

三一重能 (688349.SH)

业绩稳健增长，海外布局未来可期

增持

核心观点

全年业绩稳健增长，毛利率阶段性承压。23年公司实现营业收入149.4亿元，同比+21.2%，实现归母净利润20.1亿元，同比+21.8%。全年销售毛利率17.0%，同比-6.5pct.。23年公司拟派发现金红利7.1亿元，占归母净利润35.5%。

四季度业绩高增，电站转让增厚利润。第四季度公司实现营收74.49亿元（同比+24.58%，环比+108.33%），归母净利润9.76亿元（同比+61.44%，环比+356.57%）。四季度公司集中完成电站转让，形成投资收益约9亿元。

一季度业绩短期承压，毛利率环比修复。第一季度公司实现营收17.28亿元（同比+10.50%，环比-76.80%），归母净利润2.66亿元（同比-44.92%，环比-72.77%），销售毛利率19.67%（同比-9.33pct.，环比+5.30pct.）。一季度在运电站规模阶段性下降、风场下游建设较慢，公司业绩短期承压。

新增订单创新高，风机毛利率继续引领行业。23年公司风机制造收入119.4亿元，同比+17.7%，毛利率15.5%，同比-7.8pct.。23年公司新增订单14.1GW，创历史新高；截至23年底，公司在手订单15.9GW。我们估计，一季度风机毛利率已触底反弹，随着技术降本持续推进，盈利能力有望复苏。

持续推进全球化战略，海外市场取得突破。23年公司实现海外收入3.1亿元，实现对中亚、南亚地区风电设备出海；海外毛利率22.1%，较国内高5.3pct.。公司搭建“中方+本土”形式的海外团队，引进全球风电行业优秀人才；已组建200多人的海外营销团队，支持海外业务发展。

电站在建容量达2.4GW，电站销售持续增厚利润。23年公司发电收入4.7亿元，同比-19.8%，毛利率73.1%，同比+2.5pct.；电站销售收入6.3亿元，毛利率36.0%。截至23年底，公司存量风场容量248MW，在建容量高达2.4GW；我们预计未来公司自持、转让电站规模将保持双高增，持续增厚公司利润。

风险提示：电站开发节奏不及预期；海外市场开拓不及预期；整机行业竞争持续恶化。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到风电整机价格下行趋势，下调盈利预测。预计公司2024-2026年实现归母净利润22.18/26.76/32.85亿元（24-25年原预测值为22.94/27.23亿元），当前股价对应PE分别为16/13/11倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,325	14,939	20,640	23,093	28,009
(+/-%)	21.1%	21.2%	38.2%	11.9%	21.3%
净利润(百万元)	1648	2007	2218	2676	3285
(+/-%)	3.6%	21.8%	10.6%	20.7%	22.7%
每股收益(元)	1.37	1.66	1.84	2.22	2.72
EBIT Margin	7.0%	-0.4%	7.3%	9.4%	10.6%
净资产收益率 (ROE)	14.7%	15.7%	15.5%	16.4%	17.5%
市盈率 (PE)	21.0	17.3	15.6	12.9	10.6
EV/EBITDA	41.8	145.2	30.2	22.5	18.3
市净率 (PB)	3.10	2.71	2.42	2.12	1.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券分析师：王晓声 010-88005231 wangxiaosheng@guosen.com.cn
 S0980520080003 S0980523050002

基础数据

投资评级 增持(维持)
 合理估值
 收盘价 28.75元
 总市值/流通市值 34659/5305百万元
 52周最高价/最低价 37.65/22.15元
 近3个月日均成交额 71.18百万元

市场走势



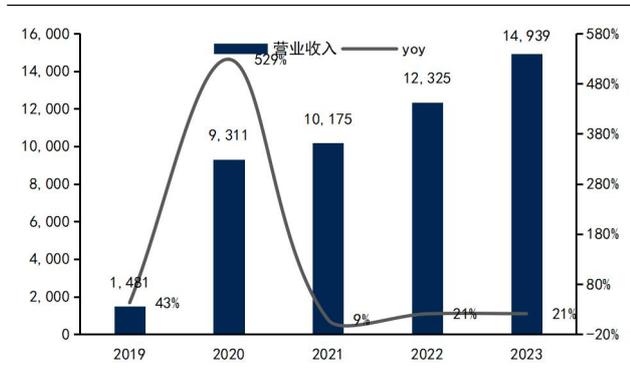
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《三一重能(688349.SH)-出货量环比持续提升，电站转让节奏影响三季度业绩》——2023-11-03
- 《三一重能(688349.SH)-订单规模创历史新高，盈利能力保持领先》——2023-09-03
- 《三一重能(688349.SH)-市场份额稳步提升，成本优势逐步凸显》——2023-05-08
- 《三一重能(688349.SH)-砥砺前行，焕新上阵》——2022-08-01

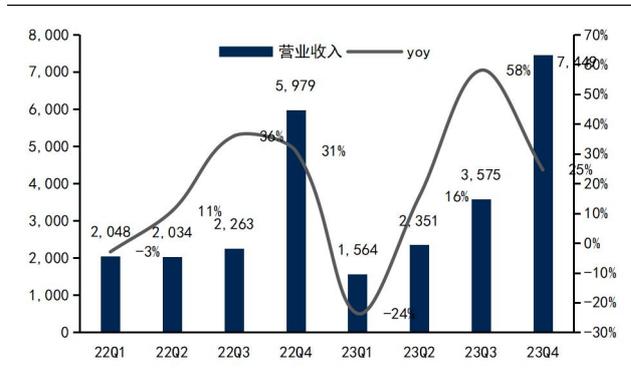
全年业绩稳健增长，毛利率阶段性承压。2023年公司实现营业收入149.39亿元，同比+21.21%，实现归母净利润20.07亿元，同比+21.78%，实现扣非净利润16.23亿元，同比+1.67%。全年销售毛利率17.03%，同比-6.52pct.，扣非销售净利率10.87%，同比-2.09pct.。23年公司拟派发现金红利7.11亿元，占归母净利润35.45%。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



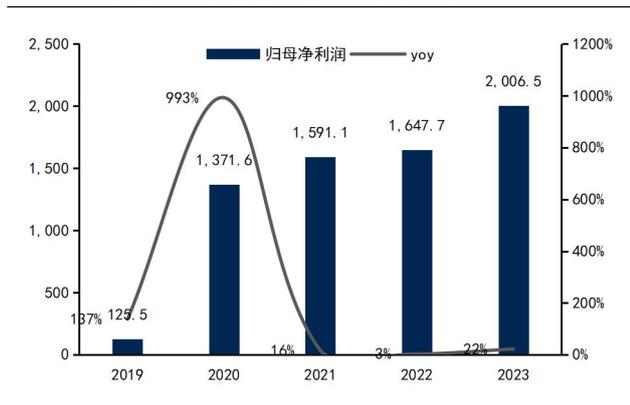
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



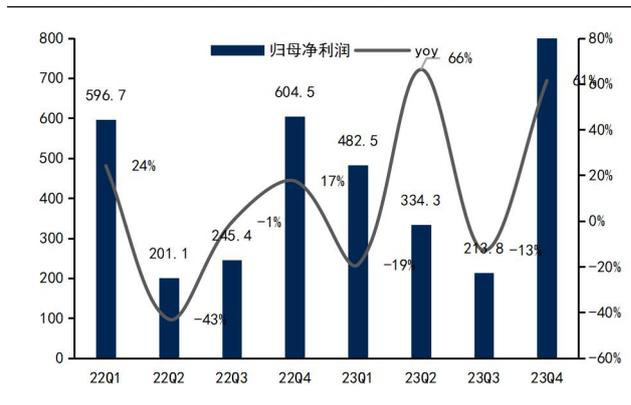
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



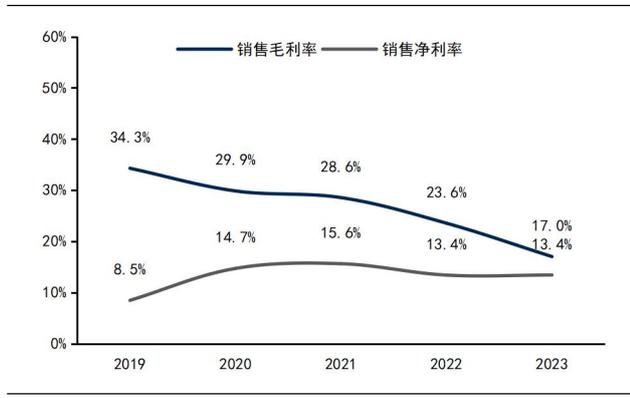
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



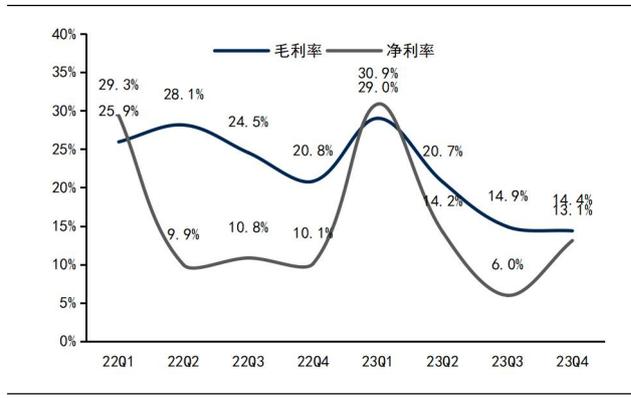
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

四季度业绩高增，电站转让增厚投资收益。23年第四季度公司实现营收74.49亿

元（同比+24.58%，环比+108.33%），归母净利润 9.76 亿元（同比+61.44%，环比+356.57%），扣非净利润 8.72 亿元（同比+40.02%，环比+1181.07%），销售毛利率 14.37%（同比-6.44pct.，环比-0.53pct.），销售净利率 13.10%（同比+2.99pct.，环比-7.12pct.）。四季度公司集中完成电站转让，形成投资收益超 9 亿元。

一季度业绩短期承压，毛利率环比修复。24 年第一季度公司实现营收 17.28 亿元（同比+10.50%，环比-76.80%），归母净利润 2.66 亿元（同比-44.92%，环比-72.77%），销售毛利率 19.67%（同比-9.33pct.，环比+5.30pct.），销售净利率 15.38%（同比-15.47pct.，环比+2.28pct.）。一季度公司风机销量 1.1GW，同比+120%，公司在运电站规模阶段性下降、EPC 业务受下游开工较慢影响，公司业绩短期承压。

新增订单创新高，风机毛利率继续引领行业。23 年公司风机制造收入 119.37 亿元，同比+17.66%，毛利率 15.45%，同比-7.80pct.，毛利率继续引领行业。全年风机对外销售容量 7.24GW。23 年公司新增订单 14.1GW，创历史新高；截至 23 年底，公司在手订单 15.9GW。我们估计，24 年一季度公司风机毛利率已触底反弹，随着技术降本持续推进，盈利能力有望复苏。

持续推进全球化战略，海外市场取得突破。2023 年，公司实现海外收入 3.1 亿元，实现对中亚、南亚地区风电设备出海，为近几年海外业绩取得的新突破；海外销售毛利率 22.07%，较国内高 5.25pct.。为推进全球业务拓展，公司搭建“中方+本土”形式的海外团队，引进全球风电行业优秀人才；截至 23 年底公司已组建 200 多人的海外营销团队，支持海外业务发展。

电站在建容量达 2.4GW，电站销售持续增厚利润。23 年公司发电收入 4.74 亿元，同比-19.81%，毛利率 73.08%，同比+2.51pct.；风电服务收入 17.64 亿元，同比+17.56%，毛利率 6.01%，同比-0.38pct.；电站销售收入 6.34 亿元，毛利率 36.00%。截至 23 年底，公司存量风场容量 247.6MW，在建容量高达 2.4GW；我们预计未来公司自持、转让电站规模将保持双高增，持续增厚公司利润。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。考虑到风电整机价格下行趋势，下调盈利预测。预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 22.18/26.76/32.85 亿元（24-25 年原预测值为 22.94/27.23 亿元），当前股价对应 PE 分别为 16/13/11 倍，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (23A)	投资评级
				23A	24E	25E	23A	24E	25E		
688349.SH	三一重能	28.75	347	1.66	1.84	2.22	17.3	15.6	12.9	15.7	买入
002202.SZ	金风科技	7.63	285	0.32	0.53	0.67	23.8	14.4	11.4	3.5	-
601615.SH	明阳智能	9.81	223	0.16	1.46	1.75	61.3	6.7	5.6	1.4	-
300772.SZ	运达股份	9.86	69	0.59	1.04	1.30	16.7	9.5	7.6	7.9	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9098	11547	9039	10963	13892	营业收入	12325	14939	20640	23093	28009
应收款项	2564	4377	3393	3796	4604	营业成本	9422	12395	16235	17827	21800
存货净额	1636	3087	5655	6327	7674	营业税金及附加	97	119	164	183	222
其他流动资产	1468	1854	2598	2852	3488	销售费用	764	1085	1177	1270	1316
流动资产合计	17990	22855	23424	26944	33123	管理费用	410	535	708	717	776
固定资产	5194	5338	5552	5635	5598	研发费用	768	872	908	970	980
无形资产及其他	375	716	868	1020	1173	财务费用	(68)	(187)	(14)	(11)	(42)
投资性房地产	2561	3325	3922	3926	4201	投资收益	936	1798	650	500	350
长期股权投资	295	1141	1161	1181	1201	资产减值及公允价值变动	(141)	(31)	(40)	(40)	(40)
资产总计	26415	33376	34928	38707	45297	其他收入	304	520	638	639	670
短期借款及交易性金融负债	3131	2225	2000	2000	2000	营业利润	1891	2376	2671	3195	3896
应付款项	6548	10132	6970	7655	9388	营业外净收支	(5)	23	0	1	2
其他流动负债	2401	3752	4967	5433	6569	利润总额	1886	2399	2671	3196	3898
流动负债合计	14439	19073	19097	20860	24959	所得税费用	233	393	453	519	613
长期借款及应付债券	614	1135	1135	1135	1135	少数股东损益	5	0	0	0	0
其他长期负债	180	374	395	400	410	归属于母公司净利润	1648	2007	2218	2676	3285
长期负债合计	794	1509	1530	1535	1545	现金流量表 (百万元)					
负债合计	15233	20582	20627	22395	26503	净利润	1648	2007	2218	2676	3285
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	25	(66)	(20)	(20)	(20)
股东权益	11183	12793	14300	16311	18793	折旧摊销	329	447	334	365	385
负债和股东权益总计	26415	33376	34928	38707	45297	公允价值变动损失	0	0	0	(1)	(2)
关键财务与估值指标						财务费用	(68)	(187)	(14)	(11)	(42)
每股收益	1.37	1.66	1.84	2.22	2.72	营运资本变动	99	1993	(2828)	168	850
每股红利	0.42	0.59	0.55	0.67	0.82	其它	(1343)	(3291)	(623)	(485)	(360)
每股净资产	9.28	10.61	11.86	13.53	15.59	经营活动现金流	759	1089	(919)	2704	4137
ROIC	16%	5%	15%	20%	26%	资本开支	(2618)	(3754)	(700)	(600)	(500)
ROE	15%	16%	16%	16%	17%	其它投资现金流	(953)	2705	34	475	52
毛利率	24%	17%	21%	23%	22%	投资活动现金流	(3572)	(1049)	(666)	(125)	(448)
EBIT Margin	7%	-0%	7%	9%	11%	权益性融资	5658	116	0	0	0
EBITDA Margin	10%	3%	9%	11%	12%	负债净变化	1835	2480	(225)	0	0
收入增长	21%	21%	38%	12%	21%	支付股利、利息	0	(511)	(711)	(665)	(803)
净利润增长率	4%	22%	11%	21%	23%	其它融资现金流	68	187	14	11	42
资产负债率	58%	62%	59%	58%	59%	融资活动现金流	7561	2271	(922)	(655)	(761)
股息率	1.5%	2.1%	1.9%	2.3%	2.8%	现金净变动	4748	2312	(2507)	1924	2929
P/E	21.03	17.27	15.62	12.95	10.55	货币资金的期初余额	3980	9098	11547	9039	10963
P/B	3.10	2.71	2.42	2.12	1.84	货币资金的期末余额	9098	11547	9039	10963	13892
EV/EBITDA	41.84	145.24	30.21	22.48	18.28	企业自由现金流	(1433)	(1369)	(1951)	1753	3231
						权益自由现金流	461	1267	(2164)	1762	3266

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032