



# 大金重工 (002487.SZ)

买入 (维持评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 一体化布局有序落地，全产业链服务出海加速

### 投资逻辑：

2026年4月，公司正式发布“大海工”战略，宣布致力于成为海上风电系统服务商，覆盖从海工产品生产制造到海上安装的全流程。本篇报告我们主要分析了驱动公司未来持续较快增长的两大增量逻辑：1) 通过分析海外管桩龙头 Sif 以及海风安装龙头 Cadeler 的历史财务数据及业务开展情况，清晰展望了大金从单纯的管桩制造向安装、服务业务延伸的逻辑合理性及中远期成长空间；2) 针对市场当前尚未充分认知的、公司通过业务拓展不断筑高的竞争壁垒，做了更充分的分析。

**一体化布局有序落地，全产业链服务出海加速。** 1) 码头编组：核心价值在区位及重点母港资源锁定，码头编组业务盈利能力较高，Sif 2022 年以来毛利率维持 45% 以上，2024 年以来公司先后完成三个重点市场核心母港布局，有望带动管桩订单价值量进一步扩容；2) 海风安装：风机大型化驱动海风安装船加速迭代，目前欧洲仅有 19 艘船能满足下一代海上风机高效安装，供需缺口下安装船日租金已从不到 30 万欧元/天上涨至最高 50 万欧元/天，对应新造船股权 IRR 超 20%。公司依靠自有造船产能切入海风安装市场，并已完成与欧洲主流海风开发商签署合作意向书，后续正式订单有望逐步落地。

**“自有运输与安装船队+多元本土化布局”推进构建更高壁垒。** 根据公司港股发行材料，2025 年上半年公司在欧洲单桩市场占有率提升至 29%，市场份额排名第一，我们认为公司已完成从海外补充产能到欧洲管桩主流供应商地位的转变；欧洲本土管桩企业保守扩产背景下，公司借助港股融资实现深远海基础产能扩容及欧洲本土总装基地落地，重点瞄准 2029 年前后有望放量的欧洲管桩、浮式基础需求。自有运输船快速下海，全面覆盖全球深远海项目运输需求，有望进一步释放运输物流盈利弹性，并构建同行难以复制的竞争壁垒。

### 盈利预测、估值和评级

欧洲海风+全球船舶景气上行周期下，看好公司“大海工”战略加速落地，海工制造、安装以及船舶制造订单有望加速释放，并驱动公司中长期业绩预期及估值持续提升；我们预计公司 2026-2028 年归母净利润预测至 18.3、30.4、43.9 亿元，对应当前 PE 26、16、11 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

海外海风项目进度不及预期；贸易政策风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人：彭治强

pengzhiqiang3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：74.71 元

相关报告：

- 《大金重工公司点评：Q1 业绩超预期，盈利能力再上台阶》，2026.4.28
- 《大金重工公司点评：收入结构优化，战略转型加速》，2026.3.6
- 《大金重工公司点评：新船加速服务业务发展，第二增长曲线明确》，2025.12.3



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,780	6,174	8,232	13,017	20,667
营业收入增长率	-12.61%	63.34%	33.35%	58.12%	58.77%
归母净利润(百万元)	474	1,103	1,834	3,040	4,389
归母净利润增长率	11.46%	132.82%	66.21%	65.76%	44.39%
摊薄每股收益(元)	0.743	1.730	2.875	4.767	6.883
每股经营性现金流净额	1.70	1.92	1.24	5.35	7.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.52%	13.32%	18.23%	23.35%	25.37%
P/E	27.58	30.02	25.98	15.67	10.85
P/B	1.80	4.00	4.74	3.66	2.75

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、从海外龙头看大金新业务：一体化布局有序落地，全产业链服务出海加速	4
1.1 码头编组：迈向完整海风基础解决方案重要一环，公司港口布局持续加速	4
1.2 海风安装业务：风机大型化持续升级，新型船供给短缺造就租金持续上行	7
二、“自有运输与安装船队+多元本土化布局”推进构建更高壁垒	10
2.1 晋升欧洲管桩环节主流供应商，港股融资积极把握扩产窗口	10
2.2 自有船队建设加速，运输能力构建深度壁垒	12
2.3 欧洲本土化建设持续推进，有望增强海外拿单能力	14
三、投资建议与盈利预测	15
风险提示	15

## 图表目录

图表 1：从“产品出海”向“全产业链服务出海”	4
图表 2：Sif 马斯弗拉克特二期工厂码头可提供码头编组、物流支持等多项服务	4
图表 3：Sif 用来开展码头编组与物流服务的马斯弗拉克特二期工厂码头	5
图表 4：Sif 对码头编组业务也极其重视，认为是从单桩制造商升级为完整海风基础解决方案伙伴的重要一环	5
图表 5：受主业扩产影响，2023 年起 Sif 放缓码头编组业务拓展速度	6
图表 6：2022 年以来，码头编组业务毛利率维持 40%以上	6
图表 7：Sif 业务分布在海外多个国家/地区，但能够用来开展码头编组业务的港口布局较少	6
图表 8：公司欧洲编组港布局持续加速，覆盖范围进一步扩大	6
图表 9：安装船租金在安装费用中占比约 22%	7
图表 10：从订单口径看，欧洲海风项目已经进入到全面应用 15MW 级风机时代	7
图表 11：伴随着风机大型化带来的单桩重量提升，风电安装船所需求的最大的起重能力要求也在不断提升	7
图表 12：欧洲现有 47 艘海工安装船中，超过一半的船已不具备安装能力	8
图表 13：2030 年后海风安装船有望迎来巨大缺口	8
图表 14：受新型高效安装船短缺推动，海风安装船日租金持续上行	8
图表 15：新型船能够提供更高效的海上安装能力	8
图表 16：在日租金 50 万欧元、80%年利用率的假设下，船东股权 IRR 可达 24%	9
图表 17：目前从第三方造船厂采购海风安装船需要等待 4 年时间交付	9
图表 18：公司联合正力开展定制化适配改造，使其具备欧洲海上风电项目安装作业能力	10
图表 19：2025 年上半年公司欧洲市占率提升至 29%	10
图表 20：结合 Sif 产能、订单水平，公司已经从最初承接缺口订单的补充产能晋升为欧洲管桩主流供应商	10
图表 21：公司唐山基地能够产出最大 16 米直径的单桩产品	11



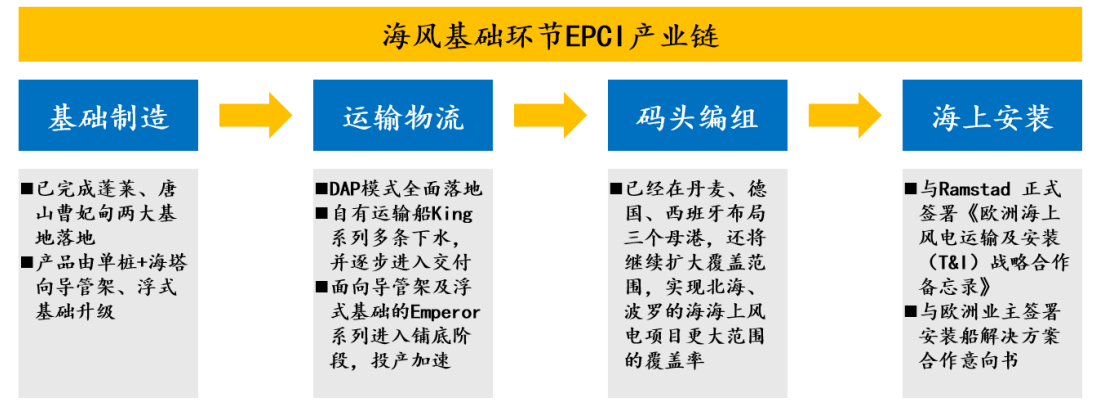
图表 22:	存量项目已拍卖项目足以支撑欧洲海风项目建设在 2032 年之前保持增长.....	11
图表 23:	政府主导的项目拍卖模式下, 项目拍卖规模是衡量欧洲海风景气度最重要的前瞻指标.....	12
图表 24:	从融资结构来看, Sif 2023 年融资扩产时, 订单预付款占接近 30%.....	12
图表 25:	超过 60 米的船宽使得 Emperor 系列船型具备经济运输浮式基础的能力.....	13
图表 26:	Emperor 系列船型可以双排布置运输导管架项目, 帮助客户实现综合成本下降.....	13
图表 27:	欧洲目前已完成拍卖的漂浮式风电项目共计约 1.5GW.....	13
图表 28:	公司对外承接船舶订单复杂度持续升级.....	14
图表 29:	供应链韧性中, 海风供应链包含九大战略组件.....	14
图表 30:	法国 10GW 海风拍卖草案评分标准中, 针对本土化要求主要分为.....	14
图表 31:	公司本土化布局较早, 且随着欧洲政策边际收紧持续推进.....	14
图表 32:	公司计划通过港股发行募投资金布局欧洲总装基地.....	15
图表 33:	可比公司估值表.....	15



## 一、从海外龙头看大金新业务：一体化布局有序落地，全产业链服务出海加速

2026年4月，公司正式发布“大海工”战略，宣布致力于成为海上风电系统服务商，覆盖从海工产品生产制造到海上安装的全流程。本篇报告我们主要分析了驱动公司未来持续较快增长的两大增量逻辑：1) 通过分析海外管桩龙头 Sif 以及海风安装龙头 Cadeler 的历史财务数据及业务开展情况，清晰展望了大金从单纯的管桩制造向安装、服务业务延伸的逻辑合理性及中远期成长空间；2) 针对市场当前尚未充分认知的、公司通过业务拓展不断筑高的竞争壁垒，做了更充分的分析。

图表1：从“产品出海”向“全产业链服务出海”



来源：公司公告、公司官方公众号等，国金证券研究所

### 1.1 码头编组：迈向完整海风基础解决方案重要一环，公司港口布局持续加速

由于海风大型部件太大、太重、太贵，不能像普通货物一样随到随装，所以需要有一个靠近项目海域、具备重载堆场和码头能力的港口，把部件提前集中、排序、预处理，再按安装节奏交给安装船，从而降低安装船等待、物流混乱和项目延误的风险，而以上这些服务，统称为码头编组及物流服务。

对于欧洲本土管桩制造企业而言，开展码头编组及物流服务业务主要起到增加客户粘性、提高已有码头资源利用率的作用。以欧洲管桩环节龙头 Sif 为例，目前新投产的马斯弗拉克特二期(Maasvlakte 2)工厂码头被用来开展码头编组、物流支持、回收退役等多项工作。此外，对于中国企业出口欧洲而言，由于制造在中国，项目在欧洲，中间存在较长的运输距离，在欧洲港口建立码头编组能力可以有效缓解客户对供应链距离、交付可靠性、安装协调能力的担忧。

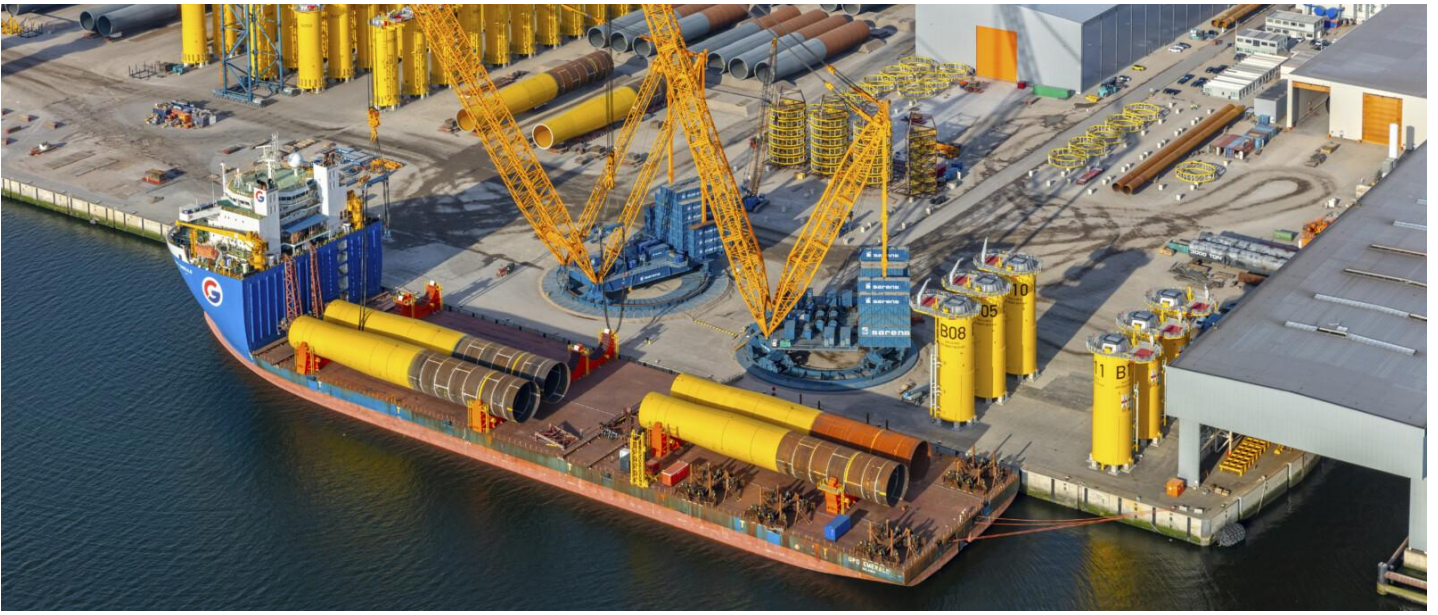
图表2：Sif 马斯弗拉克特二期工厂码头可提供码头编组、物流支持等多项服务

服务	具体内容
码头编组	在靠近安装现场的位置，高效存储并准备单桩、过渡段及其他海上风电部件
物流支持	提供完整的项目物流服务，包括吊装作业、通过 SPMT（自行式模块运输车）运输，以及现场管理
可持续解决方案	面向未来退役需求做好准备：Sif 提供空间，用于存储从已拆除海上风电场回收的部件，并支持其可持续再利用
循环合作	作为 ESG（环境、社会和治理）目标的一部分，Sif 与供应链合作伙伴共同开发钢材及其他材料再利用的解决方案

来源：Sif 官网，国金证券研究所



图表3: Sif 用来开展码头编组与物流服务的马斯弗拉克特二期工厂码头



来源: Sif 官网, 国金证券研究所

从 Sif 年报来看, 码头编组业务具备较高的盈利能力, 同时也被认为是从单桩制造商升级为完整海风基础解决方案伙伴的重要一环。Sif 于 2019 年正式开展码头编组服务, 管理层认为码头编组不是简单港口物流, 而是 Sif 从单桩制造商升级为更完整海风基础解决方案伙伴的一部分, 但受 2023 年扩产影响后不得不放慢码头编组业务的拓展速度。从盈利能力来看, 2022-2025 年 Sif 码头编组业务毛利率维持在 45% 以上的较高水平, 明显好于制造端盈利水平。

图表4: Sif 对码头编组业务也极其重视, 认为是从单桩制造商升级为完整海风基础解决方案伙伴的重要一环

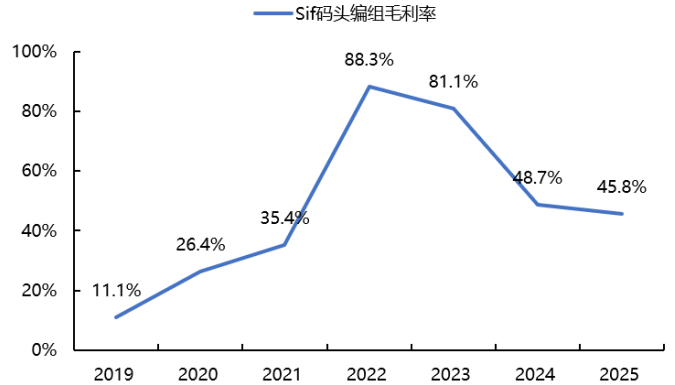
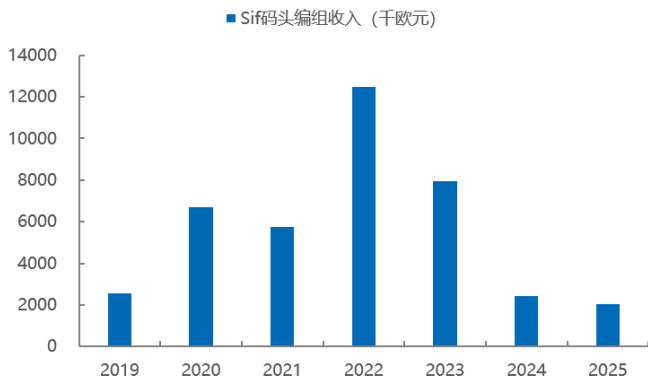
时间	Sif 管理层针对码头编组业务概述
2019 年	海上风电设备尺寸变大后, 客户希望把组装枢纽放在靠近出海点和风场的位置, Sif 因此从 2019 年开始做码头编组业务, 并额外租赁了 20 公顷 Maasvlakte 2 区域, 为客户提供场地和可能带操作人员的设备, 用于海上安装前的组装和调试
2020 年	将码头编组作为独立经营分部披露, 管理层认为码头编组不是简单港口物流, 而是 Sif 从单桩制造商升级为更完整海风基础解决方案伙伴的一部分
2021 年	早期海上风电场将在未来 5-10 年进入寿命末期, 拆除旧基础后, 钢材可以作为新钢材的重要原料, 码头编组业务可以作为未来退役、拆解、回收业务的入口
2022 年	管理层明确将在未来 2-3 年拓展码头编组服务能力, 并在未来 4-7 年实现规模化
2023 年	管理层判断码头编组业务过去几年做得很成功, 但为了给生产设施扩建腾出空间, 不得不放慢这个业务。公司正在和鹿特丹港进行积极谈判, 希望租赁额外空间, 用于重启码头编组活动, 以及潜在的风场退役业务
2024 年	Sif 在 2024 年临时向鹿特丹港额外租赁 20 公顷土地, 用于储存和码头编组活动

来源: Sif 年报, 国金证券研究所



图表5: 受主业扩产影响, 2023年起 Sif 放缓码头编组业务拓展速度

图表6: 2022年以来, 码头编组业务毛利率维持40%以上



来源: Sif 年报, 国金证券研究所

来源: Sif 年报, 国金证券研究所

码头编组业务的核心价值主要体现在区位, 对重点海域港口资源的锁定是拓展业务的关键, 2024年以来公司针对欧洲港口战略资源的布局持续加速。

由于码头编组服务的就近原则, 单个码头仅能负责周边邻近海域的海风项目, 以 Sif 为例, 其管桩产品可以通过运输销售给英国、美国、荷兰、波兰、德国、法国等多个国家的客户, 但码头编组服务很难从一个荷兰码头覆盖所有欧洲和美国项目。

图表7: Sif 业务分布在海外多个国家/地区, 但能够用来开展码头编组业务的港口布局较少

地区/国家	2023	2024	2025
荷兰	15.3	34.3	270.3
英国	277.3	232.4	19.7
美国	8.6	124.3	166.7
波兰	0.0	2.4	119.7
挪威	8.2	19.1	10.7
韩国	1.2	5.1	0.9
西班牙	1.7	4.0	5.1
比利时	4.8	3.8	3.4
德国	89.3	0.7	0.1
法国	47.1	2.4	0.0
其他欧盟	0.2	0.0	0.0
其他世界	0.7	0.6	0.4
<b>合计收入</b>	<b>454.3</b>	<b>429.0</b>	<b>597.0</b>

来源: Sif, 国金证券研究所

相较于 Sif, 在母港码头布局上, 公司已经在丹麦、德国、西班牙布局三个母港, 并将继续扩大覆盖范围, 从而实现北海、波罗的海海上风电项目更大范围的覆盖率。欧洲具备合适水深和广阔堆场面积的码头非常稀缺, 通过锁定核心码头资源, 有望在后续有效带动公司在订单获取上形成新的业务模式和利润增长点。

图表8: 公司欧洲编组港布局持续加速, 覆盖范围进一步扩大

时间	地点	协议内容
2024年12月	丹麦-欧登塞港	与欧登塞港签订10万平方米港口区域的预留协议, 为公司提供储存运往欧洲风电场的海上风电组件的能力
2025年12月	德国-库克斯港	与库克斯港新建码头的所有者 Briese Schiffahrt 公司建立合作伙伴关系, 将在库克斯港新建的占地逾20公顷港口码头提供海上风电母港服务
2026年2月	西班牙-希洪港	与西班牙北部工业领先集团的 Zima Equity 签署谅解备忘录, 计划在希洪港附近建设海上风电基础制造设施, 并将希洪港设为服务欧洲海上风电项目的编组港

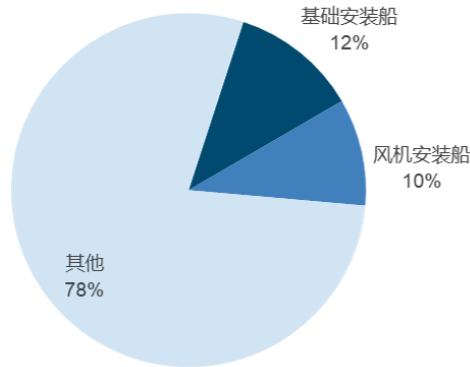
来源: 欧登塞港口、公司公众号等、国金证券研究所



## 1.2 海风安装业务：风机大型化持续升级，新型船供给短缺造就租金持续上行

从价值量来看，1GW 欧洲海风项目的安装费用约 11.6 亿欧元，其中基础安装船及风机安装船的租金分别约 1.3、1.1 亿欧元，占整个海风安装费用的 22%。

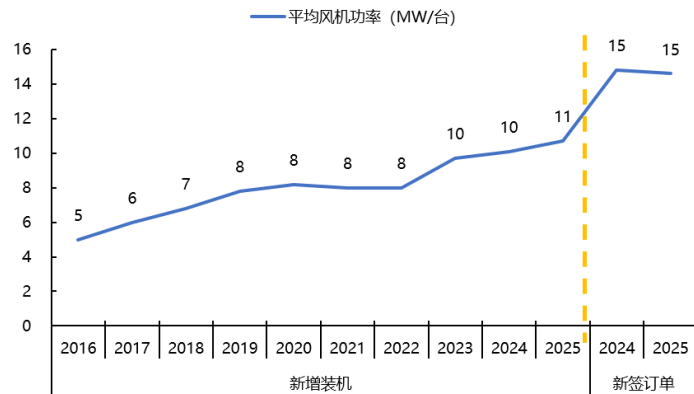
图表9：安装船租金在安装费用中占比约 22%



来源：BVGA，国金证券研究所；注：2024 年数据

**海风大型化发展加速安装船迭代淘汰。**安装船的起重能力决定能够安装多大的海风基础，由于吊装半径、吊臂长度、船舶稳态及安全系数等因素影响，实际起吊能力大约为最大起重能力的 0.5-0.75 倍，目前欧洲最新一代的海风安装船最大起重能力在 2500-3000 吨以上，基本适配目前主流的 15-16MW 机组的单桩安装。若后续欧洲海风机组单机功率提升至 20MW+/台，对应单桩重量可达 2000-4000 吨/根，则需要用到起重能力在 3000-5000 吨以上的海风安装船，并将进一步放大欧洲安装船缺口。

图表10：从订单口径看，欧洲海风项目已经进入到全面应用 15MW 级风机时代



来源：Wind Europe，国金证券研究所

图表11：伴随着风机大型化带来的单桩重量提升，风电安装船所需求的最大的起重能力要求也在不断提升

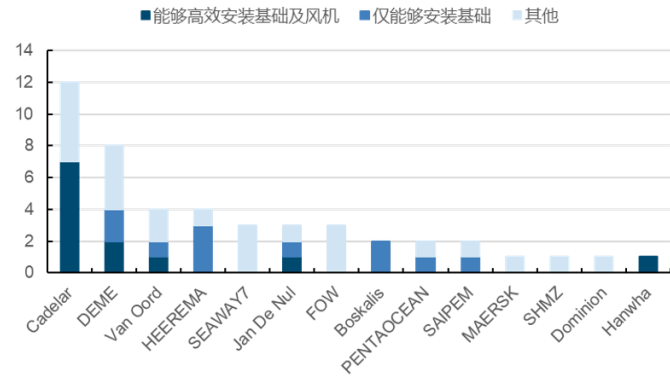
单桩类型	单机功率 (MW/台)	单根直径 (米)	单根重量 (吨/根)	船起重能力 (吨)
Regular	< 6MW	5-6	400-700	800-1200
XL	6-10MW	6-8	800-1200	1200-1800
XXL	10-16MW	8-13	1100-2000	2000-3300
XXXL	15-20MW+	> 11	> 2000	3000-5000+

来源：IM，国金证券研究所；注：根据实际项目总结的经验值，实际重量及起重能力还会受场址水深、作业环境等因素影响

根据 Cadeler 披露，目前欧洲海风安装船数量约 47 条，但其中超过一半的船由于船龄较老，已基本不具备目前主流风机及单桩的安装工作，剩余 23 艘船中能够实现高效安装风机及单桩的数量仅 12 艘，整体供需相对偏紧。即使考虑目前已宣布扩产的船东，预计到 2030 年，欧洲市场能够满足下一代海上风机安装工作的船型也仅有约 19 艘，相比市场潜在需求存在巨大缺口。

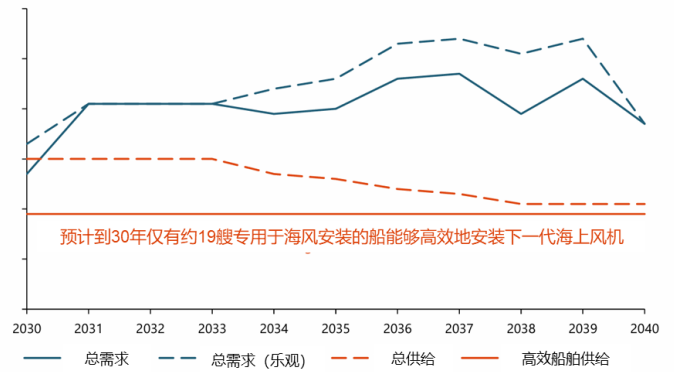


图表12: 欧洲现有 47 艘海工安装船中, 超过一半的船已不具备安装能力



来源: Cadeler, 国金证券研究所

图表13: 2030 年后海风安装船有望迎来巨大缺口

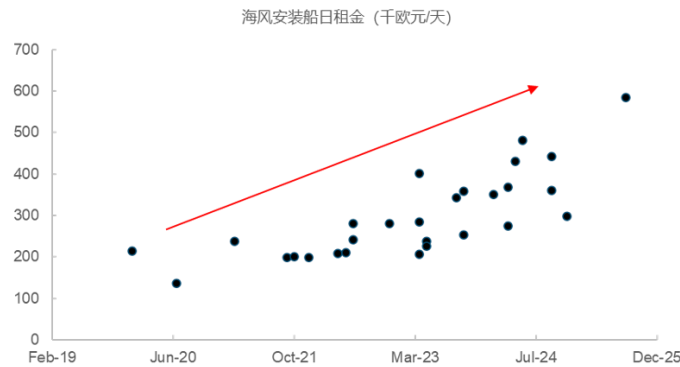


来源: Cadeler, 国金证券研究所

**受新型高效安装船短缺推动, 海风安装船日租金持续上行。**相较于部分老旧的海风安装船, 新型船能够实现更高效的安装工作: 根据 Cadeler 披露, 目前公司主流的 P-Class 安装船相较于上一代 Gusto NG-9000 船型能够实现约 30% 的施工总时间降低。

受益于安装效率提升带来的施工总时间降低以及行业供需关系走向紧张, 海风安装船单日租金持续走高, 据 Clarksons, 截至 2025 年底, 欧洲第四代海风安装船 (WTIV) 的日租金已经从 2024 年初的不到 30 万欧元/天上涨至 32.5-45 万欧元/天, 部分订单日租金价格已上涨至 50-60 万欧元/天。

图表14: 受新型高效安装船短缺推动, 海风安装船日租金持续上行



来源: Cadeler, 国金证券研究所

图表15: 新型船能够提供更高效的海上安装能力

安装船船型	P-Class	Gusto NG-9000
主吊起重能力	> 2600吨	约800吨
每轮安装携带风机数量	6	2
安装100台风机所需来回	17	50
平均吊装一台风机所需天数	2.14	2.69
施工总时间	~370天	~540天

来源: Cadeler, 国金证券研究所

租金持续上行背景下, 拥有新型高效海风安装船的船东能够具备较高盈利水平。海工安装船 IRR 主要受订单日租金及每年运营时间两项参数影响, 参考当前市场价格水平, 在单船造价 5 亿欧元 (约 40 亿人民币)、日租金 50 万欧元、80% 年利用率 (约 290 天)、日运营成本 4 万欧元/天的假设下, 我们计算对应船东股权 IRR 可达 24%。



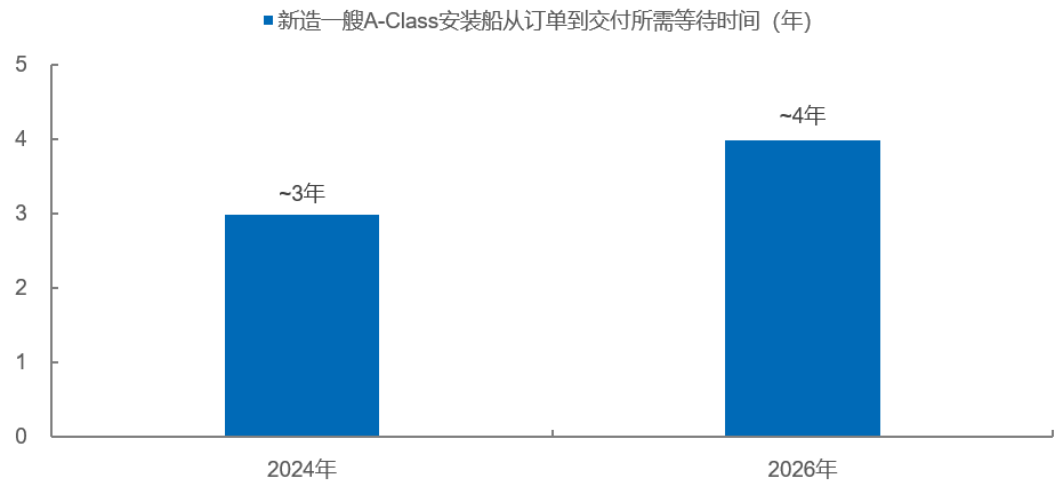
图表16: 在日租金50万欧元、80%年利用率的假设下, 船东股权 IRR 可达 24%

日租金 / 利用率	55%	60%	65%	70%	75%	80%	85%
300	-8.1%	-3.6%	0.9%	5.4%	9.9%	14.4%	18.9%
350	-5.7%	-1.2%	3.3%	7.8%	12.3%	16.8%	21.3%
400	-3.3%	1.2%	5.7%	10.2%	14.7%	19.2%	23.7%
450	-0.8%	3.7%	8.2%	12.7%	17.2%	21.7%	26.2%
500	1.6%	6.1%	10.6%	15.1%	19.6%	24.1%	28.6%
550	4.0%	8.5%	13.0%	17.5%	22.0%	26.5%	31.0%
600	6.4%	10.9%	15.4%	19.9%	24.4%	28.9%	33.4%

来源: Cadeler 等, 国金证券研究所

全球造船产能紧张拉长新签海风安装船订单交付时长, 根据 Cadeler 发行资料显示, 2026 年新造一艘 A-Class 安装船从下订单到实际交付中间所需等待时间约 4 年左右, 较 2024 年的 3 年等待时间进一步拉长, 这意味着 2026 年的订单预计将等到 2030 年之后才会实现交付。

图表17: 目前从第三方造船厂采购海风安装船需要等待 4 年时间交付



来源: Cadeler, 国金证券研究所

公司积极切入海风安装领域, 有望凭借自有造船产能实现快速扩产。2026 年 4 月, 公司与正力海洋工程正式签署欧洲市场风电安装船业务战略合作框架协议。公司拟依托自身在欧洲海风领域多年的经验和技術积累, 联合正力海工对其现有的一艘起吊能力 3500 吨风电安装船, 开展定制化适配改造, 使其具备欧洲海上风电项目安装作业能力。此外, 公司也同样计划建造适配大型风机基础施工的专业安装船, 具备超大吊装能力, 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



图表18: 公司联合正力开展定制化适配改造, 使其具备欧洲海上风电项目安装作业能力



来源: 上海振华重工, 国金证券研究所

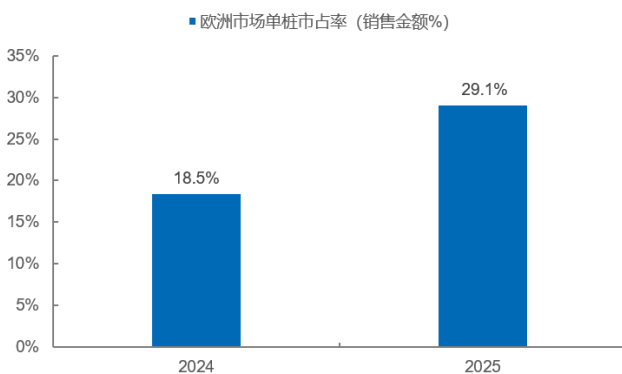
海风安装业务持续推进, 有望贡献明确业绩增量。2026年5月, 公司领英账号宣布近期与一家领先的欧洲海上风电场业主兼运营商签署了一份意向书 (Letter of Intent, LOI), 以探索在安装船解决方案方面的合作。双方同意共同应对行业挑战, 并就船舶规格、建造时间表以及安装作业模式进行协调, 以满足该开发商业海上风电项目的安装需求。同时, 双方将共同努力, 为未来欧洲海上风电项目释放高效、可靠的安装能力。

## 二、“自有运输与安装船队+多元本土化布局”推进构建更高壁垒

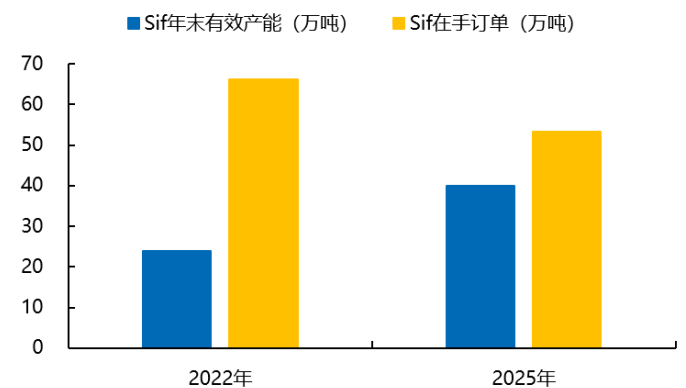
### 2.1 晋升欧洲管桩环节主流供应商, 港股融资积极把握扩产窗口

根据公司港股发行材料, 以欧洲市场单桩销售金额计算, 2025年上半年公司在欧洲市占率达29%, 排名第一。我们认为公司已经从最初承接缺口订单的海外补充产能晋升为欧洲管桩主流供应商。

图表19: 2025年上半年公司欧洲市占率提升至29%



图表20: 结合Sif产能、订单水平, 公司已经从最初承接缺口订单的补充产能晋升为欧洲管桩主流供应商



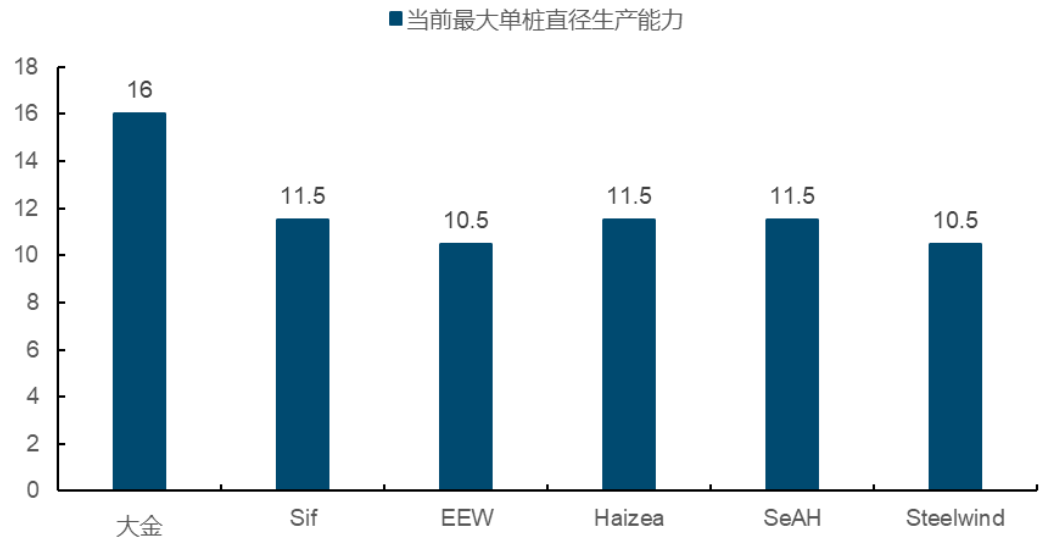


来源：公司港股发行材料，国金证券研究所

来源：Sif，国金证券研究所

横向对比欧洲管桩企业，公司工厂更加适配风机大型化+场址深水化下的单桩生产。更大功率风机和更深水域需要更大直径单桩，而直径增大会带来更厚的钢板以及更大的单根重量，根据 Boslan 的报告，如果保持 D/t（直径/壁厚）比例不变，单桩直径从 8 米增加到 10 米，重量接近翻倍；从 8 米增加到 12 米，重量接近变为三倍，并进一步放大制造、运输和安装的挑战。公司唐山曹妃甸基地能够生产的单桩产品最大直径可达 16m，而目前欧洲大多数本土单桩产能仍停留在 10-11m 直径级别，面对 15-25MW 风机所需的 12-16m 下一代单桩生产存在较为明显的潜在瓶颈。

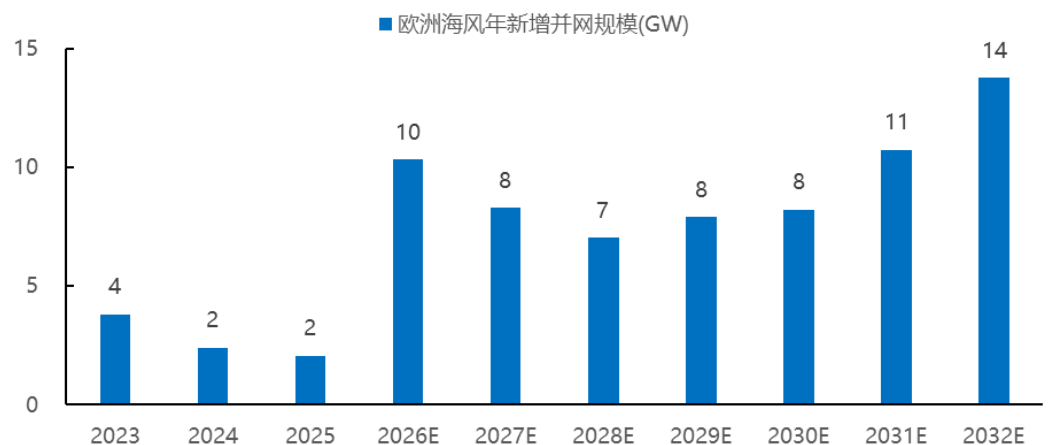
图表21：公司唐山基地能够产出最大 16 米直径的单桩产品



来源：IM，国金证券研究所

从行业层面来看，预计欧洲海风并网规模将在 2031 年前后大幅提升，根据我们针对欧洲各国海风项目拍卖及具体进展跟踪来看，预计 2031/2032 年欧洲海风项目并网规模有望提升至 11/14GW，对应管桩需求将会在 2029 年前后进一步放量。

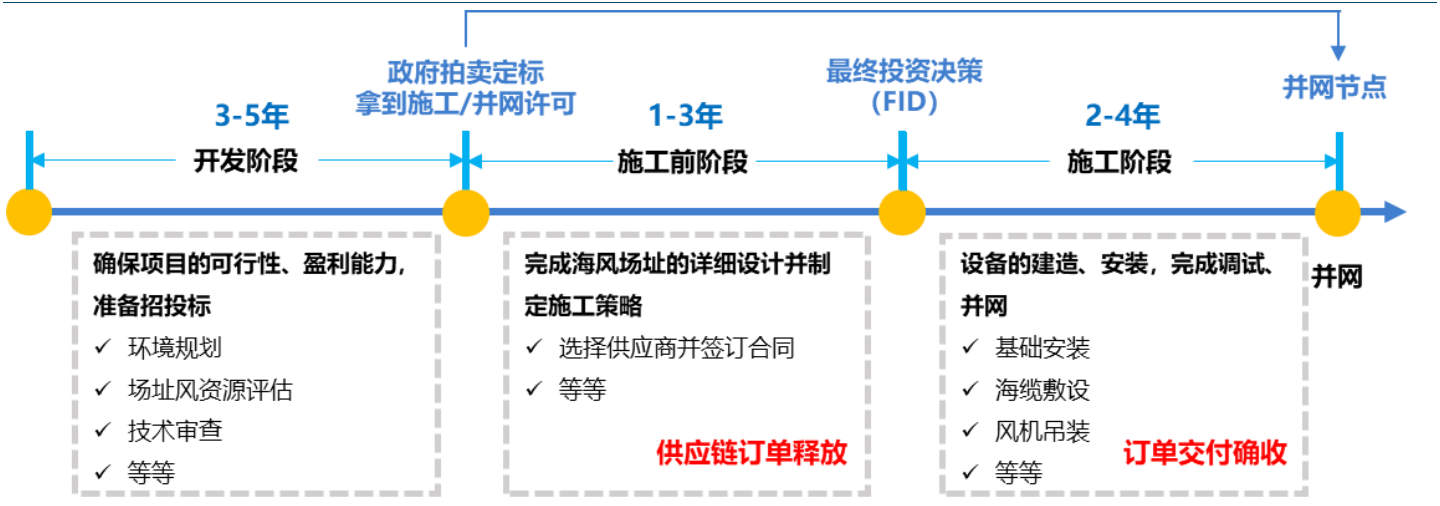
图表22：存量项目已拍卖项目足以支撑欧洲海风项目建设在 2032 年之前保持增长



来源：各国政府官网等，国金证券研究所；仅考虑已完成拍卖及明确规划容量及并网时间的计划拍卖项目，远期仍有一定上修空间



图表23：政府主导的项目拍卖模式下，项目拍卖规模是衡量欧洲海风光度最重要的前瞻指标



来源：国金证券研究所

而从欧洲管桩企业目前的扩产进度来看，扩产相对较少。这是由于欧洲本土企业对于扩产保持较为谨慎的态度，欧洲本土扩产节奏更慢、风险偏好更低，只有当积累较高的订单规模时才会宣布扩产，以 Sif 2023 年融资扩产为例，其扩产的直接催化来自于订单的巨量积累，并且预付款能够支撑较大比例的融资需求。

图表24：从融资结构来看，Sif 2023 年融资扩产时，订单预付款占接近 30%

融资来源	融资金额 (亿欧元)
客户订单预付款	1.00
Invest-NL 与银行固定贷款	0.81
Rabobank 租赁融资	0.40
向 Equinor 发行优先股	0.50
普通股配股融资	0.50

来源：Sif 年报，国金证券研究所

## 2.2 自有船队建设加速，运输能力构建深度壁垒

从装备制造到“制造 + 专属运力”一体化，公司自有船队建设持续加速。2026 年 5 月，公司首艘 Emperor 系列运输船完成铺底，预计首船按计划 2026 年 9 月下水，并将在年内交付，后续同船型在 2027 年还将再下水交付 3 艘。Emperor 系列运输船在运输浮式基础及导管架方面具备较强的经济优势，公司有望凭借自有运输船队的建设构建起较强的竞争壁垒。

- **浮式基础：**当前深远海风电已正快速进入浮式基础规模化时代，欧洲项目普遍无现场组装码头，成品浮式基础整装运输成为项目落地的硬性门槛。行业数据显示：全球可直接运输成品浮式基础、船宽超 60 米的专业甲板运输船 0 条，半潜船仅有 4 条且运费昂贵。大金重工本次铺底的 Emperor 系列船型，以型宽 61 米的核心参数，跻身这一极度稀缺的船型序列，是目前全球极少数可一站式完成超大型浮式基础整装发运的专用船舶。



图表25: 超过 60 米的船宽使得 Emperor 系列船型具备经济运输浮式基础的能力



来源: 公司微信公众号, 国金证券研究所

- 导管架: Emperor 系列船型长 245 米, 甲板作业面积达 1.35 万平方米, 最大载重 60000DWT, 相较 KING 系列吨位升级 50%。依托 61 米超宽甲板的独特设计, 实现行业颠覆性运输方案: 常规 5 万吨级半潜船仅能单排摆放导管架; Emperor 系列可实现导管架横向双排布置, 运力提升 100%, 客户无需额外投入码头组装、现场施工成本, 仅靠公司专属运力即可完成整装交付, 综合成本大幅下降。

图表26: Emperor 系列船型可以双排布置运输导管架项目, 帮助客户实现综合成本下降



来源: 公司微信公众号, 国金证券研究所

漂浮式风电项目进入商业化前夕, 2026 年或有实质性订单落地。截至 2026 年 3 月, 欧洲已完成项目拍卖的商业化漂浮式项目总计约 1.5GW。其中英国 Green Volt 整体进展较快, 2026 年 3 月, 根据海外可再生能源咨询机构 PEAKLOAD, 目前 Green Volt 业主已向金融机构递交融资方案及当前意向供应链企业, 整体项目开发进度已接近最终投资决策 (FID), 预计相关供应链订单有望在年内逐步确认, 我们预计公司中标概率较大。

图表27: 欧洲目前已完成拍卖的漂浮式风电项目共计约 1.5GW

国家	海风项目	项目容量 (MW)	目前进度	业主	我们预计基础招标时间	计划投运时间
英国	Green Volt	560/400	已开标、未开工	Flotation Energy & Vårgrønn	2026	2030
英国	Erebus	100	已开标、未开工	Blue Gem Wind	2027	2030
英国	Pentland	92.5	已开标、未开工	Hexicon	2027	2030
法国	Pennavel	250	已开标、未开工	BayWa & Elicio	2028	2031
法国	Narbonnaise P1	250	已开标、未开工	Ocean Winds & Banque des Territoires	2028	2031
法国	Golfe de Fos P1	250	已开标、未开工	EDF & Maple Power	2028	2031

来源: 英国政府等, 国金证券研究所



富裕的造船产能还能够承接第三方造船订单。2025 年以来，公司持续收获来自海外各国的第三方造船订单，整体造船在手订单接近 70 亿元，并将于 2027-2029 年陆续交付，有望进一步贡献业绩增量。

图表28: 公司对外承接船舶订单复杂度持续升级

公告时间	船东国籍	船舶类型	签单数量	单船载重吨	合同金额 (亿元)	预计交付时间
2025 年 8 月	韩国	甲板运输船	1	23000	3	2027
2025 年 10 月	挪威	半浅驳船	1	43000	2.85	2027
2026 年 4 月	挪威	散货船	4	210000	20.18	2028-2029
2026 年 4 月	希腊	散货船	4	210000	20.4	2028-2029
2026 年 5 月	希腊	散货船	2	211000	10.44	2029
2026 年 5 月	荷兰	重吊船	2	25000	10.69	2028-2029

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 2.3 欧洲本土化建设持续推进, 有望增强海外拿单能力

欧盟净零工业法案+工业加速法案落地, 具备本地化/在欧产能的企业有望在下一个阶段竞争中占据优势。2026 年起, 欧盟净零工业法案将进入实施阶段, 要求欧洲各国政府在每年招标的新能源项目中, 至少 30% 的项目需要以非价格标准来进行招标, 其中非价格标准主要包含: 供应链可持续性, 供应链韧性, 交付能力。2025 年 6 月, 欧盟发布 2025/1178 号实施条例, 在 2024 年发布的净零工业法案的供应链韧性评估环节进一步落地细则, 海风方面, 参与供应链韧性评估的将主要包括风机总成、轮毂等九大战略组件。

从目前欧洲各国落地的招标要求来看, 目前对本土化的要求仍相对宽松, 以 2025 年 8 月欧盟公布的 A09 招标要求为例, 仅强制要求九大战略组件中至少有 5 个来自欧洲本土, 这意味着大部分国内供应链产能仍能完成对欧出口销售; 此外, 在项目评标打分标准中, 也引入了一定碳足迹以及欧洲本土生产比例的权重, 因此对于能够实现欧洲本土生产的企业而言, 能够通过帮助开发商在政府项目拍卖中拿到更高的评分而更易受开发商青睐。

图表29: 供应链韧性中, 海风供应链包含九大战略组件

图表30: 法国 10GW 海风拍卖草案评分标准中, 针对本土化要求主要分为

欧洲海上风电九大战略组件	机舱 (总成)
	轮毂
	主轴承、偏航轴承及变桨轴承
	直驱传动系统 (含发电机) 或齿轮箱传动系统 (含发电机)
	永磁体
	齿轮箱
	叶片
	塔筒
	基础、漂浮式基础

法国2026年10GW海风拍卖规则草案		
强制要求	1) 供应链韧性要求: 九大战略组件中, 至少有5个来自欧洲本土	
评分标准	经济与财务价值 (86%) 基准电价: 70% 合同与财务稳健性: 16%	产业、环境、社会与区域发展价值 (14%) 降低碳足迹: 6% 核心组件欧洲生产比例: 6% 永磁体欧洲生产比例: 2%

来源: 欧盟官网, 国金证券研究所

来源: 欧盟委员会, 国金证券研究所

公司本土化布局起步较早, 主要通过加强欧洲本土采购、建设欧洲研发中心、布局欧洲总装基地三种手段进行。

图表31: 公司本土化布局较早, 且随着欧洲政策边际收紧持续推进

公告时间	本地化内容
2023 年 9 月	宣布将丹麦 Thor 项目订单的内部平台、电气舾装及安装、混凝土外部作业平台分别交付给波兰 Wulkan Shipyard、丹麦 ProCon Wind Energy、丹麦 Per Aarsleff A/S 三家公司负责
2025 年 4 月	宣布在西班牙首都马德里成立全球浮式风电中心
2026 年 2 月	与西班牙北部工业领先集团的 Zima Equity 签署谅解备忘录, 计划在希洪港附近建设海上风电基础制造设施, 并将希洪港设为服务欧洲海上风电项目的编组港



公告时间	本地化内容
2026年2-4月	先后宣布将 NSC B 项目的内部平台、二级钢结构、低压电气舾装、预制钢结构等部件交给波兰 Wulkan Shipyard、JWSC、ZKS Ferrum 生产

来源：公司官网、公司官方公众号等，国金证券研究所

欧洲总装基地方面，根据公司最新港股上市递交材料显示，公司预计 2026 年前完成选址及完成必要的筹备工作（包括取得许可证），计划 2026 年动工，2028 年初开始试生产，总装基地计划年组装约 80 套浮式基础，主要针对欧盟及英国的客户群。随着公司港股上市发行成功，欧洲总装基地进入快速推进阶段，在欧洲本土制造要求边际收紧的大背景下，有望保障公司海外正常出货，并在部分订单获取上实现增益。

图表32：公司计划通过港股发行募投资金布局欧洲总装基地

选址	唐山曹妃甸基地	欧洲总装基地
核心功能	超大超重单桩、导管架、漂浮式基础结构等大型钢结构主体产品的完整制造（包括钢板下料切割、卷圆、焊接、喷漆等全流程）	产品交付后的总装及合拢（包括漂浮式基础部件的最终合拢、单桩附属结构件安装等），兼具集散母港功能
规模定位	大规模制造基地，采用弹性生产线设计，可向下相容多种产品类型	总装及物流集散平台，码头岸线及后方腹地为核心
战略角色	全球制造能力的核心载体，承载深远海战略中的核心制造环节	深远海整体解决方案在欧洲的关键节点，覆盖运输及安装环节，缩短欧洲项目的交付距离及相应时间

来源：公司港股上市递交材料，国金证券研究所

### 三、投资建议与盈利预测

欧洲海风+全球船舶景气上行周期下，看好公司“大海工”战略加速落地，海工制造、安装以及船舶制造订单有望加速释放，并驱动公司中长期业绩预期及估值持续提升；我们预计公司 2026-2028 年归母净利润预测至 18.3、30.4、43.9 亿元，对应当前 PE 26、16、11 倍，维持“买入”评级。

图表33：可比公司估值表

代码	名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
002531.SZ	天顺风能	213.6	11.89	-2.4	6.9	11.1	16.4	/	31.0	19.2	13.0
603606.SH	东方电缆	369.6	44.81	12.7	18.3	22.9	27.0	29.1	20.3	16.2	13.7
301155.SZ	海力风电	141.1	64.92	3.5	5.3	8.7	12.2	40.7	26.8	16.2	11.6
	平均值								26.0	17.2	12.8
002487.SZ	大金重工	476.5	74.71	11.0	18.3	30.4	43.9	43.2	26.0	15.7	10.9

来源：iFind，国金证券研究所；注：除天顺风能盈利预测来自于 iFind 一致预期外，其余公司盈利预测为国金电新预测，截至 2026 年 5 月 27 日

### 四、风险提示

**海风项目推进进度不及预期的风险：**海外海风项目易受到拍卖政策、宏观经济波动导致的成本上涨等因素的扰动，若项目延期或发生取消，可能造成行业装机放缓，对公司新签订单产生一定影响；

**贸易政策风险：**公司主要收入及盈利来自于海外，尽管公司已经在积极推动海外本地化工厂的建设，但若重点国家或地区出台相关贸易措施，可能会导致公司收入及盈利受到一定影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	4,325	3,780	6,174	8,232	13,017	20,667
增长率		-12.6%	63.3%	33.3%	58.1%	58.8%
主营业务成本	-3,311	-2,652	-4,248	-5,087	-7,897	-13,172
%销售收入	76.6%	70.2%	68.8%	61.8%	60.7%	63.7%
毛利	1,014	1,127	1,925	3,146	5,120	7,494
%销售收入	23.4%	29.8%	31.2%	38.2%	39.3%	36.3%
营业税金及附加	-31	-29	-42	-58	-91	-145
%销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-70	-90	-120	-156	-241	-372
%销售收入	1.6%	2.4%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%
管理费用	-156	-227	-349	-445	-690	-1,075
%销售收入	3.6%	6.0%	5.7%	5.4%	7.0%	7.0%
研发费用	-256	-182	-288	-346	-547	-868
%销售收入	5.9%	4.8%	4.7%	4.2%	4.2%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	501	600	1,126	2,141	3,551	5,035
%销售收入	11.6%	15.9%	18.2%	26.0%	27.3%	24.4%
财务费用	-64	-15	102	-60	-86	-45
%销售收入	1.5%	0.4%	-1.7%	0.7%	0.7%	0.2%
资产减值损失	-8	-115	3	-32	-46	-38
公允价值变动收益	2	0	0	0	0	0
投资收益	9	10	16	10	10	10
%税前利润	1.8%	1.9%	1.2%	0.5%	0.3%	0.2%
营业利润	477	508	1,263	2,079	3,449	4,983
营业利润率	11.0%	13.4%	20.5%	25.3%	26.5%	24.1%
营业外收支	8	8	2	5	5	5
税前利润	485	516	1,266	2,084	3,454	4,988
利润率	11.2%	13.6%	20.5%	25.3%	26.5%	24.1%
所得税	-60	-42	-163	-250	-415	-599
所得税率	12.3%	8.1%	12.8%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	425	474	1,103	1,834	3,040	4,389
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	425	474	1,103	1,834	3,040	4,389
净利率	9.8%	12.5%	17.9%	22.3%	23.4%	21.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	425	474	1,103	1,834	3,040	4,389
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	111	261	170	281	383	448
非经营收益	18	-49	-111	158	128	122
营运资金变动	254	397	65	-1,485	-137	-412
经营活动现金净流	809	1,083	1,227	788	3,413	4,547
资本开支	-413	-839	-2,186	-2,288	-1,336	-936
投资	-1,022	1,041	-484	-250	0	0
其他	20	16	6	10	10	10
投资活动现金净流	-1,416	218	-2,664	-2,528	-1,326	-926
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-965	-171	1,627	2,058	-102	-209
其他	-45	-152	-224	-161	-220	-245
筹资活动现金净流	-1,011	-324	1,403	1,897	-321	-454
现金净流量	-1,674	935	19	156	1,766	3,167

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,961	2,869	2,955	3,053	4,778	7,916
应收款项	1,992	1,667	1,517	3,004	4,394	6,409
存货	1,546	2,084	2,175	3,173	3,816	5,659
其他流动资产	1,795	1,115	1,833	2,222	3,026	4,429
流动资产	7,293	7,735	8,480	11,452	16,014	24,413
%总资产	71.3%	66.9%	58.5%	58.9%	64.0%	71.9%
长期投资	112	10	0	0	0	0
固定资产	2,402	3,017	4,694	6,965	7,947	8,456
%总资产	23.5%	26.1%	32.4%	35.8%	31.8%	24.9%
无形资产	270	260	363	448	482	516
非流动资产	2,931	3,827	6,011	7,996	8,999	9,530
%总资产	28.7%	33.1%	41.5%	41.1%	36.0%	28.1%
资产总计	10,225	11,562	14,491	19,448	25,013	33,943
短期借款	503	88	644	3,054	2,952	2,743
应付款项	1,760	1,929	1,920	3,491	5,419	9,036
其他流动负债	667	1,512	1,808	1,420	2,237	3,507
流动负债	2,930	3,528	4,373	7,964	10,608	15,286
长期贷款	0	265	1,282	1,282	1,282	1,282
其他长期负债	381	497	556	145	103	74
负债	3,311	4,290	6,210	9,391	11,993	16,642
普通股股东权益	6,914	7,272	8,280	10,057	13,020	17,301
其中：股本	638	638	638	638	638	638
未分配利润	2,377	2,731	3,728	5,505	8,468	12,749
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	10,225	11,562	14,491	19,448	25,013	33,943

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.667	0.743	1.730	2.875	4.767	6.883
每股净资产	10.842	11.403	12.984	15.769	20.416	27.128
每股经营现金净流	1.268	1.699	1.924	1.235	5.352	7.130
每股股利	0.182	0.080	0.080	0.090	0.120	0.170
回报率						
净资产收益率	6.15%	6.52%	13.32%	18.23%	23.35%	25.37%
总资产收益率	4.16%	4.10%	7.61%	9.43%	12.15%	12.93%
投入资本收益率	5.93%	7.23%	9.61%	13.09%	18.11%	20.77%
增长率						
主营业务收入增长率	-15.30%	-12.61%	63.34%	33.35%	58.12%	58.77%
EBIT 增长率	8.76%	19.70%	87.63%	90.18%	65.85%	41.78%
净利润增长率	-5.58%	11.46%	132.82%	66.21%	65.76%	44.39%
总资产增长率	-9.19%	13.08%	25.33%	34.21%	28.62%	35.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	143.4	141.9	70.0	100.0	90.0	80.0
存货周转天数	180.9	249.8	183.0	230.0	180.0	160.0
应付账款周转天数	57.0	91.1	65.9	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	132.1	223.0	185.1	195.2	156.6	109.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.60%	-34.60%	-19.07%	7.29%	-8.40%	-25.67%
EBIT 利息保障倍数	7.8	41.2	-11.0	35.5	41.2	112.9
资产负债率	32.38%	37.10%	42.86%	48.29%	47.95%	49.03%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	9	17	23	35
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.10</b>	<b>1.06</b>	<b>1.08</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究