

三一重能（688349）

盈利能力拐点已现，出海版图继续扩张

买入（维持）

2024年12月28日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 胡隽颖

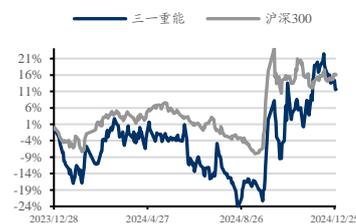
执业证书：S0600524080010
hujunying@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元） | 12325 | 14939 | 17287 | 23474 | 26889 |
| 同比（%） | 20.89 | 21.21 | 15.72 | 35.79 | 14.55 |
| 归母净利润（百万元） | 1648 | 2007 | 2094 | 2743 | 3264 |
| 同比（%） | 2.78 | 21.78 | 4.36 | 30.99 | 18.99 |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 1.34 | 1.64 | 1.71 | 2.24 | 2.66 |
| P/E（现价&最新摊薄） | 23.40 | 19.22 | 18.41 | 14.06 | 11.81 |

投资要点

- **传承制造业基因，彰显产业链优势：**公司成立于2008年，2022年于科创板成功上市，目前已形成风机叶片、发电机、整机制造+电站建设运营的一体化产业。公司把握19-20年抢装潮机遇，20年营收/归母净利润93.11/13.72亿元，同比高增529/993%。国补退坡后公司依靠三一制造业基因带来良好的成本控制和创新能力，依旧保持营收增长，23年实现营收/归母净利润149/20亿元，同增21/22%。此外在行业竞争加剧的背景下，公司资产负债率处于行业较低水平，现金流相对优势明显，有望通过双海业务扩张，不断提升行业地位。
- **营收稳健增长，盈利能力进入拐点：**公司24Q1-3营收90.7亿元，同21.1%，归母净利润6.8亿元，同-33.5%，毛利率15.5%，同-4.1pct，归母净利率7.6%，同-6.2pct；其中24Q3营收37.9亿元，同环比5.9%/6.6%，归母净利润2.5亿元，同环比17.6%/49.8%，毛利率14.9%，同环比0/0.6pct，归母净利率6.6%，同环比0.7/1.9pct。
- **开工建设哈萨克斯坦江布尔风电设备厂区，出海版图持续扩张：**11月29日，哈萨克斯坦Samruk Kazyna主权财富基金与三一重能公司在哈萨克斯坦江布尔州举行了总投资金额1.14亿美元的风电整机部件生产工厂的奠基仪式。该厂区计划于25年底竣工，将生产风电项目所需的机舱、轮毂、塔架和其他重要部件。此外，为实现机组生产本地化程度提高到30%，公司计划另外建设一处研发中心。Samruk Kazyna主权财富基金计划到2030年与三一重能携手建设约合6GW的风电装机以满足日益增长的电力需求。
- **降本控费得当，费用率大幅下降：**公司24Q1-3期间费用12.4亿元，同-17.1%，费用率13.7%，同-6.3pct，其中Q3期间费用4.4亿元，同环比-25.3%/17.2%，费用率11.5%，同环比-4.8/1pct；24Q1-3经营性净现金流-32.1亿元，同-386.5%，其中Q3经营性现金流-4亿元，同环比-129.5%/-70.1%；24Q1-3资本开支14.6亿元，同-42.5%，其中Q3资本开支5.1亿元，同环比-38.2%/80.9%；24Q3末存货63.4亿元，较年初105.4%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司风场建设节奏变慢，致风场转让规模低于预期，我们下调24-26年归母净利润至20.9/27.4/32.6亿元（原值为24.2/28.8/32.9亿元），同比+4.4%/+31.0%/19.0%，对应PE为18.4/14.1/11，8X，基于公司成本控制优势凸显，同时双海战略进入加速期，有较大上升空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、行业政策变动风险、电站业务盈利下滑风险等。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 31.44 |
| 一年最低/最高价 | 21.30/34.62 |
| 市净率(倍) | 3.07 |
| 流通A股市值(百万元) | 5,919.70 |
| 总市值(百万元) | 38,558.15 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 10.26 |
| 资产负债率(% ,LF) | 66.09 |
| 总股本(百万股) | 1,226.40 |
| 流通A股(百万股) | 188.29 |

相关研究

《三一重能(688349)：制造业基因铸就优势，双海破局空间广阔》

2024-06-18

《三一重能(688349)：2023年年报及2024年一季报点评：国内陆风份额稳步提升，双海战略进入加速期》

2024-05-01

内容目录

| | |
|--------------------------|---|
| 1. 营收稳健增长，行业地位持续提升 | 4 |
| 2. 出海版图持续扩张 | 5 |
| 3. 降本控费得当，费用率大幅下降 | 5 |
| 4. 盈利预测与风险提示 | 6 |

图表目录

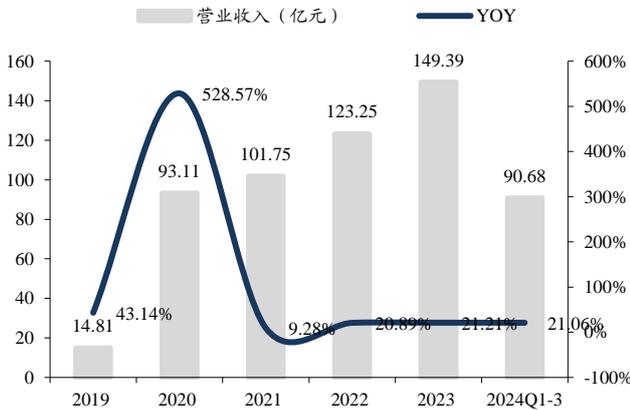
| | |
|---------------------------|---|
| 图 1: 公司年度营业收入 (亿元) | 4 |
| 图 2: 公司年度归母净利润 (亿元) | 4 |
| 图 3: 公司季度营业收入 (亿元) | 4 |
| 图 4: 公司季度归母净利润 (亿元) | 4 |
| 图 5: 公司三费费率 (%) | 5 |
| 图 6: 公司研发费用及研发费用率 | 5 |
| 图 7: 公司年度经营性现金流 | 6 |

1. 营收稳健增长，行业地位持续提升

公司成立于2008年，2022年于科创板成功上市，目前已形成风机叶片、发电机、整机制造+电站建设运营的一体化产业。公司把握19-20年抢装潮机遇，20年营收/归母净利93.11/13.72亿元，同比高增529/993%。国补退坡后公司依靠三一制造业基因带来良好的成本控制和创新能力，依旧保持营收增长，23年实现营收/归母净利149.39/20.07亿元，同增21/22%。此外在行业竞争加剧的背景下，公司资产负债率处于行业较低水平，现金流相对优势明显，有望通过双海业务扩张，不断提升行业地位。

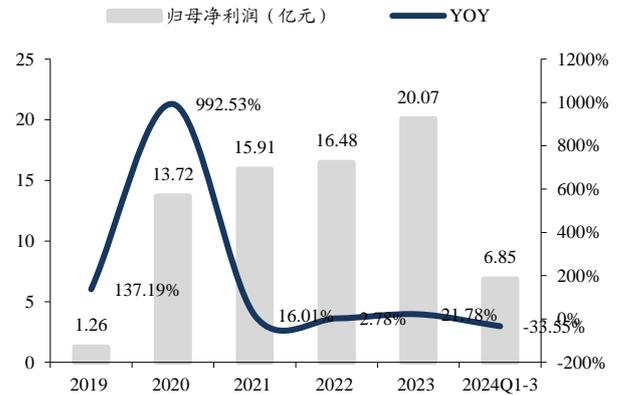
公司24Q1-3营收90.7亿元，同21.1%，归母净利润6.8亿元，同-33.5%，毛利率15.5%，同-4.1pct，归母净利率7.6%，同-6.2pct；其中24Q3营收37.9亿元，同环比5.9%/6.6%，归母净利润2.5亿元，同环比17.6%/49.8%，毛利率14.9%，同环比0/0.6pct，归母净利率6.6%，同环比0.7/1.9pct。

图1: 公司年度营业收入 (亿元)



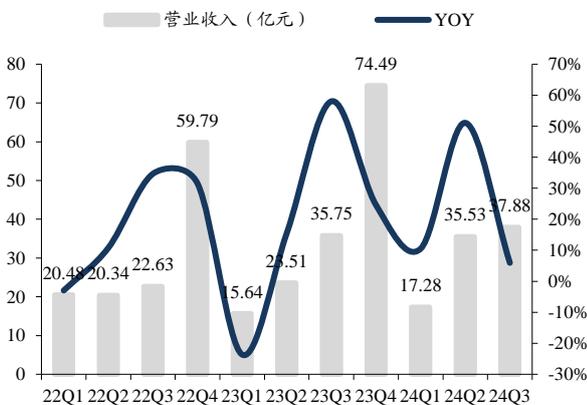
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 公司年度归母净利润 (亿元)



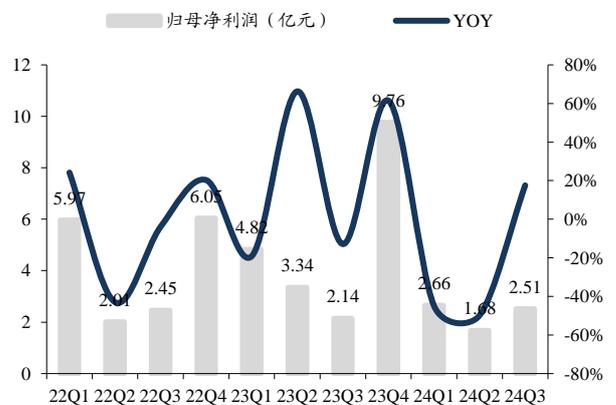
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 公司季度营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 公司季度归母净利润 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 出海版图持续扩张

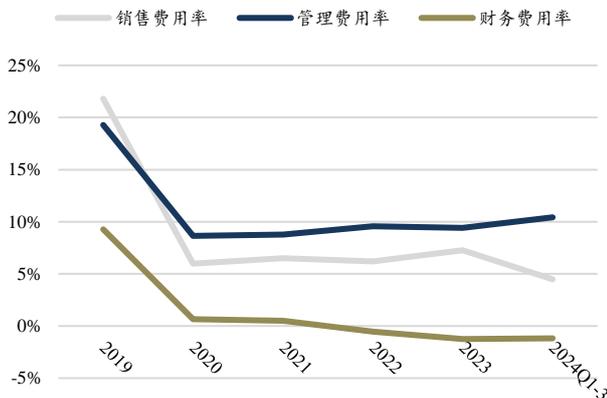
11月29日，哈萨克斯坦 Samruk Kazyna 主权财富基金与三一重能公司在哈萨克斯坦江布尔州举行了总投资金额 1.14 亿美元的风电整机部件生产工厂的奠基仪式。该厂区计划于 25 年底竣工，将生产风电项目所需的机舱、轮毂、塔架和其他重要部件。此外，为实现机组生产本地化程度提高到 30%，公司计划另外建设一处研发中心。Samruk Kazyna 主权财富基金计划到 2030 年与三一重能携手建设约合 6GW 的风电装机以满足日益增长的电力需求。

公司出海版图继续扩张，24 年公司重点突破印度市场，已获得印度 JSW 集团及新加坡胜科集团签订 1.6GW 风机销售订单，全年新增海外订单突破 2GW，明年有望交付 GW 级别。

3. 降本控费得当，费用率大幅下降

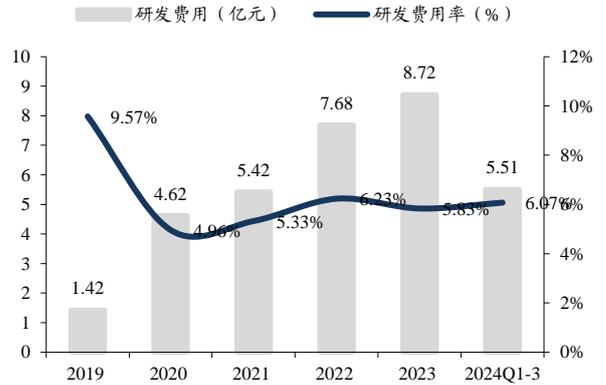
公司 24Q1-3 期间费用 12.4 亿元，同-17.1%，费用率 13.7%，同-6.3pct，其中 Q3 期间费用 4.4 亿元，同环比-25.3%/17.2%，费用率 11.5%，同环比-4.8/1pct；24Q1-3 经营性净现金流-32.1 亿元，同-386.5%，其中 Q3 经营性现金流-4 亿元，同环比-129.5%/-70.1%；24Q1-3 资本开支 14.6 亿元，同-42.5%，其中 Q3 资本开支 5.1 亿元，同环比-38.2%/80.9%；24Q3 末存货 63.4 亿元，较年初 105.4%。

图5：公司三费率（%）



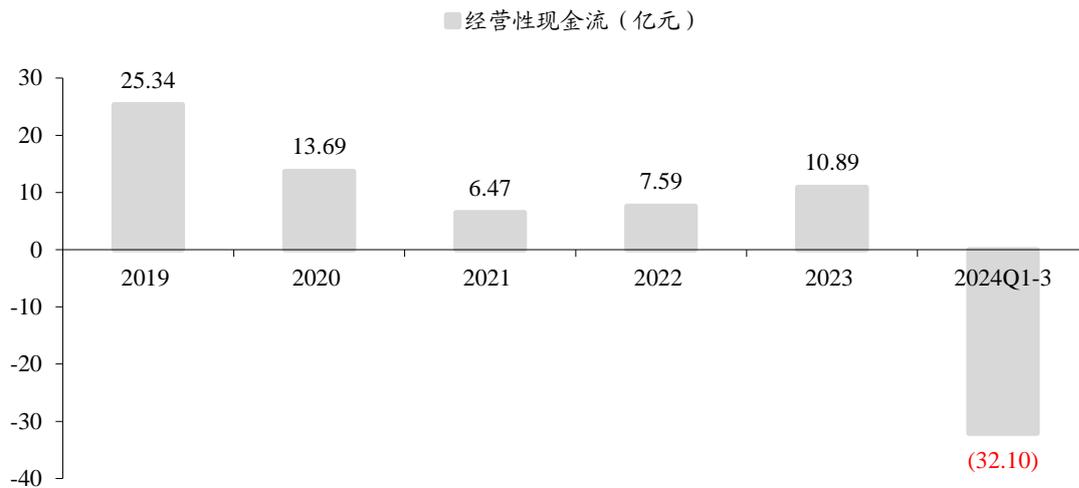
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：公司研发费用及研发费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 公司年度经营性现金流



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与风险提示

盈利预测与投资评级: 考虑到公司风场建设节奏变慢, 致风场转让规模低于预期, 我们下调 24~26 年归母净利润至 20.9/27.4/32.6 亿元 (原值为 24.2/28.8/32.9 亿元), 同比 +4.4%/+31.0%/19.0%, 对应 PE 为 18.4/14.1/11, 8X, 基于公司成本控制优势凸显, 同时双海战略进入加速期, 有较大上升空间, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧、行业政策变动风险、电站业务盈利下滑风险等。

三一重能三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 22,855 | 24,696 | 34,267 | 39,847 | 营业总收入 | 14,939 | 17,287 | 23,474 | 26,889 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 11,583 | 12,976 | 18,805 | 22,340 | 营业成本(含金融类) | 12,395 | 14,348 | 19,249 | 21,861 |
| 经营性应收款项 | 4,931 | 4,058 | 5,290 | 6,146 | 税金及附加 | 119 | 138 | 188 | 215 |
| 存货 | 3,087 | 3,567 | 5,035 | 5,542 | 销售费用 | 1,085 | 691 | 892 | 1,076 |
| 合同资产 | 1,751 | 2,328 | 3,080 | 3,575 | 管理费用 | 535 | 515 | 704 | 807 |
| 其他流动资产 | 1,503 | 1,767 | 2,057 | 2,244 | 研发费用 | 872 | 691 | 939 | 1,076 |
| 非流动资产 | 10,521 | 11,544 | 11,870 | 12,152 | 财务费用 | (187) | (277) | (249) | (285) |
| 长期股权投资 | 1,141 | 1,230 | 1,319 | 1,409 | 加:其他收益 | 534 | 606 | 667 | 733 |
| 固定资产及使用权资产 | 4,930 | 5,051 | 5,123 | 5,077 | 投资净收益 | 1,798 | 850 | 1,070 | 1,300 |
| 在建工程 | 553 | 504 | 534 | 636 | 公允价值变动 | (44) | 40 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 716 | 864 | 999 | 1,140 | 减值损失 | (31) | (64) | (71) | (94) |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 3 | 7 | 0 |
| 长期待摊费用 | 0 | 1 | 2 | 2 | 营业利润 | 2,376 | 2,615 | 3,424 | 4,080 |
| 其他非流动资产 | 3,181 | 3,895 | 3,892 | 3,888 | 营业外净收支 | 23 | 3 | 5 | 0 |
| 资产总计 | 33,376 | 36,240 | 46,136 | 51,998 | 利润总额 | 2,399 | 2,618 | 3,429 | 4,080 |
| 流动负债 | 19,073 | 19,666 | 26,619 | 29,218 | 减:所得税 | 393 | 524 | 686 | 816 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 2,225 | 1,318 | 1,318 | 1,318 | 净利润 | 2,007 | 2,094 | 2,743 | 3,264 |
| 经营性应付款项 | 10,391 | 11,168 | 15,598 | 17,377 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 2,705 | 3,842 | 5,777 | 6,297 | 归属母公司净利润 | 2,007 | 2,094 | 2,743 | 3,264 |
| 其他流动负债 | 3,752 | 3,337 | 3,926 | 4,225 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.64 | 1.71 | 2.24 | 2.66 |
| 非流动负债 | 1,509 | 1,738 | 1,938 | 1,938 | EBIT | 417 | 2,340 | 3,179 | 3,794 |
| 长期借款 | 1,135 | 1,335 | 1,535 | 1,535 | EBITDA | 878 | 3,014 | 3,925 | 4,614 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 17.03 | 17.00 | 18.00 | 18.70 |
| 租赁负债 | 59 | 59 | 59 | 59 | 归母净利率(%) | 13.43 | 12.11 | 11.68 | 12.14 |
| 其他非流动负债 | 315 | 344 | 344 | 344 | 收入增长率(%) | 21.21 | 15.72 | 35.79 | 14.55 |
| 负债合计 | 20,582 | 21,404 | 28,557 | 31,156 | 归母净利润增长率(%) | 21.78 | 4.36 | 30.99 | 18.99 |
| 归属母公司股东权益 | 12,793 | 14,836 | 17,579 | 20,843 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 12,793 | 14,836 | 17,579 | 20,843 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 33,376 | 36,240 | 46,136 | 51,998 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|-------|-------|---------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 1,089 | 2,843 | 5,710 | 3,461 | 每股净资产(元) | 10.61 | 12.10 | 14.33 | 16.99 |
| 投资活动现金流 | (1,049) | (695) | (8) | 163 | 最新发行在外股份(百万股) | 1,226 | 1,226 | 1,226 | 1,226 |
| 筹资活动现金流 | 2,271 | (656) | 127 | (89) | ROIC(%) | 2.24 | 11.09 | 13.37 | 13.72 |
| 现金净增加额 | 2,318 | 1,484 | 5,829 | 3,535 | ROE-摊薄(%) | 15.68 | 14.11 | 15.60 | 15.66 |
| 折旧和摊销 | 460 | 674 | 745 | 820 | 资产负债率(%) | 61.67 | 59.06 | 61.90 | 59.92 |
| 资本开支 | (3,505) | (894) | (983) | (1,044) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 19.22 | 18.41 | 14.06 | 11.81 |
| 营运资本变动 | 536 | 1,002 | 3,159 | 493 | P/B (现价) | 2.96 | 2.60 | 2.19 | 1.85 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>