



# 证券研究报告·公司深度报告

## 《风能的基石，世界的大金》

### ——大金重工（002487.SZ）深度报告

朱玥  
zhuyue@csc.com.cn  
SAC 号:S1440521100008  
SFC 编号:BTM546

陈思同  
chensitong@csc.com.cn  
SAC 号:S1440522080006

发布日期：2025年9月25日

# 从海工出海龙头到系统服务商，三大预期差下的高速成长之路

**核心观点：**公司是风电海工装备出海龙头，目前在欧洲海风单桩市场份额约25%，2025年上半年出口业务在公司整体收入占比近80%，毛利占比近90%，公司已转型为一家以高附加值出口海工业为主导的风电装备制造公司。当前时点我们重点推荐大金重工，原因在于：海工主业前景广阔，积极布局的第二、第三增长曲线物流体系、漂浮式基础业务逐步进入收获期，未来业绩有望迎来快速增长，码头基地设备等硬件条件行业顶尖水平、厚积薄发，有极强的战略定力和执行力，公司重视项目投资回报水平，投资的海工基地ROIC远高于国内普通海工基地。公司的核心预期差在于：（1）业务有显著的创新性和独特性，行业内缺乏对标企业导致市场对公司的核心价值认知存在偏差；（2）对漂浮式、全球物流体系、系统服务商的价值量和盈利水平认识存在预期差；（3）短期看，公司2026、2027年业绩、估值具备上调可能性。

## ◆ 我们重点推荐大金重工的理由：

- ✓ （1）未来业绩有望迎来快速增长：高附加值出口海工业务布局相比同行公司领先3-5年身位，主业出口海工业务处于高速增长期，积极开拓价值量附加值更高的第二、第三增长曲线（物流体系、漂浮式基础），公司正在推进从“产品供应商向系统服务商”转型，第二、第三曲线也逐步进入兑现期，业绩有望迎来快速增长；
- ✓ （2）硬件条件行业顶尖水平：核心硬件条件码头+工业用地资源+进口设备行业顶尖水平；
- ✓ （3）厚积薄发，有极强的战略定力和执行力：从公司业务发展历史和新业务兑现度来看，公司展现出极强的战略定力和执行力；
- ✓ （4）重视项目投资回报水平：从投资决策和投资盈利性来看，公司做难而正确的事，海工基地ROIC远高于国内普通海工基地，具备很高的战略和商业敏锐度。

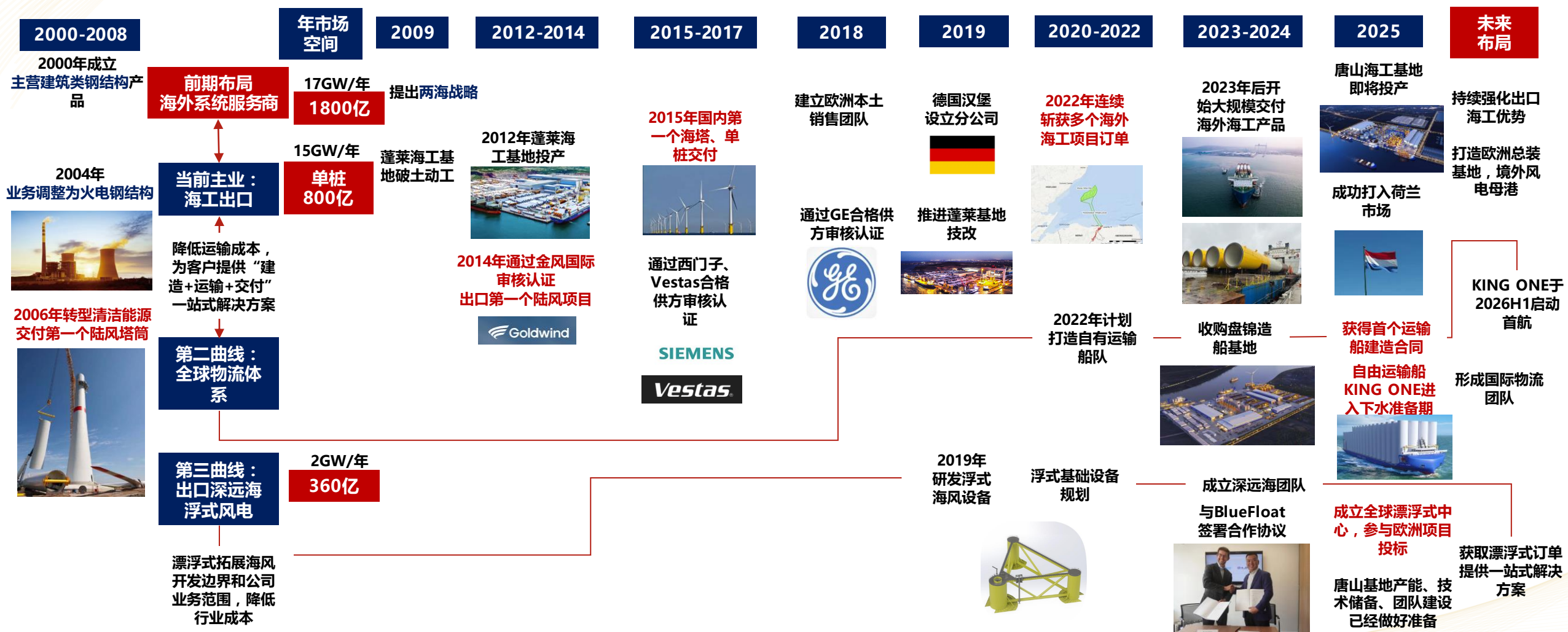
## ◆ 公司的核心预期差：

- ✓ （1）业务有显著的创新性和独特性，行业内缺乏对标企业导致市场对公司的核心价值认知存在偏差：市场关注到的是公司2025、2026年短期业务预期（主要是当前主业海外单桩业务），忽视公司在漂浮式、全球物流体系构建、成为海工系统服务商方面所进行的业务布局；
- ✓ （2）对漂浮式、全球物流体系、系统服务商的价值量、盈利水平认识存在预期差，漂浮式基础在价值量上通常是普通单桩的2-3倍（相同装机容量下），海工系统服务商对应的价值量则是风机基础的数倍，且均是附加值高的业务，公司未来业绩快速增长确定性强；
- ✓ （3）短期看，公司2026、2027年业绩、估值相比一致预期具备上调可能性，一方面，产品价格逐步上涨，另一方面，公司首艘海工特种重型运输船KING ONE将在2026年上半年启动首航，届时将为公司盈利提供增长点，但这两点因素我们认为并未包含在当前的业绩预期和股价预期中；此外，公司积极参与漂浮式投标，后续漂浮式订单存在潜在获取可能性，将进一步提振公司业绩和估值水平。

- ◆ **盈利预测与估值：**预计公司2025、2026、2027年实现营业收入分别为67.3、93.7、107.8亿元，实现归母净利润分别为10.3、16.3、21.2亿元，对应PE估值分别为28.5、18.1、13.9倍，上调至“买入”评级。

# 成长史与里程碑：逐风踏浪25年，大金重工从陆地到深海的清洁能源领航之路

大金重工业务布局一览表



资料来源：公司公告，公司官网，wind，中信建投



# 提纲

- 01. 公司介绍：海风装备“建造+运输+交付”一站式综合解决方案提供商
- 02. 推荐理由与核心预期差：从海工出海龙头到系统服务商，三大预期差下的高速成长之路
- 03. 公司业务介绍：海风装备“建造+运输+交付”一站式综合解决方案提供商
- 04. 欧洲海风景气度跟踪：2025-2030年新增海风装机复合增长率近30%
- 05. 历史业绩复盘及近期财务情况：2023年前与行业趋势一致，2023年后逆势增长
- 06. 盈利预测与估值



# PART 1

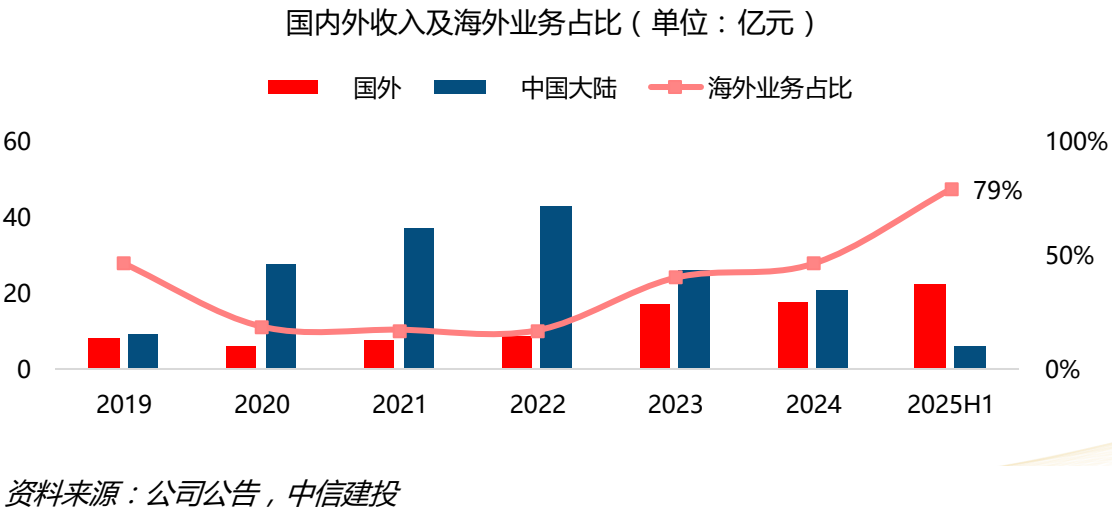
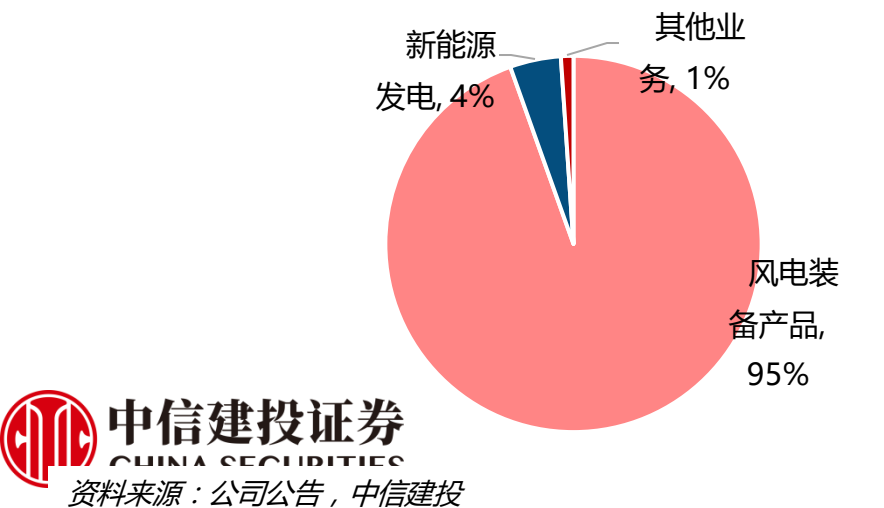
公司介绍：海风装备“建造+运输+交付”一站式综合解决方案提供商

# 公司业务：海风装备“建造+运输+交付”一站式综合解决方案提供商

➤ 大金重工于2000年创立于辽宁阜新，2010年在深交所主板上市，是国内风电塔筒行业的首家上市公司，公司主营业务是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。

业务类型	业务介绍
风电装备产品	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 业务体量：2025年初以来，公司累计签单金额近30亿元，海外海风订单快速增长，同时，公司在手海外海工订单累计总金额超100亿元；2025年上半年出口海工业务发运量同比翻倍，出口业务收入占比近80%
新能源发电	公司生产和销售电力 运营规模：截至2025H1末，公司自持已并网投运新能源项目规模 500MW；同时，公司在建陆上风电项目规模 950MW，预计在 2026 年下半年陆续并网投运
特种航运船舶建造	主要从事特种航运与船舶建造 特种航运与船舶建造：远洋航运业务走向成熟化，自主发运-DAP 模式（目的地交货）成为出口海工主导交付方式，目前，公司自有一期2-4条甲板驳船已经开始打造，2025年有望交付2艘运输船

图、2025年上半年收入构成：风电装备业务占比95%，近年公司海外收入占比持续攀升，2025H1境外收入占比已达79%





## 公司业务：海风装备“建造+运输+交付”一站式综合解决方案提供商

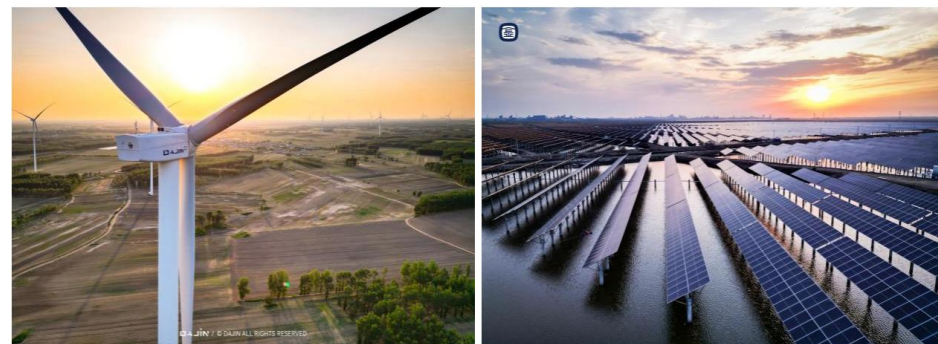
- 公司主营业务是生产销售海上风电单桩基础、过渡段、导管架、浮式基础以及塔筒产品，为客户提供海上风电装备的“建造+运输+交付”一站式综合解决方案，目前公司风电装备业务主要以海外海工产品销售为主，国内业务占比逐年下降。
- 公司目前自持已并网投运新能源项目规模 500MW，包含辽宁阜新250MW陆上风电项目和河北唐山曹妃甸250MW渔光互补项目，在建陆上风电项目规模 950MW。
- 公司自有一期2-4艘甲板驳船已经开始打造，2025年有望交付2艘运输船，首艘海工特种重型运输船KING ONE将在2026年上半年启动首航；2025年公司获得首个甲板运输船市场化订单，赢得国际船东认可。

图、大金重工风电装备产品：单桩、导管架、浮式基础等，目前以供应欧洲单桩为主



资料来源：公司官网，中信建投

图、公司辽宁阜新彰武西六家子250MW陆上风电项目和河北唐山曹妃甸十里海250MW渔光互补项目



资料来源：公司官网，中信建投

图、国际航运船队：首艘海工特种重型运输船KING ONE将在2026年上半年启动首航



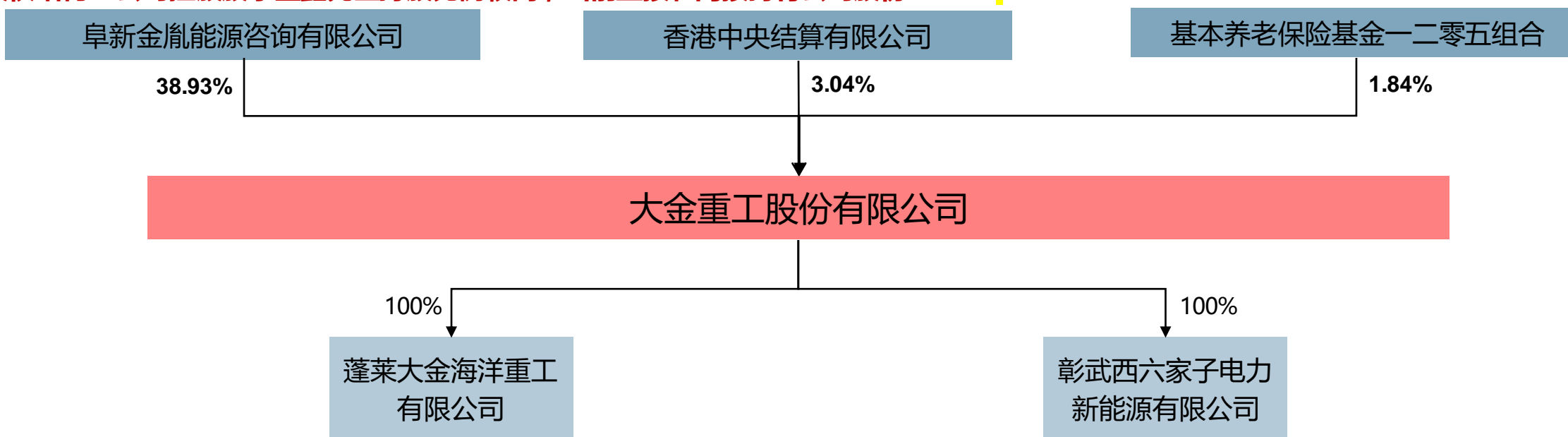
资料来源：公司官网，中信建投



# 大金重工股权结构：金胤能源为公司控股股东，金鑫先生为公司实际控制人

- **大金重工股权结构相对集中：**阜新金胤能源为公司控股股东，金鑫先生为公司实际控制人。截至2025年6月末，公司前十大股东持股比例合计为51.08%，阜新金胤能源咨询有限公司持股38.93%，为公司控股股东；第二大股东为香港中央结算有限公司（持股3.04%）；第三大股东为基本养老保险基金一二零五组合（持股1.84%）；公司实际控制人、董事长金鑫先生直接持股1.21%，直接和间接持有公司股份40.14%。
- 公司旗下有多家子公司，其中2025年上半年对公司净利润影响达10%以上的子公司是蓬莱大金海洋重工有限公司和彰武西六家子电力新能源有限公司，均为公司全资子公司，2025年上半年分别实现净利润5.56亿元、0.67亿元。

图、股权结构：公司控股股东金鑫先生持股比例较高，当前直接和间接持有公司股份40.14%



资料来源：wind，中信建投

# *PART 2*

**推荐理由与核心预期差：从海工出海龙头到系统服务商，三大预期差下的高速成长之路**

# 当前时点为什么重点推荐大金重工？核心预期差是什么？

## ◆ 我们重点推荐大金重工的理由：

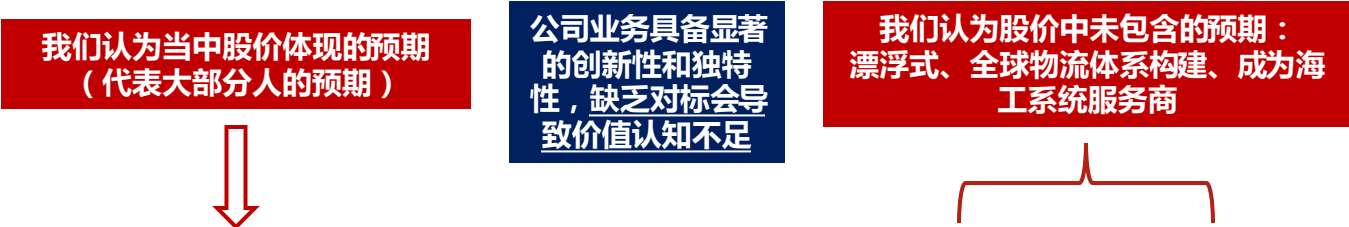
- ✓ （1）未来业绩有望迎来快速增长：高附加值出口海工业务布局相比同行公司领先3-5年身位，主业出口海工业务处于高速增长期，积极开拓价值量附加值更高的第二、第三增长曲线（物流体系、漂浮式基础），公司正在推进从“产品供应商向系统服务商”转型，第二、第三曲线也逐步进入兑现期，业绩有望迎来快速增长；
- ✓ （2）硬件条件行业顶尖水平：核心硬件条件码头+工业用地资源+进口设备行业顶尖水平；
- ✓ （3）厚积薄发，有极强的战略定力和执行力：从公司业务发展历史和新业务兑现度来看，公司展现出极强的战略定力和执行力；
- ✓ （4）重视项目投资回报水平：从投资决策和投资盈利性来看，公司做难而正确的事，海工基地ROIC远高于国内普通海工基地，具备很高的战略和商业敏锐度。

## ◆ 公司的核心预期差：

- ✓ （1）业务有显著的创新性和独特性，行业内缺乏对标企业导致市场对公司的核心价值认知存在偏差：市场关注到的是公司2025、2026年短期业务预期（主要是当前主业海外单桩业务），忽视公司在漂浮式、全球物流体系构建、成为海工系统服务商方面所进行的业务布局；
- ✓ （2）对漂浮式、全球物流体系、系统服务商的价值量、盈利水平认识存在预期差，漂浮式基础在价值量上通常是普通单桩的2-3倍（相同装机容量下），海工系统服务商对应的价值量则是风机基础的数倍，且均是附加值高的业务，公司未来业绩快速增长确定性强；
- ✓ （3）短期看，公司2026、2027年业绩、估值相比一致预期具备上调可能性，一方面，产品价格在逐步上涨，另一方面，公司首艘海工特种重型运输船KING ONE将在2026年上半年启动首航，届时将为公司盈利提供增长点，但这两点因素我们认为并未包含在当前的业绩预期和股价预期中；此外，公司积极参与漂浮式投标，后续漂浮式订单存在潜在获取可能性，将进一步提振公司业绩和估值水平。



当前股价仅体现2025、2026年短期业务预期，公司业务具有显著的创新性和独特性



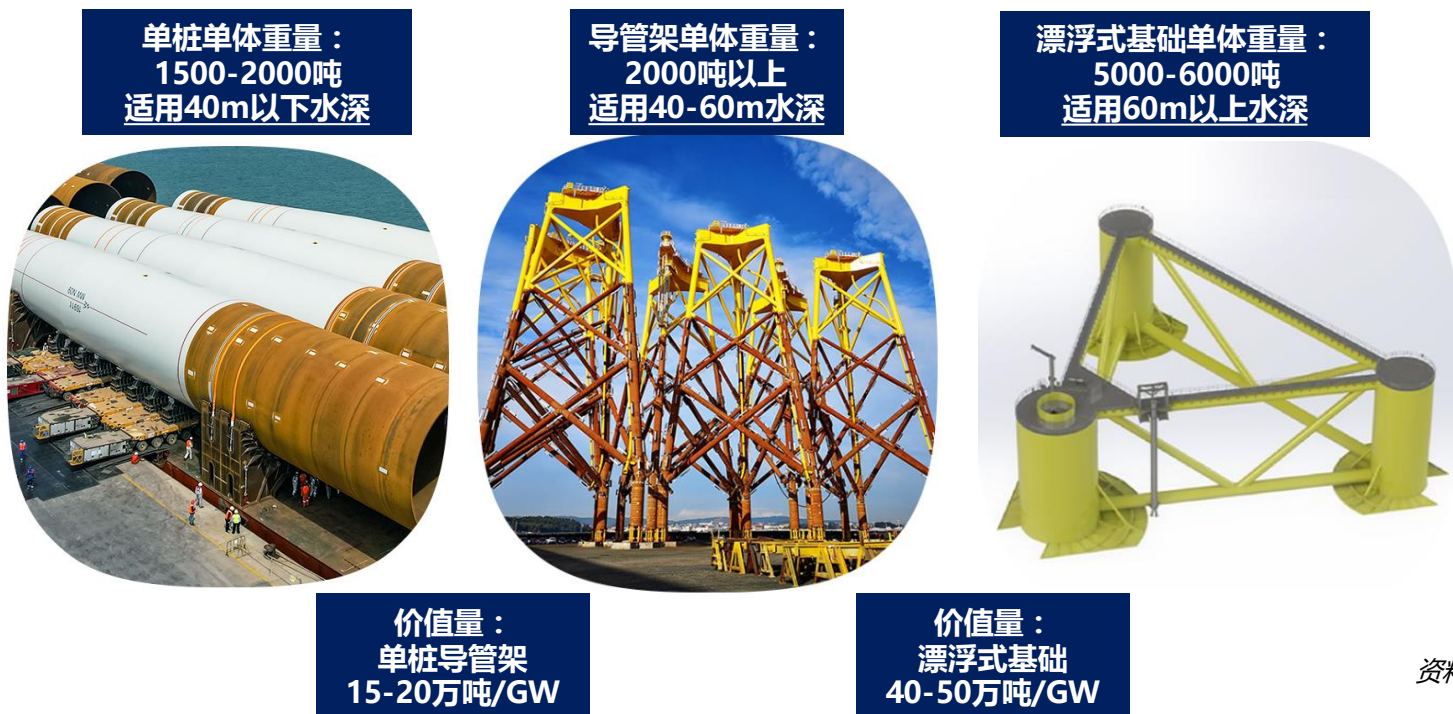
项目	公司当期布局（2025年、2026年）	公司短中期布局增量	公司远期布局增量
业务价值量对比	出口单桩导管架： 15-20万吨/GW	出口浮式基础：40-50万吨/GW	产品+海外系统服务商 价值量：相比单一风机基础有数倍提升
战略布局	海工装备出海 新能源开发运营 船舶设计与制造	深远海浮式风电基础 全球物流运输团队	成为行业标杆性的海工系统服务商，打造全球物流体系
业务布局	海工装备出海已有充沛的历史业绩，目前是亚太区唯一实现海工产品交付欧洲市场的供应商  新能源开发运营先自持500MW风光电站，在建950MW风场 开始获取船舶制造订单  进行船舶设计与制造	2025年自有船只将投入运营，进行远洋特种运输，创造业绩新增长点  漂浮式业务积极参与投标，有望获得价值量更大、盈利能力更高的漂浮式订单	成为行业标杆性的系统服务商 打造全球物流体系
产能及海外本地化建设目标	国内蓬莱、唐山出口海工基地，涉及海工产能70万吨 布局盘锦造船基地	欧洲50万吨深远海总装基地	境外风电母港运营 规划设计全球产能300万吨以上
人才体系建设目标	公司自2018年开始建设欧洲本土销售团队，现已在欧洲当地配备资深销售人员数十名，深入匹配欧洲主要能源企业业主及大客户需求	以欧洲为基础构建全球战略营销体系，在欧洲、日韩等地设置多个常设驻外机构  海外现已有固定式团队、浮式团队、航运团队  西班牙成立全球浮式业务中心	

资料来源：Wind，中信建投

# 价值量对比：漂浮式、系统服务商业务布局，价值量是单一基础的数倍

- 随着水深的不同，所采用的风机基础形式会有所变化，单桩通常适用于40米以下水深，单体重量通常在1500-2000吨，导管架通常适用于40-60m水深，单体重量通常在2000吨以上，漂浮式通常适用于60m以上水深，单体重量通常为5000-6000吨，国内市场浮体单吨价格约为固定式1.5-2倍。
- 漂浮式产品从单体重量和价值量来看，均远超固定式；此外，公司正全力推动“从产品供应商向系统服务商”的有效转型，对应价值量相比单一风机基础有数倍提升。

图、漂浮式单体重量及单价远高于单桩和导管架



图、系统服务商：价值量相比单一风机基础有数倍提升



资料来源：公司官网，中信建投

兑现度如何：近年核心业务布局→订单获取→业绩释放兑现度高，展现出极强的战略定力和执行力

◆从业务布局→订单获取→业绩兑现，2018年建立欧洲本土销售团队，2023年海工产品大规模交付，下一步公司将利用近年来不断强化的“建造+运输+交付”一站式解决能力持续增强竞争力，获得价值量更高、盈利能力更强的漂浮式订单，打造欧洲总装基地、境外风电母港，建立全球航运物流体系、进军漂浮式。

当前主  
业：海工  
单桩导管架  
15-20万吨/GW  
漂浮式  
40-50万吨/GW

时间	2015-2018年	2019年	2020年	2022年	2023年	2024年	2025年	下一步
推进步骤	通过SGRE、上海电气、Vestas、GE合格供应方认证  2018年，建设欧洲本土销售团队  蓬莱基地在2018年后不断进行技改扩建，以应对海外客户需求	在德国汉堡设立分公司，开启公司全球化新征程  蓬莱基地技改升级推进	第一个出口海塔项目成功交付  通过沃旭能源合格供方审核认证	当年连续斩获多个海外项目订单，中标Moray West项目（海塔单桩）  签约海外海工订单约20万吨	开始大规模交付海外海工产品，当年交付10万吨，单吨净利1000元以上  签约海外海工订单约30万吨	交付海外海工产品10万吨，单吨净利近3000元  海外海工签订40万吨锁产协议	上半年交付海外海工超8万吨，单吨净利超4000元  截至9月，新签海外海工订单超20万吨（包含锁产协议中5.5万吨）  成功进入荷兰海上风电协会体系（原由SIF垄断），进入荷兰市场，获得SBTi等审核（全球首家风电海工企业）	利用近年来不断强化的"建造+运输+交付"一站式解决能力持续增强竞争力  获得价值量更高、盈利能力更强的漂浮式订单  打造欧洲总装基地，境外风电母港，应对贸易壁垒

第二曲线：全球物流

时间	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	下一步
推进步骤	公司计划打造自有运输船队，为客户提供"建造+运输+交付"一站式解决方案	收购盘锦造船基地，自有船只推进设计建造  2023年开始交付海工项目，为FOB离岸交付模式，客户负责运输	自有船只推进设计建造  海外业务交付模式从FOB（离岸）开始切换至DAP（到岸），大金开始承担运输工作	获得签署首个海外重型甲板运输船建造合同，获得国际船东认可  FOB（离岸）完全切换为DAP（到岸），公司自研特种重型运输船进入下水准备期	公司自研并负责建造的首条海工特种重型运输船KING ONE将在2026年上半年启动首航，为公司海外客户承运公司建造的海上风电基础产品	2025、2026、2027年计划分别下水2、4、6艘重型运输船舶  形成国际物流团队

第三曲线：出口深远海浮式风电  
40-50万吨/GW

时间	2019年	2022年	2024年	2025年	下一步
推进步骤	开始储备深远海技术，前瞻性研发浮体式海风设备	进行浮式基础设备规划	成立深远海团队应对深远海项目与全球头部的浮式基础方案设计公司合作研发新一代浮式基础产品，合作范围包括设计、建造、运输、组装全流程  与BlueFloat Energy签署了《关于合作共建浮式海上风电供应链的谅解备忘录》	唐山基地产能、技术储备、团队建设已经做好准备  4月西班牙成立全球浮式业务中心，招聘当地关键团队  唐山海工基地即将投产，含20万吨漂浮式产能布局参与欧洲漂浮式投标	获取漂浮式基础订单，提供集制造-运输-组装交付于一体的"一站式浮式基础解决方案"，助力开发商和 EPC 承包商降低成本及规模化量产

资料来源：Wind，中信建投



硬件条件：硬件条件码头+工业用地资源+生产设备行业顶尖水平

- 海工基地：海工产品的制造需要生产和存储的区域面积足够大且靠近码头，公司蓬莱海工基地、唐山曹妃甸海工基地、盘锦造船基地占地面积广阔。
- 码头：优良的海港码头是将风电装备产品运往全球，支撑海上风电未来发展的突破口。蓬莱、唐山基地均具备深水良港和对外开放口岸资质这两项稀缺条件，对于海上风电出口形成强壁垒。
- 设备：先进的设备具备优异的加工精度和运行稳定性，是为客户提供高质量产品的基础保障。公司蓬莱海工基地经过多期技改升级，做到领先于产品迭代之前进行技术工艺和设备升级。

图、2010年前后布局蓬莱深水码头，已经形成了得天独厚的强壁垒和先发优势

公司	基地	制造基地面积	吨位	水深
大金重工	山东蓬莱基地	57万平方米	2个10万吨级顺岸泊位	14.4米
	唐山曹妃甸基地	近90万平方米	多个重装泊位	-
公司A	海工基地1	约11万平方米	5万吨	-
	海工地基2	-	1个2万吨级	-
		-	1个5000吨级	
公司B	海工基地3	约25万平方米	5万吨	7米
	海工基地（无法远洋运输）	-	-	

资料来源：Wind，中信建投

图、三大海工基地：制造基地面积、码头吨位水平均属行业顶尖水平

基地	基地特点	适用范围
蓬莱海工基地	公司蓬莱海工基地拥有57万平方米的专业化制造基地，并配备2个10万吨级重装泊位	蓬莱基地的主要产品为适用于10-15MW风力发电机组的海上塔筒和单桩基础
盘锦造船基地	相比蓬莱基地，占地规模更大、工艺技术水平更高、码头设施条件更优	专注于建造适用于油气及海洋工程等领域的大型运输船舶
唐山曹妃甸海工基地	相比蓬莱基地，占地规模更大、工艺技术水平更高、码头设施条件更优，占地近90万平方米	主要专长于超重塔筒、特大型单桩基础、超大型导管架以及浮式基础，规划配备多个重装泊位，适用于15-25MW风力发电机组，可满足未来10年全球对海上风电产品的需求

资料来源：Wind，中信建投

图、设备：对基地进行多起技改升级，配备领先于产品迭代的工艺和设备

公司基地	设备配置
蓬莱基地	公司仅在蓬莱基地已先后斥巨资购置包括1000吨龙门吊、进口卷板机和三丝焊机、全自动铣边机在内的全套先进设备，有效满足了欧洲风电海工项目对产品质量以及生产和发运效率的更高要求
唐山曹妃甸、盘锦基地	基于风电海工未来十年的发展趋势，公司已启动在唐山和盘锦基地配备更先进、满足更高交付标准的生产设备和配套设施

资料来源：Wind，中信建投

# 公司产能基地介绍：战略性布局三大国际海工基地及欧洲深远海总装基地

- 为应对风机大型化带来的欧洲供应链瓶颈（如安装船、运输船及码头资源稀缺等问题），公司战略性布局环渤海湾**三大国际海工基地**（即**蓬莱海工基地**、**唐山曹妃甸海工基地**、**盘锦造船基地**），为全球海上风电市场特别是欧洲近海及深远海风电项目提供大海工装备的制造与海运一站式服务；此外公司计划在欧洲建造**深远海总装基地**，打通公司大海工业务在**国内与海外**“**研发、制造、海运、交付**”的全流程，旨在保障未来项目的交付并强化在欧洲的本土化市场服务能力。
- 公司服务于国内业务的主要是**阳江海工装备基地**，产能15万吨，主要承接国内海上风电订单；**陆上风电塔筒生产基地**主要包括辽宁阜新基地、内蒙古兴安盟基地和河北张家口尚义基地，合计产能50万吨。

产能类型	基地名称	2025年产能体量（万吨）
国内海工基地	山东蓬莱出口海工基地	30
	辽宁盘锦造船基地	-
	河北唐山曹妃甸出口海工基地	40万吨2025年底投产
	阳江海工装备基地	15
	合计	85
海外海工基地	欧洲海工总装基地	50万吨布局中
国内陆风基地	辽宁阜新	20
	内蒙古兴安盟	10
	河北张家口尚义	20
	合计	50

资料来源：公司公告，公司官网，中信建投

图、大金蓬莱海工基地



图、大金盘锦海工基地



资料来源：公司官网，中信建投



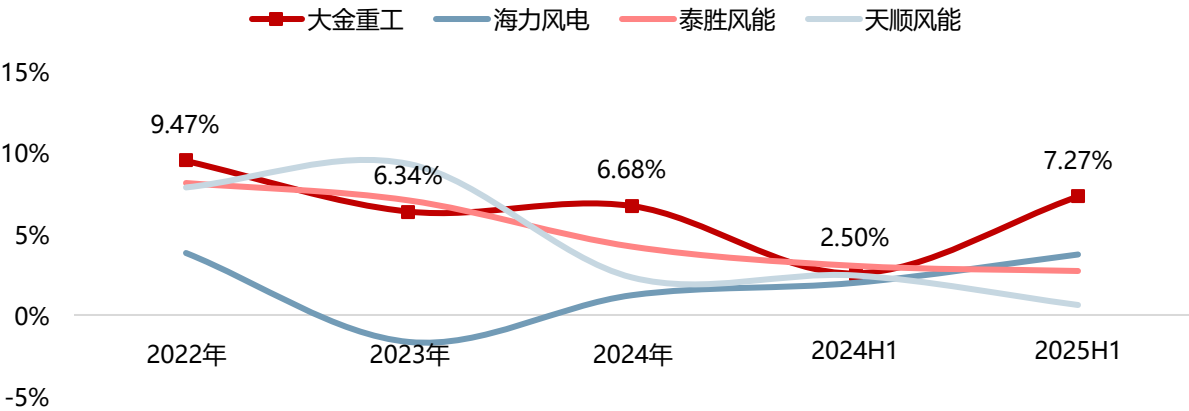
# 战略及商业敏锐度：做难而正确的事，国内外海工业务在盈利性上差异巨大

图、公司蓬莱、唐山出口海工基地项目相比国内普通海工基地盈利优势巨大

项目	单位	大金蓬莱出口海工基地	大金唐山出口海工基地				国内普通海工基地
投资额	亿元	15	20	20	20	20	12
年产能	万吨	30	40	40	40	40	30
产能利用率	-	70%	30%	50%	70%	70%	40%
年产量	万吨	21	12	20	28	28	12
单吨净利	元/吨	4000	4000	4000	4000	4000	800
年净利润	亿元	8.4	4.8	8	11.2	11.2	0.96
ROIC		56%	24%	40%	56%	56%	8%

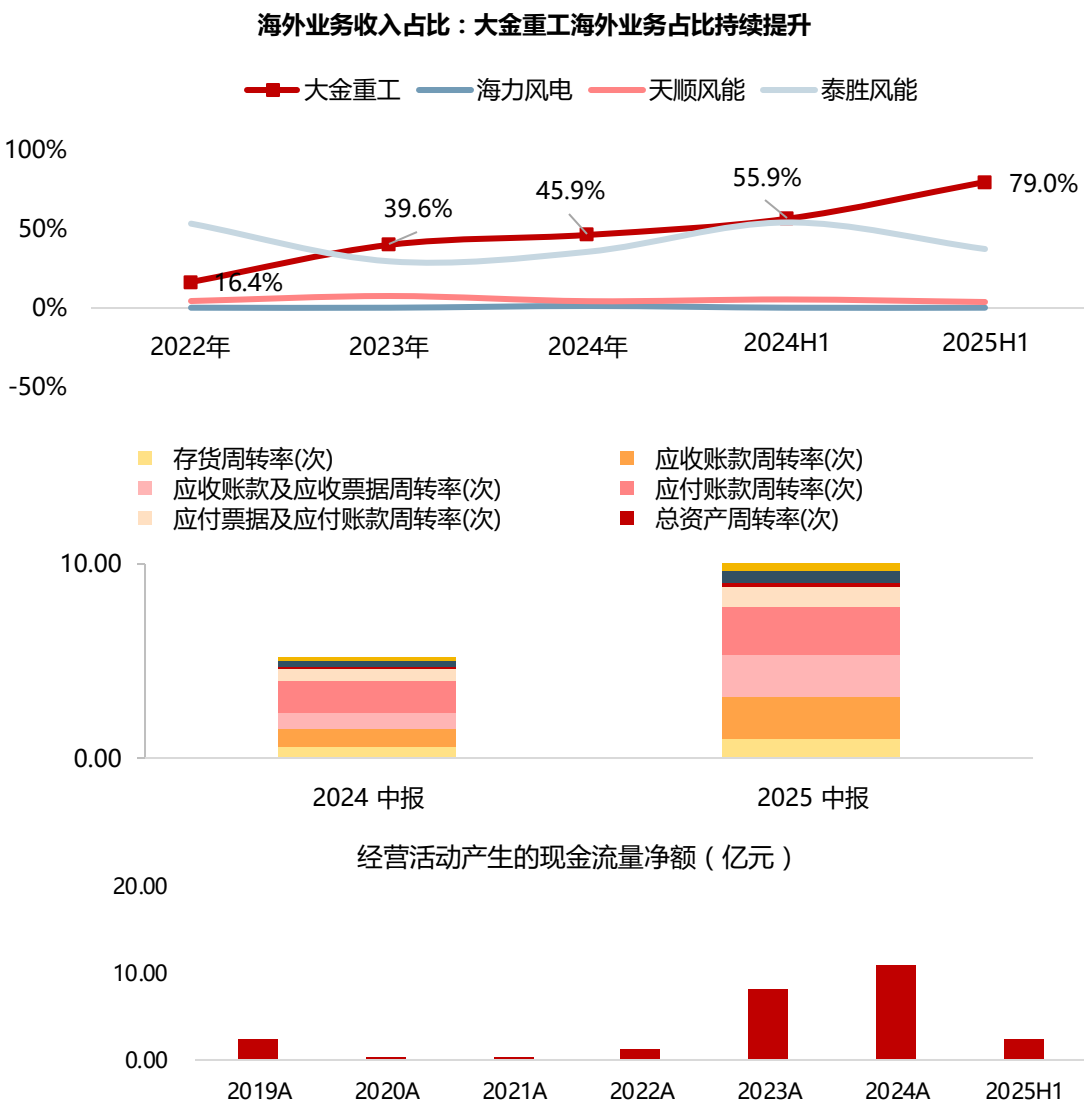
\*蓬莱基地、国内普通基地参考2025年公司、行业实际产能利用率测算，唐山基地2025年底投产，进行不同产能利用率下ROIC测算

图、公司自身ROE变化、和同行ROE比较：2025H1公司业务结构大幅改善，ROE水平大幅提升



资料来源：Wind，中信建投

图、海外业务占比提升带来公司营运指标和现金流指标的显著改善



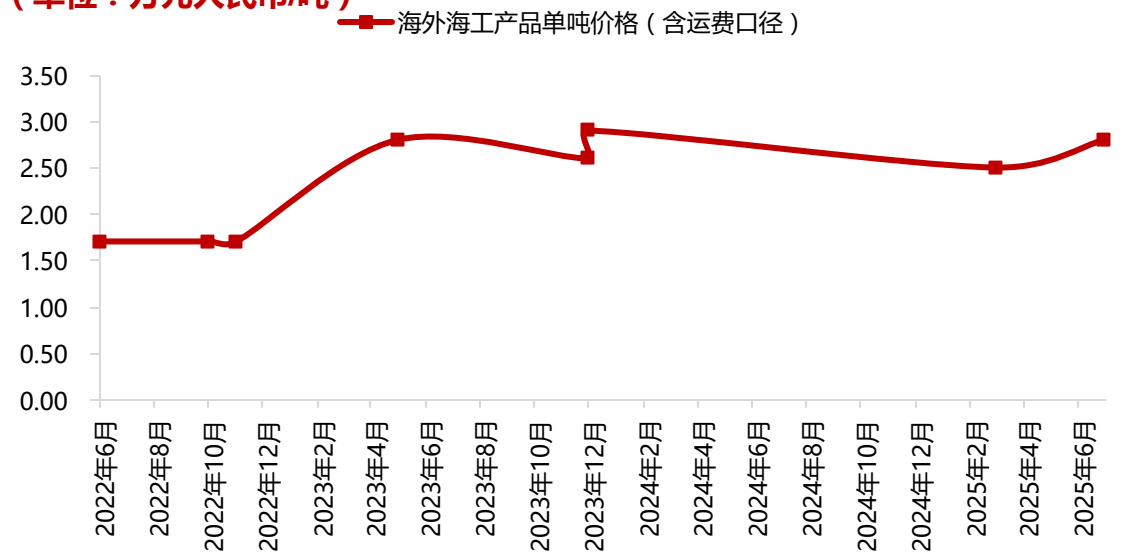
资料来源：Wind，中信建投



# 短期2026、2027年业绩具备上调可能性：产品价格上涨，KING ONE即将启动首航

- ◆ 短期看，公司2026、2027年业绩具备上调可能性，一方面，出口海工产品价格在逐步上涨，另一方面，公司首艘海工特种重型运输船KING ONE将在2026年上半年启动首航，届时将为公司盈利提供增长点，但这两点因素我们认为并未包含在当前的业绩预期和股价预期中；此外，公司积极参与漂浮式投标，后续漂浮式订单存在潜在获取可能性，将进一步提振公司业绩和估值水平。

图、公司出口海工订单单吨价格测算：近年来价格相比订单获取初期有明显上涨（单位：万元人民币/吨）



资料来源：公司公告，中信建投

图、单艘航运船只增量贡献测算：初步测算预计为出口海工产品提供1000元单吨净利增量

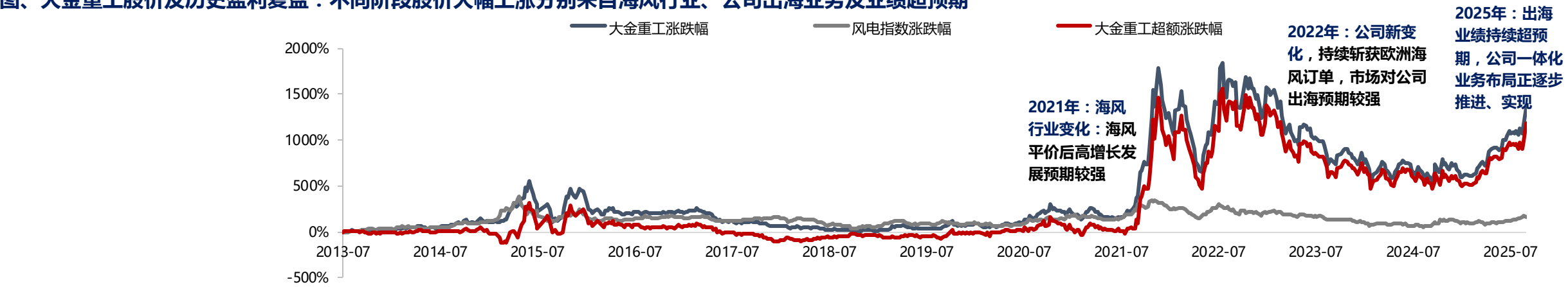
项目	数据	单位
资本开支	3.5	亿元
年度航次	3	次
一个航次载重	2	万吨
发运总量	6	万吨
市场价	5000	元/吨
收入	3	亿元
净利率	20%	-
年度利润	6000	万元
单吨贡献利润增量	1000	元

资料来源：wind，中信建投

# 大金重工历史盈利、股价复盘：历史上变化带来明显超额，目前正处变化节点

- 2021年以前，公司股价涨跌幅和行业情况基本一致，无明显超额，2021年后变化明显：（1）2021年下半年以来，大金重工股价大幅攀升，相比风电指数走出明显超额，原因我们分析在于：2021年海风平价，市场预期海风平价后进入市场化高增长发展状态；（2）2022年在经历过阶段性调整后再次大幅上涨，此次上涨主要是公司业务层面开始迎来新变化，2022年上半年公司**陆续斩获欧美海工订单**：Boskalis美国海上风电大型钢结构项目、Moray West30套过渡段项目、英国Moray West48套单桩项目，**全面开启海工出海新进程**；（3）**2025年，公司股价迎来新一轮大幅攀升**，我们认为是**公司海外海工业务如期交付、盈利超预期的反馈**：2024Q4以来，公司海外海工单吨净利达4000元/吨，大幅高于国内600-700元/吨盈利水平，**大幅超市场预期（市场预期2000元/吨左右）**，市场全面上调公司**2025、2026年业绩预期**，股价大幅上涨。
- 公司股价每一轮大幅提升来自于**业绩和业务布局的大幅变化**，目前公司**正处在新一轮变化时点**，下一步公司将利用近年来不断强化的“建造+运输+交付”一站式解决能力持续增强竞争力，**布局价值量更高、盈利能力更强的漂浮式订单，打造欧洲总装基地、境外风电母港，建立全球航运物流体系、进军漂浮式。**

图、大金重工股价及历史盈利复盘：不同阶段股价大幅上涨分别来自海风行业、公司出海业务及业绩超预期



	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
销量（万吨）	5.52	5.32	5.50	4.72	13.25	17.99	17.11	13.48	20.46	40.83	48.97	59.03	50.79	38.7	50
单吨净利（元/吨）	960	564	654	996	702	395	240	467	860	1139	1178	762	837	958	1580（其中海外海工4000）
毛利率（%）	15.5%	14.7%	12.7%	17.3%	26.3%	22.0%	15.5%	20.4%	22.9%	25.5%	23.0%	16.7%	23.4%	29.83%	-
归母净利润（亿元）	0.53	0.30	0.36	0.47	0.93	0.71	0.42	0.63	1.76	4.65	5.77	4.50	4.25	4.74	10.3

资料来源：Wind，中信建投

# PART 3

大金重工分业务介绍：海风装备“建造+运输+交付”一站式综合解决方案提供商

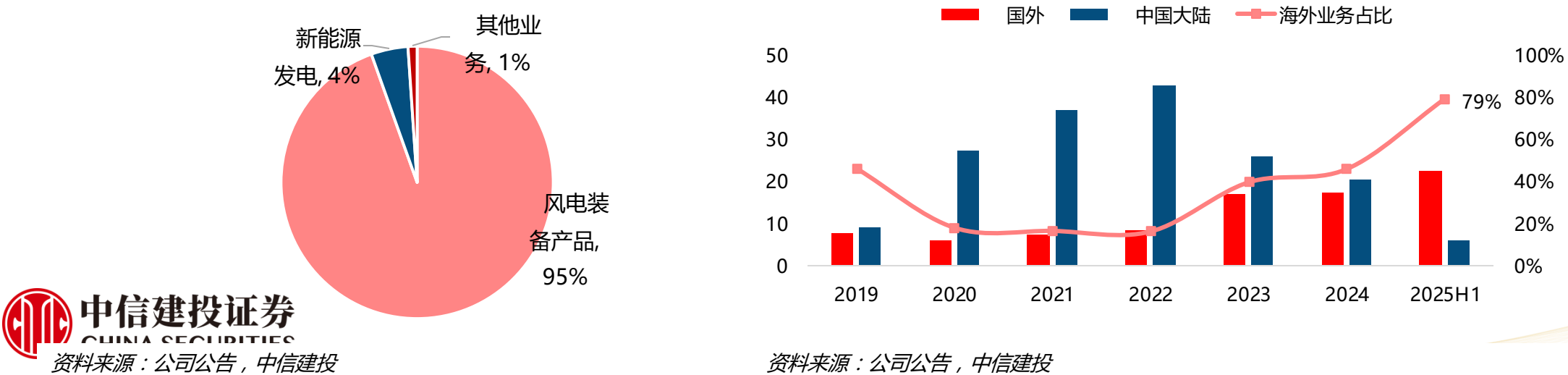


# 公司业务：海风装备“建造+运输+交付”一站式综合解决方案提供商

➢ 大金重工于2000年创立于辽宁阜新，2010年在深交所主板上市，是国内风电塔筒行业的首家上市公司，公司主营业务是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。

业务类型	业务介绍
风电装备产品	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 <b>业务体量：</b> 2025年初以来，公司累计签单金额近30亿元，海外海风订单快速增长，同时，公司在手海外海工订单累计总金额超100亿元；2025年上半年出口海工业务发运量同比翻倍，出口业务收入占比近80%，相较去年同期提升23个百分点，收入规模同比增长近200%
新能源发电	公司生产和销售电力 <b>运营规模：</b> 截至2025H1末，公司自持已并网投运新能源项目规模 500MW；同时，公司在建陆上风电项目规模 950MW，预计在 2026 年下半年陆续并网投运
特种航运船舶建造	主要从事特种航运与船舶建造 <b>特种航运与船舶建造：</b> 远洋航运业务走向成熟化，自主发运-DAP 模式（目的地交货）成为出口海工主导交付方式，目前，公司自有一期2-4艘甲板驳船已经开始打造，2025年有望交付2艘运输船。

图、2025年上半年收入构成：风电装备业务占比95%，近年公司海外收入占比持续攀升，2025H1境外收入占比已达79%



资料来源：公司公告，中信建投

# ***PART 3-1***

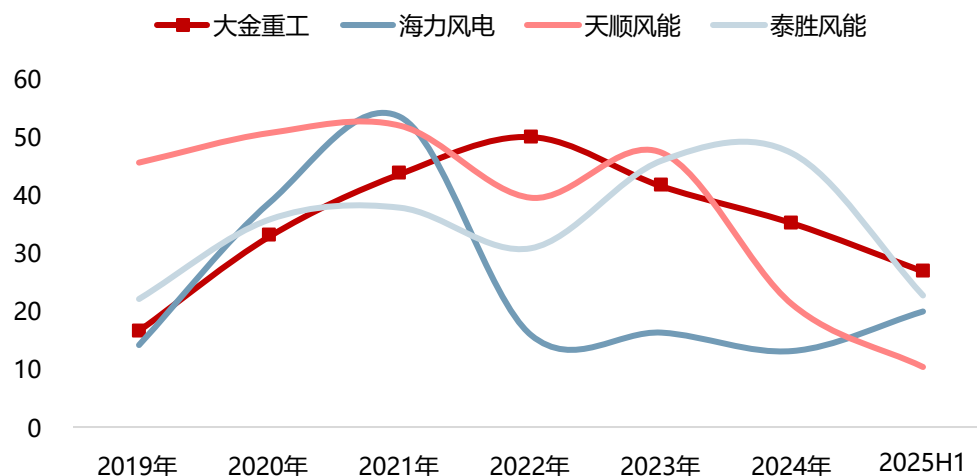
**核心主业：出口海风装备制造，价值量、盈利远高于国内业务**



# 风电装备业务：收入体量处行业前列，毛利率远高于同行

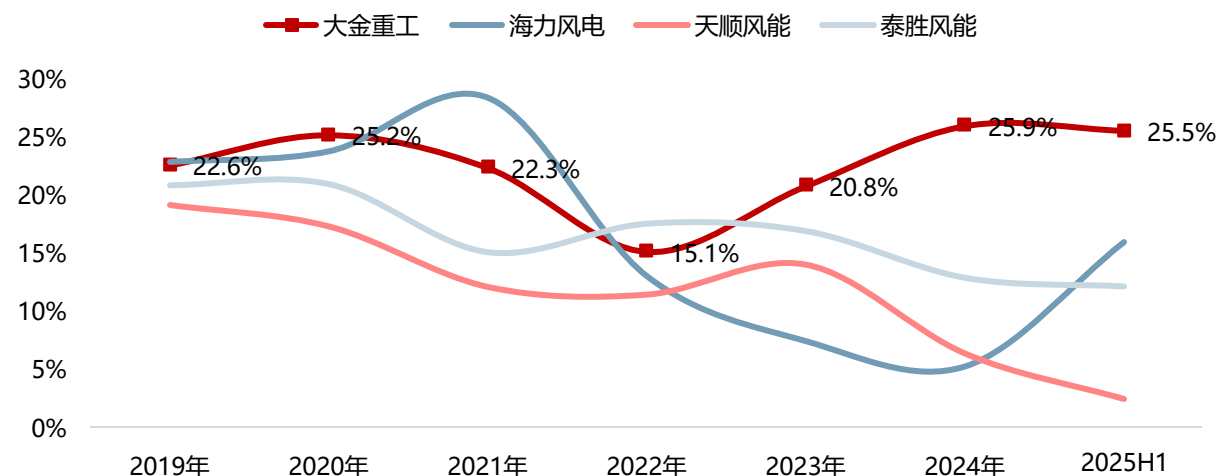
- 本部分风电装备业务指风电行业相关的陆上风电塔筒、海上风电塔筒、风机基础（单桩、导管架）业务。
- 从各家风电塔筒企业风电装备业务比较来看，收入体量方面，2025年上半年，大金重工收入体量在4家风电塔筒行业上市公司中居首位，2025年上半年实现营业收入26.86亿元；毛利率方面，大金重工自2023年以来，风电装备业务毛利率远超同行，2025年上半年，公司风电装备业务毛利率25.5%，海力风电、天顺风能、泰胜风能分别为15.9%、12.2%、2.36%，原因在于公司已经完成业务转型，从一家以境内业务为主的公司完成快速转型，成为一家以高附加值出口业务为主导的风电装备制造公司。

图、风电装备业务收入与行业比较：处于行业前列



资料来源：Wind，中信建投

图、风电装备业务毛利率与行业比较：2023年以来已远超同行



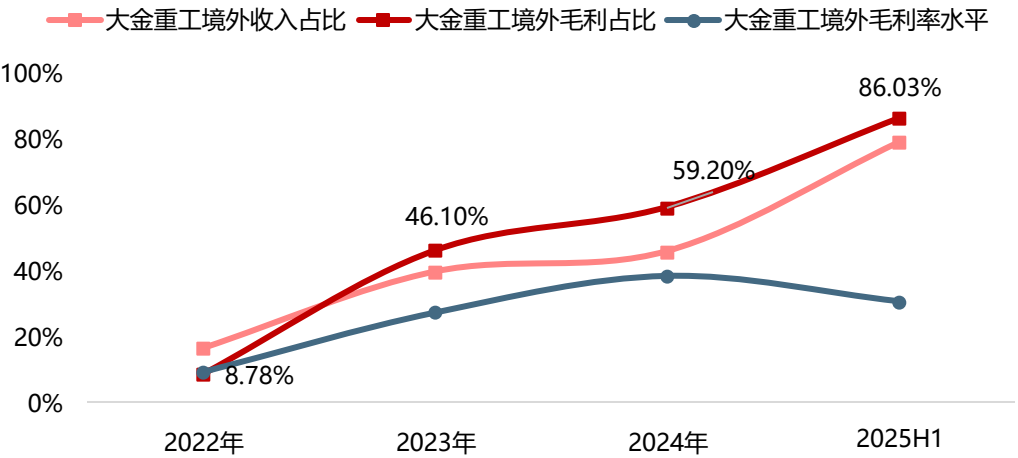
资料来源：Wind，中信建投



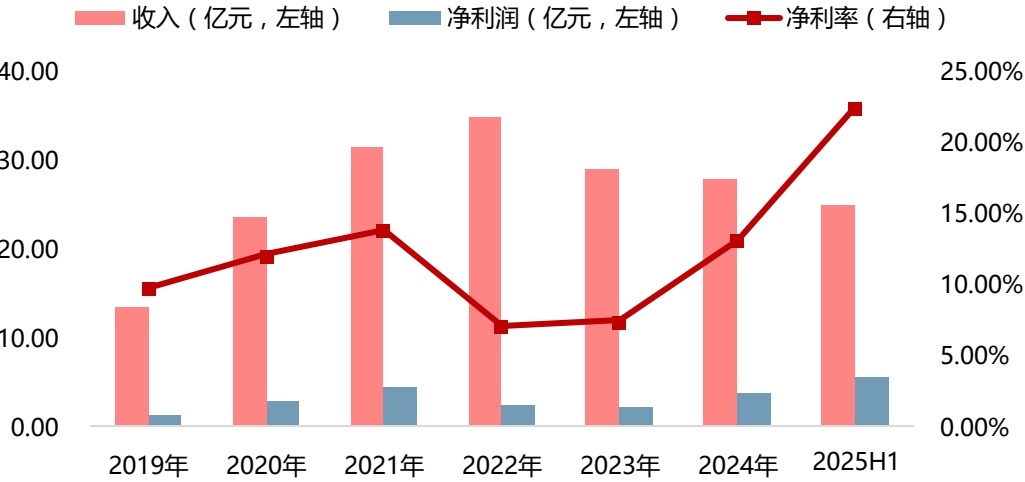
# 风电装备制造：海外业务占比、盈利水平全面提升，从财务表现上看，3年时间完成转型

- 从财务数据表现上看，2022年到2025年上半年，公司从一家以境内业务为主的公司完成快速转型，成为一家以高附加值出口业务为主导的风电装备制造公司。2022年，公司境外业务收入占比16.4%，毛利占比8.78%，境外业务毛利率8.95%；2025年上半年公司境外业务收入占比达到了79%，毛利占比86%，毛利率30.69%；海外业务体量、盈利水平全面提升。
- 蓬莱大金海洋重工有限公司是大金重工的全资子公司，也是公司当前出口业务的主力子公司，2025年上半年公司境外收入22.4亿元，蓬莱大金子公司实现收入24.8亿元；2025年上半年公司整体净利率19.2%，子公司蓬莱大金净利率22.4%，高于公司整体水平。

图、大金重工境外收入、毛利占比，境外业务毛利率全面提升



图、子公司蓬莱大金财务数据：净利率大幅提升



# 厚积薄发：财务方面，我们看到的是3年间的快速转型，背后是公司长期深刻的积淀

◆财务方面，我们看到的是3年间的快速转型，背后是公司长期深刻的积淀：（1）公司2010年开始建设山东蓬莱风电海工基地，基地面积、码头吨位水深，是天然适用于直接进行远洋海运的深水良港，目前仍是业界单体产能最大的管桩类制造工厂，构成了公司**硬件条件上的核心优势**；（2）2015年后先后通过海外主机厂SGRE、Vestas、GE合格供应方认证，积累了海外业务开展经验，2018年组建欧洲销售团队；（3）2022年连续斩获多个海外海工项目，2023-2025年启动大规模交付，交付规模、项目盈利不断扩大。展现出公司极强的战略定力和执行力。

图、出口海工业务推进里程碑：厚积薄发，出口海工业务进入订单、业绩快速增长长期

时间	2010-2014年	2015-2018年	2019年	2020年	2022年	2023年	2024年	2025年	下一步
出口海工业务推进里程碑	山东蓬莱风电海工基地建设投产  出口第一个陆上风电项目	通过SGRE、上海电气、Vestas、GE合格供应方认证  2018年，建设欧洲本土销售团队  蓬莱基地在2018年后不断进行技改扩建，以应对海外客户需求	在德国汉堡设立分公司，开启公司全球化新征程  蓬莱基地技改升级推进	第一个出口海塔项目成功交付  通过沃旭能源合格供方审核认证	当年连续斩获多个海外项目订单，中标 Moray West项目（海塔单桩）  签约海外海工订单约20万吨	开始大规模交付海外海工产品，当年交付10万吨，单吨净利1000元以上  签约海外海工订单约30万吨	交付海外海工产品10万吨，单吨净利近3000元  海外海工签订40万吨锁产协议	上半年交付海外海工超8万吨，单吨净利超4000元  截至9月，新签海外海工订单超20万吨（包含锁产协议中5.5万吨）  成功进入荷兰海上风电协会体系（原由SIF垄断），进入荷兰市场，获得SBTi等审核（全球首家风电海工企业）参与欧洲漂浮式投标	利用近年来不断强化的"建造+运输+交付"一站式解决能力持续增强竞争力  获得价值量更高、盈利能力更强的漂浮式订单  打造欧洲总装基地，境外风电母港，应对贸易壁垒

资料来源：Wind，中信建投

## 风电装备制造：海外海工核心数据梳理，项目体量、盈利呈上升趋势

- 我们对公司近年来参与海外海工项目核心数据进行梳理：公司获取海外海工订单体量、价格，交付体量、盈利水平呈上升趋势；2025年1-9月，公司新签海外海工订单超20万吨，单价约为2.7万元/吨，相比2022年签约单价有明显上涨；我们预计公司2025年交付海外海工项目15万吨以上，单吨净利达4000元/吨，相比国内600-700元/吨单吨净利水平有明显优势。
- 展望2026年，我们预计公司2026年交付境外海工项目26-27万吨，交付量相比2025年有明显提升，是海风企业中稀缺的2026年业绩确定性很高的公司。

图、大金重工近年参与海外海工项目核心数据：获取订单体量、价格，交付体量、盈利水平呈上升趋势

项目	2022年	2023年	2024年	2025年
签约海外海工订单体量	20万吨	30万吨	40万吨锁产协议等	截至9月，新签海外海工订单超20万吨（包含锁产协议中5.5万吨）
签约订单涉及海风项目	Moray West、NOY、Dogger BankB	Thor、Nordseecluster、INCH CAPE	40万吨产能锁产协议、WAKwindanker	-
签约单价（含运费口径）	1.7万元/吨	2.7万元/吨	-	2.7万元/吨
交付海外海工项目体量	-	10万吨	10万吨	15万吨以上
交付海外项目对应单吨净利水平	-	约1150元/吨	近3000元/吨	约4000元/吨
国内海工单吨净利水平	600-700元/吨			

资料来源：Wind，中信建投



## 风电装备制造：欧日韩海风海工产品供应存在显著缺口，预计大金市场份额还将提升

➤ 截至2024年底数据，大金重工在欧洲地区中标份额约为25%左右，我们认为大金重工出口海外海工核心市场未来集中在欧洲、日本、韩国，考虑2026-2030年各地区装机需求、单桩需求及单桩供给，我们测算2026年以来，行业将会出现明显供给缺口，**2030年本地化供应缺口将超100万吨**；此外，**欧洲大部分单桩生产企业不具备超大型单桩生产能力，因为我们认为本地实际供应能力也将少于理论测算值，实际供给缺口也将高于理论测算值，公司份额有进一步提升空间。**

图、欧日韩固定式风机基础供给缺口测算：未来欧日韩海风海工产品供应存在显著缺口

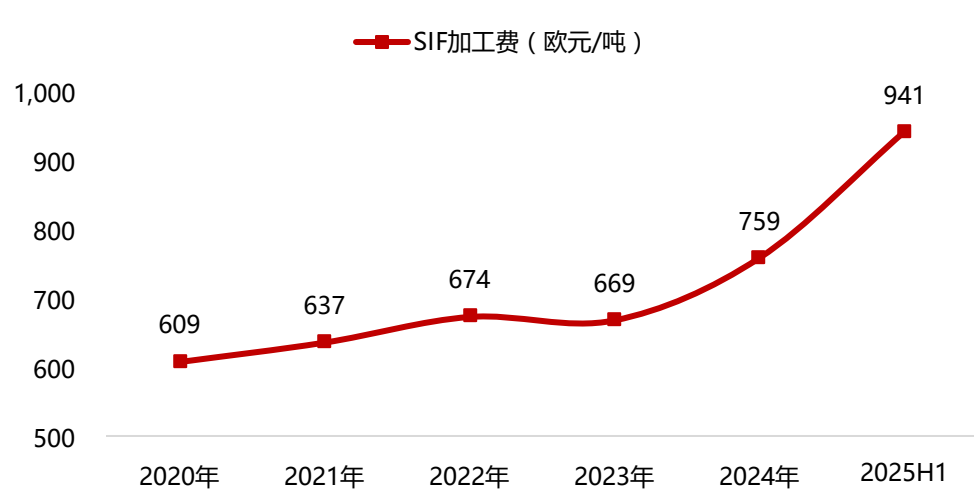
测算	项目	单位	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
装机需求	欧日韩装机需求预测（GW）	GW	9.15	7.98	10.49	10.15	14.68
风机基础供需缺口测算（含单桩、导管架等）	单GW需求	万吨/GW	18	18	18	18	18
	总需求	万吨	165	144	189	183	264
	本地供给能力	万吨	96	96	126	146	146
	供需缺口	万吨	-69	-48	-63	-37	-118

资料来源：Wind，中信建投

## SIF、大金重工盈利比较：SIF加工费近年明显上升，大金重工盈利能力远高于SIF

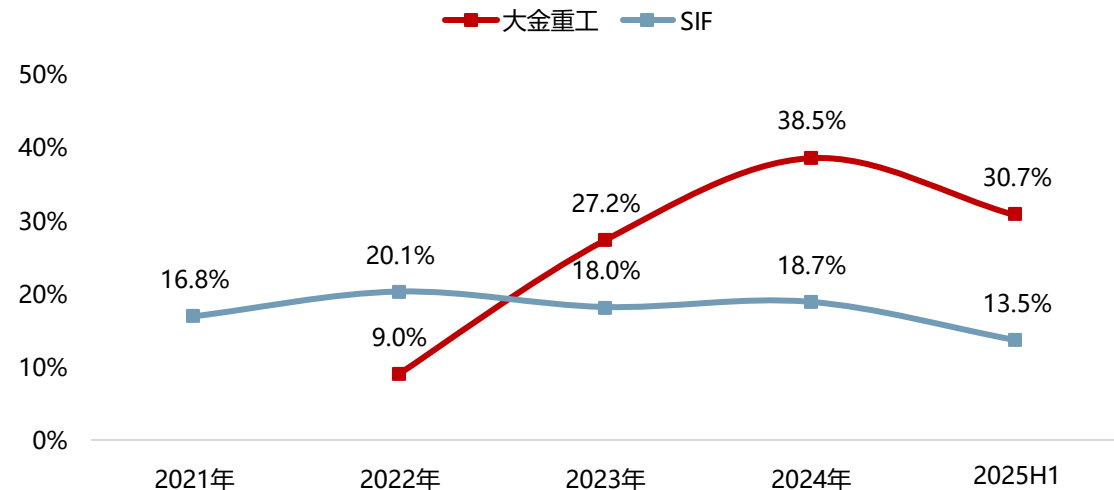
- ◆ SIF介绍：全球海工基础龙头，在欧洲海上风电单桩市场排名首位（不包括大金重工），与大金重工合计占欧洲海风市场约50%份额；两者均为欧洲头部业主的核心供应商。
- ◆ SIF加工费呈明显上升趋势，该趋势与大金重工一致，原因分析：（1）行业整体存在供需缺口导致加工费上涨；（2）结构相对复杂、加工难度相对更大的单桩需求增加，产品附加值有所提升。
- ◆ 对比SIF和大金重工的毛利率水平：2023年以来，大金重工正式开始规模化出口海工产品，近年来，大金重工毛利率高于SIF 10-15个百分点，SIF2025H1毛利率偏低的原因在于其新产能未如期释放，而相关的管理、折旧、人工、生产成本提升。

图、SIF加工费：2020年以来呈明显上升趋势，2024、2025H1大幅提升



资料来源：公司公告，中信建投

图、SIF、大金重工毛利率对比：大金重工远高于SIF

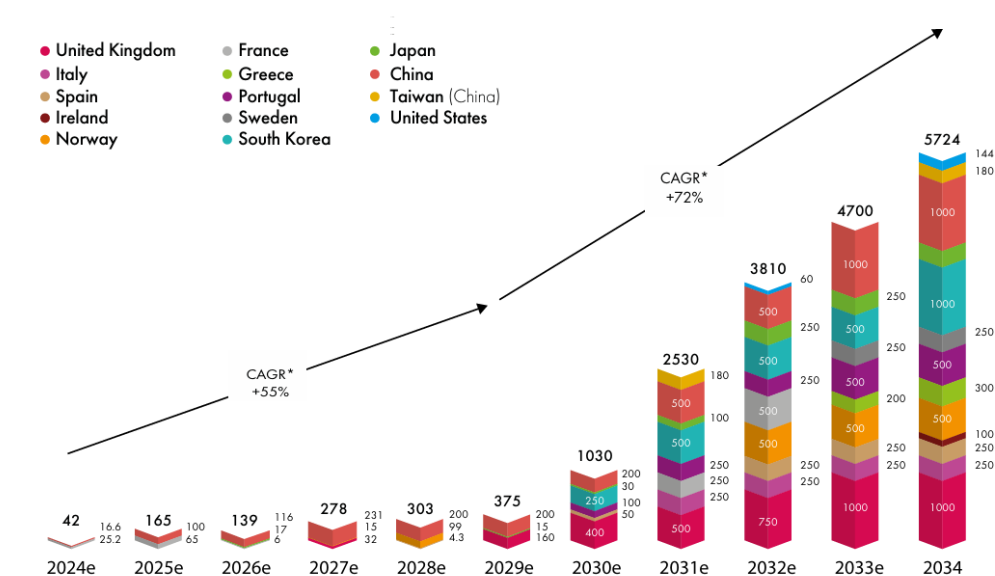


资料来源：wind，中信建投

# 漂浮式：单GW用量、价值量远超固定式，是公司重要业务增量

- 截至2024年底，全球漂浮式风电装机容量达到278兆瓦，挪威、英国、中国、法国位列全球前四大市场。
- 欧洲部分国家积极研发和规划漂浮式海上风电，英国制定了2030年达到5GW的漂浮式装机目标，法国规划2030年漂浮式装机达到2GW。**根据GWEC最新预测，2030年，全球新增漂浮式装机容量将达到GW级别；2030年后将迎来大规模发展。**
- 漂浮式通常适用于60m以上水深，单体重量通常为5000-6000吨，单GW浮体重量约40-50万吨，当前国内市场浮体单吨价格约为固定式1.5-2倍，漂浮式产品从单体重量和价值量来看，均远超固定式；公司唐山海工基地布局漂浮式产能20万吨。
- **目前公司正积极参与漂浮式项目投标，2024年，全球漂浮式风电年度拍卖量达1.9GW，项目横跨法国、韩国、英国等多个国家。**

图、GWEC对全球漂浮式装机预计：2030年后迎来快速发展



图、全球漂浮式装机浮体需求预测：前景广阔

项目	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年
新增装机预测 (MW)	165	139	278	303	375	1030	2530	3810	4700	5724
单GW浮体需求 (万吨)	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
当年浮体需求 (万吨)	7.4	6.3	12.5	13.6	16.9	46.4	113.9	171.5	211.5	257.6

图、部分招投标中的漂浮式海风项目

项目	项目容量MW	目标投运时间
Green Volt	560MW	2028年
Golfe de Fos	500MW	2030年前后



# 漂浮式：公司漂浮式产能、全球浮式中心、技术研发已做好充足储备

- 公司自2019年开始储备深远海技术，前瞻性研发浮体式海风设备；2022年，进行浮式基础设备规划；2024年，公司成立深远海团队应对深远海项目与全球头部的浮式基础方案设计公司合作研发新一代浮式基础产品，合作范围包括设计、建造、运输、组装全流程。
- 2025年4月，公司在西班牙成立全球浮式业务中心，招聘当地关键团队，正积极参与漂浮式项目投标工作，唐山海工基地即将投产，含20万吨漂浮式产能布局（涉及约50套漂浮式产能）。

图、漂浮式业务推进进程：当前积极参与漂浮式项目投标，有望获取漂浮式订单

时间	2019年	2022年	2024年	2025年	下一步
漂浮式业务 推进里程碑	开始储备深远海技术， 前瞻性研发浮体式海风 设备	进行浮式基础设备 规划	成立深远海团队应对深远海项目 与全球头部的浮式基础方案设计公司合作 研发新一代浮式基础产品，合作范围包括 设计、建造、运输、组装全流程  与BlueFloat Energ签署了《关于合作共 建浮式海上风电供应链的谅解备忘录》	唐山基地产能、技术储备、团队建设 已经做好准备  4月西班牙成立全球浮式业务中心，招 聘当地关键团队  唐山海工基地即将投产，含20万吨漂 浮式产能布局	获取漂浮式基础订单， 提供集制造-运输-组装 交付于一体的 <b>一站式浮 式基础解决方案</b> ，助力 开发商和 EPC 承包商降 低成本及规模化量产

资料来源：Wind，公司公告，公司官网，中信建投

# *PART 3-2*

**特种航运与船舶建造：形成制造成本+运输成本+交期可控的独特竞争优势**

# 特种航运与船舶建造：形成制造成本+运输成本+交期可控的独特竞争优势

- 公司在2022年年报中，首次提出，打造专注全球风电海工装备，自有年产能超300万吨、自有运输船超10艘的行业龙头，真正成为全球风电海工装备领域的领军者。公司计划通过自建造船基地和专业化运输团队、自造风电海工装备、自有码头装运、自建特种运力运输，形成制造成本+运输成本+交期可控的独特竞争优势，有利于优先获得海外客户订单，保证交付安全及交货期限，降低运输成本，实现市场份额的逐步扩大。
- 此后，公司积极推进专业运输船队建设，2023年收购盘锦造船基地作为自有船舶制造基地，自有船只推进设计建造，首创“立式发运”物流方案并拥有相关专利；2024年，公司海外业务交付模式从FOB（离岸）开始切换至DAP（到岸），大金开始承担运输工作，为公司后续使用自建特种运输船执行远洋运输业务积累宝贵经验。
- 2025年上半年，公司交付海外的海风基础装备产品全部采用DAP（目的地交货）模式，航运业务实现规模化有序推进，顺利完成共16批次的全流程承运任务，在自有产品运输过程中，逐步打造出具备船型研发、运输规划、海运工程设计、港口装卸作业等核心能力的重型海洋工程物流一站式解决方案。
- 在船型研发方面，公司凭借多年来在海上风电领域的持续深耕，对海风装备“超大、超重、超宽”的特有属性深刻理解，综合考虑风电海工装备特性及行业发展趋势，为海上风电产品运输自主研发适运船型，截至目前，已成功研发3个特种船型。

图、特种航运与船舶建造业务推进流程：2025年公司开始承接市场化订单，自有运输船进入下水准备期

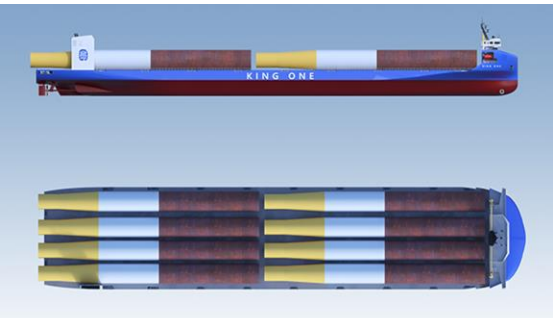
时间	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	下一步
特种航运与船舶建造 推进里程碑	公司计划打造自有运输船队，为客户提供“建造+运输+交付”一站式解决方案	收购盘锦造船基地，自有船只推进设计建造，首创“立式发运”物流方案并拥有相关专利  2023年开始交付海工项目，为FOB离岸交付模式，客户负责运输	自有船只推进设计建造  海外业务交付模式从FOB（离岸）开始切换至DAP（到岸），大金开始承担运输工作，为公司后续使用自建特种运输船执行远洋运输业务积累宝贵经验	获得签署首个海外重型甲板运输船建造合同，获得国际船东认可  FOB（离岸）完全切换为DAP（到岸），公司自研特种重型运输船进入下水准备期	公司自研并负责建造的首条海工特种重型运输船KING ONE将在2026年上半年启动首航，为公司海外客户承运公司建造的海上风电基础产品	2025、2026、2027年计划分别下水2、4、6艘重型运输船舶  形成国际物流团队，业务涵盖海上风电、陆上风电、油气等



## 特种航运与船舶建造：KING ONE即将启动首航，获得国际船东认可承接首个市场化订单

- 公司依托于**盘锦新基地**，建设**自有的船舶制造基地**，打造自有专业运输船队，搭建全球物流体系，成为打通生产、运输的一站式产品解决方案提供商。
- 截至2025年三季度，公司自研并负责建造的首艘海工特种重型运输船**已完成船台建造阶段**，进入**下水准备期**，后续完成**下水、试航、取证**等程序后，将在**2026年上半年启动首航**，为公司海外客户承运公司建造的海上风电基础产品。
- **获得首个甲板运输船市场化订单，赢得国际船东认可**：公司全资子公司盘锦大金海洋工程有限公司与韩国某航运公司签署了《重型货物船舶建造合同》，盘锦大金将为其设计、建造、交付一艘23000DWT（载重吨）的重型风电甲板运输船，总长约165米、型宽42米、型深10米，**合同总金额折合人民币约3亿元**，该船舶将于2027年完成交付。这是盘锦大金在**全力保障自有超大型风电甲板运输船建造任务的同时，成功承接的首个市场化订单**，标志着公司在**构建全球物流体系的战略布局中实现重大突破**。公司在设计、建造自有船舶过程中，构建了超大型运输船 舶建造能力与高效项目管理经验，并成功获得国际船东的认可。

图、自主研发海工重大件特种运输船



图、首创“立式发运”物流方案并拥有相关专利，超长超宽甲板大大加大直径风机基础桩的单航次装载量，单艘航运船只增量贡献测算：初步测算预计为出口海工产品提供1000元单吨净利增量

项目	数据	单位
资本开支	3.5	亿元
年度航次	3	次
一个航次载重	2	万吨
发运总量	6	万吨
市场价	5000	元/吨
收入	3	亿元
净利率	20%	-
年度利润	6000	万元
单吨贡献利润增量	1000	元

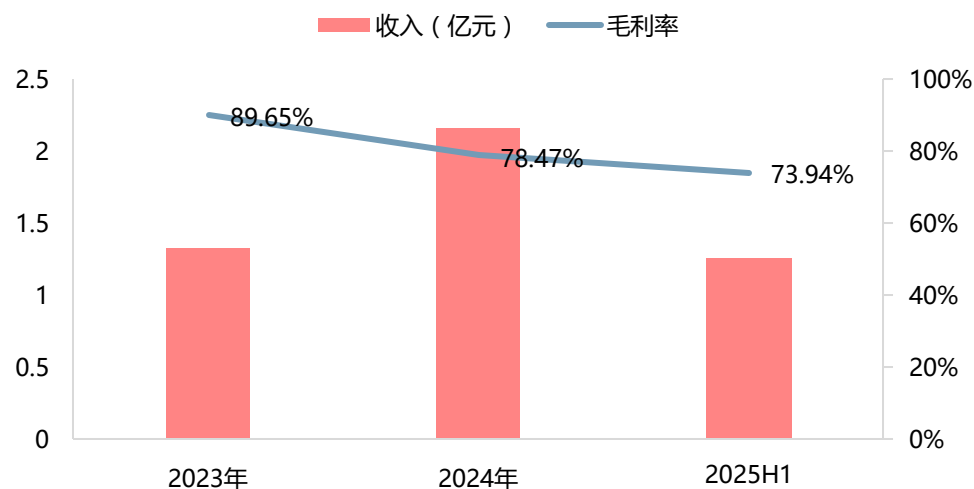
# ***PART 3-3***

**风场发电业务：存量项目500MW，在建950MW，毛利率高于行业平均**

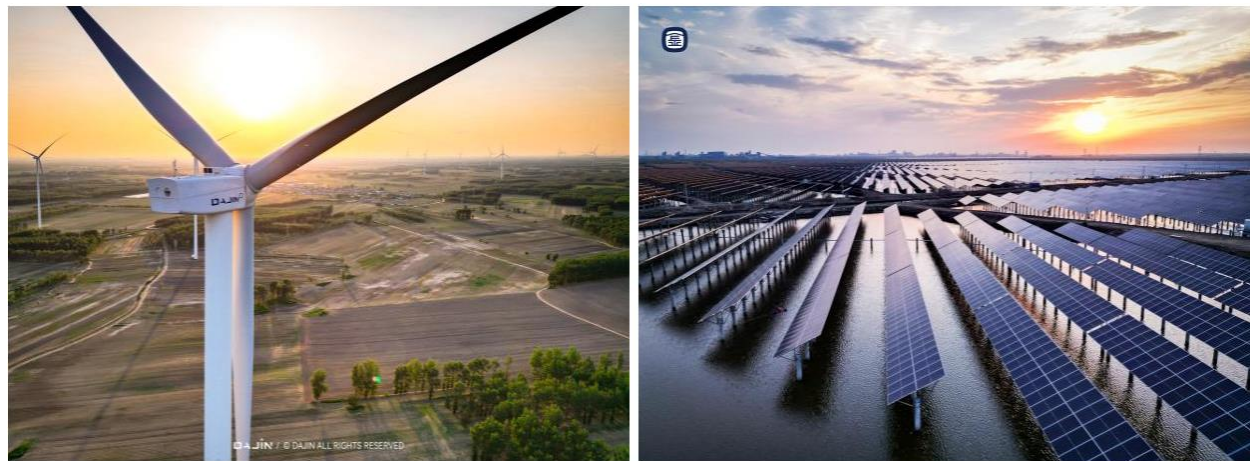
## 风力发电业务：存量项目500MW，在建950MW，毛利率高于行业平均

- 2023年公司首个风电场项目阜新彰武西六家子250MW风电项目实现并网发电，2025年5月，公司唐山曹妃甸十里海250MW渔光互补新能源发电项目实现全容量并网；截至2025年6月末，公司自持已并网投运新能源项目规模500MW，2025年上半年，公司新能源发电业务贡献收入1.25亿元，同比增长5.56%；实现上网电量合计3.98亿度。
- 公司风场毛利率水平较高，近年来**毛利率80%左右**，高于行业普遍的50%-60%毛利率水平，电站资源条件良好。
- 公司目前在**建陆上风电项目规模950MW**，预计在2026年下半年陆续并网投运。

图、发电业务收入毛利率：毛利率高于行业平均水平



图、公司辽宁阜新彰武西六家子250MW陆上风电项目和河北唐山曹妃甸十里海250MW渔光互补项目





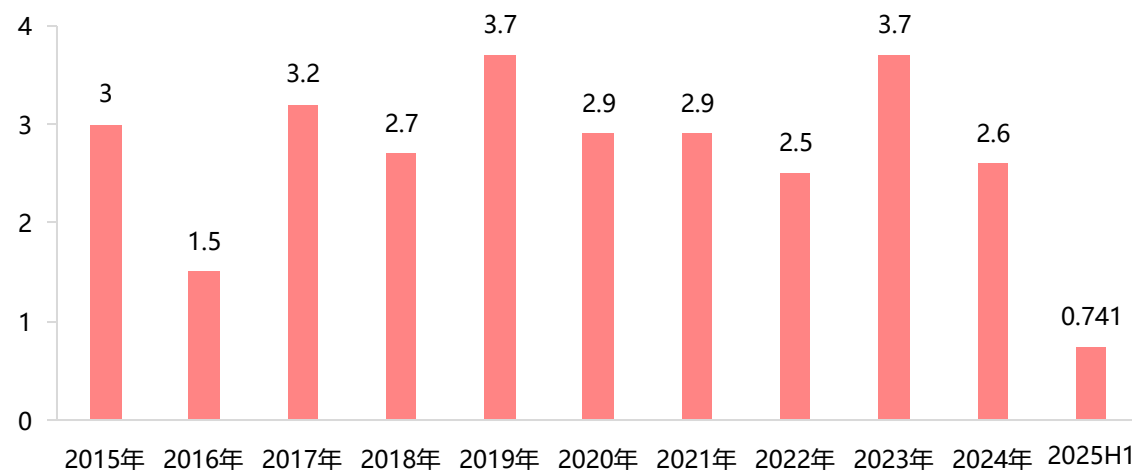
# PART 4

欧洲海风景气度跟踪：2025-2030年新增海风装机复合增长率近30%

## 装机：根据GWEC和WindEurope预计，2025-2030年新增海风装机复合增长率29%

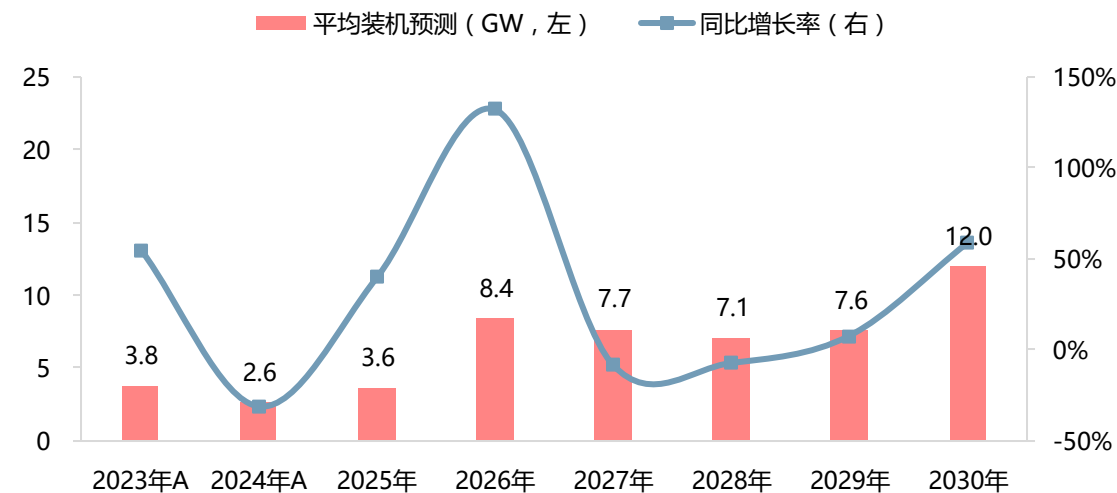
- ◆ 截至2025年半年度末，欧洲海风存量装机容量约37GW，2025年上半年欧洲新增海风装机741MW，包含429MW英国DoggerBankA阶段项目（1.2GW），216MW英国Neart na Gaoithe 项目(总容量448 MW)，项目均已完全投入运营，此外，还包含96MW法国NOY项目。尽管2025年上半年仅有741MW通过三个风电场并网，另有8个风电场也开展了部分建设，总计安装了171个基础和84台风机，但并非全部在6月30日之前完成并网。
- ◆ 根据GWEC和WindEurope对欧洲海上风电装机的最新预测，我们对两家机构预测数据取均值测算，预计2025年欧洲新增海风装机3.6GW，2030年新增海风装机12GW，复合增长率29%，其中2026年装机同比增速132%，2027-2029年装机相对平稳，2030年再次迎来大幅提升。

图、欧洲海风新增装机：2025H1欧洲新增海风装机741MW



资料来源：WindEurope, 中信建投

图、欧洲海风新增装机预测，2025-2030年新增海风装机复合增长率29%

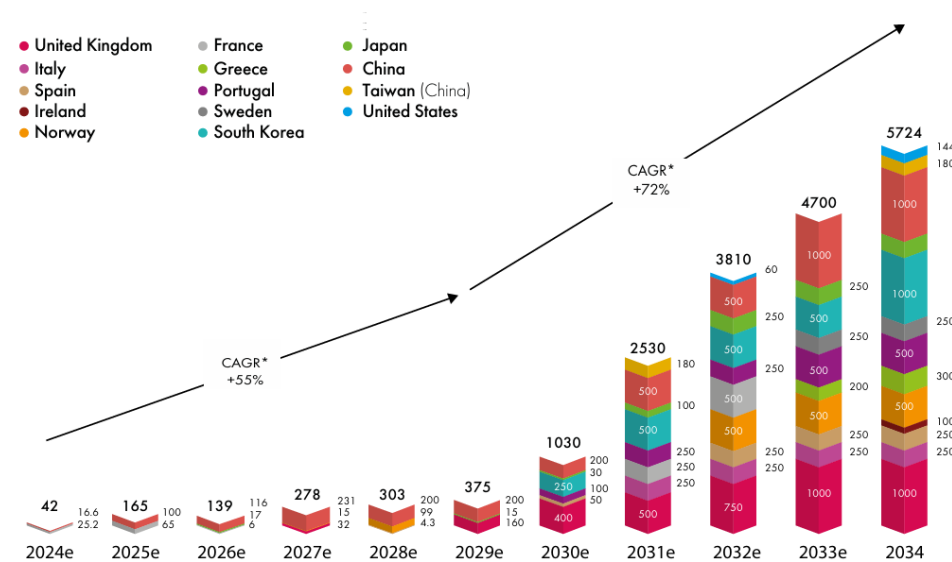


资料来源：WindEurope, GWEC, 中信建投

# 漂浮式：2030年后进入GW级发展阶段，增长迅速

- 截至2024年底，全球漂浮式风电装机容量达到278兆瓦，挪威、英国、中国、法国位列全球前四大市场。
- 欧洲部分国家积极研发和规划漂浮式海上风电，英国制定了2030年达到5GW的漂浮式装机目标，法国规划2030年漂浮式装机达到2GW。**根据GWEC最新预测，2030年，全球新增漂浮式装机容量将达到GW级别；2030年后将迎来大规模发展。**
- **根据GWEC预测，2030-2034年预计分别新增漂浮式装机1GW、2.5GW、3.8GW、4.7GW、5.7GW，复合增速超70%。**
- 漂浮式通常适用于60m以上水深，单体重量通常为5000-6000吨，单GW浮体需求通常40-50万吨，当前国内市场浮体单吨价格约为固定式1.5-2倍，漂浮式产品从单体重量和价值量来看，均远超固定式；公司唐山海工基地布局漂浮式产能20万吨。
- **目前公司正积极参与漂浮式项目投标，2024年，全球漂浮式风电年度拍卖量达1.9GW，项目横跨法国、韩国、英国等多个国家。**

图、GWEC对全球漂浮式装机预计：2030年后迎来快速发展



图、全球漂浮式装机浮体需求预测：前景广阔

项目	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年
新增装机预测 (MW)	165	139	278	303	375	1030	2530	3810	4700	5724
单GW浮体需求 (万吨)	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
当年浮体需求 (万吨)	7.4	6.3	12.5	13.6	16.9	46.4	113.9	171.5	211.5	257.6

图、部分招投标中的漂浮式海风项目

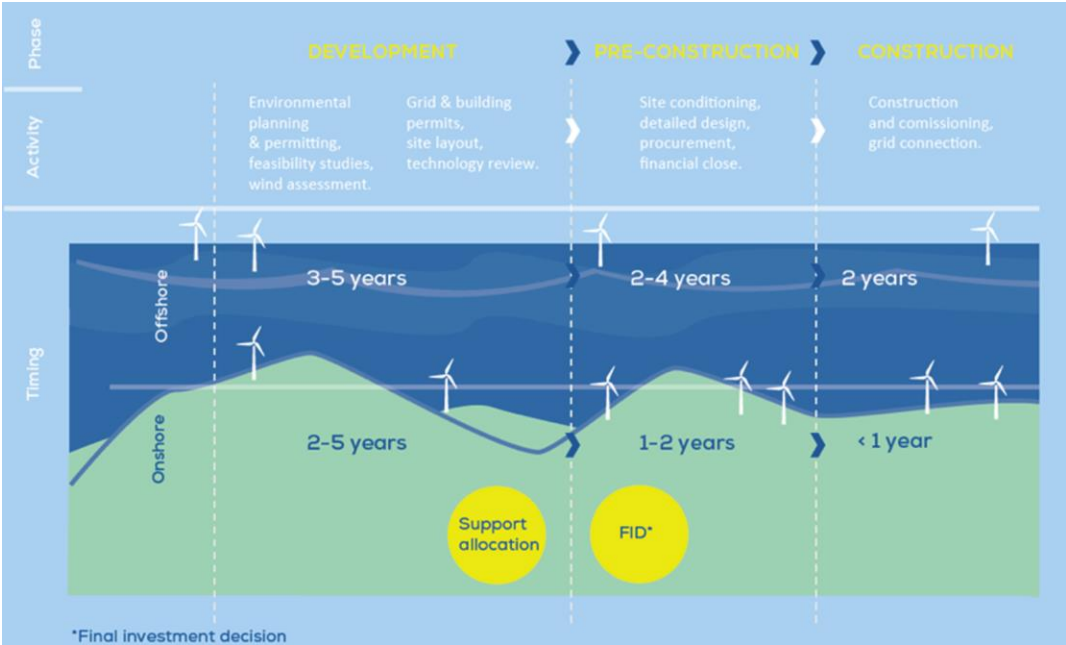
项目	项目容量MW	目标投运时间
Green Volt	560MW	2028年
Golfe de Fos	500MW	2030年前后



# 欧洲项目开发流程：竞标体量和最终投资决策FID可以作为核心观察指标

- ◆ 欧洲海上风电整体开发通常需要10年左右时间，开发流程主要包括：选址与资源评估、许可和环境影响评估、海洋空间规划与竞标、设计与工程准备、FID最终投资决策、建设和并网、商业运行与维护；其中前期的开发工作（可行性研究、环境规划与许可、风力评估、电网和建筑许可、技术审查等）通常花费3-5年时间，建设前场地调节、详细设计、采购、财务结算通常花费2-4年时间；正式施工建设、并网通常花费2年时间。
- ◆ 其中，FID ( Final investment decision ) 最终投资决策是项目开发中非常关键的节点，标志着项目经过详细的前期设计、风险评估、财务论证和市场分析后，确认其经济和技术可行性，管理层批准启动施工阶段，开发方正式决定全面投入资金并推进项目建设。
- ◆ 此外，欧洲海上风电项目进行“support allocation”（项目分配）意味着政府或相关机构通过一定的竞争性程序（如拍卖或招标），将财政补贴、支持合同（如合同差价机制，CfD）或土地使用权（海域租赁权）分配给具体的项目开发。这一过程是海上风电项目从资格预审到最终获批的重要环节，标志着项目获得了官方的资金支持保障，具备推进投资和建设的财务基础。我们通常可以将“support allocation”和FID体量作为行业开工和装机的重要前瞻指标。

图、欧洲海风项目开发建设流程：FID最终投资决策是重要里程碑



资料来源：Youwind, 中信建投

图、竞标体量和最终投资决策FID可以作为核心观察指标

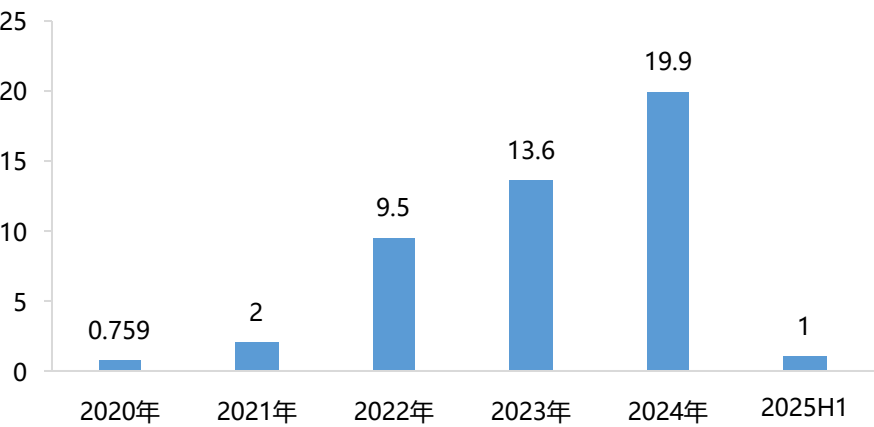
流程	具体步骤
选址与资源评估	开发商首先对海域风资源、水深、海底地质、电网接入、交通施工条件等进行综合评估。这是项目可行性分析的重要基础阶段，涉及气象、环境和海洋工程调查。
许可和环境影响评估	项目必须经过环境影响评估，评估海洋生态、鸟类保护、渔业以及其他海洋使用者的影响，并与政府及相关利益方进行多轮咨询和审批。欧盟《可再生能源指令》规定加快审批流程，通常授权期限约12个月。
海洋空间规划与竞标*	各国或区域海域通过海洋空间规划划定建设用海域，对合格海域进行公开土地租赁招标， <b>开发商根据招标取得项目开发权。</b>
设计与工程准备	对风机、基础、电缆系统进行详细设计，完成施工计划、供应链协调与风险评估。
<b>FID最终投资决策*</b>	在完成设计和审批后， <b>开发商作出最终投资决策，确认资金和合同，是开工的重要前置步骤。</b>
建设和并网	包括海底电缆铺设、风机及相关设施安装，完成与陆上电网的连接。
商业运行与维护	风电场投入运行，进行性能监测、维护及环境影响监控，确保长期稳定发电。

资料来源：The Crown Estate, The Offshore Renewable Energy Catapult, 中信建投

# 项目分配：招标与拍卖，预计2025年拍卖量进一步创历史新高

- ◆ 欧洲海上风电项目进行“support allocation”（项目分配）意味着政府或相关机构通过一定的竞争性程序（如拍卖或招标），将财政补贴、支持合同（如合同差价机制，CfD）或土地使用权（海域租赁权）分配给具体的项目开发。support allocation代表了政府对海上风电项目的财政支持力度和市场准入情况，直接反映政策对行业的推动力度和资源配置。获得支持分配的项目意味着即将进入正式开发和建设阶段，这预示未来几年的装机容量和产业链需求将大幅释放。大量的支持分配表明市场活跃度高，开发商信心强，有利于形成正向产业发展循环。项目分配/拍卖体量通常可以作为欧洲海上风电景气度的前瞻指标。
- ◆ 从2020年以来行业年度分配/拍卖容量来看，呈明显上升趋势，2024年行业分配/拍卖容量19.9GW，创历史新高，2025年上半年德国通过拍卖N-9.4站点授予了1GW海风项目（当局采用负价格竞标方式授予该场址——中标开发商将支付1.8亿欧元以获得该项目的开发权），展望下半年，英国、法国、波兰、丹麦、荷兰、爱尔兰、立陶宛均有项目分配/拍卖计划，德国在今年8月对位于北海的两个新场址（N-10.1，2000 MW 与 N-10.2，500 MW）进行招标没有收到任何投标，这是德国历史上首次海上风电拍卖“流标”。

图、欧洲海风历年分配/拍卖总量（GW）：近年来呈显著上升趋势



资料来源：WindEurope, 中信建投

图、2025H1拍卖项目及2025H2拍卖预期

H1 2025	Auction	Type of auction	MW available	MW awarded	Allocation rate	Policy mechanism	Strike price
Germany	N-9.4 (non-central)	Specific	1,000	1,000	100%	Feed-in-Premium with negative bidding option	N/A
H2 2025	Auction	Type of auction	MW available	MW awarded	Allocation rate	Policy mechanism	Strike price
France	AO7 - Oléron 1	Specific	1,200	-	-	Contract-for-Difference	-
France	AO8 - Centre Manche 2	Specific	1,600	-	-	Contract-for-Difference	-
France	AO9 - Golfe de Fos 2 floating	Specific	500	-	-	Contract-for-Difference	-
France	AO9 - Narbonne 2 floating	Specific	500	-	-	Contract-for-Difference	-
France	AO9 - Brittany South 2 floating	Specific	500	-	-	Contract-for-Difference	-
France	AO9 - Oléron 2	Specific	1,000	-	-	Contract-for-Difference	-
Germany	N-10.1 (central)	Specific	2,000	0	0%	Negative bidding	N/A
Germany	N-10.2 (central)	Specific	500	0	0%	Negative bidding	N/A
Ireland	Tonn Nua	Specific	900	-	-	Contract-for-Difference	-
Lithuania	Second offshore auction	Specific	700	-	-	Contract-for-Difference	-
Netherlands	Nederwiek Zuid I-A	Specific	1,000	-	-	Negative bidding	N/A
Poland	2025 Offshore Round	Specific	4,000	-	-	Contract-for-Difference	-
UK	Allocation Round 7- Pot 3- bottom-fixed	Specific	TBA	-	-	Contract-for-Difference	-
UK	Allocation Round 7- Pot 4- floating	Specific	TBA	-	-	Contract-for-Difference	-

资料来源：WindEurope, 中信建投

# 项目分配：招标与拍卖，2025年有望创历史新高

- ◆ 2025年欧洲拍卖容量预计超过2024年，进一步创历史新高，欧洲各国政府计划于2025年下半年拍卖近15GW的海上风电装机容量（不包含英国项目），如果考虑英国项目和2024年拍卖体量一致（5.3GW），2025年欧洲分配/拍卖容量将超过2024年。

图、2025年欧洲拍卖容量预计超过2024年，进一步创历史新高

国家	2025年下半年分配/拍卖计划	竞标模式	容量GW
英国	预计也将在第7轮分配轮次（AR7）中提供可观的容量，有25GW的项目具备投标资格，但最终预算尚未确定	差价合约	未知
法国	法国计划于2025年下半年，在六个场址授予总计5.3GW的容量	差价合约	5.3
德国	于2025年8月通过负竞标授予总计2.5GW的两个场址，然而，由于未收到任何投标，本次拍卖未能成功	负向竞标	0
丹麦	丹麦2024年的3GW海上风电拍卖遭遇失败，该拍卖采用了负竞标模式，丹麦修订了其拍卖方案，丹麦将于2025年下半年启动总计3GW的拍卖，采用为期20年的双向差价合约(CfD)模式	从负向竞标转向差价合约	3
波兰	计划于2025年下半年授予总计4GW的海上风电项目，采用为期25年的双向差价合约(CfD)模式	差价合约	4
荷兰	计划于2025年下半年，在NederwiekZuidl-A场址授予1GW(GW)的海上风电容量，投标将采用负向竞标	负向竞标	1
爱尔兰	将于2025年9月启动 900 兆瓦(MW) TonnNua海上风电项目的招标，预计将于年底前公布结果	差价合约	0.9
立陶宛	宛将于2025年下半年举行第二次海上风电招标，计划通过为期 15 年的双向差价合约(CfD)提供补贴	差价合约	0.7
合计		-	14.9（不含英国）



# 拍卖机制调整：更多国家采用专项cfd补贴模式

- ◆ 从拍卖机制来看，更多国家调整负向竞标到差价合约，保障开发商在电力市场价格波动时仍能获得稳定收益，大幅降低投资风险，促进融资便利和资本投入。而负向竞标因价格压低风险加大，可能导致项目弃标或债务风险。2025年丹麦修订了其拍卖方案，将于2025年下半年启动总计3GW的拍卖，采用为期20年的双向差价合约(CfD)模式，2024年丹麦采用负竞标模式导致3GW海上风电拍卖遭遇失败，2025年即修改招标模式。
- ◆ 德国、荷兰目前仍采用负向竞标模式，但荷兰预计即将迎来竞标模式调整。2025年8月德国计划通过负竞标授予总计2.5GW的两个场址，然而，由于未收到任何投标，导致拍卖未能成功，德国采用“无上限负出价”机制，开发商需向政府支付高额场址使用费，却没有补贴保障，导致项目风险与收益严重失衡。欧洲其他国家也经历过类似困境，英国 2023 年的 AR5、丹麦 2024 年的零补贴招标都曾失败，但在调整政策后，市场投标形势迅速改善；若德国进一步优化拍卖机制，可以期待招投标形势将迎来进一步改善。9月16日，荷兰政府宣布恢复海上补贴，并计划明年拨款约10亿欧元（约合人民币84.28亿元）支持海上风电建设；荷兰海上风电补贴政策因开发商无需政府援助即可竞标场址而停用数年，近期将现作为一项临时措施暂时恢复，该政府正致力于未来引入差价合约模式。

图、负向竞标和cfd差价合约对比：cfd带给开发商更强的电价确定性

项目	负向竞标	差价合约
定义	开发商竞标时报价为愿意支付给政府开发权或负的补贴金额	政府与开发商签订固定电价合同，市场价低于固定价时政府补偿差额，高于时开发商返还
收入风险	收入不确定，可能因竞标报价过低导致亏损，风险大	收入稳定，政府保障固定履约价，风险较低
投资回报	投资回报受价格竞争压缩，存在因报价过低回报不足的风险	保证一定投资回报，便于融资
市场价格关系	开发商承担全部市场价风险	市场价格与合同价差作为调整机制
激励效果	可能导致过度压低价格，降低项目质量或延迟项目实施	鼓励技术进步和长期运行，确保项目质量和稳定性
主要风险方	开发商承担大部分风险	政府与开发商共同承担风险

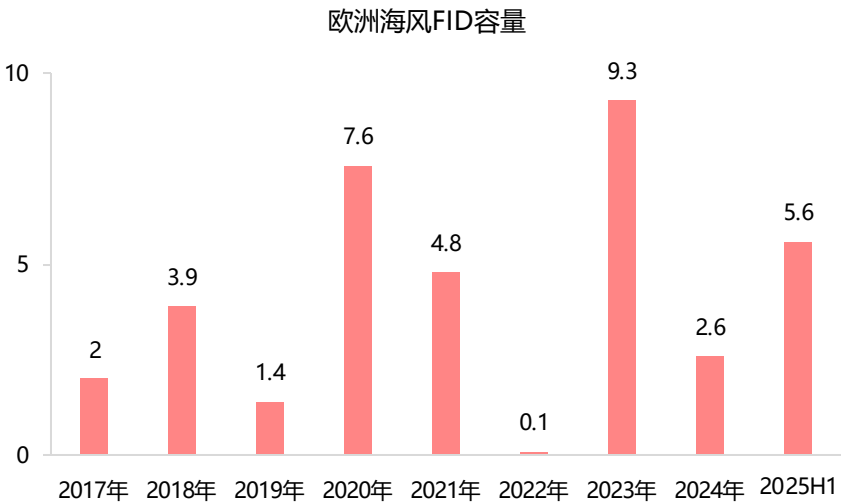
(CfD) 补贴模式

资料来源：WindEurope, 中信建投

# FID数据分析：2025年上半年FID项目已远超2024年全年，6个海上风电场获得最终投资决定

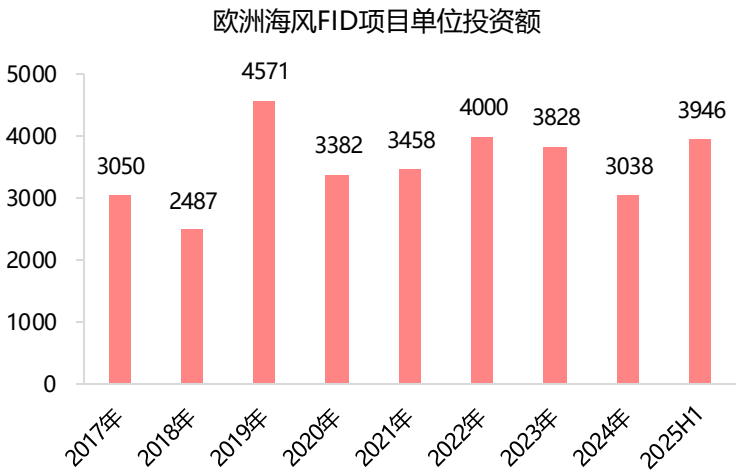
- ◆ **FID ( Final investment decision ) 最终投资决策是项目开发中非常关键的节点**，标志着项目经过详细的前期设计、风险评估、财务论证和市场分析后，确认其经济和技术可行性，管理层批准启动施工阶段，开发方**正式决定全面投入资金并推进项目建设，也是项目开工的重要前瞻指标。**
- ◆ 从历年FID数据来看，呈现一定的波动趋势，2023年FID项目较多，包括Hornsea 3等项目；2024年FID项目同比下降，包含的Nordseecluster A&B、Windanker均有中国企业如大金重工获得项目海工订单。
- ◆ **2025年上半年FID项目已远超2024年全年，6个海上风电场获得最终投资决定，总装机容量为5.6吉瓦，预计6个风场都将在2028年底前投入运营。**整体计划投资金额221亿欧元，其中包括波兰首批三个海上风电场，测算上半年进行FID的海风单位投资额3946欧元/KW，折合人民币3.3万元/KW。

图、欧洲海风历年FID容量（GW）：不同年度有一定波动，整体呈上升趋势



资料来源：WindEurope, 中信建投  
CHINA SECURITIES

图、欧洲海风当期FID项目单位投资额（单位：欧元/KW）



资料来源：WindEurope, 中信建投

图、2025年上半年FID项目梳理：涉及英国、波兰、德国

项目名称	国家	装机容量MW
Inch Cape	英国	1080
Baltica 2	波兰	1498
Nordlicht 1	德国	980
Nordlicht 2	德国	630
Baltyk II	波兰	720
Baltyk III	波兰	720
合计		5628

资料来源：WindEurope, 中信建投

# PART 5

历史业绩复盘及近期财务情况：2023年前与行业趋势一致，2023年后逆势增长

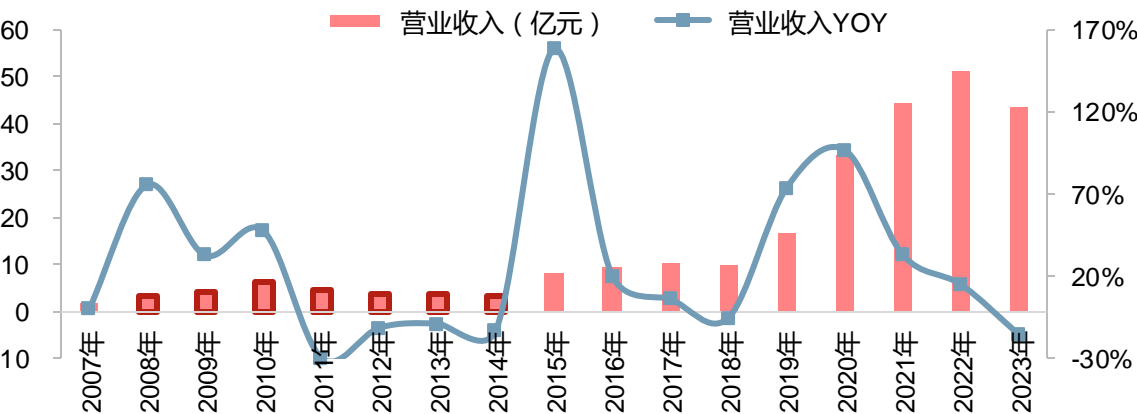


# 大金重工业绩复盘：2008年业务结构调整带动盈利能力提升

- ◆ 2008-2010年塔筒业务结构性增长驱动营业收入和净利润持续提升：在政策驱动下公司风电塔筒业务顺势增长，逐步超越火电钢结构成为公司核心产品。
- ◆ 2011-2012年营业收入和销量均呈现下降：受弃风问题、风电行业恶性竞争、下游项目审批及并网等诸多因素影响，公司行业进入疲软期，同时部分塔筒客户因资金短缺而延期交货，2012年单吨净利下滑约40%。
- ◆ 2013-2014年弃风率下降，公司销量有所增长，但营业收入反弹乏力：（1）市场竞争激烈导致订单价格下降；（2）业主现场不具备安装条件而推迟交货时间。

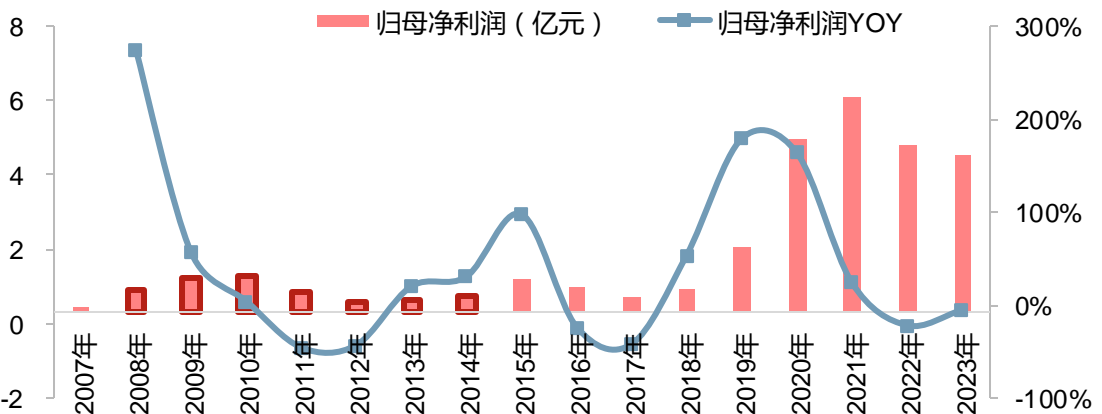
项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
出货量（吨）	5.52	5.32	5.50	4.72	13.25	17.99	17.11	13.48	20.46	40.83	48.97	59.03	50.79	38.7
单吨净利（元/吨）	960	564	654	996	702	395	240	467	860	1139	1178	610	747	958
毛利率	15.5%	14.7%	12.7%	17.3%	26.3%	22.0%	15.5%	20.4%	22.9%	25.5%	23.0%	16.7%	23.4%	29.5%

图、2008年业务结构调整带动盈利能力提升



资料来源：公司公告，中信建投

图、2008年业务结构调整带动盈利能力提升



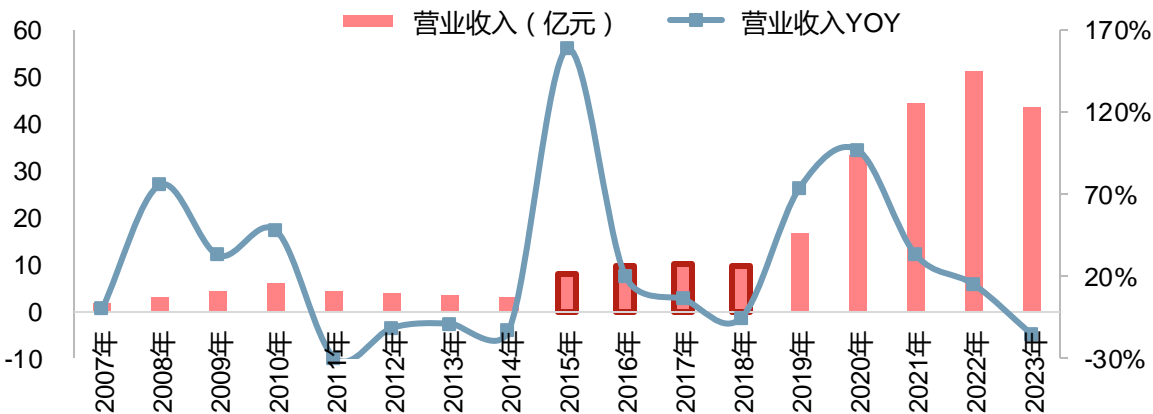
资料来源：公司公告，中信建投

# 大金重工业绩复盘：2015年需求回暖，业绩开启上升通道

- ◆ 2015年陆风装机需求回暖，销量同比增长181%：电价补贴下调引发抢装潮，蓬莱基地2014年底实现投产，公司2015年迎来订单交付高峰。
- ◆ 2016-2017年公司收入增速放缓，单吨净利持续下滑：抢装期结束，因弃风率回升、新增装机核准致使开发受限，市场需求疲软；受产能利用率不足、钢材价格波动影响单吨净利持续大幅下滑。
- ◆ 2018年净利润修复，单吨净利高速增长：公司剥离低毛利率的火电钢业务，聚焦风电塔筒业务发展；因新增核准开发受限，公司营业收入有所下降，但因公司管理能力改善，以及年底蓬莱二期产能释放带来的规模效应，单吨净利同比增长近一倍。

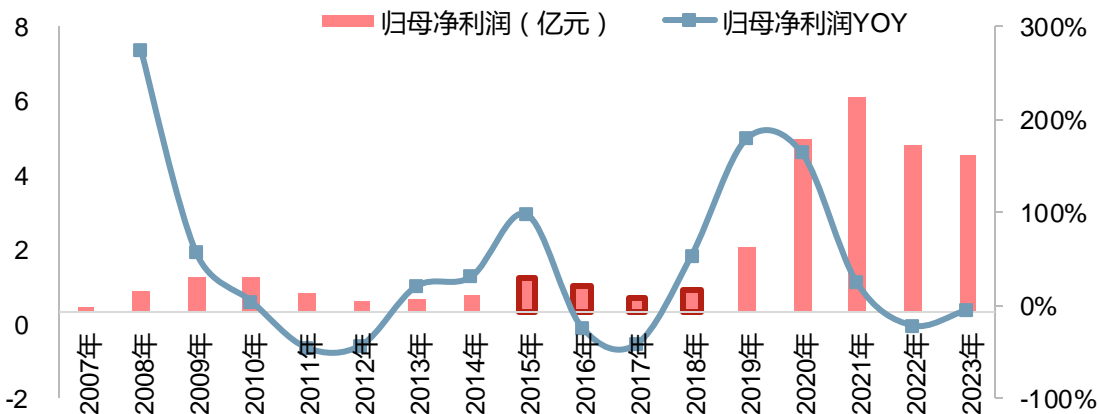
项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
出货量（吨）	5.52	5.32	5.50	4.72	13.25	17.99	17.11	13.48	20.46	40.83	48.97	59.03	50.79	38.7
单吨净利（元/吨）	960	564	654	996	702	395	240	467	860	1139	1178	610	747	958
毛利率	15.5%	14.7%	12.7%	17.3%	26.3%	22.0%	15.5%	20.4%	22.9%	25.5%	23.0%	16.7%	23.4%	29.5%

图、2015年需求回暖，业绩开启上升通道



资料来源：公司公告，中信建投

图、2015年需求回暖，业绩开启上升通道



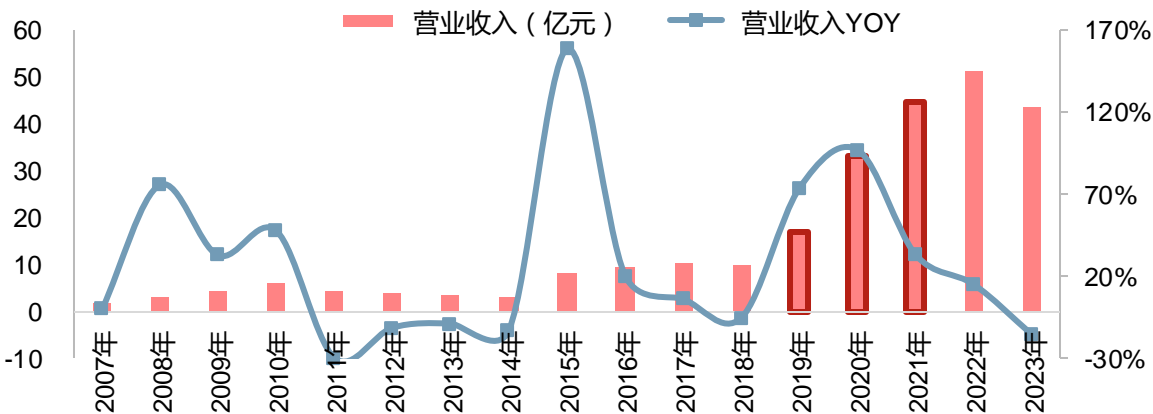
资料来源：公司公告，中信建投

# 大金重工业绩复盘：2019年进入业绩高速发展期

- ◆ **2019年公司迎来业绩高速增长期：**蓬莱、阜新等基地持续扩产为订单增长提供保障。同时2020年是陆风抢装年，叠加“双碳”政策利好因素的影响，公司销量增长近100%；2019/2020年公司营业收入同比增长74%/97%，归母净利润同比增长180%/165%，远超收入增速，**分析原因主要在于：**（1）精细化管理推动企业实现降本增效，资产周转率大幅提升，降低了原材料价格波动带来的风险和损失；（2）产能扩大释放规模效应。
- ◆ **2021年收入和净利润持续上升：**（1）海上风电产品销量占比提升；（2）海风装机潮爆发，政策利好频出；（3）公司凭借属地优势布局风电场和叶片业务，年底风电场并网运营，新增收入来源。毛利率下降的原因主要是受钢材涨价影响，公司国外陆风塔筒交付期较长，受原材料波动影响更加明显。

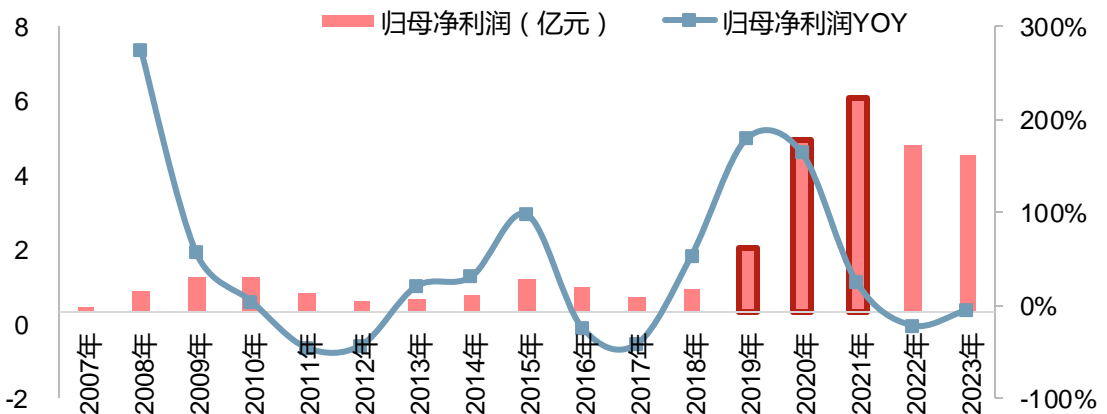
项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
出货量（吨）	5.52	5.32	5.50	4.72	13.25	17.99	17.11	13.48	20.46	40.83	48.97	59.03	50.79	38.7
单吨净利（元/吨）	960	564	654	996	702	395	240	467	860	1139	1178	610	747	958
毛利率	15.5%	14.7%	12.7%	17.3%	26.3%	22.0%	15.5%	20.4%	22.9%	25.5%	23.0%	16.7%	23.4%	29.5%

图、2019年进入业绩高速发展期



资料来源：公司公告，中信建投

图、2019年进入业绩高速发展期



资料来源：公司公告，中信建投

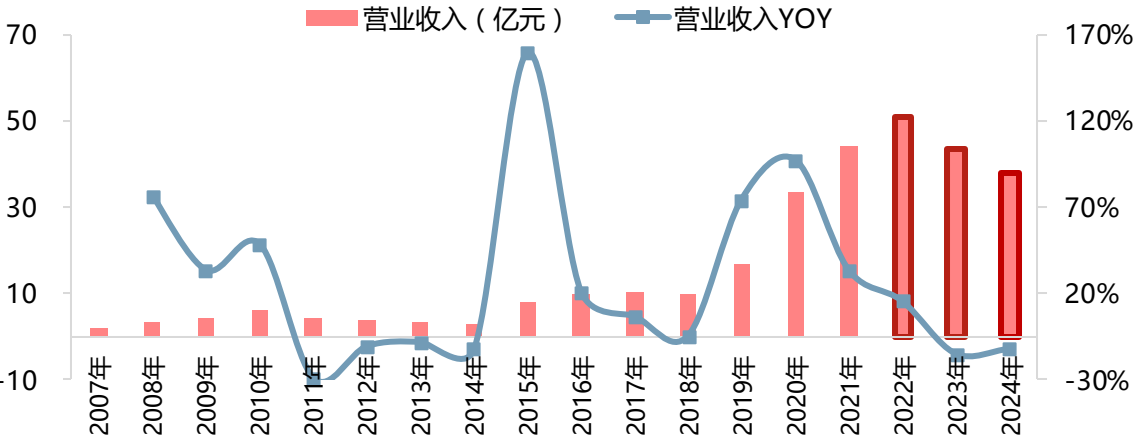


# 大金重工业绩复盘：2024年盈利能力大幅提升，业务结构改善

- ◆ 2022年单吨净利有所下调，收入维持增长：江苏、广东问题以及海风抢装期结束影响，营业收入增速放缓，销量持续增加；受补贴退坡、竞争加剧对交付的不利影响，公司净利润有所下滑，单吨净利下降明显。
- ◆ 2023年单吨净利改善，毛利率大幅回升：公司海外海工产品销量同比提升超 4000%，收入同比提升超 4300%，海外海工开始成为驱动公司盈利增长的核心驱动；收入同比下降的原因是对部分存在风险的国内陆风进行了主动去化。
- ◆ 2024年，受益业务结构改善，公司盈利大幅修复，尤其是2024年四季度公司业绩大幅超预期，2024Q4公司海外海工单吨净利达4000元/吨，大幅高于国内600-700元/吨盈利水平，大幅超市场预期（市场预期2000元/吨左右），市场全面上调公司2025、2026年业绩预期。

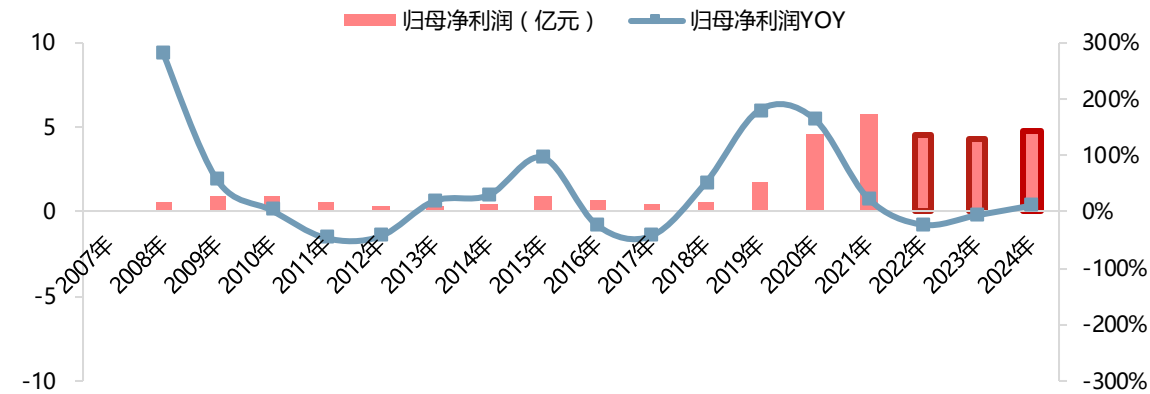
项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
出货量（吨）	5.52	5.32	5.50	4.72	13.25	17.99	17.11	13.48	20.46	40.83	48.97	59.03	50.79	38.7
单吨净利（元/吨）	960	564	654	996	702	395	240	467	860	1139	1178	610	747	958
毛利率	15.5%	14.7%	12.7%	17.3%	26.3%	22.0%	15.5%	20.4%	22.9%	25.5%	23.0%	16.7%	23.4%	29.5%

图、2024年盈利能力大幅提升，业务结构改善



资料来源：公司公告，中信建投

图、2024年盈利能力大幅提升，业务结构改善

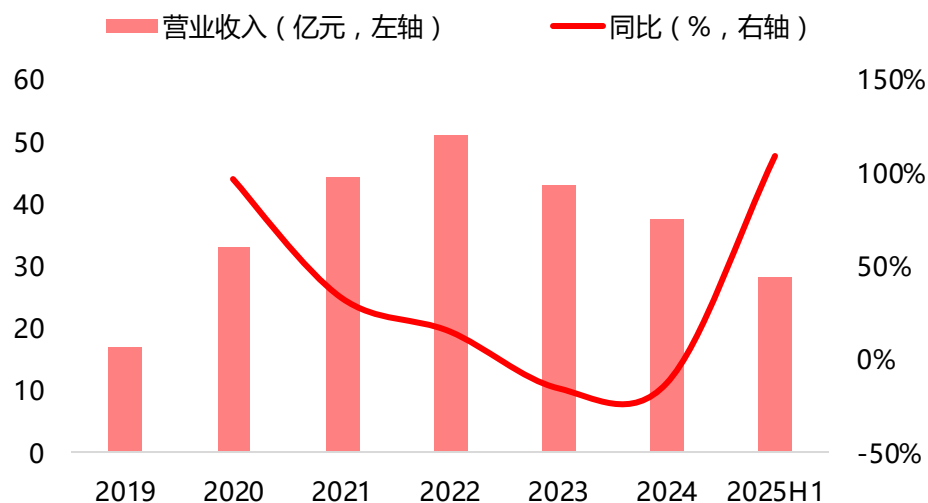


资料来源：公司公告，中信建投

# 营收与利润：2024年以来，海外业务占比提升带动盈利好转

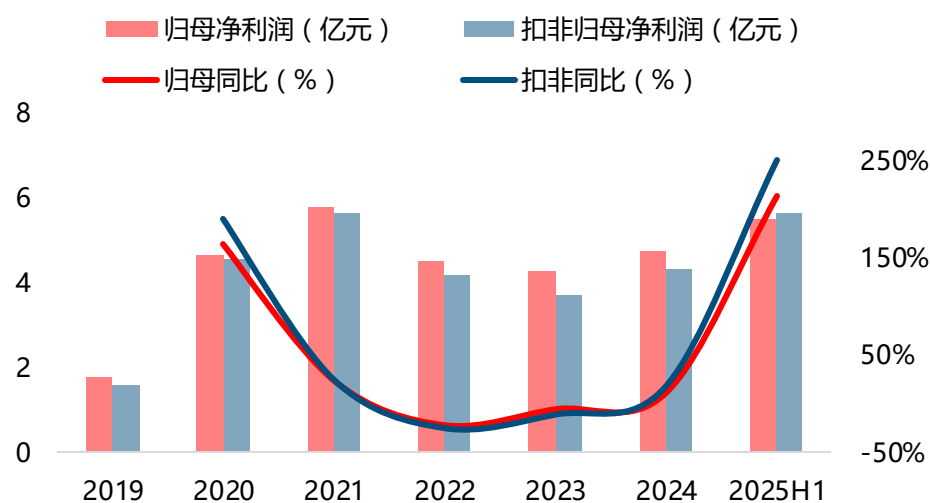
- 从公司近年来业绩表现来看，2022年-2023年，整体业务盈利呈下降态势，2024年业绩开始逐步修复。2020、2021年受风电“抢装潮”推动需求放量影响，2021年，公司净利润同比增加24.2%至5.77亿元，创历史新高；2022、2023年，行业抢装结束及行业竞争加剧、海外业务体量盈利尚未显著上量，公司业绩下降，归母净利润分别降至4.5亿元、4.3亿元。
- 进入2024年，公司净利润有所改善，净利率出现明显改善，主要受海外业务占比提升影响，2024年公司归母净利润恢复至4.74亿元，同比+11.5%；进入2025H1，公司实现营收28.41亿元，同比+109.48%；归母净利润5.47亿元，同比+214.32%；扣非后归母净利润5.63亿元，同比+250.48%，海外业务体量、盈利增长带动整体业绩进一步好转。

图、营业收入：波动幅度较大，主要受行业装机量影响



资料来源：公司公告，中信建投

图、归母净利：与主机价格相关，近年来相对稳定

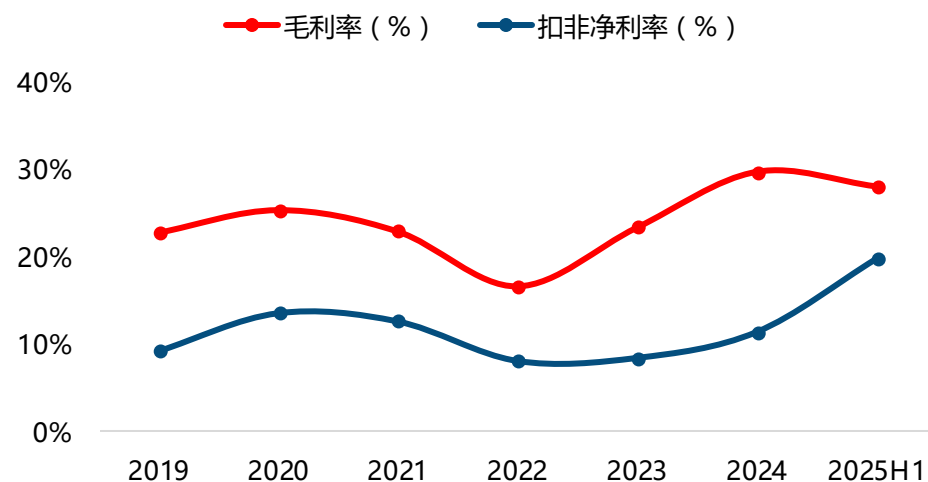


资料来源：公司公告，中信建投

# 盈利水平：塔筒业务（含风机基础）毛利率近年来呈上升趋势

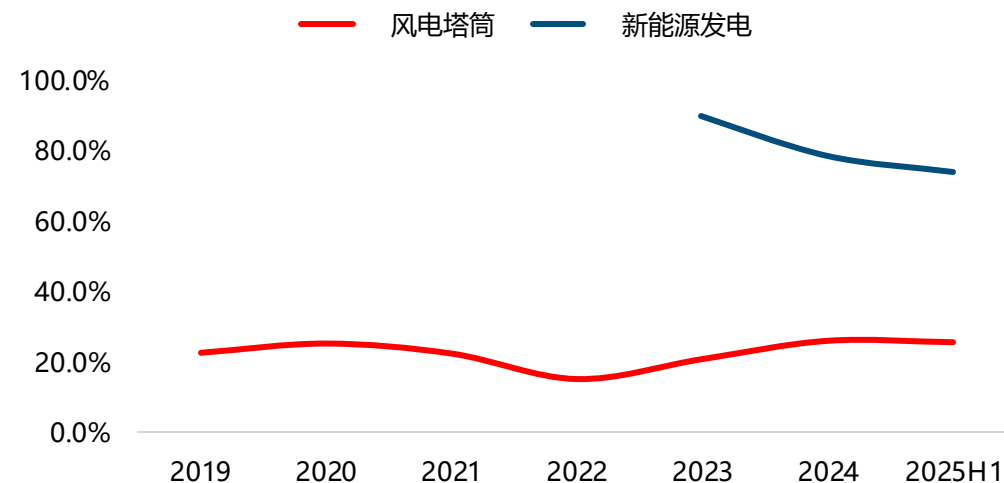
- 近年来，公司毛利率水平波动明显，2020年抢装期达25.4%高点后回落，2021、2022年分别为23.0%、16.7%，2023年-2024年毛利率逐步修复，2024年为29.8%。2025H1公司毛利率28.17%，同比基本持平。
- 净利率与毛利率趋势基本一致，公司2020年净利率14.0%，2021、2022年分别降至13.0%、8.8%，从净利率来看，趋势和实际毛利率情况基本一致，2023年以来净利率逐年上升，2025H1公司归母净利率19.24%，同比增加6.42pct，2023年以来公司盈利能力逆势改善的核心原因在于业务结构调整，毛利率更高的出海业务占比不断提升。
- 分业务毛利率来看，公司不同业务毛利率差异较大：（1）风电塔筒业务毛利率20%左右，近年来呈上升趋势；（2）2023年公司新增新能源发电业务，毛利率高达89.65%，近年来逐年下降，2025H1发电业务毛利率74%。

图、2023年以来公司毛利率、净利率水平呈上升趋势



资料来源：公司公告，中信建投

图、塔筒业务（含风机基础）毛利率近年来呈上升趋势



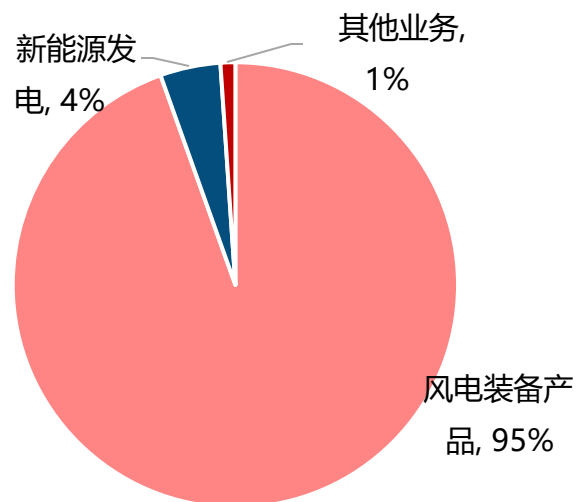
资料来源：公司公告，中信建投



# 塔筒业务在公司收入、毛利占比最高

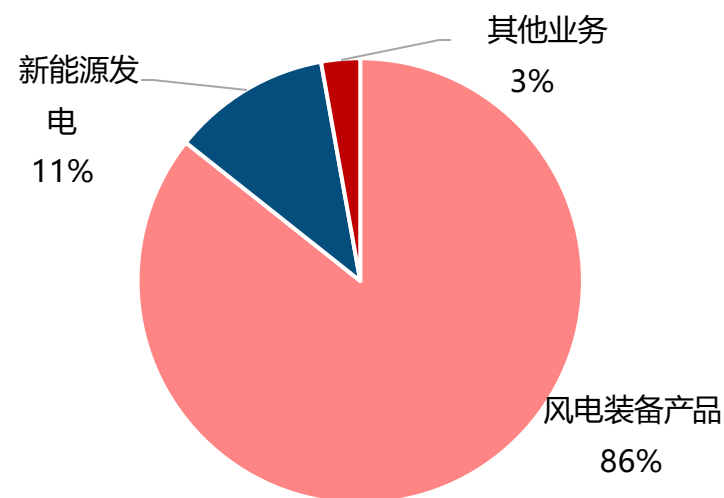
➤ 从收入维度看，2025H1公司收入构成中，风电装备产品占比95%，是收入的核心，新能源发电收入占比4%；毛利构成上，风电装备产品占比86%，新能源发电毛利占比12%。

图、2025年上半年公司收入构成：风电装备制造



资料来源：公司公告，中信建投

图、2025年上半年公司毛利构成：风机业务占大部分

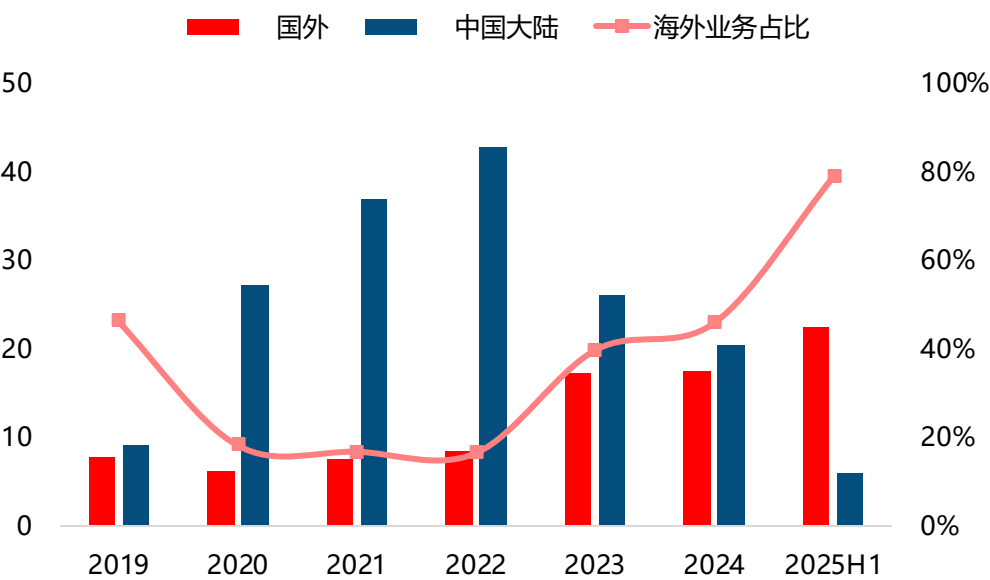


资料来源：公司公告，中信建投

# 境内外营收与毛利率：公司业务重心全面转向海外，业务结构明显改善

- 从收入维度看，2025H1公司收入构成中，境内地区营收5.98亿元，同比持平，营收占比21.05%，同比下降23.03%；境外地区营收22.43亿元，同比增长195.78%，境外业务营收占比达到79%；2023年以来，公司海外订单逐步进入交付期，海外业务营收占比大幅上升，逐步超过境内营业收入。
- 从毛利率看，公司2025H1境内业务毛利率18.7%，同比-11.11pct；境外地区毛利率30.7%，同比+3.10pct，较境内毛利率高11.99pct，公司业务重心逐步转向附加值更高的海外市场，业务结构明显改善。

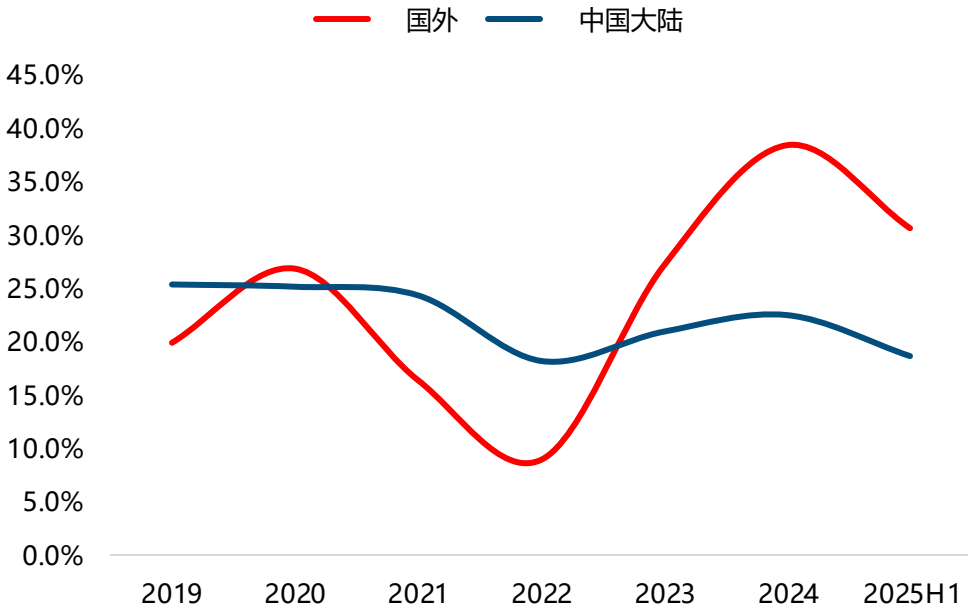
图、2025H1公司收入构成：海外营收占大部分



资料来源：公司公告，中信建投



图、2025H1公司毛利构成：海外营收占大部分

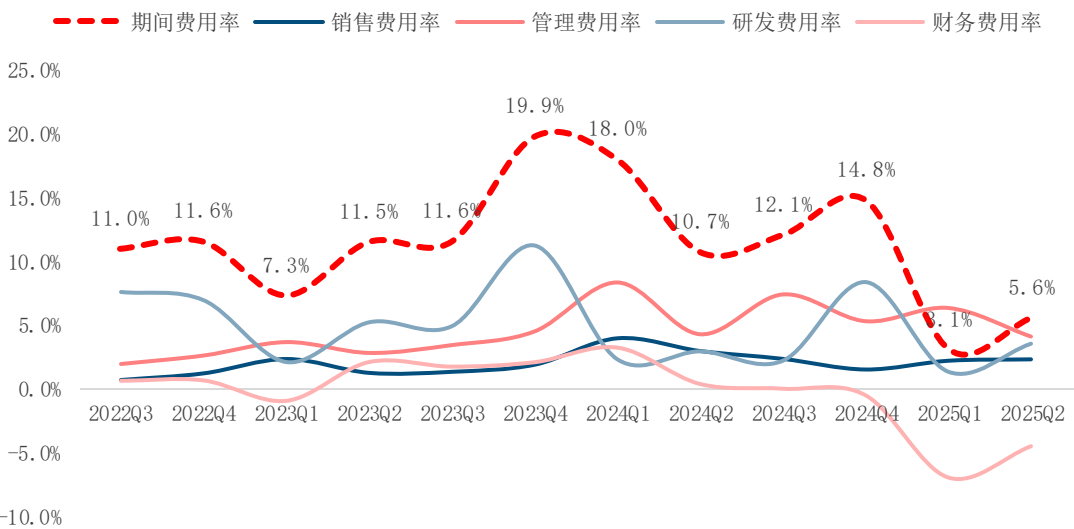


资料来源：公司公告，中信建投

# 期间费用率：2025年上半年期间费用率大幅下降，受欧元升值汇兑收益影响

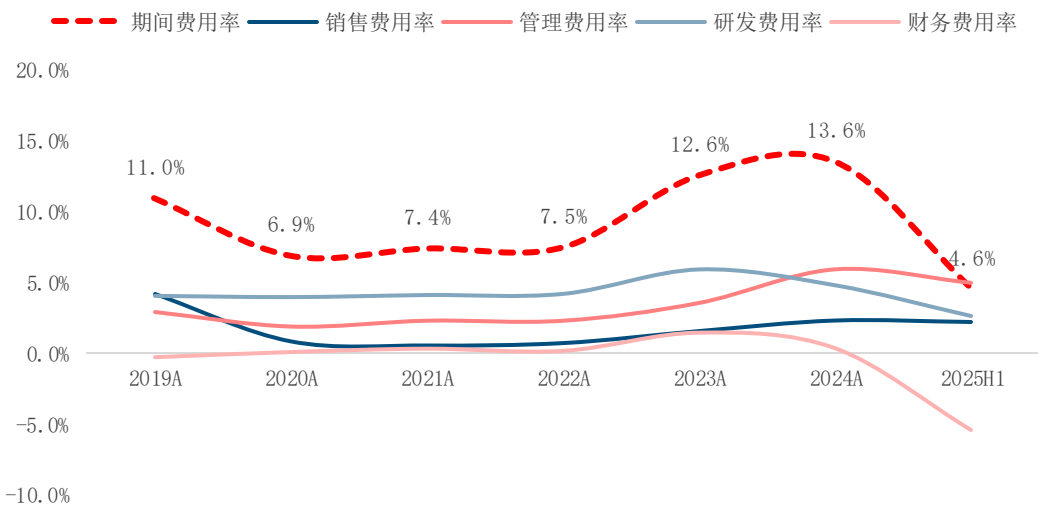
- 公司2025H1期间费用率4.58%，同比-8.64pct，其中2025Q2期间费用率5.60%，同比-5.14pct，环比+2.53pct；2019年-2024年公司期间费用率维持在10%左右，2025H1年公司期间费用率大幅下降，从2024年13.6%降至4.6%，主要来自财务费用率下降，公司财务费用率从2024年0.4%降至2025半年度-5.4%，财务费用下降主要来自欧元升值带来的汇兑收益，2025H1汇兑收益为1.3亿元。

图、期间费用率：2025H1公司期间费用率明显下降



资料来源：公司公告，中信建投

图、2025年财务费用率明显下降，主要受汇兑损益变动影响



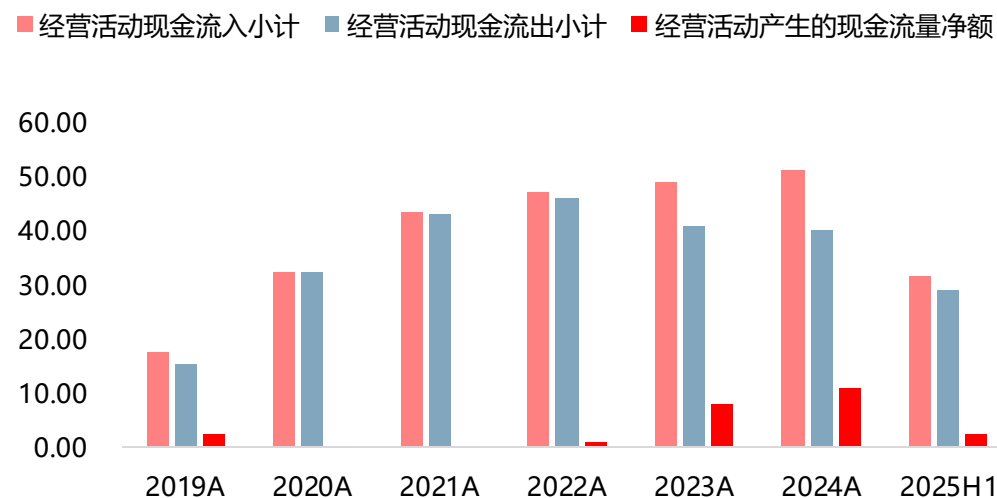
资料来源：公司公告，中信建投



# 现金流：经营现金流显著优于同行，近年净现比均在1以上

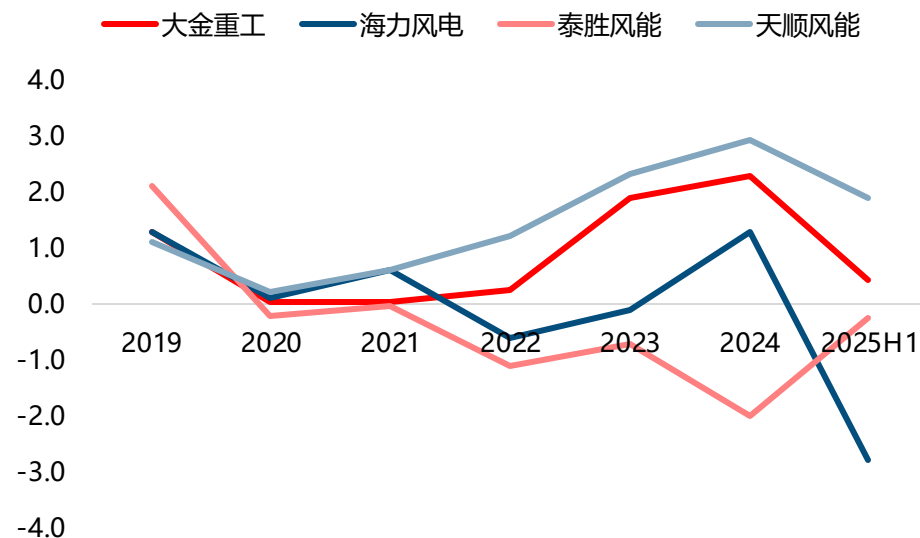
- 公司2025H1经营性现金流量净额2.38亿元，同比-3.78%，其中2025Q2经营性现金流量净额5.16亿元，同比+50.35%；2020年以来经营性现金流量净额逐年上升，2024年高达10.83亿元，同比增长33.97%，**净现比>2**，收现情况良好，预计与公司业务转向更优质的海外业务相关。
- **与同行可比公司相比：**（1）公司经营现金流波动幅度明显小于同行公司；（2）公司**净现比**近年来稳定且始终维持在1以上。

图、经营活动现金流净额：近年来呈上升趋势，净现比>1



资料来源：公司公告，中信建投

图、近年来净现比在同行可比公司中表现最佳



资料来源：公司公告，中信建投

# PART 6

## 盈利预测与估值



# 盈利预测与估值

- 公司是风电海工装备出海龙头，目前在欧洲海风单桩市场份额约25%，出口业务在公司整体收入占比80%，毛利占比近90%，已经成为一家以高附加值出口业务为主导的风电装备制造公司，当前时点我们重点推荐大金重工，预计公司**未来业绩有望迎来快速增长**，公司码头基地设备等硬件条件行业顶尖水平、厚积薄发，有极强的战略定力和执行力、重视项目投资回报水平投资的海工基地ROIC远高于国内普通海工基地；我们认为**当前公司仍有较大预期差，重点推荐**。
- 盈利预测与估值：预计公司2025、2026、2027年实现营业收入分别为67.3、93.7、107.8亿元，实现归母净利润分别为10.3、16.3、21.2亿元，对应PE估值分别为28.5、18.1、13.9倍，上调至“买入”评级。

图、大金重工盈利预测简表

业务	项目	单位	2025E	2026E	2027E
出口业务	收入	亿元	44.0	75.2	82.8
	出口净利润	亿元	6.8	13.2	15.4
电站业务	收入	亿元	3.7	4.4	8.0
	净利润	亿元	1.6	2.7	4.8
国内陆上	收入	亿元	12.6	7.0	7.0
	净利润	亿元	0.5	0.3	0.3
国内海上	收入	亿元	7.0	7.0	7.0
	净利润	亿元	0.6	0.6	0.6
合计	收入	亿元	67.3	93.7	107.8
	归母净利润	亿元	10.3	16.3	21.2

资料来源：公司公告，中信建投



# 风险分析

---

- 海外风电规划政策推动不及预期；
- 海外风电项目推动不及预期：海外风电项目建设体量、建设进度不及预期将影响行业大规模发展；
- 行业竞争加剧导致环节盈利能力受损：若行业竞争加剧，激烈的价格战将导致行业内企业盈利受损；
- 行业降本不及预期：风电大规模发展还需要依赖上游各零部件降本，其中漂浮式海上风电大规模发展对行业降本依赖较大，上游降本不及预期将影响风电大规模推广发展；
- 公司业务推进进度不及预期风险，公司产能投放不及预期。

# 分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021年加入中信建投证券研究发展部，8年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在2019至2022年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

陈思同

中信建投证券电力设备及新能源分析师，西南财经大学金融学硕士，研究方向为光伏、风电。  
所在团队荣获2022年新财富最佳分析师评选第四名，2022年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
朝阳区景辉街16号院1号楼18层

电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
浦东新区浦东南路528号南塔2103室

电话：(8621) 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心  
35楼

电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk