

股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	24.44
总股本/流通股本(亿股)	12.06 / 1.88
总市值/流通市值(亿元)	295 / 46
52周内最高/最低价	32.56 / 23.96
资产负债率(%)	61.7%
市盈率	14.54
第一大股东	梁稳根

研究所

分析师: 贾佳宇
SAC 登记编号: S1340523070002
Email: jiajiayu@cnpsec.com
研究助理: 杨帅波
SAC 登记编号: S1340123060006
Email: yangshuaibo@cnpsec.com

三一重能(688349)

风机后起新秀，成本领先+“双海”战略助力发展

● 投资要点

三一重能深耕风电行业十余年，传承三一制造基因。2008年公司前身三一电气有限公司成立，2017年成立三一新能源公司，向产业链两端延伸，涉足新能源开发业务。2020年以来，公司凭借成本和制造能力优势，加速市场拓展，根据CWEA统计，2023年三一重能风机吊装量为7.41GW，在国内陆风市场市占率约10%，排名上升至第四位。公司基于双馈技术路线持续推进大型化，陆上风机已布局15MW机型，海上风电形成8.5-16MW系列产品。

国内风电复苏，海外需求高增有望加速出海。陆风方面，预期未来陆风装机基本盘在80GW附近，以大换小+风电下乡有望合计贡献30GW/年增量，行业价格战伴随快速大型化进程持续至今，但今年年初以来的公开报价已呈现企稳态势，行业竞争格局及盈利预期迎来改善，后续可关注风机制造业务盈利修复进程。海风方面，“十四五”海风规划容量近60GW，24-25年海风装机需达到30GW，24年预计将进入新一轮的抢装期，同时深远海规划也将在十四五期间落地，海风板块有望启动新一轮成长周期。出口方面，2023年国内风电出口3.7GW，同比+60.2%，海外已成为国内主机厂商重点布局市场，出海逐步进入新阶段，中国技术、中国标准逐步落地海外。

数智化赋能打造成本领先优势，持续布局“双海”。公司通过核心零部件自产+箱变上置技术+风机大型化+数智化持续赋能“成本领先战略”，有望在激烈竞争中脱颖而出，目前国内风机份额超过9%（陆风约10%），排名前五，且盈利能力优势明显。海风风机领域，公司推进整机和核心零部件协同设计，已布局山东东营基地，且首批机组已成功下线，未来有望进军海风市场。2023年，公司海外新突破，实现对中亚、南亚地区风电设备出海，海外订单毛利率更优，同时将带来明显的订单增量。

● 盈利预测与评级

我们预测公司2024-2026年营业收入分别为223.0/257.2/286.5亿元，归母净利润分别为23.2/27.2/30.9亿元，PE倍数分别为12.7、10.8、9.5倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示：

风电装机不及预期；市场竞争加剧的风险；海风+海外市场拓展不及预期；产品质量风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	14939	22303	25717	28653
增长率 (%)	21.21	49.29	15.31	11.42
EBITDA (百万元)	877.95	2998.45	3457.60	3880.21
归属母公司净利润 (百万元)	2006.54	2324.57	2719.75	3094.45
增长率 (%)	21.78	15.85	17.00	13.78
EPS (元/股)	1.66	1.93	2.26	2.57
市盈率 (P/E)	14.68	12.67	10.83	9.52
市净率 (P/B)	2.30	1.95	1.65	1.41
EV/EBITDA	30.04	7.63	5.78	4.26

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 风机后起之秀，业绩稳健.....	5
1.1 深耕风电领域，持续布局大功率机组.....	5
1.2 业绩稳健，盈利能力有所回升.....	6
2 国内风电复苏，海外需求高增有望加速出海.....	8
2.1 陆风：装机需求复苏，风机价格短期触底.....	8
2.2 海风：各省持续推动海风建设，24 年建设有望加速.....	9
2.3 海外：装机需求持续高增，国内产业链有望加速出海.....	10
3 数智化赋能打造成本领先优势，“双海”机遇拓展空间.....	12
3.1 成本领先优势突出，市场份额逐步提升.....	12
3.2 积极布局海风+海外，打造新成长点.....	14
4 盈利预测及投资评级.....	15
5 风险因素.....	17

图表目录

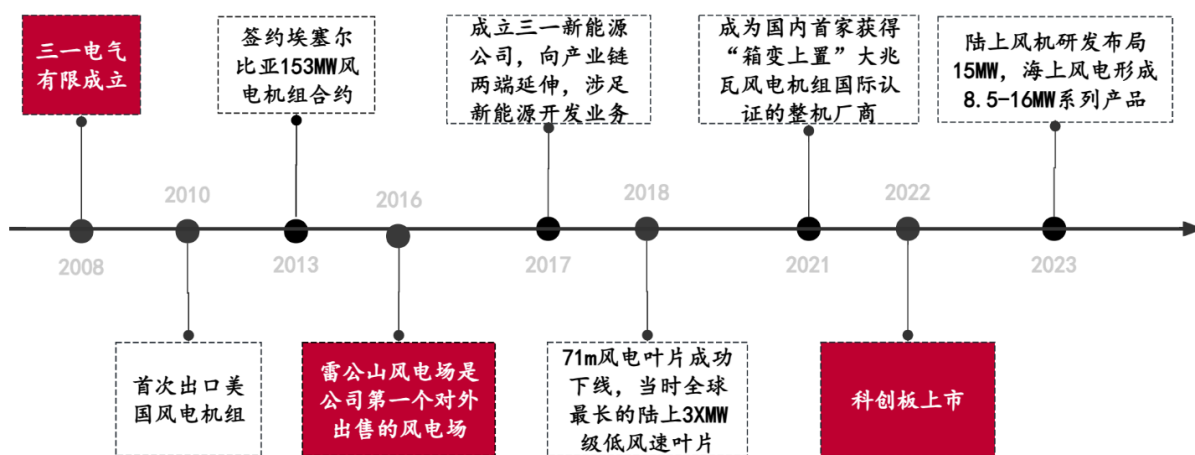
图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构 (截止 2024Q1)	5
图表 3: 公司 2022-2024 年员工持股计划	6
图表 4: 2017-2024Q1 公司营收和归母净利润及增速.....	6
图表 5: 2017-2024Q1 公司期间费用率	6
图表 6: 2017-2024Q1 公司盈利能力	7
图表 7: 2021-2024Q1 公司分季度盈利能力.....	7
图表 8: 公司分业务营收占比.....	7
图表 9: 公司分业务毛利率.....	7
图表 10: 2017-2024Q1 公司资产负债率	8
图表 11: 2017-2024Q1 公司经营活动现金净流量.....	8
图表 12: 2019-2024Q1 公司研发投入情况.....	8
图表 13: 公司研发人员数量及占比.....	8
图表 14: 国内累计新增风电装机规模 (GW)	9
图表 15: 国内月度新增风电装机规模 (GW)	9
图表 16: 国内每年新增风电装机单机容量情况 (MW)	9
图表 17: 沿海各省“十四五”海上风电装机规划 (GW)	10
图表 18: 全球各区域装机变化情况 (GW)	10
图表 19: 全球风电装机预测 (GW)	10
图表 20: 全球主要国家陆风装机情况 (GW)	11
图表 21: 全球主要国家海风装机情况 (GW)	11
图表 22: 2020-2023 年风电整机商出口风机容量 (MW)	12
图表 23: 公司毛利率优于行业.....	12
图表 24: 公司 2019-2023 年新增装机容量 (GW)	12
图表 25: 2021-2023 年主要风电整机制造商中国市场新增吊装容量及市场份额	13
图表 26: 2021 年公司风机原材料明细	13
图表 27: 2020 年电气风电风机原材料明细.....	13
图表 28: 箱变上置相对下置的优势.....	14
图表 29: 东营基地建设.....	15
图表 30: 三一重能哈萨克斯坦订单.....	15
图表 31: 分业务假设 (亿元)	16
图表 32: 估值与评级.....	17

1 风机后起之秀，业绩稳健

1.1 深耕风电领域，持续布局大功率机组

三一重能深耕风电行业十余年，传承三一制造基因。2008年公司前身三一电气有限公司成立；2017年成立三一新能源公司，向产业链两端延伸，涉足新能源开发业务；2022年科创板上市；目前公司陆上风机布局15MW，海上风电形成8.5-16MW系列产品。

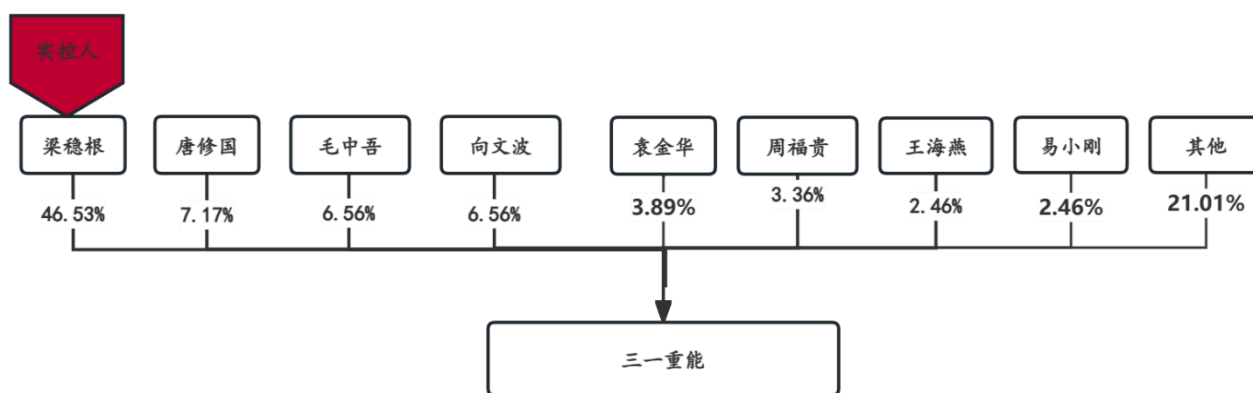
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网、iFind，中邮证券研究所

股权结构稳定：公司控股股东、实际控制人为梁稳根，截止2024Q1，梁稳根直接持股46.5%，前10大股东中，唐修国、向文波、毛中吾、袁金华、周福贵、易小刚为一致行动人。

图表2：公司股权结构（截止2024Q1）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

持续且广覆盖的员工持股计划，助力公司长期发展：公司 2022-2024 年分别激励中层管理人员、关键岗位人员、公司核心业务（技术）人员 517、622、770 人。

图表3：公司 2022-2024 年员工持股计划

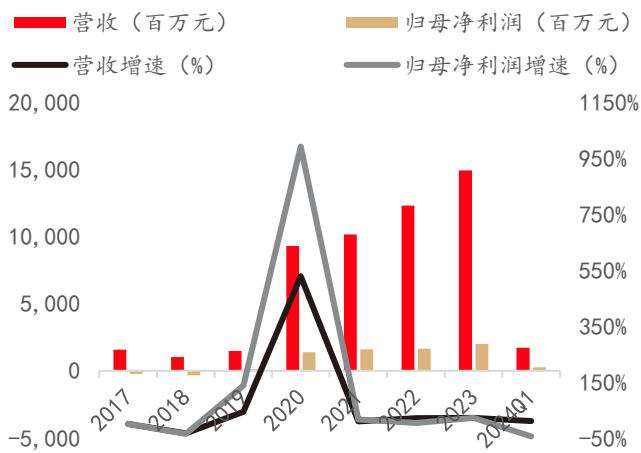
持股计划	授予对象	人数	授予份额（元）	比例（%）
2022 年员工持股计划	董事、监事、高级管理人员	8 人	34,480,904	33.2%
	中层管理人员、关键岗位人员、公司核心业务（技术）人员	517 人	69,368,717	66.8%
2023 年员工持股计划	董事、监事、高级管理人员	9 人	11,054,100	14.86%
	中层管理人员、关键岗位人员、公司核心业务（技术）人员	622 人	63,352,247	85.14%
2024 年员工持股计划	董事、监事、高级管理人员	9 人	9,639,890.63	11.58%
	中层管理人员、关键岗位人员、公司核心业务（技术）人员	770 人	73,572,358.32	88.42%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.2 业绩稳健，盈利能力有所回升

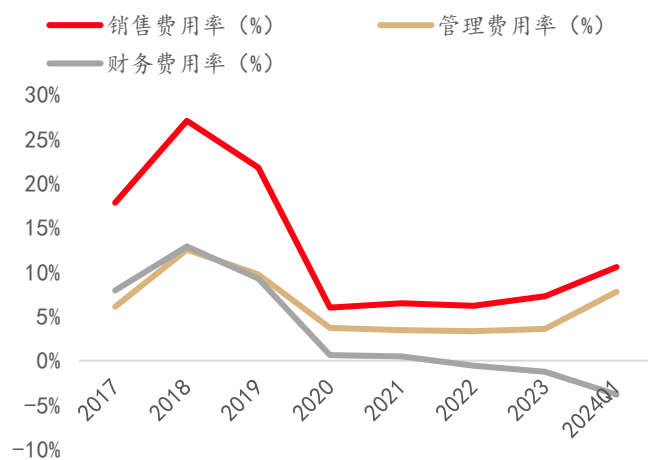
历史业绩稳健。2017-2023 年公司营收 CAGR 为 45.7%，归母净利润由-2.5 亿增至 20.1 亿。2024Q1 公司营收和归母净利润分别为 17.3、2.7 亿，同比分别+10.5%、-44.9%，其中营收增长主要系风机交付速度加快，归母净利润下降主要系行业竞争加剧，风机产品毛利率下降。

图表4：2017-2024Q1 公司营收和归母净利润及增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

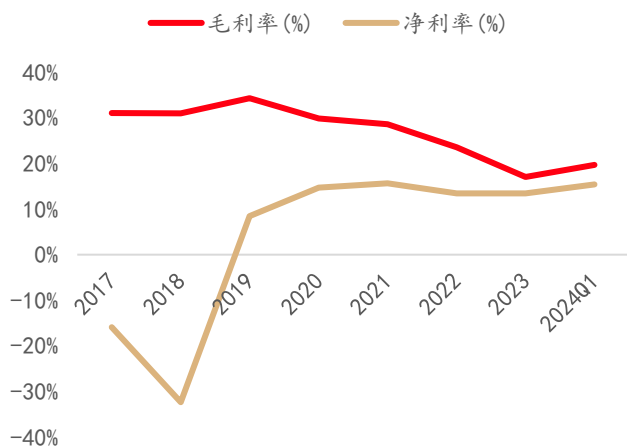
图表5：2017-2024Q1 公司期间费用率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

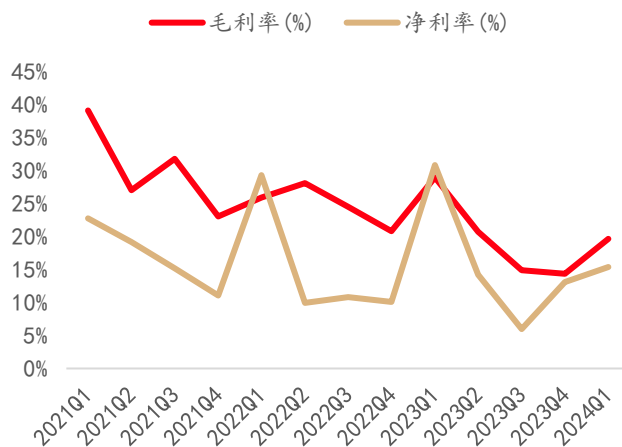
盈利能力有所回升。2024Q1 公司毛利率和净利率分别为 19.7%和 15.4%，同比分别-9.3、-15.5pcts，环比分别+5.3、+2.3pcts。根据 2024 年 5 月 6 日公司公开的调研纪要，2023 年受交付当年部分新中标较低价格订单的影响，风机毛利率从 2023Q2 开始逐步下降。

图表6：2017-2024Q1 公司盈利能力



资料来源：iFind，中邮证券研究所

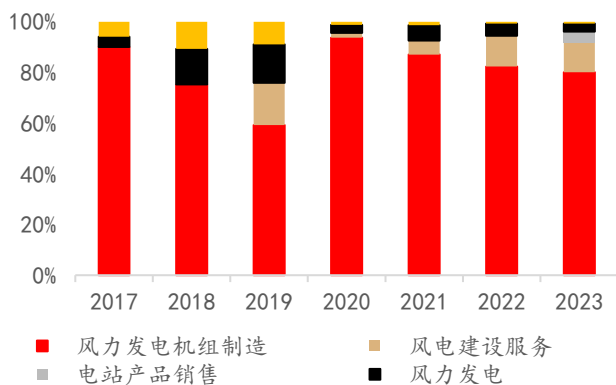
图表7：2021-2024Q1 公司分季度盈利能力



资料来源：iFind，中邮证券研究所

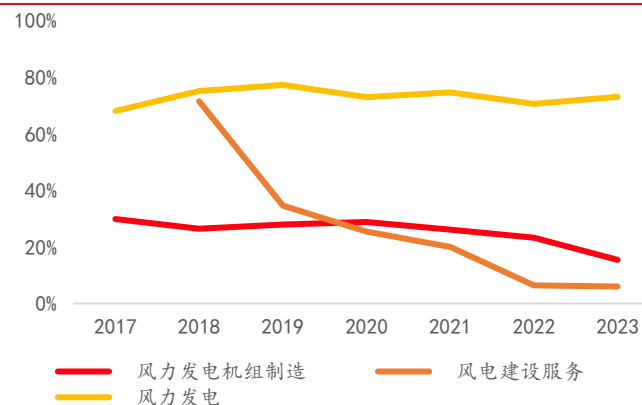
主业由风机制造向电站产品销售延伸。2017-2023 年风机制造业务营收占比经历 2 个峰谷，其中 2020 年占比最高为 93.7%，主要系风电抢装，随着 2021-22 年陆、海风相继平价，竞争逐步加剧，导致同期毛利率的下降；发电业务主要自持电站的规模和风能条件有关，总体稳定，其中也会出售部分电站，总体“滚动开发”；EPC 项目营收提升，但竞争激烈，毛利率较低。2023 年开始，公司将电站产品销售业务单独列示，是风机制造业务的延伸。

图表8：公司分业务营收占比



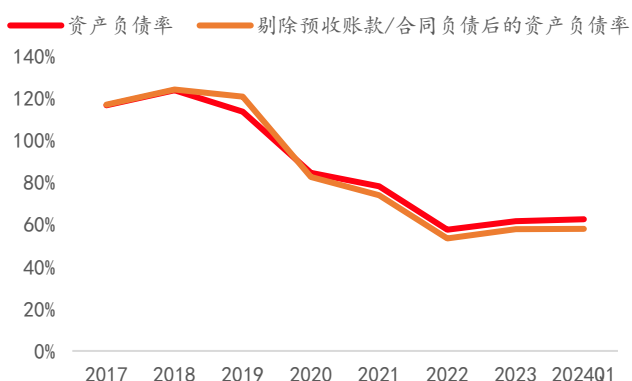
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表9：公司分业务毛利率

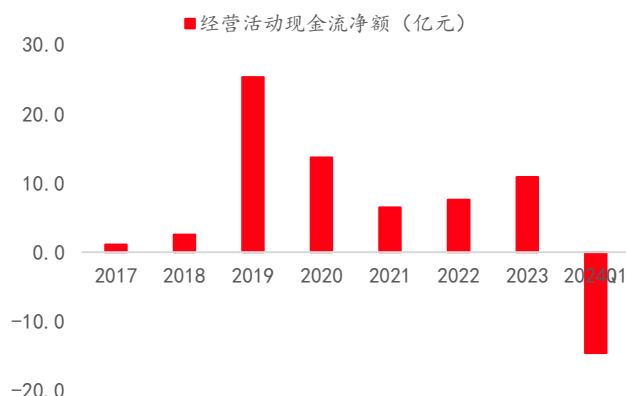


资料来源：iFind，中邮证券研究所

资产负债率稳步下降。截至 2024Q1，公司资产负债率为 62.6%，剔除预收账款/合同负债后的资产负债率为 58.1%，整体财务风险处于合理水平。2024Q1，公司经营活动现金净流量为 -14.6 亿，去年同期为 -3.8 亿，主要系本期应付票据兑付的影响。

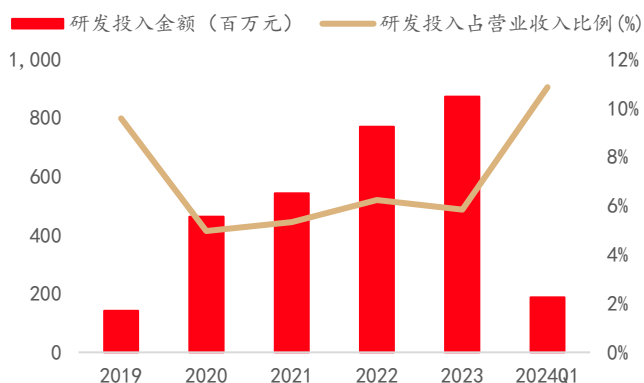
图表10：2017-2024Q1 公司资产负债率


资料来源：iFind，中邮证券研究所

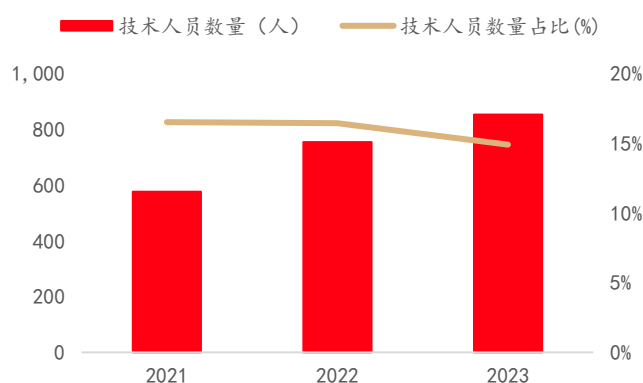
图表11：2017-2024Q1 公司经营活动现金净流量


资料来源：iFind，中邮证券研究所

公司持续进行研发投入，以研发驱动创新。公司重视研发，2020-2024Q1 年研发费用占营收比例稳中上升，2021-2023 年研发人员数量占员工比例稳定，均超 14%。2024Q1，公司研发投入为 1.9 亿，研发投入占营收比为 10.8%，持续的研发投入和稳定的研发团队有助于公司保持核心技术优势。

图表12：2019-2024Q1 公司研发投入情况


资料来源：iFind，中邮证券研究所

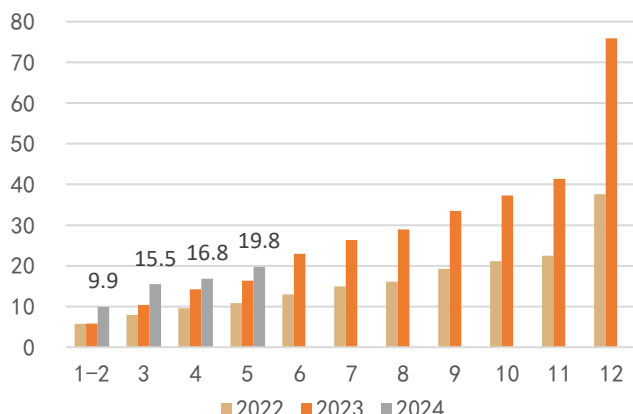
图表13：公司研发人员数量及占比


资料来源：iFind，中邮证券研究所

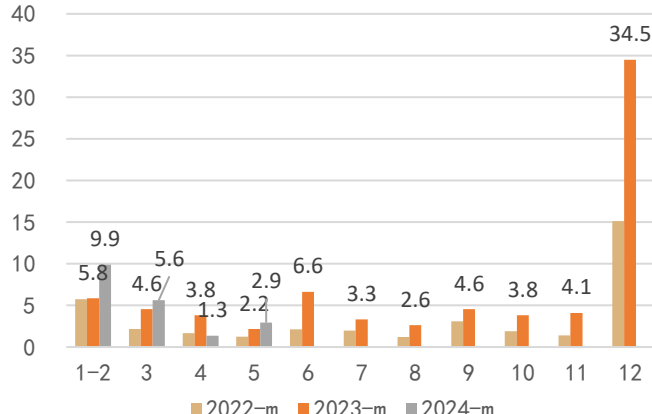
2 国内风电复苏，海外需求高增有望加速出海

2.1 陆风：装机需求复苏，风机价格短期触底

2024 年 1-5 月，国内新增风电装机 19.8GW (+21%)，装机保持增长。风电装机受项目并网节奏影响较大，5 月单月新增 2.9GW (+35%)，预期 6 月或将迎来上半年并网高点。陆风方面，过往几年招标都在百 GW，预期 24 年装机提升至 80GW，同时随着风电下乡&以大换小的进一步开展，将带来需求增量；海风方面，6-7 月存量项目将陆续进入集中开工期，同时新项目也将启动招标工作，24 年乐观预期开工将到 20GW，并网规模也有望在 8~10GW。

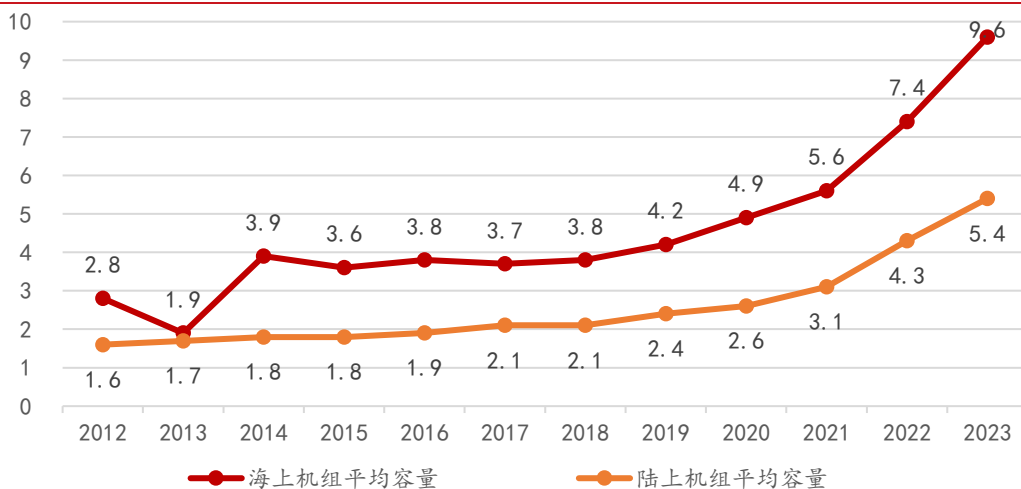
图表14：国内累计新增风电装机规模（GW）


资料来源：国家能源局，中邮证券研究所

图表15：国内月度新增风电装机规模（GW）


资料来源：国家能源局，中邮证券研究所

风机大型化加速，带动装机经济性持续提升。经历 22-23 年连续两年的风机价格竞争后，风机价格在 24 年有触底企稳迹象。进入 4-5 月，陆续有集采订单公布中标结果，行业价格内卷得到显著缓解，陆上机组（含塔筒，4-5MW）重回 2000 元/kw 价格水平。

图表16：国内每年新增风电装机单机容量情况（MW）


资料来源：CWEA，中邮证券研究所

2.2 海风：各省持续推动海风建设，24 年建设有望加速

“十四五”海风规划容量近 60GW，24-25 年海风装机需达到 30GW。根据沿海各省发布“十四五”可再生能源发展规划及相关政策，各省“十四五”海风新增装机规划合计在 58GW。截止 2024 年 3 月底，国内海风累计装机 38GW，至 2020 年底累计约 9GW，对应则 24-25 年装机需达到 30GW 才能完成规划目标。

随着深远海风的逐步推进，有望打开海风增长空间。国家能源局相关领导曾表示将出台《深远海海上风电管理办法》，正式启动海上风电在国管海域的开发，同时国家能源局也委托水电总院牵头开展全国深远海海上风电规划，共布局 41 个海上风电集群，预计总容量 290GW。

图表17：沿海各省“十四五”海上风电装机规划（GW）

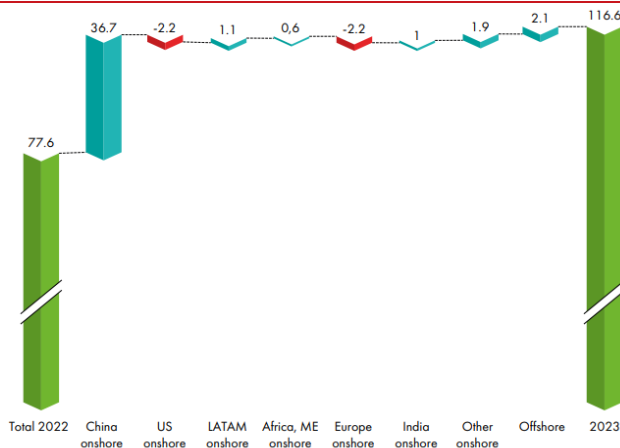
省份	政策名称	十四五新增
浙江	《浙江省可再生能源发展“十四五”规划》	4.55
福建	《福建省“十四五”能源发展专项规划》	4.1
山东	《山东省电力发展“十四五”规划》	8
广西	《广西可再生能源发展“十四五”规划》	3
广东	《广东省能源发展“十四五”规划》	17
辽宁	《辽宁省“十四五”海洋经济发展规划》	3.75
江苏	《江苏省“十四五”可再生能源发展专项规划》	9.27
上海	《上海市能源电力领域碳达峰实施方案》	1.8
河北唐山	《唐山市海上风电发展实施方案(2022-2025年)》	3
河北秦皇岛	山海关政府与新天绿能签订协议，开发 800MW 海风	0.8
海南	2022 全球海上风电大会所提目标	3
总计		58.27

资料来源：各省政府官网，风芒能源，中邮证券研究所

2.3 海外：装机需求持续高增，国内产业链有望加速出海

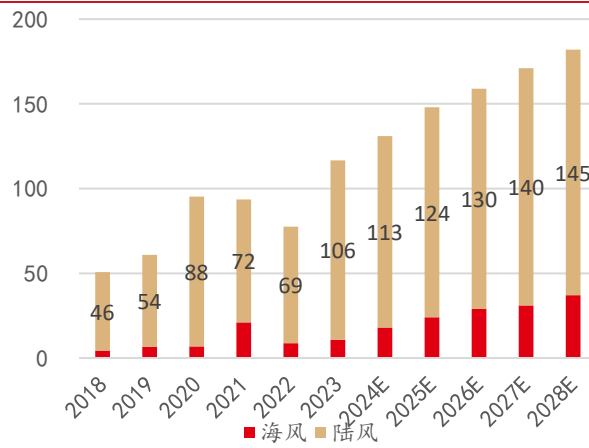
2023 年新增装机 116.6GW，同比增长 50%。根据全球风能理事会（GWEC）发布的《Global Wind Report 2024》，2023 年全球新增风电装机 116.6GW，同比增长 50%，其中陆风新增装机 105.8GW，同比增长 54%，海风新增装机 10.8GW，同比增长 23%，主要增量由中国市场贡献，美国、欧洲装机略有回落。未来五年，海风仍然是增速最高的细分方向，CAGR 达到 28%，26 年装机有望达到约 30GW，陆风未来几年 CAGR 在 7%。

图表18：全球各区域装机变化情况（GW）



资料来源：GWEC，中邮证券研究所

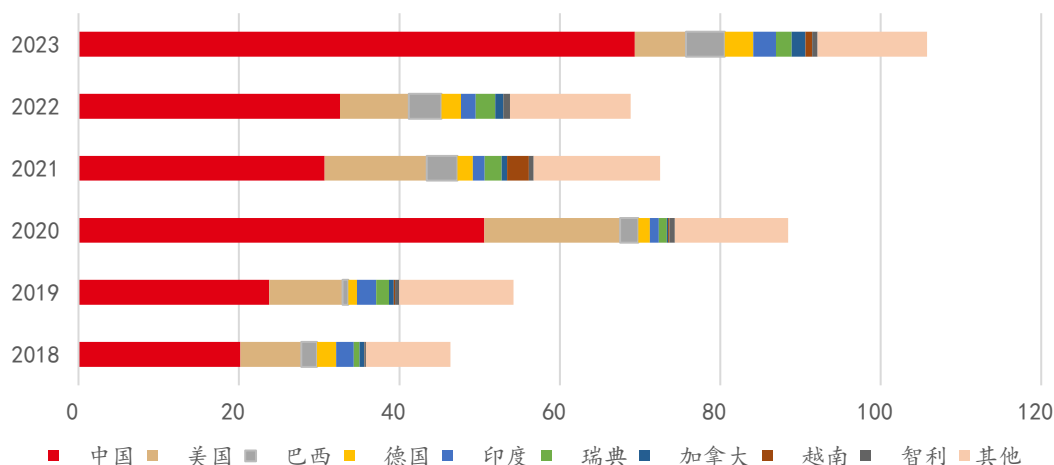
图表19：全球风电装机预测（GW）



资料来源：GWEC，iFinD，中邮证券研究所

陆风装机：中国仍为全球第一大陆风装机国家，23 年新增装机占全球的比重为 66%，排名第二的为美国，占比在 6%，但新增装机规模同比下滑约 26%，第三位的是巴西，占比 5%，23 年增速为 18%，排名 4、5 位的分别为德国、印度，同比增速均在 50% 左右。

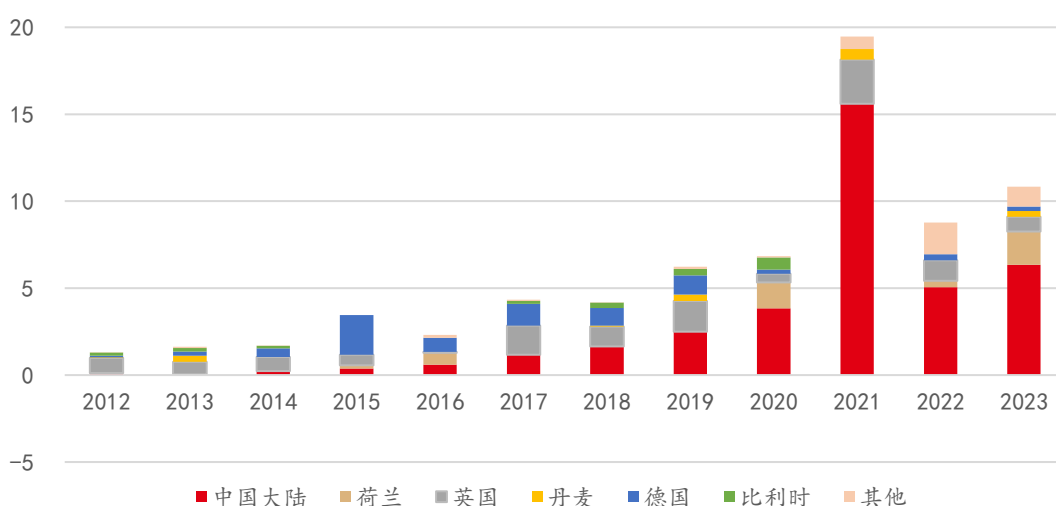
图表20：全球主要国家陆风装机情况（GW）



资料来源：GWEC，iFinD，中邮证券研究所

海风装机：目前全球海风装机集中在中国与欧洲，23 年中国占比在 58%，荷兰由于有项目并网，装机规模同比增长 423% 至 1.9GW，英国以 0.8GW 装机量排名第三，但同比下滑 29%，丹麦、德国 23 年并网海风规模相对较少。

图表21：全球主要国家海风装机情况（GW）

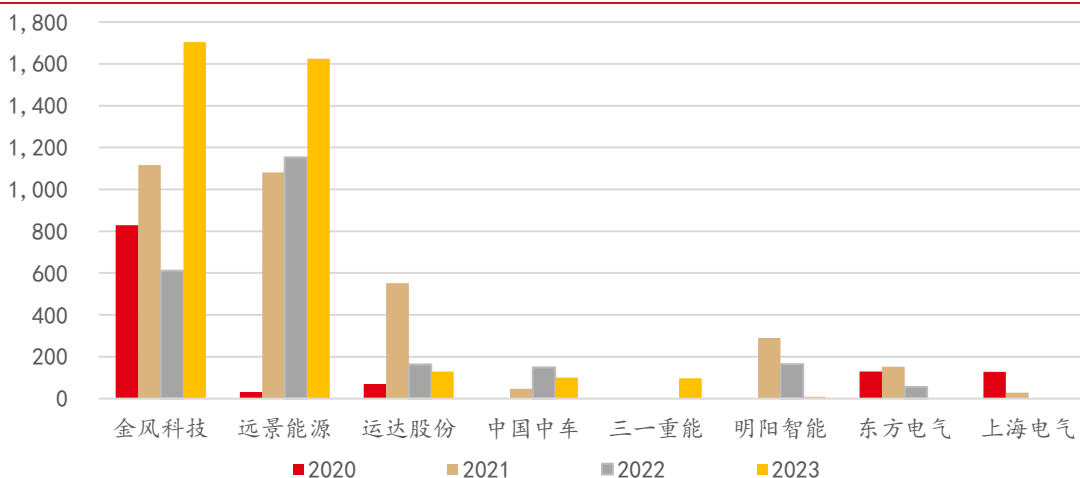


资料来源：GWEC，iFinD，中邮证券研究所

风机整机出货量高增。根据 CWEA 统计数据，2023 年国内风机出口 3.7GW，同比+60.2%。从区域分布来看，亚洲仍为第一大出口洲，其中对乌兹别克斯坦出口 916MW，是出口端增长的

重要来源，此外，非洲市场也有较好表现，出口规模从 22 年的 50MW 提升至 938MW，主要需求国为埃及、南非，中国主机出海逐步进入新层次，中国技术、中国标准逐步落地海外。

图表22：2020-2023 年风电整机商出口风机容量 (MW)



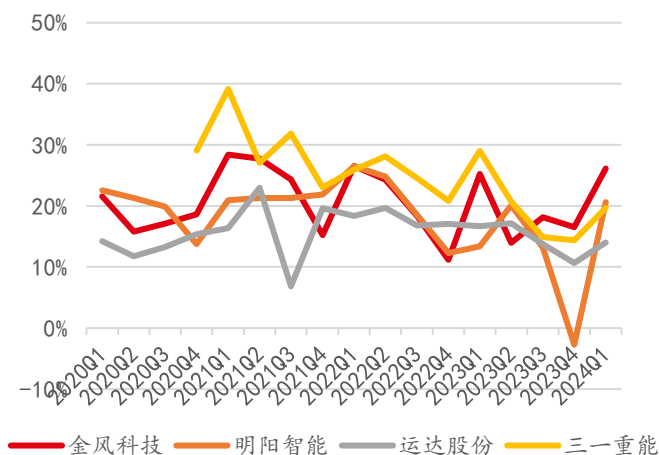
资料来源：CWEA，中邮证券研究所

3 数智化赋能打造成本领先优势，“双海”机遇拓展空间

3.1 成本领先优势突出，市场份额逐步提升

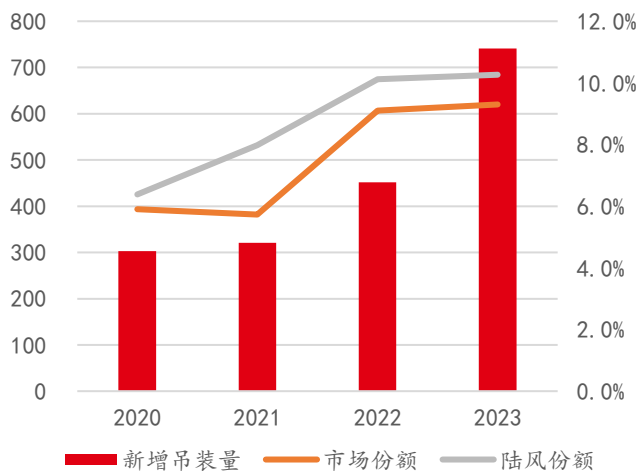
根据 CWEA 统计数据，公司 2023 年新增吊装容量为 7.41GW，同比增长 64%，在国内市场的占有率为 9.3%，同比提升 0.2pct，已进入主要知名国央企、地方能源企业的供应商目录。2023 年新增订单为 14.1GW，对外销售容量为 7.24GW，截止 2023 年底，在手订单 15.89GW。同时公司风机制造业务毛利率领先行业，充分体现公司成本领先优势。

图表23：公司毛利率优于行业



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表24：公司 2019-2023 年新增装机容量 (GW)



资料来源：CWEA，中邮证券研究所

根据 CWEA 统计数据,2021-2023 年公司在国内市场新增吊装容量由 3.21GW 提升至 7.41GW,市场份额由 5.7%提升至 9.3%,3 年时间份额提升 3.6pcts,公司排名由 2021 年第 7 提升至 2023 年第五,其中在陆上风电排名第四,实现份额的进一步提升。

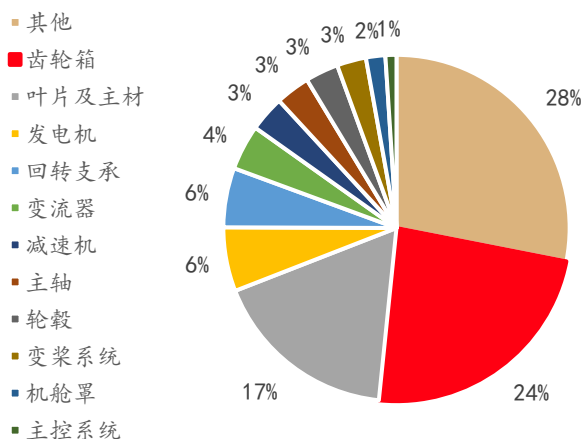
图表25: 2021-2023 年主要风电整机制造商中国市场新增吊装容量及市场份额

主机厂商	国内吊装规模 (MW)			国内份额 (%)			2021-2023年 份额变化
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	
金风科技	1138	1136	1567	20.3%	22.8%	19.7%	-0.6%
远景能源	815	782	1488	14.5%	15.7%	18.7%	4.2%
运达风电	677	610	1041	12.1%	12.2%	13.1%	1.0%
明阳风电	693	621	1018	12.4%	12.5%	12.8%	0.4%
三一重能	321	452	741	5.7%	9.1%	9.3%	3.6%
东方电气	313	184	556	5.6%	3.7%	7.0%	1.4%
上海电气	555	325	460	9.9%	6.5%	5.8%	-4.1%
中车风电	329	374	407	5.9%	7.5%	5.1%	-0.8%
中国海装	353	336	371	6.3%	6.7%	4.7%	-1.6%
华锐风电	32	30	82	0.6%	0.6%	1.0%	0.4%

资料来源: CWEA, 中邮证券研究所

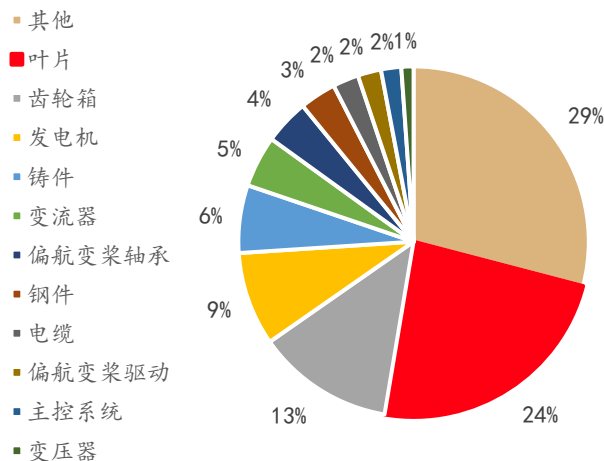
部分核心零部件自产,助力成本下降。叶片和电动机在风机原材料占比分别为 17%和 6% (第一和第三),其中叶片制造由公司位于张家口、韶山、通榆、巴彦淖尔等叶片制造基地负责,发电机制造由三一智能电机负责。以叶片为例,三一重能和电气风电叶片在风机原材料中占比分别为 17%和 24%,有效降低了成本。

图表26: 2021 年公司风机原材料明细



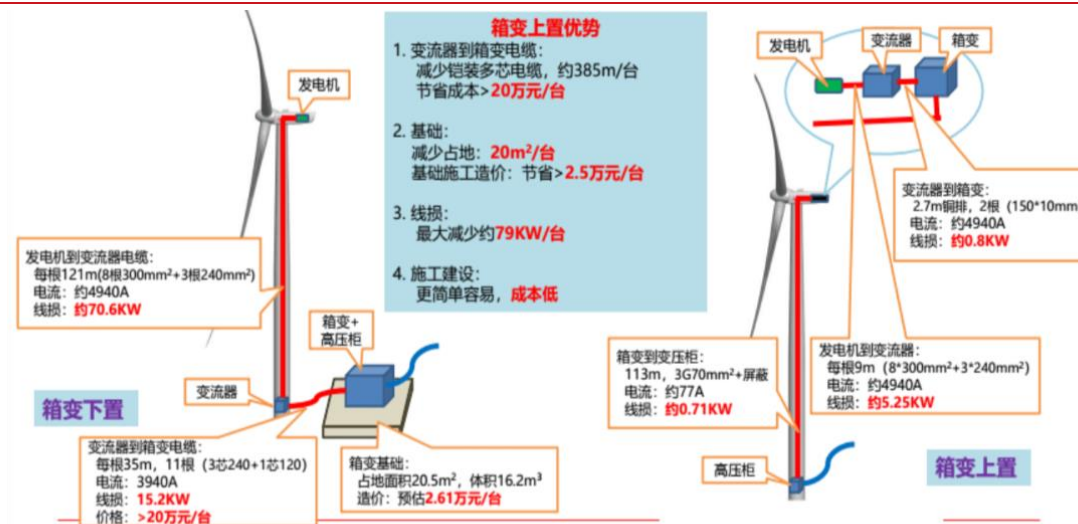
资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表27: 2020 年电气风电风机原材料明细



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

箱变上置技术全周期优势显著,公司是国内首家获得“箱变上置”大兆瓦风电机组国际认证的整机厂商。以一台 4.5MW 机型为例,发电机 690V 输出,箱变 35kV 输出,塔筒 95m,箱变上置方案的优势有 (1) 减少铠装多芯电缆,约 385m/台,节省成本超 20 万元/台; (2) 较少占地 20m²/台,节省 2.5 万元/台; (3) 线损最大减少约 79kW/台; (4) 施工建设更为便捷。预计总计降本 22.61 万元/台,约 50.24 元/kW。

图表28：箱变上置相对下置的优势


资料来源：箱变上置到机舱的设计及价值优势（陈箱全），中邮证券研究所

注：4.5MW 机型，发电机 690V 输出，箱变 35kV 输出，塔筒 95m

公司持续布局大功率风机。公司在 2022 年初开始 10MW 平台立项研发，2023 年 2 月，公司 10MW 样机正式下线，当年 7 月，样机正式吊装测试并正式通过 240 验收，当年 8-11 月，陆续取得型式认证、高低穿及电能质量认证等。2023 年 11 月，三一重能成功中标黑龙江华电宁安风水山风电项目，采用 10MW 风电机组，是全国首个批量使用单机容量 10MW 机组的陆上风电项目，创下全国陆上最大商业化风机新纪录。目前公司在陆风方面布局 15MW 机组。

智能制造持续赋能。在主机制造方面，实施智能制造，拥有行业内首创的柔性生产单元、脉动式装配产线和一体化仓储物流；在电机智能制造方面，采取“3212”布局，打造电机世界级灯塔工厂（3 条自动化生产线，2 个柔性作业区，1 个智能立体仓库，2 个核心作业中心）；在智能化算法方面，以机理+AI 构建核心竞争力，通过监控平台出更精准的预警，保证风机安全稳定运行，目前公司已实现智能预警覆盖风场 220+、机组 5000+、智能诊断算例 90+、准确率 85%+、故障率综合降低 50%+、故障处理效率综合提升 15%+。

3.2 积极布局海风+海外，打造新增长点

2023 年 3 月 31 号，三一重能首套 9MW 海风机组在东营基地下线，正式进军海风领域。对于海风整机领域，公司持续对新材料、吊装平台、电气系统、发电机和叶片等关键技术和零部件进行研发，未来有望实现海风订单落地。

图表29：东营基地建设

东营基地	产能	投产情况	产品
一期	年产电机 200 台、整机 100 台	2023 年 2 月 14 号投产，首款海风机组 3 月 31 号下线	9MW 海风机组采用双箱变上置技术，叶轮直径 230 米
二期	年产发电机 600 台、整机 300 台	/	/
三期	实现年产 300 台/套产业链	/	机舱、导流罩、塔筒管桩厂等

资料来源：三一集团官网、中国能源网，中邮证券研究所

海外实现新突破，成功出海中亚、南亚地区。海外订单陆续突破。2023 年，公司海外新突破，实现对中亚、南亚地区风电设备出海，海外销售毛利率 22.07%，高于国内 5.25pcts。**订单方面**，2022 年，公司中标哈萨克斯坦 98MW 项目，成功实现订单获取。2023 年第三届“一带一路”国际合作高峰论坛召开期间，三一重能签署了哈萨克斯坦 1GW 风电+储能项目三方合作协议。出货方面，2023 年，公司发货哈萨克斯坦 Dostyk 50MW 和阿尔卡雷克 48MW 风机项目，分别发货 8 台和 10 台，单机容量分别为 6.25MW 和 4.8MW。

图表30：三一重能哈萨克斯坦订单

时间	项目	具体内容
2022 年	哈萨克斯坦 Dostyk 50MW 风电项目机组及塔筒项目	装机容量 50MW，由阳光新能源投资开发，是公司在国际风电市场上的一次里程碑式突破
2022 年	哈萨克斯坦阿尔卡雷克 48MW 风电项目	项目所有设备的生产和国内外运输均由，公司在中亚地区的首个落地项目
2023 年	1 吉瓦风电+储能	国家电投中电国际与哈萨克斯坦能源部、萨姆鲁克卡泽纳主权财富基金、三一重能签署了在哈萨克斯坦建设 1 吉瓦风电+储能的谅解备忘录

资料来源：国际风力发电网、中国日报网、WindDaily，中邮证券研究所

4 盈利预测及投资评级

风电机组制造业务：公司作为国内风电整机新秀，近几年以来风电装机市占率逐年提升。公司凭借成本领先优势，同时海上风电布局加速，有望实现风机市占率持续提升，叠加出海，公司盈利能力有望企稳回升，我们假设 2024-2026 年公司风机销售实现营收分别 147.3、168.0、187.5 亿元，毛利率分别为 15.7%、17.0%、18.0%。

风电建设服务业务：公司 EPC 项目有望维持稳步增长。我们假设 2024-2026 年公司风电建设服务业务实现营收分别 18.8、21.6、24.9 亿元，毛利率分别为 7%、8%、8%。

电站产品销售：公司执行“滚动开发”战略，部分风电场在商业条件合理、转让收益客观的情况下进行对外转让，且转让主要以对外销售模式进行，我们假设 2024-2026 年公司电站产品销售实现营收分别 50.0、60.0、66.0 亿元，毛利率分别为 40%、40%、40%。

风力发电业务：发电业务总体稳定，我们预计风电运营业务会稳步推进。我们假设 2024-2026 年公司风力发电业务实现营收分别 5.7、6.3、6.9 亿元，毛利率分别为 70%、70%、70%。

图表31：分业务假设（亿元）

年份	2023	2024E	2025E	2026E
风力发电机组制造				
营业收入	119.4	147.3	168.0	187.5
营业成本	100.9	124.1	139.4	153.8
毛利	18.4	23.1	28.6	33.8
毛利率	15.5%	15.7%	17.0%	18.0%
风电建设服务				
营业收入	17.6	18.8	21.6	24.9
营业成本	16.6	17.5	19.9	22.9
毛利	1.1	1.3	1.7	2.0
毛利率	6.0%	7.0%	8.0%	8.0%
电站产品销售				
营业收入	6.3	50.0	60.0	66.0
营业成本	4.1	30.0	36.0	39.6
毛利	2.3	20.0	24.0	26.4
毛利率	36.0%	40.0%	40.0%	40.0%
风力发电				
营业收入	4.7	5.7	6.3	6.9
营业成本	1.3	1.7	1.9	2.1
毛利	3.5	4.0	4.4	4.8
毛利率	73.1%	70.0%	70.0%	70.0%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 223.0/257.2/286.5 亿元，归母净利润分别为 23.2/27.2/30.9 亿元，PE 倍数分别为 12.7、10.8、9.5 倍，我们选择金风科技、运达股份、明阳智能作为参考，参考可比公司，公司成本控制能力领先，同时具备“海上+海外”业务的弹性，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表32：估值与评级

公司代码	公司名称	收盘价	EPS				PE				市值
		2024/6/27	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	亿元
002202.SZ	金风科技	6.69	0.29	0.51	0.64	0.73	23.2	13.0	10.4	9.2	253
300772.SZ	运达股份	9.47	0.60	0.91	1.17	1.50	15.8	10.4	8.1	6.3	66
601615.SH	明阳智能	9.55	0.16	1.07	1.40	1.68	59.7	8.9	6.8	5.7	217
平均值		8.57	0.35	0.83	1.07	1.30	32.9	10.8	8.5	7.1	179
688349.SH	三一重能	24.44	1.66	1.93	2.26	2.57	14.7	12.7	10.8	9.5	295

资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：可比公司取自 iFind 一致预期

5 风险因素

1、**风电装机不及预期**，若未来国家各类扶持政策继续退出以及存在无法预期的限制性风险，那么风电整机行业景气度也将下滑，可能进一步影响风电装机需求，进而影响公司产品出货量，影响公司业绩发展；

2、**市场竞争加剧的风险**，风电主机环节竞争较为激烈，若竞争进一步加剧，风机价格或将继续下探，可能导致公司盈利水平下滑，进而对公司业绩造成不利影响；

3、**海风+海外市场拓展不及预期**，由于国内陆风市场弹性有限，公司未来最大看点在于海风+海外市场的增量，而此类市场进入壁垒高于国内陆风，若市场拓展不及预期，将影响公司业务扩张；

4、**产品质量风险**，风电平价上网以来，风机加速大型化及降本进程，考虑到风机工作环境相对较为恶劣，工作负载较高，若因质量缺陷出现批量产品问题，可能出现履行质保业务、损失质保金、赔偿客户发电损失、客户诉讼等风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	14939	22303	25717	28653	营业收入	21.2%	49.3%	15.3%	11.4%
营业成本	12395	17443	19831	21940	营业利润	25.7%	16.5%	17.0%	13.8%
税金及附加	119	178	206	229	归属于母公司净利润	21.8%	15.8%	17.0%	13.8%
销售费用	1085	1450	1620	1805	获利能力				
管理费用	535	714	771	860	毛利率	17.0%	21.8%	22.9%	23.4%
研发费用	872	1249	1414	1547	净利率	13.4%	10.4%	10.6%	10.8%
财务费用	-187	-160	-207	-265	ROE	15.7%	15.4%	15.3%	14.8%
资产减值损失	18	0	0	0	ROIC	2.2%	12.0%	12.2%	12.0%
营业利润	2376	2767	3238	3684	偿债能力				
营业外收入	30	0	0	0	资产负债率	61.7%	63.6%	62.3%	60.5%
营业外支出	7	0	0	0	流动比率	1.20	1.20	1.26	1.33
利润总额	2399	2767	3238	3684	营运能力				
所得税	393	443	518	589	应收账款周转率	4.87	4.74	4.28	4.22
净利润	2007	2325	2720	3094	存货周转率	6.33	5.99	5.52	5.49
归母净利润	2007	2325	2720	3094	总资产周转率	0.50	0.60	0.58	0.57
每股收益(元)	1.66	1.93	2.26	2.57	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.66	1.93	2.26	2.57
货币资金	11547	13901	16798	20236	每股净资产	10.61	12.52	14.78	17.35
交易性金融资产	36	36	36	36	估值比率				
应收票据及应收账款	4377	6381	7358	8198	PE	14.68	12.67	10.83	9.52
预付款项	203	349	397	439	PB	2.30	1.95	1.65	1.41
存货	3087	4361	4958	5485	现金流量表				
流动资产合计	22855	29943	35082	40463	净利润	2007	2325	2720	3094
固定资产	4852	5542	6017	6370	折旧和摊销	460	391	427	461
在建工程	553	597	628	650	营运资本变动	536	1374	751	682
无形资产	716	890	958	922	其他	-1914	-583	-443	-502
非流动资产合计	10521	11546	12119	12458	经营活动现金流净额	1089	3507	3454	3735
资产总计	33376	41489	47202	52921	资本开支	-3505	-1300	-1000	-800
短期借款	771	771	771	771	其他	2457	536	514	573
应付票据及应付账款	10132	14051	15975	17673	投资活动现金流净额	-1049	-764	-486	-227
其他流动负债	8171	10048	11117	12043	股权融资	25	-26	0	0
流动负债合计	19073	24870	27863	30487	债务融资	2930	-300	0	0
其他	1509	1520	1520	1520	其他	-684	-63	-71	-71
非流动负债合计	1509	1520	1520	1520	筹资活动现金流净额	2271	-389	-71	-71
负债合计	20582	26391	29383	32008	现金及现金等价物净增加额	2318	2354	2897	3438
股本	1206	1206	1206	1206					
资本公积金	6480	6477	6477	6477					
未分配利润	4842	6818	9130	11760					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	266	599	1006	1471					
所有者权益合计	12793	15099	17819	20913					
负债和所有者权益总计	33376	41489	47202	52921					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048