

25FY&26Q1风电板块业绩总结

从周期走向成长，板块盈利有望持续向上

分析师：姚遥 S1130512080001

联系人：彭治强

- **量价齐升，看好2026年行业装机打破周期走向成长。** 2025年国内实现风电新增装机131GW，同比增长超50%，其中陆风新增装机125GW，同比增长54%，海风新增装机5.6GW，同比下降1%。受益于部分项目递延至2026年并网，一季度国内实现新增并网15.8GW，同比增长约8%。2025年国内招标同比下降约26%，海外订单大幅增长支撑整机环节在手订单稳中有升，全年出货有望打破五年周期走向成长。价格端，2025国内陆风机组表现观中标均价上涨超10%，26Q1继续维持高价水平，海风机组稳中有降，部分订单价格由2700-2800元/kW下探至2600元/kW水平。
- **板块收入、盈利重回增长，26Q1迎来行业开门红。** 2025【SW风电设备】风电板块实现营收2702亿元，同比增长34%；剔除单个极端亏损公司后板块调整后归母净利润91.2亿元，同比增长40%；26Q1风电板块实现营收541亿元，同比+37%；实现归母净利润20.9亿元，同比+39%，板块迎来开门红，风机盈利修复及出海有望成为板块盈利增长的“两架马车”。
- **分环节来看：**
 - 1) 风机：整机环节盈利继续分化，海外收入进一步放量。 2025年整机环节风机制造盈利能力持续分化，前期低价中标较少的金风科技风机制造毛利率修复至行业最高水平，其余头部企业尤受低价订单交付影响短期仍处筑底阶段，结合在手订单及历史签单、交付数据预计低价订单将于2026H1完成消化；头部风机环节出海进一步加速，金风、三一、明阳海外收入均较大幅度增长。
 - 2) 管桩&海缆：海外管桩需求维持高景气，国内静待项目开工。 由于一季度国内海风项目整体开工水平较低，国内收入敞口较大的管桩海缆企业经营普遍承压，海缆环节进入业绩确收加速阶段，东缆存货、合同负债规模持续创历史新高；海外收入敞口较大的大金重工受益于海外收入持续放量业绩保持高增。
 - 3) 零部件：受去年抢装带来的Q1零部件高基数影响，26Q1零部件环节盈利增速明显放缓，但实现产能释放的紧缺环节及品类扩张的个别公司仍能保持较好的业绩增速。

- **投资建议：**看好板块“十五五”打破周期走向成长，重点推荐三条更具盈利弹性的主线：
 - 1) 受益于国内风机量价持续超预期、两海收入结构提升、绿氢氨醇业务放量驱动盈利趋势性改善的整机环节，重点推荐：**金风科技、运达股份、明阳智能、三一重能**等；
 - 2) 受益于“两海”需求高景气、海外订单外溢，盈利有望持续向上的海缆、基础环节，重点推荐：**大金重工、东方电缆**，建议关注：**天顺风能、海力风电、中天科技、泰胜风能**等；
 - 3) 具备出海、品类扩张或紧缺环节产能释放的零部件结构性机会，重点推荐**金雷股份**；建议关注：**振江股份、德力佳、新强联、日月股份、时代新材**等。
- **风险提示：**大宗商品价格波动风险；下游装机不及预期；政策风险。

目录

01

需求回顾：量价齐升，看好2026年行业装机打破周期走向成长

02

财务回顾：盈利持续向上，行业维持高景气

03

投资建议

04

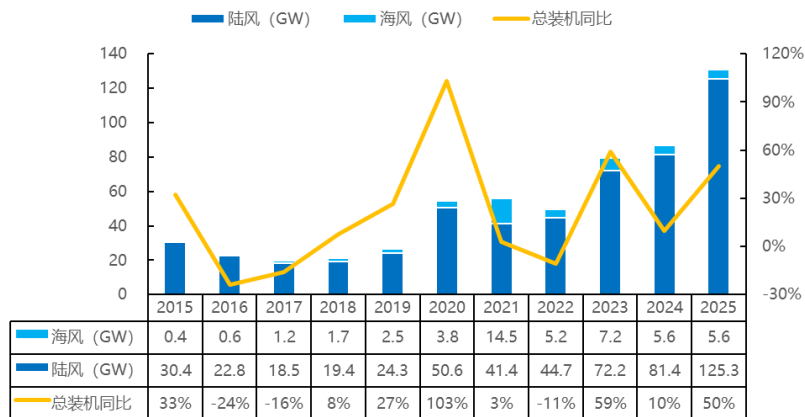
风险提示

01 需求回顾：量价齐升，看好2026年 行业装机打破周期走向成长

1.1 国内装机：2025年国内风电装机实现高增

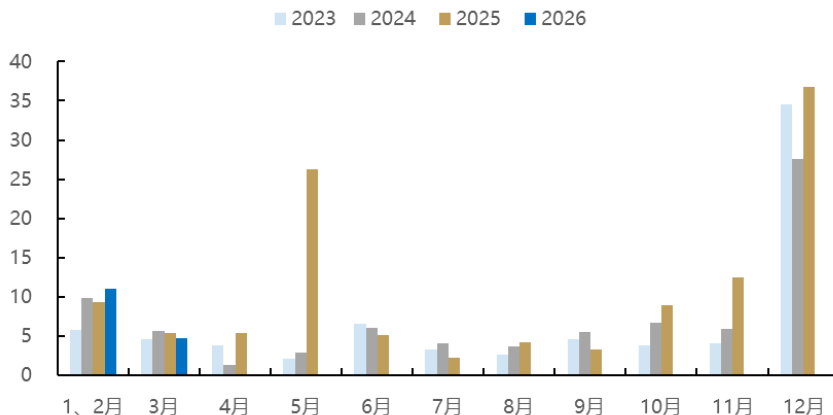
- **2025年国内装机实现高速增长。**据CWEA，2025年国内实现风电新增装机131GW，同比增长超50%，其中陆风新增装机125GW，同比增长54%，海风新增装机5.6GW，同比下降1%。
- **受益于部分项目递延至2026年并网，26Q1并网规模维持增长。**一季度国内实现风电并网15.8GW，同比增长约8%，其中陆风15.6GW，同比增长14%，海风0.2GW，同比下降79%。考虑到今年上半年无136号文抢装影响，预计国内风电项目装机有望回到前低后高的正常装机节奏。

图表：2025年国内风电装机同比增长超50%



资料来源：CWEA，国金证券研究所；注：吊装口径

图表：1-2月国内并网规模同比继续增长，3月新增并网同比有所下降

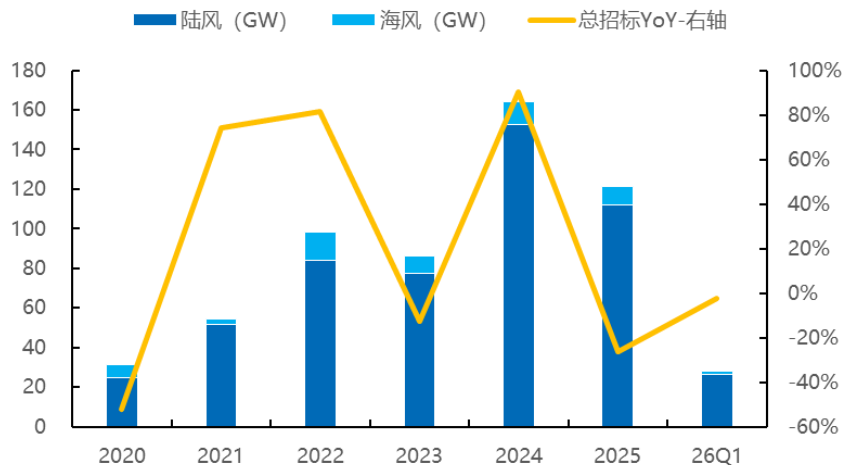


资料来源：能源局，国金证券研究所；注：并网口径

1.2 国内招标：在手订单规模稳中有升，26Q1招标维持高位

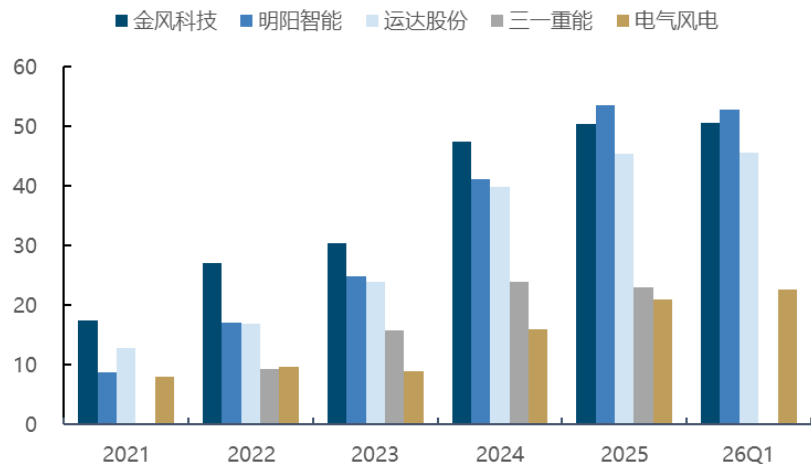
- **2025年国内风机招标规模略有下降，但整机企业在手订单规模稳中有升。**据金风科技统计，2025年国内风机新增招标121GW，同比下降26%，其中陆风112GW，同比下降27%，海风9.1GW，同比下降19%。尽管招标略有下降，但考虑到2025年行业实际吊装规模仅131GW，叠加头部整机企业海外订单突破明显，行业整体在手订单稳中有增。
- 26Q1国内风机招标26.5GW，同比下降2%，基本持平25Q1高基数（2025全年招标同比-26%，但Q1同比+23%），行业需求仍维持较好水平，看好2026年国内风机招标规模维持高位。

图表：2025年风机新增招标121GW，同比下降26%



资料来源：金风科技业绩演示材料，国金证券研究所

图表：2025年头部整机企业在手订单稳中有升 (GW)



资料来源：各企业公司公告，国金证券研究所

1.3 风机价格：陆上风机价格持续回暖，海上风机略有承压

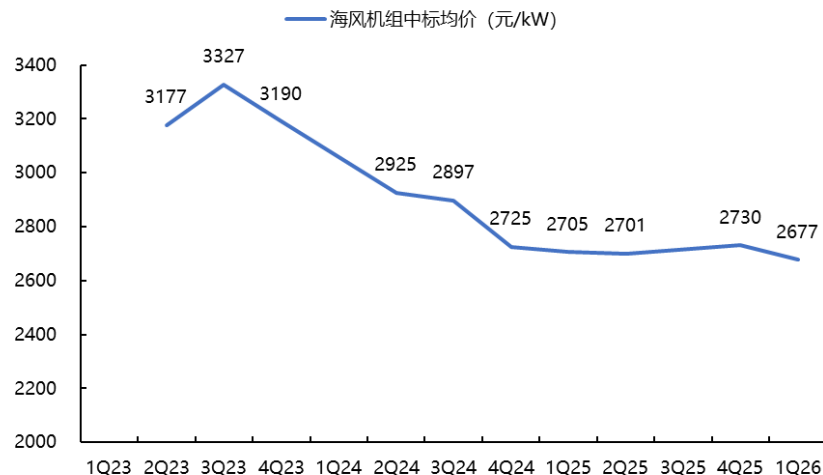
- **25FY&26Q1国内陆风机组中标均价持续回暖。** 2025年国内陆上风机中标均价（不含塔筒）为1571元，较24年全年上涨约11%，且各功率段均价均实现明显上涨；26Q1陆风中标均价维持相对高位。
- **26Q1海上机组中标均价略有下降。** 2025年及26Q1国内海风机组价格保持相对稳定，大部分订单不含塔筒中标均价维持在2700-2800元/kW，但受大型化推进及行业竞争有所加剧影响，部分项目中标均价下探至2600元/kW。

图表：2025年国内陆风机组（不含塔筒）中标均价持续上行

中标均价 (元/kW)	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	环比	24FY	25FY	26YTD	同比
5.XMW	1793	1874	1831	1901	4%	1653	1833	1901	4%
6.XMW	1653	1730	1838	1727	-6%	1526	1686	1727	2%
7.XMW	1476	1568	1533	1441	-6%	1356	1508	1441	-4%
8.XMW	1404	1378	1562	1708	9%	1195	1415	1708	21%
9.XMW	1270	-	-	1295	/	1109	1252	1295	4%
≥10MW	1280	1342	1324	1279	-3%	1100	1301	1279	-2%
整体均价	1566	1656	1521	1635	8%	1418	1571	1635	4%

资料来源：各央企电子招采平台，国金证券研究所；注：塔筒按照350元/kW扣除

图表：海上机组（不含塔筒）中标均价略有下降



资料来源：各央企电子招采平台，国金证券研究所

02 财务回顾： 盈利持续向上，行业维持高景气

2.1 财务回顾：受益于行业需求高增，板块收入、盈利重回增长

- **受益于行业需求高增，板块收入、盈利重回增长。**据【SW风电设备】口径统计，全年风电板块实现营收2702亿元，同比增长34%；实现归母净利润57.4亿元，同比下降13.8%，主要系中船科技净亏损同比扩大35亿元影响，剔除后板块整体归母净利润91.2亿元，同比增长40%；2025年板块调整后整体销售毛利率及销售净利率为13.7%/3.6%，同比-0.2/+0.2PCT，主要受盈利相对较低的制造业务占比提升影响；ROE（摊薄）为4.7%，同比+1.0PCT。

图表：25FY【SW风电设备】收入规模同比增长34%



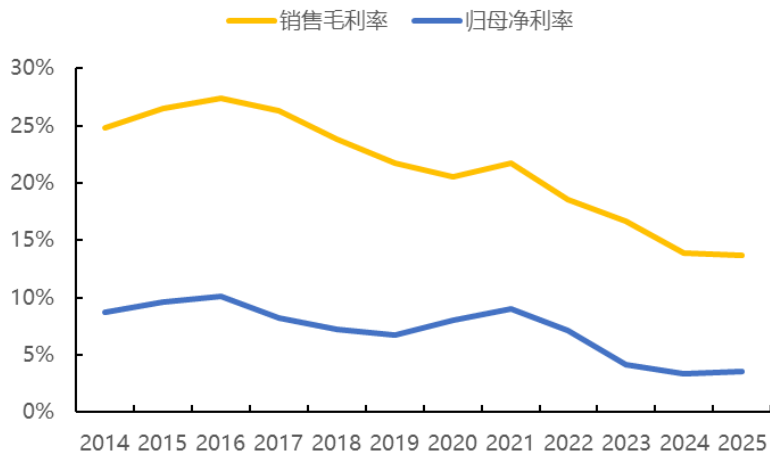
图表：剔除中船后，25FY【SW风电设备】归母净利润同比增长40%



2.1 财务回顾：受益于行业需求高增，板块收入、盈利重回增长

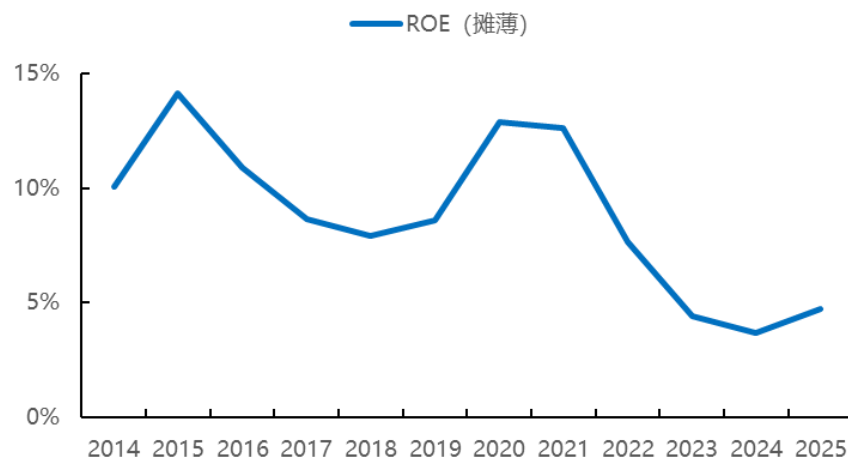
- **受益于行业需求高增，板块收入、盈利重回增长。**据【SW风电设备】口径统计，全年风电板块实现营收2702亿元，同比增长34%；实现归母净利润57.4亿元，同比下降13.8%，主要系中船科技净亏损同比扩大35亿元影响，剔除后板块调整后整体归母净利润91.2亿元，同比增长40%；2025年板块调整后整体销售毛利率及销售净利率为13.7%/3.6%，同比-0.2/+0.2PCT，主要受盈利相对较低的制造业务占比提升影响；调整后ROE（摊薄）为4.7%，同比+1.0PCT。

图表：25FY【SW风电设备】销售毛利率/净利率同比-0.2/+0.2PCT



资料来源：iFind，国金证券研究所

图表：25FY【SW风电设备】ROE（摊薄）同比+1.0PCT

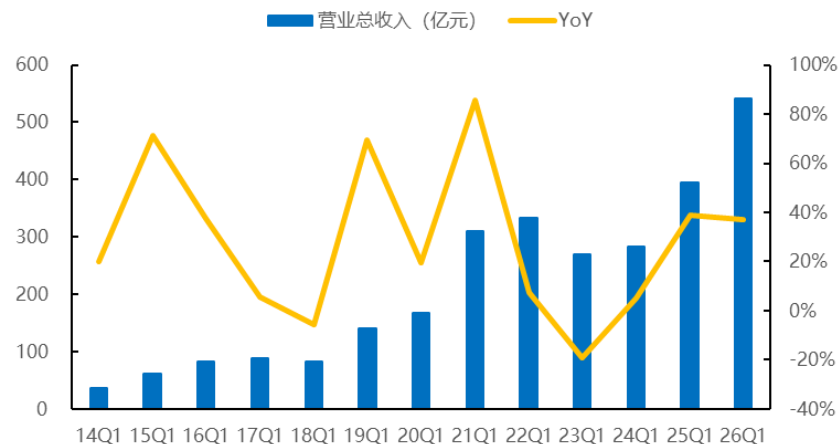


资料来源：iFind，国金证券研究所

2.1 财务回顾：受益于行业需求高增，板块收入、盈利重回增长

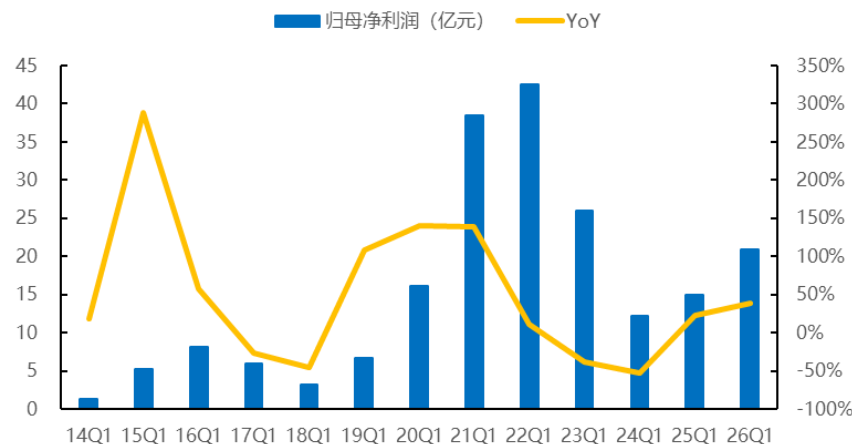
- 26Q1板块盈利实现开门红，奠定全年增长基调。据【SW风电设备】口径统计，26Q1风电板块实现营收541亿元，同比+37%；实现归母净利润20.9亿元，同比+39%。26Q1销售毛利率及归母净利率为14.9%/3.9%，同比-2.3/+0.1PCT，主要受盈利较低的风机制造收入占比提升影响；26Q1行业ROE（摊薄）为1.0%，同比+0.3PCT。

图表：26Q1【SW风电设备】营业总收入同比+37%



资料来源：iFind，国金证券研究所

图表：26Q1【SW风电设备】归母净利润同比+39%

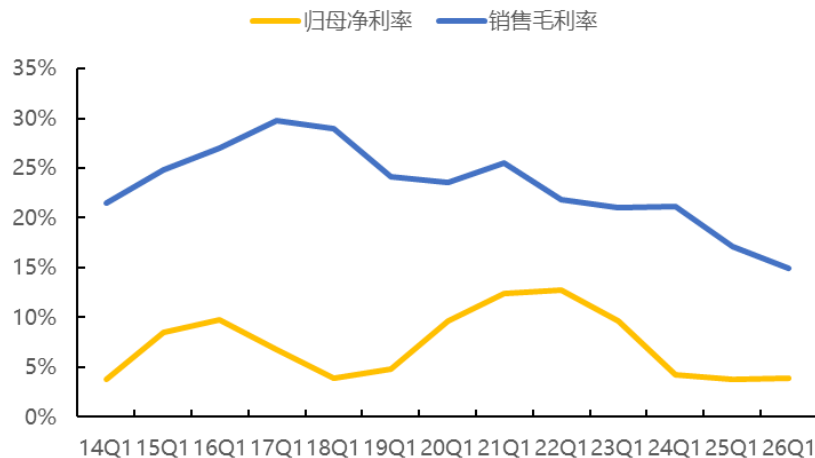


资料来源：iFind，国金证券研究所

2.1 财务回顾：受益于行业需求高增，板块收入、盈利重回增长

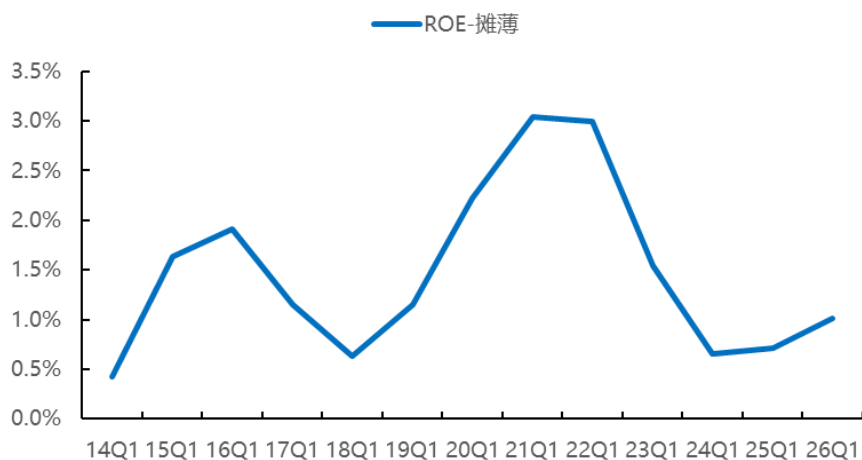
- 26Q1板块盈利实现开门红，奠定全年增长基调。据【SW风电设备】口径统计，26Q1风电板块实现营收541亿元，同比+37%；实现归母净利润20.9亿元，同比+39%。26Q1销售毛利率及归母净利率为14.9%/3.9%，同比-2.3/+0.1PCT，主要受盈利较低的风机制造收入占比提升影响；26Q1行业ROE（摊薄）为1.0%，同比+0.3PCT。

图表：26Q1【SW风电设备】毛利率及归母净利率同比-2.3/+0.1PCT



资料来源：iFind，国金证券研究所

图表：26Q1【SW风电设备】ROE（摊薄）同比+0.3PCT



资料来源：iFind，国金证券研究所

2.2 分环节财务分析

- 我们对7个细分行业（主轴、铸锻零部件、叶片、风塔、整机、电站、海缆）的23家公司进行分析，由于不同公司业务的多多样性，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
	301155.SZ	海力风电	600458.SH		时代新材
整机	002202.SZ	金风科技	电站	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	海缆	603606.SH	东方电缆
	688349.SH	三一重能	合计	23	

2.2 分环节财务分析：26Q1风机及海缆环节增速较快

图表：25FY制造环节收入保持增长，运营商承压（亿元）

环节	代码	简称	2024	2025	同比	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q1同比
整机	002202.SZ	金风科技	566.99	730.23	28.8%	208.6	94.7	190.6	196.1	248.8	154.8	63.5%
	601615.SH	明阳智能	271.58	380.95	40.3%	69.2	77.0	94.4	91.6	117.9	86.6	12.4%
	300772.SZ	运达股份	221.98	294.02	32.5%	82.7	40.1	68.8	75.9	109.2	66.7	66.4%
	688660.SH	电气风电	104.38	136.81	31.1%	73.0	7.7	18.9	16.0	94.2	12.9	66.9%
	688349.SH	三一重能	177.92	273.80	53.9%	87.2	21.9	64.1	58.6	129.3	39.8	82.2%
	合计		1342.85	1815.82	35.2%	520.8	241.4	436.9	438.2	699.3	360.9	49.5%
主轴	300443.SZ	金雷股份	19.67	24.89	26.5%	6.5	5.0	7.8	8.4	3.7	5.6	11.8%
	300185.SZ	通裕重工	61.54	65.88	7.1%	18.8	14.2	15.3	17.9	18.6	15.4	9.1%
	合计		81.21	90.77	11.8%	25.3	19.2	23.1	26.3	22.3	21.1	9.8%
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	48.60	53.88	10.8%	13.0	9.3	12.6	15.3	16.7	6.6	-29.0%
	300129.SZ	泰胜风能	48.38	51.94	7.4%	18.9	7.9	15.0	14.0	14.9	5.7	-28.6%
	300569.SZ	天能重工	32.73	39.57	20.9%	14.5	5.6	8.9	10.5	14.4	8.1	43.9%
	002487.SZ	大金重工	37.80	61.74	63.3%	14.7	11.4	17.0	17.5	15.8	19.1	67.2%
	301155.SZ	海力风电	13.55	46.41	242.7%	2.9	4.4	15.9	16.4	9.7	0.8	-81.7%
合计		181.05	253.54	40.0%	64.0	38.6	69.5	73.9	71.5	40.2	4.2%	
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	46.96	62.56	33.2%	15.1	13.0	19.3	16.3	14.0	11.4	-12.2%
	688186.SH	广大特材	40.03	49.09	22.6%	10.4	11.2	14.1	12.4	11.3	10.2	-9.3%
	603985.SH	恒润股份	17.26	39.60	129.4%	6.6	7.1	13.6	10.5	8.3	12.1	71.6%
	300850.SZ	新强联	29.46	46.28	57.1%	9.8	9.3	12.8	14.1	10.1	8.9	-4.3%
	601218.SH	吉鑫科技	12.16	14.06	15.6%	3.1	3.4	3.8	3.6	3.3	4.7	40.0%
合计		145.87	211.58	45.0%	45.1	43.9	63.6	56.9	47.1	47.3	7.7%	
叶片	002080.SZ	中材科技	239.84	301.95	25.9%	71.7	55.1	78.3	83.7	84.9	68.5	24.5%
	600458.SH	时代新材	200.55	214.71	7.1%	69.9	41.6	51.0	56.9	65.2	44.6	7.2%
	合计		440.39	516.66	17.3%	141.6	96.6	129.2	140.6	150.2	113.1	17.1%
电站	601016.SH	节能风电	50.27	44.95	-10.6%	12.2	13.1	11.4	9.7	10.9	11.2	-14.2%
	601619.SH	嘉泽新能	24.22	24.99	3.2%	6.1	6.6	6.5	5.5	6.4	5.9	-10.1%
	001289.SZ	龙源电力	370.70	302.53	-18.4%	107.2	81.4	75.2	65.6	80.3	78.7	-3.3%
	合计		445.19	372.48	-16.3%	125.4	101.1	93.0	80.8	97.5	95.8	-5.2%
海缆	603606.SH	东方电缆	90.93	108.43	19.3%	23.9	21.5	22.9	30.7	33.5	28.8	34.3%
	合计		90.93	108.43	19.3%	23.9	21.5	22.9	30.7	33.5	28.8	34.3%

资料来源：ifind，国金证券研究所

2.2 分环节财务分析：管桩、海缆、零部件业绩弹性亮眼

图表：25FY管桩、海缆、零部件环节归母净利润同比高增（亿元）

环节	代码	简称	2024	2025	同比	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	同比
整机	002202.SZ	金风科技	18.60	27.74	49.1%	0.7	5.7	9.2	11.0	1.9	9.1	59.6%
	601615.SH	明阳智能	3.46	6.60	90.7%	-4.6	3.0	3.1	1.6	-1.1	0.2	-91.8%
	300772.SZ	运达股份	4.65	3.40	-26.9%	2.0	0.6	0.8	1.1	0.9	0.5	-18.7%
	688660.SH	电气风电	-7.85	-9.89	-26.0%	-3.1	-1.9	-0.9	-4.5	-2.6	-2.7	-44.1%
	688349.SH	三一重能	18.12	7.12	-60.7%	11.3	-1.9	4.0	-0.9	5.9	1.8	转正
	合计		36.99	34.97	-5.4%	6.2	5.5	16.2	8.2	5.1	8.9	61.5%
主轴	300443.SZ	金雷股份	1.73	3.14	82.0%	0.2	0.6	1.3	1.2	0.1	0.7	21.9%
	300185.SZ	通裕重工	0.41	0.65	58.3%	-0.1	0.4	0.2	0.2	-0.2	0.4	6.2%
	合计		2.14	3.80	77.4%	0.1	0.9	1.5	1.4	-0.1	1.1	15.5%
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	2.04	-2.36	-215.2%	-0.9	0.4	0.2	0.2	-3.1	0.4	16.2%
	300129.SZ	泰胜风能	1.82	2.15	17.9%	0.3	0.5	0.7	1.0	0.0	0.1	-69.8%
	300569.SZ	天能重工	-2.62	1.09	141.8%	-2.7	0.5	0.2	0.1	0.3	0.3	-25.8%
	002487.SZ	大金重工	4.74	11.03	132.8%	1.9	2.3	3.2	3.4	2.2	4.3	88.2%
	301155.SZ	海力风电	0.66	3.47	424.7%	-0.2	0.6	1.4	1.4	0.0	0.1	-79.0%
	合计		6.65	15.39	131.4%	-1.5	4.2	5.7	6.1	-0.7	5.4	27.5%
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	6.24	5.53	-11.3%	1.2	1.2	1.6	1.5	1.2	0.8	-29.7%
	688186.SH	广大特材	1.15	2.06	79.6%	0.4	0.7	1.1	0.6	-0.4	0.1	-92.9%
	603985.SH	恒润股份	-1.38	0.83	160.4%	-0.6	0.3	0.1	0.2	0.2	0.7	117.9%
	300850.SZ	新强联	0.65	8.18	1151%	1.0	1.7	2.3	2.6	1.5	1.5	-12.3%
	601218.SH	吉鑫科技	0.30	1.35	343.8%	-0.1	0.4	0.4	0.3	0.2	0.7	55.2%
	合计		6.96	17.96	158.1%	1.8	4.4	5.5	5.4	2.7	3.7	15.4%
叶片	002080.SZ	中材科技	8.92	18.18	103.8%	2.8	3.6	6.4	4.8	3.4	5.1	40.1%
	600458.SH	时代新材	4.45	5.14	15.5%	1.4	1.5	1.5	1.2	0.9	1.6	4.4%
	合计		13.37	23.31	74.4%	4.2	5.1	7.9	6.1	4.2	6.7	29.6%
电站	601016.SH	节能风电	13.30	6.86	-48.4%	1.5	3.9	2.4	1.2	-0.6	2.0	-47.9%
	601619.SH	嘉泽新能	6.30	7.14	13.3%	0.8	2.4	2.2	1.3	1.2	1.3	-45.2%
	001289.SZ	龙源电力	63.45	45.26	-28.7%	8.7	19.0	14.7	10.2	1.3	16.2	-14.6%
	合计		83.05	59.26	-28.6%	11.0	25.3	19.3	12.7	1.9	19.6	-22.7%
海缆	603606.SH	东方电缆	10.08	12.71	26.1%	0.8	2.8	1.9	4.4	3.6	3.7	32.3%
	合计		10.08	12.71	26.1%	0.8	2.8	1.9	4.4	3.6	3.7	32.3%

2.2 分环节财务分析：铸锻件、管桩毛利率同环比提升明显

图表：25FY&26Q1零部件、管桩毛利率同环比提升明显

- 25FY&26Q1整机环节毛利率同比略有下降，主要受低毛利率的制造业务占比提升以及部分企业低价订单交付影响。
- 零部件、管桩环节在出海占比提升、收入增长、涨价落地等因素的影响下，毛利率保持向上趋势。
- 海缆环节受益于高价值海缆交付占比提升，毛利率实现明显向上趋势。

环节	代码	简称	2024	2025	同比	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	同比
整机	002202.SZ	金风科技	13.8%	14.2%	0.4PCT	9.3%	21.8%	12.2%	13.0%	13.8%	16.8%	-5.0PCT
	601615.SH	明阳智能	8.1%	10.3%	2.2PCT	1.1%	13.2%	11.2%	10.3%	7.8%	10.2%	-3.0PCT
	300772.SZ	运达股份	9.0%	7.6%	-1.4PCT	7.0%	10.5%	8.1%	9.3%	5.0%	8.0%	-2.4PCT
	688660.SH	电气风电	6.9%	4.8%	-2.1PCT	2.5%	15.7%	14.2%	-1.4%	3.1%	3.5%	-12.2PCT
	688349.SH	三一重能	16.9%	9.7%	-7.2PCT	18.3%	6.5%	11.9%	4.4%	11.5%	11.7%	5.2PCT
	合计		11.7%	10.9%	-0.8PCT	8.4%	15.6%	11.4%	10.1%	9.5%	12.5%	-3.0PCT
主轴	300443.SZ	金雷股份	21.3%	27.8%	6.4PCT	18.5%	21.4%	24.8%	26.4%	45.6%	25.3%	3.9PCT
	300185.SZ	通裕重工	12.7%	13.5%	0.8PCT	12.6%	13.4%	13.2%	14.9%	12.5%	14.0%	0.6PCT
	合计		14.8%	17.4%	2.6PCT	14.1%	15.5%	17.2%	18.6%	18.0%	17.0%	1.5PCT
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	19.5%	18.9%	-0.6PCT	3.8%	23.5%	19.0%	16.5%	18.6%	33.5%	10.0PCT
	300129.SZ	泰胜风能	13.8%	12.1%	-1.8PCT	9.9%	13.9%	12.3%	13.4%	9.6%	12.3%	-1.7PCT
	300569.SZ	天能重工	14.3%	14.1%	-0.1PCT	10.5%	22.0%	12.7%	13.0%	11.7%	11.7%	-10.2PCT
	002487.SZ	大金重工	29.8%	31.2%	1.4PCT	34.0%	31.0%	26.3%	35.9%	31.4%	39.2%	8.2PCT
	301155.SZ	海力风电	7.7%	13.9%	6.3PCT	13.6%	15.1%	17.6%	15.2%	5.2%	18.6%	3.5PCT
	合计		18.3%	18.8%	0.5PCT	14.5%	22.6%	18.2%	19.7%	16.6%	28.5%	6.0PCT
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	17.3%	16.9%	-0.4PCT	17.6%	15.5%	15.9%	17.5%	19.1%	16.8%	1.2PCT
	688186.SH	广大特材	16.6%	17.3%	0.6PCT	19.7%	19.3%	21.8%	18.1%	8.7%	14.3%	-5.0PCT
	603985.SH	恒润股份	5.2%	9.0%	3.7PCT	9.3%	12.3%	6.1%	9.1%	10.7%	12.9%	0.5PCT
	300850.SZ	新强联	18.5%	28.0%	9.5PCT	22.1%	26.7%	29.8%	29.5%	24.9%	28.9%	2.2PCT
	601218.SH	吉鑫科技	16.0%	19.3%	3.3PCT	18.7%	23.5%	28.6%	12.9%	11.3%	18.7%	-4.8PCT
	合计		15.8%	18.1%	2.3PCT	17.9%	19.0%	18.6%	18.7%	15.8%	17.7%	-1.3PCT
叶片	002080.SZ	中材科技	17.0%	18.9%	1.9PCT	15.2%	18.5%	21.1%	19.1%	17.0%	20.9%	2.4PCT
	600458.SH	时代新材	15.6%	14.6%	-1.0PCT	14.5%	15.6%	16.6%	14.1%	13.0%	15.6%	0.0PCT
	合计		16.4%	17.1%	0.8PCT	14.8%	17.3%	19.3%	17.1%	15.3%	18.8%	1.6PCT
电站	601016.SH	节能风电	49.4%	41.3%	-8.0PCT	41.8%	50.8%	42.9%	31.8%	36.7%	41.5%	-9.3PCT
	601619.SH	嘉泽新能	61.4%	57.4%	-4.0PCT	59.8%	60.8%	59.1%	52.1%	56.7%	53.8%	-7.0PCT
	001289.SZ	龙源电力	37.6%	34.8%	-2.8PCT	43.6%	42.6%	39.0%	34.9%	22.8%	42.8%	0.2PCT
	合计		40.2%	37.1%	-3.1PCT	44.2%	44.9%	40.9%	35.7%	26.6%	43.3%	-1.5PCT
海缆	603606.SH	东方电缆	18.8%	22.1%	3.3PCT	9.5%	20.4%	16.3%	22.6%	26.8%	23.6%	3.2PCT
	合计		18.8%	22.1%	3.3PCT	9.5%	20.4%	16.3%	22.6%	26.8%	23.6%	3.2PCT

资料来源：ifind，国金证券研究所；注：整机、塔桩环节部分公司毛利率已调整成质保金计入营业成本后的同口径毛利率

2.2 分环节财务分析：25FY&26Q1规模效应带动期间费用率下降

图表：25FY&26Q1行业期间费用率普遍下降

- 受益于收入增长以及各环节企业降本控费，2025年除主轴、运营商及海缆环节外，其余各环节期间费用率均实现不同程度的下降，其中铸锻件、整机、叶片环节下降幅度较大。
- 26Q1受益于交付确收加速，风机及海缆期间费用率实现明显降低。

环节	代码	简称	2024	2025	同比	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	同比
整机	002202.SZ	金风科技	10.54%	8.56%	-2.0PCT	9.01%	12.24%	6.84%	8.54%	8.48%	8.14%	-4.1PCT
	601615.SH	明阳智能	8.69%	7.32%	-1.4PCT	8.30%	8.16%	8.20%	6.85%	6.42%	8.43%	0.3PCT
	300772.SZ	运达股份	7.20%	6.92%	-0.3PCT	6.32%	8.78%	6.69%	6.97%	6.35%	6.34%	-0.4PCT
	688660.SH	电气风电	13.09%	10.06%	-3.0PCT	6.58%	34.87%	12.05%	18.55%	6.19%	16.64%	-18.2PCT
	688349.SH	三一重能	10.87%	8.01%	-2.9PCT	6.69%	21.75%	7.65%	9.23%	5.31%	12.61%	-9.1PCT
	合计		9.85%	8.06%	-1.8PCT	7.76%	11.95%	7.45%	8.37%	6.91%	8.68%	-3.3PCT
主轴	300443.SZ	金雷股份	11.76%	11.43%	-0.3PCT	13.07%	9.58%	8.88%	9.51%	23.66%	11.04%	1.5PCT
	300185.SZ	通裕重工	6.81%	7.33%	0.5PCT	7.45%	7.08%	7.62%	8.09%	6.54%	6.47%	-0.6PCT
	合计		8.01%	8.45%	0.4PCT	8.90%	7.74%	8.04%	8.55%	9.39%	7.69%	0.0PCT
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	7.11%	9.17%	2.1PCT	5.38%	10.11%	7.02%	6.41%	12.84%	17.68%	7.6PCT
	300129.SZ	泰胜风能	7.54%	6.17%	-1.4PCT	5.78%	7.55%	5.19%	5.94%	6.64%	10.52%	3.0PCT
	300569.SZ	天能重工	6.29%	5.42%	-0.9PCT	3.50%	7.24%	5.96%	5.06%	4.63%	5.05%	-2.2PCT
	002487.SZ	大金重工	13.18%	12.27%	-0.9PCT	15.22%	9.95%	10.02%	12.04%	16.63%	10.87%	0.9PCT
	301155.SZ	海力风电	11.86%	4.83%	-7.0PCT	18.04%	11.38%	3.46%	3.63%	6.16%	71.01%	59.6PCT
	合计		8.70%	7.93%	-0.8PCT	7.92%	9.26%	6.41%	6.85%	9.82%	11.96%	2.7PCT
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	9.20%	7.71%	-1.5PCT	8.59%	9.17%	6.89%	8.11%	7.02%	9.42%	0.3PCT
	688186.SH	广大特材	9.95%	8.01%	-1.9PCT	12.44%	8.54%	7.47%	7.57%	8.65%	8.71%	0.2PCT
	603985.SH	恒润股份	9.63%	4.77%	-4.9PCT	8.08%	6.91%	4.12%	5.28%	3.37%	3.22%	-3.7PCT
	300850.SZ	新强联	6.97%	5.86%	-1.1PCT	5.85%	7.01%	6.42%	4.84%	5.52%	6.15%	-0.9PCT
	601218.SH	吉鑫科技	8.79%	5.86%	-2.9PCT	14.50%	4.44%	6.95%	6.06%	5.86%	4.94%	0.5PCT
	合计		8.97%	6.70%	-2.3PCT	9.22%	7.83%	6.33%	6.53%	6.36%	6.62%	-1.2PCT
叶片	002080.SZ	中材科技	12.05%	10.91%	-1.1PCT	10.96%	10.80%	9.97%	10.33%	12.42%	9.62%	-1.2PCT
	600458.SH	时代新材	12.32%	11.37%	-0.9PCT	11.76%	11.68%	11.65%	10.06%	12.10%	10.93%	-0.8PCT
	合计		12.17%	11.10%	-1.1PCT	11.35%	11.18%	10.64%	10.22%	12.28%	10.14%	-1.0PCT
电站	601016.SH	节能风电	4.14%	4.91%	0.8PCT	4.81%	4.41%	4.31%	4.52%	6.48%	4.12%	-0.3PCT
	601619.SH	嘉泽新能	8.24%	7.15%	-1.1PCT	14.63%	4.20%	3.73%	5.41%	15.22%	5.07%	0.9PCT
	001289.SZ	龙源电力	1.83%	2.16%	0.3PCT	2.38%	1.54%	1.70%	2.02%	3.34%	1.79%	0.3PCT
	合计		2.44%	2.83%	0.4PCT	3.20%	2.08%	2.16%	2.55%	4.46%	2.27%	0.2PCT
海缆	603606.SH	东方电缆	6.82%	6.93%	0.1PCT	6.33%	7.08%	7.10%	6.30%	7.28%	6.11%	-1.0PCT
	合计		6.82%	6.93%	0.1PCT	6.33%	7.08%	7.10%	6.30%	7.28%	6.11%	-1.0PCT

资料来源：ifind，国金证券研究所；注：整机、塔桩环节销售费用已调整成质保金计入营业成本后的同口径销售费用；期间费用率=销售+管理+研发

2.2 分环节财务分析：存货进一步增加，合同负债阶段性下降

- 板块存货维持高位，看好2026年板块整体收入继续增长。截至2024年末，整机、零部件、海缆等制造环节存货及合同负债规模均位于历史较高水平，年内收入增长确定性持续提升。
- 受开工周期影响，2025年下半年管桩存货、合同负债规模阶段性下降；2026年一季度环比有所提升，预计后续几个季度国内项目开工有望加快。

图表：截至报告期末，各环节存货规模位于历史较高水平（亿元）

环节	代码	简称	2024	2025	同比	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	同比	环比
整机	002202.SZ	金风科技	148.28	168.79	13.8%	148.28	169.33	189.29	216.50	168.79	171.37	1.2%	1.5%
	601615.SH	明阳智能	135.38	182.22	34.6%	135.38	142.92	163.48	184.60	182.22	168.31	17.8%	-7.6%
	300772.SZ	运达股份	59.97	88.13	47.0%	59.97	66.12	78.38	97.48	88.13	76.70	16.0%	-13.0%
	688660.SH	电气风电	17.12	40.79	138.2%	17.12	25.86	41.66	67.36	40.79	51.69	99.9%	26.7%
	688349.SH	三一重能	51.61	53.19	3.1%	51.61	70.00	77.79	96.40	53.19	70.00	0.0%	31.6%
	合计		412.36	533.12	29.3%	412.36	474.23	550.59	662.33	533.12	538.08	13.5%	0.9%
主轴	300443.SZ	金雷股份	8.70	-1.8%		8.70	10.75	10.66	10.68	8.55	9.78	-9.0%	14.4%
	300185.SZ	通裕重工	30.88	34.52	11.8%	30.88	30.36	30.96	31.83	34.52	35.49	16.9%	2.8%
		合计	39.59	43.08	8.8%	39.59	41.12	41.63	42.51	43.08	45.28	10.1%	5.1%
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	25.78	19.98	-22.5%	25.78	27.41	28.03	25.39	19.98	23.26	-15.1%	16.4%
	300129.SZ	泰胜风能	18.88	18.59	-1.5%	18.88	21.65	24.37	23.50	18.59	17.71	-18.2%	-4.7%
	300569.SZ	天能重工	15.66	20.83	33.0%	15.66	17.68	19.87	24.59	20.83	21.54	21.8%	3.4%
	002487.SZ	大金重工	20.84	21.75	4.3%	20.84	18.58	23.73	22.43	21.75	18.63	0.3%	-14.3%
	301155.SZ	海力风电	20.53	11.08	-46.1%	20.53	24.31	20.60	15.86	11.08	13.56	-44.2%	22.4%
	合计	101.70	92.22	-9.3%	101.70	109.64	116.59	111.77	92.22	94.71	-13.6%	2.7%	
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	12.25	13.73	12.0%	12.25	14.91	12.00	11.39	13.73	14.95	0.3%	8.9%
	688186.SH	广大特材	23.53	26.62	13.1%	23.53	24.00	25.18	25.62	26.62	26.16	9.0%	-1.7%
	603985.SH	恒润股份	6.07	9.34	54.1%	6.07	6.25	8.74	7.12	9.34	10.55	68.8%	12.9%
	300850.SZ	新强联	8.37	12.88	54%	8.37	10.28	11.27	10.48	12.88	15.82	53.9%	22.8%
	601218.SH	吉鑫科技	2.55	2.70	6.0%	2.55	2.54	2.77	2.79	2.70	4.71	85.3%	74.1%
	合计	52.76	65.28	23.7%	52.76	57.98	59.96	57.40	65.28	72.18	24.5%	10.6%	
叶片	002080.SZ	中材科技	35.85	46.66	30.2%	35.85	48.20	48.90	53.50	46.66	56.34	16.9%	20.7%
	600458.SH	时代新材	21.35	36.98	73.2%	21.35	27.60	36.87	43.03	36.98	48.16	74.5%	30.3%
		合计	57.20	83.64	46.2%	57.20	75.80	85.76	96.53	83.64	104.51	37.9%	25.0%
电站	601016.SH	节能风电	1.15	1.29	12.0%	1.15	1.32	1.31	1.27	1.29	1.23	-6.4%	-4.2%
	001289.SZ	龙源电力	4.28	4.00	-6.6%	4.28	4.30	4.52	4.52	4.00	4.21	-2.2%	5.1%
		合计	5.43	5.29	-2.6%	5.43	5.62	5.84	5.79	5.29	5.44	-3.2%	2.9%
海缆	603606.SH	东方电缆	18.34	39.50	115.3%	18.34	22.59	31.17	36.27	39.50	43.56	92.9%	10.3%
		合计	18.34	39.50	115.3%	18.34	22.59	31.17	36.27	39.50	43.56	92.9%	10.3%

2.2 分环节财务分析：存货进一步增加，合同负债阶段性下降

- 板块存货维持高位，看好2026年板块整体收入继续增长。截至26Q1末，整机、零部件、海缆等制造环节存货及合同负债规模均位于历史较高水平，年内收入增长确定性持续提升。
- 受开工周期影响，2025年下半年管桩存货、合同负债规模阶段性下降；2026年一季度环比有所提升，预计后续几个季度国内项目开工有望加快。

图表：Q3板块合同负债阶段略有下降（亿元）

环节	代码	简称	2024	2025	同比	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	同比	环比
整机	002202.SZ	金风科技	181.81	210.60	15.8%	181.81	212.02	202.50	199.35	210.60	197.55	-6.8%	6.2%
	601615.SH	明阳智能	92.90	92.66	-0.3%	92.90	85.93	90.22	82.45	92.66	86.41	0.6%	-6.8%
	300772.SZ	运达股份	68.61	78.80	14.9%	68.61	80.15	85.76	86.20	78.80	88.11	9.9%	11.8%
	688660.SH	电气风电	22.17	41.17	85.7%	22.17	37.40	49.21	53.01	41.17	52.37	40.0%	27.2%
	688349.SH	三一重能	61.23	54.93	-10.3%	61.23	67.79	76.56	74.41	54.93	61.99	-8.6%	12.9%
	合计		426.71	478.16	12.1%	426.71	483.28	504.26	495.42	478.16	486.43	0.7%	1.7%
主轴	300443.SZ	金雷股份	0.04	0.13	201.5%	0.04	0.13	0.09	0.09	0.13	0.34	161.2%	155.9%
	300185.SZ	通裕重工	1.46	2.98	104.7%	1.46	1.06	2.00	2.01	2.98	4.34	309.8%	45.5%
	合计		1.50	3.12	107.6%	1.50	1.19	2.09	2.10	3.12	4.68	293.5%	50.2%
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	6.44	5.79	-10.1%	6.44	7.57	8.13	6.11	5.79	6.33	-16.4%	9.4%
	300129.SZ	泰胜风能	3.27	6.13	87.5%	3.27	4.23	6.27	5.71	6.13	6.84	61.7%	11.6%
	300569.SZ	天能重工	3.63	5.19	42.9%	3.63	4.02	5.41	5.10	5.19	4.45	10.7%	-4.2%
	002487.SZ	大金重工	13.89	16.09	15.8%	13.89	14.89	15.10	16.84	16.09	13.05	-12.4%	-8.9%
	301155.SZ	海力风电	6.81	3.36	-50.7%	6.81	7.24	3.79	3.56	3.36	3.95	-45.4%	17.6%
	合计		34.04	36.55	7.4%	34.04	37.95	38.71	37.32	36.55	34.63	-8.8%	-5.3%
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	0.06	0.03	-58.6%	0.06	1.94	3.48	2.79	0.03	1.02	-47.5%	3978%
	688186.SH	广大特材	0.52	0.10	-81.4%	0.52	0.17	0.15	0.16	0.10	0.20	18.5%	104.8%
	603985.SH	恒润股份	0.07	0.13	89.9%	0.07	0.11	0.12	0.32	0.13	0.25	134.4%	98.1%
	300850.SZ	新强联	0.09	0.12	33%	0.09	0.06	0.06	0.08	0.12	0.09	44.0%	24.6%
	601218.SH	吉鑫科技	0.23	0.15	-33.7%	0.23	0.41	1.16	0.67	0.15	1.13	177.5%	638.9%
	合计		0.97	0.52	-46.2%	0.97	2.69	4.97	4.03	0.52	2.69	0.1%	415.4%
叶片	002080.SZ	中材科技	7.06	3.87	-45.2%	7.06	5.30	5.82	5.62	3.87	4.17	-21.4%	7.7%
	600458.SH	时代新材	0.92	1.56	69.0%	0.92	1.59	1.97	1.56	1.56	1.85	16.4%	18.4%
	合计		7.98	5.43	-32.0%	7.98	6.89	7.79	7.19	5.43	6.01	-12.7%	10.8%
电站	601016.SH	节能风电	0.03	0.02	-3.1%	0.03	0.00	0.05	0.02	0.02	0.00	4.3%	-81.0%
	601619.SH	嘉泽新能	0.20	0.19	-6.3%	0.20	0.22	0.21	0.20	0.19	0.18	-14.9%	-1.7%
	001289.SZ	龙源电力	1.03	1.84	78.8%	1.03	1.14	1.06	1.07	1.84	2.31	103.2%	25.9%
	合计		1.25	2.05	63.5%	1.25	1.36	1.32	1.29	2.05	2.50	84.1%	22.1%
海缆	603606.SH	东方电缆	11.48	23.70	106.5%	11.48	8.95	16.74	15.72	23.70	25.02	179.7%	5.6%
	合计		11.48	23.70	106.5%	11.48	8.95	16.74	15.72	23.70	25.02	179.7%	5.6%

2.2 分环节财务分析：管桩、运营商环节经营性现金流大幅提升

- 受益于行业供需关系好转，25FY零部件、叶片环节经营性净现金流均实现小幅提升；电站环节受益于国补下发现金流显著好转。
- 风机环节受自建风电场投资增加，采购支出提升，25FY&26Q1整体经营性净现金流大幅下降。

图表：整机环节经营性现金流明显改善（亿元）

环节	代码	简称	2024	2025	同比净增	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	同比净增
整机	002202.SZ	金风科技	23.2	35.4	12.3	88.2	-16.4	-13.1	23.2	41.8	-15.5	0.9
	601615.SH	明阳智能	-24.0	-55.4	-31.3	22.3	-21.8	-13.3	-14.2	-6.1	-39.1	-17.3
	300772.SZ	运达股份	20.4	5.6	-14.8	27.6	-3.0	-6.2	9.6	5.2	-12.4	-9.4
	688660.SH	电气风电	0.4	6.0	5.5	23.9	2.0	0.2	-8.3	12.1	-9.8	-11.7
	688349.SH	三一重能	-4.0	-9.0	-5.0	28.1	1.7	-12.6	-0.7	2.7	-22.3	-24.0
	合计		15.9	-17.3	-33.3	190.2	-37.4	-45.1	9.6	55.6	-99.0	-61.6
主轴	300443.SZ	金雷股份	3.3	-1.9	-5.2	1.0	-3.7	1.5	-0.6	0.9	3.0	6.7
	300185.SZ	通裕重工	2.2	10.1	7.8	1.0	0.5	0.6	0.3	8.6	-3.3	-3.8
	合计		5.5	8.2	2.7	2.0	-3.2	2.2	-0.3	9.5	-0.3	2.8
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	6.0	8.4	2.4	-0.3	0.8	1.4	0.8	5.5	-2.4	-3.1
	300129.SZ	泰胜风能	-3.8	5.2	9.0	4.1	-1.1	0.9	2.9	2.6	-6.0	-4.9
	300569.SZ	天能重工	4.6	6.1	1.4	3.5	-0.6	0.7	2.9	3.1	-3.3	-2.7
	002487.SZ	大金重工	10.8	12.3	1.4	5.3	-2.8	5.2	12.7	-2.8	4.4	7.2
	301155.SZ	海力风电	0.8	0.0	-0.8	1.1	-1.7	-4.0	0.1	5.7	-0.6	1.1
	合计		18.5	32.0	13.5	13.6	-5.5	4.1	19.3	14.1	-8.0	-2.5
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	-1.6	7.5	9.1	1.3	-3.1	0.8	7.8	1.9	0.6	3.7
	688186.SH	广大特材	-2.6	-8.7	-6.1	3.9	-2.5	-0.9	-0.5	-4.8	-1.2	1.2
	603985.SH	恒润股份	-1.1	-0.6	0.4	-0.7	0.4	-1.5	0.2	0.3	0.1	-0.3
	300850.SH	新强联	4.4	0.2	-4.3	0.6	1.0	0.0	-0.2	-0.6	2.0	0.9
	601218.SH	吉鑫科技	3.1	2.3	-0.8	1.0	0.3	0.9	0.3	0.7	1.1	0.8
	合计		2.2	0.6	-1.6	6.1	-3.8	-0.8	7.7	-2.5	2.5	6.3
叶片	002080.SZ	中材科技	36.0	54.0	18.0	17.1	-2.9	22.7	16.4	17.8	-20.1	-17.3
	600458.SH	时代新材	11.4	21.8	10.4	9.5	-6.5	13.9	-4.3	18.7	-8.4	-1.9
	合计		47.4	75.8	28.4	26.6	-9.4	36.7	12.0	36.5	-28.5	-19.2
电站	601016.SH	节能风电	33.5	39.4	5.8	8.0	7.5	6.8	17.3	7.7	6.0	-1.5
	601619.SH	嘉泽新能	17.9	27.5	9.6	5.8	2.9	3.6	15.2	5.7	2.7	-0.2
	001289.SZ	龙源电力	170.6	218.3	47.7	73.0	27.0	39.8	91.1	60.5	28.5	1.5
	合计		222.0	285.2	63.2	86.8	37.4	50.2	123.6	74.0	37.2	-0.2
海缆	603606.SH	东方电缆	11.1	19.6	8.5	8.3	-4.3	11.5	-3.9	16.4	-9.7	-5.4
	合计		11.1	19.6	8.5	8.3	-4.3	11.5	-3.9	16.4	-9.7	-5.4

2.2 分环节财务分析：海风产业链资本开支同比高增

- 25FY&26Q1海缆、管桩环节资本开支同比高增，头部企业加速布局重点沿海市场并加速面向海外市场的产能建设，侧面印证国内及海外海风市场即将进入需求快速释放阶段。
- 风机及电站环节资本开支略有放缓，我们判断主要受风电大型化带动建设整体建设成本下降影响，预计项目投资规模仍维持较高景气度。

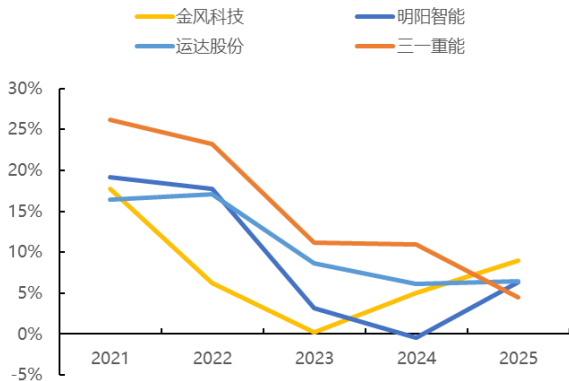
图表：海缆、管桩、运营商资本开支继续提升（亿元）

环节	代码	简称	2024	2025	同比	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	同比
整机	002202.SZ	金风科技	76.71	74.79	-2.5%	33.1	6.99	18.5	23.0	26.2	12.3	75.9%
	601615.SH	明阳智能	56.47	25.38	-55.1%	5.7	7.61	15.0	5.6	-2.8	4.4	41.9%
	300772.SZ	运达股份	15.72	30.99	97.2%	3.0	3.18	10.2	8.3	9.3	9.7	206.5%
	688660.SH	电气风电	5.44	4.11	-24.4%	0.7	0.64	0.2	0.9	2.4	0.5	24.5%
	688349.SH	三一重能	19.16	14.06	-26.6%	4.5	3.98	3.5	2.4	4.2	1.6	60.0%
	合计		173.5	149.3	-13.9%	47.0	22.4	47.4	40.2	39.3	28.5	27.3%
主轴	300443.SZ	金雷股份	3.94	2.62	-33.4%	1.4	0.73	0.5	-0.1	1.6	1.2	64.6%
	300185.SZ	通裕重工	3.17	3.96	24.9%	1.5	0.08	0.1	0.1	3.7	0.2	118.6%
	合计		7.1	6.6	-7.4%	2.9	0.8	0.5	0.0	5.2	1.4	69.9%
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	8.78	26.67	204.0%	2.2	4.41	6.9	6.7	8.6	8.9	101.5%
	300129.SZ	泰胜风能	2.80	2.63	-6.2%	0.6	0.56	1.2	0.6	0.4	1.7	202.4%
	300569.SZ	天能重工	2.43	2.40	-1.3%	0.9	0.56	0.3	0.6	0.9	0.2	65.3%
	002487.SZ	大金重工	8.45	21.99	160.2%	5.2	4.12	3.9	5.0	9.1	8.3	102.6%
	301155.SZ	海力风电	7.90	5.38	-31.9%	2.5	2.12	1.0	0.9	1.4	1.5	28.1%
	合计		30.4	59.1	94.6%	11.4	11.8	13.3	13.8	20.2	20.6	75.4%
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	7.63	4.22	-44.7%	2.3	1.16	1.6	0.6	0.8	0.4	64.9%
	688186.SH	广大特材	4.91	1.93	-60.8%	1.3	0.19	0.1	0.5	1.1	0.3	82.0%
	603985.SH	恒润股份	2.04	0.79	-61.1%	0.6	0.21	-0.1	0.4	0.3	0.2	11.8%
	300850.SZ	新强联	7.29	4.49	-38%	1.0	1.34	0.8	1.2	1.1	1.4	8.1%
	601218.SH	吉鑫科技	0.26	0.22	-15.3%	0.1	0.04	0.0	0.1	0.0	0.0	13.8%
	合计		22.1	11.7	-47.3%	5.3	2.9	2.5	2.9	3.3	2.4	17.8%
叶片	002080.SZ	中材科技	45.62	35.55	-22.1%	4.8	7.60	7.7	8.1	12.1	5.3	29.6%
	600458.SH	时代新材	12.39	9.49	-23.4%	6.9	1.49	3.1	1.8	3.1	2.0	32.6%
	合计		58.0	45.0	-22.4%	11.6	9.1	10.9	9.9	15.2	7.3	19.4%
电站	601016.SH	节能风电	31.92	26.06	-18.4%	10.2	6.87	6.8	4.8	7.6	7.8	12.8%
	601619.SH	嘉泽新能	12.92	16.27	25.9%	3.9	2.18	2.7	3.2	8.2	3.4	58.1%
	001289.SZ	龙源电力	268.64	239.09	-11.0%	120.2	51.62	71.9	56.3	59.2	35.0	32.1%
	合计		313.5	281.4	-10.2%	134.3	60.7	81.5	64.2	75.0	46.2	23.8%
海缆	603606.SH	东方电缆	6.13	7.91	29.0%	1.7	1.29	1.8	2.2	2.6	1.4	8.9%
	合计		6.1	7.9	29.0%	1.7	1.3	1.8	2.2	2.6	1.4	8.9%

2.3 风机：盈利能力分化，出海有望进一步加速

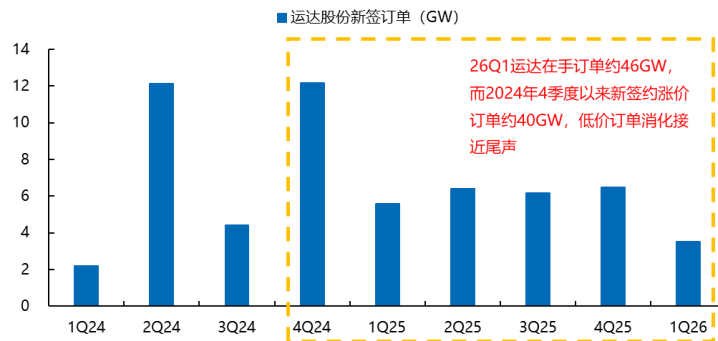
- **盈利能力分化，龙头优势明显。**受前期策略不同影响，2025年风机环节盈利能力明显分化，前期低价中标较少的金风科技制造端毛利率实现显著修复，低价单挤压较多的运达、三一阶段性有所承压。
- 结合在手订单及历史签单数据来看，预计26H1头部风机企业低价订单将陆续完成消化，看好26H2风机高价订单交付占比提升带动业绩弹性释放。

图表：2025年金风科技风机制造毛利率恢复至行业第一

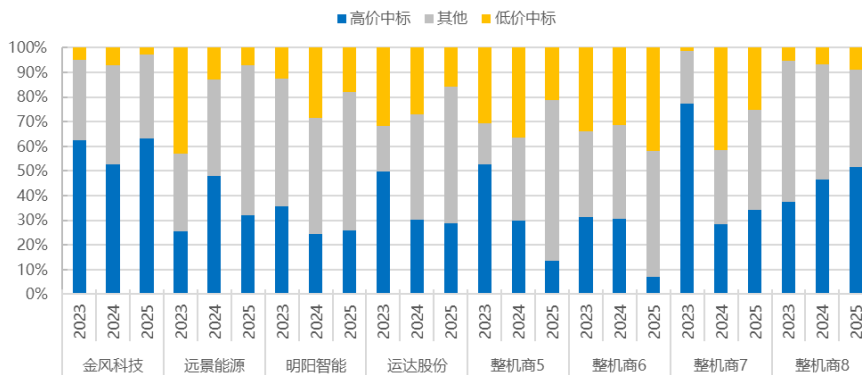


资料来源：iFind，国金证券研究所

图表：以运达股份为例，预计其余整机企业入手低价订单有望于26H1完成消化



图表：金风科技在2023-2025年基本很少使用低价中标

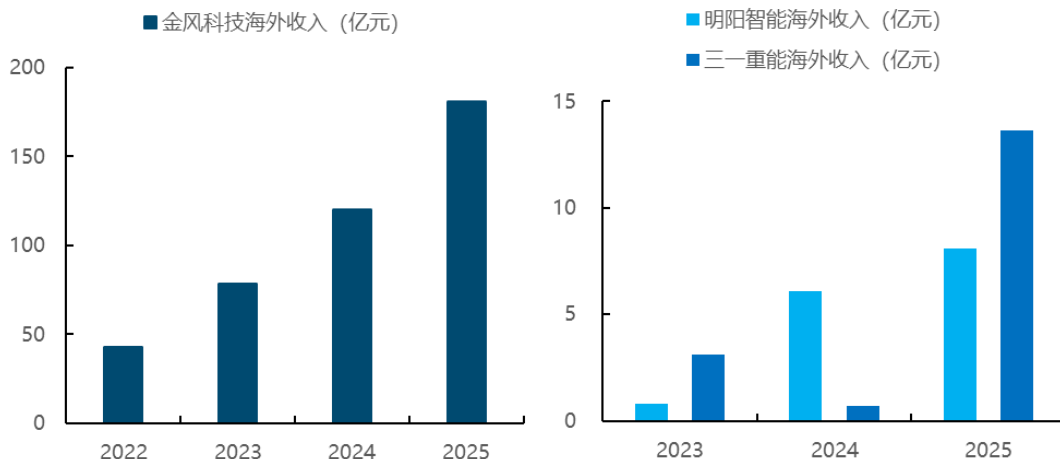


资料来源：运达股份公告（上图）、全国招标投标公共服务平台（下图），国金证券研究所

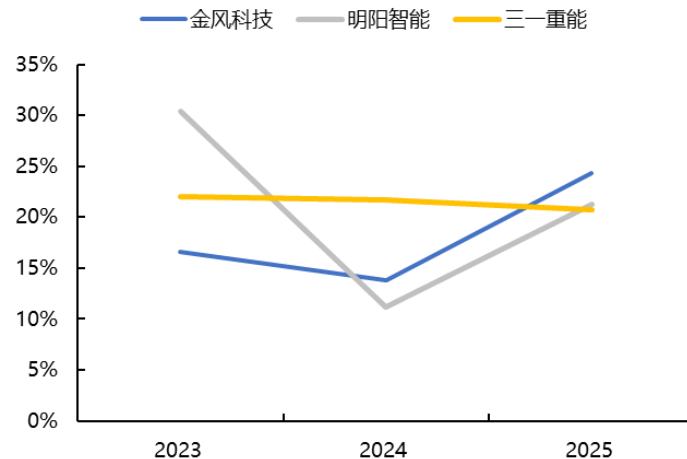
2.3 风机：盈利能力分化，出海有望进一步加速

- **风机出海进一步加速，海外盈利能力维持较好水平。**根据各公司披露，2025年国内头部风机企业出海进一步加速，除金风海外收入继续保持高增外，三一、明阳海外收入也不同程度实现放量，

图表：2025年金风、明阳、三一海外收入均实现较快增长



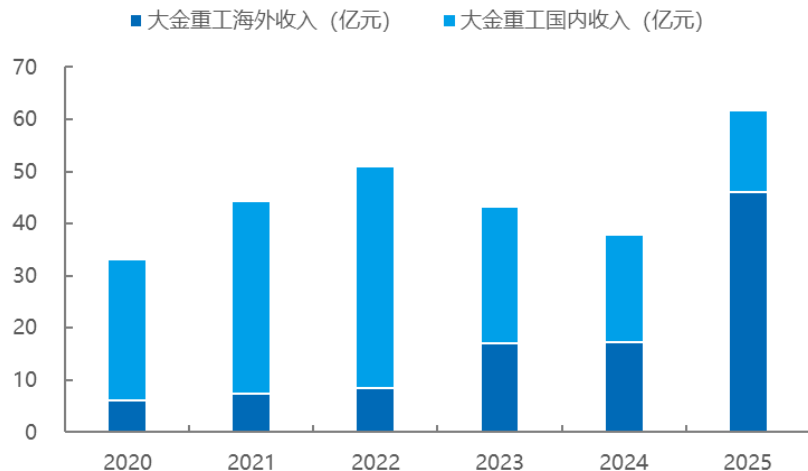
图表：头部企业海外毛利率维持15-25%水平



2.4 管桩&海缆：龙头出海加速，盈利能力进一步提升

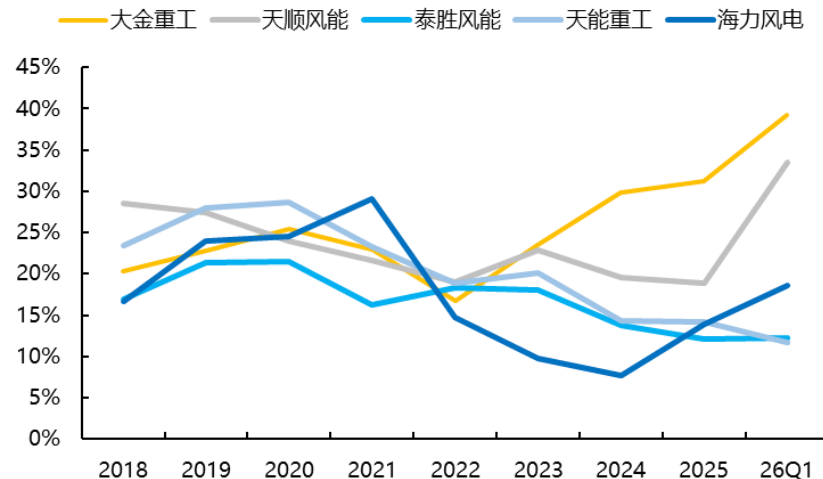
- 2025年受益于国内海风项目加速启动，管桩环节企业营收实现明显放量，带动头部企业存货、合同负债从二季度开始逐步下降；但海缆环节由于确收时点相对较晚，25Q2-26Q1存货及合同负债持续向上，预计有望在26Q2-Q3迎来大规模项目确收。
- 26Q1国内海风项目整体开工水平较低，但随着“十五五”海风发展目标确定、江苏龙源射阳等标志性项目开工，国内海风项目或有望在后三个季度大规模启动，从海力及天顺合同负债及存货规模看，26Q1环比25Q4均有所提升。

图表：2025年大金重工海外收入占比进一步提升



资料来源：iFind，国金证券研究所

图表：

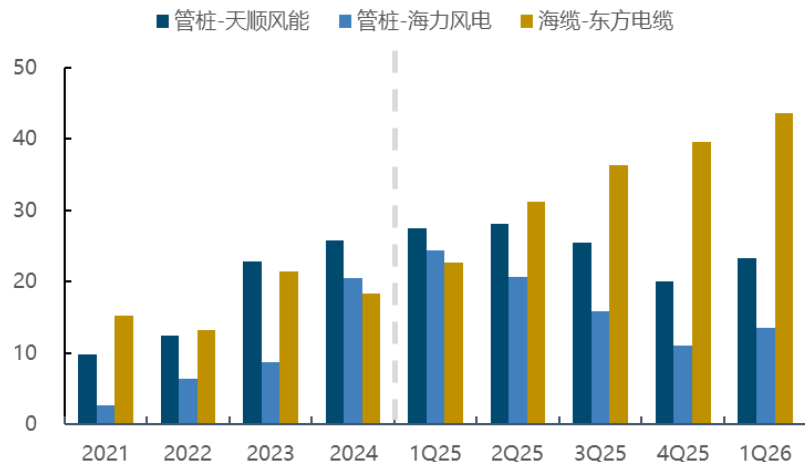


资料来源：iFind，国金证券研究所

2.4 管桩&海缆：海缆加速确收，静待国内海风项目启动

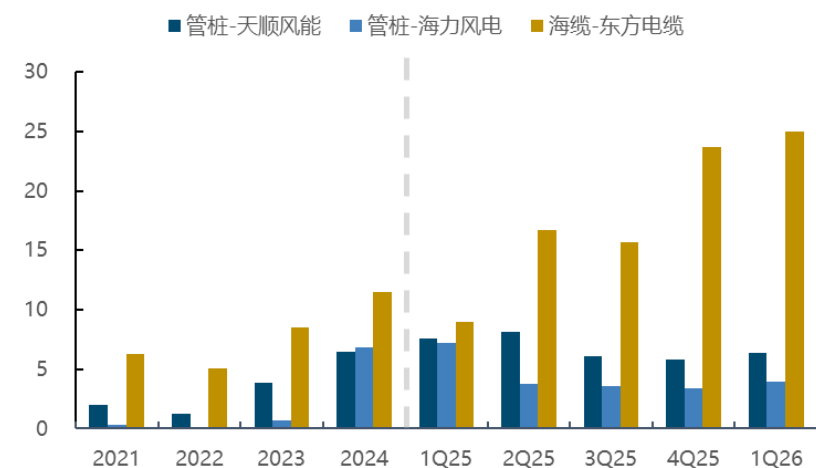
- **海缆进入加速确收阶段，管桩静待国内海风项目启动。** 2025年受益于国内海风项目加速启动，管桩环节企业营收实现明显放量，带动头部企业存货、合同负债从二季度开始逐步下降；但海缆环节由于确收时点相对较晚，25Q2-26Q1存货及合同负债持续向上，预计有望在26Q2-Q3迎来大规模项目确收。
- 26Q1国内海风项目整体开工水平较低，但随着“十五五”海风发展目标确定、江苏龙源射阳等标志性项目开工，国内海风项目或有望在后三个季度大规模启动，从海力及天顺合同负债及存货规模看，26Q1环比25Q4均有所提升。

图表：25Q2-4海缆及管桩存货变动趋势分化（亿元）



资料来源：iFind，国金证券研究所

图表：25Q2-4海缆及管桩合同负债变动趋势分化（亿元）



资料来源：iFind，国金证券研究所

03 投资建议

- 看好板块“十五五”打破周期走向成长，重点推荐三条更具盈利弹性的主线：
 - 1) 受益于国内风机量价持续超预期、两海收入结构提升、绿氢氨醇业务放量驱动盈利趋势性改善的整机环节，重点推荐：金风科技、运达股份、明阳智能、三一重能等；
 - 2) 受益于“两海”需求高景气、海外订单外溢，盈利有望持续向上的海缆、基础环节，重点推荐：大金重工、东方电缆，建议关注：天顺风能、海力风电、中天科技、泰胜风能等；
 - 3) 具备出海、品类扩张或紧缺环节产能释放的零部件结构性机会，重点推荐：金雷股份；建议关注：振江股份、德力佳、新强联、日月股份、时代新材等。

图表：风电板块标的估值表

证券代码	名称	总市值 (亿元)	2025	2026E		2027E		2028E	
			归母净利 (亿元)	归母净利 (亿元)	PE	归母净利 (亿元)	PE	归母净利 (亿元)	PE
002487.SZ	大金重工*	541	11.0	18.3	30	30.4	18	43.9	12
301155.SZ	海力风电*	133	3.5	5.3	25	8.7	15	12.2	11
603218.SH	日月股份*	130	5.5	6.8	19	9.4	14	10.5	12
603606.SH	东方电缆*	433	12.7	18.3	24	22.9	19	27.0	16
300443.SZ	金雷股份*	100	3.1	5.5	18	6.6	15	8.0	12
601615.SH	明阳智能*	360	6.6	15.7	23	24.7	15	32.7	11
688349.SH	三一重能*	309	7.1	15.5	20	25.4	12	31.5	10
002202.SZ	金风科技*	1104	27.7	41.5	27	58.3	19	77.7	14
300772.SZ	运达股份*	133	3.4	7.9	17	15.5	9	22.2	6
300129.SZ	泰胜风能	129	2.1	3.4	38	4.2	30	4.9	26
300850.SZ	新强联	176	8.2	11.2	16	13.4	13	15.6	11
603092.SH	德力佳	299	8.3	10.9	27	13.6	22	16.0	19
605305.SH	中际联合	103	5.3	6.7	15	8.2	13	9.8	10
002531.SZ	天顺风能	210	-2.4	7.0	30	11.3	19	17.0	12
002080.SZ	中材科技	1060	18.2	29.6	36	38.3	28	48.8	22
601016.SH	节能风电	327	6.9	6.6	50	8.0	41	9.6	34
001289.SZ	龙源电力	1074	45.3	45.7	24	51.3	21	56.8	19
平均值					26		19		15
中位数					24		17		12

资料来源：iFind，国金证券研究所；带“*”星号”公司采用国金证券盈利预测，其余公司采用iFind一致盈利预期，股价采用2026/5/7收盘价

04 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