>	<b>4,868</b>	<b>6,055</b>	<b>7,120</b>
其他非流动资产	27,918	32,474	38,278	45,794	营业外净收支	(55)	(39)	(23)	(22)
<b>资产总计</b>	<b>166,495</b>	<b>211,150</b>	<b>219,000</b>	<b>238,105</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,989</b>	<b>4,829</b>	<b>6,033</b>	<b>7,098</b>
<b>流动负债</b>	<b>78,258</b>	<b>114,511</b>	<b>112,752</b>	<b>124,211</b>	减:所得税	964	579	724	852
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,838	5,325	5,325	5,325	<b>净利润</b>	<b>3,025</b>	<b>4,250</b>	<b>5,309</b>	<b>6,246</b>
经营性应付款项	44,261	75,864	73,299	81,967	减:少数股东损益	250	42	69	62
合同负债	21,060	22,841	23,221	25,286	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,774</b>	<b>4,207</b>	<b>5,240</b>	<b>6,184</b>
其他流动负债	8,099	10,481	10,907	11,632	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.66	1.00	1.24	1.46
非流动负债	41,057	48,357	52,657	54,057	EBIT	4,118	5,644	6,826	7,616
长期借款	28,265	32,765	35,765	36,965	EBITDA	8,308	10,355	12,073	13,411
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.18	16.00	16.60	17.00
租赁负债	3,338	6,138	7,438	7,638	归母净利率(%)	3.80	5.11	5.83	6.50
其他非流动负债	9,454	9,454	9,454	9,454	收入增长率(%)	28.79	12.84	9.00	6.00
<b>负债合计</b>	<b>119,314</b>	<b>162,867</b>	<b>165,409</b>	<b>178,268</b>	归母净利润增长率(%)	49.12	51.64	24.55	18.02
归属母公司股东权益	43,436	44,495	49,735	55,919					
少数股东权益	3,744	3,787	3,856	3,918					
<b>所有者权益合计</b>	<b>47,181</b>	<b>48,282</b>	<b>53,591</b>	<b>59,838</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>166,495</b>	<b>211,150</b>	<b>219,000</b>	<b>238,105</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,543	12,461	5,909	24,647	每股净资产(元)	9.18	10.18	11.42	12.88
投资活动现金流	(6,296)	(12,278)	(14,516)	(15,976)	最新发行在外股份(百万股)	4,224	4,224	4,224	4,224
筹资活动现金流	370	4,175	3,046	(61)	ROIC(%)	3.82	5.64	6.17	6.33
现金净增加额	(2,449)	4,357	(5,561)	8,610	ROE-摊薄(%)	6.39	9.45	10.54	11.06
折旧和摊销	4,190	4,711	5,247	5,794	资产负债率(%)	71.66	77.13	75.53	74.87
资本开支	(7,340)	(9,505)	(9,969)	(9,735)	P/E(现价&最新股本摊薄)	41.79	27.56	22.13	18.75
营运资本变动	(3,645)	1,786	(6,447)	10,964	P/B(现价)	2.99	2.70	2.40	2.13

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>