

日月股份（603218.SH）

公司报告 | 首次评级报告

刘乾元
风电行业研究员

2025年12月16日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	13.02
总市值	134.16亿
PE-TTM	24.32
PB-MRQ	1.31

估值结果

价值	207.15亿
DDM估值 上行空间	54%
状态	低估
价值	219.48亿
动态估值 上行空间	64%
状态	低估

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

公司为风电铸件行业龙头，已经形成70万吨铸造产能，32万吨的精加工能力，风电铸件市占率全球第一。

公司成长空间较高，受益于风电行业持续向好，风机大型化和海上风电的政策支持带来了广阔的市场空间。公司盈利趋势较好，规模效应摊薄了公司的固定成本，产品结构优化，海上风电等高毛利占比提升。公司产业格局中等，从上游来看，原材料价格波动会直接影响成本，公司对大宗商品价格缺乏控制力，下游话语权相对上游较好，得益于下游客户对其技术的认可、规模交付能力以及积极参与客户产品研发。公司护城河较深，较高的产能形成了公司的规模优势，自主研发球墨铸铁、全型号风电铸件覆盖也形成了公司的技术优势。

基于我们对公司的假设，我们认为公司行业龙头地位未来能持续保持，依靠产能规模优势叠加风电行业景气回升的预期，未来公司产品有望实现量价齐升，公司目前估值处于偏低估的状态。

我们区别于市场的观点

市场对日月股份的共识是：公司作为风电铸件龙头，未来将持续受益于行业景气复苏和产能释放带来的量增逻辑。

我们认为公司短期内仍存在着一些不确定性，目前风机的招标价格虽然企稳，但价格仍在低位，风电整机厂商可能持续向上游设备段压价来维持自身利润，导致公司利润率修复幅度和速度可能低于市场预期。

风险提示

国内风电行业未来需求可能不及预期，可能造成公司出货量不及预期；公司应收账款与现金流存在一定风险；若风电板块竞争加剧，导致高价值订单确认收入时间递延，可能造成公司毛利率修复不及预期。

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	7
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1992年，至今已深耕铸造领域30年。2016年公司在上交所上市，公司一直致力于大型重工装备铸件研发、生产及销售，主要产品为大型球墨铸件、主要应用于风电装机、海洋工程等领域。其中，风电铸件业务是公司核心业务，2019-2021年风电铸件营收占比基本保持80%以上，2022-2023年，风电铸件业务营收占比上升到90%以上，目前公司已成为风电铸件行业全球龙头，国内市占率和全球市占率都位列首位。

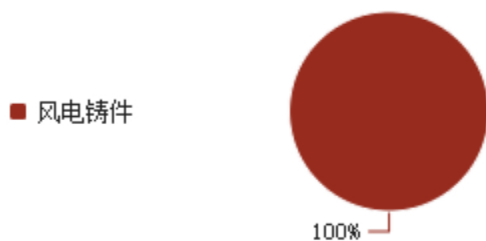
2. 业务介绍

对于日月股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

风电铸件：

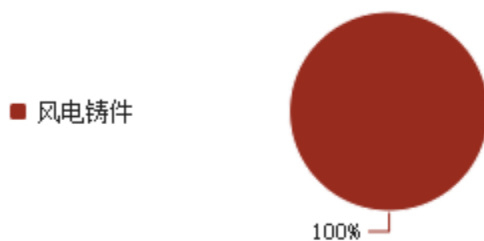
公司主要产品为大型球墨铸件，主要用于装配风电装机、海洋工程等领域重工装备。风电铸件产品主要包含轮毂、底座、机舱底板、齿轮箱部件、主轴等。我们对该业务的竞争市场界定在全球范围。

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

日月股份的商业模式，核心是凭借技术、规模和成本优势，在大型铸件领域为客户提供高性价比产品。其发展则围绕着“海上风电+风电出海”的双线逻辑，把重心放在持续扩大风电主业产能、提升一体化能力、降低成本以强化龙头地位。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

规模稳固，财务结构稳健。公司拥有全球最大的风电铸件产能（70万吨铸造+42万吨精加工），甘肃基地二期10万吨产能在2025年Q4投产后，大型铸件占比将提升至60%。公司目前资产负债率仍显著低于行业平均水平，表明公司财务结构较为稳健，偿债风险较低，同时也为未来可能的融资需求留下了空间。

3.2 研发高端度

低

较低

中等

较高

高

技术积淀深厚，构筑差异化优势。公司目前持有发明专利66项，构成了核心技术壁垒，助力公司参与国际客户大型化产品的试样和供货，其风电铸件产品获得国内外主流整机厂商的认可，研发聚焦高端化和多元化，同时契合行业趋势和国家战略需求。

3.3 研发强度

低

较低

中等

较高

高

投入猛增，驱动产品与技术升级。2025年上半年，公司研发费用高达1.49亿元，同比增长73.03%。其研发费用率为4.63%，持续的研发投入使公司能够紧跟风机大型化（尤其是海上风电）的趋势，成功研发并批量交付大兆瓦风电产品。

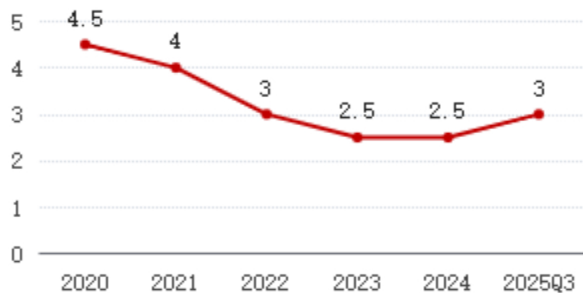
4. 历史经营绩效

日月股份当前盈利能力星级尚可，成长能力星级最近两年有所提升，业务控制力星级表现较好，由于公司目前仍处于扩张产能的阶段，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年，风电抢装潮使得需求旺盛，公司产品价格相对较高，公司盈利能力星级表现优异；2021年至2023年，风电进入平价上网时代，整机招标价格持续下行，并逐步向零部件环节传导，铸件价格下降，导致公司盈利能力星级持续下降；2024年至2025年上半年，主营业务毛利率仍面临挑战，但扣非净利润同比增长，显示公司盈利能力正在修复，得益于风电行业反内卷成效显著，公司盈利能力星级保持稳定。

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

公司的成长能力与风电行业的景气度紧密相连，2020年初，风电行业处于景气度高点，公司成长能力星级表现极好；2021年至2022年，风电行业进入调整期，风机价格下行，公司营收规模增速下降，导致成长能力星级持续下降；2023年至2025年上半年，主要受益于国内风电装机需求回暖，公司产能释放，风电铸件价格企稳等因素，公司成长能力星级逐步回升。

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



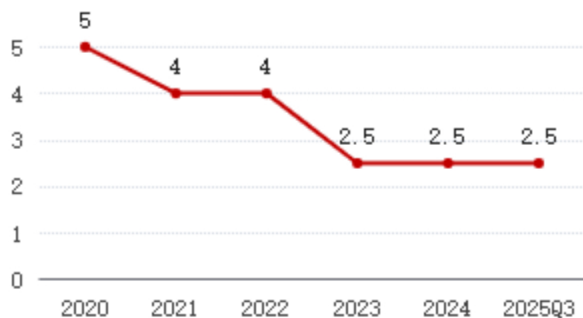
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2021年，公司营收、利润、经营性现金流均大幅增长，推动公司业务控制力星级提升；2022年，公司营收规模停滞；盈利空间收窄，2023年，公司费用管控出现显著成效，在此期间业务控制力星级持续波动；2024年至2025年上半年，由于风电行业复苏过程中仍存压力，回款周期延长，公司应收账款高企，有息负债增幅较大，共同导致公司业务控制力星级持续下降。

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，因资金优先用于大兆瓦铸件产能扩张，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，盈利趋势星级较好，产业格局星级尚可，护城河星级较高。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级表现优异，主要是公司铸件业务受益于风电行业高景气度带来的利好。

风电铸件(4星)：

公司作为全球风电铸件龙头，2024年全球市占率约为20%，是风电行业景气反转中最直接的受益者。特别是风机大型化（尤其是海上风电）趋势，对铸件技术、尺寸、性能要求更高，单兆瓦价值量提升，直接利好具备技术和大产能的头部企业，预计2024-2030年收入复合增速达10.5%。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级表现较好，短期内公司盈利趋势持续向好，长期存在一定波动性。

风电铸件(3.5星)：

风电行业景气度持续回升中，2025年上半年，全国风电新增并网容量同比提升98.88%。公司产能利用率提升，规模效应开始显现，有效摊薄了固定成本，同时，高毛利率的海上风电产品和海外业务占比提升，公司毛利率处于结构性改善的阶段。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级尚可，主要系公司风电铸件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。

风电铸件(3星)：

公司应收账款高企，截至2025年中报，应收账款高达19.05亿元，同比增长29.36%。这反映了公司为了维持客户关系和市场份额，在回款条款上并不强势。虽然公司是铸件龙头，但其他竞争对手同样在扩张产能，行业格局并未形成绝对垄断，价格竞争依然存在，产业格局星级表现尚可。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级较高，主要包括公司技术壁垒和规模和成本壁垒等。

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
风电铸件	(5星)公司风电铸件业务的护城河宽度星级较高，经壹评级调整后的ROE为12%，ROIC为9%，超额ROIC尚可。公司业务控制力尚可，下游话语权较强，得益于下游客户对其技术的认可、规模交付能力较高。公司为全球风电铸件龙头，市占率全球第一，未来市占率预计保持稳定。	(3.5星)公司风电铸件护城河星级较好，护城河主要为规模效应和技术优势。规模效应主要为规模较大带来的原材料采购具有优势，采购价格低；技术优势表现为公司独家的球墨铸铁技术和15MW风电铸件的大规模生产。后续随着竞争者增加导致行业竞争加剧，可能抢夺公司的市场份额，同时，若未来风机轻量化成为趋势，现有材料技术储备面临挑战，公司技术护城河将面临挑战，未来护城河优势存在被削弱的风险。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于未来风电行业景气度持续提升、十五五规划和海外风电景气反转的推动、下游风机需求的增长带动公司铸件出货量提升的假设，目前公司估值偏低估。

6.1 核心假设及逻辑

收入假设：

- 1) 铸件出货量：预计随着2024年全球风电装机需求开始增长，同时国内海风装机开始加速发展（2025-2030海上风电年均装机量约15-20GW），以及十五五规划相关需求逐步释放，公司风电铸件出货量预计保持稳定增长。
- 2) 铸件价格：预计随着风电大型化趋势推进及行业供需格局改善，2025-2027年风电铸件单位价格微增，2028-2030年，风电铸件单位价格缓降。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：2025-2026年，预计毛利率持续提升，逐步回升到20%以上，2027-2030年，预计毛利率稳定保持不变。
- 2) 费用率：公司持续产能扩张，销售人员和管理人员同比增加，预计销售、管理费用增加。为了适应未来风机大型化的趋势，公司持续研发大型球状石墨铸铁，公司研发费用预计提升0.5个百分点。

表2：公司整体业绩预测

日月股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	48.7	46.6	47.0	62.5	68.9	73.1	77.8	84.9
归母净利润(亿)	3.4	4.8	6.2	7.8	9.8	11.0	11.0	12.0
归母净利润增速(%)	-48.3	39.4	29.7	25.5	24.7	12.9	0.2	8.9
经营性净利润(亿)	2.3	3.8	3.4	7.5	9.4	10.6	10.7	11.6
经营性净利润增速(%)	-57.4	67.6	-11.7	119.6	25.9	13.4	0.2	9.2
经营性归母净利润(亿)	2.3	3.9	3.4	7.5	9.4	10.6	10.7	11.6
经营性归母净利润增速(%)	-57.5	68.5	-11.1	116.7	25.9	13.4	0.2	9.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

风电铸件	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	48.7	46.6	47.0	62.5	68.9	73.1	77.8	84.9
收入增速(%)	3.2	-4.3	0.9	33.1	10.2	6.1	6.4	9.2
经营性净利润(亿)	2.3	3.8	3.4	7.5	9.4	10.6	10.7	11.6
经营性净利率(%)	4.7	8.3	7.2	11.9	13.6	14.6	13.7	13.7
经营性净利润增速(%)	-57.4	67.6	-11.7	119.6	25.9	13.4	0.2	9.2

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)
风电铸件	8.9%	中等	较好	较强	7.5%	17.73	11.3
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
风电铸件(亿)	48.5	150.2	198.6	20.8	-	-	219.5
公司整体测算(亿)	48.5	150.2	198.6	20.8	-	-	219.5

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
风电铸件(亿)	92.6	93.8	186.3	20.8	-	-	207.1
公司整体测算(亿)	92.6	93.8	186.3	20.8	-	-	207.1

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，公司的业绩修复与风电行业的景气度高度绑定，由于风电行业的复苏程度存疑，叠加生铁、废钢的价格的波动可能影响公司的利润，导致公司未来预测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作有悖原意的引用、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。