

评级变动报告

金风科技 002202.SZ



鉴于风电整机销售受益于反内卷效应超预期，我们全面上调了金风科技未来三年风机业务的收入预期，同时仅小幅上调其毛利率预期，但风电开发业务因项目储备下降持续拖累利润，下调了风电运维开发业务的收入及毛利预期，核心原因如下：

反内卷推动整机量价齐升，风机业务收入超预期： 受风电行业反内卷及“688号文”政策驱动，2026年Q1风机投标均价同比有所回升，公司整机销售容量同比翻倍。目前国内海风及出海景气度持续，龙头企业订单饱满，2026年全年风机交付量有望持续提升，带动风机板块收入显著好于此此前预期；但受原材料及市场竞争制约，毛利率仅小幅上调。

风电开发业务项目储备下降，拖累盈利质量： 公司风电运维及开发项目装机容量由2024年的330MW下降至2025年的200MW，同比降幅较大，导致该板块毛利及净利率明显下滑。受存量项目开发节奏放缓、新项目审批趋严影响，预计2026年该板块收入及毛利贡献将继续低于预期，成为净利润不及预期的主要拖累项。

风机主业顺利但无新增超预期，蓝箭航天IPO推高估值： 尽管我们因看好风机出海及海风景气度，将公司DDM估值上调14.14%，但核心矛盾不在于风机主业，而在于蓝箭航天IPO给予A股估值过高溢价，风机主业虽顺利发展，但短期无新增超预期，公司估值上调后处于合理估值的状态。

公司基本信息



金风科技股份有限公司的主营业务是风机制造、风电服务、风电场投资与开发以及水务等其他业务。公司的主要产品是风机及零部件销售、风电服务、风电场开发。

公司深度评级

所属行业	工业	成长空间	★★★★★	DDM估值：价值 767.40亿 (较上期+14.14%)
当前股价	21.43元	盈利趋势	★★★★☆	状态 合理估值 (上行空间-15%)
总市值	905.16亿	产业格局	★★★★☆	
PE-TTM	29.07	护城河	★★★★★	动态估值：价值 780.19亿 (较上期+15.88%)
PB-MRQ	2.28			状态 合理估值 (上行空间-14%)

公司盈利预测

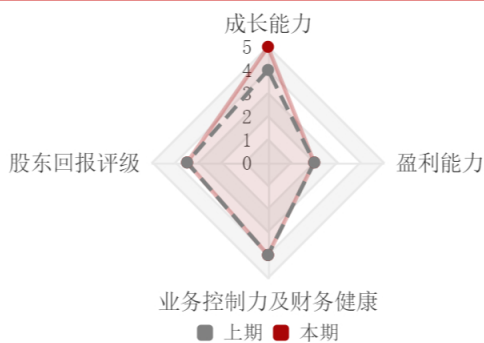
金风科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	504.6	567.0	730.2	841.2	935.9	1033.7	1141.9	1252.1
归母净利润(亿)	13.3	18.6	27.8	43.4	53.3	59.5	69.4	82.6
归母净利润增速(%)	-44.1	39.8	49.2	56.5	22.8	11.7	16.7	18.9
经营性净利润(亿)	-8.2	0.2	14.2	33.1	43.2	49.7	59.9	73.4
经营性净利润增速(%)	-261.0	102.4	7117.1	132.2	30.8	14.8	20.6	22.6
经营性归母净利润(亿)	-7.1	0.2	13.1	32.1	42.0	48.2	58.1	71.2
经营性归母净利润增速(%)	-244.0	102.8	6505.7	145.6	30.8	14.8	20.6	22.6

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

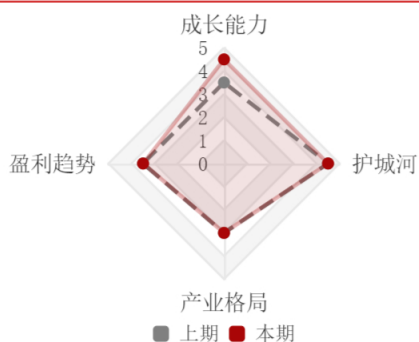
成长能力提升1.0星级：上期星级4.0星，本期星级5.0星。

风电整机销售受益反内卷实现翻倍增长，海风及出海景气度持续，带动公司收入端景气度有所提升；尽管风电开发业务收入有所下滑，但整机收入占比及增速均占主导，成长星级持续提升。

深度评级变动分析

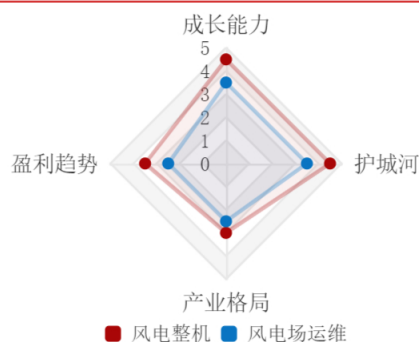
四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-03

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-03

成长空间提升1.0星级：上期星级3.5星，本期星级4.5星。

风电整机销售受益反内卷实现翻倍增长，海风及出海景气度持续，带动公司收入端景气度有所提升；尽管风电开发业务收入有所下滑，但整机收入占比及增速均占主导，成长星级持续提升。

风电开发运维业务护城河星级下调，主要基于项目装机容量近年明显下降，叠加新项目审批趋严，规模优势有所减弱，护城河宽度收窄，小幅下调该业务的护城河星级。

估值评级

DDM估值上升+14.14%：上期 672.35亿，本期 767.40亿。动态估值上升+15.88%：上期 673.30亿，本期 780.19亿。

我们对公司2026-2028年收入及归母净利润预测进行了分项调整，主要基于对公司风机业务市占率、销售单价以及风电开发业务收入贡献的重新评估。完成调整后，公司的DDM估值相对上期上调 12.5%。

1、未来三年收入预测的调整：

我们上调公司营业收入的预测，主要是我们对公司风机业务的收入、市占率及销售单价的预测做出上调，同时下调了风电开发业务的收入预期。

风机业务市占率： 经过评估，我们对公司风机业务收入和市占率预测做出了上调，主要基于2025年公司风机销售容量同比大幅增长60%以上，在手订单维持高位，叠加国内海风及出海景气度持续，龙头企业份额有望进一步提升。因此我们将2026-2028年公司风机业务的收入和市占率都进行了上调。

风电平均招标单价： 经过评估，我们对公司风机销售单价进行了上调，主要基于风电行业反内卷政策推动，2026年Q1投标均价同比有所回升，且大兆瓦机型占比提升有望支撑均价。因此我们对2026-2028年公司风机销售单价进行上调。

风电开发运维业务收入： 经过评估，我们对公司风电开发及运维业务收入进行下调，主要基于该板块项目装机容量近年出现较明显下降，且新项目审批趋严，预计未来三年收入贡献将持续低于此前预期。

2、未来三年归母净利润预测的调整：

我们对公司2026-2028归母净利润的预测做出一定下调，主要通过对公司综合毛利率及期间费用率的预测进行调整。

综合毛利率： 经过评估，我们对公司2026-2028年综合毛利率预测进行了下调，主要系风电开发业务毛利率下降幅度较大，且风机业务毛利率受原材料及竞争制约仅小幅上调，无法完全对冲风电开发运维业务的下滑。

期间费用率： 经过评估，我们对金风科技2026-2028年期间费用率预测值进行小幅下调。一方面，2025年公司实际期间费用率同比有所下降，各分项费用率均实现同比下降，整体费用管控效果优于此前预期；另一方面，随着风机出货量持续高增及海外业务加速放量，收入端的高增长将对固定费用形成有效摊薄，规模效应将持续显现，推动期间费用率进一步下行。

盈利预测

核心假设及逻辑

收入假设:

1) 风机出货量: 预计随着2026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, 预计2026-2030年, 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, 公司风电整机出货量预计持续提升, “十五五”期间, 预计风机出货量的复合增速达11.5%左右。

2) 风机招标价格: 短期来看, 受益于行业反内卷自律行动、风机大型化趋缓以及国内需求持续高景气, 预计风机招标价格将略有提升; 长期来看, 随着新能源全面入市推进、项目收益不确定性增加, 风电招标价格面临缓慢下行压力。

盈利能力假设:

1) 综合毛利率: 2026-2027年, 预计毛利率小幅提升, 回升1-2个百分点, 2028-2030年, 预计毛利率稳定保持不变。

2) 费用率: 受益于收入规模持续增长带来的费用摊薄及公司费用管控能力增强, 预计期间费用率将有所下降。为适应风机大型化趋势, 研发费用保持合理增长, 但整体费用率约下降0.5个百分点。

公司整体业绩预测

金风科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	504.6	567.0	730.2	841.2	935.9	1033.7	1141.9	1252.1
归母净利润(亿)	13.3	18.6	27.8	43.4	53.3	59.5	69.4	82.6
归母净利润增速(%)	-44.1	39.8	49.2	56.5	22.8	11.7	16.7	18.9
经营性净利润(亿)	-8.2	0.2	14.2	33.1	43.2	49.7	59.9	73.4
经营性净利润增速(%)	-261.0	102.4	7117.1	132.2	30.8	14.8	20.6	22.6
经营性归母净利润(亿)	-7.1	0.2	13.1	32.1	42.0	48.2	58.1	71.2
经营性归母净利润增速(%)	-244.0	102.8	6505.7	145.6	30.8	14.8	20.6	22.6

数据来源: 壹评级

公司分业务业绩预测

风电整机	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	403.7	453.6	584.2	683.5	765.5	849.7	943.2	1037.5
收入增速(%)	8.7	12.4	28.8	17.0	12.0	11.0	11.0	10.0
经营性净利润(亿)	-21.5	-31.1	-6.2	13.0	21.6	26.2	34.6	47.9
经营性净利率(%)	-5.3	-6.8	-1.1	1.9	2.8	3.1	3.7	4.6
经营性净利润增速(%)	-66.9	-44.4	79.9	308.5	65.9	21.5	31.8	38.5
风电场运维	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	100.9	113.4	146.0	157.7	170.3	184.0	198.7	214.6
收入增速(%)	8.7	12.4	28.8	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
经营性净利润(亿)	13.3	31.3	20.5	20.1	21.7	23.4	25.3	25.5
经营性净利率(%)	13.2	27.6	14.0	12.7	12.7	12.7	12.7	11.9
经营性净利润增速(%)	-25.7	134.3	-34.5	-2.1	8.0	8.1	8.1	0.8

数据来源: 壹评级

动态估值

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)
风电整机	4.5%	中低	较好	强	7.2%	17.29	46.8
风电场运维	4.0%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	25.5
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
风电整机(亿)	-113.7	611.2	497.5	-	-	-	497.5
风电场运维(亿)	53.3	244.4	297.7	-	16.6	1.6	282.7
公司整体测算(亿)	-60.4	855.6	795.2	-	16.6	1.6	780.2

数据来源：壹评级

DDM估值

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
风电整机(亿)	61.8	384.1	445.9	-	-	-	445.9
风电场运维(亿)	160.6	175.6	336.2	-	16.6	1.9	321.5
公司整体测算(亿)	222.3	559.8	782.1	-	16.6	1.9	767.4

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

金风科技盈利能力的修复幅度和速度存在一定的不确定性，主要取决于下游风电招标量能否持续提升，招标价格能否企稳、高毛利的海外业务及大型化产品占比能否提升等因素，公司整体估值确定性不算高。

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任何变更。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。