



证券研究报告·公司深度报告

《深度整合全球海风资源，向世界级海工龙头进发》

——大金重工（002487.SZ）

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

SAC 号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

陈思同

chensitong@csc.com.cn

SAC 号:S1440522080006

发布日期：2026年4月19日

摘要

核心观点：2025年9月，我们发布《大金重工深度报告：风能的基石，世界的大金》，提出公司的核心预期差在于业务有创新性和独特性，行业内缺乏对标企业导致市场对公司价值认知存在偏差；近半年时间，公司发展日新月异，系统服务业务进度持续超预期，大金新一轮股价驱动将来自海风系统服务业务（“制造+运输+母港运营+安装”）、第三方造船业务大量订单等在基本面上的持续兑现，公司将利用多年来在欧洲海风市场积累的客户基础，深度整合欧洲海风资源，构建全新的生态系统，向世界级海工龙头进发；增量业务给公司带来的成长空间是现有海工业务的3倍以上，叠加公司具备的前瞻战略布局眼光与快速切入新市场的执行力，我们上调公司2029年前后市值空间至1700亿元。

- **2025年9月，我们发布《大金重工深度报告：风能的基石，世界的大金》，提出公司的核心预期差在于：**（1）业务有创新性和独特性，行业内缺乏对标企业导致市场对公司价值认知存在偏差；（2）对漂浮式、全球物流体系、系统服务商的价值量和盈利水平认识存在预期差；（3）公司业绩、估值具备上调潜力。
- **近半年时间，公司发展日新月异，系统服务业务进度持续超预期：**（1）2025年11月获得德国Genneker海风海工含港口服务订单，价值量相比单一制造翻倍，盈利能力更强；（2）与中国正力、挪威Ramstad合作快速解决装备、资质壁垒，有望在2027年可以看到海风安装业务业绩；（3）获得多个外部造船订单，直接提振2028年及以后业绩表现。
- **我们认为，大金重工2025年股价大幅上涨（涨幅150%）的驱动力源于：**欧洲海风快速增长、公司海工业务“量价齐升”和业绩持续的强劲增长，同时由于公司构建的商业模式在全球范围内无可对标对象，随着时间的推移市场将逐步修正认知差。
- **大金新一轮股价驱动将来自海风系统服务业务（“制造+运输+母港运营+安装”）、第三方造船业务大量订单等在基本面上的持续兑现，公司将利用多年来在欧洲海风市场积累的客户基础，深度整合欧洲海风资源，构建全新的生态系统，向世界级海工龙头进发。**
 - （1）**行业增速快：全球缺电背景下**，欧洲海风大发展带动的公司海工业务进一步增长，欧洲海风行业层面年均20%复合增速；
 - （2）**发展空间大提估值：**公司海风资源整合进入全球海工产业链资源整合带来的成长上限提高（我们将公司2029年前后市值空间从1200亿元上调至1700亿元），这也是公司提升估值的核心动力；
 - （3）**第三方增量造船业务：**公司提前布局船坞资源指标，充分受益于船舶周期订单外溢，公开信息显示第三方商船造船已签订单加潜在订单规模近100亿元；
 - （4）**业绩能见度进一步增强：**超预期快速进入海风安装及造船业务领域将带来的2027-2028年业绩明显上调，2027、2028年业绩分别上调至27.3亿、38.2亿元，上调幅度分别为17%、46%，市场目前对此尚未充分定价。
- **增量业务给公司带来的成长空间是现有海工业务的3倍以上，叠加公司具备的前瞻战略布局眼光与快速切入新市场的执行力，我们上调公司2029年前后市值空间至1700亿元（此前为1200亿）。**
- **盈利预测与估值：**预计公司2026、2027、2028年实现营业收入分别为97.9、135.2、203.8亿元，实现归母净利润分别为17.9、27.3、38.2亿元，对应PE估值分别为30.4、20.0、14.3倍，维持“买入”评级。

大金重工：致力于成为海上风电系统服务商，业务覆盖从海工产品生产制造到海上安装全流程

大金重工业务布局一览表：我们测算增量业务给公司带来的成长空间是现有海工业务的3倍以上



深度资源整合，构建“制造+运输+母港运营+安装”全新生态体系和商业模式

海上风电建设流程：大金重工覆盖从制造到安装全流程

大金重工当前核心业务

大金重工战略升级点

前期规划与勘察

测风、水深
测量、地质
勘探等

陆上制造

基础件生产：单桩、
导管架等



产能：国内蓬莱海工
基地、唐山曹妃甸海
工基地

西班牙制造基地，布
局欧洲本地化制造

远洋运输与物流

超大型结构件海上
重载运输



自有船队
保障交期

产能：辽宁盘锦造船
基地&唐山曹妃甸海
工基地

承接外部造船等海工
订单，分散风险

港口运营

产品堆存、检
验、安装等一
体化服务



整合作业环节、扩大
服务范围、简化客户
工作界面，有效降低
客户综合成本

公司已经在丹麦、德
国、西班牙布局三个
母港，还将继续扩大
覆盖范围

海上安装与施工

基础吊装服务



公司重点聚焦供给短
缺且租金高的基础结
构安装船赛道

现有船只改造&
唐山曹妃甸海工基地

并网与运营

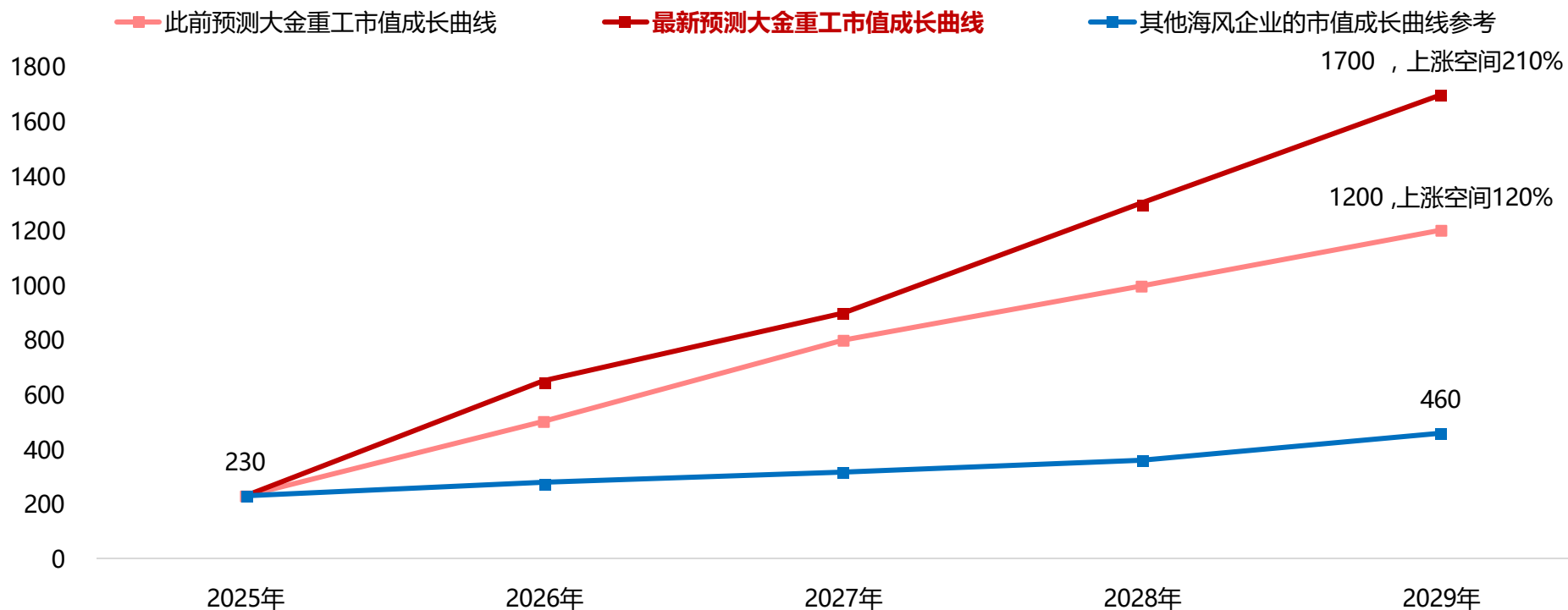
系统调试、
并网发电



资料来源：大金重工官网，大金重工公众号，CS Wind，Cadeler，中信建投

大金重工市值空间成长曲线测算：中期上涨空间超200%

□ 我们对公司2029年维度目标市值测算，在当前出口海工（单桩）、风电场运营、国内海风海工业务基础上，**考虑系统服务（港口服务&安装服务）、航运及造船业务、漂浮式增量**，测算公司2029年维度目标市值1700亿，上涨空间超200%。

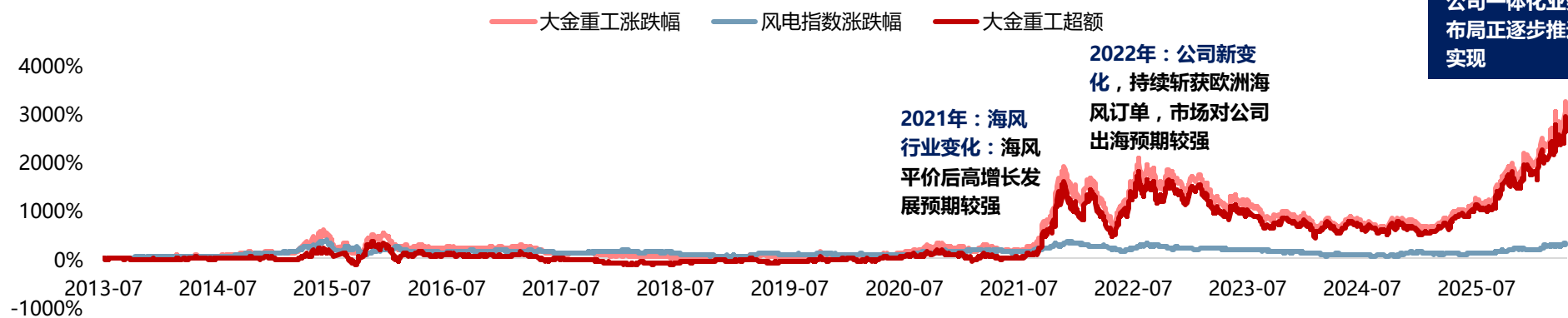


资料来源：Wind，中信建投，当前市值取2026年4月17日收盘市值数据，单位：亿元

大金重工历史盈利、股价复盘：历史上新业务变化带来明显超额收益，目前正处重要变化节点

- 2021年以前，公司股价表现和行业情况基本一致，无明显超额，2021年后变化明显：（1）2021年下半年以来，大金重工股价大幅攀升，相比风电指数走出明显超额，原因我们分析在于：2021年海风平价，市场预期海风平价后进入市场化高增长发展状态；（2）2022年在经历过阶段性调整后再次大幅上涨，此次上涨主要是公司业务层面开始迎来新变化，2022年上半年公司陆续斩获欧美海工订单：Boskalis美国海上风电大型钢结构项目、Moray West30套过渡段项目、英国Moray West48套单桩项目，全面开启海工出海新进程；（3）2025年，公司股价迎来新一轮大幅攀升，我们认为这是公司海外海工业务如期交付、盈利超预期的反馈：2024Q4以来，公司海外海工单吨净利达4000元/吨，大幅高于国内600-700元/吨盈利水平，大幅超市场预期（市场预期2000元/吨左右），市场全面上调公司2025、2026年业绩预期，股价大幅上涨。
- 公司股价每一轮大幅提升，均来自于业绩和业务布局的大幅变化，目前公司正处在新一轮变化时点，下一步公司将利用近年来不断强化的一站式解决能力持续增强竞争力，进行“制造+运输+母港运营+安装”全产业链布局。

图、大金重工股价及历史盈利复盘：不同阶段股价大幅上涨分别来自海风行业、公司出海业务及业绩超预期



2025年：出海业绩持续超预期，公司一体化业务布局正逐步推进、实现

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
销量 (万吨)	5.52	5.32	5.50	4.72	13.25	17.99	17.11	13.48	20.46	40.83	48.97	59.03	50.79	38.7	44
单吨净利 (元/吨)	960	564	654	996	702	395	240	467	860	1139	1178	762	837	958	1781 (其中海外海工4200)
毛利率 (%)	15.5%	14.7%	12.7%	17.3%	26.3%	22.0%	15.5%	20.4%	22.9%	25.5%	23.0%	16.7%	23.4%	29.83%	-
归母净利润 (亿元)	0.53	0.30	0.36	0.47	0.93	0.71	0.42	0.63	1.76	4.65	5.77	4.50	4.25	4.74	11.03

资料来源：Wind，中信建投

提纲

- 01. 大金重工：深度资源整合，构建“制造+运输+母港运营+安装”全新生态体系和商业模式
- 02. 当前主业海风海工业务：全球缺电背景下，欧洲海风增速全球领先
- 03. 公司进入全球海工产业链资源整合阶段带来成长上限提高
- 04. 超预期快速进入安装及造船业务领域带来2027-2028年业绩显著上调
- 05. 大金重工历史股价与盈利复盘：目前正处重要变化节点
- 06. 盈利预测与估值

PART 1

**大金重工：深度资源整合，构建“制造+运输+母港运营+安装”
全新生态体系和商业模式**

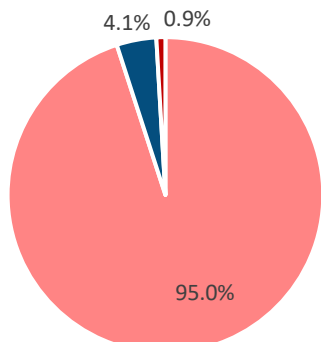
公司业务：海风装备“制造+运输+母港运营+安装”一站式综合解决方案提供商

大金重工于2000年创立于辽宁阜新，2010年在深交所主板上市，是国内风电塔筒行业的首家上市公司，公司当前主营业务是生产销售海上风电单桩基础、过渡段、导管架、浮式基础以及塔筒产品，公司致力于成为海上风电系统服务商，业务覆盖从海工产品生产制造到海上安装的全流程。

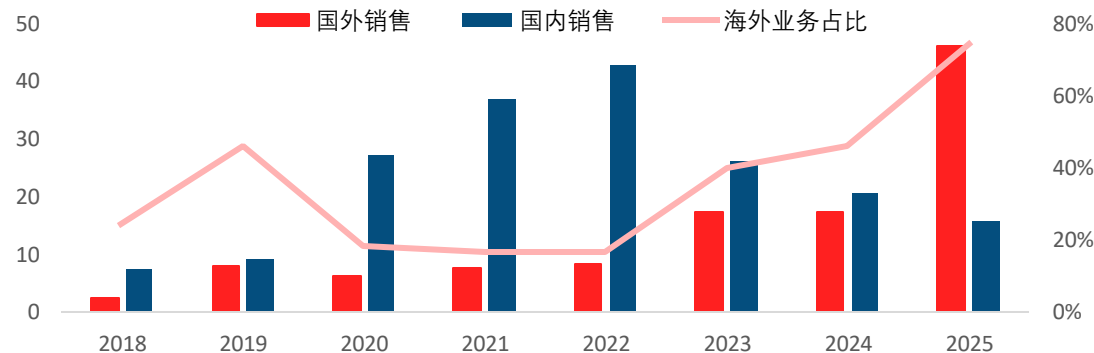
现有业务类型	业务介绍
风电装备产品	生产销售海上风电单桩基础、过渡段、导管架、浮式基础以及塔筒产品，为客户提供海上风电装备的“建造+运输+交付”一站式综合解决方案
新能源发电	公司生产和销售电力 运营规模： 截至2025年末，公司自持已并网投运新能源项目规模 500MW；同时，公司在建陆上风电项目规模 950MW，预计在 2026 年下半年陆续并网投运
特种航运 船舶建造	主要从事特种航运与船舶建造 特种航运与船舶建造： 远洋航运业务走向成熟化，自主发运-DAP 模式（目的地交货）成为出口海工主导交付方式，公司首制甲板运输船 KING ONE 轮于2026年2月14日在大金蓬莱海工基地正式首航，2026年4月6日，顺利抵达英国蒂斯港，将在2026Q2贡献盈利增量；公司也获得多个外部造船订单。

图、2025年全年收入构成：风电装备业务占比95%，近年公司海外收入占比持续攀升，2025年境外收入占比已达74%

■ 风电塔筒 ■ 新能源发电 ■ 其他业务



国内外收入及海外业务占比（单位：亿元）



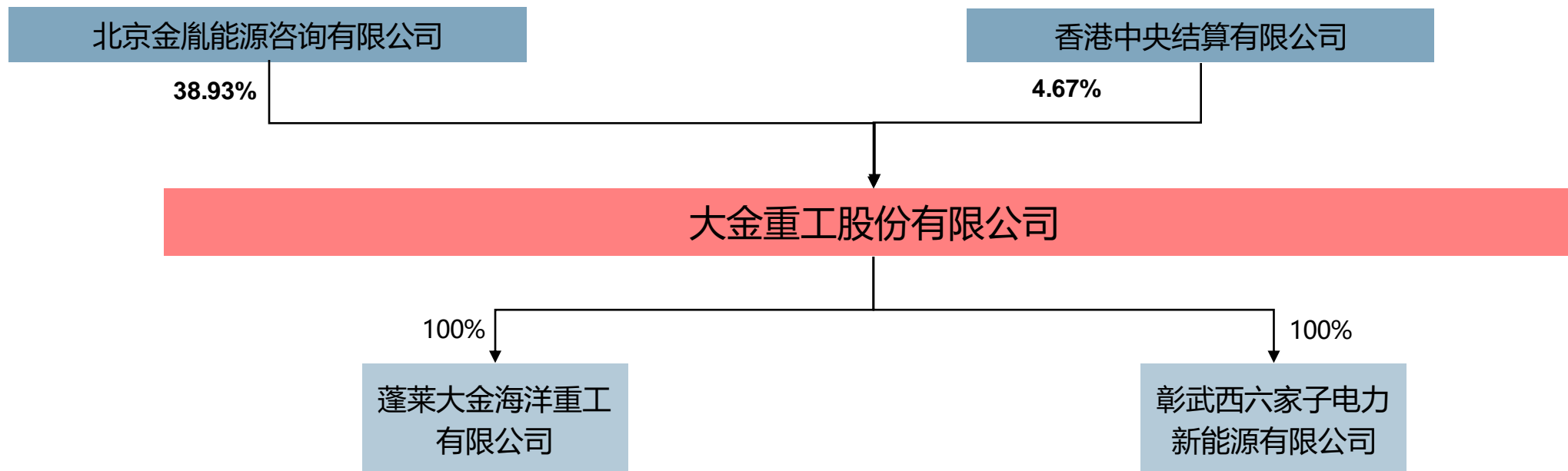
资料来源：公司公告，中信建投

资料来源：公司公告，中信建投

大金重工股权结构：金胤能源为公司控股股东，金鑫先生为公司实际控制人

□ **大金重工股权结构相对集中**：北京金胤能源为公司控股股东，金鑫先生为公司实际控制人。截至2025年末，公司前十大股东持股比例合计为50.86%，北京金胤能源咨询有限公司持股38.93%，为公司控股股东；第二大股东为香港中央结算有限公司（持股4.67%）；第三大股东为刘鑫（持股1.92%）；**公司实际控制人、董事长金鑫先生直接持股1.21%，直接和间接持有公司股份40.14%**。

图、股权结构：公司控股股东金鑫先生持股比例较高，当前直接和间接持有公司股份40.14%



资料来源：wind，中信建投

公司业务：海风装备“制造+运输+母港运营+安装”一站式综合解决方案提供商

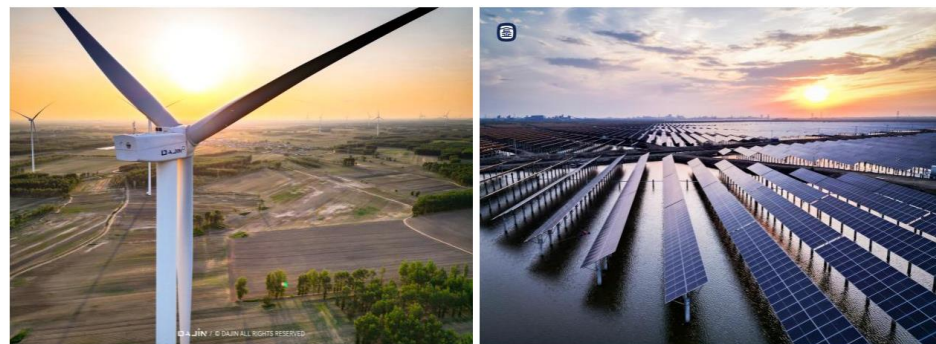
- 公司当前主营业务是生产销售海上风电单桩基础、过渡段、导管架、浮式基础以及塔筒产品，致力于为客户提供海上风电装备的“制造+运输+母港运营+安装”一站式综合解决方案，目前公司风电装备业务主要以海外海工产品销售为主，国内业务占比逐年下降。
- 公司目前自持已并网投运新能源项目规模 500MW，包含辽宁阜新250MW陆上风电项目和河北唐山曹妃甸250MW渔光互补项目，在建陆上风电项目规模 950MW。
- 公司自有一期2-4艘甲板驳船已经开始打造，2025年交付1艘运输船，首艘海工特种重型运输船KING ONE已在2026年2月启动首航；2025年公司获得运输船市场化订单，赢得国际船东认可；2026年也陆续获得多个造船订单。

图、大金重工风电装备产品：单桩、导管架、浮式基础等，目前以供应欧洲单桩为主



资料来源：公司官网，中信建投

图、公司现有运营辽宁阜新彰武西六家子250MW陆上风电项目和河北唐山曹妃甸十里海250MW渔光互补项目，在建950MW风电项目



资料来源：公司官网，中信建投

图、国际航运船队：首艘海工特种重型运输船KING ONE在2026年2月启动首航



资料来源：公司官网，中信建投

深度资源整合，构建“制造+运输+母港运营+安装”全新生态体系和商业模式

海上风电建设流程：大金重工覆盖从制造到安装全流程

大金重工当前核心业务

大金重工战略升级点

前期规划与勘察

测风、水深
测量、地质
勘探等

陆上制造

基础件生产：单
桩、导管架等



产能：国内蓬莱海工
基地、唐山曹妃甸海
工基地

西班牙制造基地，布
局欧洲本地化制造

远洋运输与物流

超大型结构件海上
重载运输



自有船队
保障交期

产能：辽宁盘锦造船
基地&唐山曹妃甸海
工基地

承接外部造船等海工
订单，分散风险

港口运营

产品堆存、检
验、安装等一
体化服务



整合作业环节、扩大
服务范围、简化客户
工作界面，有效降低
客户综合成本

公司已经在丹麦、德
国、西班牙布局三个
母港，还将继续扩大
覆盖范围

海上安装与施工

基础吊装服务



公司重点聚焦供给短
缺且租金高的基础结
构安装船赛道

现有船只改造&
唐山曹妃甸海工基地

并网与运营

系统调试、
并网发电



资料来源：大金重工官网，大金重工公众号，CS Wind，Cadeler，中信建投

PART 2

当前主业海风海工业务：全球缺电背景下，欧洲海风增速全球领先

海外海工核心数据梳理，项目体量、盈利呈逐年显著上升趋势

- 2025年公司收入构成中，风电装备产品占比95%，是收入的核心，新能源发电收入占比4.1%；毛利构成上，风电装备产品占比88.6%，新能源发电毛利占比9%；公司风电装备产品的绝大部分盈利来自出口欧洲海风单桩基础。
- 我们对公司近年来参与海外海工项目核心数据进行梳理：公司获取海外海工订单体量、价格，交付体量、盈利水平呈上升趋势；2025年，公司新签海外海工订单超20万吨，单价约为2.7万元/吨，相比2022年签约单价有明显上涨；2025年交付海外海工项目近20万吨（同比接近翻倍），单吨净利达4200元/吨（同比增长40%），远高于国内600-700元/吨单吨净利水平。
- **展望2026年及未来**：我们预计公司2026年交付境外海工项目26-27万吨，交付量相比2025年有明显提升，是海风企业中稀缺的2026年业绩确定性很高的公司；后续该业务将跟随欧洲海风大发展而继续有所增长，且随着公司系统服务业务的发展，该业务的附加值还会进一步提升。

图、大金重工近年参与海外海工项目核心数据：获取订单体量、价格，交付体量、盈利水平呈上升趋势 *近年来公司交付欧洲海工产品以单桩为主

项目	2022年	2023年	2024年	2025年
签约海外海工订单体量	20万吨	30万吨	40万吨锁产协议等	20万吨以上订单，此外还有部分锁产协议订单
签约订单涉及海风项目	Moray West、NOY、Dogger BankB	Thor、Nordseecluster、INCH CAPE	40万吨产能锁产协议、WAKwindanker	-
签约单价（含运费口径）	1.7万元/吨	2.7万元/吨	-	2.7万元/吨
交付海外海工项目体量	-	10万吨	10万吨	近20万吨
交付海外项目对应单吨净利水平	-	约1150元/吨	近3000元/吨	约4200元/吨
国内海工单吨净利水平	600-700元/吨			

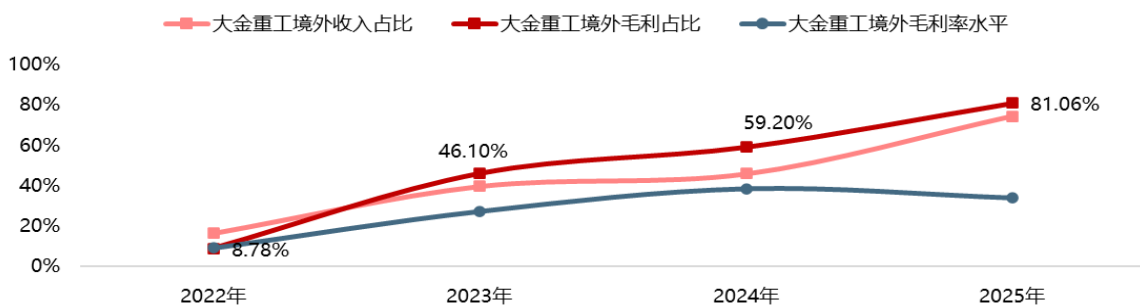


风电装备制造：海外业务占比、盈利水平全面提升，从财务表现上看，3年时间完成转型

➢ 从财务数据表现上看，2022年到2025年，公司从一家以境内业务为主的公司完成快速转型，成为一家以高附加值出口业务为主导的风电装备制造公司。2022年，公司境外业务收入占比16.4%，毛利占比8.78%，境外业务毛利率8.95%；2025年公司境外业务收入占比达到了74.5%，毛利占比81%，毛利率33.95%；海外业务体量、盈利水平全面提升。

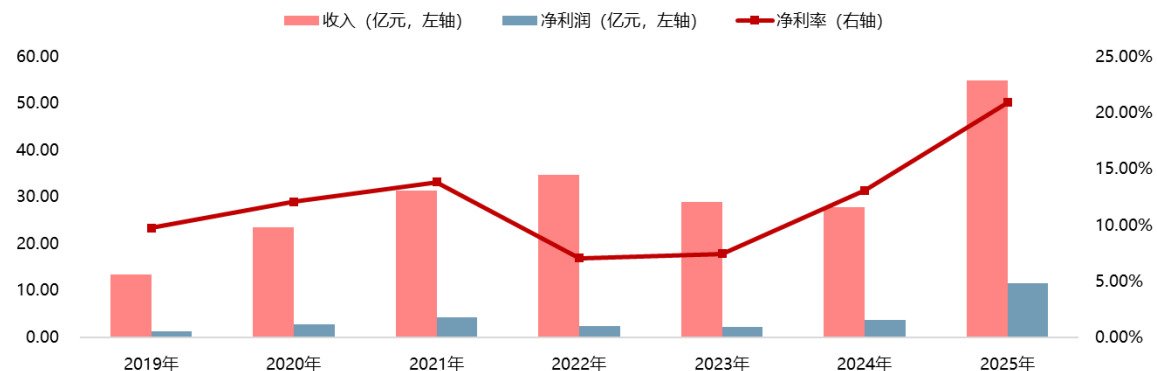
➢ 蓬莱大金海洋重工有限公司是大金重工的全资子公司，也是公司当前出口业务的主力子公司，2025年公司境外收入46.0亿元，蓬莱大金子公司实现收入54.9亿元；2025年公司整体净利率17.9%，子公司蓬莱大金净利率20.9%，高于公司整体水平。

图、大金重工境外收入、毛利占比，境外业务毛利率全面提升



资料来源：Wind，中信建投

图、子公司蓬莱大金财务数据：净利率大幅提升



资料来源：Wind，中信建投

厚积薄发：财务方面，3年的快速增长来源于公司前期多年的耕耘积累

□ 财务方面，我们看到的是3年间的快速增长，背后是公司长期深刻的积淀：（1）公司2010年开始建设山东蓬莱风电海工基地，基地面积、码头吨位水深，是天然适用于直接进行远洋海运的深水良港，目前仍是业界单体产能最大的管桩类制造工厂，构成了公司**硬件条件上的核心优势**；（2）2015年后先后通过海外主机厂SGRE、Vestas、GE合格供应方认证，积累了海外业务开展经验，2018年组建欧洲销售团队；（3）2022年连续斩获多个海外海工项目，2023-2026年启动大规模交付，交付规模、项目盈利不断扩大。展现出公司极强的战略定力和执行力。

图、出口海工业务推进里程碑：厚积薄发，出口海工业务进入订单、业绩快速增长期

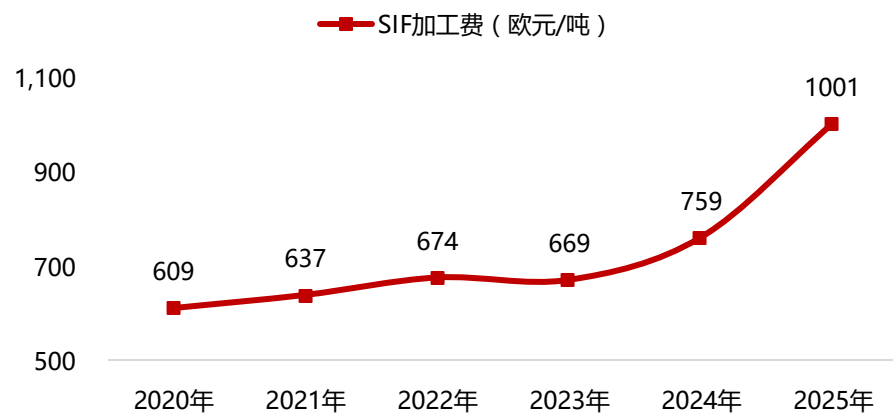
时间	2010-2014年	2015-2018年	2019年	2020年	2022年	2023年	2024年	2025年	下一步
出口海工业务推进里程碑	山东蓬莱风电海工基地建设投产 出口第一个陆上风电项目	通过SGRE、上海电气、Vestas、GE合格供应方认证 2018年，建设欧洲本土销售团队 蓬莱基地在2018年后不断进行技改扩建，以应对海外客户需求	在德国汉堡设立分公司，开启公司全球化新征程 蓬莱基地技改升级推进	第一个出口海塔项目成功交付 通过沃旭能源合格供方审核认证	当年连续斩获多个海外项目订单，中标 Moray West 项目（海塔单桩） 签约海外海工订单约20万吨	开始大规模交付海外海工产品，当年交付10万吨，单吨净利1000元以上 签约海外海工订单约30万吨	交付海外海工产品10万吨，单吨净利近3000元 海外海工签订40万吨锁产协议	全年交付海外海工产品近20万吨，单吨净利超4000元 当年新签海外海工订单超20万吨（包含锁产协议中5.5万吨），此外还有其他锁产订单 成功进入荷兰海上风电协会体系（原由SIF垄断），进入荷兰市场，获得SBTi等审核（全球首家风电海工企业）参与欧洲漂浮式投标	利用近年来不断强化的“建造+运输+交付”一站式解决能力持续增强竞争力 获得价值量更高、盈利能力更强的漂浮式订单 打造欧洲总装基地，境外风电母港，应对贸易壁垒

资料来源：Wind，中信建投

SIF、大金重工盈利比较：SIF加工费近年明显上升，大金重工盈利能力远高于SIF

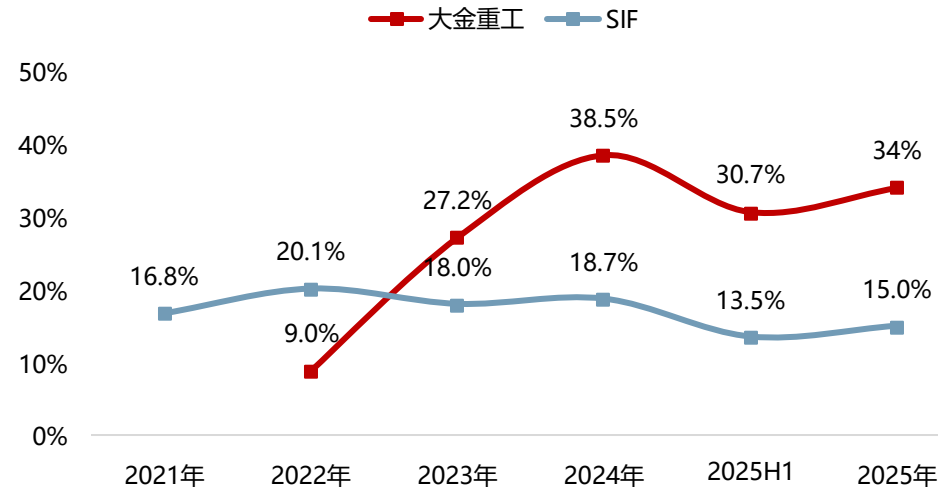
- SIF介绍：全球海工基础龙头，在欧洲海上风电单桩市场排名首位（不包括大金重工），与大金重工合计占欧洲海风市场约50%份额；两者均为欧洲头部业主的核心供应商。
- SIF加工费呈明显上升趋势，该趋势与大金重工一致，原因分析：（1）行业整体存在供需缺口导致加工费上涨；（2）结构相对复杂、加工难度相对更大的单桩需求增加，产品附加值有所提升。
- 对比SIF和大金重工的毛利率水平：2023年以来，大金重工正式开始规模化出口海工产品，近年来，大金重工毛利率高于SIF 15-20个百分点，SIF2025年毛利率偏低的原因在于其新产能未如期释放，而相关的管理、折旧、人工、生产成本提升，大金重工盈利能力远高于本土企业，本土企业扩产意愿并不强。

图、SIF加工费：2020年以来呈明显上升趋势，2024、2025年大幅提升



资料来源：SIF年报，中信建投

图、SIF、大金重工毛利率对比：大金重工远高于SIF

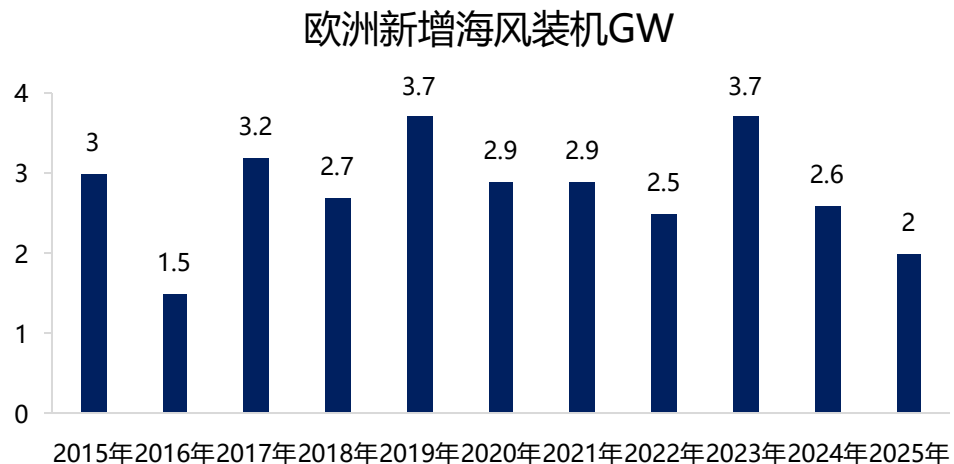


资料来源：wind，中信建投

欧洲海风历史装机及预测：2026年欧洲海风装机预计将迎来明显提升

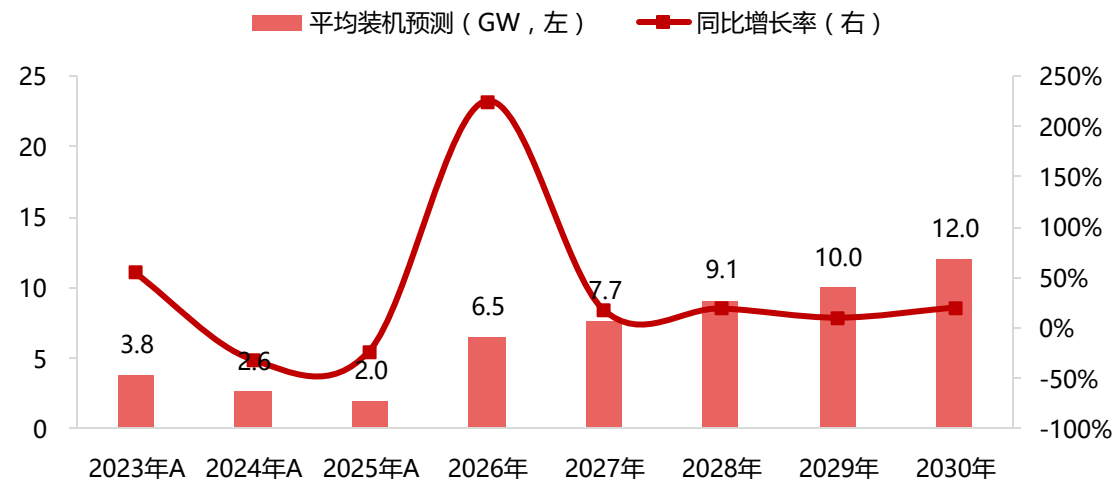
- 截至2025年末，全球海风存量装机89.2GW，其中欧洲海风存量装机39GW，占全球44%，是全球海上风电最核心市场之一；2025年欧洲新增海风装机约2GW；我们预计2026年欧洲新增海风装机6.5GW，2030年新增海风装机12GW。

图、欧洲海风新增装机：2025年欧洲新增海风装机2GW



资料来源：WindEurope, 中信建投

图、欧洲海风新增装机预测

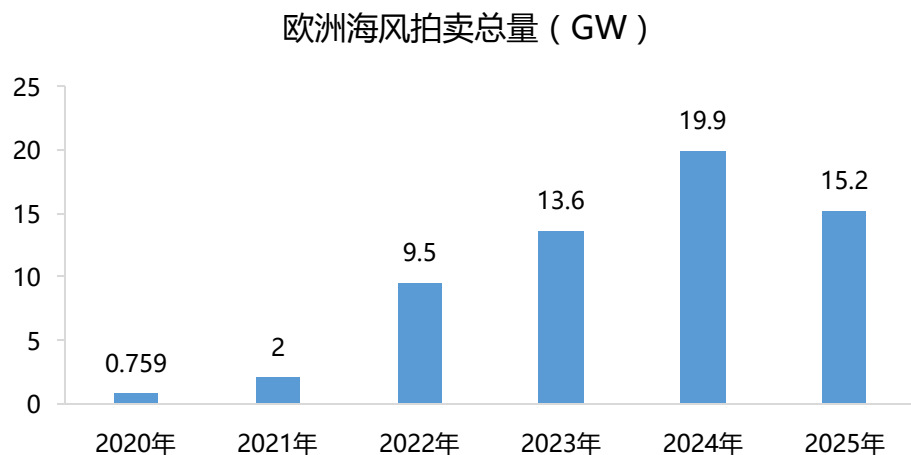


资料来源：WindEurope, GWEC, 中信建投

欧洲海风核心前瞻指标：招标与拍卖，2022年以来维持高位

- 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者。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。**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2022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，**2025年行业拍卖容量15.2GW，维持高位**；从国家来看，2025年进行海风拍卖并公布结果的国家中，英国、波兰体量较大，分别达到8.4、3.4GW。
- 此外，也有部分国家的2025年海风拍卖失败，包括丹麦3GW、德国2.5GW、荷兰1GW，合计6.5GW，失败的主要原因是这些国家采用“负向补贴”机制进行拍卖（开发商竞标时报价为愿意支付给政府开发权或负的补贴金额），而当前经济环境（通胀、利率升高等）已不再支持这种模式，这三个国家也在后续的拍卖中逐步调整机制。

图、欧洲海风历年分配/拍卖总量（GW）：近年来呈显著上升趋势



图、2025年进行海风拍卖并公布结果的国家及容量：英国、波兰体量较大

国家	竞标模式	2025年拍卖容量GW
英国	差价合约	8.4
法国	差价合约	1.5
德国	负向竞标	1
波兰	差价合约	3.4
爱尔兰	差价合约	0.9

资料来源：WindEurope, 中信建投

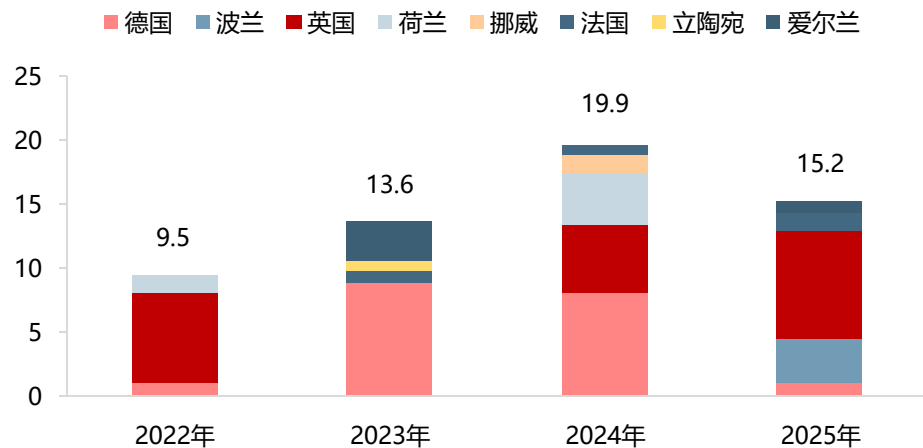
资料来源：WindEurope, 中信建投

*英国拍卖结果2026年1月公布

欧洲海风：招标与拍卖，2025年拍卖项目收益更有保障，后续装机落地确定性更强

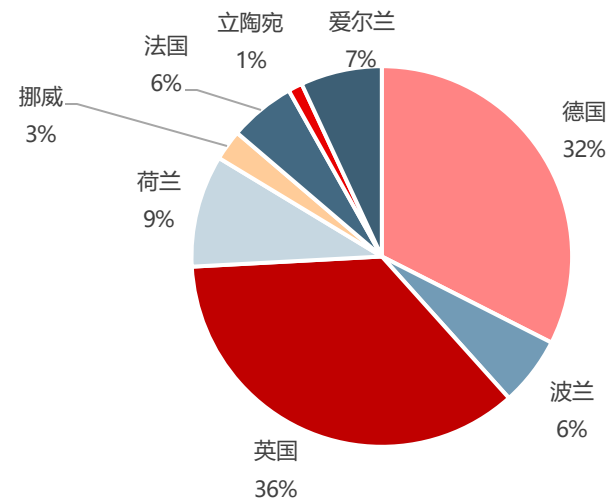
- 2025年的拍卖容量（15.2GW）虽然相比2024年（19.9GW）有所减少，但是拍卖项目的机制更合理、质量更高，仅1GW德国项目采用“负补贴”机制，其他均采用收益更有保障的差价合约机制。
- 德国在2023、2024年合计拍卖16.5GW容量，虽然拍卖容量很大，但由于大部分项目的高负补贴水平，多数项目处于出售/停滞状态。2025年上半年德国通过拍卖N-9.4站点授予了1GW海风项目；2025年8月德国计划通过负竞标授予总计2.5GW的两个场址，然而，由于未收到任何投标，本次拍卖未能成功。
- 因此对于后续欧洲海风拍卖，我们建议重点关注：（1）拍卖项目体量；（2）拍卖机制：“差价合约”机制下的项目收益更有保证，最终并网落地确定性更强。

图、历年拍卖国家结构：德国体量很大，但实际推动进度缓慢，2025年德国占比明显减少



资料来源：WindEurope, 中信建投

图、各国2022-2025年各国累计拍卖容量结构：英国体量最大，其次是德国



资料来源：WindEurope, 中信建投

预计2026年欧洲拍卖容量有望创历史新高，超20GW，且项目落地确定性更强

□ 我们预计2026年欧洲拍卖容量有望创历史新高，超20GW；伴随各国的机制优化，新拍卖的海风项目最终并网落地的确定性会更强。

2026年潜在海风招标国家	具体计划	2026年拍卖容量预计GW
英国	第八轮差价合约分配AR8将于2026年7月正式开放申请，根据renewableUK，AR8竞争激烈，多达18个海风项目有望参与竞标，根据4C预测，可参与项目总量达到19.7GW，属于极大体量的海风竞争	6
法国	法国政府将AO9与AO10合并为一轮10GW招标，5GW固定+5GW漂浮式，漂浮式体量超预期	10
德国	德国原计划2026年进行的2.5 GW拍卖已推迟至2027年，核心目的是为了重新设计拍卖框架	1
荷兰	政府计划在2026年启动一个1 GW的海上风电招标	1
丹麦	计划在2026年、2028年为总计2.8 GW的海上风电项目进行新的招标	2
爱尔兰	政府正考虑在2026年第六轮拍卖前，改革其可再生能源拍卖机制	-

资料来源：WindEurope, RenewableUK, 4C offshore, 中信建投

核心企业看法：欧洲需求长期可见性强，仍面临供应链瓶颈，投资方优先选择有保障项目（如CfD、PPA）

□ 我们梳理了欧美大型能源装备、安装、运营企业最新业绩发布会对全球、欧洲海风的看法，核心结论如下：

- （1）欧洲海上风电市场的长期增长前景受到政策目标的强力支撑，特别是北海峰会提出的雄心勃勃的年度新增装机目标。这为整个产业链（开发商、供应商、服务商）提供了清晰的长期可见性。
- （2）市场也面临短期挑战和长期结构性议题：**短期风险：美国政策不确定性**对项目执行造成干扰（Ørsted, GE Vernova）；**供应链瓶颈**：预计未来几年**高端安装船舶将出现短缺**，可能制约项目交付速度（来自Cadeler）。
- （3）**投资前提**：新项目的投资依赖于有吸引力的、稳定的收入保障机制（如CfD、PPA）和可融资的监管环境（来自RWE）。

公司	对全球/欧洲海上风电市场的核心判断	关键依据/展望
Ørsted	欧洲政策支持强劲，市场增长明确。公司战略聚焦欧洲及亚太海上风电。	1. 欧洲目标：北海峰会签署协议，目标2050年欧洲海上风电装机达300吉瓦，2031-2040年每年新增15吉瓦。 2. 项目进展：多个在建项目（如Hornsea 3、Baltica 2）将于2026年陆续投产，支撑装机目标。 3. 风险提示：美国市场面临项目租赁暂停及诉讼风险，公司策略仅聚焦完成现有项目，无新增计划。
Cadeler	长期需求旺盛，但船舶供应将从2029/2030年开始短缺。公司对市场长期增长充满信心。	1. 欧洲目标驱动：北海峰会成员国设定2030-2040年每年新增15吉瓦的目标，为供应链提供了明确指引。 2. 船舶短缺：预计2029/2030年起，市场将出现具备安装大型风机（如15兆瓦）能力的船舶短缺，原因包括项目复杂度提升、效率要求及旧船退役。 3. 订单饱满：公司合同储备达28亿欧元，2027年产能已基本排满。
RWE	市场基本面向好，投资吸引力强，但需稳定的监管和收购保障。公司是欧洲海上风电的重要参与者。	1. 需求增长：电气化时代到来，欧洲电力需求持续增长。 2. 成功获标：在英国第七轮差价合约（CfD）拍卖中获6.9吉瓦容量，锁定了长期稳定现金流。 3. 投资谨慎：未来投资将优先选择有保障项目（如CfD、PPA）和具备可融资性的项目。监管框架需相应调整以支持投资。
GE Vernova	短期面临挑战，但长期仍是重要市场。美国政策变动对短期执行造成干扰。	1. 短期挫折：受美国政府2025年12月暂停海上风电活动影响，Vineyard Wind项目延迟，导致计提额外损失。 2. 长期参与：仍在执行其海上风电积压订单，并将海上风电视为未来业务组成部分。
ENGIE	将海上风电作为综合能源解决方案的一部分。通过全产业链布局参与市场。	1. 全链布局：在英国拥有海上风电生产、电网（通过收购UKPN）及供应管理能力，提供一体化解决方案。 2. 市场机遇：认为英国电力需求到2050年将翻倍，清洁能源目标将驱动对更强电网和分布式连接的需求为基础设施投资带来机会。

大金重工潜在订单海工梳理：仍有充沛的项目进行招标，重点关注英国、德国、法国、波兰

- 目前大金重工盈利近90%来自出口，海外项目进展对公司后续订单很重要，因此我们对欧洲潜在招标项目进行梳理。从总量来看，23、24、25年拍卖量分别为13.6、19.9、15.2GW，年度拍卖量远高于近10年来欧洲3GW左右年均装机以及26-28年年均7-8GW左右装机，后续欧洲海风仍有很大空间。
- 各国项目推进节奏虽有所不同，但整体来看市场项目储备充沛，尤以英国、德国、法国和波兰为重点。从大金重工的历史订单分布来看，其业务已覆盖多国，其中英国项目约5个，德国3个，波兰、丹麦、法国、美国各1个；与之合作较多的业主包括OCEAN WINDS、RWE等。

对未来2年左右维度预期进行基础招标的国家及项目梳理来看，大金重工潜在在海工订单非常充沛

国家	具体情况
英国	<p>英国AR6（2024年）及以前的项目基本均已锁定供应商，未来1-2年维度英国供应链招标的核心需关注AR7相关项目</p> <p>AR7中标项目包括：（1）RWE近6.9GW的合同，中标项目包括Norfolk Vanguard East & West、Dogger Bank South、Awel y Môr；（2）SSE Renewables拿下1.4GW合同，中标项目Berwick Bank B；漂浮式项目包括：Erebus（100MW）；Pentland（92.5MW）。</p> <p>由于SeAH供应能力严重不足，大金在2025年已经2次获得Hornsea 3转包订单（合计约6万吨），我们认为后面有较大可能性Hornsea 3订单再次转包至大金；此外英国AR8中Norfolk项目（3.1GW，单桩需求约40万吨）业主RWE和世亚在此前签订了供货协议，若世亚工厂再次滞后，Norfolk项目订单也有较大可能性转包至大金。</p>
德国	<p>我们预计未来1-2年潜在的招标项目主要是N-9系列项目（N-9.1, N-9.2, N-9.3），合计约5.5GW，这些项目政府已完成勘测，电网建设进度较快，且N-9.1, N-9.2业主RWE在欧洲有成熟开发经验（NSC项目等）。</p> <p>5.5GW项目中业主RWE有4GW，此前RWE和大金在NSC和thor项目上有密切合作，我们认为大金也有可能拿下相关订单。</p>
法国	<p>大金重工此前中标过法国NOY项目，未来潜在项目包括Dunkerque（0.6GW）、Centre Manche 1（1GW）、Centre Manche 2（1.5GW），合计3.1GW，法国2026年拍卖项目是未来重要储备，但我们认为短期招标可能性小。</p>
波兰	<p>大金重工2025年中标了波兰的BC-wind海上风电项目，2026年初举行了首批钢板切割仪式，目前波兰已拍卖项目中潜在进行基础招标的项目包括F.E.W. Baltic II（350MW）、Baltica 3（1.0GW），合计1.35GW；此外波兰25年底开标3.4GW项目，也是未来重要储备。</p>

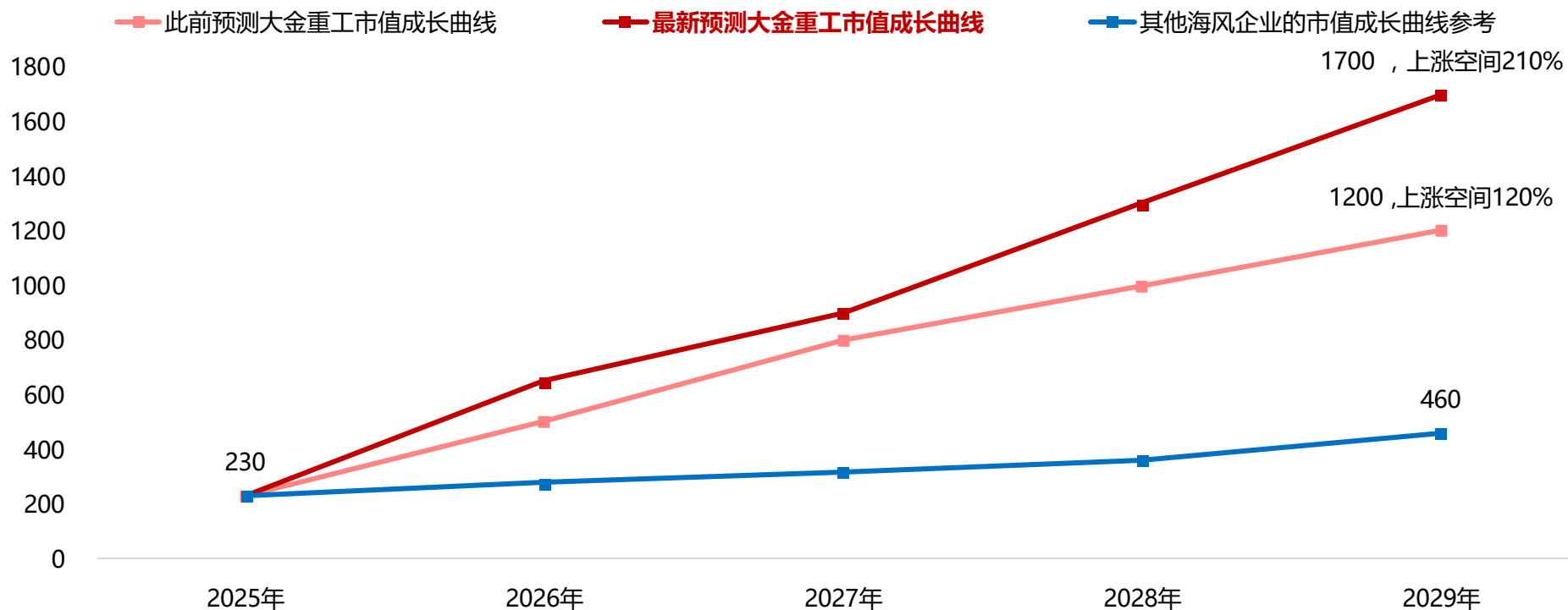


PART 3

公司进入全球海工产业链资源整合阶段带来成长上限提高

大金重工市值空间成长曲线测算：中期上涨空间超200%

□ 我们对公司2029年维度目标市值测算，在当前出口海工（单桩）、风电场运营、国内海风海工业务基础上，**考虑系统服务（港口服务&安装服务）、航运及造船业务、漂浮式增量**，测算公司2029年维度目标市值1700亿，上涨空间超200%。



资料来源：Wind，中信建投，当前市值取2026年4月17日收盘市值数据，单位：亿元

唐山曹妃甸二期大海工基地及海外基地是后续增长的重要基础

- 海工基地：**海工产品的制造需要生产和存储的区域面积足够大且靠近码头，公司蓬莱海工基地、唐山曹妃甸海工基地、盘锦造船基地占地面积广阔。**码头：**优良的海港码头是将风电装备产品运往全球，支撑海上风电未来发展的突破口。蓬莱、唐山基地均具备**深水良港和对外开放口岸资质**这两项**稀缺条件**，对于海上风电出口形成**强壁垒**。**设备：**先进的设备具备优异的加工精度和运行稳定性，是为客户提供高质量产品的基础保障。公司蓬莱海工基地经过**多期技改升级**，做到**领先于产品迭代之前进行技术工艺和设备升级**。
- 后续来看，唐山曹妃甸二期大海工及海外基地是公司后续打开成长天花板和提供业绩增量的重要基础。**

图、现有三大全球海工基地：制造基地面积、码头吨位均属行业顶尖

基地	基地特点	适用范围	对应产能
 蓬莱海工基地	公司蓬莱海工基地拥有 57万平方米 的专业化制造基地，并配备2个10万吨级重装泊位	出口海上风电塔筒及单桩等风机基础	2012年投产 30万吨海上风电基础产品
 盘锦造船基地	相比蓬莱基地，占地规模更大、工艺技术水平更高、码头设施条件更优	专注于建造大型运输船舶	2024年投产 当前年下水能力6艘（按照4-6万吨级甲板驳测算）
 唐山曹妃甸海工基地一期	相比蓬莱基地，占地规模更大、工艺技术水平更高、码头设施条件更优，占地 近90万平方米	主要专长于超重塔筒、特大型单桩基础、超大型导管架以及浮式基础	2026年初投产 40万吨海上风电基础产品（20万吨固定式、20万吨漂浮式）

新基地布局



唐山曹妃甸大海工基地（二期）

大规模制造基地，采用弹性生产线设计，可向下兼容多种海工产品类型

海外风电母港及制造基地

已经在**丹麦、德国、西班牙**布局三个母港，还将继续扩大覆盖范围，实现**北海、波罗的海**更大范围覆盖



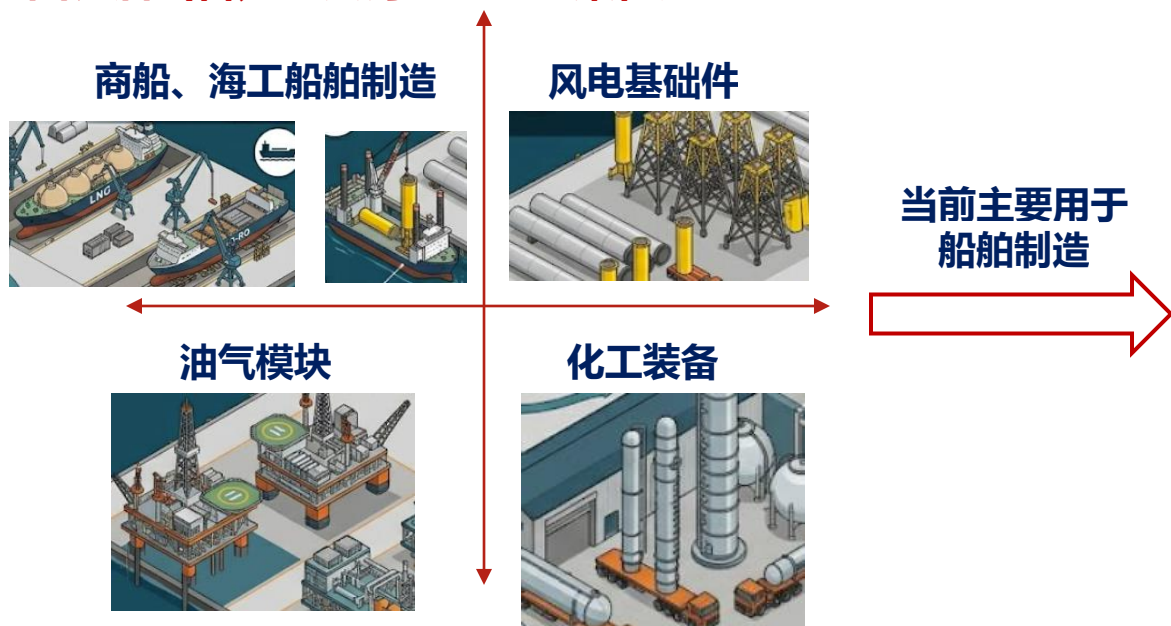
PART 3.1

唐山二期大海工基地启动：柔性产能，可在各类海工装备制造弹性切换

唐山曹妃甸大海工基地：柔性产能，可在各类海工装备制造弹性切换

- 在海工制造领域，柔性产能指生产资源、场地和工艺能力的模块化通用性；工艺同源性：海上风电单桩、导管架与压力容器、储罐、船舶分段在底层工艺上高度重合，核心工序均为大型板材卷制、厚板焊接、喷砂涂装。当某行业进入淡季或由于政策等原因出现产能闲置时，基地可以迅速切换生产任务，如将原本用于单桩焊接的巨型卷板机和焊接机器人转而生产LNG储罐或商船分段。
- 唐山曹妃甸大海工基地建设，带动公司从单一的“海风基础业务”切入“全球海工装备”生态位，成为具备跨行业抗风险能力的高端海工制造平台。

图、唐山曹妃甸大海工基地：柔性产能



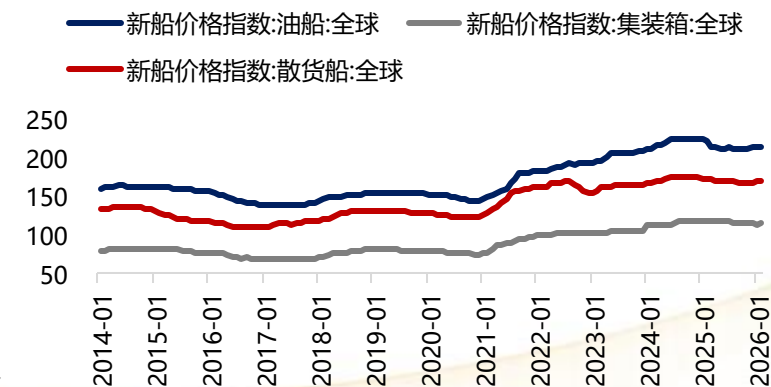
当前产能计划主要用于自制船舶及对外承接造船订单

*柔性产能可以很大程度分散风险

【自制自有运输船及安装船】本身就是公司系统服务战略的重要一环



造船行业处于景气周期，新船价格指数处于高位，公司获得多个外部造船订单



资料来源：Wind，中信建投

CHINA SECURITIES

资料来源：公司公告，wind，Cadeler，中信建投

自有船运：自研自制甲板运输船已首航，自有国际航运船队不断壮大

- 公司首制甲板运输船KING ONE轮于2026年2月14日在大金蓬莱海工基地正式首航，2026年4月6日，顺利抵达英国蒂斯港，航行约50天，圆满完成首航征程，预计26年Q2公司King Two（重型甲板运输船）启动首航，其他船舶正在按计划建造中，全年生产交付任务有序推进、稳步落地。公司自有国际航运船队不断壮大，构建全球交付体系。

图、2026年2月14日，公司首制自有甲板运输船King One启动首航 图、2026年4月6日，King One顺利抵达英国蒂斯港



资料来源：公司公告，中信建投



资料来源：公司公众号，中信建投

安装与施工：通过改造切入安装领域，进度超预期

- 公司致力于成为海上风电系统服务商，业务覆盖从海工产品生产制造到海上安装的全流程，海风基础安装是公司系统服务商战略的重要一环。
- 在海上安装环节，公司重点聚焦供给短缺且租金高的基础结构安装船赛道，近期公司海上安装业务变化主要体现在和正力海洋工程及挪威知名海上风电工程技术服务商Ramstad Energy AS的合作推进方面，主要解决装备和资质等问题；对现有安装船进行改造将推动公司更快进入基础安装领域，直接增厚短中期业绩。
- 此前公司在公开信息中表示，公司已具备向市场提供同类船型定制化设计和制造服务能力，并可逐步拓展至风电市场所需的**安装船和运维船等船型**，预计公司后续有望进行安装船建造。对于只有安装船而缺乏客户资源的供应商难以进入欧洲海风安装市场，大金的进入是对资源的进一步整合，也是对自身护城河的进一步拓宽。

图、大金重工未来业务将延伸至海上施工安装



合作伙伴	合作核心维度	合作主要内容与原因	核心解决问题
正力海洋工程有限公司	设备定制与适配	对正力海工现有的安装船进行定制化改造，使其满足欧洲要求 除服务风电基础安装外，还可拓展至油气、海工等多元安装场景	解决装备问题
挪威 Ramstad Energy AS	资质认证与体系集成	合作研发船舶设备、共建管理体系、整合优势打造EPC总包能力、组建联合体投标，最终建立起服务欧洲海风的全流程体系	解决资质与体系问题

安装船行业情况：未来供给增量有限，产能紧张，龙头Cadeler近年盈利能力显著提升

- 根据克拉克森数据，现役欧洲海上风电安装船共26条，其中自升式21条，浮式5条，在建欧洲海上风电安装船仅4条，实际起重能力在2000-2500吨安装船共10条，现役7条，在建3条，供给增量非常有限，伴随后续旧船退役，缺口会进一步拉大。
- 欧洲海上风电安装龙头Cadeler（市场份额约40%）在其2025年业绩说明会中表示：（1）需求明确：北海峰会成员国设定2030-2040年每年新增15GW的目标，为供应链提供了明确指引；（2）船舶短缺：预计2029/2030年起，市场将出现具备安装大型风机能力的船舶短缺，原因包括项目复杂度提升、效率要求及旧船退役；（3）合同充沛：Cadeler自身合同储备达28亿欧元（公司2026年收入预期约9亿欧元），2027年产能已基本排满。2024年以来，Cadeler的EBITDA利润率维持在50%以上，净利率从2023年10%提升至2025年45%，行业进入景气周期。

图、在建欧洲海上风电安装船仅4条，增量非常有限

船名	交付/状态	船东（国家）
Maersk Volans	在建，2026年交付	Maersk Offshore Wind (丹麦)
Maersk Volans	在建，2028年交付	韩华 (韩国)
Norse Future	在建，2027年交付	DEME (比利时)
Wind Ace	在建，2026下半年交付	Cadeler (丹麦)
Wind Apex	在建，2027上半年交付	Cadeler (丹麦)
日本五洋建设	在建	Penta Ocean (日本)

资料来源：克拉克森，中信建投

图、欧洲海风安装龙头Cadeler近年来核心财务数据：业务体量盈利能力持续改善

核心指标	2024年	2025年	2026年E
营业收入	2.5亿欧元	6.2亿欧元	9.0亿欧元
EBITDA	1.26亿欧元	4.25亿欧元	4.65亿欧元
净利润	0.65亿欧元	2.8亿欧元	-
毛利率	50%	62%	-
EBITDA 利润率	~50%	68.50%	50%-55%
船舶平均利用率	66%	75%	2026-2027年 产能基本填满
在手订单	-	28亿欧元	-

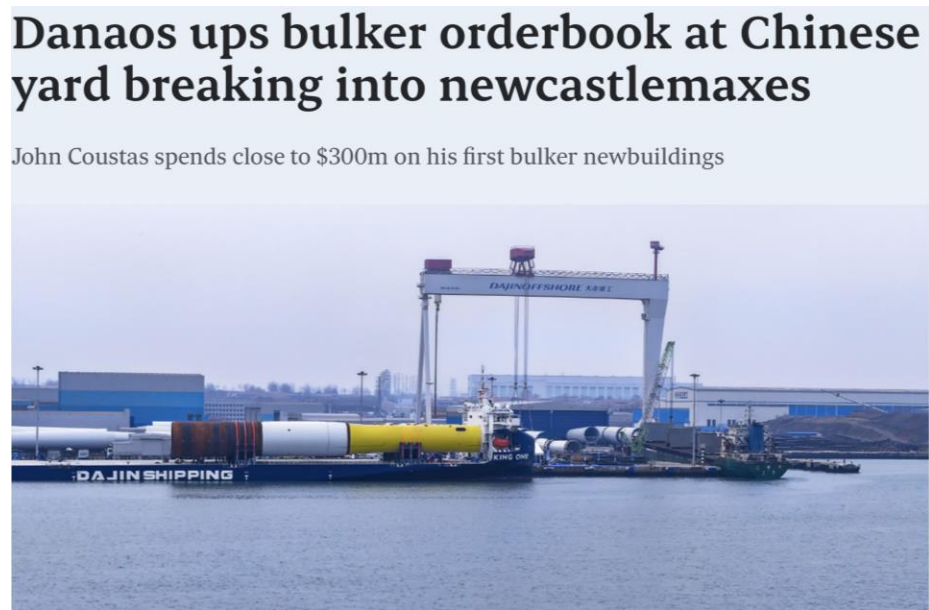
资料来源：Cadeler，中信建投

对外造船：选择性承接与公司业务匹配、具备高附加值的外部造船订单

- 由于公司具备特种船舶的设计、制造与运维一体化能力，因此公司在聚焦主业、择优承接的原则下，选择性承接与公司业务匹配、具备高附加值的外部造船订单。
- 在2025年承接韩国、挪威船东共计2艘市场化订单后（甲板运输船+半潜驳船），2026年公司再度承接希腊 Danaos Corporation的4艘21.1万载重吨散货船大额订单，以及挪威John Fredriksen子公司8艘散货船大额订单（其中4艘已确认），同时双方正洽谈4艘31.9万重吨VLCC，规模创新高，公司造船业务已获得国际主流船东实质性认可。

图、希腊船东Danaos加码合作，订单数量从2艘扩至4艘

图、当前造船行业高景气，盈利能力强



资料来源：公司公告，Trade Winds，中信建投

指标	扬子江船业	恒力重工
业务定位	全球民营船企效率标杆	垂直整合新巨头
当前毛利率	约35%	预计 20% - 22%
预计净利率	约30%	14% - 18%

资料来源：公司公告，中信建投

对外造船：造船业务获国际船东认可，外部造船订单充裕持续扩张

- 大金重工近期密集承接国际主流船东大单**，涵盖自制海工特种船舶及传统大型商船。从2025年的2艘订单起步，2026年一季度手持订单快速增至14艘（其中10艘已确认），**单船价格亦显著提升**（参考克拉克森价格），实现量利齐升。根据15%净利润率测算，已确认的10艘订单总价约46亿元，可贡献利润增量约6.9亿元；若Seatankers 4艘options及4艘VLCC洽谈订单全部落地，**总收入将增至100亿元，利润增量可达15.3亿元**。**市场此前尚未对公司造船业务充分定价，根据交付时间，这些订单将对公司2028-2029年业绩形成全面提振。**
- 这一关键变量在于唐山新船坞的规划推进**；大金重工拟在唐山方向建设新的大型船坞，以匹配散货船及原油运输船等更大吨位船型的建造需求。**近期订单高增充分反映出主流船东对公司的认可**，这一积极信号有望催化公司加快造船业务的扩建布局，**同时推动业务横向拓展，为公司整体竞争力带来全面提升。**

图、公司密集承接国际主流船东大单，已确认/整体订单收入约46亿元/102亿元，按15%净利率测算，已确认/整体盈利在6.9亿元/15.3亿元

船东	船型	数量	单船价格	对应盈利 (亿元, 15%净利率)	订单情况	交付时间
韩国	甲板运输船	1	3亿元	0.45	已确认	2027年
挪威Tronds Marine	半潜船	1	2.85亿元	0.43	已确认	2027年底
希腊Danaos	Newcastlemax散货船	4	约5亿元	3	已确认	2028年
挪威Seatankers	Newcastlemax散货船	4+4	约5亿元	6	4艘已确认	2028-2029年
	VLCC超大型原油运输船	4	约9亿元	5.4	4艘洽谈中	-
总计	-	10+8	订单总价： 46亿元+56亿元	6.9+8.4	10艘确认+4艘未确认+4艘洽谈中	2027-2029年

资料来源：克拉克森，公司公告，中信建投

PART 3.2

欧洲海上风电母港与制造基地：港口服务及本地化制造



母港业务：制造基础上提供后端服务，价值量、附加值显著提升

- 公司母港业务主要为客户提供**产品堆存、检验、安装等一体化服务**，通过**整合作业环节、扩大服务范围、简化客户工作界面**，有效降低客户**综合成本，提升合作黏性**。
- 公司去年签订的德国Gennaker海工合同中已包含母港相关服务，在公司已经在丹麦、德国、西班牙布局三个母港，还将继续扩大覆盖范围，实现北海、波罗的海海上风电项目更大范围的覆盖率，今年将加快推进母港业务布局与运营，进一步推动本土化业务的落地。

图、德国含服务订单Gennaker项目合同分析：价值量、附加值远高于单一制造

维度	单一海工制造出口项目 (如 NSC等)	德国 Gennaker含服务项目 (2025年11月签约)	价值提升解读
项目单价	约 2.5 - 3.0 万元/吨	约 5.36 万元/吨	价值量翻倍提升
业务范围	建造 + 运输 (FOB/DAP)	建造 + 运输 + 存储 + 总装 (简单产品附件安装, 不包含基础安装)	切入后道高附加值服务环节
产品属性	超大型单桩 (Monopile)	过渡段 (Transition Piece, TP)	过渡段结构更复杂, 单体价值更高
交付模式	基础制造交付	一站式系统集成服务	减少客户接口, 提升供应链溢价能力
作业基地	仅国内基地 (如蓬莱)	国内制造 + 丹麦欧登塞港 提供港口服务(Odense)	海外港口赋能
盈利性质	制造业加工利润	制造利润 + 后端服务/集成利润	服务化转型带动毛利率进一步上行

资料来源：公司公告，中信建投

本地化制造：布局西班牙希洪港海工制造与总装基地

- 公司在西班牙布局码头，是进一步完善欧洲区域服务网络、前瞻布局深远海市场的重要举措。
- 该码头是公司在欧洲持有的第三个码头，与丹麦、德国码头形成战略协同，分别覆盖北海、波罗的海及西班牙周边海上风电项目，重点服务区域内未来大规模漂浮式海上风电开发需求。

图、希洪港：实现“海外制造”，有效规避地缘政治风险

描述维度	细节描述
地理位置	西班牙希洪港 (Port of Gijón)，位于阿斯图里亚斯自治区，面向大西洋
项目主体	大金重工通过其全资子公司 Dajin Heavy Industry (Europe) 进行投资建设
主要产品	专注于海上风电基础结构，特别是大型单桩 (Monopiles) 以及针对深海市场的漂浮式风电基础
工厂规模	占地面积广阔，旨在建立高度自动化的现代化海工生产线，年产能设计足以覆盖多个大规模海风项目需求
核心优势	深水泊位与物流：希洪港拥有优越的深水条件，支持超大型构件直接装船出口
市场定位	辐射南欧及大西洋沿岸：重点服务于西班牙、法国、葡萄牙的海上风电项目
战略价值	实现“海外制造”，有效规避地缘政治风险、降低长途海运成本，并满足欧洲对于“本土供应链”的要求

资料来源：公司公告，Offshore Engineer Digita，中信建投

PART 4

超预期快速进入安装及造船业务领域带来2027-2028年业绩显著上调

安装业务和船舶制造业务的超预期变化带来近年业绩的显著上调

- 大金重工超预期快速进入安装及造船领域带来的2027-2028年业绩明显上调：2027、2028年业绩分别上调至27.3亿、38.2亿元，上调幅度分别为17%、46%。

图、安装业务和船舶制造业务的超预期变化带来业绩的显著上调

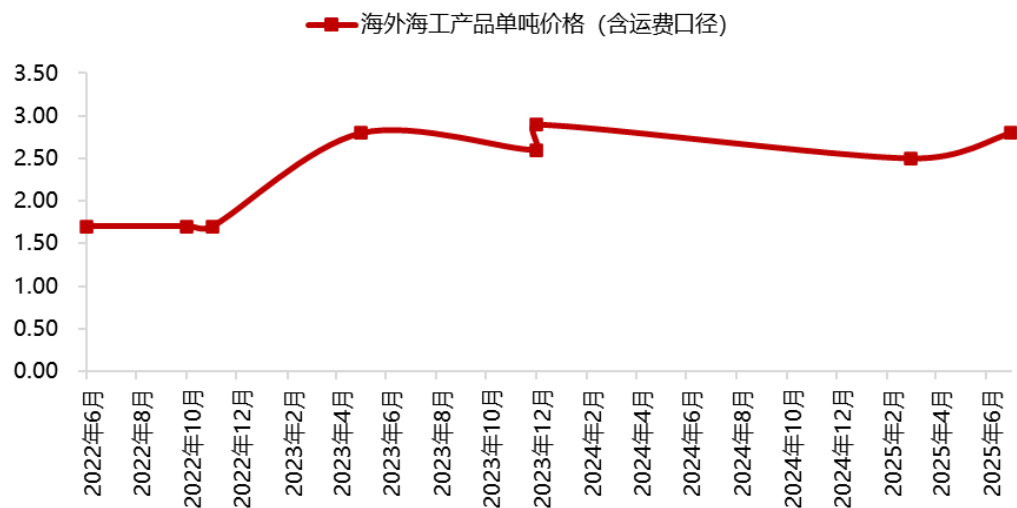
业务板块	指标	单位	2026E	2027E		2028E	
				此前预期	最新预期	此前预期	最新预期
出口海风、陆风	收入	亿元	81.8	100.8	100.8	131.2	131.2
	净利润	亿元	15.1	16.9	16.9	19.6	19.6
电站业务	收入	亿元	3.5	8.0	8.0	8.0	8.0
	净利润	亿元	2.2	4.8	4.8	4.8	4.8
基础安装业务	收入	亿元	0.0	0.0	8.0	0.0	12.0
	净利润	亿元	0.0	0.0	4.0	0.0	6.0
船舶制造	收入	亿元	0.0	5.9	5.9	6.0	40.0
	净利润	亿元	0.0	1.1	1.1	1.1	7.2
合计	收入	亿元	97.9	127.3	135.2	157.8	203.8
	归母净利润	亿元	17.9	23.3	27.3	26.1	38.2

资料来源：公司公告，中信建投，整体收入、归母净利润略高于以上加总是因为有部分国内风电制造业务盈利未列入

2026年公司业绩亦具备上调可能性：产品价格上涨，自有航运启动

- 短期看，公司2026-2028年出口海工产品、自有航运对应业绩也具备上调可能性，一方面，出口海工产品价格在逐步上涨，另一方面，公司首艘海工特种重型运输船KING ONE已完成首航，为公司盈利提供增长点，但这两点因素我们认为仅部分包含在当前的业绩预期中，后续有望超预期上调。

图、公司出口海工订单单吨价格测算：近年来价格相比订单获取初期有明显上涨（单位：万元人民币/吨）



资料来源：公司公告，中信建投

图、单艘航运船只增量贡献测算：初步测算预计为出口海工产品提供1000元单吨净利增量

项目	数据	单位
资本开支	3.5	亿元
年度航次	3	次
一个航次载重	2	万吨
发运总量	6	万吨
市场价	5000	元/吨
收入	3	亿元
净利率	20%	-
年度利润	6000	万元
单吨贡献利润增量	1000	元

资料来源：wind，中信建投

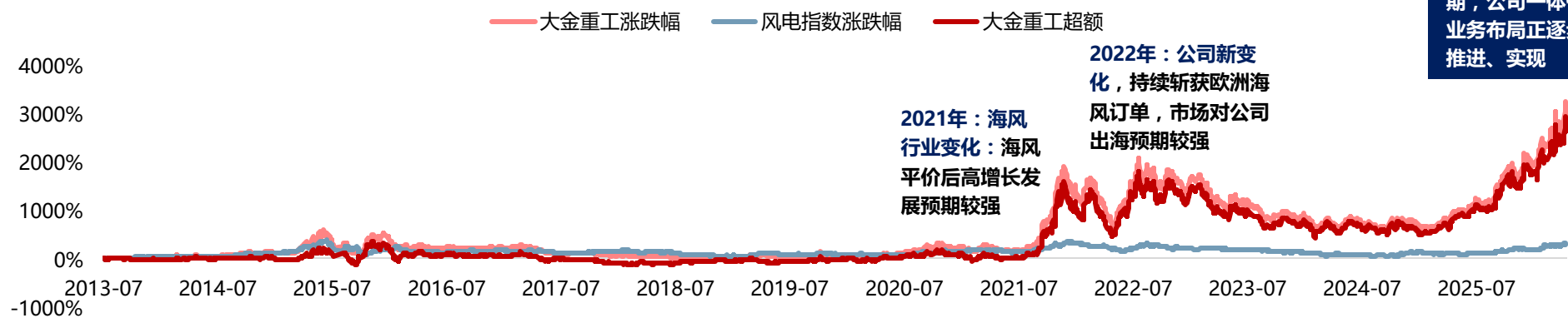
PART 5

大金重工历史股价与盈利复盘：目前正处重要变化节点

大金重工历史盈利、股价复盘：历史上新业务变化带来明显超额收益，目前正处重要变化节点

- 2021年以前，公司股价表现和行业情况基本一致，无明显超额，2021年后变化明显：（1）2021年下半年以来，大金重工股价大幅攀升，相比风电指数走出明显超额，原因我们分析在于：2021年海风平价，市场预期海风平价后进入市场化高增长发展状态；（2）2022年在经历过阶段性调整后再次大幅上涨，此次上涨主要是公司业务层面开始迎来新变化，2022年上半年公司**陆续斩获欧美海工订单**：Boskalis美国海上风电大型钢结构项目、Moray West30套过渡段项目、英国Moray West48套单桩项目，全面开启海工出海新进程；（3）**2025年，公司股价迎来新一轮大幅攀升**，我们认为**是公司海外海工业务如期交付、盈利超预期的反馈**：2024Q4以来，公司海外海工单吨净利达4000元/吨，大幅高于国内600-700元/吨盈利水平，**大幅超市场预期（市场预期2000元/吨左右）**，市场全面上调公司**2025、2026年业绩预期**，股价大幅上涨。
- 公司股价每一轮大幅提升，均来自**业绩和业务布局的大幅变化**，目前公司**正处在新一轮变化时点**，下一步公司将利用近年来不断强化的一站式解决能力持续增强竞争力，进行“**制造+运输+母港运营+安装**”全产业链布局。

图、大金重工股价及历史盈利复盘：不同阶段股价大幅上涨分别来自海风行业、公司出海业务及业绩超预期



2025年：出海业绩持续超预期，公司一体化业务布局正逐步推进、实现

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
销量 (万吨)	5.52	5.32	5.50	4.72	13.25	17.99	17.11	13.48	20.46	40.83	48.97	59.03	50.79	38.7	44
单吨净利 (元/吨)	960	564	654	996	702	395	240	467	860	1139	1178	762	837	958	1781 (其中海外海工4200)
毛利率 (%)	15.5%	14.7%	12.7%	17.3%	26.3%	22.0%	15.5%	20.4%	22.9%	25.5%	23.0%	16.7%	23.4%	29.83%	-
归母净利润 (亿元)	0.53	0.30	0.36	0.47	0.93	0.71	0.42	0.63	1.76	4.65	5.77	4.50	4.25	4.74	11.03

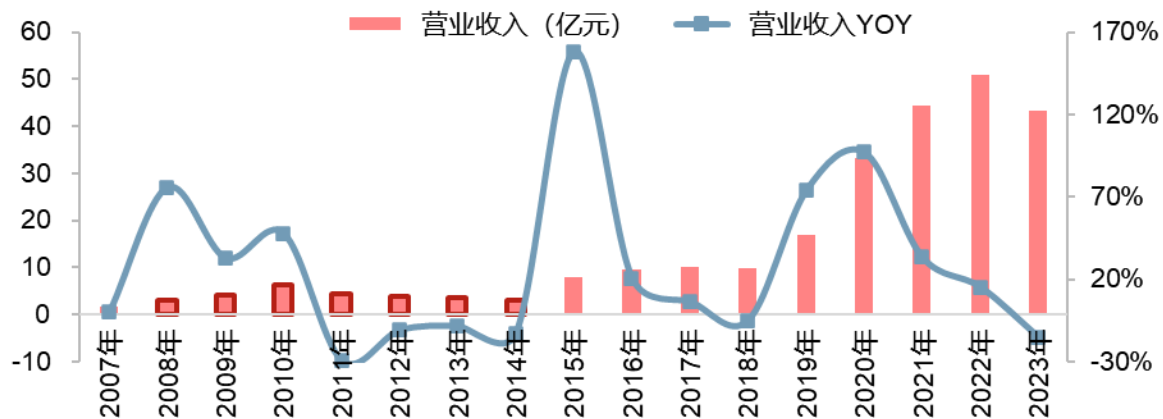
资料来源：Wind，中信建投

大金重工业绩复盘：2008年业务结构调整带动盈利能力提升

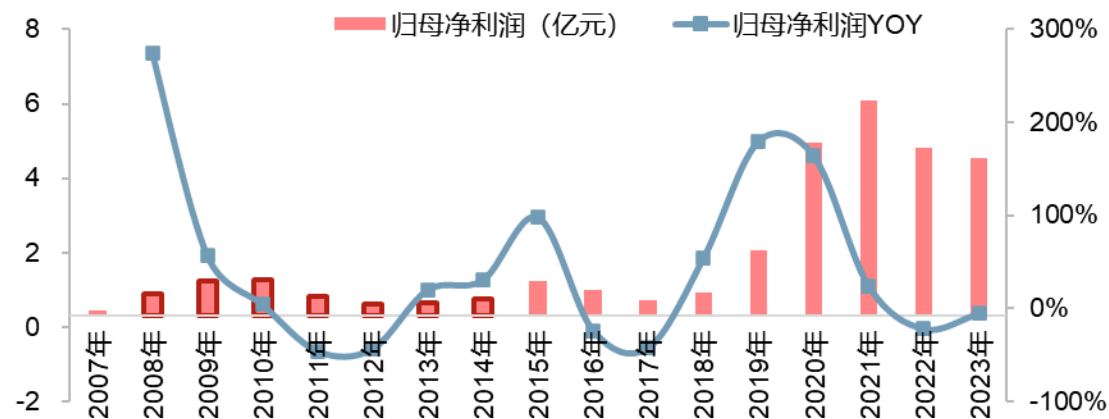
- ◆ **2008-2010年塔筒业务结构性增长驱动营业收入和净利润持续提升**：在政策驱动下公司风电塔筒业务顺势增长，逐步超越火电钢结构成为公司核心产品。
- ◆ **2011-2012年营业收入和销量均呈现下降**：受弃风问题、风电行业恶性竞争、下游项目审批及并网等诸多因素影响，公司行业进入疲软期，同时部分塔筒客户因资金短缺而延期交货，2012年单吨净利下滑约40%。
- ◆ **2013-2014年弃风率下降，公司销量有所增长，但营业收入反弹乏力**：（1）市场竞争激烈导致订单价格下降；（2）业主现场不具备安装条件而推迟交货时间。

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
出货量（吨）	5.52	5.32	5.50	4.72	13.25	17.99	17.11	13.48	20.46	40.83	48.97	59.03	50.79	38.7	44
单吨净利（元/吨）	960	564	654	996	702	395	240	467	860	1139	1178	610	747	958	1781
毛利率	15.5%	14.7%	12.7%	17.3%	26.3%	22.0%	15.5%	20.4%	22.9%	25.5%	23.0%	16.7%	23.4%	29.5%	31.2%

图、2008年业务结构调整带动盈利能力提升



图、2008年业务结构调整带动盈利能力提升

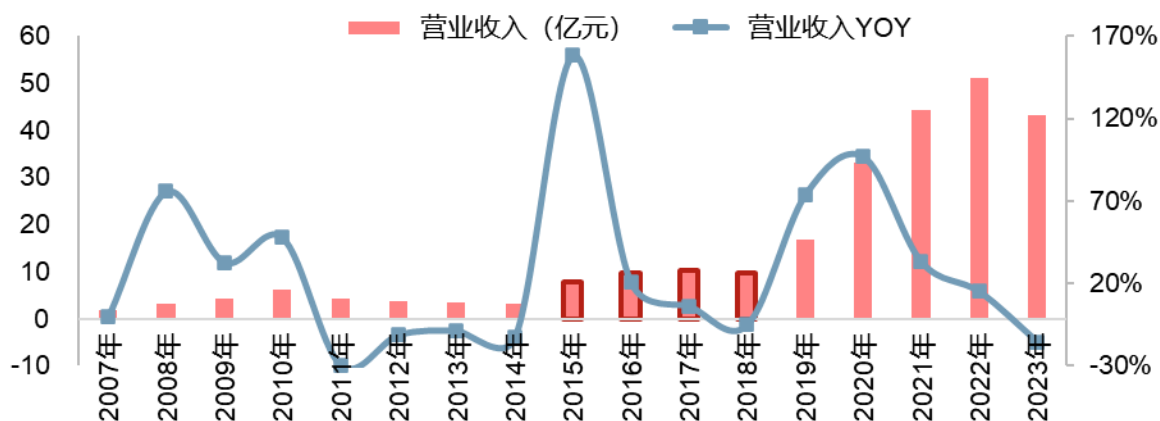


大金重工业绩复盘：2015年需求回暖，业绩开启上升通道

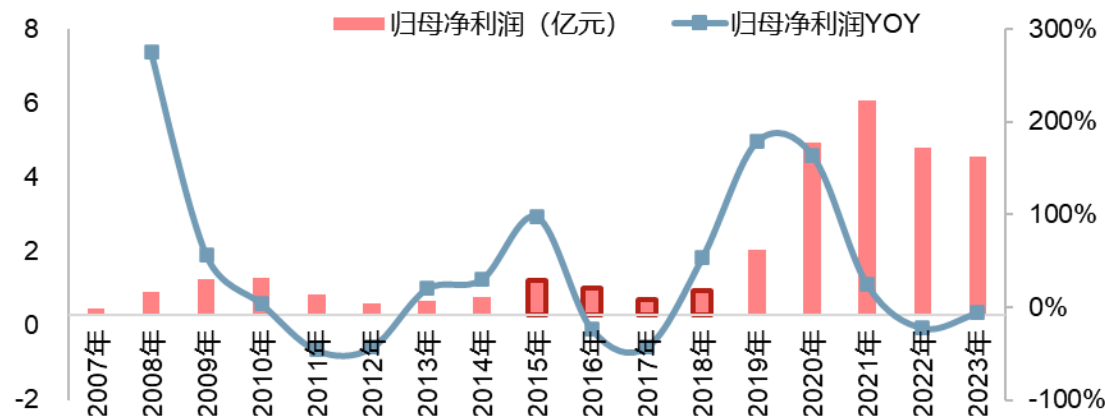
- ◆ **2015年陆风装机需求回暖，销量同比增长181%**：电价补贴下调引发抢装潮，蓬莱基地2014年底实现投产，公司2015年迎来订单交付高峰。
- ◆ **2016-2017年公司收入增速放缓，单吨净利持续下滑**：抢装期结束，因弃风率回升、新增装机核准致使开发受限，市场需求疲软；受产能利用率不足、钢材价格波动影响单吨净利持续大幅下滑。
- ◆ **2018年净利润修复，单吨净利高速增长**：公司剥离低毛利率的火电钢业务，聚焦风电塔筒业务发展；因新增核准开发受限，公司营业收入有所下降，但因公司管理能力改善，以及年底蓬莱二期产能释放带来的规模效应，单吨净利同比增长近一倍。

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
出货量（吨）	5.52	5.32	5.50	4.72	13.25	17.99	17.11	13.48	20.46	40.83	48.97	59.03	50.79	38.7	44
单吨净利（元/吨）	960	564	654	996	702	395	240	467	860	1139	1178	610	747	958	1781
毛利率	15.5%	14.7%	12.7%	17.3%	26.3%	22.0%	15.5%	20.4%	22.9%	25.5%	23.0%	16.7%	23.4%	29.5%	31.2%

图、2015年需求回暖，业绩开启上升通道



图、2015年需求回暖，业绩开启上升通道

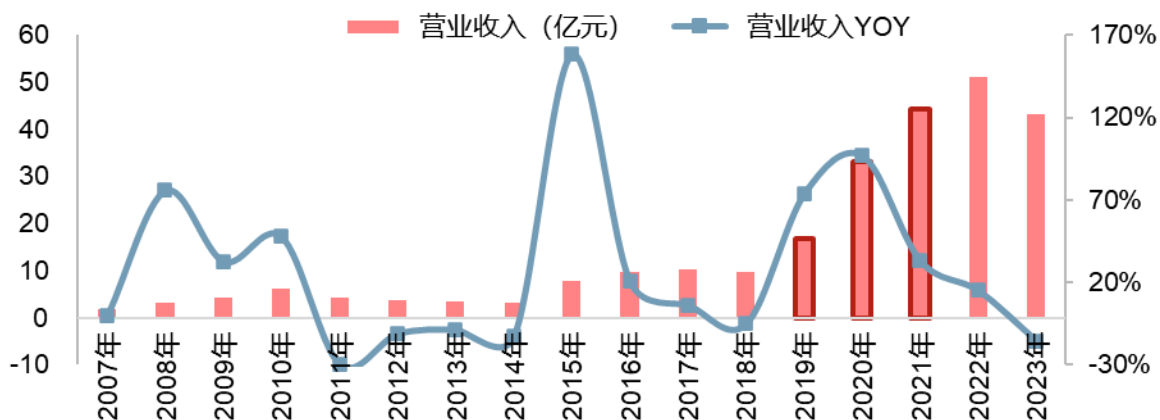


大金重工业绩复盘：2019年进入业绩高速发展期

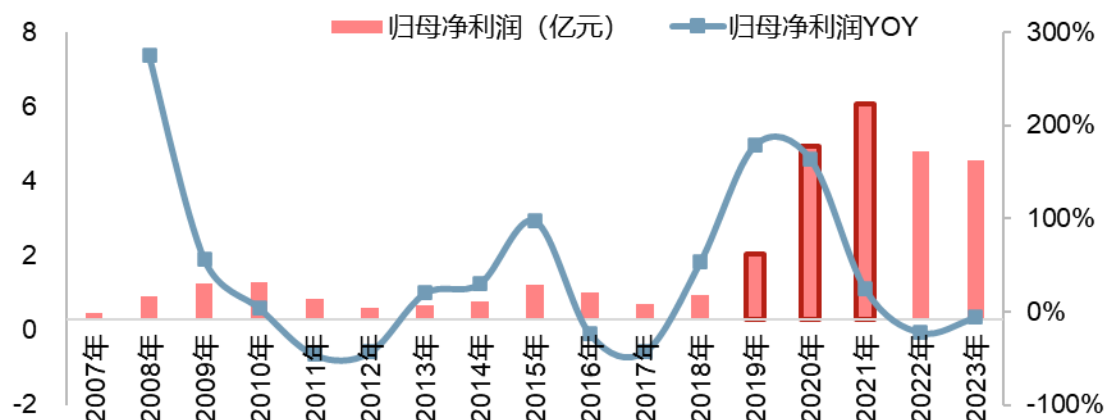
- ◆ **2019年公司迎来业绩高速增长期**：蓬莱、阜新等基地持续扩产为订单增长提供保障。同时2020年是陆风抢装年，叠加“双碳”政策利好因素的影响，公司销量增长近100%；2019/2020年公司营业收入同比增长74%/97%，归母净利润同比增长180%/165%，远超收入增速，**分析原因主要在于**：（1）精细化管理推动企业实现降本增效，资产周转率大幅提升，降低了原材料价格波动带来的风险和损失；（2）产能扩大释放规模效应。
- ◆ **2021年收入和净利润持续上升**：（1）海上风电产品销量占比提升；（2）海风装机潮爆发，政策利好频出；（3）公司凭借属地优势布局风电场和叶片业务，年底风电场并网运营，新增收入来源。毛利率下降的原因主要是受钢材涨价影响，公司国外陆风塔筒交付期较长，受原材料波动影响更加明显。

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
出货量（吨）	5.52	5.32	5.50	4.72	13.25	17.99	17.11	13.48	20.46	40.83	48.97	59.03	50.79	38.7	44
单吨净利（元/吨）	960	564	654	996	702	395	240	467	860	1139	1178	610	747	958	1781
毛利率	15.5%	14.7%	12.7%	17.3%	26.3%	22.0%	15.5%	20.4%	22.9%	25.5%	23.0%	16.7%	23.4%	29.5%	31.2%

图、2019年进入业绩高速发展期



图、2019年进入业绩高速发展期

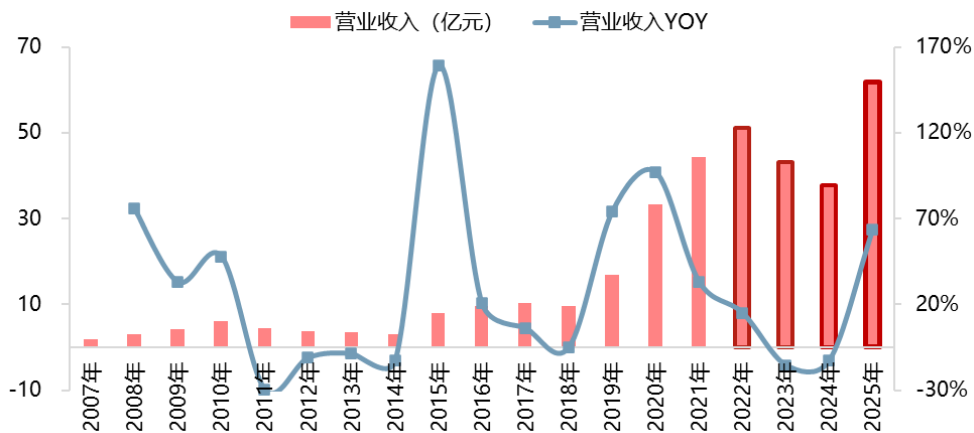


大金重工业绩复盘：2025年盈利能力大幅提升，业务结构改善

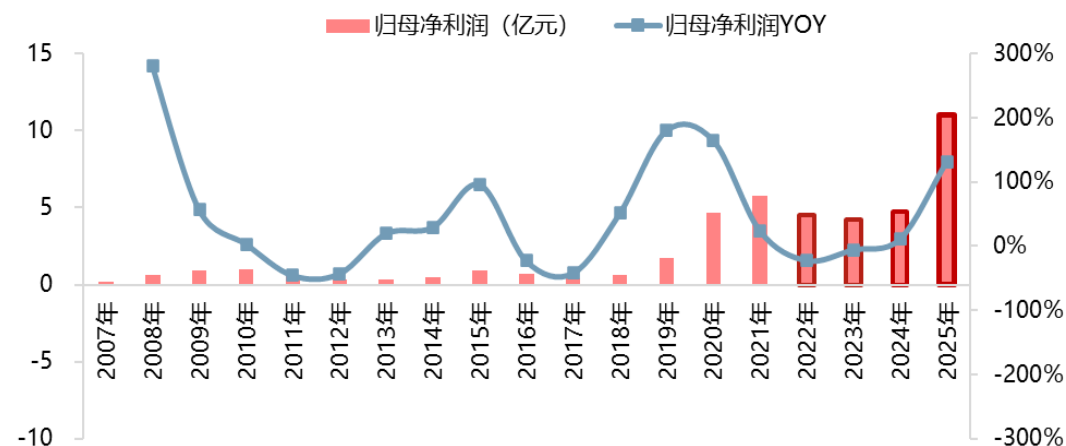
- ◆ **2022年单吨净利有所下调，收入维持增长**：江苏、广东问题以及海风抢装期结束影响，营业收入增速放缓，销量持续增加；受补贴退坡、竞争加剧对交付的不利影响，公司净利润有所下滑，单吨净利下降明显。
- ◆ **2023年单吨净利改善，毛利率大幅回升**：公司海外海工产品销量同比提升超 4000%，收入同比提升超 4300%，海外海工开始成为驱动公司盈利增长的核心驱动；收入同比下降的原因是对部分存在风险的国内陆风进行了主动去化。
- ◆ **2024年，受益业务结构改善，公司盈利大幅修复，尤其是2024年四季度公司业绩大幅超预期，2024Q4公司海外海工单吨净利达4000元/吨，大幅高于国内600-700元/吨盈利水平，大幅超市场预期（市场预期2000元/吨左右），市场全面上调公司2025、2026年业绩预期。**

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
出货量（吨）	5.52	5.32	5.50	4.72	13.25	17.99	17.11	13.48	20.46	40.83	48.97	59.03	50.79	38.7	44
单吨净利（元/吨）	960	564	654	996	702	395	240	467	860	1139	1178	610	747	958	1781
毛利率	15.5%	14.7%	12.7%	17.3%	26.3%	22.0%	15.5%	20.4%	22.9%	25.5%	23.0%	16.7%	23.4%	29.5%	31.2%

图、2025年盈利能力大幅提升，业务结构改善

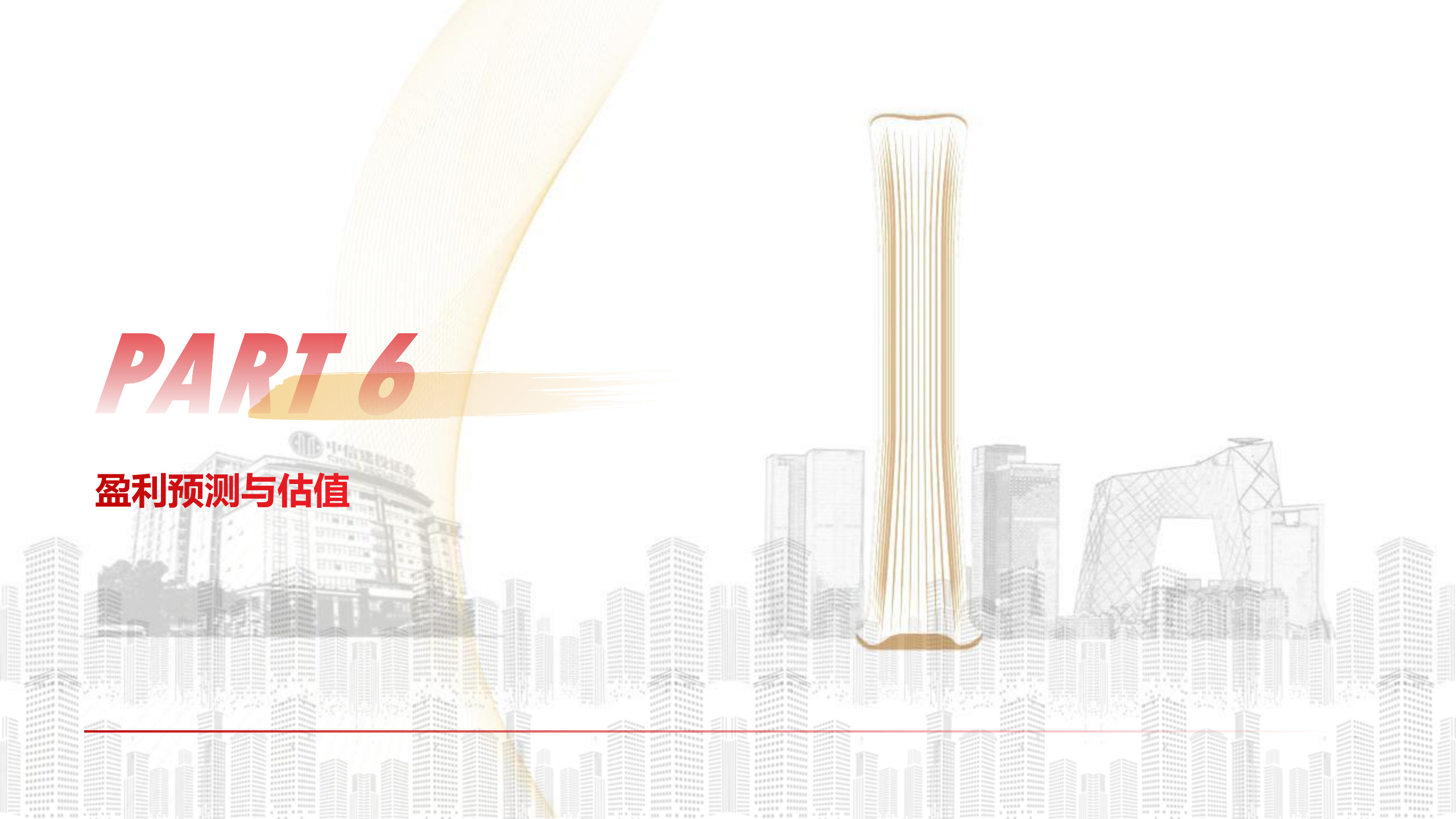


图、2025年盈利能力大幅提升，业务结构改善



PART 6

盈利预测与估值



盈利预测与估值

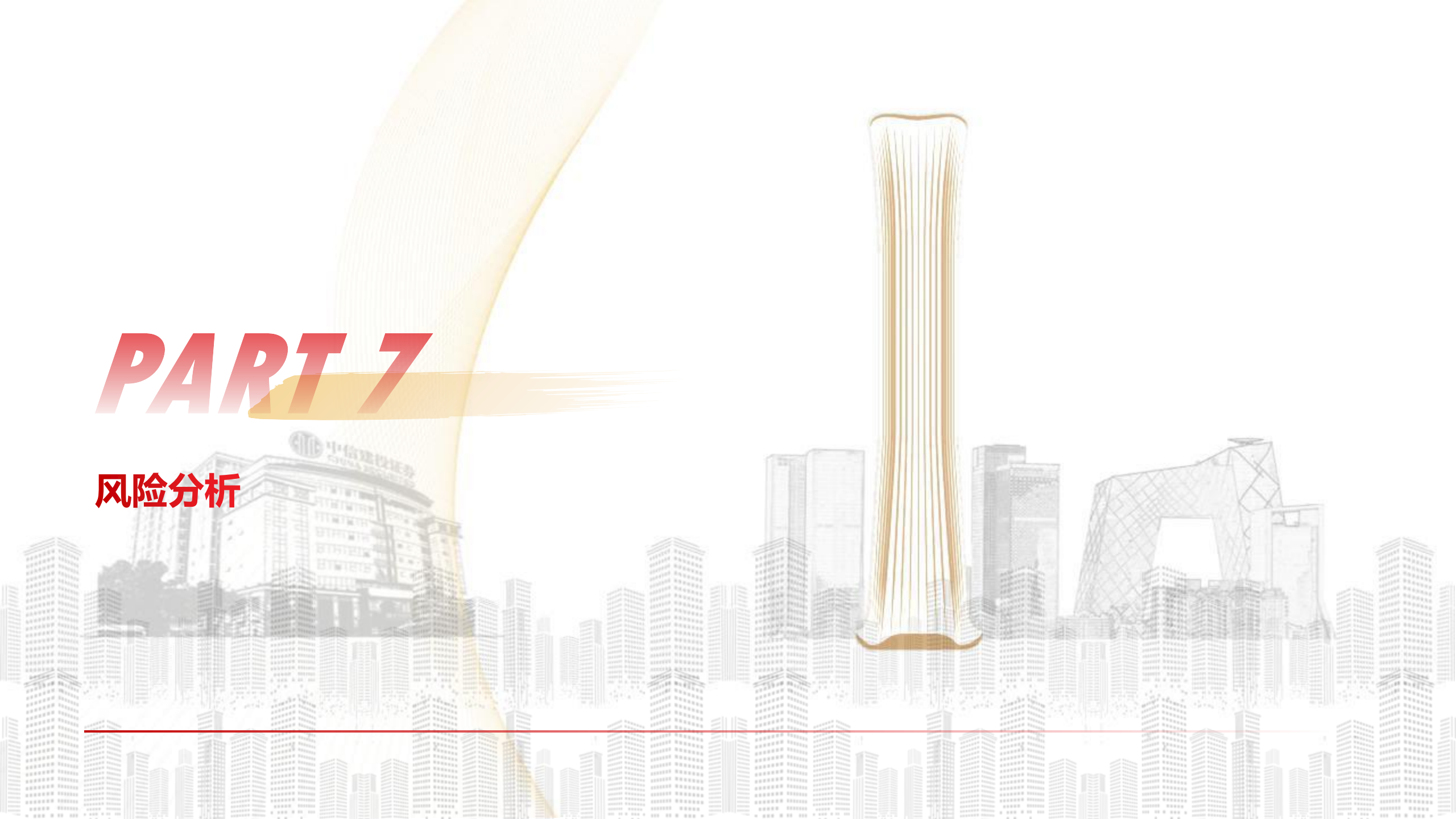
- 我们认为，大金重工2025年股价大幅上涨（涨幅150%）的驱动力源于：欧洲海风海工业务的“量价齐升”与业绩的超预期表现；
- 而大金下一轮股价驱动将来自系统服务业务预期的注入和基本面上的逐步兑现：（1）欧洲海风大发展带动的海工业务进一步增长，欧洲海风行业层面年均20%复合增速；（2）**提估值**：公司进入全球海工产业链资源整合带来的成长上限提高（2029-2030年市值空间从1200亿元上调至1700亿元），这也是公司提升估值的核心动力；（3）**上调业绩**：超预期快速进入安装及造船业务领域带来的2027-2028年业绩明显上调，2027、2028年业绩分别上调至27.3亿、38.2亿元，上调幅度分别为17%、46%。
- **盈利预测与估值**：预计公司 2026、2027、2028 年实现营业收入分别为 97.9、135.2、203.8亿元，实现归母净利润分别为 17.9、27.3、38.2亿元，对应 PE 估值分别为30.4、20.0、14.3倍，维持“买入”评级。

图、大金重工盈利预测简表

业务板块	指标	单位	2026E	2027E	2028E
国内陆上	收入	亿元	6.3	6.3	6.3
	净利润	亿元	0.2	0.2	0.2
国内海风	收入	亿元	6.3	6.3	6.3
	净利润	亿元	0.4	0.4	0.4
出口海风、陆风	收入	亿元	81.8	100.8	131.2
	净利润	亿元	15.1	16.9	19.6
电站业务	收入	亿元	3.5	8.0	8.0
	净利润	亿元	2.2	4.8	4.8
基础安装业务	收入	亿元	0.0	8.0	12.0
	净利润	亿元	0.0	4.0	6.0
船舶制造	收入	亿元	0.0	5.9	40.0
	净利润	亿元	0.0	1.1	7.2
合计	收入	亿元	97.9	135.2	203.8
	归母净利润	亿元	17.9	27.3	38.2

PART 7

风险分析



风险分析

- 海外风电规划政策推动不及预期；
- 海外风电项目推动不及预期：海外风电项目建设体量、建设进度不及预期将影响行业大规模发展；
- 行业竞争加剧导致环节盈利能力受损：若行业竞争加剧，激烈的价格战将导致行业内企业盈利受损；
- 行业降本不及预期：风电大规模发展还需要依赖上游各零部件降本，其中漂浮式海上风电大规模发展对行业降本依赖较大，上游降本不及预期将影响行业大规模推广发展；
- 公司各项业务推进进度不及预期风险，公司产能投放不及预期。

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。

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，研究方向为风电、光伏、电源设备；2025年所在团队荣获证券时报新能源和电力设备行业最佳分析师第三名。

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) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

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：charlene.liu@csci.hk