仅供内部参考，请勿外传！

国金证券 SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

26H1风电板块业绩总结

高基数下短期承压，看好下半年业绩出现拐点

分析师：姚遥 S1130512080001

联系人：彭治强

2026/9/7

仅供内部参考，请勿外传！

投资逻辑

- **需求放缓叠加成本压力，短期板块盈利承压。**据【SW风电设备】口径统计，上半年风电板块实现营收1216亿元，同比增长12.1%；实现归母净利润35.3亿元，同比下降25.6%；其中，26Q2风电板块实现营收667亿元，同比-2.9%，在2025年"531抢装"导致的收入高基数背景下，板块Q2收入增速放缓；Q2实现归母净利润13.9亿元，同比-57%，主要受成本波动、汇兑损失以及整机环节电站转让规模同比大幅下降影响。6月以来，国内风电装机出现明显拐点，进入下半年常规装机旺季，叠加上游原材料成本压力逐步减弱，看好板块收入、盈利在下半年逐步实现修复。

- **整机龙头引领风机盈利改善趋势，出海维持高增速。**上半年头部整机环节制造端毛利率趋势出现一定分化，金风毛利率提升幅度领先，预计主要受益于前期低价中标较少，高价中标较多；随着其余头部企业前期低价中标订单集中交付得到出清，也有望在下半年看到明显制造毛利率拐点。上半年整机环节出海继续加速，金风、三一、运达海外风机收入分别同增39%、300%、426%，受运输成本上升及低价订单交付，三一及运达海外盈利能力短期承压，金风则受益于上半年海外交付市场结构良好依旧维持较高毛利率；1-8月国内整机企业海外签单量约18GW，同比+10%，海外签单依旧维持高景气，看好海外及海风业务逐步放量形成整机环节中长期的成长性。

- **投资建议：**我们看好下半年板块业绩、海外订单、招标需求三重维度共振，结合细分市场需求景气度及盈利释放确定性依次推荐：1）受益于欧洲海风建设高景气、出海业务升级的管桩环节以及具备潜在拿单机会的零部件、海缆环节，重点推荐：大金重工、东方电缆、金雷股份 等；2）成本压力边际减弱，制造端盈利有望在下半年迎来确定性改善且当前估值极低的整机环节，重点推荐 金风科技、运达股份 等（完整推荐标的见正文）。

- **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。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

01 需求回顾：26H1招标、装机受高基数影响承压，风机价格维持高位

02 财务回顾：需求放缓叠加成本压力，短期板块盈利承压

03 重点环节经营讨论

04 投资建议

05 风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

国金证券
SINOLINK SECURITIES

01 需求回顾：26H1招标、装机受高基数影响承压，风机价格维持高位

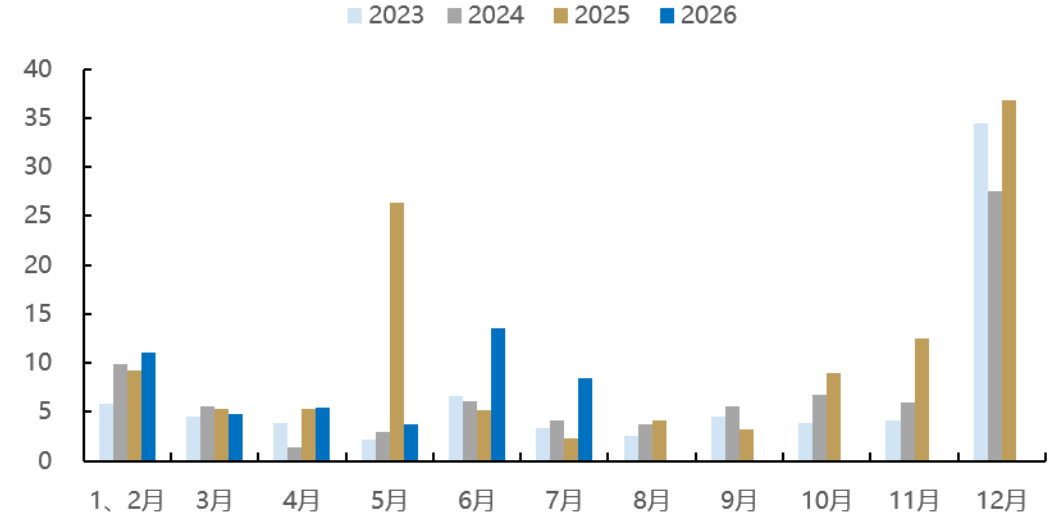
仅供内部参考，请勿外传！

1.1 国内装机：1-7月国内风电新增装机47.1GW，同比-12%

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **去年“531抢装”高基数背景下，上半年国内风电需求承压。**据国家能源局，2026年1-7月实现风电新增装机47.1GW，同比下降12%，主要受“531抢装”带来的异常高基数影响，6月以来国内风电月度装机逐步修复，下半年常规装机旺季背景下，国内需求有望逐步释放。

图表：1-7月国内风电新增装机47.1GW，同比-12%



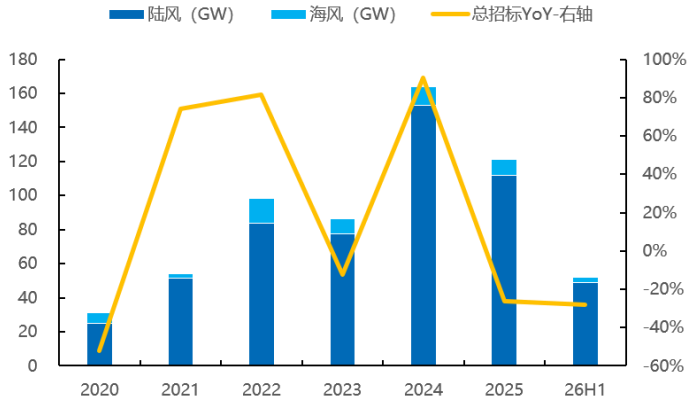
资料来源：能源局，国金证券研究所；注：并网口径

仅供内部参考，请勿外传！

1.2 国内招标：上半年招标略有承压，下半年已现明显拐点

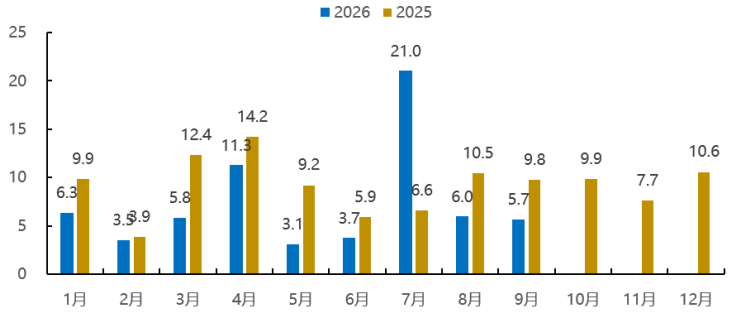
- **26H1招标略有放缓，下半年已现明显拐点。**据金风科技统计，26H1国内风机新增招标52GW，同比下降28%，其中陆风49GW，同比-27%，海风2.9GW，同比-42%；7月以来，国内央国企业主招标明显提速，下半年需求有望逐步修复。
- 截至上半年末，头部整机企业在手订单同环比均保持增长，在手订单充裕，有望支撑行业需求持续增长。

图表：26H1风机新增招标规模同比-28%

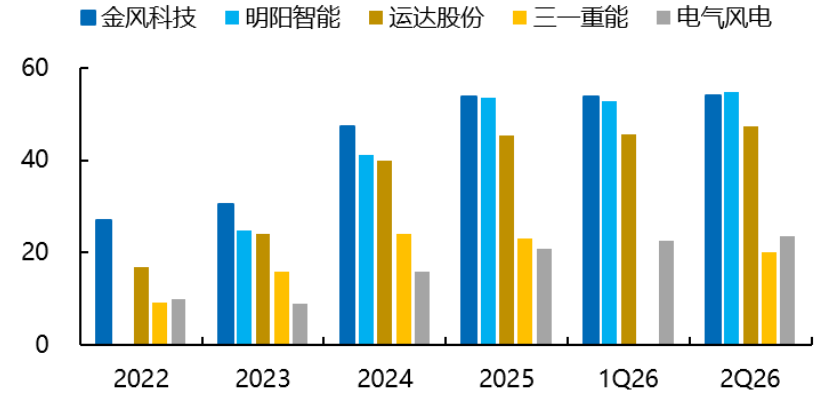


资料来源：金风科技业绩演示材料，国金证券研究所

图表：7月国内风机招标出现明显拐点（截至9月4日）



图表：上半年头部整机企业在手订单同环比保持增长



资料来源：全国招标投标服务平台，各企业公司公告，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

1.3 风机价格：陆上风机价格持续回暖，海上风机企稳

国金证券 SINOLINK SECURITIES

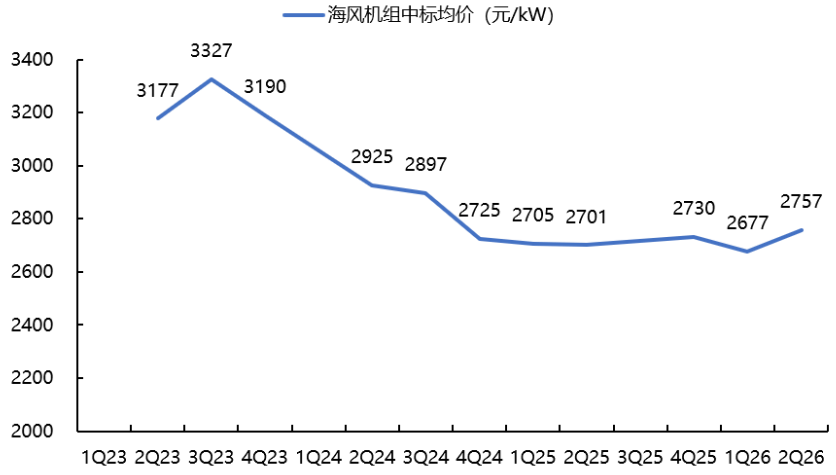
- **1-8月国内陆风机组中标均价持续回暖。**1-8月国内风机中标均价（不含塔筒）为1632元，较25年全年上涨约4%，除10MW机组外其余机型价格均继续提升，随着涨价订单陆续交付，26H2&27FY整机企业盈利弹性有望逐步释放。
- **26H1国内海上机组中标均价基本企稳。**根据我们不完全统计，受益于机组大型化进度放缓，26H1海风机组价格企稳，中标均价维持在2700元/kW左右。

图表：1-8月国内陆风机组（不含塔筒）中标均价小幅上涨

中标均价（元/kW）	4Q25	1Q26	2Q26	7-8M26	环比	24FY	25FY	26YTD	同比
5.XMW	1831	1901	2018	2056	2%	1653	1833	1977	8%
6.XMW	1838	1727	1773	1841	4%	1526	1686	1770	5%
7.XMW	1533	1441	1525	1633	7%	1356	1508	1572	4%
8.XMW	1562	1708	1458	1524	5%	1195	1415	1475	4%
9.XMW	-	1295	-	1313	-	1109	1252	1300	4%
≥10MW	1324	1279	1299	1290	-1%	1100	1301	1291	-1%
整体均价	1521	1635	1646	1609	-2%	1418	1571	1632	4%

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

图表：26H1海上机组（不含塔筒）中标均价基本企稳



资料来源：各央国企电子招采平台，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

国金证券
SINOLINK SECURITIES

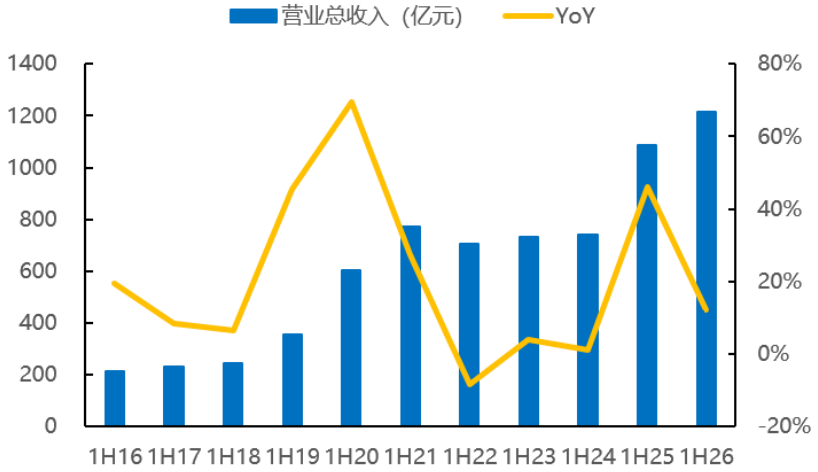
02 财务回顾：拐点向上，行业景气加速上行

仅供内部参考，请勿外传！

2.1 财务回顾： 营收增速放缓，原材料及汇兑致使盈利短期承压

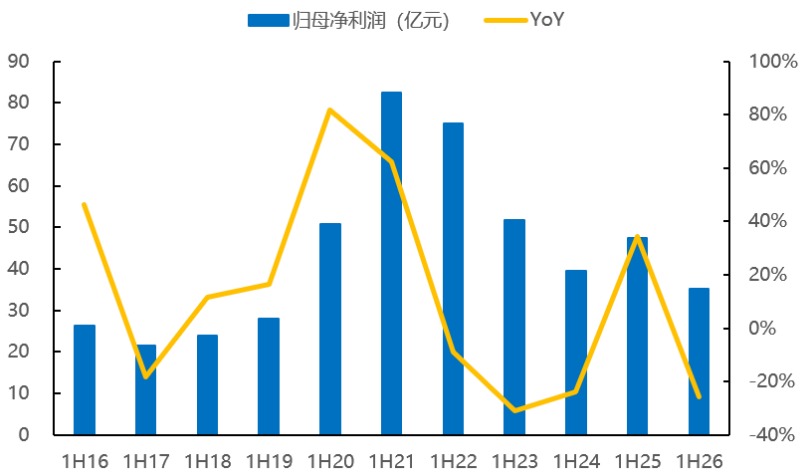
- **26H1营收增速放缓，原材料价格及汇兑扰动致使盈利短期承压。**据【SW风电设备】口径统计，上半年风电板块实现营收1216亿元，同比增长12.1%，行业需求放缓背景下板块营收逆势增长，预计主要受益于出海收入增加以及部分25年完工项目递延至今年确收；实现归母净利润35亿元，同比下降25.6%，上半年行业整体销售毛利率及销售净利率为13.9%/2.9%，同比-1.0/-1.5PCT，主要受原材料成本上涨及汇兑影响；ROE（摊薄）为1.6%，同比-0.8PCT。

图表：26H1【SW风电设备】收入规模同比+12%



资料来源：iFind，国金证券研究所

图表： 26H1 【SW风电设备】归母净利润同比-26%



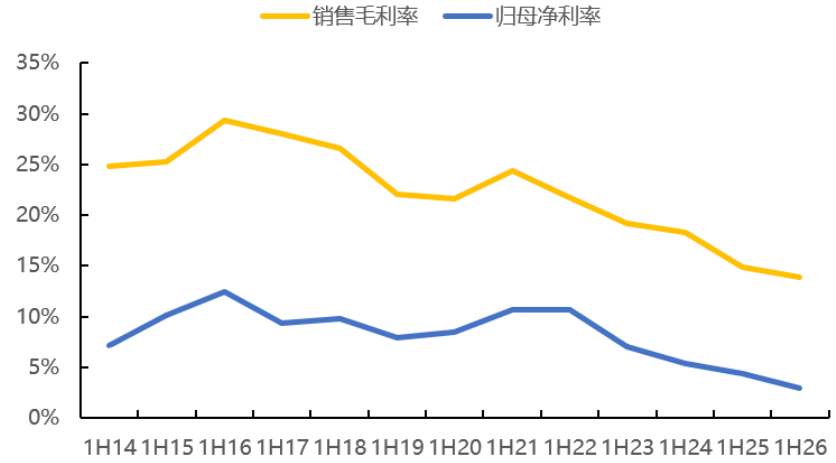
资料来源： iFind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.1 财务回顾： 营收增速放缓，原材料及汇兑致使盈利短期承压

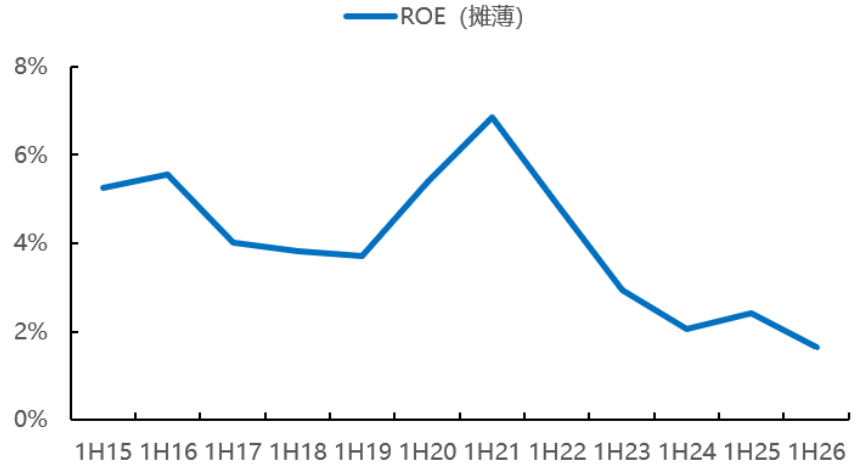
- **26H1营收增速放缓，原材料价格及汇兑扰动致使盈利短期承压。**据【SW风电设备】口径统计，上半年风电板块实现营收1216亿元，同比增长12.1%，行业需求放缓背景下板块营收逆势增长，预计主要受益于出海收入增加以及部分25年完工项目递延至今年确收；实现归母净利润35亿元，同比下降25.6%，上半年行业整体销售毛利率及销售净利率为13.9%/2.9%，同比-1.0/-1.5PCT，主要受原材料成本上涨及汇兑影响；ROE（摊薄）为1.6%，同比-0.8PCT。

图表：26H1【SW风电设备】销售毛利率/净利率同比-1.0/-1.5PCT



资料来源：iFind，国金证券研究所

图表：26H1【SW风电设备】ROE（摊薄）同比-0.8PCT



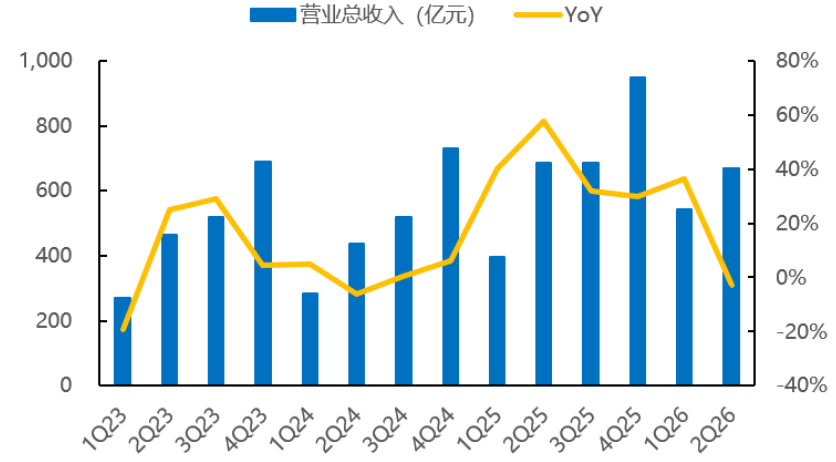
资料来源：iFind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.1 财务回顾：营收增速放缓，原材料及汇兑致使盈利短期承压

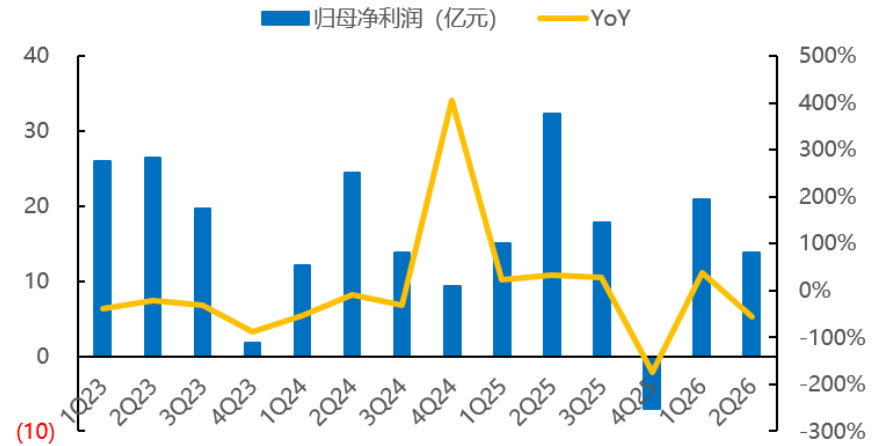
- **26Q2板块受成本波动及收入放缓影响盈利短期承压。**据【SW风电设备】口径统计，26Q2风电板块实现营收667亿元，同比-2.9%；实现归母净利润13.9亿元，同比-57%，26Q2销售毛利率及归母净利率为13.0%/2.1%，同比-0.6/-2.6PCT，盈利短期承压主要受收入放缓导致；26Q2行业ROE（摊薄）为0.7%，同比-1.0PCT，环比-0.4PCT。

图表：26Q2【SW风电设备】营业总收入同比-2.9%



资料来源：iFind，国金证券研究所

图表：26Q2【SW风电设备】归母净利润同比-57%



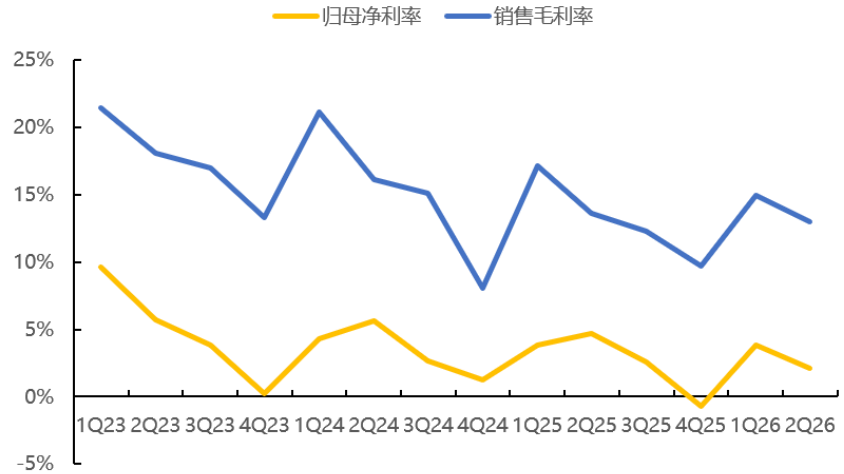
资料来源：iFind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.1 财务回顾：营收增速放缓，原材料及汇兑致使盈利短期承压

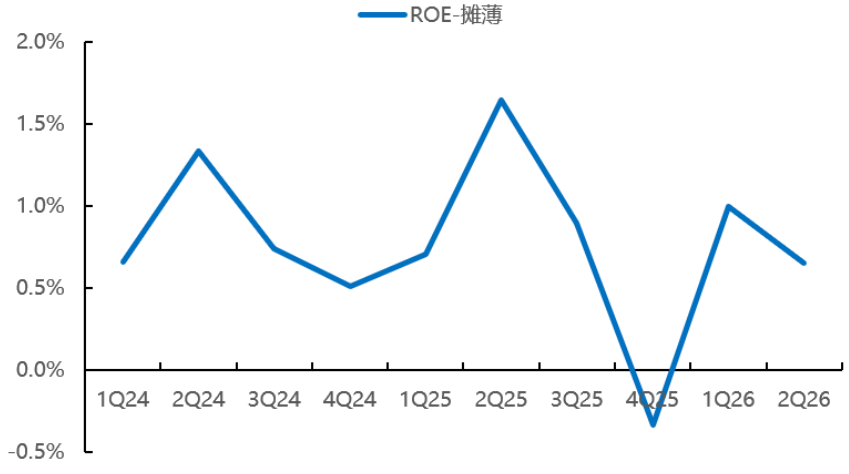
- **26Q2板块受成本波动及收入放缓影响盈利短期承压。**据【SW风电设备】口径统计，26Q2风电板块实现营收667亿元，同比-2.9%；实现归母净利润13.9亿元，同比-57%，26Q2销售毛利率及归母净利率为13.0%/2.1%，同比-0.6/-2.6PCT，盈利短期承压主要受收入放缓导致；26Q2行业ROE（摊薄）为0.7%，同比-1.0PCT，环比-0.4PCT

图表：26Q2【SW风电设备】毛利率及归母净利率同比-0.6/-2.6PCT



资料来源：iFind，国金证券研究所

图表：25Q2【SW风电设备】ROE（摊薄）同比-1.0PCT，环比-0.4PCT



资料来源：iFind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

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	中材科技
	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	

资料来源：iFind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.2 分环节财务分析：高基数背景下，各环节收入增速放缓

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **25Q2高基数背景下，26Q2各环节收入增速放缓。**分环节来看，整机环节受益于出海规模增加，Q2收入普遍保持环比持平；塔桩环节及铸锻件环节分别受国内海风项目开工低于预期及排产节奏影响，Q2收入明显承压；电力交易市场化占比扩大背景下，电站环节收入普遍小幅下降。

图表：25Q2高基数背景下，26Q2各环节收入增速放缓（亿元）

环节	代码	简称	25H1	26H1	同比	25Q2	26Q2	同比	环比
整机	002202.SZ	金风科技	285.4	337.4	18.2%	190.6	182.5	-4.3%	17.9%
	601615.SH	明阳智能	171.4	170.4	-0.6%	94.4	83.7	-11.3%	-3.3%
	300772.SZ	运达股份	108.9	138.2	26.9%	68.8	71.5	3.9%	7.2%
	688660.SH	电气风电	26.6	56.5	112.3%	18.9	43.7	130.7%	239.9%
	688349.SH	三一重能	85.9	106.6	24.0%	64.1	66.8	4.2%	67.5%
	合计		678.3	809.1	19.3%	436.9	448.2	2.6%	24.2%
主轴	300443.SZ	金雷股份	12.8	12.6	-2.1%	7.8	6.9	-11.2%	22.5%
	300185.SZ	通裕重工	29.4	35.5	20.7%	15.3	20.1	31.6%	30.2%
	合计		42.3	48.1	13.8%	23.1	27.0	17.1%	28.1%
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	21.9	20.2	-7.8%	12.6	13.6	7.8%	107.2%
	300129.SZ	泰胜风能	23.0	15.6	-32.3%	15.0	9.9	-34.3%	74.1%
	300569.SZ	天能重工	14.6	16.4	12.6%	8.9	8.3	-7.3%	2.0%
	002487.SZ	大金重工	28.4	32.5	14.5%	17.0	13.5	-20.9%	-29.4%
	301155.SZ	海力风电	20.3	1.9	-90.8%	15.9	1.1	-93.4%	32.1%
	合计		108.2	86.6	-20.0%	69.5	46.3	-33.4%	15.1%
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	32.3	25.5	-20.8%	19.3	14.1	-26.6%	23.7%
	688186.SH	广大特材	25.3	23.2	-8.4%	14.1	13.0	-7.6%	28.2%
	603985.SH	恒润股份	20.7	18.7	-9.8%	13.6	6.5	-52.0%	-46.1%
	300850.SZ	新强联	22.1	20.7	-6.2%	12.8	11.9	-7.5%	33.9%
	601218.SH	吉鑫科技	7.1	10.0	39.3%	3.8	5.2	38.8%	10.5%
	合计		107.6	98.2	-8.7%	63.6	50.8	-20.1%	7.4%
叶片	002080.SZ	中材科技	133.3	162.6	21.9%	78.3	94.0	20.2%	37.2%
	600458.SH	时代新材	92.6	104.7	13.1%	51.0	60.1	17.8%	34.7%
	合计		225.9	267.2	18.3%	129.2	154.1	19.2%	36.2%
电站	601016.SH	节能风电	24.4	21.9	-10.5%	11.4	10.7	-6.2%	-4.9%
	601619.SH	嘉泽新能	13.1	12.1	-7.6%	6.5	6.2	-5.1%	3.7%
	001289.SZ	龙源电力	156.6	146.4	-6.5%	75.2	67.7	-9.9%	-13.9%
	合计		194.1	180.4	-7.1%	93.0	84.6	-9.1%	-11.7%
海缆	603606.SH	东方电缆	44.3	58.0	30.8%	22.9	29.2	27.6%	1.2%
	合计		44.3	58.0	30.8%	22.9	29.2	27.6%	1.2%

资料来源：iFind，国金证券研究所；注：公司整体营业总收入，叶片环节公司业务较杂，因此总收入增速并不明显

仅供内部参考，请勿外传！

2.2 分环节财务分析：26Q2板块盈利短期承压

- **26Q2板块盈利短期承压。**分环节来看，整机环节受电站转让放缓及个别公司低价订单集中交付影响，Q2归母净利润有所下降；塔桩环节及零部件环节受产能利用率下降影响，Q2盈利普遍承压；电站环节受电价降低影响，Q2盈利承压。

图表：26Q2板块归母净利润短期承压（亿元）

环节	代码	简称	25H1	26H1	同比	25Q2	26Q2	同比	环比
整机	002202.SZ	金风科技	14.88	18.55	24.7%	9.19	9.47	3.0%	4.4%
	601615.SH	明阳智能	6.10	1.11	-81.8%	3.08	0.87	-71.9%	250.9%
	300772.SZ	运达股份	1.44	-2.49	-273.4%	0.85	-2.97	-450.0%	-721.0%
	688660.SH	电气风电	-2.79	-5.42	94.2%	-0.92	-2.72	196.6%	0.6%
	688349.SH	三一重能	2.10	2.33	11.0%	4.01	0.54	-86.6%	-70.0%
	合计		21.72	14.08	-35.2%	16.22	5.19	-68.0%	-41.6%
主轴	300443.SZ	金雷股份	1.88	1.43	-24.0%	1.32	0.74	-43.5%	9.1%
	300185.SZ	通裕重工	0.61	0.77	27.5%	0.22	0.36	65.3%	-12.5%
	合计		2.48	2.20	-11.4%	1.54	1.11	-28.0%	1.0%
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	0.54	1.16	115.6%	0.18	0.75	310.5%	80.2%
	300129.SZ	泰胜风能	1.19	0.20	-82.8%	0.74	0.07	-90.8%	-49.8%
	300569.SZ	天能重工	0.69	0.51	-26.6%	0.24	0.17	-28.0%	-50.0%
	002487.SZ	大金重工	5.47	6.01	9.9%	3.16	1.66	-47.4%	-61.8%
	301155.SZ	海力风电	2.05	-0.93	-145.6%	1.41	-1.07	-175.6%	-897.7%
	合计		9.94	6.94	-30.1%	5.73	1.57	-72.5%	-70.7%
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	2.84	1.62	-42.8%	1.63	0.77	-52.5%	-8.9%
	688186.SH	广大特材	1.85	0.12	-93.3%	1.11	0.07	-93.6%	34.4%
	603985.SH	恒润股份	0.40	0.68	70.2%	0.10	0.03	-68.8%	-95.1%
	300850.SZ	新强联	4.00	4.11	3%	2.29	2.62	14.2%	75.0%
	601218.SH	吉鑫科技	0.82	1.19	46.1%	0.40	0.54	36.5%	-17.2%
	合计		9.90	7.73	-21.9%	5.53	4.03	-27.0%	9.0%
叶片	002080.SZ	中材科技	9.99	12.08	20.9%	6.37	7.00	10.0%	38.0%
	600458.SH	时代新材	3.03	3.46	14.1%	1.52	1.88	23.7%	18.6%
	合计		13.02	15.54	19.3%	7.88	8.88	12.6%	33.4%
电站	601016.SH	节能风电	6.31	3.64	-42.2%	2.39	1.60	-32.8%	-21.3%
	601619.SH	嘉泽新能	4.60	2.37	-48.4%	2.20	1.06	-51.9%	-19.4%
	001289.SZ	龙源电力	33.75	23.93	-29.1%	14.73	7.69	-47.8%	-52.7%
	合计		44.65	29.94	-32.9%	19.32	10.35	-46.4%	-47.2%
海缆	603606.SH	东方电缆	4.73	5.65	19.4%	1.92	1.93	0.6%	-48.0%
	合计		4.73	5.65	19.4%	1.92	1.93	0.6%	-48.0%

资料来源：iFind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.2 分环节财务分析： 26Q2板块盈利短期承压

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **26Q2板块盈利短期承压。**分环节来看，整机环节受电站转让放缓及个别公司低价订单集中交付影响，Q2毛利率出现分化；塔桩环节及零部件环节受产能利用率下降影响，大部分公司Q2毛利率小幅下降，但部分出海敞口较大的企业受益于业务升级毛利率逆势提升；电站环节受电价降低影响，Q2毛利率同比明显下降。

图表：26Q2板块毛利率短期承压

环节	代码	简称	25H1	26H1	同比	25Q2	26Q2	同比	环比
整机	002202.SZ	金风科技	15.3%	16.8%	1.4PCT	12.2%	16.8%	4.6PCT	0.0PCT
	601615.SH	明阳智能	12.1%	11.4%	-0.7PCT	11.2%	12.7%	1.4PCT	2.5PCT
	300772.SZ	运达股份	9.0%	5.0%	-3.9PCT	8.1%	2.2%	-5.8PCT	-5.8PCT
	688660.SH	电气风电	14.7%	3.8%	-11PCT	14.2%	3.9%	-10PCT	0.4PCT
	688349.SH	三一重能	10.6%	8.6%	-2.0PCT	11.9%	6.8%	-5.2PCT	-4.9PCT
	合计		12.9%	11.7%	-1.2PCT	11.4%	10.9%	-0.4PCT	-1.6PCT
主轴	300443.SZ	金雷股份	23.5%	23.9%	0.4PCT	24.8%	22.7%	-2.1PCT	-2.6PCT
	300185.SH	通裕重工	13.3%	14.0%	0.7PCT	13.2%	14.1%	0.8PCT	0.1PCT
	合计		16.4%	16.6%	0.2PCT	17.2%	16.3%	-0.9PCT	-0.8PCT
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	20.9%	20.8%	0.0PCT	19.0%	14.7%	-4.2PCT	-19PCT
	300129.SZ	泰胜风能	12.9%	13.1%	0.2PCT	12.3%	13.6%	1.3PCT	1.3PCT
	300569.SZ	天能重工	16.3%	14.4%	-2.0PCT	12.7%	16.9%	4.2PCT	5.2PCT
	002487.SZ	大金重工	28.2%	37.5%	9.4PCT	26.3%	35.2%	8.9PCT	-4.0PCT
	301155.SZ	海力风电	17.0%	10.6%	-6.4PCT	17.6%	4.6%	-13PCT	-14PCT
	合计		19.8%	24.3%	4.5PCT	18.2%	20.6%	2.4PCT	-7.9PCT
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	15.7%	16.0%	0.2PCT	15.9%	15.3%	-0.6PCT	-1.5PCT
	688186.SH	广大特材	20.7%	13.5%	-7.2PCT	21.8%	12.9%	-8.9PCT	-1.4PCT
	603985.SH	恒润股份	8.2%	13.7%	5.5PCT	6.1%	15.4%	9.3PCT	2.5PCT
	300850.SZ	新强联	28.5%	29.6%	1.1PCT	29.8%	30.2%	0.4PCT	1.2PCT
	601218.SH	吉鑫科技	26.2%	18.3%	-7.9PCT	28.6%	17.9%	-11PCT	-0.7PCT
	合计		18.8%	18.1%	-0.7PCT	18.6%	18.4%	-0.2PCT	0.7PCT
叶片	002080.SZ	中材科技	20.1%	21.3%	1.2PCT	21.1%	21.5%	0.4PCT	0.6PCT
	600458.SH	时代新材	16.1%	15.3%	-0.8PCT	16.6%	15.1%	-1.5PCT	-0.5PCT
	合计		18.4%	18.9%	0.5PCT	19.3%	19.0%	-0.3PCT	0.2PCT
电站	601016.SH	节能风电	47.1%	39.8%	-7.4PCT	42.9%	37.9%	-5.0PCT	-3.6PCT
	601619.SH	嘉泽新能	60.0%	54.0%	-5.9PCT	59.1%	54.2%	-4.9PCT	0.4PCT
	001289.SZ	龙源电力	40.9%	37.8%	-3.1PCT	39.0%	32.0%	-7.0PCT	-11PCT
	合计		43.0%	39.1%	-3.8PCT	40.9%	34.4%	-6.5PCT	-9.0PCT
海缆	603606.SH	东方电缆	18.3%	19.4%	1.2PCT	16.3%	15.4%	-0.9PCT	-8.2PCT
	合计		18.3%	19.4%	1.2PCT	16.3%	15.4%	-0.9PCT	-8.2PCT

资料来源：iFind，国金证券研究所；注：整机、塔桩环节24H1Q24Q毛利率已调整成质保金计入营业成本后的同口径毛利率

仅供内部参考，请勿外传！

2.2 分环节财务分析：收入放缓背景下，板块费用率略有回升

- **收入放缓背景下，板块期间费用率略有回升。**受02行业收入增速放缓影响，塔桩及铸锻零部件期间费用率略有回升，进入下半年国内风电装机旺季，板块期间费用率有望受益于规模效应而有所下降。

图表：收入放缓背景下，板块期间费用率略有回升

环节	代码	简称	25H1	26H1	同比	25Q2	26Q2	同比	环比
整机	002202.SZ	金风科技	8.63%	7.86%	-0.8PCT	6.84%	7.61%	0.8PCT	-0.5PCT
	601615.SH	明阳智能	8.18%	8.81%	0.6PCT	8.20%	9.19%	1.0PCT	0.8PCT
	300772.SZ	运达股份	7.46%	6.28%	-1.2PCT	6.69%	6.22%	-0.5PCT	-0.1PCT
	688660.SH	电气风电	18.65%	8.90%	-9.7PCT	12.05%	6.62%	-5.4PCT	-10PCT
	688349.SH	三一重能	11.24%	8.48%	-2.8PCT	7.65%	6.01%	-1.6PCT	-6.6PCT
	合计		9.05%	7.94%	-1.1PCT	7.45%	7.35%	-0.1PCT	-1.3PCT
主轴	300443.SZ	金雷股份	9.16%	11.26%	2.1PCT	8.88%	11.44%	2.6PCT	0.4PCT
	300185.SZ	通裕重工	7.36%	6.06%	-1.3PCT	7.62%	5.74%	-1.9PCT	-0.7PCT
	合计		7.90%	7.41%	-0.5PCT	8.04%	7.20%	-0.8PCT	-0.5PCT
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	8.32%	11.27%	2.9PCT	7.02%	8.17%	1.2PCT	-9.5PCT
	300129.SZ	泰胜风能	6.01%	8.72%	2.7PCT	5.19%	7.68%	2.5PCT	-2.8PCT
	300569.SZ	天能重工	6.45%	5.26%	-1.2PCT	5.96%	5.47%	-0.5PCT	0.4PCT
	002487.SZ	大金重工	9.99%	12.32%	2.3PCT	10.02%	14.37%	4.4PCT	3.5PCT
	301155.SZ	海力风电	5.17%	60.06%	54.9PCT	3.46%	51.77%	48PCT	19PCT
	合计		7.43%	11.11%	3.7PCT	6.41%	10.38%	4.0PCT	-1.6PCT
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	7.81%	9.73%	1.9PCT	6.89%	9.98%	3.1PCT	0.6PCT
	688186.SH	广大特材	7.94%	7.98%	0.0PCT	7.47%	7.41%	-0.1PCT	-1.3PCT
	603985.SH	恒润股份	5.08%	4.84%	-0.2PCT	4.12%	7.84%	3.7PCT	4.6PCT
	300850.SZ	新强联	6.67%	7.67%	1.0PCT	6.42%	8.81%	2.4PCT	2.7PCT
	601218.SH	吉鑫科技	5.76%	5.25%	-0.5PCT	6.95%	5.54%	-1.4PCT	0.6PCT
	合计		6.94%	7.50%	0.6PCT	6.33%	8.32%	2.0PCT	1.7PCT
叶片	002080.SZ	中材科技	10.31%	8.63%	-1.7PCT	9.97%	7.91%	-2.1PCT	-1.7PCT
	600458.SH	时代新材	11.67%	10.46%	-1.2PCT	11.65%	10.12%	-1.5PCT	-0.8PCT
	合计		10.87%	9.35%	-1.5PCT	10.64%	8.77%	-1.9PCT	-1.4PCT
电站	601016.SH	节能风电	4.36%	4.29%	-0.1PCT	4.31%	4.47%	0.2PCT	0.4PCT
	601619.SH	嘉泽新能	3.96%	4.89%	0.9PCT	3.73%	4.73%	1.0PCT	-0.3PCT
	001289.SZ	龙源电力	1.61%	1.80%	0.2PCT	1.70%	1.81%	0.1PCT	0.0PCT
	合计		2.12%	2.31%	0.2PCT	2.16%	2.36%	0.2PCT	0.1PCT
海缆	603606.SH	东方电缆	7.09%	6.16%	-0.9PCT	7.10%	6.21%	-0.9PCT	0.1PCT
	合计		7.09%	6.16%	-0.9PCT	7.10%	6.21%	-0.9PCT	0.1PCT

资料来源：iFind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.2 分环节财务分析：各制造环节存货/合同负债维持高位

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **板块存货/合同负债维持高位，看好下半年行业装机回暖。**截至报告期末，整机、主轴、塔桩、铸锻件等制造环节存货及合同负债规模均位于历史较高水平，下半年进入常规风电装机旺季，板块收入有望回暖。

图表：截至报告期末，各环节合同负债规模位于历史较高水平（亿元）

环节	代码	简称	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	同比	环比
整机	002202.SZ	金风科技	212.0	202.5	199.4	210.6	197.6	189.1	-6.6%	-4.3%
	601615.SH	明阳智能	85.9	90.2	82.4	92.7	86.4	93.4	3.6%	8.1%
	300772.SZ	运达股份	80.1	85.8	86.2	78.8	88.1	97.7	14.0%	10.9%
	688660.SH	电气风电	37.4	49.2	53.0	41.2	52.4	54.1	9.8%	3.2%
	688349.SH	三一重能	67.8	76.6	74.4	54.9	62.0	52.0	-32.1%	-16.2%
	合计		483.3	504.3	495.4	478.2	486.4	486.4	-3.6%	0.0%
主轴	300443.SZ	金雷股份	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	165.2%	-30.0%
	300185.SZ	通裕重工	1.1	2.0	2.0	3.0	4.3	3.8	90.9%	-12.2%
	合计		1.2	2.1	2.1	3.1	4.7	4.1	94.1%	-13.5%
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	7.6	8.1	6.1	5.8	6.3	6.6	-18.7%	4.4%
	300129.SZ	泰胜风能	4.2	6.3	5.7	6.1	6.8	5.8	-7.8%	-15.5%
	300569.SZ	天能重工	4.0	5.4	5.1	5.2	4.5	5.5	1.5%	23.4%
	002487.SZ	大金重工	14.9	15.1	16.8	16.1	13.1	21.6	42.8%	65.3%
	301155.SZ	海力风电	7.2	3.8	3.6	3.4	4.0	3.8	0.7%	-3.3%
	合计		38.0	38.7	37.3	36.6	34.6	43.3	11.8%	25.0%
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	1.9	3.5	2.8	0.0	1.0	0.0	-98.8%	-96%
	688186.SH	广大特材	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	56.9%	14.7%
	603985.SH	恒润股份	0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	1.4	1052%	462%
	300850.SZ	新强联	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	38.7%	-8.3%
	601218.SH	吉鑫科技	0.4	1.2	0.7	0.2	1.1	1.4	17.7%	20.6%
	合计		2.7	5.0	4.0	0.5	2.7	3.1	-37.2%	15.9%
叶片	002080.SZ	中材科技	5.3	5.8	5.6	3.9	4.2	4.0	-31.6%	-4.6%
	600458.SH	时代新材	1.6	2.0	1.6	1.6	1.8	2.1	6.7%	13.7%
	合计		6.9	7.8	7.2	5.4	6.0	6.1	-21.9%	1.1%
电站	601016.SH	节能风电	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.0%	-100.0%
	601619.SH	嘉泽新能	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-12.2%	-1.7%
	001289.SZ	龙源电力	1.1	1.1	1.1	1.8	2.3	3.2	199.5%	37.4%
	合计		1.4	1.3	1.3	2.0	2.5	3.4	155.1%	34.3%
海缆	603606.SH	东方电缆	8.9	16.7	15.7	23.7	25.0	20.7	23.5%	-17.4%
	合计		8.9	16.7	15.7	23.7	25.0	20.7	23.5%	-17.4%

资料来源：iFind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.2 分环节财务分析：各制造环节存货/合同负债维持高位

- **板块存货/合同负债维持高位，看好下半年行业装机回暖。**截至报告期末，整机、主轴、塔桩、铸锻件等制造环节存货及合同负债规模均位于历史较高水平，下半年进入常规风电装机旺季，板块收入有望回暖。

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	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	同比	环比
整机	002202.SZ	金风科技	169.33	189.29	216.50	168.79	171.37	200.08	5.7%	16.8%
	601615.SH	明阳智能	142.92	163.48	184.60	182.22	168.31	184.42	12.8%	9.6%
	300772.SZ	运达股份	66.12	78.38	97.48	88.13	76.70	65.36	-16.6%	-14.8%
	688660.SH	电气风电	25.86	41.66	67.36	40.79	51.69	58.32	40.0%	12.8%
	688349.SH	三一重能	70.00	77.79	96.40	53.19	70.00	74.80	-3.9%	6.9%
	合计		474.23	550.59	662.33	533.12	538.08	582.98	5.9%	8.3%
主轴	300443.SZ	金雷股份	10.75	10.66	10.68	8.55	9.78	11.29	5.9%	15.4%
	300185.SZ	通裕重工	30.36	30.96	31.83	34.52	35.49	33.92	9.6%	-4.4%
	合计		41.12	41.63	42.51	43.08	45.28	45.21	8.6%	-0.1%
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	27.41	28.03	25.39	19.98	23.26	25.55	-8.8%	9.8%
	300129.SZ	泰胜风能	21.65	24.37	23.50	18.59	17.71	21.68	-11.0%	22.4%
	300569.SZ	天能重工	17.68	19.87	24.59	20.83	21.54	22.83	14.9%	6.0%
	002487.SZ	大金重工	18.58	23.73	22.43	21.75	18.63	19.75	-16.8%	6.0%
	301155.SZ	海力风电	24.31	20.60	15.86	11.08	13.56	16.22	-21.2%	19.7%
	合计		109.64	116.59	111.77	92.22	94.71	106.03	-9.1%	12.0%
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	14.91	12.00	11.39	13.73	14.95	16.81	40.1%	12.4%
	688186.SH	广大特材	24.00	25.18	25.62	26.62	26.16	28.33	12.5%	8.3%
	603985.SH	恒润股份	6.25	8.74	7.12	9.34	10.55	13.82	58.2%	31.0%
	300850.SZ	新强联	10.28	11.27	10.48	12.88	15.82	16.99	50.7%	7.4%
	601218.SH	吉鑫科技	2.54	2.77	2.79	2.70	4.71	4.67	68.8%	-0.7%
	合计		57.98	59.96	57.40	65.28	72.18	80.63	34.5%	11.7%
叶片	002080.SZ	中材科技	48.20	48.90	53.50	46.66	56.34	54.32	11.1%	-3.6%
	600458.SH	时代新材	27.60	36.87	43.03	36.98	48.16	50.64	37.4%	5.1%
	合计		75.80	85.76	96.53	83.64	104.51	104.96	22.4%	0.4%
电站	601016.SH	节能风电	1.32	1.31	1.27	1.29	1.23	1.21	-7.8%	-1.6%
	001289.SZ	龙源电力	4.30	4.52	4.52	4.00	4.21	4.26	-5.8%	1.3%
	合计		5.62	5.84	5.79	5.29	5.44	5.47	-6.2%	0.7%
海缆	603606.SH	东方电缆	22.59	31.17	36.27	39.50	43.56	51.21	64.3%	17.6%
	合计		22.59	31.17	36.27	39.50	43.56	51.21	64.3%	17.6%

资料来源：iFind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.2 分环节财务分析：非整机环节经营性现金流明显改善

- **26H1&26Q2非整机环节经营性现金流明显改善。**上半年塔桩、零部件、叶片、海缆环节经营性现金流明显改善，整机环节相对承压，主要受采购支出增加及部分公司调整电站销售回款至筹资活动影响。

图表：26Q2非整机环节经营性现金流明显改善（亿元）

环节	代码	简称	25H1	26H1	同比净增	25Q2	26Q2	同比净增
整机	002202.SZ	金风科技	-29.5	-15.8	13.7	-13.1	-0.3	12.8
	601615.SH	明阳智能	-35.0	-81.7	-46.7	-13.3	-42.6	-29.3
	300772.SZ	运达股份	-9.2	-35.1	-25.9	-6.2	-22.7	-16.5
	688660.SH	电气风电	2.2	-26.0	-28.2	0.2	-16.3	-16.5
	688349.SH	三一重能	-11.0	-51.0	-40.1	-12.6	-28.7	-16.1
	合计		-82.5	-209.7	-127.1	-45.1	-110.7	-65.6
主轴	300443.SZ	金雷股份	-2.2	3.4	5.6	1.5	0.4	-1.1
	300185.SZ	通裕重工	1.2	2.2	1.0	0.6	5.5	4.9
	合计		-1.0	5.6	6.6	2.2	5.9	3.8
塔筒桩基	002531.SZ	天顺风能	2.1	-3.5	-5.6	1.4	-1.1	-2.5
	300129.SZ	泰胜风能	-0.3	-9.6	-9.3	0.9	-3.6	-4.4
	300569.SZ	天能重工	0.1	-0.9	-1.0	0.7	2.5	1.7
	002487.SZ	大金重工	2.4	15.3	12.9	5.2	11.0	5.8
	301155.SZ	海力风电	-5.8	-3.7	2.1	-4.0	-3.0	1.0
	合计		-1.4	-2.3	-0.9	4.1	5.7	1.6
铸锻零部件	603218.SH	日月股份	-2.2	3.6	5.8	0.8	3.0	2.1
	688186.SH	广大特材	-3.4	-2.3	1.1	-0.9	-1.1	-0.1
	603985.SH	恒润股份	-1.1	-2.0	-0.9	-1.5	-2.1	-0.6
	300850.SZ	新强联	1.0	3.6	2.7	0.0	1.7	1.7
	601218.SH	吉鑫科技	1.2	2.9	1.7	0.9	1.8	0.9
	合计		-4.6	5.8	10.4	-0.8	3.3	4.1
叶片	002080.SZ	中材科技	19.9	-2.0	-21.9	22.7	18.1	-4.6
	600458.SH	时代新材	7.4	-10.9	-18.3	13.9	-2.5	-16.4
	合计		27.3	-12.9	-40.2	36.7	15.6	-21.0
电站	601016.SH	节能风电	14.3	14.1	-0.2	6.8	8.2	1.4
	601619.SH	嘉泽新能	6.5	8.1	1.6	3.6	5.4	1.8
	001289.SZ	龙源电力	66.7	81.3	14.6	39.8	52.8	13.0
	合计		87.6	103.6	16.0	50.2	66.4	16.2
海缆	603606.SH	东方电缆	7.1	-1.6	-8.7	11.5	8.2	-3.3
	合计		7.1	-1.6	-8.7	11.5	8.2	-3.3

资料来源：iFind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

国金证券
SINOLINK SECURITIES

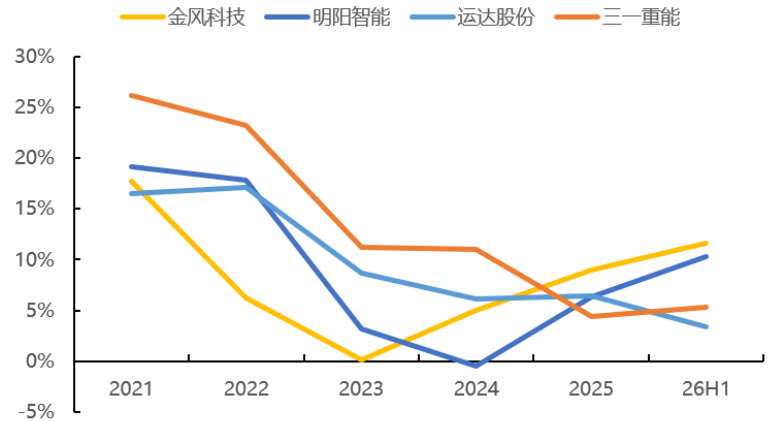
03 重点环节经营讨论

仅供内部参考，请勿外传！

3 整机：制造端盈利进入上行通道，龙头Alpha显著

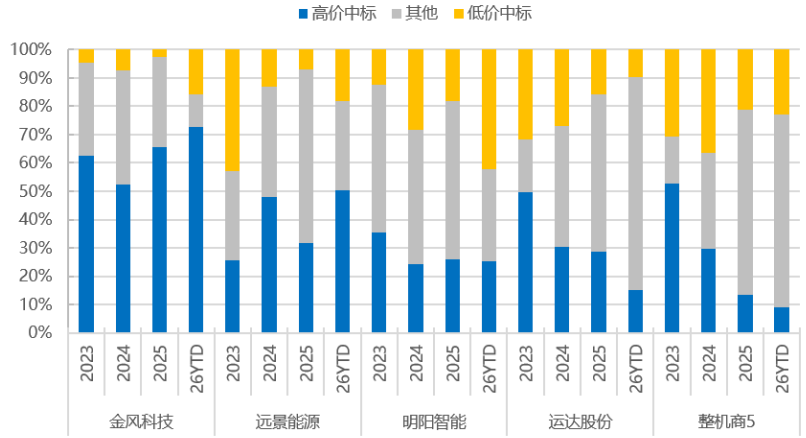
- **26H1头部整机制造端毛利率大多实现修复，龙头α显著。**上半年头部四家整机企业制造端毛利率大多实现一定程度的回暖，其中金风科技上半年风机制造实现毛利率11.6%，同比提升3.7pct，在上半年原材料成本波动背景下体现出明显的α优势，我们认为主要受益于公司在前期项目获取中实现了较好的订单结构，低价中标占比相对较小。
- 展望下半年，随着环氧树脂等原材料价格重回年初涨价前水平，成本端压力的放缓以及低价订单的陆续出清将推动整机板块盈利能力进入向上通道。

图表：26H1头部整机制造端毛利率大多实现修复，龙头α显著



资料来源：各公司公告，国金证券研究所；注：2023年为新会计准则下的同口径毛利率，明阳智能25H1毛利率为测算值，实际可能存在一定误差

图表：金风科技项目中标中高价中标占比较高，低价中标项目占比较少



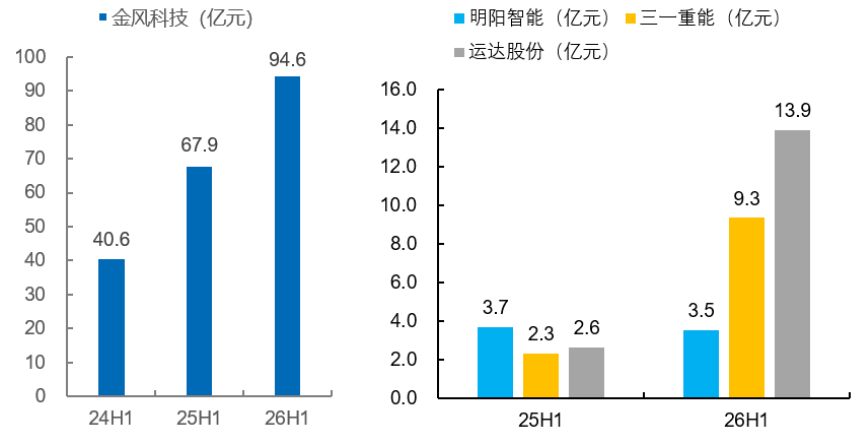
资料来源：中国招投标公共服务平台，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

3 整机：海外风机持续放量，有望贡献中长期成长性

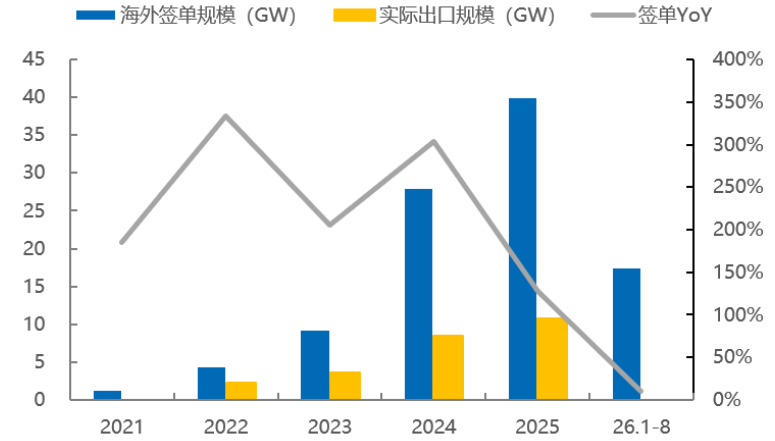
- **海外交付初步放量，“两海”业务有望持续贡献中长期成长性。**26H1头部整机企业海外风机收入大幅增长，其中金风科技海外风机制造收入95亿元，同比增长39%；三一重能及运达股份分别同比增长300%、426%。盈利方面，受海运费等成本因素扰动及个别企业前期为实现突破海外市场签下的低价订单交付影响，整体海外盈利能力略有下降，但出口区域主要为中高端市场的金风科技依然维持了较高的毛利率。
- 此外，据每日风电，1-8月国内整机企业海外签单量达17.6GW，同比增长10%，随着海外订单陆续交付放量，有望贡献整机环节中长期成长性。

图表：金风、运达、三一海外风机收入高速增长



资料来源：各公司公告，国金证券研究所

图表：1-8月国内整机企业海外签单约18GW，同比增长10%



资料来源：每日风电、CWEA，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

国金证券
SINOLINK SECURITIES

04 投资建议

仅供内部参考，请勿外传！

投资建议

- 我们看好下半年板块业绩、海外订单、招标需求三重维度共振，结合细分市场需求景气度及盈利释放确定性依次推荐：
- 1）受益于欧洲海风建设高景气、出海业务升级的管桩环节以及具备潜在拿单机会的零部件、海缆环节，重点推荐：大金重工、东方电缆、金雷股份；建议关注：天顺风能、中天科技、海力风电 等
- 2）成本压力边际减弱，制造端盈利有望在下半年迎来确定性改善且当前估值极低的整机环节，重点推荐 金风科技、运达股份、明阳智能、三一重能 等。

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*	237	11.0	15.9	15	25.1	9	35.9	7
301155.SZ	海力风电*	81	3.5	1.5	56	5.6	15	9.7	8
603218.SH	日月股份*	95	5.5	6.8	14	9.4	10	10.5	9
603606.SH	东方电缆*	281	12.7	16.9	17	19.4	14	23.4	12
300443.SZ	金雷股份*	60	3.1	4.1	15	5.3	11	6.4	9
601615.SH	明阳智能*	211	6.6	14.2	15	23.8	9	30.3	7
688349.SH	三一重能*	205	7.1	10.1	20	18.6	11	26.0	8
002202.SZ	金风科技*	664	27.7	53.6	12	66.2	10	79.9	8
300772.SZ	运达股份*	73	3.4	1.2	61	11.0	7	17.6	4
300129.SZ	泰胜风能	82	2.1	2.9	28	3.8	22	4.7	17
300850.SZ	新强联	111	8.2	10.7	10	13.4	8	15.5	7
603092.SH	德力佳	167	8.3	10.3	16	12.5	13	13.3	12
605305.SH	中际联合	66	5.3	6.5	10	7.9	8	9.8	7
002531.SZ	天顺风能	111	-2.4	6.6	17	10.8	10	16.1	7
002080.SZ	中材科技	796	18.2	30.1	26	41.7	19	52.0	15
601016.SH	节能风电	219	6.9	6.6	33	8.0	27	9.6	23
001289.SZ	龙源电力	919	45.3	44.1	21	49.7	19	55.0	17
平均值					**23**		**13**		**11**
中位数					**17**		**11**		**9**

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2025/9/4收盘价

仅供内部参考，请勿外传！

国金证券
SINOLINK SECURITIES

05 风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

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。

仅供内部参考，请勿外传！

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。

仅供内部参考，请勿外传！

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序

国金证券 SINOLINK SECURITIES



国金证券 SINOLINK SECURITIES

最新研报

会议路演

研究专题