

公司研究

海风及海外市场持续突破，盈利有望迎来改善

——三一重能（688349.SH）2025年半年报点评

要点

事件：公司发布2025年半年报，2025年上半年实现营收85.94亿元，同比增长62.75%；归母净利润2.10亿元，同比减少51.54%；扣非归母净利润0.99亿元，同比减少74.38%。其中2025Q2实现营收64.07亿元，同比增长80.35%，环比增长192.93%；实现归母净利润4.01亿元，同比增长139.20%，环比由亏转盈。

风机出货实现高增，看好后续盈利改善。2025年上半年国内风电建设加速，根据国家能源局，25H1全国风电新增并网容量同比增长98.88%至51.39GW。受益于国内风电需求高景气，25H1公司风机对外销售容量4.72GW，同比增长约44%，创历史同期最高水平；风机制造业务实现营收64.07亿元，同比增长30.32%，毛利率同比下降10.48pct至4.65%，主要系24年风机订单价格下降所致。25H1公司风机中标价格已有显著提升，看好后续盈利持续改善。

在手订单充沛，海上风机订单实现突破。公司在手订单充沛，截至2025年6月底，公司在手订单超28GW，创历史新高，有望支撑后续业绩增长。此外，公司海上风机订单实现突破，在2025年3月和4月分别中标广东能源集团揭阳石碑山200MW风电项目海上风电机组、河北建投祥云岛250MW海上风电项目机组，未来有望在国内海风市场进一步提高市场份额。

持续推进风场开发建设，“滚动开发”策略提升经济效益。25H1公司成功并网460MW自建风场，截至2025年6月底，公司在建风场容量为2.9GW。公司在新增电站资产不断投建过程中，持续对成熟电站项目择机出让，助推业绩增长。25H1实现电站产品销售收入18.33亿元，毛利率为28.77%。

积极拓展海外市场，海外订单快速增长。25H1公司海外订单新增1GW，截至25年半年报，在手订单价值已超100亿元，品牌海外影响力逐步提升。公司海外销售与订单交付进入规模化快速增长阶段，25H1实现海外营收2.33亿元，毛利率超20%，显著高于国内风机业务。

维持“买入”评级：考虑到24年低价订单交付使得公司25H1业绩承压，基于审慎原则，我们下调25年盈利预测，预计公司25-27年实现归母净利润15.02/25.14/29.15亿元（下调28%/不变/不变），对应EPS分别为1.23/2.05/2.38元，当前股价对应25-27年PE为24/14/12倍。碳中和背景下风电行业有望维持增长态势，公司的成本、产品竞争力优势将保障其市占率稳步提升，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险、海风市场开拓不及预期风险、出海不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,939	17,792	26,433	29,033	30,733
营业收入增长率	21.21%	19.10%	48.57%	9.83%	5.86%
归母净利润（百万元）	2,007	1,812	1,502	2,514	2,915
归母净利润增长率	21.78%	-9.70%	-17.09%	67.32%	15.97%
EPS（元，以最新股本计）	1.64	1.48	1.23	2.05	2.38
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.68%	13.20%	10.36%	15.33%	15.94%
P/E	18	20	24	14	12
P/B	2.7	2.6	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-09-01

买入（维持）

当前价：29.18元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝睿

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：邓怡亮

执业证书编号：S0930525070003

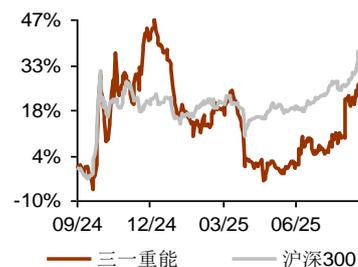
021-52523802

dengyiliang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.26
总市值(亿元)	357.86
一年最低/最高(元)	21.39/33.75
近3月换手率	18.99%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.03	9.83	-11.28
绝对	16.16	27.27	27.27

资料来源：Wind

相关研报

24年盈利有所承压，积极拓展海风及海外市场——三一重能(688349.SH)2024年年报及2025年一季报点评（2025-05-07）

风机业务盈利改善明显，海外业务顺利推进——三一重能(688349.SH)2024年半年报点评（2024-09-08）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,939	17,792	26,433	29,033	30,733
营业成本	12,395	14,785	23,123	24,362	25,502
折旧和摊销	447	535	564	692	818
税金及附加	119	149	221	242	257
销售费用	1,085	579	848	883	919
管理费用	535	578	595	610	630
研发费用	872	777	793	871	922
财务费用	-187	-132	-80	-40	-25
投资收益	1,798	772	300	300	300
营业利润	2,376	2,151	1,767	2,956	3,429
利润总额	2,399	2,150	1,768	2,957	3,430
所得税	393	338	265	444	514
净利润	2,007	1,812	1,502	2,514	2,915
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,007	1,812	1,502	2,514	2,915
EPS(元, 以最新股本计)	1.64	1.48	1.23	2.05	2.38

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,089	-400	1,241	1,965	2,798
净利润	2,007	1,812	1,502	2,514	2,915
折旧摊销	447	535	564	692	818
净营运资金增加	-1,223	-2,177	2,989	1,631	1,070
其他	-141	-570	-3,815	-2,872	-2,005
投资活动产生现金流	-1,049	-2,777	-1,521	-1,632	-1,632
净资本支出	-3,505	-1,868	-1,925	-1,925	-1,925
长期投资变化	1,141	1,297	0	0	0
其他资产变化	1,315	-2,205	404	293	293
融资活动现金流	2,271	2,353	731	829	413
股本变化	16	21	0	0	0
债务净变化	-384	432	1,382	1,399	1,409
无息负债变化	5,734	6,665	-1,793	-609	-558
净现金流	2,318	-822	451	1,161	1,579

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	17.0%	16.9%	12.5%	16.1%	17.0%
EBITDA 率	6.0%	11.2%	7.2%	11.3%	12.6%
EBIT 率	3.0%	8.2%	5.0%	8.9%	9.9%
税前净利润率	16.1%	12.1%	6.7%	10.2%	11.2%
归母净利润率	13.4%	10.2%	5.7%	8.7%	9.5%
ROA	6.0%	4.4%	3.6%	5.7%	6.2%
ROE (摊薄)	15.7%	13.2%	10.4%	15.3%	15.9%
经营性 ROIC	6.2%	24.4%	11.9%	17.7%	17.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	62%	67%	65%	63%	61%
流动比率	1.20	1.20	1.26	1.36	1.48
速动比率	1.04	0.99	1.07	1.17	1.29
归母权益/有息债务	3.81	3.62	2.80	2.49	2.29
有形资产/有息债务	9.50	10.46	7.73	6.48	5.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	33,376	41,403	41,764	44,457	47,202
货币资金	11,547	10,996	11,447	12,609	14,188
交易性金融资产	36	1,749	1,749	1,749	1,749
应收账款	3,833	4,724	4,408	4,566	4,550
应收票据	544	276	344	377	400
其他应收款 (合计)	638	466	554	615	662
存货	3,087	5,161	4,151	4,130	4,069
其他流动资产	1,216	2,101	2,101	2,101	2,101
流动资产合计	22,855	29,406	28,535	29,938	31,519
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,141	1,297	1,297	1,297	1,297
固定资产	4,785	4,914	6,130	7,198	8,130
在建工程	553	651	611	590	580
无形资产	716	923	924	926	927
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2,326	3,105	3,105	3,105	3,105
非流动资产合计	10,521	11,997	13,229	14,520	15,684
总负债	20,582	27,680	27,269	28,058	28,909
短期借款	771	5	0	0	0
应付账款	6,574	8,961	10,406	9,258	8,416
应付票据	3,558	3,270	4,162	4,385	4,590
预收账款	259	679	793	871	922
其他流动负债	1,665	2,211	2,211	2,211	2,211
流动负债合计	19,073	24,554	22,717	22,006	21,357
长期借款	1,135	2,662	4,162	5,662	7,162
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	132	155	155	155	155
非流动负债合计	1,509	3,126	4,552	6,052	7,552
股东权益	12,793	13,724	14,495	16,399	18,294
股本	1,206	1,226	1,226	1,226	1,226
公积金	6,853	7,122	7,148	7,148	7,148
未分配利润	4,842	5,733	6,474	8,377	10,272
归属母公司权益	12,793	13,724	14,495	16,399	18,294
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	7.26%	3.26%	3.21%	3.04%	2.99%
管理费用率	3.58%	3.25%	2.25%	2.10%	2.05%
财务费用率	-1.25%	-0.74%	-0.30%	-0.14%	-0.08%
研发费用率	5.83%	4.37%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	16%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.59	0.60	0.50	0.83	0.97
每股经营现金流	0.90	-0.33	1.01	1.60	2.28
每股净资产	10.61	11.19	11.82	13.37	14.92
每股销售收入	12.39	14.51	21.55	23.67	25.06

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	18	20	24	14	12
PB	2.7	2.6	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	33.8	15.5	18.2	10.8	9.2
股息率	2.0%	2.1%	1.7%	2.9%	3.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP