

三一重能（688349）

2025 年三季报点评：风机毛利率短期承压，看好 26 年盈利能力弹性

买入（维持）

2025 年 10 月 31 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

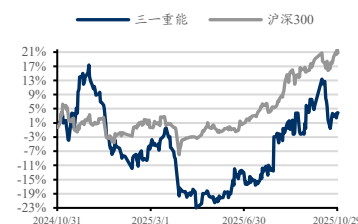
hujunying@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	14,939	17,792	24,237	25,459	28,769
同比（%）	21.21	19.10	36.23	5.04	13.00
归母净利润（百万元）	2,007	1,812	1,394	2,359	2,942
同比（%）	21.78	(9.70)	(23.04)	69.18	24.71
EPS-最新摊薄（元/股）	1.64	1.48	1.14	1.92	2.40
P/E（现价&最新摊薄）	18.20	20.16	26.19	15.48	12.41

投资要点

- **事件：**公司 25 年 Q1-3 营收 144.5 亿元，同比+59.4%，归母净利润 1.2 亿元，同比-82.2%，扣非净利润-0.1 亿元，同比-102.1%，毛利率 8.1%，同比-7.5pct，归母净利率 0.8%，同比-6.7pct；其中 25 年 Q3 营收 58.6 亿元，同环比+54.6%/-8.6%，归母净利润-0.9 亿元，同环比-135.1%/-122%，扣非净利润-1.1 亿元，同环比-150.3%/-135.3%，毛利率 4.4%，同环比-10.5/-7.6pct，归母净利率-1.5%，同环比-8.1/-7.8pct。
- **风机毛利率短期承压：**25Q3 公司出货 4GW，环比增长 24%；我们预计风机毛利率约 4.4%，降幅较大主因是：1）低价单交付；2）9~11MW 机型交付比例达 45%，该类机型毛利率表现低，而 5~6MW 毛利率仍能维持在 7%以上。从当前风机开标结果来看，整体风机价格同比上升 5%以上，公司层面风机价格上升中位数处于 7%，我们判断 25 年公司风机毛利率短期承压，26 年有望享受涨价+成本下降的双重盈利弹性。此外，25Q3 无风场转让，全年仍维持 1GW+的转让目标。
- **费用率同比继续下降：**公司 25 年 Q1-3 期间费用 14.9 亿元，同比+19.5%，费用率 10.3%，同比-3.4pct，其中 Q3 期间费用 5.3 亿元，同环比+22.5%/+11.6%，费用率 9.1%，同环比-2.4/+1.6pct；25 年 Q1-3 资本开支 8.9 亿元，同比-39.5%，其中 Q3 资本开支 2.4 亿元，同环比-53.4%/-10.1%；25 年 Q3 末存货 96.4 亿元，较年初+86.8%。此外，公司计提资产减值损失-1258 万元、信用减值冲回 1444 万元。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司风机毛利率表现不及预期，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 25~27 年盈利预测，预计 25~27 年归母净利润为 13.9/23.6/29.4 亿元（前值为 21.3/26.6/31.6 亿元），同比-23.0%/+69.2%/+24.7%，基于公司成本控制优势凸显，26 年有望展现盈利能力弹性，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)	29.78
一年最低/最高价	22.01/34.62
市净率(倍)	2.75
流通 A 股市值(百万元)	7,362.99
总市值(百万元)	36,522.32

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.82
资产负债率(% ,LF)	70.64
总股本(百万股)	1,226.40
流通 A 股(百万股)	247.25

相关研究

《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》

2025-04-29

《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

三一重能三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	29,406	35,365	37,198	43,366	营业总收入	17,792	24,237	25,459	28,769
货币资金及交易性金融资产	12,745	18,427	19,826	24,091	营业成本(含金融类)	14,785	21,934	22,022	24,194
经营性应收款项	6,045	5,583	5,898	6,581	税金及附加	149	194	204	230
存货	5,161	5,763	5,603	6,246	销售费用	579	606	611	662
合同资产	3,595	3,180	3,384	3,800	管理费用	578	606	611	662
其他流动资产	1,860	2,412	2,486	2,649	研发费用	777	897	866	1,007
非流动资产	11,997	12,951	13,252	13,375	财务费用	(132)	(178)	(219)	28
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	1,200	1,200
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	1,636	2,776	3,452
其他非流动资产	4,099	4,706	4,702	4,698	营业外净收支	(1)	5	0	0
资产总计	41,403	48,317	50,451	56,741	利润总额	2,150	1,641	2,776	3,452
流动负债	24,554	30,203	29,978	33,326	减:所得税	338	246	416	510
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,130	1,790	1,790	1,990	净利润	1,812	1,394	2,359	2,942
经营性应付款项	12,909	17,688	17,454	19,391	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	6,123	5,965	5,962	6,909	归属母公司净利润	1,812	1,394	2,359	2,942
其他流动负债	4,391	4,759	4,772	5,037	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.48	1.14	1.92	2.40
非流动负债	3,126	3,337	3,337	3,337	EBIT	1,307	1,463	2,557	3,480
长期借款	2,662	2,862	2,862	2,862	EBITDA	1,881	2,189	3,358	4,353
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.90	9.50	13.50	15.90
租赁负债	74	74	74	74	归母净利率(%)	10.18	5.75	9.27	10.23
其他非流动负债	390	401	401	401	收入增长率(%)	19.10	36.23	5.04	13.00
负债合计	27,680	33,540	33,315	36,664	归母净利润增长率(%)	(9.70)	(23.04)	69.18	24.71
归属母公司股东权益	13,724	14,776	17,135	20,078					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	13,724	14,776	17,135	20,078					
负债和股东权益	41,403	48,317	50,451	56,741					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(400)	5,435	1,451	4,013	每股净资产(元)	11.19	12.05	13.97	16.37
投资活动现金流	(2,777)	(179)	63	170	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	860	(115)	82	ROIC(%)	6.52	6.70	10.51	12.66
现金净增加额	(822)	6,084	1,400	4,265	ROE-摊薄(%)	13.20	9.44	13.77	14.65
折旧和摊销	574	726	801	873	资产负债率(%)	66.85	69.42	66.04	64.62
资本开支	(1,868)	(983)	(1,044)	(937)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.16	26.19	15.48	12.41
营运资本变动	(1,872)	4,441	(719)	1,245	P/B(现价)	2.66	2.47	2.13	1.82

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>