



三一重能 (688349.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

整机制造筑底，“两海”持续突破有望

驱动盈利回升

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

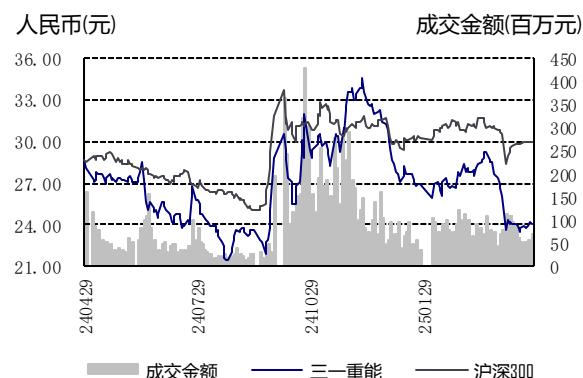
分析师：宇文甸 (执业 S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：24.00 元

相关报告：

1. 《三一重能公司点评：存货及合同负债增长预示交付提速，海外市场获...》，2024.11.1
2. 《三一重能公司点评：风机对外交付创新高，盈利修复略超预期》，2024.8.30
3. 《三一重能公司点评：新增订单再创新高，海外业务增长明显》，2024.4.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,939	17,792	23,370	28,264	34,625
营业收入增长率	21.21%	19.10%	31.35%	20.94%	22.50%
归母净利润(百万元)	2,007	1,812	2,202	2,693	3,165
归母净利润增长率	21.78%	-9.70%	21.55%	22.29%	17.50%
摊薄每股收益(元)	1.664	1.477	1.796	2.196	2.581
每股经营性现金流净额	0.80	-0.42	0.24	3.68	4.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.68%	13.20%	14.05%	15.29%	15.89%
P/E	17.19	20.90	13.36	10.93	9.30
P/B	2.70	2.76	1.88	1.67	1.48

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

2025 年 4 月 28 日公司披露 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年全年公司实现营收 178 亿元，同比增长 19.1%；实现归母净利润 18.1 亿元，同比下降 9.7%，实现扣非归母净利 15.9 亿元，同比下降 1.8%。2025 年一季度公司实现营收 21.9 亿元，同比增长 26.6%；实现归母净利润-1.91 亿元，同比下降 172%。

经营分析

制造业务盈利筑底，“两海”突破有望带动盈利回升：2024 年公司风机制造板块实现收入 136 亿元，同比增长 13.8%，实现毛利率 10.99%，同比下降 0.19pct。2024 年以来公司“两海”业务取得多项重大突破：海外方面，公司深耕中亚、南亚、东南亚等类中国市场，突破欧洲高端市场，在印度、哈萨克斯坦、菲律宾、德国等地区实现订单获取，全年新签项目合同近 2GW；海上方面，公司中标揭阳石碑山 200MW 风电项目及河北建投祥云岛 250MW 海风项目，海上机型进入批量化交付阶段。2024 年公司海外毛利率约 21.7%，较国内风机业务毛利率高 10pct 以上，预计随着公司“两海”持续突破，交付占比提升有望带动盈利逐步回暖。

电站转让短期放缓盈利承压，年内转让有望加快：2024 年公司对外转让风电项目约 700MW，实现电站产品销售 34.7 亿元，同比增长 446%。公司一季度实现归母净利润-1.91 亿元，同比下降 172%，主要受一季度电站转让减少影响，投资收益同比 2024 年一季度下降 3.58 亿元。公司在建项目储备充足，截至 2024 年 12 月 31 日，公司在建风场容量为 2.6GW，预计 2025 年电站转让仍有望保持较高水平。

存货同环比高增，应收账款周转加速：截至 2025 年一季度末，公司存货规模约 70 亿元，同比增长 66%，环比 2024 年末增长 36%，预计 Q2 起公司发货有望加速。公司加大应收账款管理力度，一季度应收账款周转天数同比下降 34 天，改善明显。

盈利预测、估值与评级

根据公司年报、一季报及我们对行业最新判断，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 22.0、26.9、31.7 亿元，对应 PE 为 13、11、9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

“两海”订单获取不及预期；竞争加剧风险；原材料价格波动。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	12,325	14,939	17,792	23,370	28,264	34,625
增长率		21.2%	19.1%	31.4%	20.9%	22.5%
主营业务成本	-9,422	-12,395	-14,785	-19,412	-23,249	-28,520
%销售收入	76.4%	83.0%	83.1%	83.1%	82.3%	82.4%
毛利	2,903	2,544	3,006	3,958	5,016	6,105
%销售收入	23.6%	17.0%	16.9%	16.9%	17.7%	17.6%
营业税金及附加	-97	-119	-149	-187	-226	-277
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-764	-1,085	-579	-724	-848	-1,039
%销售收入	6.2%	7.3%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%
管理费用	-410	-535	-578	-701	-820	-969
%销售收入	3.3%	3.6%	3.3%	3.0%	2.9%	2.8%
研发费用	-768	-872	-777	-1,052	-1,272	-1,558
%销售收入	6.2%	5.8%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	863	-66	923	1,294	1,850	2,261
%销售收入	7.0%	n.a	5.2%	5.5%	6.5%	6.5%
财务费用	68	187	132	11	-3	126
%销售收入	-0.6%	-1.2%	-0.7%	0.0%	0.0%	-0.4%
资产减值损失	-141	-31	-139	-106	-66	-47
公允价值变动收益	-74	-44	40	20	20	20
投资收益	936	1,798	772	1,000	1,000	1,000
%税前利润	49.7%	74.9%	35.9%	38.2%	31.2%	26.6%
营业利润	1,891	2,376	2,151	2,619	3,201	3,761
营业利润率	15.3%	15.9%	12.1%	11.2%	11.3%	10.9%
营业外收支	-5	23	-1	0	0	0
税前利润	1,886	2,399	2,150	2,619	3,201	3,761
利润率	15.3%	16.1%	12.1%	11.2%	11.3%	10.9%
所得税	-233	-393	-338	-411	-503	-590
所得税率	12.3%	16.4%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
净利润	1,653	2,007	1,812	2,208	2,699	3,170
少数股东损益	5	0	0	5	5	5
归属于母公司的净利润	1,648	2,007	1,812	2,202	2,693	3,165
净利率	13.4%	13.4%	10.2%	9.4%	9.5%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,653	2,007	1,812	2,208	2,699	3,170
少数股东损益	5	0	0	5	5	5
非现金支出	475	491	713	673	714	777
非经营收益	-940	-1,945	-1,053	-672	-706	-767
营运资金变动	-542	413	-1,987	-1,914	1,881	2,734
经营活动现金净流	646	966	-516	294	4,588	5,914
资本开支	-2,598	-3,505	-1,868	574	-950	-950
投资	-771	1,841	-1,191	20	20	20
其他	-203	616	283	1,000	1,000	1,000
投资活动现金净流	-3,572	-1,049	-2,777	1,594	70	70
股权募资	5,512	25	21	452	0	0
债权募资	2,073	2,930	3,446	1,659	-798	-1,036
其他	-24	-684	-1,114	-942	-1,063	-1,126
筹资活动现金净流	7,561	2,271	2,353	1,169	-1,860	-2,162
现金净流量	4,659	2,195	-937	3,057	2,797	3,822

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	9,098	11,547	10,996	14,033	16,815	20,627
应收款项	3,455	5,367	6,392	7,717	8,558	9,536
存货	1,636	3,087	5,161	5,212	5,561	6,032
其他流动资产	3,801	2,854	6,857	6,877	7,454	8,167
流动资产	17,990	22,855	29,406	33,838	38,388	44,362
%总资产	68.1%	68.5%	71.0%	75.5%	77.3%	79.4%
长期投资	334	1,278	1,482	1,482	1,482	1,482
固定资产	5,194	5,405	5,566	5,884	6,123	6,282
%总资产	19.7%	16.2%	13.4%	13.1%	12.3%	11.2%
无形资产	375	716	923	994	1,062	1,129
非流动资产	8,426	10,521	11,997	10,967	11,269	11,489
%总资产	31.9%	31.5%	29.0%	24.5%	22.7%	20.6%
资产总计	26,415	33,376	41,403	44,805	49,657	55,851
短期借款	3,131	2,225	1,130	3,179	2,381	1,345
应付款项	7,261	11,599	13,733	15,789	18,270	21,629
其他流动负债	4,047	5,249	9,690	7,393	8,616	10,188
流动负债	14,439	19,073	24,554	26,361	29,267	33,162
长期贷款	614	1,135	2,662	2,662	2,662	2,662
其他长期负债	180	374	464	101	96	98
负债	15,233	20,582	27,680	29,124	32,025	35,922
普通股股东权益	11,183	12,793	13,724	15,676	17,621	19,913
其中：股本	1,189	1,206	1,226	1,247	1,247	1,247
未分配利润	3,411	4,842	5,733	7,312	9,257	11,548
少数股东权益	0	0	0	5	11	16
负债股东权益合计	26,415	33,376	41,403	44,805	49,657	55,851

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.39	1.66	1.48	1.80	2.20	2.58
每股净资产	9.40	10.61	11.19	12.78	14.37	16.24
每股经营现金净流	0.54	0.80	-0.42	0.24	3.68	4.74
每股股利	0.00	0.43	0.59	0.50	0.60	0.70
回报率						
净资产收益率	14.73%	15.68%	13.20%	14.05%	15.29%	15.89%
总资产收益率	6.24%	6.01%	4.38%	4.92%	5.42%	5.67%
投入资本收益率	5.07%	-0.34%	4.44%	5.07%	6.88%	7.96%
增长率						
主营业务收入增长率	21.13%	21.21%	19.10%	31.35%	20.94%	22.50%
EBIT 增长率	-32.81%	-107.68%	-149.07%	40.19%	42.96%	22.22%
净利润增长率	3.56%	21.78%	-9.70%	21.55%	22.29%	17.50%
总资产增长率	48.72%	26.35%	24.05%	8.22%	10.83%	12.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.7	75.0	87.8	90.0	80.0	70.0
存货周转天数	61.3	69.5	101.8	100.0	90.0	80.0
应付账款周转天数	141.2	157.1	191.8	180.0	170.0	160.0
固定资产周转天数	119.6	118.5	100.8	80.9	69.4	57.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-58.30%	-64.27%	-65.23%	-63.39%	-76.69%	-92.17%
EBIT 利息保障倍数	-12.7	0.4	-7.0	-115.6	593.2	-17.9
资产负债率	57.67%	61.67%	66.85%	65.00%	64.49%	64.32%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	7	9	31
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究