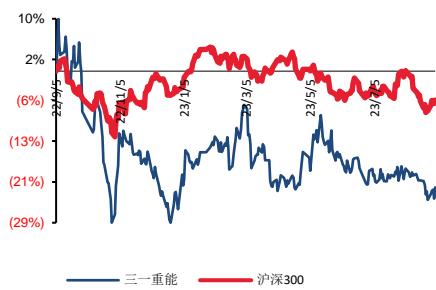




电力设备 风电设备

## 在手及新增订单创历史新高，毛利率阶段承压

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,206/185
总市值/流通(百万元)	37,311/5,711
12 个月最高/最低(元)	43.87/28.25

### 相关研究报告:

三一重能(688349)《风机市场份额持续提升，业绩符合预期》  
--2023/05/07

证券分析师: 温晓

电话: 18115160102

E-MAIL: wenxiao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523070001

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

**事件:** 公司发布 2023 年半年度报告。1) 2023H1 公司实现营业收入 39.15 亿元, 同比下降 4.12%; 归属于上市公司股东的净利润 8.17 亿元, 同比上升 2.38%; 扣非后归母净利润为 6.84 亿元, 同比下降 7.36%。2) 2023Q2 公司实现营业收入 23.51 亿元, 同比上升 15.57%; 归属于上市公司股东的净利润 3.34 亿元, 同比上升 66.28%; 扣非后归母净利润为 2.77 亿元, 同比上升 106.97%。

**整体收入下降, 机型结构切换显著。**公司 2023H1 实现营业收入 39.15 亿元, 同比下降 4.12%。公司风力发电机组实现销售收入 29.25 亿元, 同比下降 21.49%。其中 4.XMW 及以下风机销售收入为 12.85 亿元, 同比下降 47.81%, 营收占比为 33.28%; 5.XMW 及以上风机销售收入 15.37 亿元, 同比增长 26.00%, 营收占比为 39.81%。在 2023H1 期间, 公司主力机型显著从 4MW 以下机型往 5MW 以上机型切换。

**风机行业交付均价下行, 毛利率有所承压。**公司 2023H1 毛利率为 24.03%, 同比-3.00pct; 归母净利润率为 20.86%, 同比+1.32pct; 扣非归母净利润率为 17.46%, 同比-0.61pct; 期间费用率为 23.48%, 同比+4.50pct。公司 2023Q2 毛利率为 20.72%, 环比-8.28pct, 同比-7.41pct; 归母净利润率为 14.22%, 同比+4.34pct; 扣非归母净利润率为 11.78%, 同比+5.20pct。公司毛利率阶段性承压, 主要系风力发电机组行业交付均价普遍下降, 公司亦受到影响。期间, 公司通过成本控制精准化、成本洞察可视化、技术分析网络化、需求寻源透明化、品类策略闭环化五大策略, 实现供应链成本比较优势, 控制了毛利率下滑幅度。

**新增及在手订单创历史新高, 业绩后劲足。**2023H1 报告期内, 公司新增订单规模和在手订单规模均创历史新高, 新增订单为 8.35GW, 2023 年 6 月底在手订单为 16.31GW。此外, 6.25MW、6.7MW 机型成为公司新增订单的主力机型。公司新增订单规模和在手订单规模均创历史新高, 公司业绩具备较强的增长后劲。

**盈利预测与投资建议:** 我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 178.87/245.46/318.92 亿元, 同比+45.14%/+37.22%/+29.93%; 归母净利润为 20.30/27.65/35.63 亿元, 同比+23.19%/+36.23%/+28.85%; EPS 分别为 1.68/2.29/2.96 元, 对应 PE 分别为 18/13/10 倍。维持“买入”评级。

**风险提示:** 原材料价格波动风险; 风电装机不及预期; 风电市场竞争加剧风险

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12324.59	17887.45	24545.50	31891.93
(+/-%)	21.13%	45.14%	37.22%	29.93%
归母净利(百万元)	1647.73	2029.87	2765.32	3563.04
(+/-%)	3.56%	23.19%	36.23%	28.85%
摊薄每股收益(元)	1.37	1.68	2.29	2.96
市盈率(PE)	22.64	18.38	13.49	10.47

资料来源：Wind, 太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3979.7	9097.8	11802.8	17349.4	23939.6	营业收入	10174.7	12324.6	17887.4	24545.5	31891.9
应收票据及账款	3811.1	4520.8	5879.2	8067.6	10482.2	营业成本	7269.1	9421.6	14066.3	19256.5	25019.7
预付账款	185.2	313.7	353.9	485.6	630.9	税金及附加	69.2	97.3	130.6	179.2	232.9
其他应收款	186.2	678.5	583.8	801.1	1040.8	销售费用	660.5	764.5	1020.1	1277.1	1499.8
存货	1528.4	1636.0	3242.3	4438.6	5767.0	管理费用	349.2	409.6	576.6	742.1	900.5
其他流动资产	590.9	1742.8	2261.8	2669.6	3119.5	研发费用	541.9	768.3	1025.7	1309.3	1605.4
<b>流动资产合计</b>	<b>10281.4</b>	<b>17989.7</b>	<b>24123.7</b>	<b>33811.8</b>	<b>44980.1</b>	财务费用	50.0	-68.1	55.1	-36.7	-67.3
长期股权投资	191.5	295.5	381.5	467.6	553.7	资产减值损失	-113.9	-83.0	-164.6	-225.9	-293.6
固定资产	4010.6	4038.7	3568.3	3067.8	2537.1	信用减值损失	-21.4	-57.7	-44.0	-60.3	-78.4
在建工程	1106.6	1155.3	962.7	770.2	577.6	其他经营损益	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	284.3	375.2	312.7	250.2	187.6	投资收益	520.7	936.3	1295.3	1395.3	1495.3
长期待摊费用	3.7	0.1	0.1	0.0	0.0	公允价值变动损益	39.1	-74.3	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	1884.2	2561.0	2555.9	2550.7	2545.6	资产处置收益	0.3	0.1	-0.5	-0.5	-0.5
<b>非流动资产合计</b>	<b>7480.8</b>	<b>8425.7</b>	<b>7781.2</b>	<b>7106.5</b>	<b>6401.7</b>	其他收益	193.7	238.0	213.5	213.5	213.5
<b>资产总计</b>	<b>17762.2</b>	<b>26415.4</b>	<b>31904.9</b>	<b>40918.4</b>	<b>51381.8</b>	营业利润	1853.3	1890.9	2312.7	3140.0	4037.3
短期借款	2658.9	3088.7	0.0	0.0	0.0	营业外收入	6.4	11.9	7.7	7.7	7.7
应付票据及账款	4754.3	6548.3	9811.7	13432.0	17452.0	营业外支出	21.7	17.2	37.2	37.2	37.2
其他流动负债	5050.2	4802.0	8512.7	11627.0	15060.2	其他非经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>流动负债合计</b>	<b>12463.3</b>	<b>14439.0</b>	<b>18324.4</b>	<b>25059.0</b>	<b>32512.2</b>	利润总额	1838.0	1885.6	2283.3	3110.6	4007.9
长期借款	1342.1	614.0	397.0	194.8	8.5	所得税	246.9	232.6	252.1	343.5	442.6
其他非流动负债	116.8	179.7	179.7	179.7	179.7	净利润	1591.1	1652.9	2031.2	2767.1	3565.3
<b>非流动负债合计</b>	<b>1458.9</b>	<b>793.7</b>	<b>576.6</b>	<b>374.5</b>	<b>188.1</b>	少数股东损益	0.0	5.2	1.3	1.8	2.3
<b>负债合计</b>	<b>13922.3</b>	<b>15232.6</b>	<b>18901.1</b>	<b>25433.5</b>	<b>32700.4</b>	<b>归母股东净利润</b>	<b>1591.1</b>	<b>1647.7</b>	<b>2029.9</b>	<b>2765.3</b>	<b>3563.0</b>
股本	988.5	1189.5	1189.5	1189.5	1189.5	<b>预测指标</b>					
资本公积	800.9	6349.9	6349.9	6349.9	6349.9		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	2050.5	3643.4	5463.2	7942.4	11136.8	营收增长率	9.3%	21.1%	45.1%	37.2%	29.9%
归属母公司权益	3839.9	11182.7	13002.6	15481.8	18676.1	毛利率	28.6%	23.6%	21.4%	21.5%	21.5%
少数股东权益	0.0	0.0	1.3	3.1	5.3	净利率	15.6%	13.4%	11.4%	11.3%	11.2%
<b>股东权益合计</b>	<b>3839.9</b>	<b>11182.7</b>	<b>13003.9</b>	<b>15484.8</b>	<b>18681.5</b>	营业利润率	18.2%	15.3%	12.9%	12.8%	12.7%
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>17762.2</b>	<b>26415.4</b>	<b>31904.9</b>	<b>40918.4</b>	<b>51381.8</b>	ROE	41.4%	14.7%	15.6%	17.9%	19.1%
<b>现金流量表(百万)</b>						P/E	23.45	22.64	18.38	13.49	10.47
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	P/S	3.67	3.03	2.09	1.52	1.17
经营性现金净流量	643.7	757.1	5230.4	4863.9	5854.7	P/B	9.72	3.34	2.87	2.41	2.00
投资性现金净流量	158.8	-3571.9	1045.4	1134.3	1223.3	股息率	0.00%	1.37%	0.56%	0.77%	0.99%
筹资性现金净流量	1392.9	7560.9	-3570.9	-451.6	-487.7	EV/EBIT	20.27	16.24	11.35	6.98	3.91
<b>现金流量净额</b>	<b>2195.5</b>	<b>4769.5</b>	<b>2704.9</b>	<b>5546.6</b>	<b>6590.2</b>	EV/EBITDA	17.51	13.73	8.65	5.60	3.26

资料来源: WIND, 太平洋证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩贊阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：  
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。