

整机盈利改善延续，行业放量信号明显

——3Q24风电板块业绩总结报告

分析师：姚遥 执业编号：S1130512080001

分析师：宇文甸 执业编号：S1130522010005

2024/11/3

- **Q3海风装机回暖，陆风装机平稳增长。**据国家能源局统计，2024年前三季度国内风电新增装机39.1GW，同比增长16.8%，其中海风、陆风新增装机分别为2.47GW/36.7GW，分别同比+72.7%/+14.4%。Q3海风、陆风新增装机分别为1.43GW/32.1GW，分别同比+397%/+15%。
- **风机招标高景气，投标价格持稳行业价格内卷有望改善。**1-9月国内风电机组新增招标规模119GW，同比增长93%，考虑到今年招标风机项目大部分并网建设在2025年进行，预计2025年新增装机有望实现较大幅度增长。从中标均价看，前三季度风机投标均价维持在1300-1400元/kW水平。近期北京风能展多家整机企业签订行业自律公约，整机环节“价格内卷”有望改善。
- **行业营收同比持平，盈利或已筑底。**3Q24实现营收507亿元，同比+0.6%；实现归母净利润13亿元，同比-34.5%；实现销售毛利率、销售净利率14.6%/2.8%，同比-2.5pct/-1.2pct，环比-1.5pct/-2.8pct，影响盈利能力下降的短期原因包括整机企业三季度转让风电场较少，以及部分企业海外收入占比下降收入结构调整，随着下游整机企业价格企稳，当前或许是单季度行业盈利最低点。3Q24 ROE为0.73%，同比-0.37pct，环比-0.67pct。
- **经营性现金流同比下降，行业备货力度创历史新高。**据【SW风电设备】统计口径，3Q24风电行业经营性现金流净额为29亿元，同比下降60%，环比转正，预计主要受下游需求高增，企业加大备货力度以及部分海风项目开工不及预期影响。3Q24风电行业存货规模为754亿元，同比+12%，环比+8%，再创行业历史新高，进入四季度装机旺季，叠加部分重要海风项目开工，预计行业库存规模有望下降。

- **整机环节盈利改善趋势延续，海外订单释放有望驱动盈利进一步修复。**从头部整机企业披露的业绩情况来看，三季度头部整机企业毛利率相较2023年下半年均有所改善。部分整机企业毛利率环比有所下降，预计主要受风电场发电季节性减少，毛利率较高的售电收入降低影响。近期头部整机企业海外订单突破明显，金风科技三季度末海外在手订单规模同比高增45%。海外项目盈利性较好，海外收入占比提升有望驱动整机环节盈利进一步修复。
- **风机大型化趋势下零部件配套产能结构性偏紧，3Q24部分企业盈利已有改善。**行业大型化加速，年初以来8MW及以上的陆风大机型趋势明显，部分整机企业在手订单中8MW及以上占比超20%，较年初大幅增加，大型化加速趋势下铸锻件环节产能结构性偏紧，价格有望逐步修复，头部主轴企业金雷股份三季度综合毛利率已有明显改善。
- **整机及塔桩环节存货、合同负债规模高增，行业放量信号明显。**从存货规模来看，截至三季度末，制造环节中除叶片存货同比有所下降，其余各环节存货规模同环比均有所增长，其中塔桩及整机环节增长幅度较大，预计主要为四季度装机旺季以及2025年预生产准备。叶片、塔桩、整机环节合同负债规模高增，验证下游需求高景气，公司在手订单充沛。
- **投资建议：**国内海外需求共振下行业放量信号明显，重点推荐三条主线：1) 盈利改善趋势有望持续的风机环节：**金风科技、三一重能、明阳智能**；2) 受益于海风及出海逻辑的塔筒环节与海缆环节：**东方电缆、泰胜风能、海力风电**；3) 风机大型化加速背景下产能结构性偏紧，盈利有望率先修复的主轴及铸锻件环节：**金雷股份、日月股份**。

目录

01 需求回顾：Q3海风装机回暖，前三季度风机招标规模高增

02 财务回顾：整机盈利改善延续，行业放量信号明显

03 投资建议

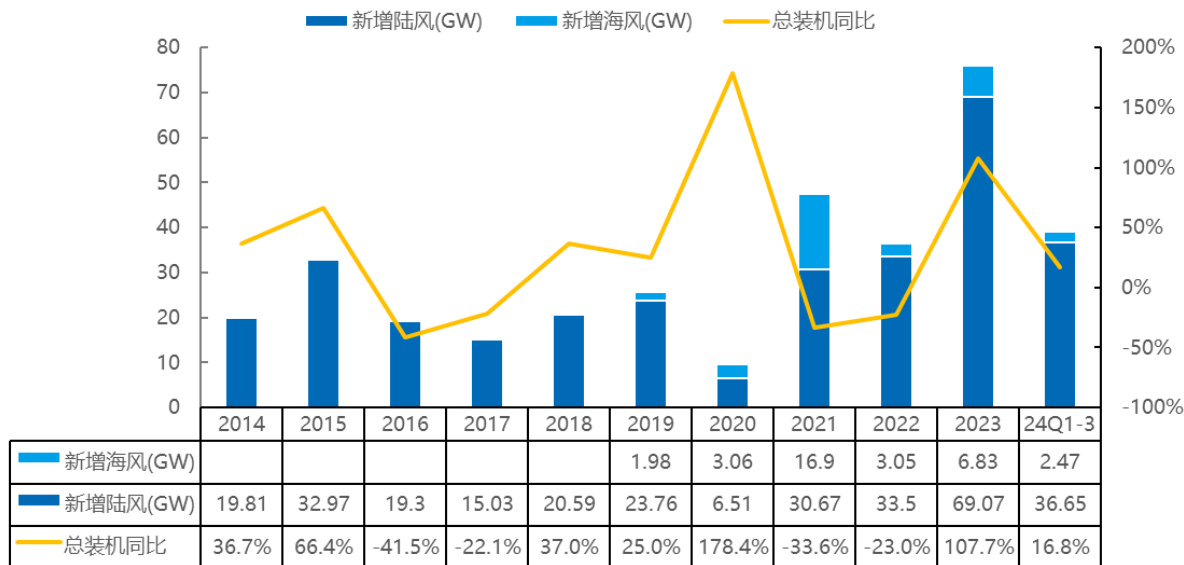
04 风险提示

01 需求回顾：Q3海风装机回暖， 前三季度风机招标规模高增

1.1 国内装机：Q3海风装机回暖，陆风装机平稳增长

- Q3海风装机回暖，陆风装机平稳增长。**据国家能源局统计，2024年前三季度国内风电新增装机39.1GW，同比增长16.8%，其中海风、陆风新增装机分别为2.47GW/36.7GW，分别同比+72.7%/+14.4%。Q3海风、陆风新增装机分别为1.43GW/32.1GW，分别同比+397%/+15%。

图表：2024年前三季度国内风电新增装机39.1GW，同比增长16.8%

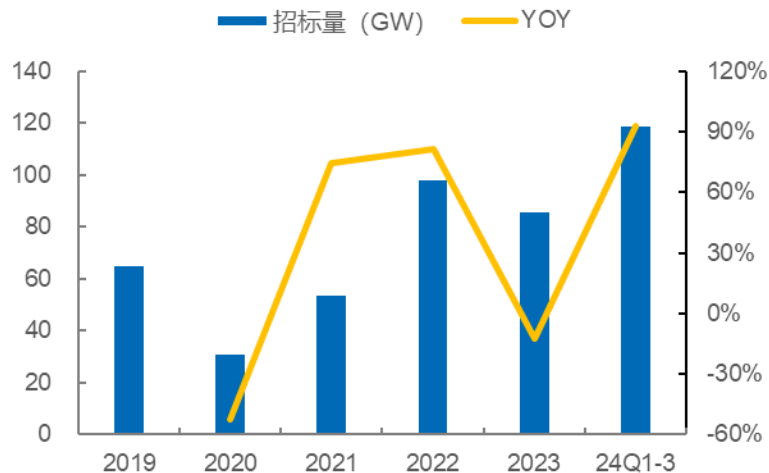


资料来源：国家能源局、中电联，国金证券研究所

1.2 国内招标：1-9月风机招标高增93%，投标价格持稳

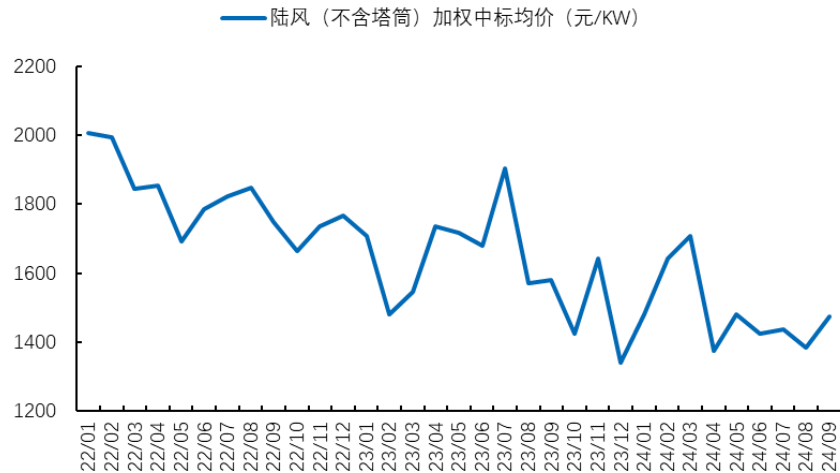
- 前三季度国内风机招标高景气，2025年装机高增可期。** 1-9月国内风电机组新增招标规模119GW，同比增长93%，考虑到今年招标风机项目大部分并网建设在2025年进行，预计2025年新增装机有望实现较大幅度增长。
- 风机投标价格持稳，行业“价格内卷”有望改善。** 从中标均价看，前三季度风机投标均价维持在1300-1400元/kW水平。近期北京风能展多家整机企业签订行业自律公约，整机环节“价格内卷”有望改善。

图表：1-9月国内风机招标规模同比高增93%



资料来源：金风科技演示材料，国金证券研究所

图表：前三季度风机投标均价基本维持稳定



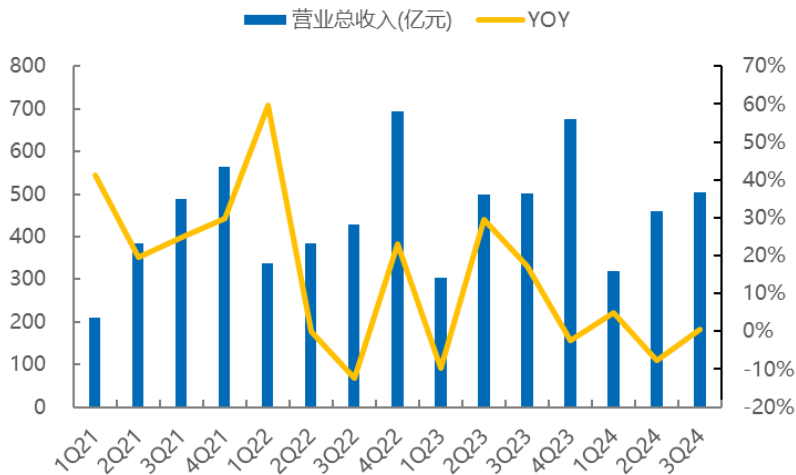
资料来源：风电头条、各能源央企电子商务平台、金风科技业绩演示材料，国金证券研究所

2 财务分析：整机盈利改善延续， 行业放量信号明显

2.1 财务回顾：盈利筑底，库存创历史新高

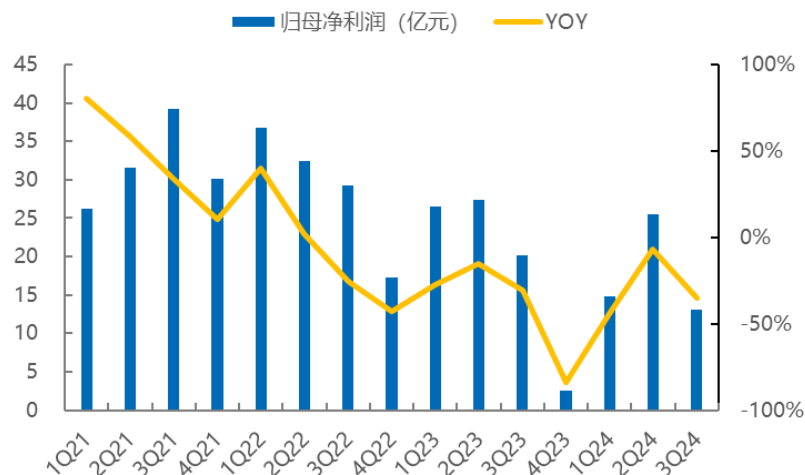
- 据【SW风电设备】统计口径，3Q24实现营收507亿元，同比+0.6%；实现归母净利润13亿元，同比-34.9%；实现销售毛利率、销售净利率4.6%/2.8%，同比-2.5pct/-1.2pct，环比-1.5pct/-2.8pct，影响盈利能力下降的短期原因包括整机企业三季度转让风电场较少，以及部分企业海外收入占比下降收入结构调整。3Q24 ROE为0.73%，同比-0.37pct，环比-0.67pct。

图表：3Q24【SW风电设备】营收同比+0.6%



资料来源：wind，国金证券研究所

图表：3Q24【SW风电设备】归母净利同比-34.9%

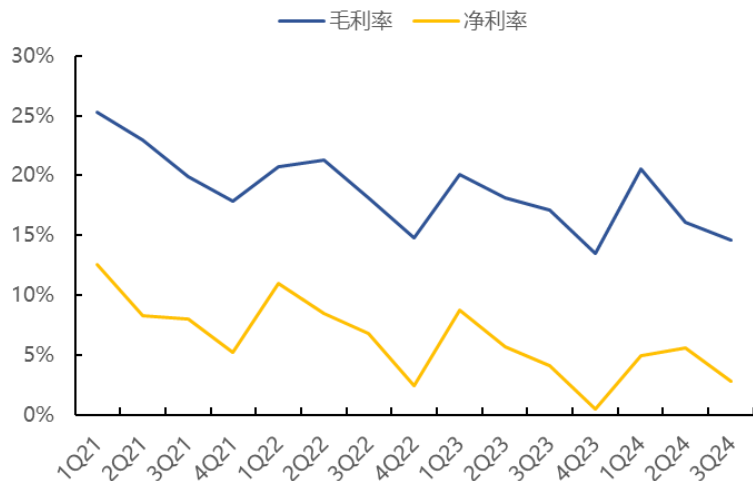


资料来源：wind，国金证券研究所

2.1 财务回顾：盈利筑底，库存创历史新高

- 据【SW风电设备】统计口径，3Q24实现营收507亿元，同比+0.6%；实现归母净利润13亿元，同比-34.5%；实现销售毛利率、销售净利率4.6%/2.8%，同比-2.5pct/-1.2pct，环比-1.5pct/-2.8pct，影响盈利能力下降的短期原因包括整机企业三季度转让风电场较少，以及部分企业海外收入占比下降收入结构调整。3Q24 ROE为0.73%，同比-0.37pct，环比-0.67pct。

图表：3Q24【SW风电设备】毛利率/净利率环比-1.5pct/-2.8pct



资料来源：wind，国金证券研究所

图表：3Q24【SW风电设备】ROE环比-0.67pct

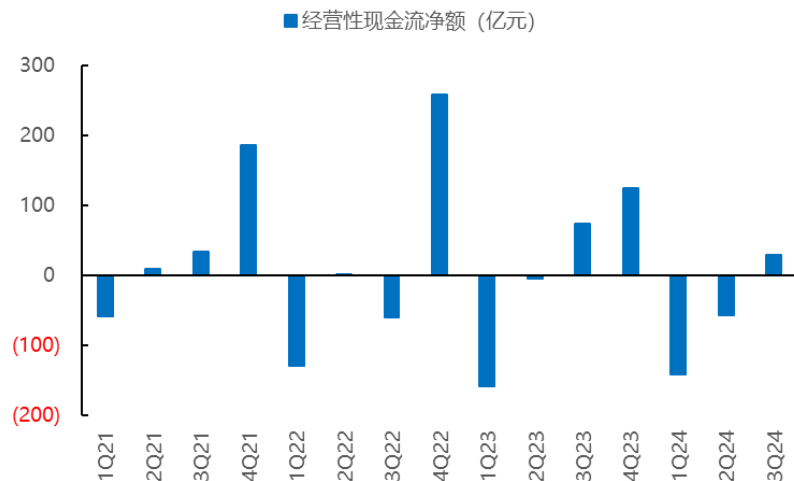


资料来源：wind，国金证券研究所

2.1 财务回顾：盈利筑底，库存创历史新高

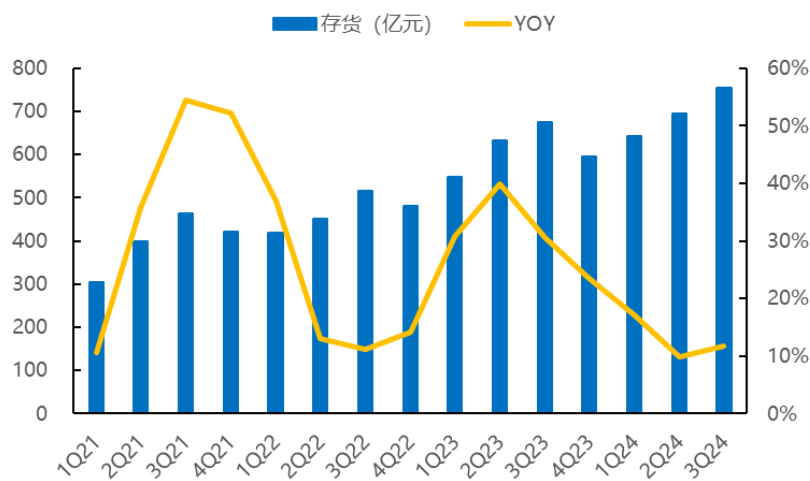
- 经营性现金流同比下降，行业备货力度创历史新高。**据【SW风电设备】统计口径，3Q24风电行业经营性现金流净额为29亿元，同比下降60%，环比转正，预计主要受下游需求高增，企业加大备货力度以及部分海风项目开工不及预期影响。3Q24风电行业存货规模为754亿元，同比+12%，环比+8%，再创行业历史新高，进入四季度装机旺季，叠加部分重要海风项目开工，预计行业库存规模有望下降。

图表：3Q24【SW风电设备】经营性现金流同比下降60%，环比转正



资料来源：wind，国金证券研究所

图表：3Q24【SW风电设备】存货同比+12%，环比+8%



资料来源：wind，国金证券研究所

- 我们对6个细分行业（主轴、铸锻零部件、叶片、风塔、整机、电站）的公司进行分析，由于不同公司业务的多 样性，我们选取的各细分环节标的主要考虑该业务占比较高的公司。

图表：财务分析标的

细分行业	代码	股票名称	细分行业	代码	股票名称
主轴	300443.SZ	金雷股份	铸锻零部件	603218.SH	日月股份
	300185.SZ	通裕重工		688186.SH	广大特材
风塔+桩基	002531.SZ	天顺风能		603985.SH	恒润股份
	300129.SZ	泰胜风能		300850.SZ	新强联
	300569.SZ	天能重工		601218.SH	吉鑫科技
	002487.SZ	大金重工		叶片	002080.SZ
电站	301155.SZ	海力风电	整机	002202.SZ	金风科技
	601016.SH	节能风电		601615.SH	明阳智能
	601619.SH	嘉泽新能		300772.SZ	运达股份
	001289.SZ	龙源电力		688660.SH	电气风电
			688349.SH	三一重能	

2.2 盈利能力：整机盈利改善趋势延续，部分零部件环节盈利修复

- **3Q24除整机及电站环节外，其余各环节毛利率/净利率均有所下降。** 三季度塔桩及电站环节营收同比下降，预计主要受单季度发货结构以及电力市场改革推进电价下降影响，其余各环节营收同比均有所增长。整机环节毛利率持平，净利率有所提升，其余制造加工环节毛利率、净利率均大幅下降，考虑到下游整机企业招投标均价持稳，以及近一个季度原材料成本的持续下降，预计后续上游零部件环节盈利能力有望逐步修复。

图表：3Q24除整机及电站环节外，其余各环节毛利率/净利率均有所下降

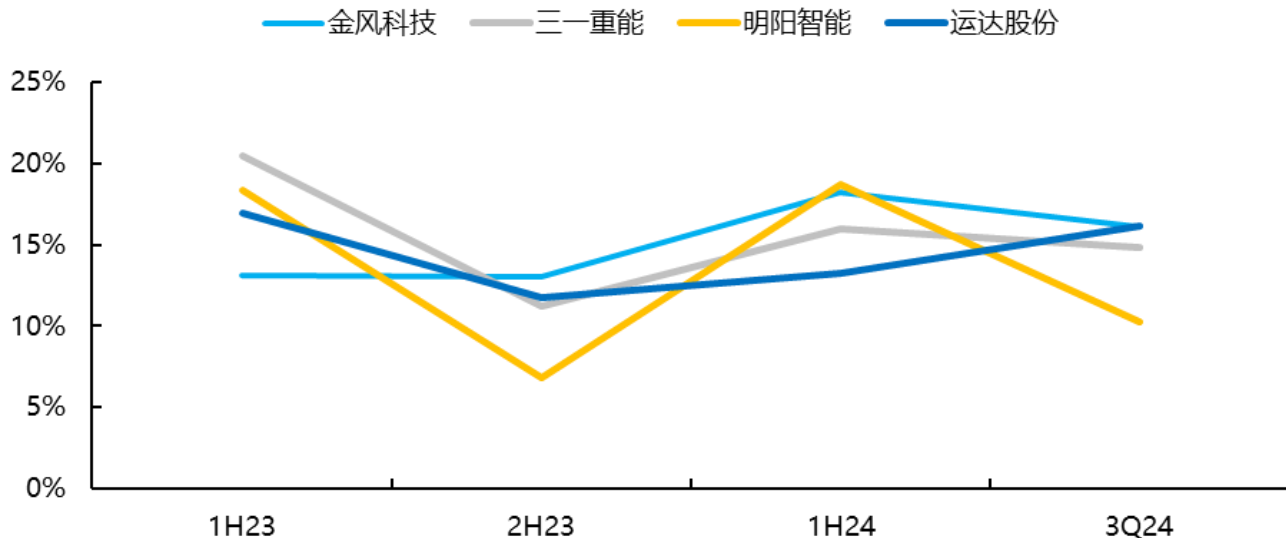
环节	营收同比	毛利率	毛利率同比	扣非净利同比	扣非净利率	净利率同比
主轴	4%	14.8%	-6.7PCT	-58%	3.7%	-5.3PCT
铸锻零部件	11%	14.7%	-3.3PCT	-53%	2.6%	-3.6PCT
叶片	4%	16.3%	-4.1PCT	-60%	1.5%	-2.4PCT
风塔桩基	-24%	16.3%	-3.2PCT	-76%	1.9%	-4.1PCT
整机	16%	13.8%	0.01PCT	116%	2.2%	1.0PCT
电站	-7%	35.7%	1.7PCT	12%	19.5%	3.4PCT

资料来源：wind、各公司公告，国金证券研究所

2.2 盈利能力：整机盈利改善趋势延续，部分零部件环节盈利修复

- **整机：2024盈利改善趋势延续。**从头部整机企业披露的业绩情况来看，三季度多数整机企业毛利率环比有所下降，预计主要受风电场发电季节性减少，毛利率较高的售电收入降低影响，同比来看所有头部整机企业毛利率相均较2023年下半年有所改善。

图表：3Q24整机企业毛利率改善趋势基本延续

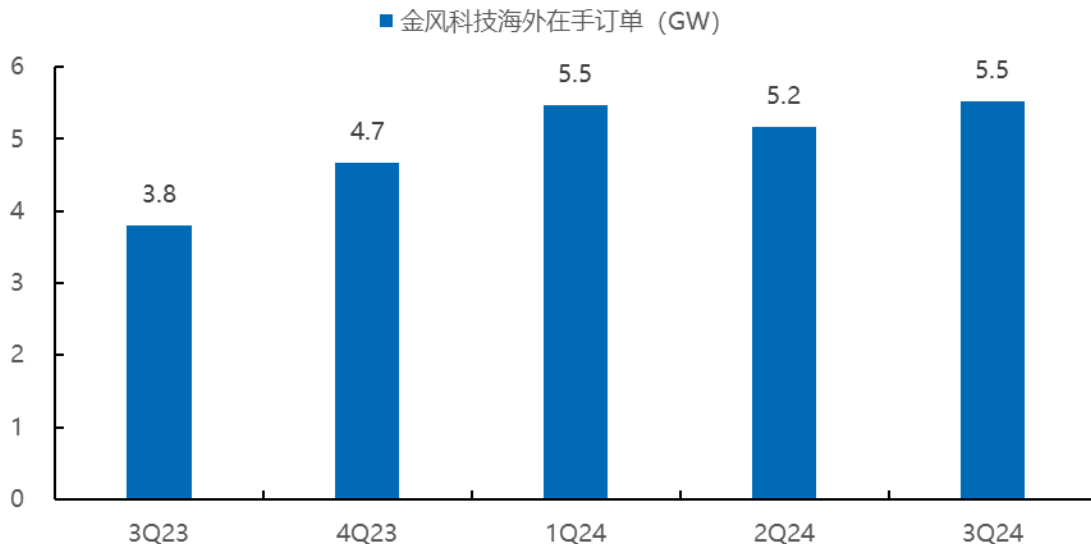


资料来源：wind、各公司公告，国金证券研究所

2.2 盈利能力：整机盈利改善趋势延续，部分零部件环节盈利修复

- **整机：海外订单陆续释放，结构性改善有望驱动整机环节盈利进一步修复。** 三季度以来头部整机企业海外订单突破明显：明阳智能中标德国Luxcara海风机组项目，三一重能签订1.6GW印度陆风机组供货合同，金风科技三季度末海外在手订单规模同比高增45%。海外项目盈利性较好，随着国内整机企业出海加速，收入结构的改善有望驱动整机环节盈利进一步修复。

图表：截至三季度末，金风科技海外在手订单5.5GW，同比+45%

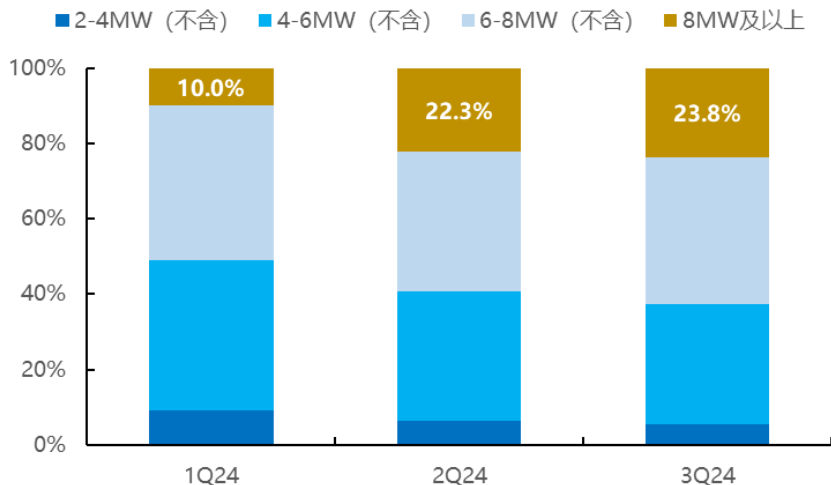


资料来源：金风科技公司公告，国金证券研究所

2.2 盈利能力：整机盈利改善趋势延续，部分零部件环节盈利修复

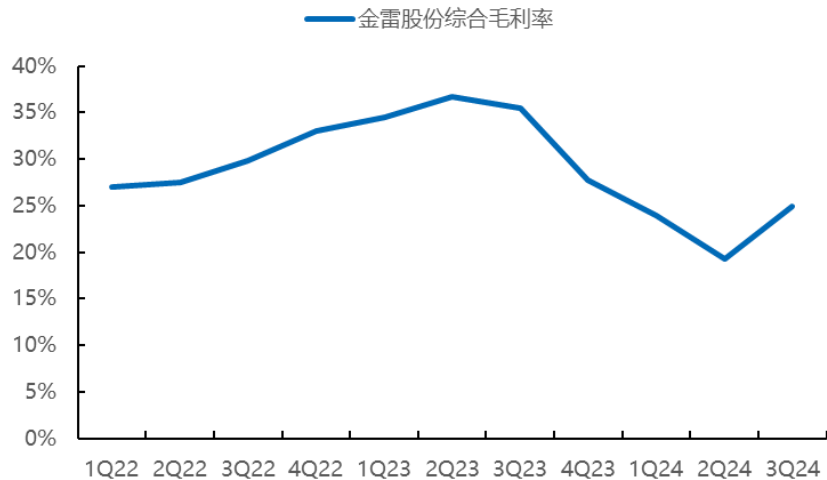
- **主轴铸锻件：风机大型化趋势下配套产能偏紧，3Q24部分企业盈利已有改善。**行业大型化加速，年初以来8MW及以上的陆风大机型趋势明显，部分整机企业在手订单中8MW及以上风机占比超20%。大型化加速趋势下，上游铸锻件环节产能偏紧，价格有望逐步修复，头部主轴企业三季度综合毛利率已有明显改善。

图表：整机企业在手订单中8MW以上大机型占比迅速提升（MW%）



资料来源：运达股份公告，国金证券研究所

图表：3Q24金雷股份综合毛利率改善明显

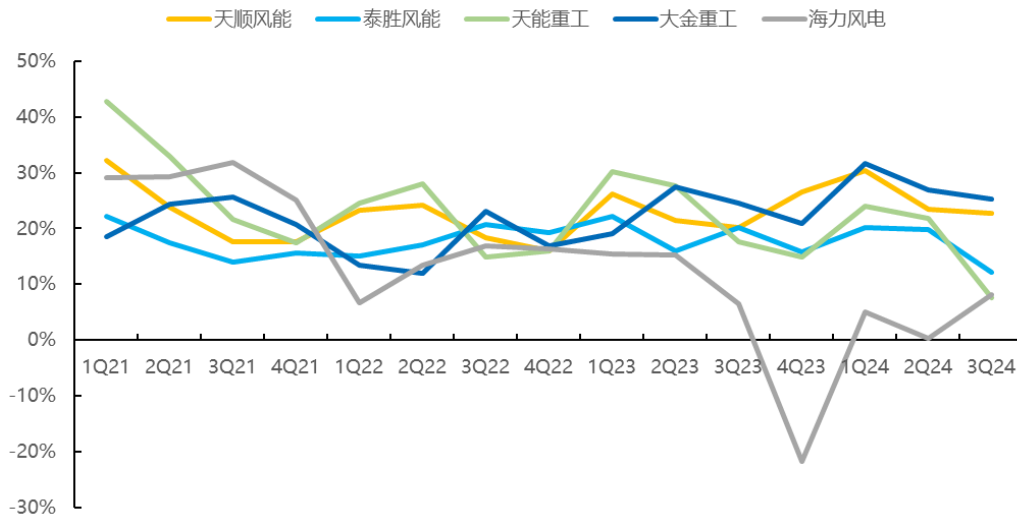


资料来源：wind，国金证券研究所

2.2 盈利能力：整机盈利改善趋势延续，部分零部件环节盈利修复

- **塔桩：出海依然是盈利能力分化的关键。**国内海风开工不及预期以及短期内价格仍然较低导致塔桩环节大部分企业毛利率环比下降，但横向比较各企业综合毛利率，海外收入占比较高的大金重工盈利优势依然明显。

图表：出海占比较高的大金重工综合毛利率优势明显



资料来源：wind，国金证券研究所

2.3 营运能力：整机及塔桩环节存货、合同负债规模高增

- 整机及塔桩环节存货、合同负债规模高增。**从存货规模来看，截至三季度末，制造环节中除叶片存货同比有所下降，其余各环节存货规模同环比均有所增长，其中塔桩及整机环节增长幅度较大，预计主要为四季度装机旺季以及2025年预生产准备。叶片、塔桩、整机环节合同负债规模高增，显示下游需求高景气，公司在手订单充沛。

图表：整机及塔桩环节存货、合同负债规模高增

环节	存货 (亿元)	存货同比	存货环比	合同负债 (亿元)	合同负债同比	合同负债环比
主轴	42	0.4%	1.5%	1	-25.5%	-25.1%
铸锻零部件	52	2.5%	1.0%	1	-46.7%	-33.2%
叶片	70	-16.8%	0.6%	11	116.3%	-4.1%
风塔桩基	105	36.5%	9.2%	36	118.9%	12.8%
整机	483	11.6%	9.5%	378	31.1%	27.7%
电站	7	-25.4%	-31.8%	1	-68.7%	-67.6%

资料来源：wind，国金证券研究所

2.3 营运能力：整机及塔桩环节存货、合同负债规模高增

- 主轴环节应收周转加快验证结构性供应紧缺。**比较细分环节资本投入可知，除主轴环节外，其余环节应收周转速度均有所放缓，主轴环节应收同比略有加快基本验证结构性的供应紧缺。存货周转方面，主轴、叶片、整机及电站环节加速，受项目开工不及预期影响，塔桩环节存货周转有所放缓。

图表：除主轴环节外，其余各环节应收周转放缓

环节	应收账款同比	应收周转率变化	存货同比	存货周转率变化
主轴	-6.1%	0.01	0.4%	0.02
铸锻零部件	5.2%	-0.14	2.5%	-0.02
叶片	3.8%	-0.32	-16.8%	0.92
风塔桩基	-12.1%	-0.26	36.5%	-0.43
整机	16.2%	-0.12	11.6%	0.13
电站	15.3%	-0.37	-25.4%	2.58

资料来源：wind，国金证券研究所

2.4 资本开支：主轴、整机环节资本开支环比加速

- 比较细分环节资本投入可知，3Q24所有环节资本开支均同比下降，环比来看，主轴、整机环节资本开支有所加速，其中整机环节预计主要为各企业自建风电场推进加快，主轴环节预计主要为大型化配套产能加快。从在建工程来看，叶片及电站在建工程规模同比增长，其余各环节在建工程规模均有所下降。

图表：3Q24主轴、塔桩、整机资本开支环比增长

环节	资本开支同比	资本开支环比	在建工程同比
主轴	-24%	64%	-46%
铸锻零部件	-69%	-12%	-16%
叶片	-55%	-46%	73%
风塔桩基	-14%	12%	-54%
整机	-15%	55%	-22%
电站	-2%	-40%	49%

资料来源：wind，国金证券研究所

3 投资建议

3.1 投资建议

- 从行业三季度来看，整机环节盈利改善趋势基本延续，价格内卷已逐步改善，但新一轮谈价周期前上游制造环节的盈利能力仍将承压。出海能力依然是区分各企业盈利能力的关键因素，但在行业风机大型化趋势加速这一过程中，部分环节如主轴出现结构性产能偏紧情况，价格已略有回暖并带动毛利率有所修复。从行业新增招标量大幅增长，塔桩、整机企业存货及合同负债规模高增来看，行业放量信号明显。
- 展望四季度及2025年，随着海风开工回暖以及海外需求持续释放，产业链需求结构有望逐步优化，价值量更高的海风及海外风机产品需求占比有望提升，进而带动整机及相关零部件企业盈利持续改善；整机企业自律公约签订标志行业价格内卷告一段落，同时下游需求高景气及上游原材料价格下降背景下，零部件环节盈利能力有望持稳反弹，部分企业受益于大型化占比加速提升下的产能结构性偏紧有望率先实现盈利修复。
- **重点推荐：**1) 盈利改善趋势有望持续的风机环节：**金风科技、三一重能、明阳智能**；2) 受益于海风及出海逻辑的塔筒环节与海缆环节：**东方电缆、泰胜风能、海力风电**；3) 风机大型化趋势加速背景下产能结构性偏紧盈利有望率先修复的主轴及铸锻件环节：**金雷股份、日月股份**。

3.1 投资建议

图表：风电主要企业估值表

证券代码	名称	总市值	2023年	2024E		2025E		2026E	
			归母净利	归母净利	PE	归母净利	PE	归母净利	PE
301155.SZ	海力风电*	144	-0.9	4.8	30	7.5	19	9.7	15
603218.SH	日月股份*	132	4.8	7.3	18	8.0	16	9.3	14
300129.SZ	泰胜风能*	74	2.9	5.1	14	7.5	10	9.4	8
603606.SH	东方电缆*	395	10.0	12.4	32	18.0	22	22.6	17
300443.SZ	金雷股份*	79	4.1	4.7	17	6.4	12	7.5	11
601615.SH	明阳智能*	271	3.7	23.0	12	29.4	9	34.7	8
688349.SH	三一重能*	362	20.1	22.1	16	28.1	13	31.9	11
002202.SZ	金风科技*	421	13.3	25.5	17	30.8	14	34.8	12
605305.SH	中际联合	65	2.1	3.1	21	4.1	16	5.2	13
002531.SZ	天顺风能	163	8.0	9.0	18	13.4	12	17.3	9
002487.SZ	大金重工	148	4.3	5.5	27	8.3	18	11.4	13
002080.SZ	中材科技	213	22.2	12.0	18	15.0	14	19.0	11
600458.SH	时代新材	104	3.9	6.0	17	8.1	13	9.7	11
300772.SZ	运达股份	92	4.1	5.7	16	7.7	12	9.9	9
300850.SZ	新强联	76	3.7	1.4	54	4.3	18	5.3	14
001289.SZ	龙源电力	1115	62.5	68.0	16	75.7	15	82.3	14
	平均值				21		15		12
	中位数				18		14		12

资料来源：wind，国金证券研究所；注：带*公司盈利预测为国金证券研究所预测，其余为wind一致预期，截至2024年11月2日

4 风险提示

4 风险提示

- **大宗商品价格波动风险**：现阶段大宗商品价格呈一定不确定性，有一定概率继续上升，会对风电产业链造成不利影响。
- **下游装机不及预期**：由于风电尤其是海风并网需要较多审批手续，若相关项目审批出现问题或延期，则有可能造成行业需求不及预期。
- **政策风险**：存在因各国风电等相关新能源政策收缩带动风电产业链需求下降风险。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题