

金风科技 (002202.SZ)

风机龙头地位稳固，静待海风和出口业务放量

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：王蔚祺 010-88005313
证券分析师：王晓声 010-88005231
证券分析师：袁阳 0755-22940078

◆ 电力设备 · 风电设备

wangweiqi2@guosen.com.cn
wangxiaosheng@guosen.com.cn
yuanyang2@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980520080003
执证编码：S0980523050002
执证编码：S0980524030002

事项：

近日，金风科技中标江苏国信大丰 85 万千瓦海上风电项目风力发电机组及附属设备（含塔架），中标金额 31.6 亿元。该项目总投资约 106 亿元，拟安装 99 台单机容量 8.5MW 的海上风力发电机组和 1 台单机容量 13MW 及以上的海上试验机型。

国信电新观点：江苏国信大丰海风项目是今年江苏省首批平价海风项目，该项目的开工也标志着我国“十四五”期间海上风电进入第二个集中建设期。公司是全球风机龙头企业，2023 年全球新增风电装机容量 16.4GW（含外销和自用），市场份额 13.90%。公司在全球累计装机超过 114GW，在海上风电市场也处于领先地位。目前国内海风市场蓄势待发，预计公司 2024 年海风机组交付实现高速增长；展望未来公司将充分受益于新兴市场风电需求的增长，和自身技术路线切换带来的降本效应。公司当前动态估值处在历史低位，2023 年 PB 为 0.8 倍。我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 16.5/24.1/32.3 亿元，对应当前股价对应 PE 分别为 19/13/10 倍，给予“优于大市”评级。

评论：

◆ 业绩回顾

国内风电市场在 2020-2021 年经历了补贴时代的抢装潮，设备企业普遍实现增长的经营业绩。进入 2022 年一方面国内平价项目建设需要降低建设成本，设备企业利润承压；另一方面国内疫情也导致下游项目建设延迟，2023 年行业出现装机需求负增长的情况。2024 年新能源大基地带动国内机组大型化趋势，价值和盈利能力更强的出口和海上机型因下游建设推迟而未对整体市场有明显拉动。在经历 2022-2023 年的蛰伏期之后，我们预计 2024 年风电市场迎来企稳回暖的趋势。

由于上述行业变化的挑战，再叠加公司原来所采用的直驱永磁路线，在机组大型化的行业背景下，难以与采用双馈技术路线的竞争对手拉开设备成本的距离，盈利能力明显承压。2023 年公司实现营业收入 504.6 亿元，同比+8.7%，2020-2023 年 CAGR 为-4%。2022 年以来，公司收入呈现下降趋势，2023 年收入同比增速转正，主要系风电场转让规模及收益增加所致。2024 年一季度，公司实现营业收入 69.8 亿元，同比+25.4%。单季度来看，公司收入呈现明显季节性波动。

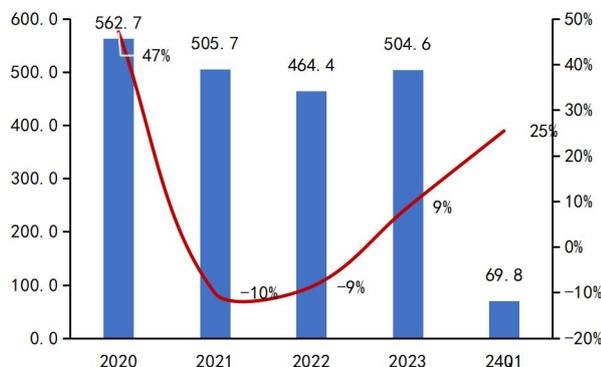
2023 年公司实现归母净利润 13.3 亿元，同比-44.2%，2020-2023 年 CAGR 为-23%。2021 年以来，公司归母净利润持续下滑，主要原因系风电市场竞争加剧导致毛利率下滑以及期间费用率水平的增长。2024 年一季度，公司实现归母净利润 3.3 亿元，同比-73.1%，利润同比下滑主要原因系 2023 年一季度有大额电站转让，同比基数较高。

盈利能力方面，受风机大型化和竞争加剧影响，2021 年以来公司毛利率呈现逐年下滑趋势，2024 年一季度毛利率 26.1%，较 2023 年全年毛利率水平提升幅度较大，主要系季节性原因所致。销售净利率波动趋势与毛利率基本一致。

期间费用方面，公司销售费用率相对稳定，维持在 6.5%附近；管理费用率从 2020 年的 3.2%提升至 2023

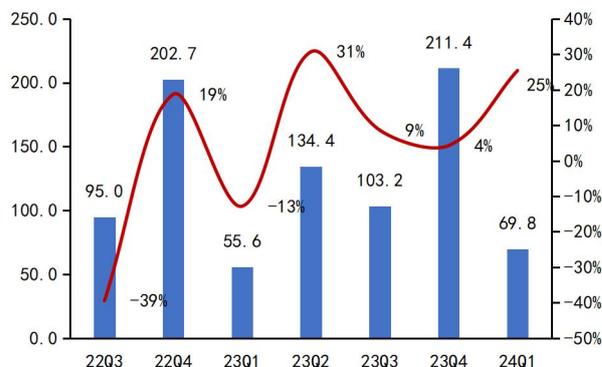
年的 3.9%；研发费用率从 2020 年的 2.6% 提升至 2023 年的 3.7%。

图1：公司营业收入及同比增速（亿元、%）



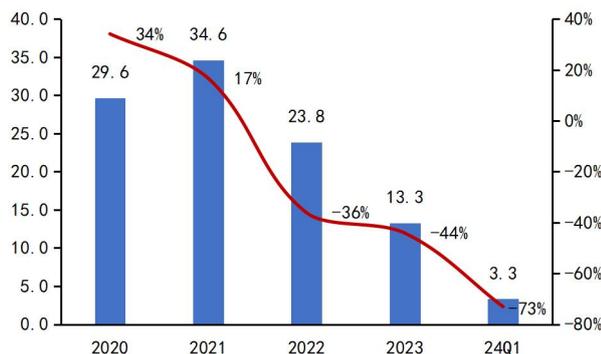
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速（亿元、%）



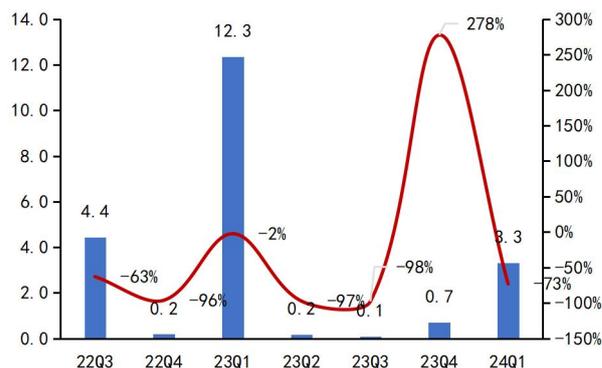
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及同比增速（亿元、%）



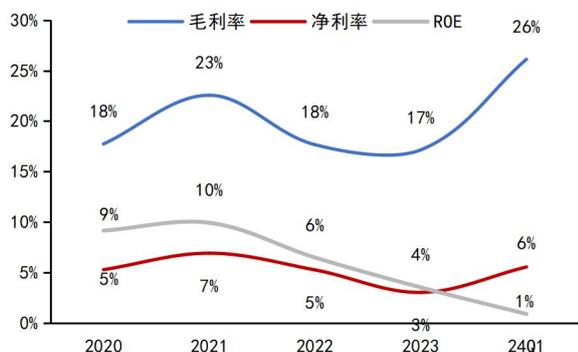
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比增速（亿元、%）



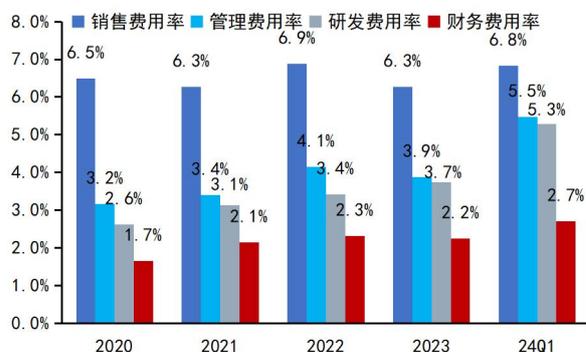
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率、净利率及 ROE (%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司期间费用率 (%)

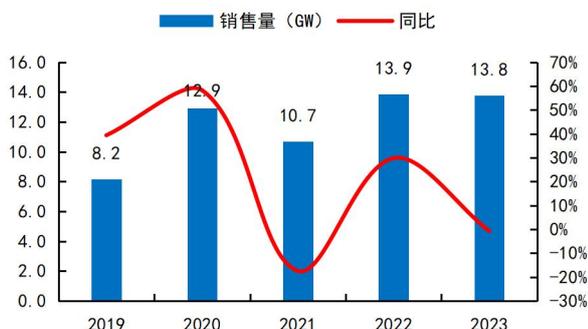


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 经营数据

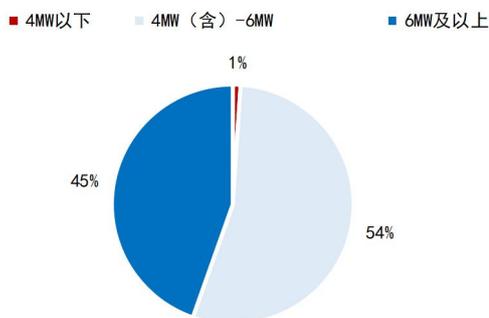
2023 年公司风电机组对外销售 13.8GW，同比基本持平。产品结构方面风电机组大型化持续加速，2023 年 4MW(含)–6MW 机组销售占比超过 50%。截至 2023 年末，公司在手外部订单 29.8GW，其中海外订单 4.7GW。

图7: 公司风电机组对外销售量 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

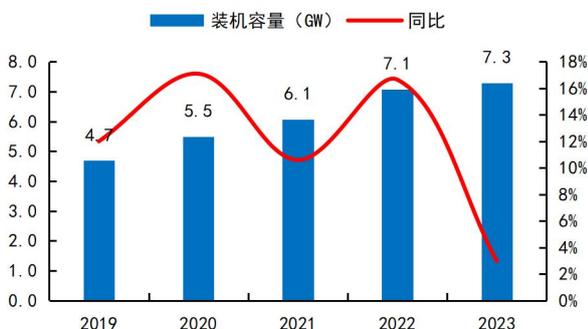
图8: 2023 年风机机组销售结构 (%，以 MW 计算)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

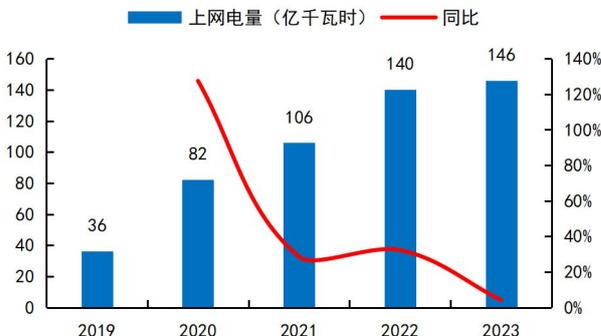
2023 年公司国内外自营风电场新增权益并网装机容量 1.8GW，转让权益并网容量 822MW；截至 2023 年末，公司全球累计权益并网装机容量 7.3GW，权益在建风电场容量 2.3GW。2023 年公司国内外合并报表范围发电量 149.5 亿 KWh，上网电量 145.9 亿 KWh。

图9: 公司权益装机容量 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司国内外发电业务上网电量 (亿 KWh)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

展望未来，我们预计行业和公司层面将出现积极的变化。行业层面，首先国内海上风电市场在 2024–2026 年进入密集建设期，公司作为龙头企业将充分受益于海风领域的景气度；其次海外尤其是新兴市场国家，在未来 5 年将进入风电高速发展期，这一方面得益于风电成本经济性较好，另外一方面也与新兴市场国家能源转型战略贯彻较为坚决，同时增量电力需求较大相关。公司是国内出口业绩最久、全球可融资性较强的中资风机品牌，在出口市场拥有竞争优势。在公司层面，公司继续贯彻技术路线的切换，2024 年公司加快对技术降本的计划，预计 2024–2025 年制造成本进一步优化；同时公司积极做大做强风电开发板块，电站产品业务板块继续增长。

基于上述变化，我们对公司 2024 年–2026 年业绩作如下预测：

表1: 主营业务假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
风机及零部件销售业务						
风机销售量 (MW)	10,683	13,871	13,772	14,800	17,000	18,000
YoY		30%	-1%	7%	15%	6%
收入 (百万元)	39,932	32,602	32,937	29,536	34,837	38,301
YoY		-18%	1%	-10%	18%	10%
毛利率 (%)	17.7%	6.2%	6.4%	9.3%	11.6%	12.3%
风电场开发业务						
上网电量 (亿千瓦时)	105.9	140.1	145.9	160.4	170.1	184.3
YoY		32%	4%	10%	6%	8%
权益并网装机容量 (MW)	6,068	7,078	7,289	7,089	7,089	7,089
收入 (百万元)	5,327	6,910	10,915	12,414	12,465	12,635
YoY		30%	58%	14%	0%	1%
毛利率 (%)	67.2%	65.4%	47.3%	42.4%	42.5%	42.8%
风电服务						
后服务在运项目容量 (GW)	23.14	28.00	31.00	34.10	37.51	41.26
收入 (百万元)	4,082	5,647	5,241	5,766	6,342	6,976
YoY		38%	-7%	10%	10%	10%
毛利率 (%)	12.0%	23.8%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
其他						
收入 (百万元)	1,229	1,277	1,363	1,363	1,363	1,363
YoY		4%	7%	0%	0%	0%
毛利率 (%)	21.4%	23.8%	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%
合计						
收入 (百万元)	50,571	46,437	50,457	49,079	55,008	59,276
YoY		-8%	9%	-3%	12%	8%
毛利率 (%)	22.6%	17.7%	17.1%	19.3%	19.9%	20.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上, 我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下:

表2: 公司盈利预测核心假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收增速	-8.2%	8.7%	-2.7%	12.1%	7.8%
成本费用率	82.3%	82.9%	80.7%	80.1%	80.0%
营业税金比率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用率	6.9%	6.3%	5.2%	4.9%	4.5%
管理费用率	4.1%	3.9%	4.1%	3.8%	3.3%
研发费用率	3.4%	3.7%	3.5%	3.2%	3.0%
所得税率	12.1%	39.6%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	21.3%	31.7%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综上, 我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 490.8/550.1/592.8 亿元, 同比变动-2.7%/+12.1%/+7.8%; 实现归母净利润 16.5/24.1/32.3 亿元, 同比增长 23.9%/46.2%/34.1%。当前股价对应 PE 分别为 18.8/12.9/9.6 倍。

表3: 盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	46,437	50,457	49,079	55,008	59,276
同比	-8.2%	8.7%	-2.7%	12.1%	7.8%
净利润(百万元)	2383	1331	1649	2410	3231
同比	-31.1%	-44.2%	23.9%	46.2%	34.1%
每股收益(元)	6.22	0.32	0.39	0.57	0.76
EBIT Margin	2.8%	2.8%	6.1%	7.5%	8.7%
净资产收益率 (ROE)	6.3%	3.8%	4.4%	6.2%	7.9%
市盈率 (PE)	1.2	23.3	18.8	12.9	9.6
EV/EBITDA	26.0	33.4	19.3	16.6	15.0
市净率 (PB)	0.07	0.77	0.75	0.71	0.67

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 16.5/24.1/32.3 亿元, 同比增长 23.9%/46.2%/34.1%, 当前股价对应 PE 分别为 18.8/12.9/9.6 倍, 给予“优于大市”评级。

◆ 风险提示

原材料价格上涨; 行业装机需求不及预期; 公司风电开发板块业务发展不及预期; 市场竞争加剧; 地缘政治风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	15628	14245	7392	12226	17547	营业收入	46437	50457	49079	55008	59276
应收款项	24286	25548	17480	19592	21112	营业成本	38237	41807	39589	44047	47403
存货净额	9848	15257	13446	15071	16240	营业税金及附加	213	231	245	275	296
其他流动资产	8593	5716	5542	6167	6636	销售费用	3193	3165	2532	2718	2656
流动资产合计	62373	63829	46796	56242	64919	管理费用	1924	1958	2477	2555	2421
固定资产	37461	41805	38931	36682	34443	研发费用	1589	1891	1718	1760	1778
无形资产及其他	6665	6977	6612	6247	5882	财务费用	1078	1131	1255	1408	1418
投资性房地产	24923	26028	19632	22003	23710	投资收益	2368	2246	200	200	200
长期股权投资	5401	4854	4854	4854	4854	资产减值及公允价值变动	(55)	(711)	0	0	0
资产总计	136822	143495	116825	126028	133808	其他收入	315	1501	665	665	665
短期借款及交易性金融负债	6484	4685	1000	1000	1000	营业利润	2775	2599	2127	3110	4169
应付款项	39533	41645	17256	19251	20818	营业外净收支	(4)	(80)	0	0	0
其他流动负债	6817	6491	7487	8305	8876	利润总额	2772	2519	2127	3110	4169
流动负债合计	59130	63020	31632	35157	37807	所得税费用	335	997	319	466	625
长期借款及应付债券	28366	28151	32151	35351	37351	少数股东损益	53	191	160	233	313
其他长期负债	8980	12095	11547	11844	12057	归属于母公司净利润	2383	1331	1649	2410	3231
长期负债合计	37346	40246	43698	47195	49408	现金流量表 (百万元)					
负债合计	96476	103266	75330	82352	87215	净利润	2383	1331	1649	2410	3231
少数股东权益	2251	2619	2659	2760	2927	资产减值准备	664	186	0	0	0
股东权益	38095	37610	38836	40916	43665	折旧摊销	2542	2615	2539	2714	2704
负债和股东权益总计	136822	143495	116825	126028	133808	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1078	1131	1255	1408	1418
每股收益	6.22	0.32	0.39	0.57	0.76	营运资本变动	(747)	2931	(17522)	(1086)	(706)
每股红利	1.32	0.10	0.08	0.11	0.15	其它	1039	(5209)	667	1738	1744
每股净资产	105.31	9.52	9.82	10.34	11.03	经营活动现金流	5881	1854	(12667)	5776	6973
ROIC	2%	1%	4%	5%	7%	资本开支	(9025)	(6776)	700	(100)	(100)
ROE	6%	4%	4%	6%	8%	其它投资现金流	2887	4952	6597	(2172)	(1507)
毛利率	18%	17%	19%	20%	20%	投资活动现金流	(6139)	(1824)	7297	(2272)	(1607)
EBIT Margin	3%	3%	6%	7%	9%	权益性融资	1097	(1173)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	11%	12%	13%	负债净变化	9025	1463	315	3200	2000
收入增长	-8%	9%	-3%	12%	8%	支付股利、利息	(2127)	(1152)	(542)	(462)	(627)
净利润增长率	-31%	-44%	24%	46%	34%	其它融资现金流	(1078)	(1131)	(1255)	(1408)	(1418)
资产负债率	71%	72%	64%	65%	65%	融资活动现金流	6917	(1993)	(1483)	1330	(45)
息率	37.6%	18.0%	1.4%	1.1%	1.6%	现金净变动	6660	(1963)	(6853)	4835	5321
P/E	1.18	23.30	18.81	12.87	9.60	货币资金的期初余额	8577	15628	14245	7392	12226
P/B	0.07	0.77	0.75	0.71	0.67	货币资金的期末余额	15628	14245	7392	12226	17547
EV/EBITDA	25.97	33.40	19.26	16.59	14.98	企业自由现金流	(6105)	(381)	(11747)	5028	6307
						权益自由现金流	1973	399	(12500)	7031	7102

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032