

全球风电主轴龙头打造多元成长动能

华泰研究

2026 年 7 月 27 日 | 中国内地

首次覆盖

新能源及动力系统

首次覆盖金雷股份，给予“买入”评级，A 股目标价为 27 元，对应 2026 年 18x PE。公司作为全球风电主轴龙头，深化“锻+铸”双轮驱动战略，加速开拓海外市场，市占率行业领先，并拓展轴承座、轮毂底座、滑动轴承等业务，丰富风电产品布局；依托铸锻件全产业链生产工艺，积极布局其他精密轴、核乏燃料罐等业务，构筑多元化成长动能。

全球风电景气向上，铸造主轴迎来结构性机遇

能源安全与清洁能源转型驱动全球风电行业迈入高景气周期，国内《风能北京宣言 2.0》明确“十四五”装机目标，欧洲《北海海上风电投资协定》确立 2050 年北海 300GW 海风装机目标。根据 GWEC 预测，2026-2030 年全球风电新增装机为 969.5GW，较 2021-2025 年提升 70%，其中陆风、海风分别为 840、129.5GW。为满足风机大型化、低成本、轻量化需求，铸造主轴渗透率持续提升，我们预计 2025/26/27 年渗透率分别为 46%/57%/62%，对应市场需求 35.3/46.7/52.4 万吨。

深化“锻+铸”双轮驱动战略，出海进展行业领先

公司深化“锻+铸”双轮驱动战略，加大海外市场开拓，筑牢风电基本盘。1) 锻造方面，依托于先进生产工艺、原材料自供与优质客户资源，公司盈利能力优于同行。2) 铸造方面，公司产品覆盖主轴、轴承座、轮毂、底座等，2025 年铸造产能达到 10 万吨，受益于铸造主轴渗透率提升，公司产能利用率提升至 102%，2026 年计划新增 8 万吨产能以满足客户需求。3) 新业务方面，公司积极布局滑动轴承，已完成齿轮箱轴承样件交付、主轴轴承样机合同签署。4) 海外拓展方面，公司已完成海外客户布局，是西门子歌美飒、维斯塔斯、恩德锻造主轴核心供应商，近年来海外营收占比超 25%，位居行业前列；并积极推进铸造业务出海，已实现西门子歌美飒海上铸造主轴订单起量，并完成维斯塔斯铸造产品供应商认证。

积极拓展应用领域，打造成长新动能

依托于成熟生产管理体系、严格质量控制体系及全流程生产工艺，公司积极拓展产品应用领域，有望对冲风电行业周期性波动。1) 自由锻件领域，公司产品覆盖轴类、圈体、筒体等，广泛应用于船舶制造、能源电力、矿山机械等行业，2022-2025 年营收 CAGR 为 45%，毛利率保持在 34% 左右。2) 铸造领域，公司已签署核乏燃料产品订单，公司预计 2026 年实现小批量成品交付。

我们与市场观点的不同

市场担忧国内风电招标承压，叠加铸件企业布局主轴或导致铸造主轴供需格局恶化。我们认为需求端短期招标同比下滑主要受去年同期高基数影响，从前置核准数据来看，根据风电头条统计，2026 年 1-5 月国内风电核准 60GW，同比+22%，有望支撑后续招标回暖；供给端风电主轴兼具技术、客户、资金壁垒，公司先发优势显著，后续凭借产能快速上量巩固龙头地位。

盈利预测与估值

我们预测公司 2026/27/28 年归母净利润分别为 4.8/5.6/6.9 亿元，对应 EPS 为 1.50/1.75/2.16 元。参考可比公司 2026 年 PE 均值为 13.8x，考虑到公司持续深化品类扩张与市场拓展，为中长期业绩增长提供较强支撑，给予 2026 年 18x PE，对应目标价为 27 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：风电行业装机不及预期、市场竞争加剧、新业务拓展不及预期、原材料价格波动、地缘政治不确定性、产能爬坡不及预期。

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

27.00

刘俊

SAC No. S0570523110003
SFC No. AVM464

研究员

karlliu@htsc.com
+(852) 3658 6000

边文蛟

SAC No. S0570518110004
SFC No. BSJ399

研究员

bianwenjiao@htsc.com
+(86) 755 8277 6411

苗雨菲

SAC No. S0570523120005
SFC No. BTM578

研究员

miaoyufei@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

宫宇博*

SAC No. S0570526070015

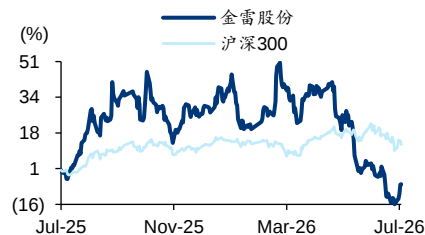
研究员

gongyubo@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(人民币 截至 7 月 24 日)	20.60
市值(人民币百万)	6,595
6 个月平均日成交额(人民币百万)	305.39
52 周价格范围(人民币)	18.54-33.30

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	2,489	2,973	3,556	4,020
+/-%	26.54	19.42	19.62	13.04
归属母公司净利润(百万)	314.49	478.98	561.81	693.07
+/-%	81.97	52.31	17.29	23.36
EPS(最新摊薄)	0.98	1.50	1.75	2.16
ROE(%)	5.11	7.37	8.08	9.22
PE(倍)	20.97	13.77	11.74	9.52
PB(倍)	1.05	0.98	0.92	0.84
EV EBITDA(倍)	9.72	7.23	6.21	4.67
股息率(%)	0.97	0.97	0.97	0.97

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,478	3,763	3,938	4,643	5,281
现金	1,127	684.45	1,127	1,062	1,683
应收账款	866.99	854.58	947.26	1,208	1,228
其他应收账款	4.45	16.45	6.29	20.29	11.15
预付账款	10.41	17.76	35.18	21.99	36.34
存货	870.37	855.29	854.60	1,167	1,073
其他流动资产	599.28	1,335	967.66	1,164	1,250
非流动资产	3,172	3,313	3,743	3,757	3,645
长期投资	5.00	4.94	6.17	7.72	9.65
固定投资	2,355	2,598	2,875	2,893	2,832
无形资产	265.69	260.62	290.70	320.80	335.51
其他非流动资产	545.82	449.23	571.25	535.37	467.98
资产总计	6,650	7,077	7,681	8,400	8,926
流动负债	496.15	640.21	811.27	1,043	944.49
短期借款	3.30	3.30	121.58	42.73	55.87
应付账款	388.15	502.91	565.77	838.32	761.97
其他流动负债	104.70	133.99	123.93	161.67	126.65
非流动负债	126.11	140.56	158.17	147.55	141.63
长期借款	0.00	10.01	24.43	18.47	10.51
其他非流动负债	126.11	130.56	133.74	129.08	131.13
负债合计	622.26	780.77	969.45	1,190	1,086
少数股东权益	6.38	6.80	7.43	8.17	9.08
股本	320.13	320.13	320.13	320.13	320.13
资本公积	3,142	3,118	3,118	3,118	3,118
留存公积	2,626	2,886	3,268	3,716	4,269
归属母公司股东权益	6,022	6,289	6,704	7,202	7,831
负债和股东权益	6,650	7,077	7,681	8,400	8,926

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	328.06	(189.60)	954.17	334.84	831.48
净利润	172.73	314.90	479.61	562.55	693.98
折旧摊销	220.09	238.09	235.50	267.74	288.32
财务费用	(24.21)	(12.79)	(11.13)	(13.52)	(19.05)
投资损失	(12.81)	(11.52)	(11.08)	(11.82)	(11.50)
营运资金变动	(36.33)	(548.64)	312.40	(463.00)	(130.99)
其他经营现金	8.59	(169.64)	(51.12)	(7.11)	10.70
投资活动现金	(325.30)	(251.22)	(596.46)	(265.00)	(170.11)
资本支出	(393.81)	(262.34)	(638.43)	(276.22)	(183.87)
长期投资	35.41	7.75	(1.23)	(1.54)	(1.93)
其他投资现金	33.10	3.37	43.21	12.77	15.69
筹资活动现金	(620.89)	(18.82)	84.62	(135.07)	(39.97)
短期借款	(354.82)	(0.00)	118.28	(78.85)	13.14
长期借款	0.00	10.01	14.42	(5.96)	(7.96)
普通股增加	(5.32)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(90.10)	(23.61)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(170.64)	(5.21)	(48.08)	(50.26)	(45.15)
现金净增加额	(614.24)	(454.99)	442.34	(65.22)	621.40

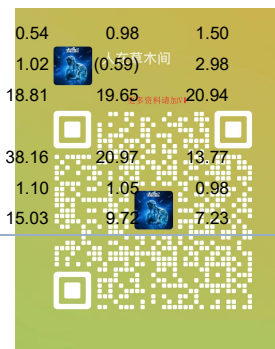
资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,967	2,489	2,973	3,556	4,020
营业成本	1,548	1,799	2,137	2,527	2,800
营业税金及附加	26.55	26.62	31.79	38.02	42.98
营业费用	23.29	28.34	29.73	32.01	32.16
管理费用	120.92	136.67	154.60	170.70	188.94
财务费用	(24.21)	(12.79)	(11.13)	(13.52)	(19.05)
资产减值损失	(17.65)	(8.48)	(8.92)	(10.67)	(12.06)
公允价值变动收益	(18.65)	(25.95)	50.00	0.00	0.00
投资净收益	12.81	11.52	11.08	11.82	11.50
营业利润	174.17	387.42	564.33	661.90	816.53
营业外收入	0.46	0.49	0.76	0.76	0.76
营业外支出	1.62	0.86	0.84	0.84	0.84
利润总额	173.01	387.05	564.25	661.82	816.45
所得税	0.28	72.15	84.64	99.27	122.47
净利润	172.73	314.90	479.61	562.55	693.98
少数股东损益	(0.10)	0.41	0.63	0.74	0.91
归属母公司净利润	172.82	314.49	478.98	561.81	693.07
EBITDA	370.46	619.15	790.10	917.82	1,088
EPS (人民币，基本)	0.54	0.99	1.50	1.75	2.16

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	1.11	26.54	19.42	19.62	13.04
营业利润	(61.91)	122.43	45.66	17.29	23.36
归属母公司净利润	(58.03)	81.97	52.31	17.29	23.36
获利能力 (%)					
毛利率	21.33	27.75	28.11	28.93	30.34
净利率	8.78	12.65	16.13	15.82	17.26
ROE	2.85	5.11	7.37	8.08	9.22
ROIC	2.37	4.96	7.07	7.73	8.85
偿债能力					
资产负债率 (%)	9.36	11.03	12.62	14.17	12.17
净负债比率 (%)	(17.13)	(9.26)	(13.21)	(12.57)	(19.42)
流动比率	7.01	5.88	4.85	4.45	5.59
速动比率	5.12	3.82	3.49	3.08	4.10
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.36	0.40	0.44	0.46
应收账款周转率	2.46	2.89	3.30	3.30	3.30
应付账款周转率	4.63	4.04	4.00	3.60	3.50
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.98	1.50	1.75	2.16
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	(0.59)	2.98	1.05	2.60
每股净资产(最新摊薄)	18.81	19.65	20.94	22.50	24.46
估值比率					
PE (倍)	38.16	20.97	13.77	11.74	9.52
PB (倍)	1.10	1.05	0.98	0.92	0.84
EV EBITDA (倍)	15.03	9.72	7.23	6.21	4.67



正文目录

投资要点	5
核心观点	5
我们与市场观点的不同	5
金雷股份：风电主轴龙头，铸锻双轮驱动	6
全球风电景气向上，铸造主轴迎来结构性机遇	10
能源转型与能源自主双轮驱动，风电进入新一轮增长周期	10
国内：电力市场化交易支撑风电占比提升，行业宣言及十五五规划指明发展方向	10
海外：能源独立支撑风电景气向上，亚非拉陆风与欧洲海风成为主要增量来源	12
风机大型化驱动铸造主轴渗透率提升	13
行业壁垒较高，竞争格局稳固	15
全球风电主轴龙头，打造多元成长动能	17
“铸+锻”双轮驱动，海外市场加速开拓	17
锻造业务：风电主轴市占率领先，拓展自由锻优化产品结构	17
铸造业务：加码产能布局，出海与新业务释放成长弹性	20
拓展轴承业务，培育业绩增长点	22
盈利预测与估值	23
盈利预测	23
估值	25
风险提示	26

图表目录

图表 1：金雷股份发展历程	6
图表 2：金雷股份铸锻件产能	6
图表 3：金雷股份铸锻件产销量	6
图表 4：金雷股份股权架构（截至 2026 年 5 月 22 日）	7
图表 5：金雷股份营收	7
图表 6：金雷股份归母净利润	7
图表 7：金雷股份毛利率与净利率	8
图表 8：生铁废钢价格	8
图表 9：金雷股份分产品收入占比	8
图表 10：金雷股份分产品毛利率	8
图表 11：金雷股份期间费用率	9
图表 12：同行业公司期间费用率对比	9
图表 13：金雷股份股价复盘	9
图表 14：2025-26 年各省（市、区）风电光伏机制电价竞价结果	10
图表 15：国内风电招标容量	11

图表 16: 截至 2025 年底国内陆上风电累计装机容量占比	11
图表 17: 十五五国内海上风电装机目标	11
图表 18: 国内风电新增装机规模	11
图表 19: 全球可再生能源度电成本	12
图表 20: 风电兼具经济性与可用性	12
图表 21: 欧洲海上风电政策梳理	12
图表 22: 海外陆风新增装机	12
图表 23: 海外海风新增装机	12
图表 24: 风机结构示意图	13
图表 25: 铸造和锻造工艺流程及优劣势对比	13
图表 26: 国内陆上和海上风机平均单机容量持续提升	14
图表 27: 全球风电传动链各技术路线市占率	14
图表 28: 全球风电主轴市场需求测算	15
图表 29: 2023-2025 年全球风电主轴格局稳固	16
图表 30: 头部主轴企业风电主轴营业收入	16
图表 31: 铸造主轴供给格局梳理	16
图表 32: 2026 年铸造主轴供需格局收紧	16
图表 33: 金雷股份锻造主轴销量及市占率	17
图表 34: 金雷股份研发人员数量高于同行	17
图表 35: 金雷股份研发费用高于同行	17
图表 36: 公司具备全流程制造能力	18
图表 37: 金雷股份直接材料占比低于同行	18
图表 38: 金雷股份主轴毛利率高于同行	18
图表 39: 金雷股份锻造主轴单价高于同行	19
图表 40: 金雷股份自由锻出货量持续提升	19
图表 41: 金雷股份自由锻营业收入持续提升	19
图表 42: 金雷股份自由锻与锻造主轴销售单价与毛利率	19
图表 43: 金雷股份自由锻产量及市占率持续提升	20
图表 44: 金雷股份锻件产销量及产能利用率	20
图表 45: 金雷铸造业务产能布局和客户导入持续推进	21
图表 46: 金雷股份铸件产能、产量及产能利用率稳步提升	21
图表 47: 金雷股份铸造主轴量价利	21
图表 48: 全球核电装机预测	21
图表 49: 金雷传动轴承业务主要产品	22
图表 50: 公司收入与利润情况	23
图表 51: 公司分板块盈利预测情况	24
图表 52: 公司费用率情况	25
图表 53: 可比公司估值表 (Wind 一致预期, 截至 2026 年 7 月 24 日收盘价)	25
图表 54: 金雷股份 PE-Bands	25
图表 55: 金雷股份 PB-Bands	25

投资要点

核心观点

风电零部件目前我们优先推荐金雷股份，主要得益于短期铸造主轴出货放量，中长期铸造主轴、其他精密轴、核乏燃料罐贡献多元化增量。公司作为全球风电主轴龙头，深化“锻+铸”双轮驱动战略，加速开拓海外市场，根据公司 2026 年定增募集说明书，2023-25 年公司市占率分别为 28.3%/27.6%/27.1%，位于行业领先地位，同时积极拓展轴承座、轮毂底座、滑动轴承等品类，丰富风电产品布局。1Q26 公司营收/归母净利润同比+27.7%/+21.9%，主要原因为铸造主轴出货同比+275%，实现规模效应释放；依托铸锻件全产业链生产工艺，积极布局其他精密轴、核乏燃料罐等业务，实现订单释放，构筑多元化成长动能。

能源独立与能源转型驱动全球风电迈入高景气周期，风机大型化支撑铸造主轴渗透率提升。国内电力市场化交易背景下，由于风电日内波动较小，机制电价较高，2025-26 年国内机制电量分配风电占比约六成。尽管短期风机招标受制于同期高基数有所承压，中长期以旧换新、绿电直连或支撑需求稳中有升，行业《风能北京宣言 2.0》明确“十五五”年均风电新增装机不低于 120GW，十五五规划确立年均海风新增装机超 10GW。海外缺电与能源独立背景下，风电兼具经济性与可用性，在政策推动下，亚非拉陆风与欧洲海风成为主要增量来源，根据 GWEC 预计，2026-2030 年 CAGR 分别为 19.6%、35.9%。风机大型化降本趋势明确，2025 年国内陆上/海上风机平均容量分别为 7.1/10.1MW，较 2020 年提升 173%/106%。铸造主轴凭借生产效率和材料利用率优势，渗透率持续提升，我们预计 2025/26/27 年渗透率分别为 46%/57%/62%，对应市场需求 35.3/46.7/52.4 万吨。

公司深化“锻+铸”双轮驱动战略，筑牢风电基本盘。1) 锻造方面，公司为全球锻造主轴龙头，凭借先进生产工艺、全流程制造能力、优质客户群体等优势，市占率行业领先，我们测算 2023-2025 年全球市占率 27-28%，整体保持稳定。公司出海进展领先，与西门子歌美飒、恩德、GE、维斯塔斯等建立稳定的战略合作关系，并占据其锻造主轴第一供应商的位置。2) 铸造方面，公司积极开拓产能布局，目前已有产能 10 万吨，并规划新增 8 万吨产能，逐步实现国内外客户导入，2025 年实现量价齐升，支撑毛利率同比大幅修复，后续有望受益于国内外海风装机起量，依托于产品导入先发优势实现出货放量。3) 新业务方面，公司积极布局滑动轴承，已完成齿轮箱轴承样件交付、主轴轴承样机合同签署。

积极拓展应用领域，打造成长新动能。依托于成熟生产管理体系、严格质量控制体系及全流程生产工艺，公司积极拓展产品应用领域，有助于对冲风电行业周期性波动。1) 锻造方面，公司积极布局自由锻件业务，产品广泛应用于船舶制造、能源电力、矿山机械等行业，2022-2025 年营收 CAGR 为 45%，毛利率保持 34%左右；在手订单充足，截至 2026 年 5 月 10 日，公司自由锻产品在手订单约 5.4 亿元（不含税），已超过 2025 年全年自由锻销售收入（4.7 亿元）。2) 铸造方面，公司已签署核乏燃料罐产品订单，预计 2026 年实现小批量成品交付，有望受益于全球核电装机加速，持续实现订单落地。

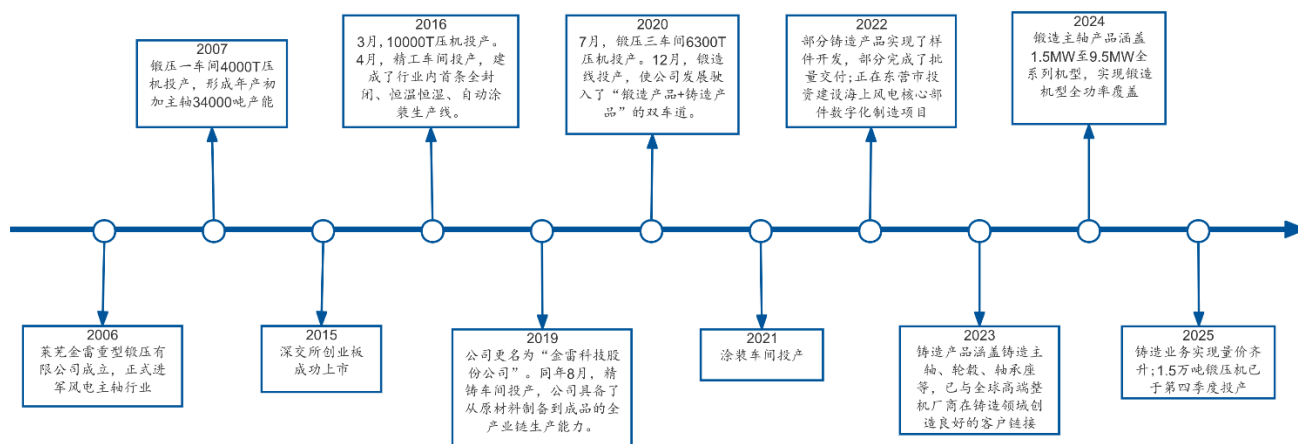
我们与市场观点的不同

- 1) 市场担忧国内风电招标承压，或导致主轴需求低迷。我们认为短期招标同比下滑主要受去年同期高基数影响，从前置核准数据来看，根据风电头条统计，2026 年 1-5 月国内风电核准 60GW，同比+22%，考虑到核准到招标周期为 1-1.5 年，有望支撑后续招标及装机回暖。
- 2) 市场担忧日月股份、国创精密、吉鑫科技等风电铸件企业布局主轴，或导致铸造主轴供需格局恶化。我们认为风电主轴加工精度高于轮毂、底座等铸件，且机加工爬坡周期较长，客户粘性高，不会轻易更换供应商，公司先发优势显著，后续有望凭借产能快速上量巩固龙头地位。

金雷股份：风电主轴龙头，铸锻双轮驱动

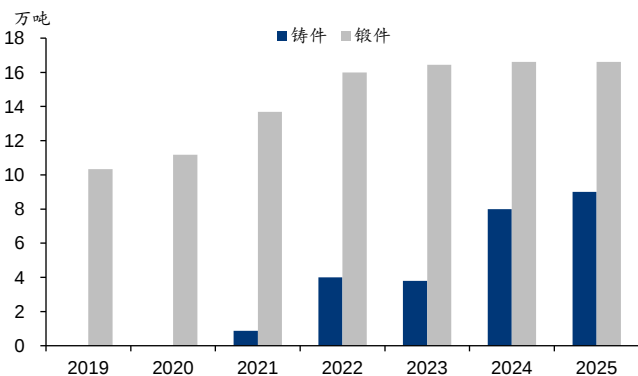
深耕风电主轴，持续拓展业务布局。2006年公司前身莱芜金雷重型锻压有限公司成立，从钢材贸易切入风电主轴赛道；2013年成为风电主轴主要制造商，根据公司招股书，全球市占率达10.35%；2014年开始大批量向远景能源供货，并与上海电气签订试制合同；2015年在深交所创业板上市，后续依托于资本市场融资渠道优势，持续加码产能建设并拓展产品品类，铸锻件产能及产量稳步提升；2016年非公开发行股票募资布局大兆瓦风力发电主轴产业化项目，新增4.2万吨锻造主轴产能、0.6万吨铸造主轴加工能力；2020年非公开发行股票募资建设海上风电主轴与其他精密传动轴项目，新增2.4万吨锻造主轴、3万吨其他精密轴产能以及1万吨铸造主轴加工产能；2022年公司铸件产品开始批量交付，定增募资建设海上风电核心部件数字化制造项目一期，新增10万吨5MW及以上铸件产能；2026年拟定增募资建设高端传动装备科创产业园项目和风电核心部件数字化制造改扩建项目，新增6万吨自由锻件、8万吨风电铸件产能。

图表1：金雷股份发展历程



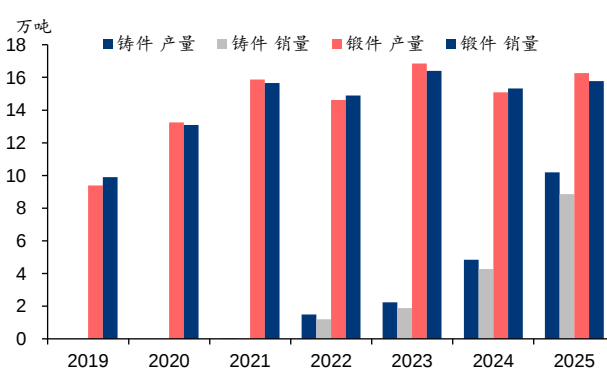
资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：金雷股份铸锻件产能



资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：金雷股份铸锻件产销量

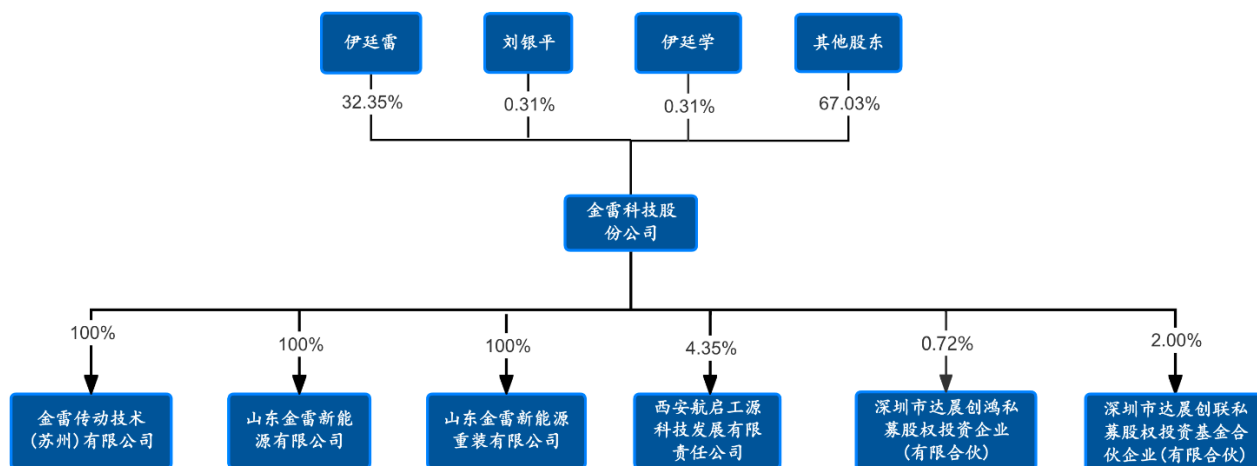


资料来源：公司公告，华泰研究

公司产品聚焦于“风电装备核心部件”与“多元化高端铸锻件”。公司产品矩阵覆盖海陆能源、重型机械、高端装备核心部件等多场景。1) 风电铸锻件：1.5-9.5MW 锻造主轴、5-30MW 铸造主轴以及轮毂、底座、连体轴承座等大型风机核心部件。2) 自由锻件：包括轴类、筒类、圈类等，下游领域包括船舶制造、能源电力、矿山机械等多个行业。

公司股权结构较为集中。截至 2026 年 5 月 22 日，公司控股股东及实控人伊廷雷先生持股 32.35%，其一致行动人刘银平、伊廷学分别持股 0.31%、0.31%，合计持股 32.97%，股权结构较为集中。公司主要有 3 家全资子公司，其中金雷新能源布局风能、太阳能发电项目，金雷重装布局风电铸件与风电整机传动链装配，金雷传动通过控股辽源所布局滑动轴承。

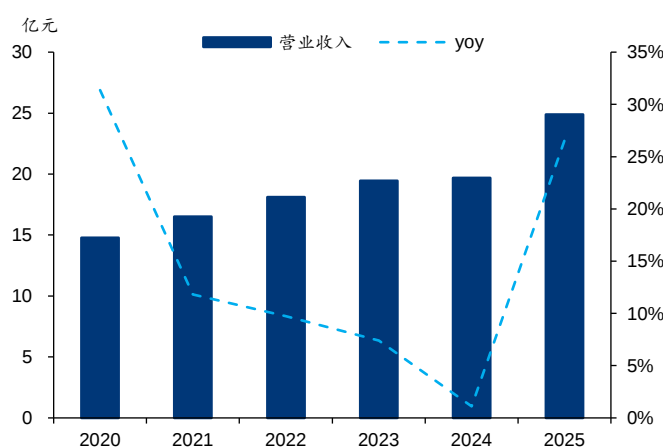
图表4：金雷股份股权架构（截至 2026 年 5 月 22 日）



资料来源：公司官网，华泰研究

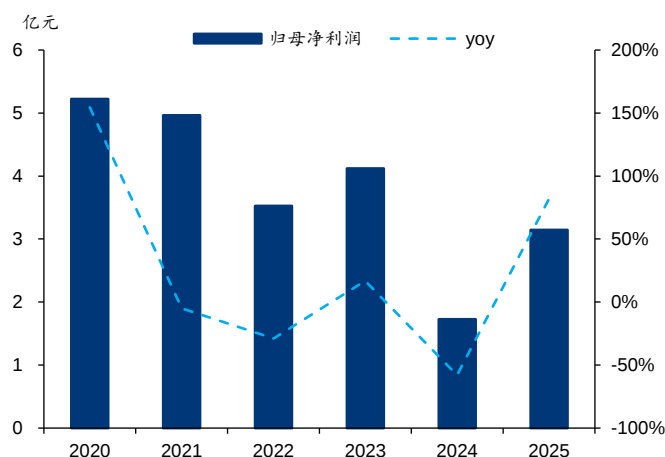
公司历史业绩随行业周期、原材料价格及产能爬坡呈阶段性波动。2020 年受益于国内陆风抢装，公司营收同比增速为 31.4%，叠加主轴产品价格上行，净利润同比+154.5%。2021-2022 年，受制于原材料价格上涨，公司毛利率承压，导致净利润同比下滑。2023 年原材料价格企稳、叠加产品及客户结构优化，支撑毛利率和净利润同比回升。2024 年行业竞争加剧导致铸件价格下跌，叠加铸件产能爬坡单位成本费用处于高位，导致毛利率和净利润大幅承压。2025 年国内 136 号文驱动风电抢装与零部件价格修复，支撑公司铸件产能快速释放，实现单位固定成本大幅下降，叠加自由锻产品出货量大幅提升，支撑归母净利润同比+82%。

图表5：金雷股份营收



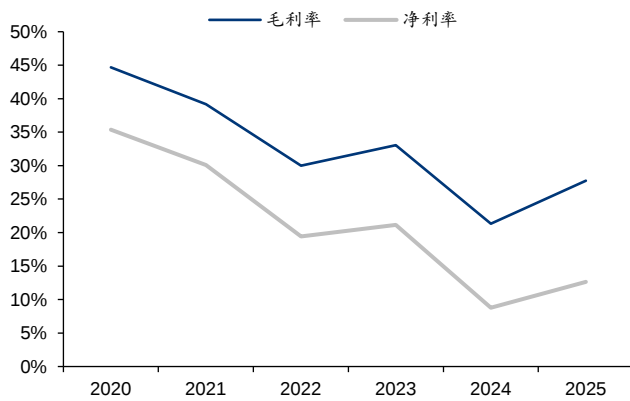
资料来源：Wind、华泰研究

图表6：金雷股份归母净利润



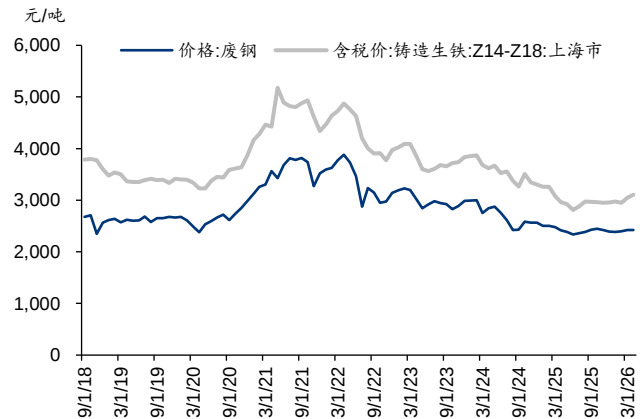
资料来源：Wind、华泰研究

图表7：金雷股份毛利率与净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

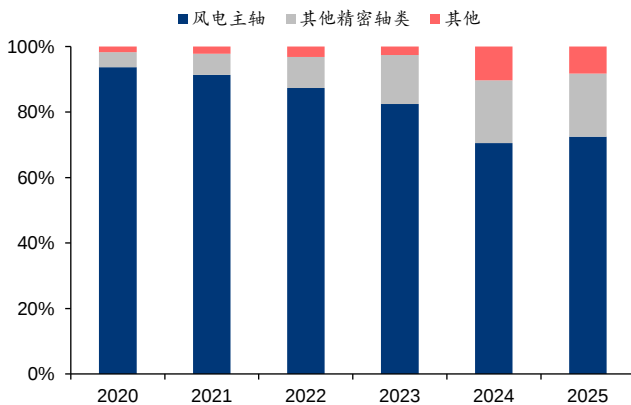
图表8：生铁废钢价格



资料来源：iFinD，华泰研究

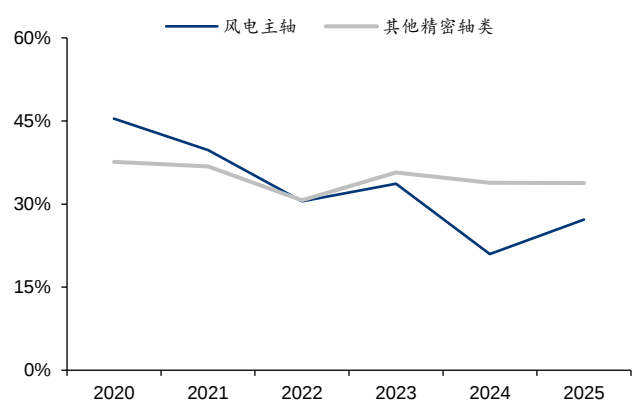
风电主轴为业绩支柱，其他精密轴业务稳定发展。从营收结构来看，风电主轴为公司主要营收来源，2020-25 年占比维持 70% 以上。其中 2020 年风电主轴营收占比达到 93.7% 的高位，后续占比有所回落，主要原因为其他精密轴加强销售团队建设及市场开发力度，营收稳步增长。从毛利率来看，风电主轴受制于原材料成本波动、产品价格及结构调整、新建产能爬坡等因素影响，2020-25 年毛利率波动较大；其他精密轴由于客户海外占比较高、下游需求场景众多，毛利率稳定在 30-36% 区间。

图表9：金雷股份分产品收入占比



资料来源：公司公告，华泰研究

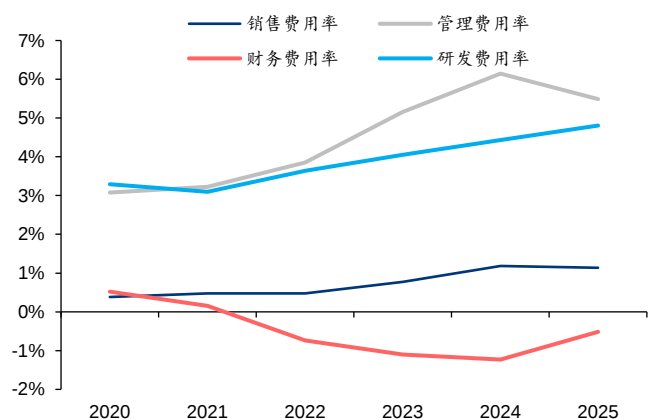
图表10：金雷股份分产品毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

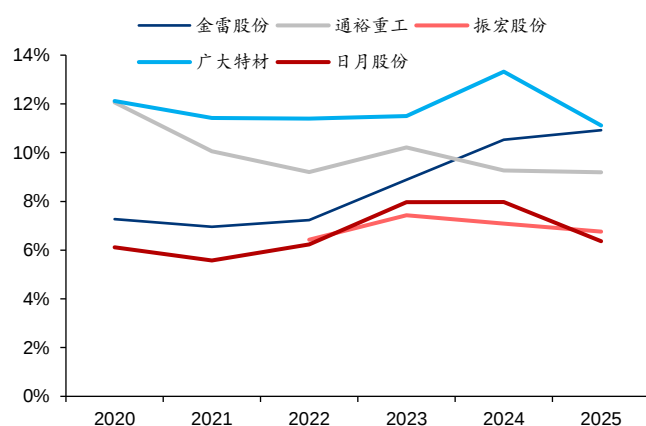
业务拓展与研发支出导致费用率波动上升。公司期间费用率 2020-22 年较平稳，保持在 7% 左右；2023 年以来有所上升，主要体现为管理及研发费用率增长，前者主要系公司开拓铸件业务管理团队人员增加，后者主要系公司新产品研发投入加大。受此影响，公司期间费用率处于行业中上水平。

图表11: 金雷股份期间费用率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表12: 同行业公司期间费用率对比



资料来源: 公司公告, 华泰研究

历经行业周期波动, 公司逐步走出低谷:

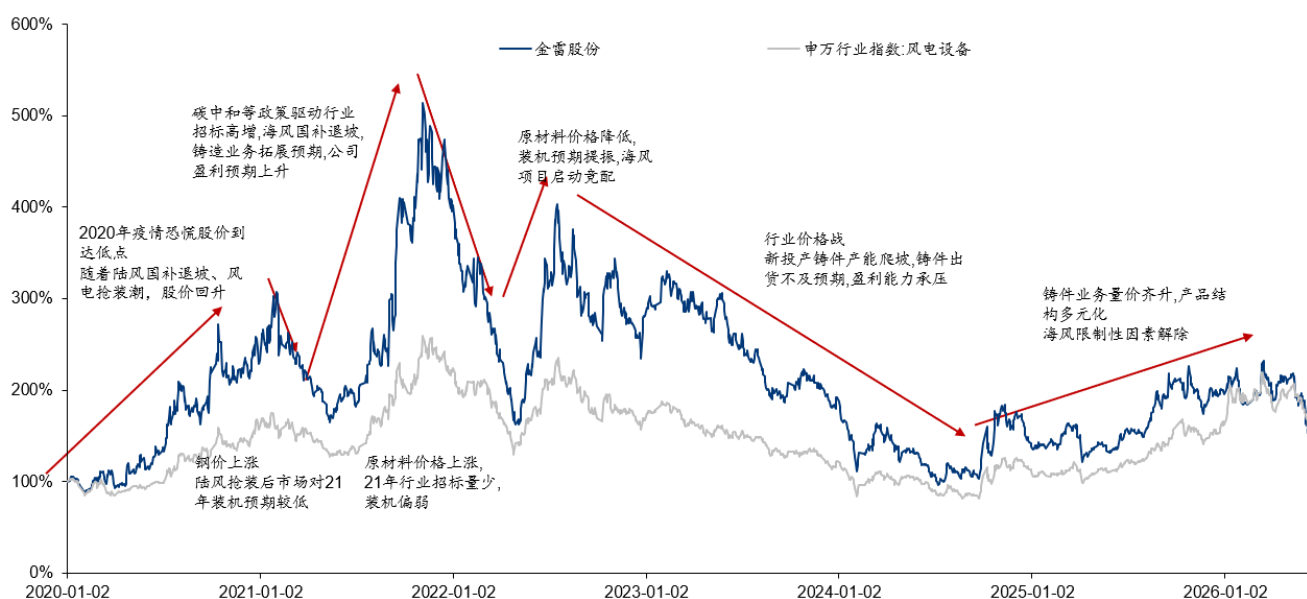
2020-2021 年: 陆风抢装驱动, 估值先扬后抑。2020 年初疫情下股价到达低点, 陆风国补退坡带来抢装潮, 订单放量推动股价持续上行, 跑赢风电板块。2021 年钢价上涨挤压利润, 陆风需求透支预期降温, 股价回调; 下半年碳中和与海风政策落地, 叠加铸造业务研发推进, 市场看好长期成长, 股价冲高至高点, 后成本、需求压力再度拖累回落。

2022-2024 年: 行业下行叠加产能阵痛, 长期磨底。2022 年钢价阶段性回落、装机预期提振带来短期修复, 但持续性有限。随后价格战开启, 行业内卷加剧; 公司东营海风铸造基地投产爬坡, 铸件出货不及预期, 新增产能抬升折旧, 盈利能力持续承压。2023-2024 年板块整体走弱, 公司股价跟随行业低位震荡, 进入周期深度磨底阶段。

2025 年至今: 铸件兑现拐点, 产能释放与行业回暖形成共振

东营铸造产能爬坡, 海上大兆瓦铸件批量交付, 铸件业务量价齐升, "锻造+铸造"双轮驱动带动整体盈利能力显著改善; 海域审批、造价等海风发展约束逐步解除, 中长期海风装机空间确定性增强。

图表13: 金雷股份股价复盘



资料来源: iFind, 华泰研究

全球风电景气向上，铸造主轴迎来结构性机遇

能源转型与能源自主双轮驱动，风电进入新一轮增长周期

国内：电力市场化交易支撑风电占比提升，行业宣言及十五五规划指明发展方向

136 号文推动新能源电价模式进入新阶段。2024 年 11 月 28 日国家能源局在京发布的《全国统一电力市场发展规划蓝皮书》首次提出到 2029 年全面建成全国统一电力市场、实现新能源在市场中的全面参与。国家发改委、能源局 2025 年 2 月发布《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》(即“136 号文”)，进一步明确了新能源项目(包括分布式)全面入市、新老项目电价划断、机制电价过渡衔接、机制电量引导规模等制度机制，推动我国新能源发展进入电价新时代。2025 年 4 月国家发改委、能源局《关于全面加快电力现货市场建设工作的通知》要求各省份陆续在 2025 年底和 2026 年中前电力现货市场转入连续结算试运行或正式运行。随着上述政策推动电力市场化顶层设计要求 and 机制的完善，新能源加速入市，迎来真正的商业模式大考。

电力供需宽松背景下，市场化交易导致新能源电价下降，但风电韧性优于光伏。我们汇总了 2025-26 年 29 个省(市、区)机制电价竞价结果，由于风电日内出力波动相对光伏较小，机制电价较高。根据水规总院统计，2025 年国内风电、光伏平均利用小时数为 1979、1088h，陆上风电、陆上光伏单位造价为 4.1、3.2 元/W，结合风电、光伏 20 年、25 年的运营年限，我们测算陆上风电平均度电成本或低于陆上光伏。从机制电量的分配及完成情况来看，2025-26 年 28 个省(市、区)安排机制电量规模 32.0GW，其中风电、光伏、不区分风光分别为 16.4、9.4、6.3GW；实际完成分配 24.3GW，其中风电、光伏分别为 14.5、9.7GW。

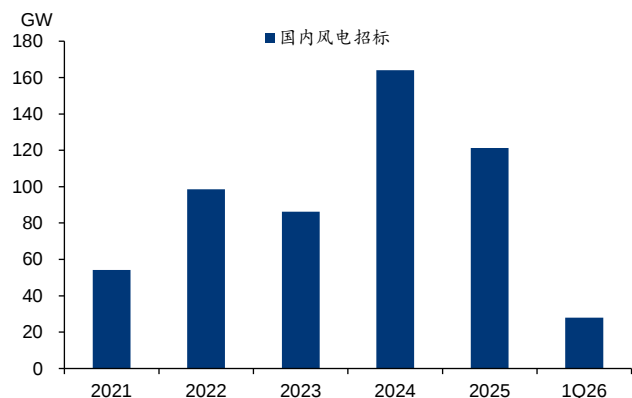
图表14： 2025-26 年各省(市、区)风电光伏机制电价竞价结果

地区			风电机制电价 (元/千瓦时)	光伏机制电价 (元/千瓦时)
西北地区	新疆	2025下半年	0.252	0.235
		2026年	0.21	0.15
	青海	2025下半年	0.24	0.24
		2026年	0.24	0.227
	甘肃	2025下半年	0.1954	0.1954
		2026年	0.1954	0.1954
	宁夏		0.2595	0.2595
	陕西		0.352	0.35
华北地区	山西	2025下半年	0.28466	0.31999
		2026年	0.277	0.3168
	河北	河北南网	0.353	0.3344
		冀北电网	0.347	0.352
	北京		0.3598	0.3598
	天津		0.3196	0.3196
东北地区	黑龙江		0.228111	0.228111
	吉林		0.25	0.334
	辽宁		0.33	0.3
东南地区	山东	2025下半年	0.319	0.225
		2026年	0.31	0.261
	江苏			0.36
	上海		0.4155	0.4155
	浙江	2025下半年		0.3929
		2026年		0.3816
	福建			海光: 0.388; 其它: 0.35
	广东			0.36
中南地区	海南			0.3998
	河南		0.304	0.276
	安徽	独立类别: 0.3837		独立类别: 0.3837
		统一类别: 0.384		统一类别: 0.384
	湖北		0.387	0.333
	湖南		0.33	0.375
	江西	2025下半年	0.375	0.33
		2026年	0.365	0.379
西南地区	重庆		0.3961	0.3963
	四川		0.393	0.373
	云南	2025下半年	0.332	0.33
		2026年	0.335	0.329
	贵州	2025下半年	0.3515	0.3515
		2026年	0.335	0.345
	广西		0.355	0.31

资料来源：风芒能源，华泰研究

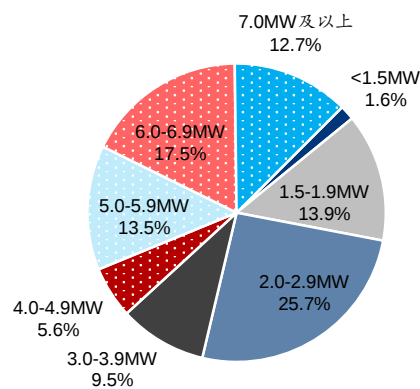
短期风机招标承压，中长期以旧换新、绿电直连或支撑需求稳中有升。由于限电比例提升与电价下滑，导致新增项目收益承压，叠加优质风资源逐步饱和，开发商观望情绪较浓。根据金风科技统计,2025FY/2026Q1 国内风电招标 121.2/28.0GW,同比下降 26.1%/2.2%。展望后续，我们看好：1) 老旧风场更新替换有望释放需求增量，根据 CWEA 统计，截至 2025 年末国内陆上 1.9MW 及以下机型累计装机 99.6GW，占比约 15.5%，运行时间或达 15 年以上，后续更新替换需求有望逐步释放。2) 绿电直连有助于打开消纳瓶颈，实现高载能产业、算力、氢氨醇、清洁供热等与新能源协同发展，进一步拓展风电潜在需求。

图表15：国内风电招标容量



资料来源：金风科技公司公告，华泰研究

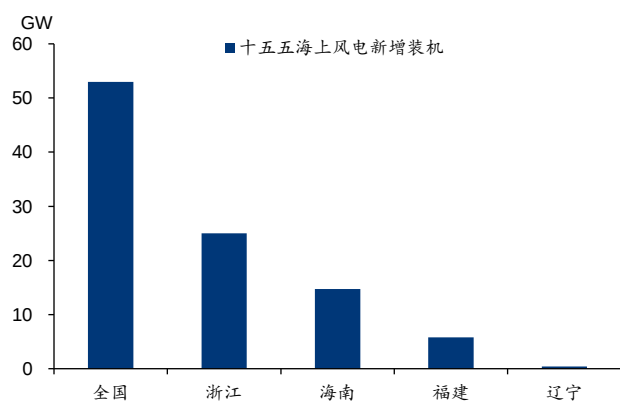
图表16：截至 2025 年底国内陆上风电累计装机容量占比



资料来源：CWEA，华泰研究

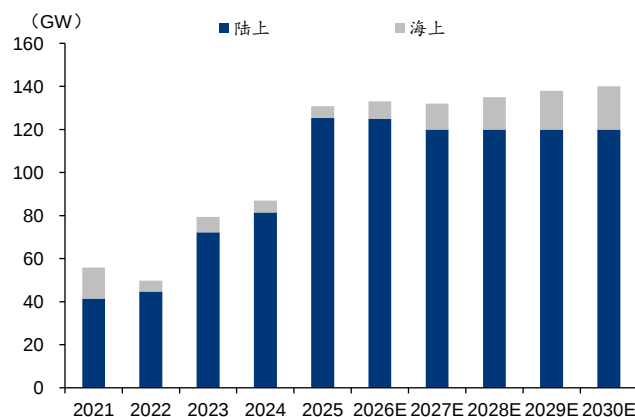
行业宣言与十五五规划为风电发展指明发展方向。2025 年 10 月，《风能北京宣言 2.0》预计“十五五”国内风电年均新增装机不低于 120GW，其中陆上、海上分别为 105、15GW，展现产业对需求增长的信心。2026 年 3 月，十五五规划提出全国海上风电累计并网装机规模突破 100GW，对应“十五五”年均新增装机超 10GW。近期福建、海南、浙江、辽宁海上风电“十五五”规划陆续落地，总规模约 46GW，后续其他沿海省市规划或陆续落地，有望支撑装机预期上调。综合以上，我们预计 2026 年国内陆上、海上风电新增装机分别 125、8GW，同比持平略增，“十五五”年均新增装机 136GW，较“十四五”提升 68%。

图表17：十五五国内海上风电装机目标



资料来源：国家发展和改革委员会，各省十五五规划，华泰研究

图表18：国内风电新增装机规模

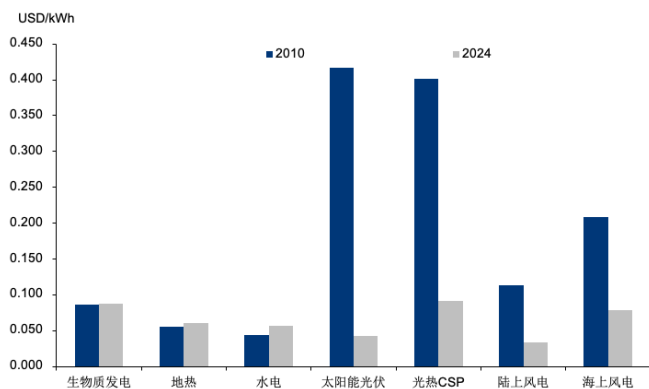


资料来源：CWEA，华泰研究预测

海外：能源独立支撑风电景气向上，亚非拉陆风与欧洲海风成为主要增量来源

海外缺电与能源独立背景下，风电兼具经济性与可用性，成为重要电源品类。海外电气化率提升与数据中心加速发展强化缺电叙事，叠加地缘冲突凸显能源独立重要性，风电作为度电成本最低的可再生能源，有望成为各国能源转型的重要选择。根据 IRENA 统计，2024 年陆上风电全球平均度电成本为 0.034USD/kWh，低于光伏、水电等。根据沃旭能源梳理，若横向对比度电成本、发电可用性、碳足迹、燃料进口依赖度等指标，海风亦具备发展潜力。

图表19：全球可再生能源度电成本



资料来源：IRENA，华泰研究

图表20：风电兼具经济性与可用性

Energy source	LCOE ¹	Production availability ²	CO ₂ footprint	Foreign reliance Fuel import
Offshore wind	59-83	High-Medium	Low	Low
Onshore wind	35-46	Medium	Low	Low
Solar PV	32-55	Low	Low	Low
Nuclear	163-279	High	Low	Medium
Natural gas	156-198	High	High	High
Coal	226-342	High	Very high	Medium

备注：LCOE 为远期预测

资料来源：沃旭能源，华泰研究

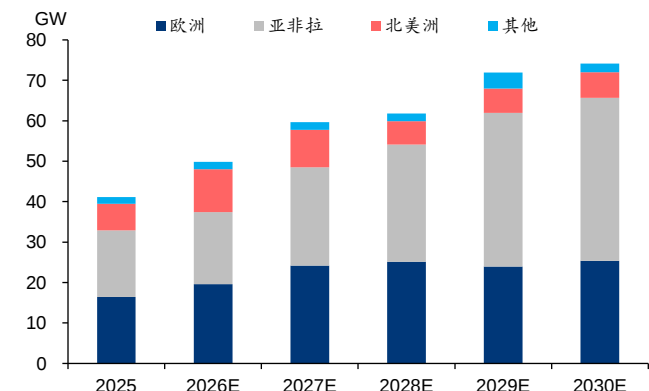
亚非拉陆风与欧洲海风有望成为未来主要增量来源。海外政府通过优化电价收益保障、提供财税优惠政策、加速审批流程等方式来支撑风电产业发展。以欧洲为例，2026 年以来各国政府陆续出台相关政策加速海上风电开发。根据 GWEC 预测，2026-2030 年海外风电新增装机 CAGR 为 14.6%，其中亚非拉陆风、欧洲海风分别为 19.6%、35.9%。

图表21：欧洲海上风电政策梳理

国家/区域	时间	政策要点
北海九国	2026.01	北海九国签署《北海海上风电投资协定》，重申 2050 年北海 300GW 目标（其中 100GW 为跨国联合项目），预计 2031-2040 年年均新增 15GW；2040 年海上风电成本较 2025 年下降 30%。
法国	2026.02	法国政府发布第三版多年能源计划（PPE3），预计 2035/2037 年海风装机 15GW、18GW，较此前 2035 年 15GW 目标有所延迟。
德国	2026.03	德国政府宣布暂停 2026 年招标，预计 2027/28/29 年招标 6/3/2GW，并对《海上风电法》（WindSeeG）进行修订。
法国	2026.04	法国政府拟合并 AO9 与 AO10 两轮招标，总规模 10GW，结果预计 2026 年底至 2027 年初公布；6 月招标启动，10 月 12 日截止。
英国	2026.05	英国政府启动 AR8 CfD 准备工作，预计 7 月 20 日开放申请，允许前期退出项目重新参与（需要申请豁免资格）。
荷兰	2026.06	荷兰政府提高 IJmuidenVer Gamma 2GW 项目财政支持力度，预计 11 月 26 日开启招标，中标结果 2027Q1 公布，Gamma-A 项目的最高价格已从 104 欧元/兆瓦时上调至 117 欧元/兆瓦时，Gamma-B 项目的上限则从 103 欧元/兆瓦时上调至 116 欧元/兆瓦时。

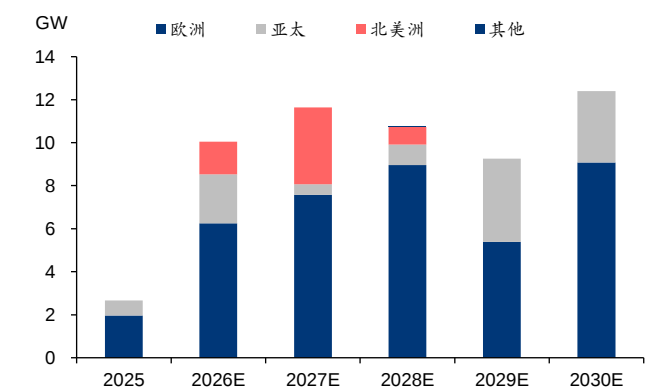
资料来源：龙船风电网，华泰研究

图表22：海外陆风新增装机



资料来源：GWEC，华泰研究

图表23：海外海风新增装机

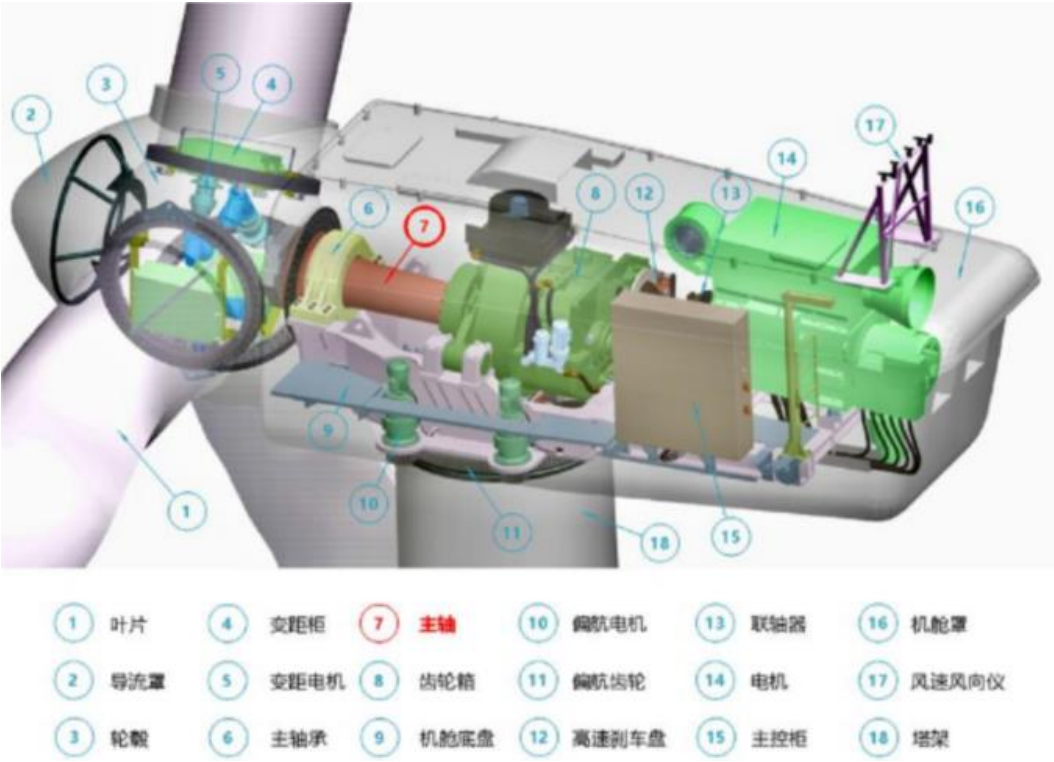


资料来源：GWEC，华泰研究

风机大型化驱动铸造主轴渗透率提升

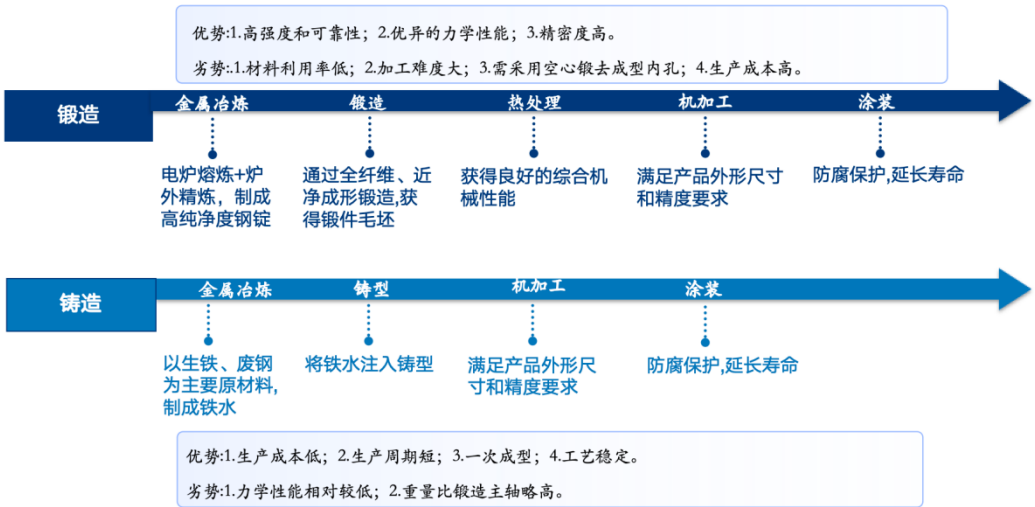
主轴为风机核心零部件，成本占比约 3%，根据生产工艺主要分为锻造和铸造。风电主轴作为传动系统核心零部件，在风机运行过程中持续处于旋转状态，受到外部恶劣环境力及叶片、轮毂等关联部件的复杂交变载荷作用，性能和质量要求高。根据生产工艺不同，主要分为锻造和铸造，二者主要差异为前道金属冶炼、粗加工以及热处理环节：锻造采用电炉熔炼+炉外精炼制成高纯净度钢锭，经锻造获取锻件毛坯，通过热处理强化综合机械性能；铸造以生铁、废钢为原料制成铁水后铸型成形。

图表24： 风机结构示意图



资料来源：振宏股份招股书，华泰研究

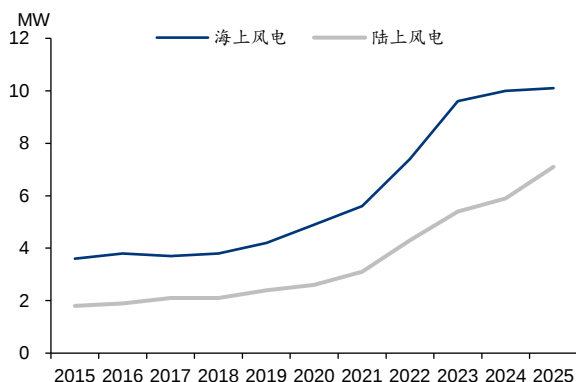
图表25： 铸造和锻造工艺流程及优劣势对比



资料来源：《大功率风力发电机组铸造主轴的结构设计与强度分析》(唐斌，2024 年)，公司公告，华泰研究

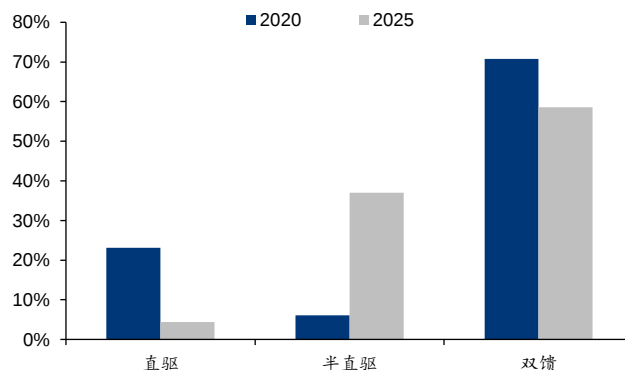
风机大型化降本趋势明确，驱动铸造主轴渗透率提升。风电平价降本驱动风机大型化提速，以国内为例，2025 年陆上/海上风机平均容量分别为 7.1/10.1MW，较 2020 年提升 173%/106%。直驱机型由于初始投资成本高、体积重量大，难以满足风机低成本、轻量化要求，市场占有率逐步降低。根据 GWEC 统计，2025 年全球直驱风机市场份额降至 4.4%，较 2020 年下降 18.7pct。风机大型化带动主轴、轴承座等零部件尺寸提升，锻造工艺需要升级设备规格，且生产周期长，铸造主轴凭借生产效率和材料利用率高，有助于降低生产成本，渗透率有望稳步提升。

图表26：国内陆上和海上风机平均单机容量持续提升



资料来源：GWEC，华泰研究

图表27：全球风电传动链各技术路线市占率



资料来源：GWEC，华泰研究

我们预计 2026/27 年全球铸造主轴需求量分别为 46.7/52.4 万吨。1) 风电装机：参考 GWEC 预测，2026/27 年全球新增风电装机 178/187GW，其中陆上 160/160GW，海上 18/27GW。2) 主轴用量：结合金雷股份历史数据，考虑到风机大型化有望摊薄主轴单位用量，我们假设 2026/27 年陆上锻造主轴单位用量分别为 0.45/0.45 万吨/GW，由于铸造主轴力学性能较低，单位用量较高，参考《大功率风力发电机组铸造主轴的结构设计与强度分析》(唐斌，2024)，我们假设铸造主轴单位用量较锻造主轴高 15%，预计 2026/27 年陆上铸造主轴单位用量分别为 0.52/0.51 万吨/GW。3) 渗透率：我们认为陆上 7MW 以上机型或具备铸造主轴应用前景，假设 2026/27 年陆上渗透率分别为 50%/55%，海上则全部应用铸造主轴。以金雷股份为例，1Q26 铸造主轴出货量 800 支，同比+275%。综上，我们测算 2026/27 年全球风电铸造主轴需求量分别为 46.7/52.4 万吨，占比 57%/62%。

图表28：全球风电主轴市场需求测算

	2023	2024	2025	2026E	2027E
全球陆上风电新增装机 (GW)	106	109	155	160	160
主轴渗透率	94%	93%	97%	98%	98%
全球陆上风机平均功率 (MW)	4.8	5.3	6.2	6.5	6.7
铸造主轴渗透率	4%	13%	40%	50%	55%
铸造主轴单位用量 (万吨/GW)	0.60	0.57	0.53	0.52	0.51
铸造主轴需求量 (万吨)	2.2	7.8	32.4	41.0	44.2
锻造主轴渗透率	96%	87%	60%	50%	45%
锻造主轴单位用量 (万吨/GW)	0.52	0.50	0.46	0.45	0.45
锻造主轴需求量 (万吨)	49.8	43.9	41.8	35.7	31.4
陆上主轴需求量 (万吨)	52.0	51.8	74.2	76.7	75.6
全球海上风电新增装机 (GW)	11	8	9	18	27
主轴渗透率	61%	67%	72%	75%	75%
全球海上风机平均功率 (MW)	9.6	9.8	10.3	10.8	11.2
铸造主轴渗透率	100%	100%	100%	100%	100%
铸造主轴单位用量 (万吨/GW)	0.48	0.46	0.43	0.42	0.41
铸造主轴需求量 (万吨)	3.1	2.5	2.9	5.7	8.2
全球主轴需求量 (万吨)	55.1	54.2	77.0	82.4	83.8
铸造主轴	5.3	10.3	35.3	46.7	52.4
占比	10%	19%	46%	57%	62%
锻造主轴	49.8	43.9	41.8	35.7	31.4
占比	90%	81%	54%	43%	38%

资料来源：GWEC, CWEC, 金雷股份公告, 华泰研究预测

行业壁垒较高，竞争格局稳固

风电主轴兼具技术、客户、资金壁垒：

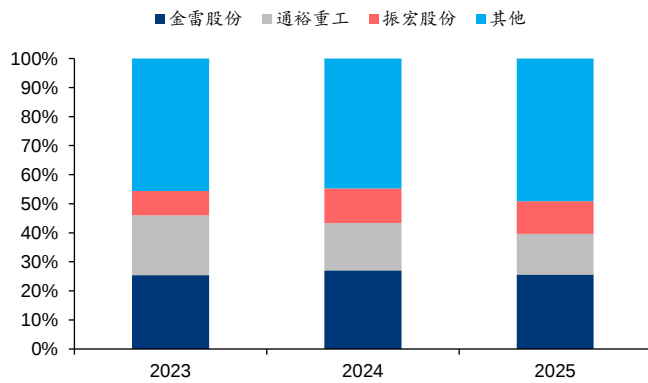
1、技术壁垒。风电主轴属于大型零部件，产品服役工况恶劣，对企业技术沉淀和经验积累提出了较高要求。铸锻及热处理环节多在高温、高压及非稳态条件下进行，变形机理复杂、影响因素众多，生产企业必须依托高科技检测手段与长期理论试验研究，方能掌握核心工艺参数；同时，随着风电主轴向大兆瓦、海上风电方向升级，生产企业需要在加热规范、锻造比分配、热处理温度曲线等核心工艺环节形成成熟的“工艺数据库”。目前仅少数头部企业掌握了高品质、大兆瓦风电主轴制造技术，金雷股份、通裕重工、振宏股份具备 20 年生产经验，能够根据客户需求快速开发高性能新产品，中小企业因缺乏长期经验积累而难以进入主流市场。

2、客户认证壁垒。风电主轴使用寿命长达 15-20 年，且更换成本高、更换难度大，因此风电整机制造商通常会进行长时间的严格考察，并均有自行制订的供应商认证体系。在既定的产品标准下，更换零部件供应商的转换成本高且周期长，若风电主轴制造商提供的产品能持续达到其质量要求，则其将达成长期稳定的合作关系。同时，不同客户对外观、尺寸、性能均有不同要求，因此产品专用性强，在先行进入的风电主轴制造商已经与下游风电整机制造商达成战略合作伙伴的情况下，后进入者打开市场难度较大。

3、资金壁垒。风电主轴、自由锻件制造生产流程较多，涉及金属冶炼、锻压、热处理、机械加工、涂装等多个工艺环节，设备及相关能源动力、生产组织配套整体投入大、产能建设周期长，根据振宏股份招股书，年产 5 万吨高品质锻件改扩建项目总投资 4.15 亿元，建设期 24 个月。同时，生产过程又需要垫付较多流动资金以保证存货采购的资金周转。

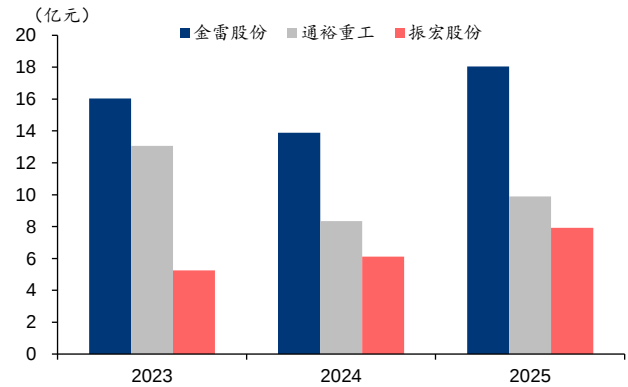
行业格局稳定，头部企业份额领先。目前行业已形成以金雷股份、通裕重工和振宏股份三家专业化风电主轴生产厂商为主的格局，CR3 超 50%。随着铸造主轴需求持续释放，日月股份、龙马集团等风电铸件龙头逐步切入主轴市场。展望后续，在风电主轴大型化和锻改铸趋势下，中小型锻造主轴企业或逐步退出市场，拥有大兆瓦且配套精加工的头部企业市占率有望逐步提升。

图表29：2023-2025 年全球风电主轴格局德国



资料来源：iFinD，金雷股份定增募集说明书，华泰研究

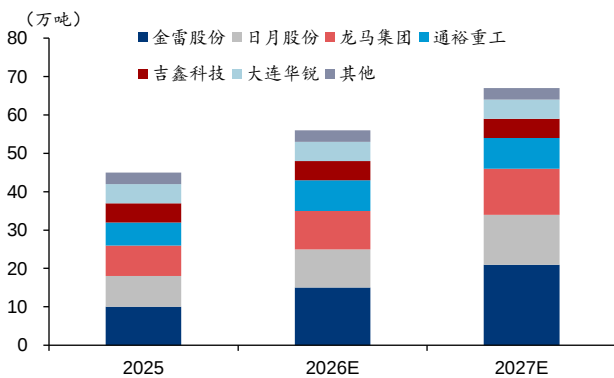
图表30：头部主轴企业风电主轴营业收入



资料来源：iFinD，华泰研究

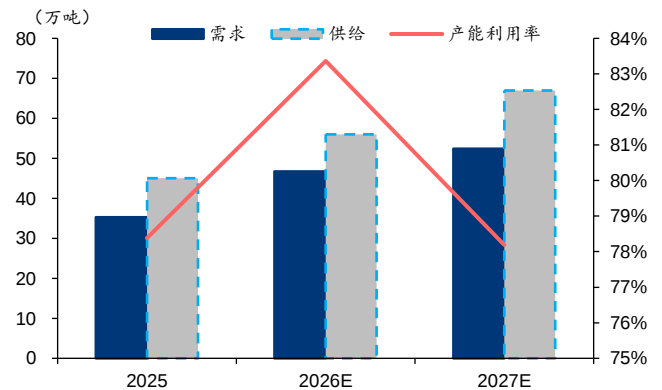
铸造主轴供需格局偏紧，精加工或制约产能释放。结合前文测算，我们预计 2026/27 年全球铸造主轴需求量分别为 46.7/52.4 万吨。由于铸造主轴精加工精度高于轮毂底座，传统铸件企业需配套专业化设备分线生产，叠加工艺 know-how 较高，扩产周期长达 1-2 年。受此影响，2026 年或出现供需格局收紧，产能利用率提升至 83%，2027 年随着新增产能释放或有所缓解。

图表31：铸造主轴供给格局梳理



资料来源：公司公告，华泰研究测算

图表32：2026 年铸造主轴供需格局收紧



资料来源：公司公告，华泰研究测算

全球风电主轴龙头，打造多元成长动能

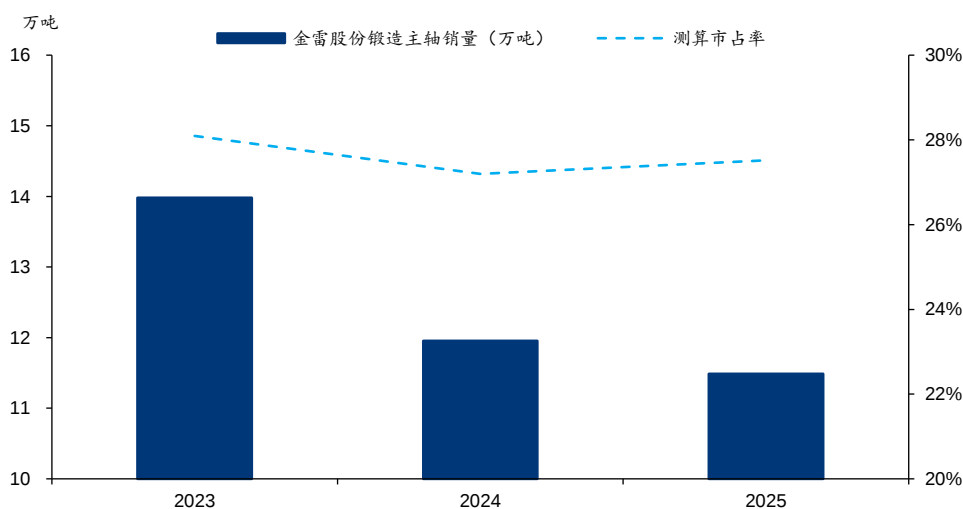
“铸+锻”双轮驱动，海外市场加速开拓

锻造业务：风电主轴市占率领先，拓展自由锻优化产品结构

公司锻造产品覆盖风电主轴、自由锻件。风电主轴产品覆盖 1.5MW-9.5MW 多种主流机型，自由锻件类产品广泛应用于船舶制造、能源电力、矿山机械、水泥设备、锻压机械等多个行业，产品类型涵盖轴类、圈体、筒体等。2025 年公司锻造产能为 16.6 万吨，产能利用率达 98%，根据公司 2026 年 4 月发布的 2026 年度向特定对象发行股票募集说明书，规划新增 6 万吨大型高端自由锻件产能。

在锻造主轴方面，公司凭借先进生产工艺、全流程制造能力、优质客户群体等优势，市占率行业领先。2023-2025 年，公司锻造主轴销量分别为 14.0/12.0/11.5 万吨，主要系锻造主轴渗透率下降，我们测算公司市占率保持在 27-28%。

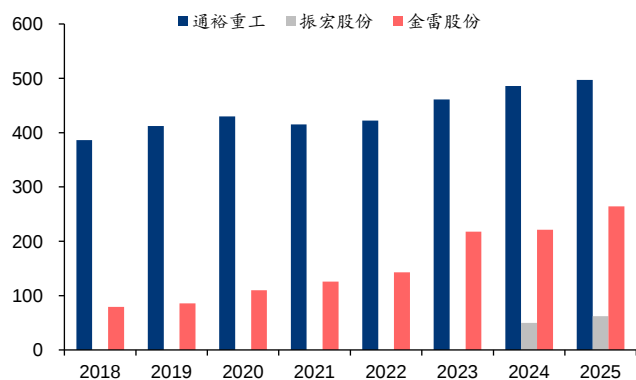
图表33：金雷股份锻造主轴销量及市占率



资料来源：公司公告，华泰研究测算

公司生产工艺先进，持续拓展研发创新。公司已全面掌握金属冶炼、锻造、热处理、机加工、涂装的相关核心技术，有助于提升产品质量、优化生产效率和降低原材料成本。例如纯净化冶炼技术能够确保钢锭纯净度；全气密保护浇注技术有助于提升产品质量；全纤维近净成形空心锻造技术可实现高效锻造、减少材料浪费，并提高生产效率；超大孔径异型空心主轴锻造技术有助于减少原材料消耗，提高产品的竞争力；全自动智能化涂装技术能够确保表面质量，提高涂装效率等。同时，公司持续深化生产工艺研发创新，研发人员及研发费用率位列行业前列，有望持续深化技术优势。

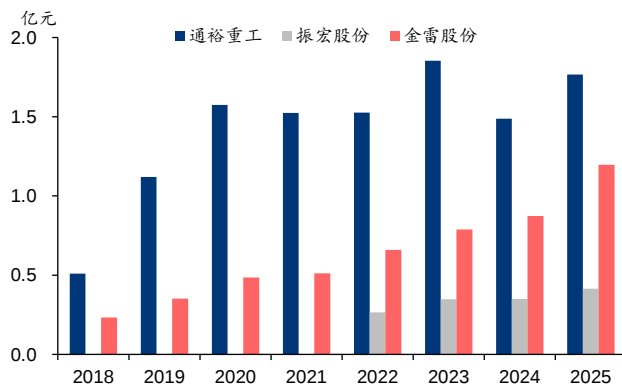
图表34：金雷股份研发人员数量高于同行



备注：2018-2023 年振宏股份未披露相关数据

资料来源：公司公告，华泰研究

图表35：金雷股份研发费用高于同行



备注：2018-2023 年振宏股份未披露相关数据

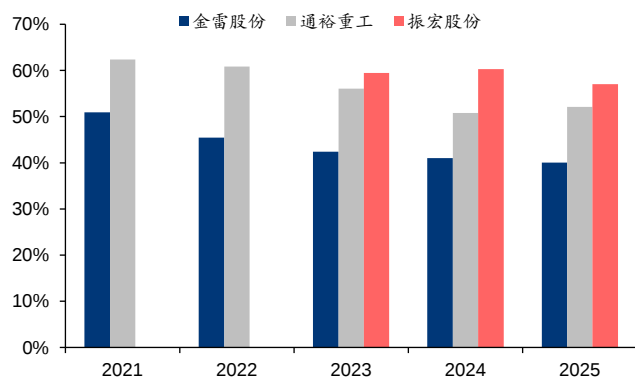
资料来源：公司公告，华泰研究

公司掌握全流程制造，成本控制能力较强。公司具备从金属冶炼、锻造、热处理、机加工到涂装全流程生产能力，目前公司拥有三条全流程锻造生产线，配备了大型压机、数十台全自动蓄热式加热炉和热处理炉，热处理炉达到美国航空材料规范 AMS2750 的要求；配备数百台大型机加工机床及其配套设备，种类涵盖卧车、立车、铣镗床、深孔镗、钻床、龙门铣、专机等；建有一流的涂装生产线，其建造与世界著名机器人厂家进行了自动化作业的联合设计，属于行业领先水平。依托于深度垂直整合的制造体系，公司一方面通过全产业链管控提升产品品质，另一方面实现原材料自供，直接材料占比低于同行，毛利率优于同行。

图表36： 公司具备全流程制造能力

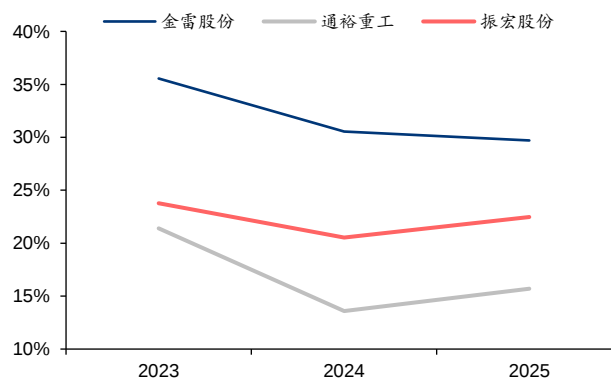
工序	生产制造能力
坯料处理	具备年产 20 万吨锻件坯料的生产能力。
锻造	运用有限元分析软件进行锻造模拟，结合 WHF 法、FM 法、JTS 法、SUF 法等科学锻造法，搭配合理的锻造热处理工艺，有效地改善锻件内部组织、细化晶粒，使锻件获得良好的性能。独有的空心主轴锻造技术更是全球领先，1.5wt 压机 2025 年下半年投产、150t 全液压操作机、全自动蓄热式加热炉、热处理炉等设备水平位居同行业前列。
热处理	车间现拥有 7 台(套)淬火池、一套空心轴淬火设备、26 台热处理炉，包括 18 台电炉、8 台燃气炉，为保证产品质量，公司按照美国航空航天材料规范 AMS2750G 的要求进行设计、建造和管理。车间通过与山东大学、上海交通大学等重点高校合作，采用先进调质工艺,运用温控系统和进口淬火液，温度控制均匀，产品淬硬层深。
机加工	公司现有八条机加工生产线，设备数量达到 300 余台(套)，可进行车、磨、刨、铣、钻、镗等各种工序加工。车间推行作业流程化、工艺标准化，有效发挥先进机加设备的产能和优势，为适应客户要求和市场竞争形势奠定了坚实的加工基础。
涂装	公司现有四条自动涂装生产线，生产作业在全封闭、控温控湿的环境下进行，涂层质量稳定、可靠。为切实应中国制造 2025 战略，推行智能化工厂建设，涂装线的建造与世界著名机器人厂家进行了自动化作业的联合设计。

资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

图表37： 金雷股份直接材料占比低于同行

备注：金雷股份口径为风电主轴、通裕重工为通用设备制造业、振宏股份为公司整体

资料来源：公司公告，华泰研究

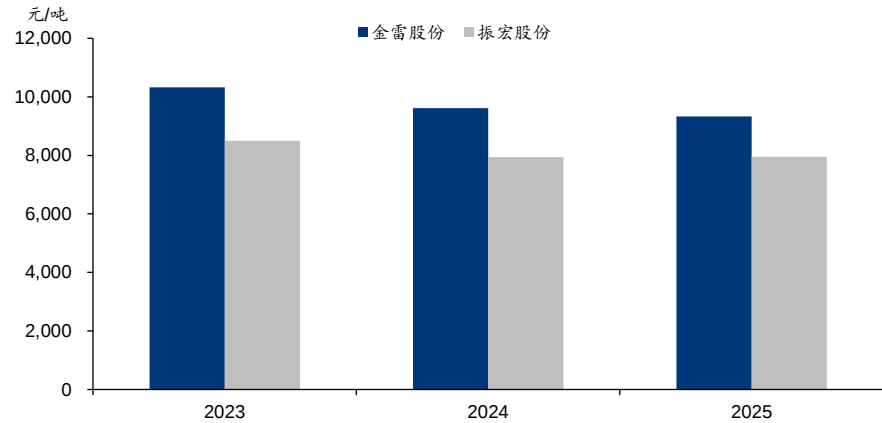
图表38： 金雷股份主轴毛利率高于同行

备注：金雷股份为锻造主轴、通裕重工为风电主轴、振宏股份为风电锻件

资料来源：公司公告，华泰研究

公司客户覆盖国内外头部主机厂，价格优势显著。公司凭借优质产品质量、稳定供货能力、完善售后服务等，与全球头部风机厂建立了长期稳定的合作关系，包括西门子歌美飒、恩德、GE、维斯塔斯、运达股份、远景能源、上海电气、中国中车、金风科技、东方电气等。公司出海进展领先，与西门子歌美飒、恩德、GE、维斯塔斯等建立稳定的战略合作关系，并占据其锻造主轴第一供应商的位置。依托于领先的海外市场布局，公司锻造主轴产品竞争力较强，产品价格较同行高 20% 左右。

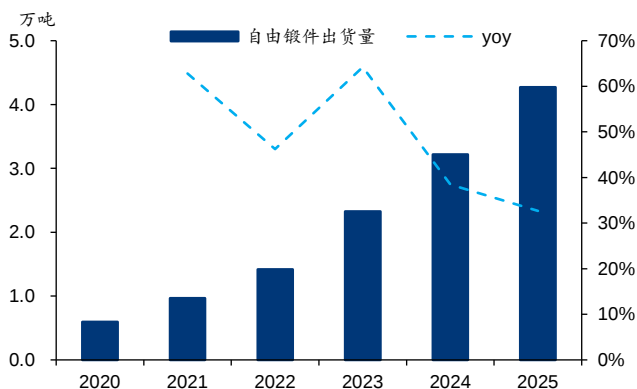
图表39：金雷股份锻造主轴单价高于同行



注：振宏股份数据为风电锻件
 资料来源：公司公告，华泰研究

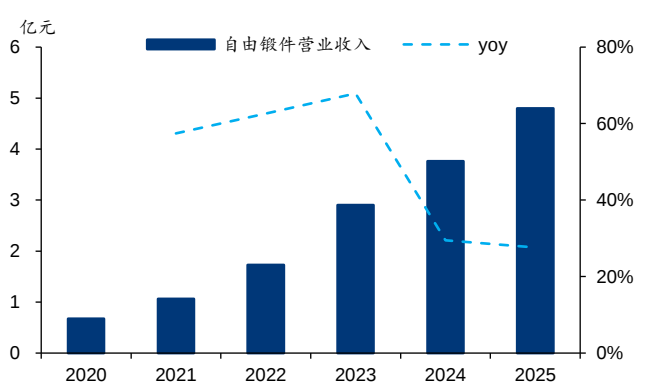
在自由锻业务方面，公司积极开拓下游市场，优化整体业务结构。依托于风电锻造主轴生产经验，公司积极拓展其他行业精密传动轴类产品的开发力度，产品覆盖船舶制造、矿山机械、能源装备等下游领域。考虑到自由锻件与风电铸造主轴能够实现产能互补，有助于对冲锻造主轴渗透率下滑风险。2021-2025 年公司自由锻出货、营收保持较快增长，对应 CAGR 分别为 44.9%、45.0%。同时，自由锻业务具备定制化、多品种、小批量生产特征，客户粘性高，产品单价及毛利率较高，有助于提振公司整体盈利表现。

图表40：金雷股份自由锻出货量持续提升



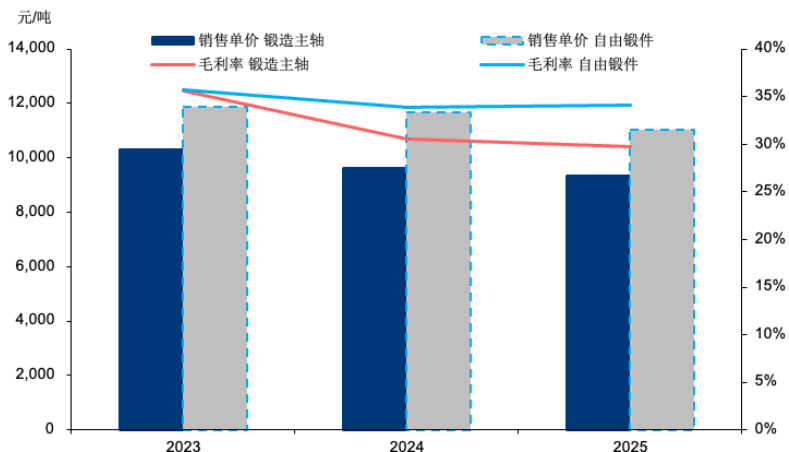
资料来源：公司公告，华泰研究

图表41：金雷股份自由锻营业收入持续提升



资料来源：公司公告，华泰研究

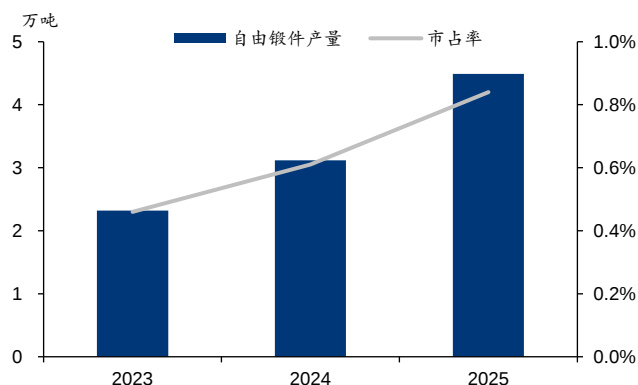
图表42：金雷股份自由锻与锻造主轴销售单价与毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

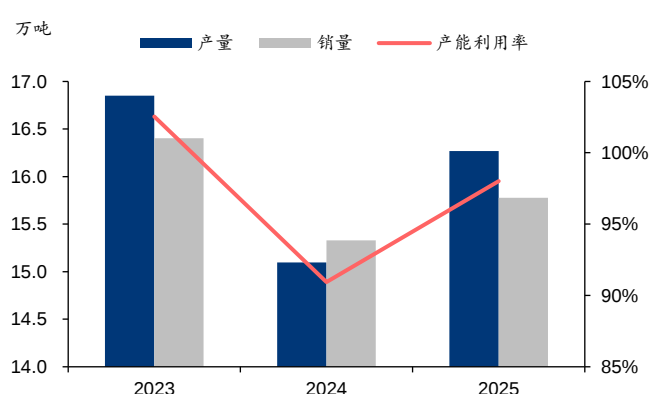
在手订单及产能利用率饱满，加码高端传动装备科创产业园项目。依托于稳定的产品品质与交付能力，公司自由锻市场份额持续提升，2023-2025 年分别为 0.46%/0.61%/0.84%，有望受益于下游需求持续向好。公司在手订单充足，截至 2026 年 5 月 10 日，公司自由锻产品在手订单约 5.4 亿元(不含税)，已超过 2025 年公司自由锻产品销售收入(4.7 亿元)。考虑到公司现有锻件产品产能趋于饱和，2023-2025 年产能利用率分别为 102.5%/90.9%/98.0%，为满足下游客户对大尺寸、高性能自由锻件需求，公司计划建设高端传动装备科创产业园项目，新增 6 万吨自由锻件产能，依托万吨以上压机升级生产能力，叠加采用中心压实技术等工艺优化产品性能，并配套承载能力、加工精度更高的各类机加工设备，实现大型高端锻件市场开拓。

图表43：金雷股份自由锻产量及市占率持续提升



资料来源：公司公告，华泰研究

图表44：金雷股份锻件产销量及产能利用率



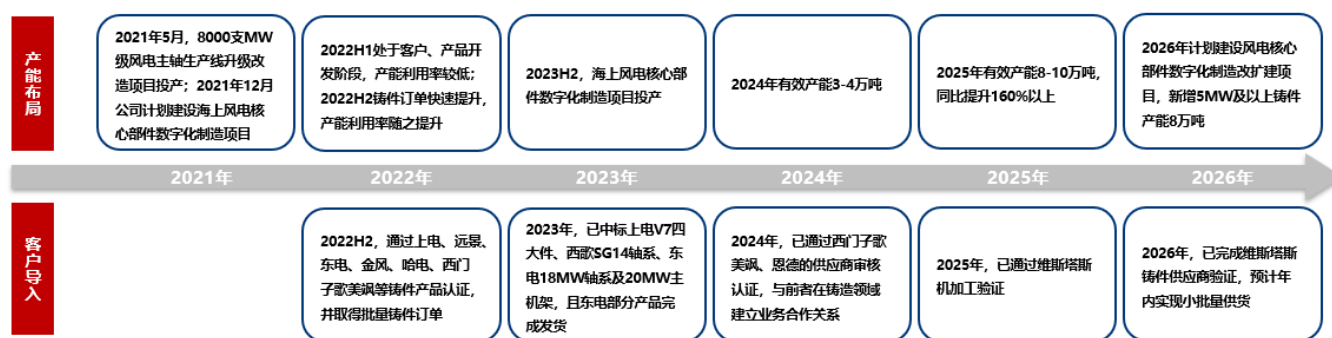
资料来源：公司公告，华泰研究

铸造业务：加码产能布局，出海与新业务释放成长弹性

公司积极开拓铸造业务，量价齐升支撑业绩修复。公司前期具备铸造机加工经验，后续通过拓展配套产能，开始布局铸造业务，目前已具备全流程生产 5MW 至 30MW 风机主轴、轮毂、底座、连体轴承座等大型风机核心铸造部件的能力。2021 年公司 8000 支 MW 级风电主轴生产线优化升级改造项目投产，实现铸造主轴的批量生产与供货。2022 年，公司规划海上风电核心部件数字化制造项目，新增 10 万吨大型风电铸件产能，并于 2023 年 9 月投产。2024 年公司推进产能爬坡与客户拓展，叠加行业竞争加剧，产能利用率提升幅度有限。2025 年，随着风电需求释放叠加价格修复，公司实现铸造主轴量价齐升，实现销量 8.54 万吨，同比+152.5%，毛利率 23.56%，同比+48.58pct。2026 年，为应对后续市场需求增长、保障订单交付能力、提升竞争优势，公司计划建设风电核心部件数字化制造改扩建项目，新增 8 万吨 5MW 及以上高端风电零部件制造能力。

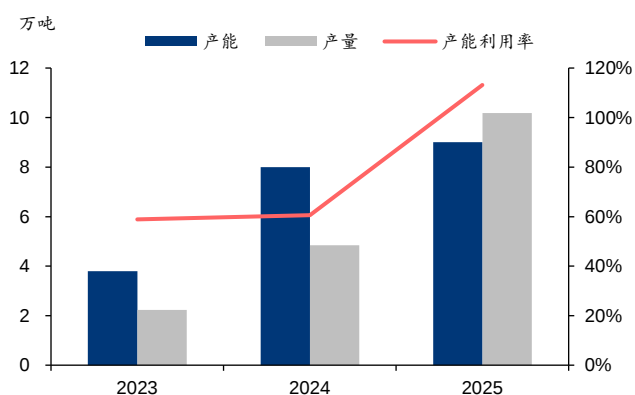
国内客户简化认证流程，海外客户订单放量在即。由于铸造业务下游客户与锻造业务重合度高，公司凭借前期深厚合作历史与稳定产品质量，国内客户认证流程实现大幅简化，2022 年陆续实现出货。根据公司 2023 年定增募集说明书，上海电气、东方电气、远景能源、金风科技仅需公司向其履行增加供应商场地备案程序即可供货，哈电风能、运达股份、海装风电、明阳智能、三一重能、中国中车等对铸造工序进行认证后即可供货。海外客户要求履行完整的供应商认证和产品认证程序后才可供货，导入进展顺利，2024 年通过西门子歌美飒、恩德铸件供应商认证，2025 年通过维斯塔斯机加工验证，2026 年完成维斯塔斯铸件供应商认证。我们看好随着国内外海上风电装机起量，公司有望凭借先发优势实现出货放量。

图表45：金雷铸造业务产能布局和客户导入持续推进



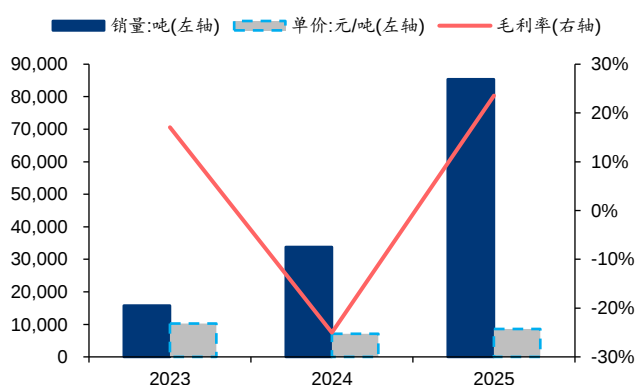
资料来源：公司公告，华泰研究

图表46：金雷股份铸件产能、产量及产能利用率稳步提升



资料来源：公司2026年定增募集说明书，华泰研究

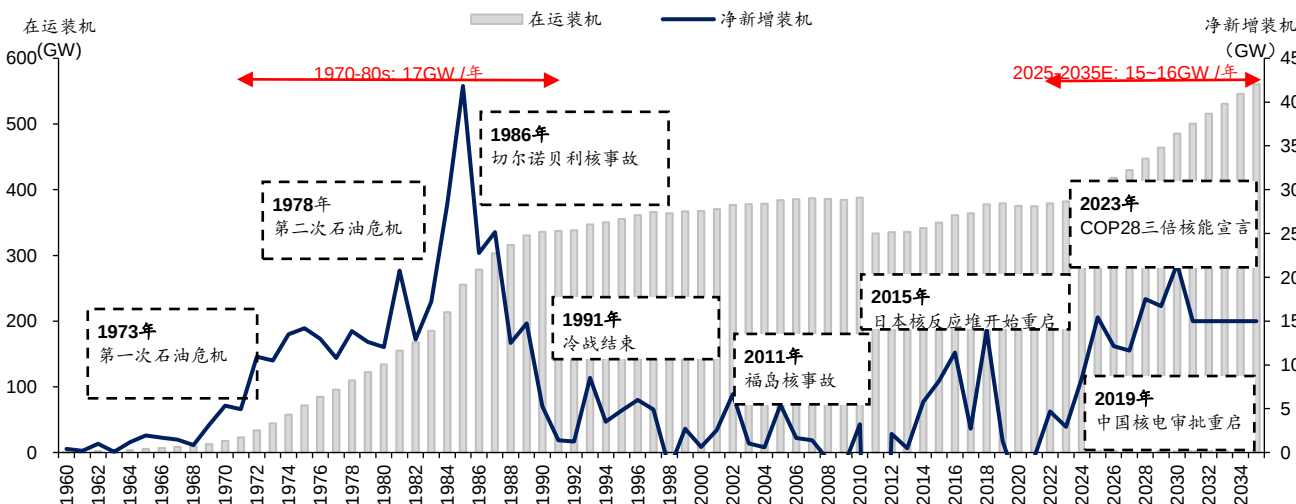
图表47：金雷股份铸造主轴量价利



资料来源：公司2026年定增募集说明书，华泰研究

其他铸件方面，公司布局核乏燃料罐有望贡献业绩增量。在短期地缘冲突强化能源保供、长期能源自主需求的双重催化下，核电作为替代型基荷能源，有望实现装机加速。根据我们在2026年3月26日发布的《核电天然铀供、需逻辑的双重强化》，基准情形下预测2025-2030年全球核电新增装机95GW，预计2030年全球核电装机有望达到486GW。随着全球核电在运规模不断扩大，乏燃料贮运量日益增多，运输容器有望迎来发展机遇。公司凭借铸造+机加工+涂装全产业链供应优势，已成功开发了核废料处理领域的客户，并顺利签署了核乏料罐产品订单，预计2026年实现小批量成品交付，有望贡献业绩增量。

图表48：全球核电装机预测



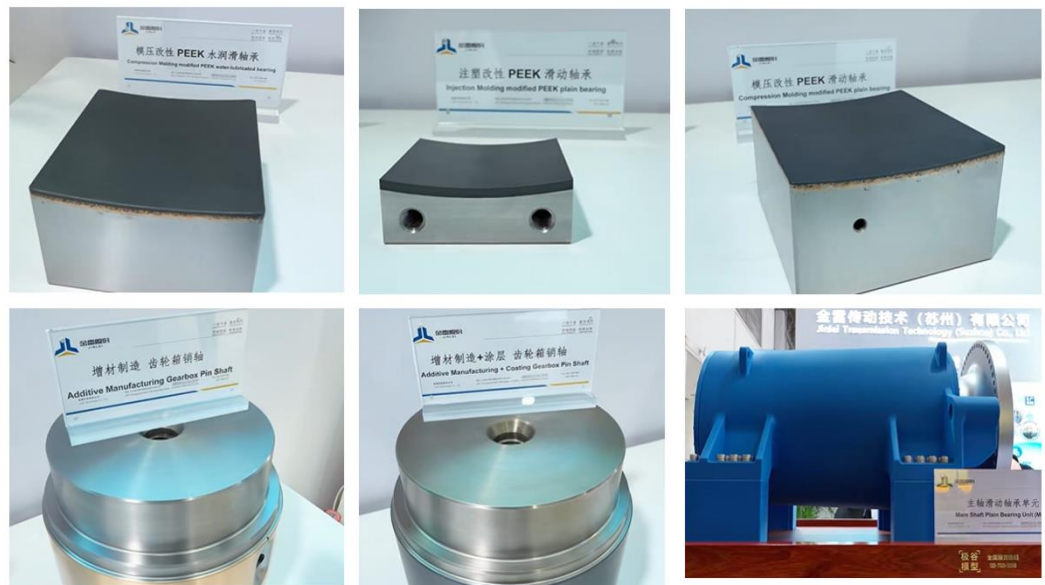
资料来源：IAEA，WNA，华泰研究预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

拓展轴承业务，培育业绩增长点

拓展轴承领域，打造业绩新增量。2023年5月，公司设立全资子公司金雷传动，进军轴承领域，总经理路会龙曾任南高齿研发中心负责人；同年12月，金雷传动取得辽源所控股权，主要供应轴瓦产品，应用于火力发电与矿山行业立磨减速器、水力发电机以及舰船尾轴等；2024年6月完成数智化升级改造，建成弹性金属塑料瓦生产线；2025年在苏州投资建设滑动轴承生产线，同年10月在北京风能展发布一体化低转速轴系和齿轮箱滑动轴承模块。根据公司2025年报，主轴滑动轴承已完成与战略客户的样机合同签署，并顺利推进至产品生产阶段；齿轮箱滑动轴承已与客户完成共同开发，并实现样件交付，有望率先实现批量供应。展望后续，随着滑动轴承下游客户持续开拓，公司有望从风电主轴供应商升级为传动链一体化供应商。

图表49：金雷传动轴承业务主要产品



资料来源：风电头条，华泰研究

盈利预测与估值

盈利预测

我们预计 2026-28 年公司营收分别为 29.7/35.6/40.2 亿元，同比+19.4%/+19.6%/+13.0%；归母净利润分别为 4.8/5.6/6.9 亿元，同比+52.3%/+17.3%/+23.4%。

图表 50：公司收入与利润情况

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	19.5	19.7	24.9	29.7	35.6	40.2
YOY	7.4%	1.1%	26.5%	19.4%	19.6%	13.0%
毛利率	33.0%	21.3%	27.8%	28.1%	28.9%	30.3%
归母净利润（亿元）	4.1	1.7	3.1	4.8	5.6	6.9
YOY	16.8%	-58.0%	82.0%	52.3%	17.3%	23.4%

资料来源：iFinD，华泰研究预测

分业务看：

锻造主轴类：

- 1) 销量：公司为全球锻造主轴龙头，受益于国内外风电需求高景气，2023-25 年销量分别为 14.0/12.0/11.5 万吨，同比+4.4%/-14.5%/-3.9%。考虑到风机大型化降本诉求或驱动锻造主轴渗透率逐步下降，我们预计 2026-28 年销量分别为 9.0/7.7/6.5 万吨，同比-21.7%/-14.4%/-15.6%。
- 2) 单价：风机大型化驱动单位成本下降，叠加市场竞争加剧，2023-25 年锻造主轴价格分别为 1.03/0.96/0.93 万元/吨，后续随着锻造主轴渗透率下降，单价或逐年下降，我们预计 2026-28 年单价分别为 0.91/0.89/0.86 万元/吨。
- 3) 毛利率：随着单价下降，2023-25 年锻造主轴毛利率分别为 35.5%/30.6%/29.7%，后续随着单价回落，毛利率或逐步下降，我们预计 2026-28 年分别为 28.3%/26.1%/23.8%。

铸造主轴类：

- 1) 销量：随着公司铸造主轴产能快速放量，2023-25 年销量分别为 1.6/3.4/8.5 万吨，同比+22.7%/+114.9%/+152.5%。受益于风机大型化趋势下铸造主轴渗透率提升，叠加前序产能逐步投产、新建产能陆续释放，我们预计 2026-28 年销量分别为 12.0/16.0/18.0 万吨，同比+40.5%/+33.3%/+12.5%。
- 2) 单价：2023-25 年铸造主轴均价分别为 1.03/0.71/0.86 万元/吨。2024 年均价较低主要系下游压价幅度较大，叠加公司处于产能爬坡阶段以价换量、快速开拓市场所致。公司海外出货结构优化，有望支撑整体价格修复，我们预计 2026-28 年单价分别为 0.89/0.90/0.92 万元/吨。
- 3) 毛利率：2023-25 年铸造主轴毛利率分别为 17.1%/-25.0%/23.6%。2024 年毛利率为负主要系产能爬坡期成本摊销较大，叠加售价较低所致。2025 年随着量价齐升、产能利用率显著提升，毛利率快速修复至 23.6%。后续随着工艺持续优化、规模效应释放，毛利率有望逐步提升，我们预计 2026-28 年毛利率分别为 25.0%/25.5%/27.1%。

自由锻件：

- 1) 销量：公司自由锻件业务持续放量，打造第二增长曲线，2023-25 年销量分别为 2.3/3.2/4.3 万吨，同比+64.2%/+38.4%/+32.7%。受益于下游船舶制造、能源电力、矿山机械等多元化需求增长，叠加锻造主轴产能切换、高端传动装备科创产业园项目 6 万吨锻造产能逐步释放，我们预计 2026-28 年销量分别为 7.0/9.0/11.0 万吨，同比+63.9%/+28.6%/+22.2%。
- 2) 单价：自由锻件产品定制化程度高、下游行业分散，2023-25 年均价分别为 1.19/1.17/1.10 万元/吨。随着公司向大型化高端领域拓展，产品结构优化有望支撑单价上升，我们预计 2026-28 年单价分别为 1.19/1.22/1.25 万元/吨。
- 3) 毛利率：自由锻件行业毛利率较稳定，2023-25 年毛利率分别为 35.7%/33.8%/34.2%。我们预计短期随着新建产能投产导致折旧提升，或对冲产品大型化带来的盈利提升，预计 2026 年毛利率为 34.3%，后续随着产能利用率提升及工艺持续优化，2027-28 毛利率或逐步改善至 36.4%/37.6%。

其他业务：

- 1) 收入：公司其他业务主要为锻坯销售、其他铸件，随着公司产能爬坡及下游需求释放，2023-25 年收入分别为 0.7/2.0/2.1 亿元。展望后续，受益于下游船舶制造、能源电力、矿山机械等多元化需求增长，叠加风电滑动轴承、核电核乏燃料罐逐步贡献业绩，我们预计 2026-28 年收入分别为 2.5/3.4/4.3 亿元。
- 2) 毛利率：前期受制于产品导入阶段出货规模有限，毛利率承压，2023-24 年毛利率分别为 6.0%/0.7%，2025 年受益于价格改善及出货规模提升，毛利率修复至 18.3%，后续随着高毛利率风电滑动轴承、核电核乏燃料罐逐步放量，有望驱动其他业务毛利率提升，预计 2026-28 年分别为 20.5%/25.3%/28.1%。

图表51： 公司分板块盈利预测情况

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
锻造主轴类						
收入 (亿元)	14.4	11.5	10.7	8.2	6.8	5.6
YOY	-1.2%	-20.4%	-6.7%	-23.2%	-17.0%	-18.1%
销量 (万吨)	14.0	12.0	11.5	9.0	7.7	6.5
YOY	4.4%	-14.5%	-3.9%	-21.7%	-14.4%	-15.6%
单价 (万元/吨)	1.03	0.96	0.93	0.91	0.89	0.86
毛利率	35.5%	30.6%	29.7%	28.3%	26.1%	23.8%
铸造主轴类						
收入 (亿元)	1.6	2.4	7.3	10.7	14.4	16.6
YOY	19.7%	48.1%	205.9%	46.2%	34.2%	15.3%
销量 (万吨)	1.6	3.4	8.5	12.0	16.0	18.0
YOY	22.7%	114.9%	152.6%	40.5%	33.3%	12.5%
单价 (万元/吨)	1.03	0.71	0.86	0.89	0.90	0.92
毛利率	17.1%	-25.0%	23.6%	25.0%	25.5%	27.1%
自由锻						
收入 (亿元)	2.8	3.8	4.7	8.3	11.0	13.7
YOY	71.5%	36.1%	25.2%	76.2%	32.4%	24.7%
销量 (万吨)	2.3	3.2	4.3	7.0	9.0	11.0
YOY	64.2%	38.4%	32.7%	63.9%	28.6%	22.2%
单价 (万元/吨)	1.19	1.17	1.10	1.19	1.22	1.25
毛利率	35.7%	33.8%	34.2%	34.3%	36.4%	37.6%
其他业务						
收入 (亿元)	0.7	2.0	2.1	2.5	3.4	4.3
YOY	18.2%	209.6%	5.7%	16.5%	35.1%	28.5%
毛利率	6.0%	0.7%	18.3%	20.5%	25.3%	28.1%

资料来源：iFinD，华泰研究预测

费用率：

销售费用率：2023-25 年分别为 0.8%/1.2%/1.1%，考虑到公司下游客户较稳定，后续销售费用率有望随着营收规模增长而逐渐下降，我们预计 2026-28 年销售费用率分别为 1.0%/0.9%/0.8%。

管理费用率：2023-25 年分别为 5.2%/6.1%/5.5%，考虑到公司控费能力较好，预计管理费用率有望随着营收规模增长而小幅下降，我们预计 2026-28 年管理费用率分别为 5.2%/4.8%/4.7%。

研发费用率：2023-25 年分别为 4.1%/4.4%/4.8%，考虑到公司积极拓展滑动轴承、自由锻件等新业务，或导致研发费用提升，后续研发费用率有望随着新业务营收逐步上量而小幅下降，我们预计 2026-28 年研发费用率分别为 4.5%/4.4%/4.3%。

图表52：公司费用率情况

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.8%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%
管理费用率	5.2%	6.1%	5.5%	5.2%	4.8%	4.7%
研发费用率	4.1%	4.4%	4.8%	4.5%	4.4%	4.3%

资料来源：iFinD，华泰研究预测

估值

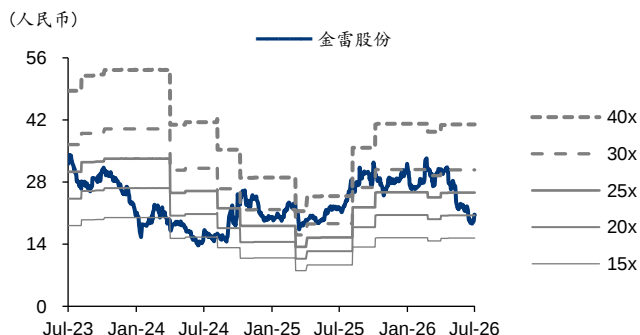
综合来看，我们预计 2026-28 年公司归母净利润分别为 4.8/5.6/6.9 亿元，同比 +52.3%/+17.3%/+23.4%，对应 EPS 为 1.50/1.75/2.16 元。由于风电主轴可比公司通裕股份、振宏股份缺乏 Wind 一致预期盈利预测，我们选取风电零部件龙头企业日月股份、德力佳、新强联为可比公司，在行业需求、下游客户等方面具备相似性。截至 2026 年 7 月 24 日，可比公司 2026 年 Wind 一致预期平均 PE 为 13.8x。考虑到公司海外敞口较高（2025 年海外收入占比 26%，可比公司均值为 5%），同时积极拓展新业务，有望实现较高业绩增速（2026-28 年 EPS CAGR 为 30%，可比公司均值为 23%），我们给予公司 2026 年 18xPE，对应目标价 27 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表53：可比公司估值表（Wind 一致预期，截至 2026 年 7 月 24 日收盘价）

证券代码	公司简称	收盘价（元）	总市值（亿）	EPS（元/股）				PE（倍）		
				2026E	2027E	2028E	CAGR3	2026E	2027E	2028E
603218 CH	日月股份	9.37	96.50	0.67	0.79	0.97	22%	14.04	11.85	9.71
300850 CH	新强联	25.85	107.04	2.73	3.30	3.76	24%	9.48	7.83	6.88
603092 CH	德力佳	48.65	194.60	2.74	3.38	4.00	25%	17.79	14.39	12.18
	均值						23%	13.77	11.36	9.59

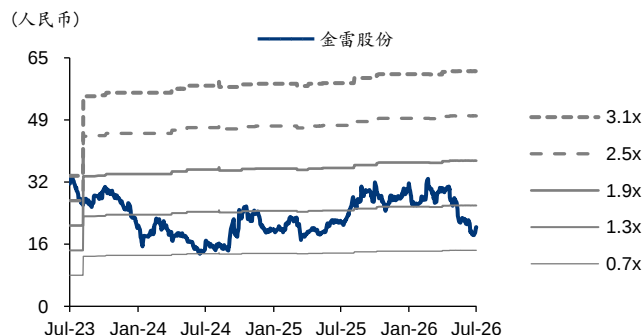
资料来源：Wind，华泰研究

图表54：金雷股份 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

图表55：金雷股份 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

风电行业装机不及预期：若未来国内外风电装机量不及预期，可能导致公司产品出货及交付低于预期，对公司业绩产生不利影响。

市场竞争加剧：若主轴行业市场竞争加剧，或导致产品价格下降，对公司毛利率产生不利影响。

新业务拓展不及预期：公司积极开拓自由锻件、核乏燃料罐等产品，考虑到新业务下游客户不同于传统风电类客户，新业务扩展存在实际进度不及预期的风险。

原材料价格波动：公司直接材料占营业成本比例为 40%左右，受环保政策、地缘冲突、供需格局等因素影响，原材料价格可能出现阶段性波动，对公司成本控制和毛利率造成影响。

地缘政治不确定性：全球绿色能源贸易规则仍处于动态调整阶段，区域贸易壁垒及碳边境调节机制等新型规则叠加地缘政治影响，可能改变市场准入条件、推高经营成本，对公司海外业务拓展及盈利能力带来影响。

产能爬坡不及预期：公司积极推进新建产能落地，若市场开拓及产能爬坡不及预期，可能对公司经营业绩造成影响。

免责声明

分析师声明

本人，刘俊、边文姣、苗雨菲、宫宇博，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师刘俊、边文姣、苗雨菲、宫宇博本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司