

众问 · 深度个股研究

金风科技

002202.SZ | 电力设备及新能源

我们认为金风科技当前处于战略投入与验证期，市场定价已反映对其海外扩张、绿色甲醇及海上风电等远期成长的乐观预期。从分部估值与可比公司视角看，市值或存在多维参照系支撑。公司正经历风机毛利率修复与风电场减值阵痛，需跟踪海外订单交付、绿醇放量及现金流改善节点。仅供参考，不构成投资建议。

报告日期

2026-06-12

前收盘价

¥21.13

总市值

¥892.49亿

所属行业

电力设备及新
能源

经营概况

以下分析基于历史公开信息，部分定量字段为系统推导值，判断置信度有限。

核心业务与盈利模式

公司依靠大型风力发电机组及零部件的生产销售、风电场开发运营及风电服务实现营收和利润。业绩增长中，行业红利贡献 **100.4%**，自身独特优势（毛利率超出行业平均幅度）贡献 **0.04%**。整体看，公司业绩高度依赖行业景气度，自身造血能力极弱。

产品竞争力与壁垒

特有优势（毛利率超出行业平均）为 **0.04** 个百分点，但竞争优势综合评分较低，护城河类型为狭窄。核心客户依赖度较高，可替代性风险需持续观察。

8.95%

风机毛利率

43.16%

风电场毛利率

20.36%

服务毛利率

0.04%

特有优势

持续盈利的关键因素

风机大型化降本速度：2025年10MW及以上机组销售仅占19.4%，若无法快速提升占比，毛利率难以突破15%。

风电场开发规模及转让节奏：该业务毛利率稳定（40%+），但收入占比下滑（从19%降至12%），若不能扩大资产池，利润将承压。

海外市场突破：海外订单9.6GW（占总在手18%），但交付周期长、汇率风险大，且需应对贸易壁垒。

核心业务结构

年份	业务类别	收入规模（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
2025-12-31	风机及零部件	572.1	78	8.95
2025-12-31	风电场开发	86.9	12	43.16
2025-12-31	风电服务	57.2	8	20.36
2024-12-31	风机及零部件	389.2	69	5.05
2024-12-31	风电场开发	108.5	19	40.01
2024-12-31	风电服务	55.1	10	21.50

小结：公司高度依赖行业红利，自身独特优势几乎为零；现金流恶化、护城河薄弱，需警惕大型化转型滞后与上游挤压风险；风电场开发是唯一亮点，但规模有限。

估值分析

核心驱动力

行业国产替代红利；在手订单增长（Q1同比+133.45%）；产能扩张计划明确；绑定头部客户。

核心风险

盈利质量恶化，毛利率下滑；份额丢失风险；护城河缺失；现金流阶段性承压；再融资需求。

公司本质与竞争优势剖析

核心产品：6MW-10MW陆上及海上大型风电机组；**商业模式：**风机销售+风电场开发+风电服务三位一体；**竞争优势本质：**当前缺乏结构性护城河，更多受益短期先发优势，需关注产品差异化进展。

市场空间与份额假设

当前市场规模：国内风电新增装机约75GW（2023年），预计2030年有望突破120GW；

2030年预测规模：CAGR约7%~8%；

乐观份额：12-14%；**悲观份额：**10%以下；

利润率趋势：当前风机毛利率8.95%，远低于维斯塔斯（约18%），远期中性假设15%。

商业情景简述

乐观情景

行业增速维持高位，公司产能释放顺利，份额小幅提升，毛利率回升至15%，净利率改善。收入CAGR达到8%，自由现金流在预测期转正。

悲观情景

行业竞争加剧，国产替代放缓，公司份额持续流失，毛利率下滑至5%，净利率承压，自由现金流持续为负。

折现率与永续增长假设

调整因素	公司情况	调整幅度	量化理由
竞争优势等级	中 (总分4/9)	+0.5%	无绝对成本或技术优势，品牌护城河薄弱。
护城河类型	品牌溢价 (但效果有限)	+0.3%	销售费用率高未能带来定价权，实际效果差。
产业链反脆弱性	中等 (利润流向上游)	+0.3%	上游轴承等零部件巨头定价权强，对盈利形成压制。
趋势分类	稳定 (均值回归)	+0.0%	行业处于周期底部，向上拐点不确定。
乐观情景调整:			
基于上述调整		+0.5%	乐观情景下风险下降，调整幅度比悲观情景小。
季度信号 (现金流质量恶化)	触发预警 (OCF/利润=-1.54)	+0.5%	风险犹存，谨慎调整。
乐观情景最终WACC		10.0%	(8% + 0.5% + 0.3% + 0.3% + 0% + 0.5%)
悲观情景调整:			
基于上述调整		+1.1%	行业竞争加剧，份额下滑风险。
季度信号 (现金流质量恶化)	触发预警 (OCF/利润=-1.54)	+1.0%	风险显著，对DCF影响大。
悲观情景最终WACC		11.5%	(8% + 0.5% + 0.3% + 0.3% + 0% + 1.1% + 1.0%)

永续增长率基准取2.0%，乐观2.5%，悲观1.5%，反映长期缺乏定价权及行业成熟后的低速增长。

估值结果区间

情景	经营资产(亿元)	非经营资产(亿元)	总价值(亿元)	与当前市值偏离
悲观	230.0	-303.0	-73.0	-108.2%
乐观	650.0	-303.0	347.0	-61.1%

基本结论

当前市值892亿元显著高于基准估值，仅乐观情景可以支撑。考虑盈利能力尚未企稳且竞争优势缺失，建议等待毛利率及现金流改善信号。

财务预警

监控指标	监控结果	指标说明
毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。
非经常性损益依赖度	正常	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。
应收账款营收占比	应收账款占比过高	应收账款余额/营业收入>25%
经营活动现金流净额/净利润	正常	经营性净现金流/净利润<100%
短期偿债缺口率	正常	(货币资金+交易性金融资产)/短期借款<50%
速动比率	流动性风险	
债务期限错配度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50%

监控指标	监控结果	指标说明
存货周转天数	120.35	
存货周转天数偏离度	正常	公司存货周转天数与行业平均值的差，超过行业1.5个标准差
固定资产周转率	正常	固定资产周转率连续3年下降。
筹资依赖度	高度依赖融资	筹资活动现金净流量大于0，并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0
在建工程沉淀率	正常	在建工程/总资产>20%
其他应收款占比	正常	
销售费用率异常下降	销售费用率下降但收入上升	销售费用率下降，同时营业收入上升
应付账款周转天数	正常	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	-0.1	
所属行业	电力设备及新能源	

— 财务分析

14.2%	5.2%	1.53	7.9%
毛利率	营业利润率	资本周转率	ROIC

财务结构：资产负债率约71.7%，在重资产行业不算异常。货币资金103.2亿元足以覆盖短期借款7.1亿元，短期流动性无忧。应收账款高达323.4亿元，占总资产近两成，这是制造业的常见痛点。

盈利能力层面，毛利率14.2%仅仅比行业中位数高出0.04个百分点，几乎没有定价权优势。营业利润率5.2%，净利率约4.1%，在整机厂中处于中游。ROIC为7.9%，驱动力来自资本周转率1.53次（资产运营效率不错）而非高利润。

风险与盲点

数据估算偏差风险；份额丢失趋势；应收账款占比偏高；后续折旧压力及产能利用率消化能力是关键变量。

近期事件

2026-06-05

为海外子公司提供担保

公司为全资子公司金风国际和金风土耳其提供总额不超过2000万美元连带责任担保，用于履行与Ege公司的风机供货及安装协议。本次担保在已授权额度内，无需另行审议。

2026-05-29

回购方案启动并首次实施

2026年5月29日，公司首次回购A股5,671,100股（占比0.13%），成交均价23.523元/股，金额约1.33亿元。新回购方案总额3-5亿元，股份将全部注销。

2026-05-27

新回购方案获股东会批准

北京市竞天公诚律师事务所出具法律意见书确认，2026年第一次临时股东会、A股及H股类别股东会审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司A股股份的议案》。

2026-05-20

前一轮回购方案届满未实施

公司此前于2025年启动的3-5亿元回购方案（价格上限13.14元/股）因股价持续高于上限及敏感期等原因，至2026年5月到期未实施任何回购。

2026-05-22

前十大股东持股情况披露

截至2026年5月19日，香港中央结算（代理人）持股18.29%，新疆风能持股11.78%，中国三峡新能源持股8.97%。

机构调研

最新调研总结

2026-06-11: 海外累计装机13,386MW; 海外在手订单9,567MW; 自营权益装机10,027MW; 绿色甲醇在手订单超75万吨; 2025年审核112家供应商。

2026-05-26: 2026年Q1国内招标28.0GW; 3月投标均价1,609元/千瓦; Q1新增并网15.8GW; 公司Q1风机对外销售6,040.89MW (同比+133.45%); 2025年国内海上新增装机市占率37.9%。

2026-05-13: 2026年Q1新增权益并网177MW, 转让102MW; 平均利用小时549小时; 兴安盟一期25万吨绿色甲醇项目开车成功。

2026-04-15: 2025年底海外在手订单9,270.17MW; 美元贬值对2026年业绩无重大不利影响。

2026-04-08: 2025年国际业务收入1,808,161.36万元 (同比+50.59%); 海外在手订单9,270.17MW (同比+31.83%)。

关键洞察

趋势一：海上风电市占率登顶，产品结构加速向大型化迁移。

- 2025年国内海上新增装机市占率37.9% (首次第一);
- 20MW、16MW漂浮式等全球最大机组完成吊装;
- 2026年Q1, 6MW及以上机型销售占比已升至90.83%。

趋势二：风机销量与订单高速增长，但盈利能力仍有待观察。

- 2025年上半年对外销售容量同比+106.6%, 订单同比+45.58%;
- 2025年全年全球市占率17.3% (连续4年第一);
- 但风机及零部件销售毛利率稳定在7%-8%之间。

趋势三：绿色甲醇业务从概念走向实质贡献，成为第二增长曲线。

- 2025年新签15万吨订单，在手订单超75万吨;
- 兴安盟一期25万吨项目于2025年9月一次开车成功;
- 该业务不再停留于"未来计划", 已具备实际产能和规模化订单。

未来关注

关注1：风机及零部件销售毛利率改善情况。

- 连续几个季度毛利率能否稳定在10%以上并逐步提升；
- 若2026年全年毛利率提升至10%以上，则验证公司通过大型化和降本增效成功抵御价格战影响。

关注2：绿色甲醇订单交付及二期扩产计划。

- 在手75万吨订单的交付进度，以及是否宣布后续扩产计划；
- 若2026年确认有较大规模的绿色甲醇营收，则标志此业务进入成长期。

关注3：海外业务的高速增长可持续性。

- 海外在手订单转化为收入的速度，以及在新市场（如欧洲）的突破情况；
- 若2026年国际业务收入增速能维持30%以上，则验证公司全球化战略成功。

最新卖方研究综述

行业核心逻辑：风电行业正经历“量价齐升”的景气周期：国内“十五五”年均装机目标120GW以上，风机中标均价自2024年8月起持续回升，头部企业放弃低价竞争后，制造端盈利拐点确立。同时，海外市场（尤其南美、中东）需求加速，具备全球供应链能力和属地化布局的龙头将受益于量利双升。

2025-2026

多家机构看好国内晶圆厂扩产带动零部件需求，国产化率提升空间广阔。

行业风险

地缘政治壁垒，下游资本开支周期性波动，竞争加剧导致价格压力。

高管增持

近一年暂无增减持数据

机构持股

机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
基金	96	10674.18	28.07	2.53	3.17
QFII	-	0	-	-	-
社保	-	0	-	-	-
保险	1	11470.77	30.17	2.72	3.41
券商	-	0	-	-	-
信托	-	0	-	-	-
其他	4	111172.3	292.38	26.32	33.05
机构汇总	101	133317.25	350.62	31.56	39.64

数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。