

三一重能（688349）

2024 年报及 2025 年一季报点评：风机毛利率短期承压，静待盈利能力恢复

买入（维持）

2025 年 04 月 29 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	14939	17792	21474	25459	28769
同比（%）	21.21	19.10	20.70	18.56	13.00
归母净利润（百万元）	2007	1812	2125	2658	3162
同比（%）	21.78	(9.70)	17.25	25.13	18.95
EPS-最新摊薄（元/股）	1.64	1.48	1.73	2.17	2.58
P/E（现价&最新摊薄）	14.67	16.24	13.85	11.07	9.31

投资要点

■ **事件：**公司 24 年营收 177.9 亿元，同比+19.1%，归母净利润 18.1 亿元，同比-9.7%，毛利率 16.9%，同比-0.1pct；其中 24Q4 营收 87.2 亿元，同环比+17.1%/+130.3%，归母净利润 11.3 亿元，同环比+15.5%/+348.6%，毛利率 18.3%，同环比+4/+3.5pct。25Q1 营收 21.9 亿元，同环比+26.6%/-74.9%，归母净利润-1.9 亿元，同环比-172%/-117%，毛利率 6.5%，同环比-13.2/-11.8pct。

■ **24 年拆分：**①风机及配件收入 136 亿元，同比增长 14%，出货量约 9.5GW，同比+31%；毛利率 10.99%，调整同一质保金口径后同比基本持平；其中，海外风机业务毛利率 21.71%，领先国内风机业务毛利率 10pct+。②发电收入 2.9 亿元，同比-38%，毛利率 68.1%，同比-5.0pct；③风电服务 2.7 亿元，同比-85%，毛利率 7.8%，同比+1.8pct；④电站产品销售 35 亿元，同比+446%，毛利率 36.4%，同比+0.4pct；此外，投资净收益 7.7 亿元，主要也是风场转让收益。24 年公司对外转让容量 700MW，在建风场容量 2.6GW。

■ **25Q1 风机毛利率偏低，静待盈利改善：**25Q1 公司毛利率 6.5%，无风场转让，风机毛利率偏低主要系：①Q1 部分出货为 24 年库存产品，未享受到供应链降本带来的成本改善；②部分交付 10MW 订单为低价订单，叠加 10MW 机型尚未量产，毛利率水平偏低。往后看，我们判断伴随着两海机型出货占比提升、10MW 逐步规模化以及 25 年初供应链谈价有所降本，预计风机毛利率有望逐季改善。

■ **在手订单继续创新高：**24 年公司国内新增订单超 20GW，创历史新高。海外方面，24 年全年新签项目合同近 2GW。

■ **24 年费用率显著改善，合同负债维持高位：**公司 24 年期间费用 18 亿元，同比-21.8%，费用率 10.1%，同比-5.3pct，其中 Q4 期间费用 5.6 亿元，同环比-30.5%/+28.2%，费用率 6.4%，同环比-4.4/-5.1pct；24 年经营性净现金流-4 亿元，经营性现金流转负。公司 25Q1 期间费用 4.8 亿元，同环比+8.8%/-14.6%，费用率 21.8%，同环比-3.6/+15.4pct；25Q1 末存货 70 亿元，较年初+35.6%；25Q1 末合同负债 67.8 亿元，较年初+10.7%。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑公司风机短期内毛利率表现一般，且风电场电价存在下行的可能性，从而影响公司风机及风场转让业务的盈利，我们下调 25~26 年盈利预测，预计 25~26 年归母净利润为 21.3/26.6 亿元（前值为 23.9/27.4 亿元），同比增长 17.3%/25.1%；预计 27 年归母净利润为 31.6 亿元，同比增长 19.0%，25~27 年归母净利润对应 PE 为 13.9/11.1/9.3x。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：**需求不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.00
一年最低/最高价	21.30/34.62
市净率(倍)	2.17
流通 A 股市值(百万元)	4,518.86
总市值(百万元)	29,433.70

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.08
资产负债率(% ,LF)	67.52
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)：2024 年业绩快报点评：业绩符合预期，订单创新高》

2025-03-03

《三一重能(688349)：盈利能力拐点已现，出海版图继续扩张》

2024-12-28

三一重能三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	29,406	31,980	37,737	44,520	营业总收入	17,792	21,474	25,459	28,769
货币资金及交易性金融资产	12,745	17,210	20,502	25,245	营业成本(含金融类)	14,785	18,253	21,564	24,194
经营性应收款项	6,045	4,890	5,878	6,581	税金及附加	149	172	204	230
存货	5,161	4,792	5,486	6,246	销售费用	579	752	840	892
合同资产	3,595	2,818	3,384	3,800	管理费用	578	580	687	777
其他流动资产	1,860	2,271	2,486	2,649	研发费用	777	859	942	1,007
非流动资产	11,997	12,501	12,802	12,925	财务费用	(132)	(178)	(195)	25
长期股权投资	1,297	1,386	1,476	1,566	加:其他收益	417	322	306	300
固定资产及使用权资产	5,027	5,118	5,091	4,990	投资净收益	772	1,200	1,500	1,800
在建工程	651	682	783	779	公允价值变动	40	0	0	0
无形资产	923	1,059	1,199	1,339	减值损失	(139)	(71)	(94)	(34)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	6	7	0	0
长期待摊费用	0	1	1	1	营业利润	2,151	2,495	3,128	3,710
其他非流动资产	4,099	4,256	4,252	4,248	营业外净收支	(1)	5	0	0
资产总计	41,403	44,481	50,539	57,445	利润总额	2,150	2,500	3,128	3,710
流动负债	24,554	25,694	29,093	32,836	减:所得税	338	375	469	548
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,130	1,300	1,300	1,500	净利润	1,812	2,125	2,658	3,162
经营性应付款项	12,909	14,764	17,108	19,391	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	6,123	5,285	5,962	6,909	归属母公司净利润	1,812	2,125	2,658	3,162
其他流动负债	4,391	4,344	4,723	5,037	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.48	1.73	2.17	2.58
非流动负债	3,126	3,350	3,350	3,350	EBIT	1,307	2,321	2,933	3,734
长期借款	2,662	2,862	2,862	2,862	EBITDA	1,881	3,048	3,734	4,608
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.90	15.00	15.30	15.90
租赁负债	74	74	74	74	归母净利率(%)	10.18	9.89	10.44	10.99
其他非流动负债	390	414	414	414	收入增长率(%)	19.10	20.70	18.56	13.00
负债合计	27,680	29,044	32,444	36,187	归母净利润增长率(%)	(9.70)	17.25	25.13	18.95
归属母公司股东权益	13,724	15,437	18,096	21,258					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	13,724	15,437	18,096	21,258					
负债和股东权益	41,403	44,481	50,539	57,445					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(400)	4,325	3,044	3,891	每股净资产(元)	11.19	12.59	14.75	17.33
投资活动现金流	(2,777)	253	363	770	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	2,353	306	(115)	82	ROIC(%)	6.52	10.59	11.87	13.26
现金净增加额	(822)	4,867	3,292	4,742	ROE-摊薄(%)	13.20	13.76	14.69	14.88
折旧和摊销	574	726	801	873	资产负债率(%)	66.85	65.30	64.20	62.99
资本开支	(1,868)	(983)	(1,044)	(937)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.24	13.85	11.07	9.31
营运资本变动	(1,872)	2,590	875	1,502	P/B(现价)	2.14	1.91	1.63	1.38

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>