

金风科技 (002202.SZ)

第三季度收入同比增长超五成，主机盈利或继续改善

优于大市

核心观点

第三季度营业收入 156.4 亿元，同比增长 52%。2024 年第三季度，公司实现营业收入 156.4 亿元，同比+52%，环比+18%；实现归母净利润 4.1 亿元，同比+4195%，环比-62%；实现扣非归母净利润 4.0 亿元，同比+6484%，环比-61%；单季度综合毛利率 14.1%，同比-2.2pcts.，环比-0.7pcts.，主要系低毛利率的制造业务收入占比提升所致。2024 年前三季度，公司累计实现营业收入 358.4 亿元，同比+22%；实现归母净利润 17.9 亿元，同比+42%；实现扣非归母净利润 17.8 亿元，同比+73%；综合毛利率 16.4%，同比+2.2pcts.。

第三季度风机销售 4.6GW，在手订单 41.4GW。2024 年第三季度，风机对外销售容量 4.6GW，同比+46%，环比+23%；前三季度风机对外销售容量 9.7GW，同比+9%，其中 6MW 及以上风机销售容量占比 57.6%，较 2023 年提高 13.0pcts.，风机大型化趋势明显。截至三季度末，公司在手外部订单共计 41.4GW，同比+38%，其中已中标订单 11.9GW，已签合同待执行订单 29.5GW。

国际业务加速发展。今年以来，公司在东南亚、非洲、东欧等地区持续取得业务突破，第三季度公司新增国际业务装机 630MW，今年以来合计新增 1.3GW；截至三季度末，公司海外累计装机 8.1GW，其中在北美洲、大洋洲及南美洲的装机量均已超过 1GW，亚洲地区装机超过 2GW。公司海外订单 5.5GW，同比+45%，占公司外部订单的 13.4%。

第三季度来风情况较差，拖累发电业务。今年前三季度公司发电板块平均利用小时分别为 632/636/516 小时，其中 Q3 环比下降 120 小时，第三季度为行业传统小风季，预计第四季度将明显恢复。Q3 新增权益并网装机 43MW，前三季度累计新增 1122MW；Q3 出售风电场 48MW，前三季度累计出售 273MW。截至三季度末，公司国内外自营风电场权益装机容量 8.1GW，在建权益容量 4.6GW，均为国内项目。

风险提示：原材料价格上涨；行业装机需求不及预期；公司风电开发板块业务发展不及预期；市场竞争加剧；地缘政治风险。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到今年以来公司各项主营业务顺利发展，我们上调公司 2024-2026 年盈利预测至 22.2/32.2/42.3 亿元（原为 19.2/27.5/32.7 亿元），同比增长 66.7%/45.2%/31.3%。当前股价对应 PE 分别为 20.9/14.4/11.0 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	46,437	50,457	46,658	57,247	64,976
(+/-%)	-8.2%	8.7%	-7.5%	22.7%	13.5%
净利润(百万元)	2383	1331	2219	3221	4230
(+/-%)	-31.1%	-44.2%	66.7%	45.2%	31.3%
每股收益(元)	6.22	0.32	0.53	0.76	1.00
EBIT Margin	2.8%	2.8%	6.7%	8.8%	10.0%
净资产收益率 (ROE)	6.3%	3.8%	5.8%	7.8%	9.4%
市盈率 (PE)	1.8	34.9	20.9	14.4	11.0
EV/EBITDA	26.3	37.2	22.4	16.7	14.1
市净率 (PB)	0.10	1.16	1.11	1.04	0.96

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
 S0980520080003 S0980523050002

证券分析师：袁阳 0755-22940078 yuanyang2@guosen.com.cn
 S0980524030002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	11.00 元
总市值/流通市值	46476/45846 百万元
52 周最高价/最低价	11.42/6.37 元
近 3 个月日均成交额	459.97 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

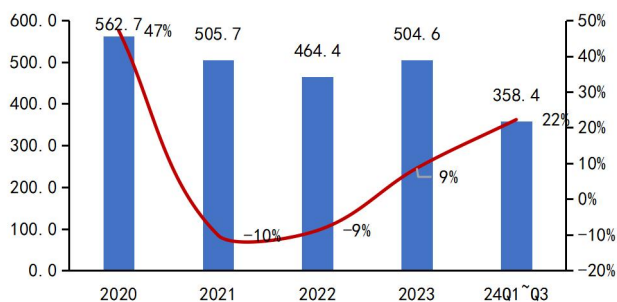
《金风科技 (002202.SZ) - 上半年业绩同比增长 10.8%，国际业务高增近九成》——2024-08-25
 《金风科技 (002202.SZ) - 风机龙头地位稳固，静待海风和出口业务放量》——2024-06-19

业绩回顾

2024 年第三季度，公司实现营业收入 156.4 亿元，同比+52%，环比+18%；实现归母净利润 4.1 亿元，同比+4195%，环比-62%；实现扣非归母净利润 4.0 亿元，同比+6484%，环比-61%。单季度综合毛利率 14.1%，同比-2.2pcts.，环比-0.7pcts.，主要系低毛利率的制造业务收入占比提升所致；净利率 2.7%，同比+2.5pcts.，环比-5.2pcts.。

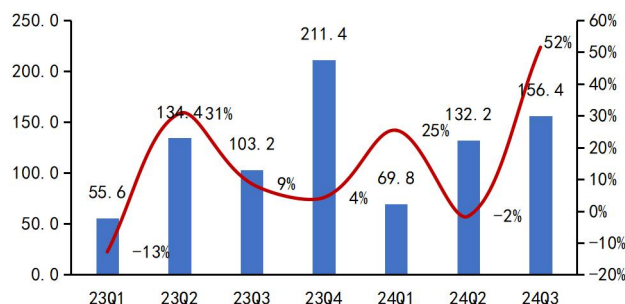
2024 年前三季度，公司实现营业收入 358.4 亿元，同比+22%；实现归母净利润 17.9 亿元，同比+42%；实现扣非归母净利润 17.8 亿元，同比+73%。前三季度综合毛利率 16.4%，同比+2.2pcts.；净利率 5.2%，同比+0.5pcts.。

图1：公司营业收入及同比增速（亿元、%）



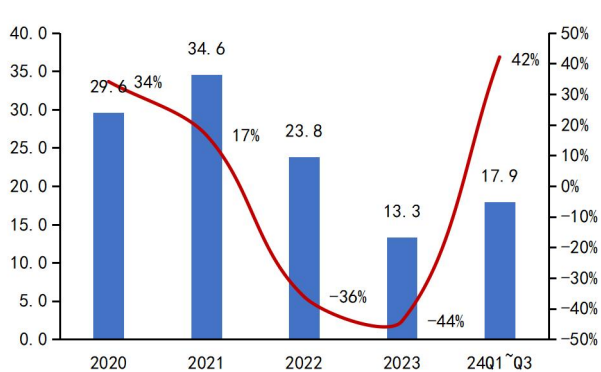
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速（亿元、%）



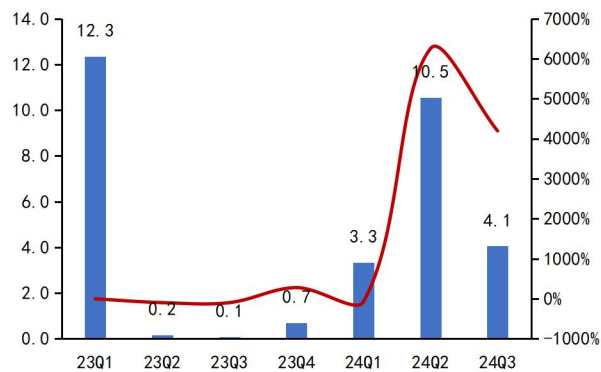
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及同比增速（亿元、%）



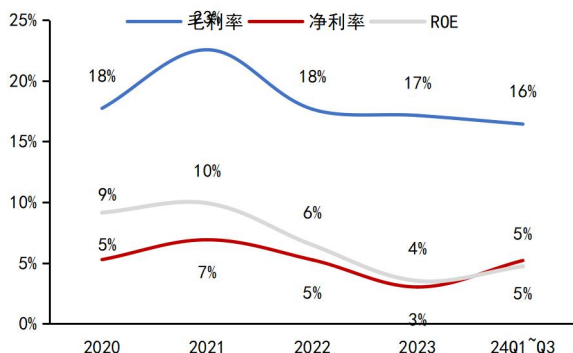
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比增速（亿元、%）



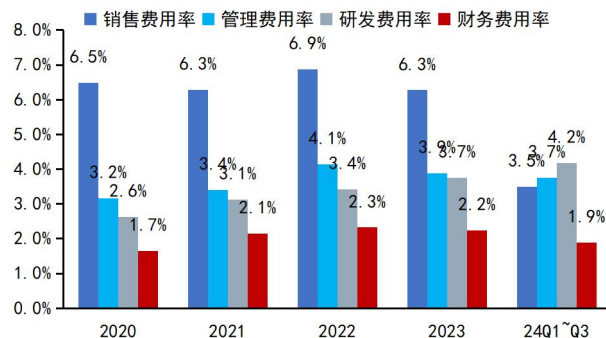
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率、净利率及 ROE (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率 (%)



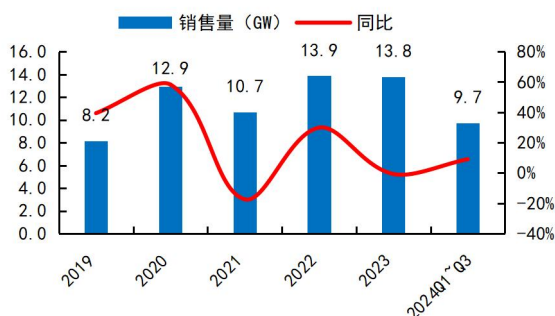
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

经营数据

2024 年前三季度, 风机对外销售容量分别为 1.4/3.7/4.6GW, 同比+29/-21%/+46%; 前三季度风机对外销售容量 9.7GW, 同比+9%, 其中 6MW 及以上风机销售容量占比 57.6%, 较 2023 年提高 13.0pcts., 风机大型化趋势明显。截至三季度末, 公司在手外部订单共计 41.4GW, 同比+38%, 其中已中标订单 11.9GW, 已签合同待执行订单 29.5GW。

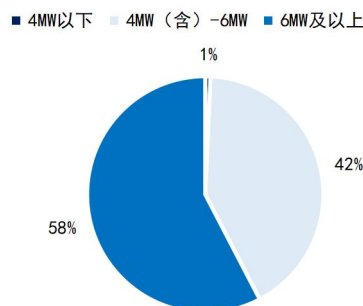
今年以来, 公司在东南亚、非洲、东欧等地区持续取得业务突破, 第三季度公司新增国际业务装机 630MW, 今年以来合计新增 1.3GW; 截至三季度末, 公司海外累计装机 8.1GW, 其中在北美洲、大洋洲及南美洲的装机量均已超过 1GW, 亚洲地区装机超过 2GW。公司海外订单 5.5GW, 同比+45%, 占公司外部订单的 13.4%。

图7: 公司风电机组对外销售容量 (GW)



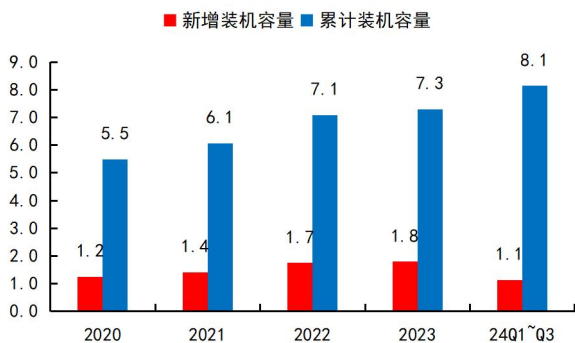
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 24Q1~Q3 风机机组销售结构 (% , 以 MW 计算)

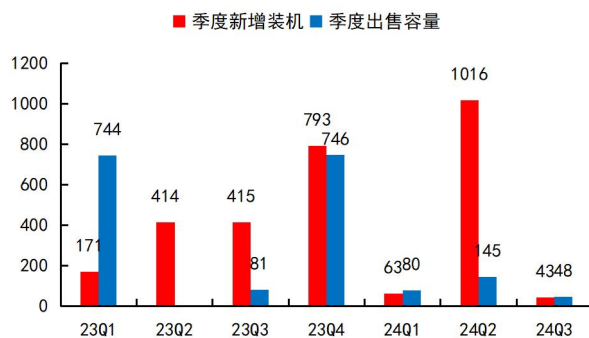


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

今年前三季度公司发电板块平均利用小时分别为 632/636/516 小时, 其中 Q3 环比下降 120 小时, 第三季度为行业传统小风季, 预计第四季度将明显恢复。Q3 新增权益并网装机 43MW, 前三季度累计新增 1122MW; Q3 出售风电场 48MW, 前三季度累计出售 273MW。截至三季度末, 公司国内外自营风电场权益装机容量 8.1GW, 在建权益容量 4.6GW, 均为国内项目。

图9: 当年新增风电装机容量及累计装机 (GW)


资料来源: 公司公告, 业绩推介材料, 国信证券经济研究所整理

图10: 季度新增装机及出售容量 (MW)


资料来源: 公司公告, 业绩推介材料, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

考虑到今年以来公司各项主营业务顺利发展, 我们上调公司 2024-2026 年盈利预测:

表1: 主营业务假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
风机及零部件销售业务						
风机销售量 (GW)	10.7	13.9	13.8	15.6	18.5	20.0
YoY		30%	-1%	13%	19%	8%
收入 (百万元)	39,932	32,602	32,937	29,336	34,437	39,151
YoY		-18%	1%	-11%	17%	14%
毛利率 (%)	17.7%	6.2%	6.4%	9.9%	11.2%	12.8%
风电场开发业务 (电站转让+风力发电业务)						
期末权益并网装机容量 (GW)	6.1	7.1	7.3	8.8	9.8	10.8
收入 (百万元)	5,327	6,910	10,915	10,414	15,348	17,753
YoY		30%	58%	-5%	47%	16%
毛利率 (%)	67.2%	65.4%	47.3%	47.6%	40.4%	38.1%
风电服务						
收入 (百万元)	4,082	5,647	5,241	5,544	6,099	6,709
YoY		38%	-7%	6%	10%	10%
毛利率 (%)	12.0%	23.8%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
合计						
收入 (百万元)	50,571	46,437	50,457	46,658	57,247	64,976
YoY		-8%	9%	-8%	23%	14%
综合毛利率 (%)	22.6%	17.7%	17.1%	18.8%	19.4%	20.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测 注: 除上述三大所列示板块外, 水务等其他业务板块数据未列示

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上, 我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下:

表2: 公司盈利预测核心假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收增速	-8.2%	8.7%	-7.5%	22.7%	13.5%
成本费用率	82.3%	82.9%	81.2%	80.6%	80.0%
营业税金比率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用率	6.9%	6.3%	3.8%	3.1%	2.9%
管理费用率	4.1%	3.9%	4.2%	3.8%	3.5%
研发费用率	3.4%	3.7%	3.7%	3.2%	3.2%
所得税率	11.6%	45.9%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	21.3%	31.7%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测 注: 销售费用率自 2024 年起有大幅下调, 主要原因系公司自 2024 年起变更会计政策, 保证类质保费用计入主营业务成本, 不再计入销售费用。

综上, 我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 466.6/572.5/649.8 亿元, 同比变动-7.5%/+22.7%/+13.5%; 实现归母净利润 22.2/32.2/42.3 亿元, 同比增长 66.7%/45.2%/31.3%。当前股价对应 PE 分别为 20.9/14.4/11.0 倍。

表3: 盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	46,437	50,457	46,658	57,247	64,976
同比	-8.2%	8.7%	-7.5%	22.7%	13.5%
净利润(百万元)	2383	1331	2219	3221	4230
同比	-31.1%	-44.2%	66.7%	45.2%	31.3%
每股收益(元)	6.22	0.32	0.53	0.76	1.00
EBIT Margin	2.8%	2.8%	6.7%	8.8%	10.0%
净资产收益率(ROE)	6.3%	3.8%	5.8%	7.8%	9.4%
市盈率(PE)	1.8	34.9	20.9	14.4	11.0
EV/EBITDA	26.3	37.2	22.4	16.7	14.1
市净率(PB)	0.10	1.16	1.11	1.04	0.96

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

投资建议

我们上调公司 2024-2026 年盈利预测至 22.2/32.2/42.3 亿元(原为 19.2/27.5/32.7 亿元), 同比增长 66.7%/45.2%/31.3%。当前股价对应 PE 分别为 20.9/14.4/11.0 倍, 维持“优于大市”评级。

风险提示

原材料价格上涨; 行业装机需求不及预期; 公司风电开发板块业务发展不及预期; 市场竞争加剧; 地缘政治风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	15628	14245	5000	5000	5493	营业收入	46437	50457	46658	57247	64976
应收款项	24286	25548	16618	20389	23142	营业成本	38237	41807	37877	46126	51992
存货净额	9848	15257	12783	15684	17802	营业税金及附加	213	231	233	286	325
其他流动资产	8593	5716	5303	6458	7279	销售费用	3193	3165	1758	1788	1873
流动资产合计	62373	63829	42534	50821	57335	管理费用	1924	1958	2425	2641	2707
固定资产	37461	41805	45646	47092	48313	研发费用	1589	1891	1726	1832	2079
无形资产及其他	6665	6977	6612	6247	5882	财务费用	1078	1131	1566	1773	1712
投资性房地产	24923	26028	24495	24044	23066	投资收益	2368	2246	1500	1000	800
长期股权投资	5401	4854	4854	4854	4854	资产减值及公允价值变动	(359)	(448)	(150)	(200)	(200)
资产总计	136822	143495	124141	133058	139450	其他损益	681	179	(100)	(100)	(200)
短期借款及交易性金融负债	6484	4685	9377	5282	1000	营业利润	2775	2599	2787	3966	5153
应付款项	39533	41645	16419	20077	22704	营业外净收支	(4)	(80)	0	0	0
其他流动负债	6817	6491	7015	8473	9515	利润总额	2772	2519	2787	3966	5153
流动负债合计	59130	63020	38409	40701	41016	所得税费用	335	997	418	595	773
长期借款及应付债券	28366	28151	32151	35351	37351	少数股东损益	53	191	150	150	150
其他长期负债	8980	12095	11426	11956	12342	归属于母公司净利润	2383	1331	2219	3221	4230
长期负债合计	37346	40246	43577	47306	49693	现金流量表 (百万元)					
负债合计	96476	103266	81986	88008	90709	净利润	2383	1331	2219	3221	4230
少数股东权益	2251	2619	2649	2667	2672	资产减值准备	664	186	(50)	0	0
股东权益	38095	37610	39406	42183	45769	折旧摊销	2542	2615	2624	3019	3244
负债和股东权益总计	136822	143495	124041	132858	139150	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1078	1131	1566	1773	1712
每股收益	6.22	0.32	0.53	0.76	1.00	营运资本变动	(747)	2931	(17251)	(1900)	(1425)
每股红利	1.32	0.10	0.11	0.15	0.20	其它	1039	(5209)	(303)	1553	1549
每股净资产	105.31	9.52	9.95	10.62	11.47	经营活动现金流	5881	1854	(12761)	5892	7599
ROIC	2%	1%	4%	5%	7%	资本开支	(9025)	(6776)	(6100)	(4100)	(4100)
ROE	6%	4%	6%	8%	9%	其它投资现金流	2887	4952	3033	1452	1777
毛利率	18%	17%	19%	19%	20%	投资活动现金流	(6139)	(1824)	(3067)	(2648)	(2323)
EBIT Margin	3%	3%	7%	9%	10%	权益性融资	1097	(1173)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	12%	14%	15%	负债净变化	9025	1463	8691	(895)	(2282)
收入增长	-8%	9%	-8%	23%	14%	支付股利、利息	(2127)	(1152)	(542)	(576)	(789)
净利润增长率	-31%	-44%	67%	45%	31%	其它融资现金流	(1078)	(1131)	(1566)	(1773)	(1712)
资产负债率	71%	72%	66%	66%	65%	融资活动现金流	6917	(1993)	6583	(3244)	(4783)
股息率	25.1%	12.0%	0.9%	1.0%	1.4%	现金净变动	6660	(1963)	(9245)	0	493
P/E	1.77	34.92	20.95	14.43	10.99	货币资金的期初余额	8577	15628	14245	5000	5000
P/B	0.10	1.16	1.11	1.04	0.96	货币资金的期末余额	15628	14245	5000	5000	5493
EV/EBITDA	26.34	37.25	22.43	16.69	14.13	企业自由现金流	(6105)	(381)	(18089)	1302	3215
						权益自由现金流	1973	399	(10729)	(1100)	(522)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032