

# 三一重能 (688349)

## 市占率持续提升，双海战略稳步推进

### 事件：

三一重能发布 2023 年年度报告，2023 年，公司实现营业收入 149.39 亿元，同比上升 21.21%，实现归母净利润 20.07 亿元，同比上升 21.78%，实现扣非归母净利润 16.23 亿元，同比上升 1.67%。2024Q1，公司实现营业收入 17.28 亿元，同比上升 10.50%，实现归母净利润 2.66 亿元，同比下降 44.92%，实现扣非归母净利润 2.37 亿元，同比下降 41.73%，业绩符合预期。

#### 市占率持续提升，新增订单创历史新高

2023 年公司新增吊装容量为 7.41GW，同比+64%，国内市占率突破 9%，同比+0.2pct，市占率持续提升；订单方面，公司凭借较的产品力，新增订单规模创历史新高，2023 年公司新增订单达 14.1GW，截至 2023 年底，公司在手订单为 15.89GW，我们认为公司在手订单充沛，未来市场份额有望进一步提升。

#### 出货机构持续优化，盈利能力行业领先

2023 年公司风机及配件收入达 119.37 亿元，同比+17.66%，其中 5.XMW 及以上机型的营收占比达 58.8%，同比+23.14pct，公司出货结构持续优化，大兆机型占比持续提升。盈利能力方面，公司 23 年实现毛利率 17.03%，保持行业领先水平，其中风机业务毛利率 15.45%，同比-7.8pct，我们认为主要系产品交付价格下滑。

#### 双海战略稳步推进

出海方面，2023 年公司实现国际收入 3.1 亿元，同比实现高增，实现对中亚、南亚地区风电设备出海，为近几年海的业绩取得的新突破，截至 2023 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，未来海外收入规模有望持续提升；海风方面，2023 年以来公司持续完善海上风机产品与技术储备，已形成了 8.5MW-16MW 全系列海上风机产品矩阵，看好公司 2024 年实现海上风机订单突破。

#### 盈利预测、估值与评级

考虑到行业一季度需求不及预期，我们调整公司盈利预测，我们预计公司 2024-26 年收入分别为 183.5/228.5/278.0 亿元，增速分别为 22.8%/24.5%/21.7%，归母净利润分别为 23.95/28.81/33.94 亿元，增速分别为 19.4%/20.3%/17.8%，EPS 分别为 2.0/2.4/2.8 元/股，对应 PE 分别为 14/12/10 倍。考虑到公司是国内优质整机企业，盈利能力领先，我们给予公司 24 年 18 倍 PE，目标价 35.76 元。维持“买入”评级。

**风险提示：**风电需求不及预期，市场竞争加剧，原材料价格波动

行业： 电力设备/风电设备  
 投资评级： 买入（维持）  
 当前价格： 27.85 元  
 目标价格： 35.76 元

### 基本数据

|               |                 |
|---------------|-----------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 1,205.52/185.94 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,178.43        |
| 每股净资产(元)      | 10.63           |
| 资产负债率(%)      | 62.63           |
| 一年内最高/最低(元)   | 37.65/22.15     |

### 股价相对走势



### 作者

分析师：贺朝晖  
 执业证书编号：S0590521100002  
 邮箱：hezhang@glsc.com.cn

联系人：陈子锐  
 邮箱：chenzr@glsc.com.cn

| 财务数据和估值     | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 12325  | 14939  | 18350  | 22850  | 27800  |
| 增长率(%)      | 21.13% | 21.21% | 22.83% | 24.52% | 21.66% |
| EBITDA(百万元) | 2149   | 2658   | 3418   | 3996   | 4676   |
| 归母净利润(百万元)  | 1648   | 2007   | 2395   | 2881   | 3394   |
| 增长率(%)      | 3.56%  | 21.78% | 19.37% | 20.27% | 17.83% |
| EPS(元/股)    | 1.37   | 1.66   | 1.99   | 2.39   | 2.82   |
| 市盈率(P/E)    | 20.4   | 16.7   | 14.0   | 11.7   | 9.9    |
| 市净率(P/B)    | 3.0    | 2.6    | 1.6    | 1.4    | 1.2    |
| EV/EBITDA   | 14.9   | 11.0   | 6.2    | 5.1    | 4.0    |

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 05 月 08 日收盘价

### 相关报告

- 《三一重能 (688349)：盈利能力领先行业，双海战略进展可期》2023.10.29
- 《三一重能 (688349)：在手订单创历史新高，盈利能力持续领先行业》2023.08.31

**财务预测摘要**

| 资产负债表            |              |              |              |              |              | 利润表              |             |             |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元           | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 单位:百万元           | 2022        | 2023        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 货币资金             | 9098         | 11547        | 18796        | 20865        | 23834        | 营业收入             | 12325       | 14939       | 18350        | 22850        | 27800        |
| 应收账款+票据          | 4521         | 6480         | 6198         | 7718         | 9390         | 营业成本             | 9422        | 12395       | 15485        | 19046        | 22908        |
| 预付账款             | 314          | 203          | 358          | 446          | 542          | 营业税金及附加          | 97          | 119         | 128          | 160          | 167          |
| 存货               | 1636         | 3087         | 3856         | 4743         | 5705         | 营业费用             | 764         | 1085        | 1285         | 1577         | 1890         |
| 其他               | 2421         | 1538         | 1882         | 2334         | 2832         | 管理费用             | 1178        | 1407        | 1670         | 2034         | 2446         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>17990</b> | <b>22855</b> | <b>31090</b> | <b>36106</b> | <b>42302</b> | 财务费用             | -68         | -187        | 16           | -27          | -42          |
| 长期股权投资           | 295          | 1141         | 1341         | 1541         | 1741         | 资产减值损失           | -83         | 18          | -18          | -23          | -28          |
| 固定资产             | 4039         | 4930         | 6079         | 7130         | 8084         | 公允价值变动收益         | -74         | -44         | -20          | -20          | -20          |
| 在建工程             | 1155         | 553          | 498          | 443          | 387          | 投资净收益            | 936         | 1798        | 2675         | 2923         | 3170         |
| 无形资产             | 375          | 716          | 596          | 477          | 358          | 其他               | 181         | 485         | 445          | 432          | 417          |
| 其他非流动资产          | 2561         | 3181         | 2132         | 2327         | 2522         | <b>营业利润</b>      | <b>1891</b> | <b>2376</b> | <b>2849</b>  | <b>3372</b>  | <b>3970</b>  |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>8426</b>  | <b>10521</b> | <b>10646</b> | <b>11918</b> | <b>13093</b> | 营业外净收益           | -5          | 23          | 23           | 23           | 23           |
| <b>资产总计</b>      | <b>26415</b> | <b>33376</b> | <b>41736</b> | <b>48024</b> | <b>55395</b> | <b>利润总额</b>      | <b>1886</b> | <b>2399</b> | <b>2872</b>  | <b>3395</b>  | <b>3993</b>  |
| 短期借款             | 3089         | 771          | 0            | 0            | 0            | 所得税              | 233         | 393         | 477          | 514          | 599          |
| 应付账款+票据          | 6548         | 10132        | 9535         | 10685        | 12223        | <b>净利润</b>       | <b>1653</b> | <b>2007</b> | <b>2395</b>  | <b>2881</b>  | <b>3394</b>  |
| 其他               | 4802         | 8171         | 10141        | 12523        | 15124        | 少数股东损益           | 5           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>14439</b> | <b>19073</b> | <b>19676</b> | <b>23208</b> | <b>27347</b> | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1648</b> | <b>2007</b> | <b>2395</b>  | <b>2881</b>  | <b>3394</b>  |
| 长期带息负债           | 614          | 1194         | 946          | 821          | 658          | <b>财务比率</b>      |             |             |              |              |              |
| 长期应付款            | 85           | 161          | 161          | 161          | 161          |                  | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |
| 其他               | 95           | 154          | 154          | 154          | 154          | <b>成长能力</b>      |             |             |              |              |              |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>794</b>   | <b>1509</b>  | <b>1261</b>  | <b>1136</b>  | <b>973</b>   | 营业收入             | 21.13%      | 21.21%      | 22.83%       | 24.52%       | 21.66%       |
| <b>负债合计</b>      | <b>15233</b> | <b>20582</b> | <b>20937</b> | <b>24344</b> | <b>28320</b> | EBIT             | -3.74%      | 21.75%      | 30.49%       | 16.64%       | 17.30%       |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | EBITDA           | -1.50%      | 23.69%      | 28.62%       | 16.91%       | 17.02%       |
| 股本               | 1189         | 1206         | 1206         | 1206         | 1206         | 归属于母公司净利润        | 3.56%       | 21.78%      | 19.37%       | 20.27%       | 17.83%       |
| 资本公积             | 6350         | 6480         | 11903        | 11903        | 11903        | <b>获利能力</b>      |             |             |              |              |              |
| 留存收益             | 3643         | 5108         | 7503         | 10384        | 13778        | 毛利率              | 23.55%      | 17.03%      | 15.62%       | 16.65%       | 17.60%       |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>11183</b> | <b>12793</b> | <b>20800</b> | <b>23680</b> | <b>27075</b> | 净利率              | 13.41%      | 13.43%      | 13.05%       | 12.61%       | 12.21%       |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>26415</b> | <b>33376</b> | <b>41736</b> | <b>48024</b> | <b>55395</b> | ROE              | 14.73%      | 15.68%      | 11.52%       | 12.17%       | 12.54%       |
|                  |              |              |              |              |              | ROIC             | 24.46%      | 22.47%      | 31.82%       | 34.32%       | 32.40%       |
| <b>现金流量表</b>     |              |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>      |             |             |              |              |              |
| 单位:百万元           | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 资产负债率            | 57.67%      | 61.67%      | 50.16%       | 50.69%       | 51.12%       |
| 净利润              | 1653         | 2007         | 2395         | 2881         | 3394         | 流动比率             | 1.2         | 1.2         | 1.6          | 1.6          | 1.5          |
| 折旧摊销             | 331          | 445          | 531          | 628          | 725          | 速动比率             | 1.1         | 1.0         | 1.3          | 1.3          | 1.3          |
| 财务费用             | -68          | -187         | 16           | -27          | -42          | <b>营运能力</b>      |             |             |              |              |              |
| 存货减少(增加为“-”)     | -108         | -1451        | -769         | -887         | -962         | 应收账款周转率          | 2.9         | 2.5         | 3.3          | 3.3          | 3.3          |
| 营运资金变动           | -542         | 413          | 387          | 585          | 911          | 存货周转率            | 5.8         | 4.0         | 4.0          | 4.0          | 4.0          |
| 其它               | -511         | -153         | -1409        | -1502        | -1638        | 总资产周转率           | 0.5         | 0.4         | 0.4          | 0.5          | 0.5          |
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>755</b>   | <b>1073</b>  | <b>1150</b>  | <b>1678</b>  | <b>2390</b>  | <b>每股指标(元)</b>   |             |             |              |              |              |
| 资本支出             | -2556        | -3618        | -1500        | -1500        | -1500        | 每股收益             | 1.4         | 1.7         | 2.0          | 2.4          | 2.8          |
| 长期投资             | -1197        | 385          | 0            | 0            | 0            | 每股经营现金流          | 0.6         | 0.9         | 1.0          | 1.4          | 2.0          |
| 其他               | 180          | 2185         | 3023         | 1989         | 2199         | 每股净资产            | 9.3         | 10.6        | 17.3         | 19.6         | 22.5         |
| <b>投资活动现金流</b>   | <b>-3572</b> | <b>-1049</b> | <b>1523</b>  | <b>489</b>   | <b>699</b>   | <b>估值比率</b>      |             |             |              |              |              |
| 债权融资             | -298         | -1738        | -1018        | -125         | -163         | 市盈率              | 20.4        | 16.7        | 14.0         | 11.7         | 9.9          |
| 股权融资             | 201          | 16           | 188          | 0            | 0            | 市净率              | 3.0         | 2.6         | 1.6          | 1.4          | 1.2          |
| 其他               | 7658         | 3993         | 5407         | 27           | 42           | EV/EBITDA        | 14.9        | 11.0        | 6.2          | 5.1          | 4.0          |
| <b>筹资活动现金流</b>   | <b>7561</b>  | <b>2271</b>  | <b>4577</b>  | <b>-98</b>   | <b>-121</b>  | EV/EBIT          | 17.6        | 13.2        | 7.3          | 6.0          | 4.7          |
| <b>现金净增加额</b>    | <b>4768</b>  | <b>2302</b>  | <b>7250</b>  | <b>2069</b>  | <b>2968</b>  |                  |             |             |              |              |              |

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 05 月 08 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级   | 说明                           |
|---|------|------|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上        |
|   |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间   |
|   |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|   | 行业评级 | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上        |
|   |      | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上        |
|   |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|   |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上        |

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及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。国联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。国联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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及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一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼