

天顺风能（002531.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年8月11日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	6.71
总市值	120.57亿
PE-TTM	-61.67
PB-MRQ	1.39

估值结果

价值	162.34亿
DDM估值	上行空间 35%
状态	偏低估
价值	169.54亿
动态估值	上行空间 41%
状态	偏低估

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

天顺风能是全球领先的风电塔筒及海上风电基础装备制造制造商，核心业务聚焦陆上风电塔筒、海上风电桩基及导管架的研发、生产与销售，产品主要应用于风力发电行业，在风电塔筒细分市场占据全球领先地位。

天顺风能成长空间较好，短期受益于国内海风招标加速与新签订单放量，长期受益于全球海上风电装机扩张及欧洲海工市场深度渗透。公司盈利趋势短期承压，2025年因战略转型计提大额减值导致亏损，但2026年一季度已实现盈利同比正增长，随着高毛利海外业务占比提升及低效产能出清，盈利有望逐步修复。公司产业格局较好，在全球风电塔筒及海工基础这一细分市场中具备较强竞争地位，下游客户涵盖全球头部整机商及能源开发商，凭借先发布局欧洲市场的优势在出海领域占据领先地位。公司护城河较强，主要体现在全球化的产能布局与码头资源优势，以及欧洲市场先发优势带来的认证壁垒与客户粘性。

基于我们对公司的假设，我们认为天顺风能作为全球风电塔筒龙头，未来海工订单有望持续落地，公司目前估值处于偏低估状态。

我们区别于市场的观点

市场普遍预期天顺风能核心增长来自国内海风装机持续放量与欧洲海工市场份额进一步提升两大引擎，公司作为全球风电塔筒出海龙头将充分受益于行业景气度上行，看好其海工业务放量后的业绩弹性。

我们认为公司发展存在一定不确定性：公司正处于“由陆向海”战略转型期，2025年因计提大额资产减值导致亏损，海工业务虽已放量但毛利率仍处于低位，产能爬坡与盈利改善需要时间，可能导致公司利润率修复幅度不及市场预期。

风险提示

海工业务放量节奏及盈利能力提升存在不确定性；资产负债率偏高，偿债压力较大。

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	5
3.2 人力资源密集度	5
3.3 人力资源高端度	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	6
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	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026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	6
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	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

天顺风能是全球领先的风电塔筒及海上风电基础装备制造制造商，核心产品包括陆上风电塔筒、海上风电桩基、导管架等风电装备，以及风力发电等零碳实业业务。公司产品现已覆盖全球多个国家和地区，尤其在风电塔筒及海工基础细分市场占据领先地位。

2. 业务介绍

对于天顺风能公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

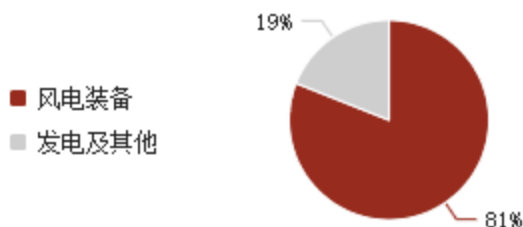
风电装备：

该业务是公司传统核心主业，覆盖陆上风电塔筒、海上风电桩基及导管架等风电基础装备的研发、生产与销售，广泛应用于陆上及海上风力发电领域。公司产品在风电塔筒细分市场占据全球领先地位。我们对该业务的市场界定为全球市场。

发电及其他：

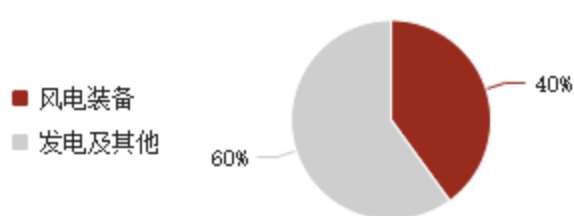
该业务是公司基于风电装备制造能力向风电运营端的纵向延伸，覆盖风力发电场的开发、建设、运营与售电。截至2025年底，公司运维风电场在手并网容量为1783.8MW，主要分布在新疆、内蒙古、山东、河南、安徽和湖北。我们对该业务的市场界定为中国市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

天顺风能的商业模式，核心是依托在风电塔筒及海工基础装备领域的全球领先地位，以及先发布局欧洲市场所构筑的认证与客户壁垒，“由陆向海”战略转型聚焦海上风电高增长赛道，纵向延伸至风电运营领域以形成“装备制造+零碳运营”双轮驱动的业务格局。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

天顺风能资产强度评级为“高”，公司作为重资产制造企业，持续大规模投入构筑了深厚的资产壁垒，国内四大主力基地，包括江苏盐城射阳基地、南通通州湾基地、广东揭阳惠来基地、汕尾陆丰基地均已实现投产，德国库克斯港基地已完成多类大型生产设备的采购与制造。高强度的资产投入构成了公司在全球海工市场竞争的坚固护城河。

3.2 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

天顺风能人力资源密集度评级为“中等”，公司员工总数从2022年末的1,055人增长至2025年末的1,467人，其中研发人员155人。员工规模增速趋于平稳，用工规模保持适度扩张态势，人力资源密集度处于行业中游水平。

3.3 人力资源高端度

低 较低 中等 较高 高

天顺风能人力资源高端度评级为“高”，公司人均创收长期保持行业领先水平，拥有12家国家高新技术企业、知识产权总数量354件，其中发明专利56件。公司明确表示“致力于全球海工领导者的目标和定位，一向重视人才的发展和储备”。高人均产出、高薪酬水平与高素质人才队伍三者叠加，反映出公司人力资源的高端化特征。

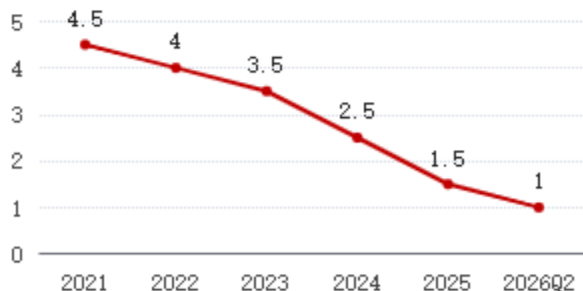
4. 历史经营绩效

天顺风能历史业务控制力星级表现尚可，历史盈利能力、成长能力和股东回报能力表现较差。

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

2021年，受益于风电抢装潮及产品需求旺盛，公司盈利水平达到阶段性高点。2022年至2023年，风电平价时代初期行业价格战持续压缩利润空间，盈利水平有所回落。2024年，受公司主动控制陆风规模、叠加国内海风项目开工滞缓影响，海工项目交付受阻，叠加陆上业务收缩带来的产能利用率下降，盈利能力进一步下滑。2025年，公司加速推进战略转型，对拟停产的陆上风能装备生产基地计提大额减值，导致全年净利率转负。2026年上半年，随着陆风历史包袱逐步出清，公司盈利能力环比改善。

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

2019–2021年，受益于海上风电行业高景气度及抢装潮，公司营收与利润均实现快速增长。2022–2023年，受标志性项目进展不顺利影响，我国海风装机表现不佳，营业收入下滑，盈利明显承压。2024年，受公司控制陆风规模、叠加海风项目开工滞缓影响，业绩出现显著回调。2025年，公司海工业务营收同比增长显著，拉动全年营收回升，但因战略转型计提大额资产减值及信用减值，归母净利润由盈转亏。2026年上半年，公司归母净利润实现同比正增长，成长能力持续改善。

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

2021年，受益于风电抢装潮带来的需求旺盛，公司回款质量良好，现金流保持健康。2022年至2023年，受下游付款节奏放缓及行业调整影响，应收账款持续攀升，现金回收效率有所下降。2024年，欧洲订单预收款大幅增加，高毛利+短账期模式显著改善现金流入。2025年，经营活动现金流净额同比增长，但应收账款体量仍较大。2026年上半年，受预付材料款保障在手订单影响，现金流净额阶段性承压。

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

2021年，受益于盈利高增，公司分红力度较大。2022年，受盈利下滑影响，分红力度有所下调。2023年，公司延续分红，但力度进一步下降。2024年，伴随盈利有所改善，分红水平小幅回升。2025年，公司虽全年业绩亏损，仍维持了分红。

5. 四维评级

综合来看，公司成长空间星级、盈利趋势星级、产业格局星级以及护城河星级均表现尚可。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力较好，作为全球风电塔筒出海龙头，深度受益于国内“十五五”海风装机持续放量与欧洲海风需求加速起量。

风电装备(3星):

该业务是公司未来核心的成长驱动力。国内市场，“十五五”期间海上风电年均装机目标明确，2025年12月至2026年上半年，公司新签订或中标海工导管架、单管桩等订单累计超30亿元。海外市场，公司自2019年起布局欧洲市场，德国基地核心设备已进场，欧洲海风景气度向上，英国AR7拍卖超预期，AR8即将到来，公司有望充分受益。

发电及其他(3星):

公司发电业务是核心业务之一，未来五年仍以建设扩大规模为主，公司储备有大量平价风电资源，在建项目稳步推进，成长路径清晰。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利能力短期承压，但未来有望逐步改善。

风电装备(3星):

该业务未来有望成为公司利润的核心来源，随着海工业务放量带来的规模效应、海外业务占比提升叠加欧洲高毛利订单逐步落地，以及低效陆上产能的出清，该业务毛利率有望持续改善。

发电及其他(3星):

公司发电业务盈利能力保持高位且稳定。近年来发电业务毛利率长期维持在60%以上，是公司利润的稳健基本盘，发电业务收入主要来源于已并网风电场的售电收入，经营模式成熟。但随着平价项目陆续并网、存量带补贴项目占比下降，新能源上网电价全面入市后电价逐步下降，该业务未来面临盈利趋势下行的压力。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局星级较好，公司为全球风电塔筒及海工基础装备龙头，在欧洲海上风电基础装备市场占据领先地位。

风电装备(3星):

该业务确立了公司在全球风电塔筒及海工基础装备领域的领先地位。公司塔筒出口占全球份额较高，在欧洲市场市占率领先。凭借在细分领域较强的竞争壁垒与先发优势，公司对下游客户具备良好的议价能力。

发电及其他(3星):

公司发电业务产业格局一般。公司深耕风电领域多年，已形成“新能源装备制造+零碳实业发展”双轮驱动业务格局，在风电场开发、建设、运营环节积累了丰富的项目经验。但风电运营行业参与者众多，包括大型电力央企、新能源运营商等，公司竞争优势不明显，行业整体竞争格局相对分散。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级较好，主要体现在全球化的产能布局与码头资源优势，以及欧洲市场先发优势带来的认证壁垒与客户粘性

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
风电装备	(3星) 该业务护城河宽度星级尚可，公司为全球风电塔筒及海工基础装备领域龙头企业，全球风电塔筒市场份额领先，经壹评级调整后，该业务的ROE为10%，ROIC为8%。公司业务控制力星级尚可，下游话语权较强，得益于公司2019年起前瞻性布局欧洲市场所构筑的先发优势与认证壁垒，以及海上风电业务对码头岸线资源的高度依赖所形成的资源壁垒，下游客户对其品牌、技术实力和规模化交付能力高度认可。	(3星) 公司该业务护城河持续性较好，护城河主要为规模优势与资源壁垒。规模优势方面，公司是全球风电塔筒及海工基础装备领域产能规模最大的企业之一，国内及远期规划总产能位居行业前列，大规模产能带来的规模效应有利于摊薄单位固定成本、增强成本竞争力；资源壁垒方面，海上风电业务对码头、岸线及临近临港建设用地具有较强依赖，公司围绕国内沿海布局了多个深水码头基地，形成了一定的区位准入壁垒。长期看，公司该业务的护城河可能面临挑战：规模优势的兑现高度依赖于产能利用率的持续提升，当前海工业务毛利率仍处于较低水平，距离理想盈利区间仍有差距；德国基地投产进度持续晚于预期，公司正处于战略转型期，资产负债率偏高，可能影响持续投入能力。
发电及其他	(2星) 该业务护城河宽度星级较差，公司深耕风电运营领域多年，在风电场开发、建设、运营环节积累了丰富的项目经验，经壹评级调整后，该业务的ROE为12%，ROIC为10%。公司业务控制力星级尚可，下游为电网公司，电费收入相对稳定，得益于发电业务稳定的经营性现金流，以及公司依托装备制造主业在风电场资源获取方面的产业协同优势。	(3星) 公司该业务护城河持续性尚可，护城河主要为项目资源壁垒与运营经验壁垒。项目资源壁垒方面，公司储备有大量平价风电资源，长期目标持有运营3-5GW风电站，资源储备较为充足；运营经验壁垒方面，公司深耕风电运营多年，在风电场开发、建设、运营环节积累了丰富的项目经验。长期看，公司该业务的护城河可能面临挑战：电力市场化改革持续深化、新能源上网电价全面入市，电价下行趋势明确，将持续压缩发电业务的盈利空间，进而削弱该业务的长期护城河价值；公司在该领域运营规模不及央企竞争对手，竞争格局相对分散。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于国内海风招标持续放量、“十五五”期间海上风电装机目标明确，以及欧洲海风需求加速起量的背景下，下游海工需求增长带动公司海工装备出货量持续提升的假设，公司目前估值处于偏低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

收入假设：

- 1) 根据“十五五”期间国内海风装机规划，海上风电行业景气度持续提升，带动公司海工导管架、单管桩等产品出货量持续提升。
- 2) 欧洲海风需求加速起量，英国AR7海风拍卖总规模约8.4GW超预期，公司德国基地核心设备已进场，有望受益于欧洲海风高增长周期。
- 3) 公司零碳实业业务持续贡献稳定收入，截至2025年底并网容量1783.8MW，另有830MW项目已获核准。
- 4) 我们预计公司2026-2030年的收入CAGR为22%。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：随着海工产能利用率提升、欧洲高毛利订单逐步落地，以及低效陆上产能的出清，公司毛利率有望逐步改善，预计2026-2030年整体毛利率稳步提升2-3个百分点，2030年之后保持稳定。
- 2) 费用率：未来随着海外市场持续拓展及海工业务深化布局，预计管理费用将有所增加；但受益于收入规模扩大，费用率有望逐步优化。

表2：公司整体业绩预测

天顺风能	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	77.3	48.6	53.9	61.2	84.0	104.0	114.0	134.9
归母净利润(亿)	8.0	2.0	-2.4	3.8	6.3	8.0	10.2	12.6
归母净利润增速(%)	26.7	-74.3	-215.3	260.6	67.8	25.8	27.9	23.7
经营性净利润(亿)	7.8	2.4	-1.1	3.6	6.2	7.8	10.2	12.6
经营性净利润增速(%)	20.4	-69.2	-144.7	437.6	70.6	26.4	30.4	23.7
经营性归母净利润(亿)	8.0	2.4	-1.9	3.6	6.2	7.8	10.2	12.6
经营性归母净利润增速(%)	20.0	-69.6	-179.4	289.3	70.6	26.4	30.4	23.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

风电装备	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	65.7	37.9	43.1	49.9	72.1	91.5	100.9	121.2
收入增速(%)	8.3	-42.3	13.7	15.8	44.5	26.9	10.3	20.1
经营性净利润(亿)	2.1	-3.8	-4.0	-0.3	2.2	3.7	6.0	8.2
经营性净利率(%)	3.2	-10.1	-9.3	-0.6	3.1	4.1	5.9	6.8
经营性净利润增速(%)	-27.0	-279.2	-4.8	92.4	828.0	67.2	60.3	37.4
发电及其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	11.6	10.7	10.8	11.3	11.9	12.5	13.1	13.7
收入增速(%)	72.0	-7.7	0.8	4.9	5.3	5.0	4.8	4.6
经营性净利润(亿)	5.7	6.2	2.9	3.9	4.0	4.1	4.2	4.4
经营性净利率(%)	49.1	58.3	27.2	34.8	33.3	32.9	32.4	32.4
经营性净利润增速(%)	59.0	9.4	-53.0	34.3	0.8	3.5	3.3	4.6

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)
风电装备	4.0%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	7.8
发电及其他	2.0%	中低	较好	较强	7.5%	15	4.4
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
风电装备(亿)	20.5	83.4	103.9	-	-	-	103.9
发电及其他(亿)	16.2	49.5	65.7	-	-	-	65.7
公司整体测算(亿)	36.7	132.8	169.5	-	-	-	169.5

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
风电装备(亿)	44.5	53.7	98.2	-	-	-	98.2
发电及其他(亿)	36.1	28.1	64.2	-	-	-	64.2
公司整体测算(亿)	80.6	81.8	162.3	-	-	-	162.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

天顺风能盈利能力的持续性和弹性存在不确定性，主要取决于国内海风项目交付节奏能否如期兑现、德国海工基地能否在欧洲海工需求旺季中实现实质性突破并获取海外订单，以及海工产能利用率提升后毛利率能否从当前的低位实现显著修复。同时，公司资产负债率偏高、短期偿债压力较大，高负债水平可能制约持续投入能力，公司整体估值确定性不算高。

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。