

大金重工 (002487.SZ)

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	41.72
总市值	266.07亿
PE-TTM	31.43
PB-MRQ	3.43

估值结果

价值	203.74亿
DDM估值	上行空间 -23%
状态	偏高估
价值	258.09亿
动态估值	上行空间 -3.0%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是国内风电塔筒出海龙头，24年风电塔筒出货量30万吨以上，欧洲市占率达到20%以上。

公司的成长空间较高，受益于欧洲等海外海风建设加速，以及国内海风需求的释放，其出口订单饱满，有望直接受益于全球海风的高景气度。公司盈利趋势中等，塔筒产品成本中钢材占比高，其价格波动会直接影响毛利率。公司产业格局中等，上游主要原材料价格波动导致公司被动承受成本压力；下游客户为大型能源企业且合作稳定，但塔筒定价和规模受风电装机需求和政策影响较大。公司护城河优秀，出口具备先发优势，出口欧洲的反倾销税率最低，自有码头最多，自有船舶运输量最大。

基于我们对公司的假设，公司虽在手订单充沛，但长期来看，随着未来风电整机大型化带来的边际成本下降，预计公司高毛利订单无法持续保持，且公司股价已经消化大部分利好，处于高位状态，我们认为公司当前估值处于偏高估状态。

我们区别于市场的观点

市场主流观点：公司出海盈利能力显著超预期，逐步进入订单释放+量价齐升的阶段，公司25年以来，业绩持续超预期，主要原因为公司欧洲发展较好，后续盈利持续保持。

我们的观点：短期内，公司出海优势较为领先，确实进入订单释放和公司产品量价齐升的阶段；但中长期来看，公司的先发优势可能被欧洲竞争对手以及国内竞争对手追赶，由于国内外风机装机需求量的逐步饱和，以及公司海外市占率的下滑，公司后续盈利能力可能无法继续保持。

风险提示

欧洲风电政策如果出现不利变化，可能对塔筒需求量产生影响；不排除欧洲未来贸易限制进一步增加；欧洲招投标存在流标的可能；若汇率大幅波动，可能会导致公司产生较高汇兑收益/损失。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发高端度	5
3.3 研发强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	7
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	8
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

公司成立于2000年，于2010年在深交所上市，是中国风电塔桩首家上市公司，是海上风电基础结构及塔筒解决方案领域的全球领先企业，主要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，可满足全球不同地区海上风电项目的多样化需求。

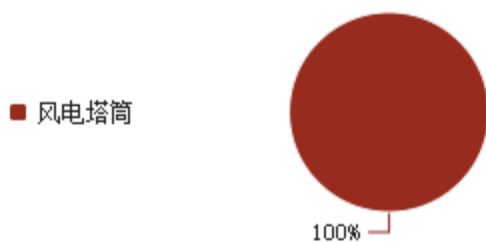
2. 业务介绍

对于大金重工公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

风电塔筒：

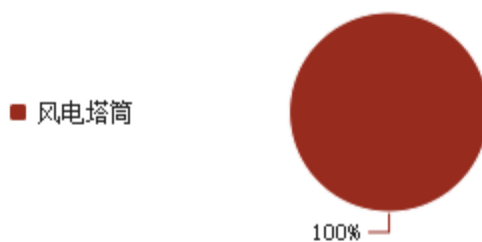
公司作为风电塔筒龙头，主营业务为风电塔筒及相关配件。2024年，公司出口项目发货规模更大、技术标准更高、发往国家和地区更加多元。通过对基地和港口进一步实施工艺技术升级，打通远洋航运管理体系，公司成功实现“建造-海运-交付”一体化服务，成为亚太区首家实现重大件端到端出口交付的企业。我们对公司该业务的市场界定为全球内风电塔筒行业。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

大金重工作为风电零部件制造企业，具有重资产属性，公司以高端制造为核心，以国际化、一体化共同驱动增长。其核心逻辑是通过技术升级和重资产投入，突破海外高端市场壁垒，获取高附加值订单，然后通过一体化交付模式进一步提升盈利水平。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

公司资产规模从24年的115亿增长至25年上半年的134亿。公司持续对蓬莱基地进行技改，并投入巨资建设唐山曹妃甸工厂，主要是欧洲海上风电项目对产品质量、认证标准等要求极高。公司重资产投入是其能生产出满足欧洲标准、单重达2700吨的单桩，从而拿下RWE等大客户105根单桩的独家订单的前提。公司当前的资产负债率对于扩张期的高端制造业公司来说，属于健康、可控的水平。

3.2 研发高端度

低

较低

中等

较高

高

公司人均研发费用约为48万元，研发人员结构占比持续优化，研发重心聚焦高端产品，突破国际标准，包括EH36/EH40高强钢应用、浮式基础等研发，技术成果直接推动公司转型为制造运输一体化运营商，海外产品单吨净利4000元，为国内4倍。

3.3 研发强度

低

较低

中等

较高

高

公司对研发相当重视，其研发费用率常年保持在4%以上，在行业内远高于竞争对手，研发投入直接用于新工艺、新产品的开发，如TP-less（无过渡段）单桩、浮式基础等新一代海工产品。这些产品技术含量更高，附加值也更高，是公司获取高毛利订单的基础。

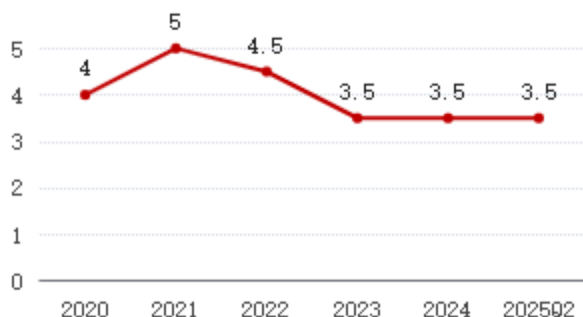
4. 历史经营绩效

大金重工当前盈利能力尚可，且成长能力星级近两年存在明显上升，业务控制力星级较高，由于公司仍处于扩张产能阶段，股东回报星级有所下降。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



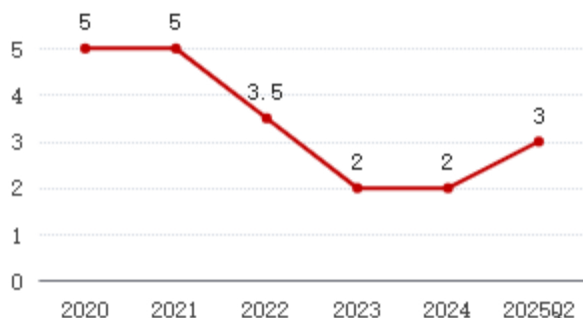
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2021年，公司盈利能力有所上行，主要受益风电行业下游需求旺盛；2022-2023年，盈利能力持续下降，国内风电补贴结束，招标价格下行，钢材等原材料成本上升，挤压利润空间；2024-2025年Q2，公司盈利能力企稳，公司主动收缩低毛利国内陆风业务，高毛利的海外业务占比持续提升；2025下半年，随着海外高毛利产品交付量提升，叠加汇兑收益贡献，公司盈利能力有望进一步回升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2020-2021年，公司成长能力星级极高，主要受益风电行业下游需求旺盛；2022-2023年，成长能力持续下降，主要系行业政策变化，抢装潮结束，市场需求阶段性回落；2023-2024年，公司主动优化业务结构，降低盈利较差、回款风险较大的国内业务规模，成长能力星级保持稳定；2024年-2025下半年，公司成长能力星级触底反弹，得益于欧洲海风需求爆发，公司订单充足，交付加速。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



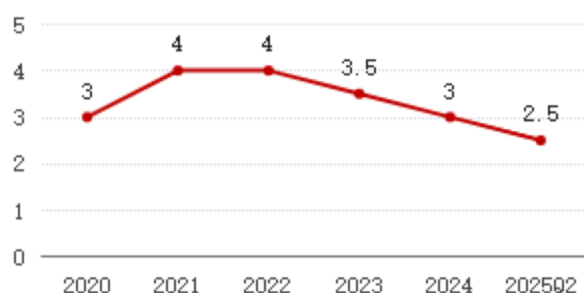
数据来源：公司财报，壹评级

2022年以来，公司历史业务控制力星级持续上行，得益于高附加值海外业务回款更好，公司经营现金流大幅改善。对上游来看，公司话语权较为一般，由于供应商较为集中，且原材料价格受大宗商品市场影响大，公司自身议价空间有限，但对于下游来说，公司话语权逐步增强，转为DAP模式（交付一体化）之后，公司开始负责产品的远洋运输，将更多价值环节整合到了自己手中，从而提升了单笔订单的价值和整体议价能力。

4.4 股东回报评级

★★★☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2022年以来，公司分红率同比降低，因资金优先用于产能扩张（曹妃甸、阳江基地）及船队建设，低分红高留存支撑长期投资，导致公司股东回报评级有所下降。

5. 四维评级

综合来看，公司成长空间星级较高，盈利趋势星级和产业格局星级尚可，护城河星级较高。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级较高，主要是预计未来全球风电塔筒需求较大。

风电塔筒(4星)：

根据中国风电“十五五”规划，未来国内风电仍有较大装机需求，尤其是国内海上风电，25年以来，政策多次推动“深海科技”的发展，各沿海省份也提前布局深远海风电项目，未来风电行业成长空间较大。根据全球风电协会预测，欧洲同样在未来2026-2030年有较高的风电装机规划，欧洲各个国家都逐步发布其装机目标，欧洲风电市场空间同样较高。大金重工的风电塔筒业务将充分受益国内及海外风电项目爆发带来的利好，预计2026-2030年收入的复合增速在10%左右。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级尚可，短期内公司盈利趋势持续向好，中长期存在一定波动性。

风电塔筒(2.5星)：

公司风电塔筒盈利趋势星级尚可，近年来公司凭借在欧洲先发优势及技术优势，欧洲业务的毛利率维持高位，欧洲风电市场需求增长吸引了国内外较多塔筒厂家争夺订单。但中长期看，国内风电市场存在相关政策支持力度减弱的风险，比如国内海风复苏依赖地方补贴与国补，若“十五五”规划中的海风装机目标不及预期，直接影响到未来风电行业整体的盈利能力。同时，欧洲市场也存在未来装机不及预期的风险，也可能导致公司欧洲市场毛利率下降。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级尚可，主要系公司风电塔筒业务在产业链上游议价能力一般，在产业链下游议价能力较高，使得公司产业格局星级维持在平均水平。

风电塔筒(2.5星)：

中国风电塔筒行业市场格局相对分散，集中度较低（CR5不足50%），塔筒行业的竞争，关键在于对核心资源的掌控和布局，包括产能布局是否合理，是否掌控稀缺的深水码头资源等，公司目前在国内陆风塔筒市场中的份额已经主动收缩，海风市占率仍处于国内头部位置，产业格局尚可。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级较高，主要包括公司出海的先发优势、码头和港口的资源优势、自有运输船队的运输优势等。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
风电塔筒	(5星)公司风电塔筒护城河星级较高，公司作为风电塔筒龙头，产品质量高，出海布局早，先发优势+规模优势+区域码头优势形成多重强化，获得欧洲多项认证，深度绑定欧洲多家客户。同时，公司规模优势明显，大规模生产摊薄研发成本，推动公司毛利持续高增，在能源结构转型背景下，成本控制能力与技术先发优势将持续支撑行业领导地位。	(3星)公司具备未来转换成本护城河和资源优势护城河，转换成本方面，公司提前布局海外业务，与多家欧洲客户深度绑定，并获得多项欧洲认证。但是未来也存在其他竞争对手持续获得相关认证，并以低价抢夺公司订单的可能性。资源优势方面，公司拥有较多码头资源，在运输方面占有优势，但后续也存在竞争对手逐步通过码头审核，抢夺公司市场份额的可能，导致未来护城河持续性有所下降，预计长期公司超额ROIC下降约5%。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对大金重工进行了动态估值和ddm估值测算，公司目前动态估值为合理估值，ddm估值为偏高估，短期公司股价已经大幅上行，注意短期回调的情况。

6.1 核心假设及逻辑

- 1) 国内陆风方面：随着大型化推进，导致边际成本下降，我们预计2026-2030年，塔筒单价从0.9万元/吨降至0.4万元/吨，公司主动将陆风市场份额从12%调整至5%并维持，预计长期至2030年，公司毛利率下滑5%。
- 2) 国内海风市场：随着大型化推进，导致边际成本下降，我们预计2026-2030年，塔筒+桩基单价从1万元/吨降至0.7万元/吨，预计公司市场份额由14%降至12%后保持稳定，毛利率虽当前时间点处于逐步提升的状态，但远期预计缓降3%-5%。
- 3) 欧洲海风市场：我们预计同样呈现单价下行趋势，公司凭借技术和成本优势维持20%以上市占率，预计2026-2030年，公司欧洲份额可能逐步下降，毛利率预估下降7%左右。

表2：公司整体业绩预测

大金重工	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	51.1	43.3	37.8	59.3	75.1	88.5	102.4	115.6
归母净利润(亿)	4.5	4.3	4.7	9.6	12.4	15.0	15.6	18.5
归母净利润增速(%)	-22.1	-3.9	9.6	103.4	28.9	20.8	3.6	19.0
经营性净利润(亿)	3.9	3.9	4.3	9.3	12.1	14.6	15.2	18.2
经营性净利润增速(%)	-31.1	0.1	9.3	117.0	29.4	21.3	3.8	19.4
经营性归母净利润(亿)	3.9	3.9	4.3	9.3	12.1	14.6	15.2	18.2
经营性归母净利润增速(%)	-31.1	0.1	9.3	117.0	29.4	21.3	3.8	19.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

风电塔筒	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	51.1	43.3	37.8	59.3	75.1	88.5	102.4	115.6
收入增速(%)	15.2	-15.3	-12.6	56.9	26.6	17.8	15.7	12.9
经营性净利润(亿)	3.9	3.9	4.3	9.3	12.1	14.6	15.2	18.2
经营性净利率(%)	7.7	9.1	11.4	15.7	16.1	16.5	14.9	15.7
经营性净利润增速(%)	-31.1	0.1	9.3	117.0	29.4	21.3	3.8	19.4

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
风电塔筒	5.8%	中等	一般	较强	7.8%	15.26	17.2
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
风电塔筒(亿)	14.8	194.4	209.2	48.8	—	—	258.1
公司整体测算(亿)	14.8	194.4	209.2	48.8	—	—	258.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
风电塔筒(亿)	68.0	86.9	154.9	48.8	—	—	203.7
公司整体测算(亿)	68.0	86.9	154.9	48.8	—	—	203.7

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性尚可，一方面，通过对比公司历史实际业绩与预测业绩，发现两者之间存在一定差异；另一方面，公司收入主要来源以欧洲为主，欧洲风电政策存在一定的不确定性，未来欧洲市场装机需求也存在较大的波动，数据可跟踪性相对较低，导致其未来预测也存在一定的不确定性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。