

三一重能（688349.SH）

风机销量稳步增长，海外订单持续取得突破

优于大市

核心观点

2025年上半年业绩 2.1 亿元，同比-52%。2025 年上半年，公司实现营业收入 85.9 亿元，同比+63%；归母净利润 2.1 亿元，同比-52%；扣非归母净利润 1.0 亿元，同比-74%；综合毛利率 10.6%，同比-5.4pct；净利率 10.3%，同比+2.1pct。单季度来看，2025 年第二季度公司实现营业收入 64.1 亿元，同比+80%，环比+193%；归母净利润 4.0 亿元，同比+139%，环比扭亏为盈；扣非归母净利润 3.2 亿元，同比+111%，环比扭亏为盈；综合毛利率 11.9%，同比-2.3pct，环比+5.5pct；净利率 6.3%，同比+1.5pct，环比+15.0pct。

风机销售收入快速增长。2025 年上半年风机销售/电站产品/发电业务/风电服务分别实现收入 64.1/18.3/0.83/1.83 亿元，同比+30%/不可比/-36%/+26%；毛利率分别为 4.6%/28.8%/67.8%/3.8%，同比-10.5%/不可比/-1.4%/+11.8pct。

风机销售在手订单充裕。2025 年上半年风机对外销量 4.72GW，同比+44%；销售均价 1358 元/KW，同比-132 元/KW。订单方面，上半年新增海外订单 1GW，新增国内海风订单 450MW；截至第二季度末，公司国内外在手订单超过 28GW。

电站业务稳步推进。2025 年上半年公司新增并网风电场规模 460MW；截至第二季度末，公司在建风电场容量约为 2.9GW。随着各省陆续落地“136 号文”实施细则，风电场项目投资回报及收益模式确定性提高，下半年风电场转让节奏有望加快。

海外市场拓展持续推进。2025 年上半年公司海外新增订单 1GW，截至中报发布日海外新增订单已超过 2GW，在手订单金额超过 100 亿元。订单分布上，在深耕亚太市场的同时，公司在拉美地区、欧洲地区均有订单收获，公司品牌的海外影响力逐步提升。

风险提示：电站开发节奏不及预期；海外市场开拓不及预期；整机行业市场竞争加剧；原材料价格上涨。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到前期低价订单陆续交付以及新能源上网电价市场化改革使风电场转让节奏放缓，我们下调 2025-2026 年盈利预测至 21.3/26.8 亿元（原预测为 23.3/28.2 亿元），新增 2027 年盈利预测 35.0 亿元，同比+17.6%/+25.7%/+30.6%。当前股价对应 PE 为 17.1/13.6/10.4 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,939	17,792	27,222	27,807	36,787
(+/-%)	21.2%	19.1%	53.0%	2.2%	32.3%
净利润(百万元)	2007	1812	2131	2679	3498
(+/-%)	21.8%	-9.7%	17.6%	25.7%	30.6%
每股收益(元)	1.64	1.48	1.74	2.18	2.85
EBIT Margin	-0.4%	5.2%	4.7%	8.6%	10.5%
净资产收益率 (ROE)	15.7%	13.2%	14.1%	15.6%	17.6%
市盈率 (PE)	18.2	20.1	17.1	13.6	10.4
EV/EBITDA	150.0	44.0	42.4	24.0	16.9
市净率 (PB)	2.85	2.66	2.41	2.13	1.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

证券分析师：袁阳

0755-22940078

yuanyang2@guosen.com.cn

S0980524030002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	29.75 元
总市值/流通市值	36486/7356 百万元
52 周最高价/最低价	34.62/21.94 元
近 3 个月日均成交额	101.35 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《三一重能（688349.SH）2024 年度业绩快报点评-2024 年营收同比增长超两成，海外业务拓展持续推进》——2025-03-09

《三一重能（688349.SH）-2024 年三季报点评-第三季度业绩同比增长 18%，海外市场拓展取得突破》——2024-11-11

《三一重能（688349.SH）-业绩稳健增长，海外布局未来可期》——2024-05-02

《三一重能（688349.SH）-出货量环比持续提升，电站转让节奏影响三季度业绩》——2023-11-03

业绩回顾

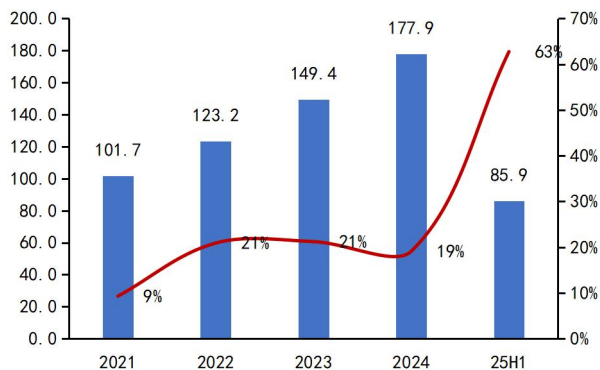
2025 年上半年，公司实现营业收入 85.9 亿元，同比+63%；归母净利润 2.1 亿元，同比-52%；扣非归母净利润 1.0 亿元，同比-74%；综合毛利率 10.6%，同比-5.4pct；净利率 10.3%，同比+2.1pct。

单季度来看，2025 年第二季度公司实现营业收入 64.1 亿元，同比+80%，环比+193%；归母净利润 4.0 亿元，同比+139%，环比扭亏为盈；扣非归母净利润 3.2 亿元，同比+111%，环比扭亏为盈；综合毛利率 11.9%，同比-2.3pct，环比+5.5pct；净利率 6.3%，同比+1.5pct，环比+15.0pct。

从期间费用来看，2025 年上半年公司销售/管理/研发费用率分别为 3.4%/3.5%/4.3%，同比-1.7/-1.4/-2.8pct。截至第二季度末，公司归母所有者权益与带息债务的比值为 3.87，高于去年同期的 2.29，财务状况保持稳健。

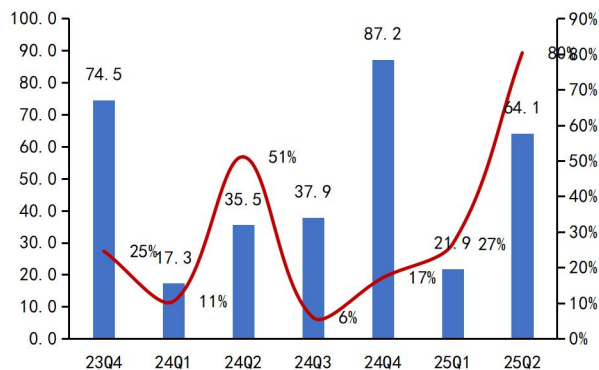
2025 年上半年，公司实现投资收益 1.29 亿元，同比-71%；计提资产及信用减值损失 0.25 亿元，去年同期为-0.02 亿元。

图1：公司营业收入及同比增速（亿元、%）



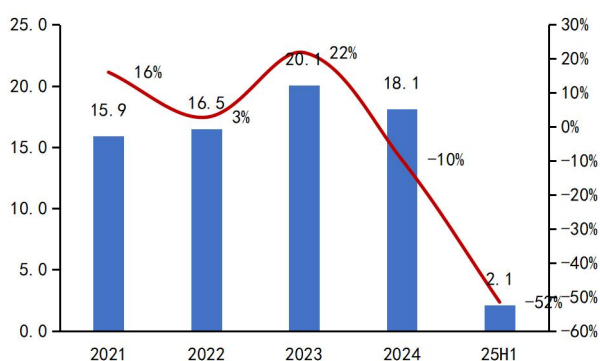
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速（亿元、%）



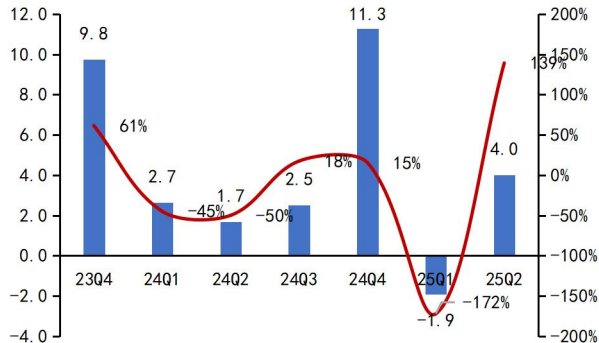
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及同比增速（亿元、%）



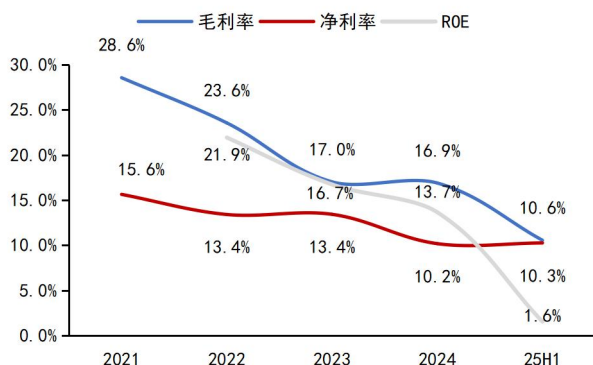
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比增速（亿元、%）



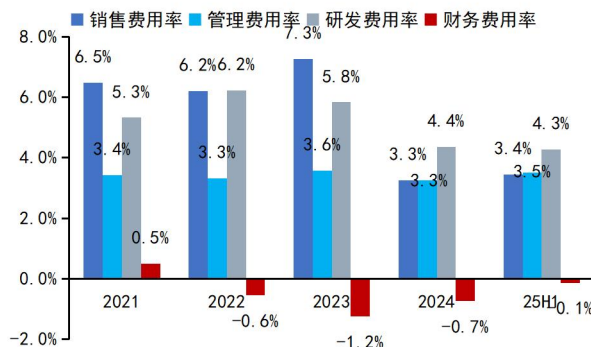
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率、净利率及 ROE (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率 (%)

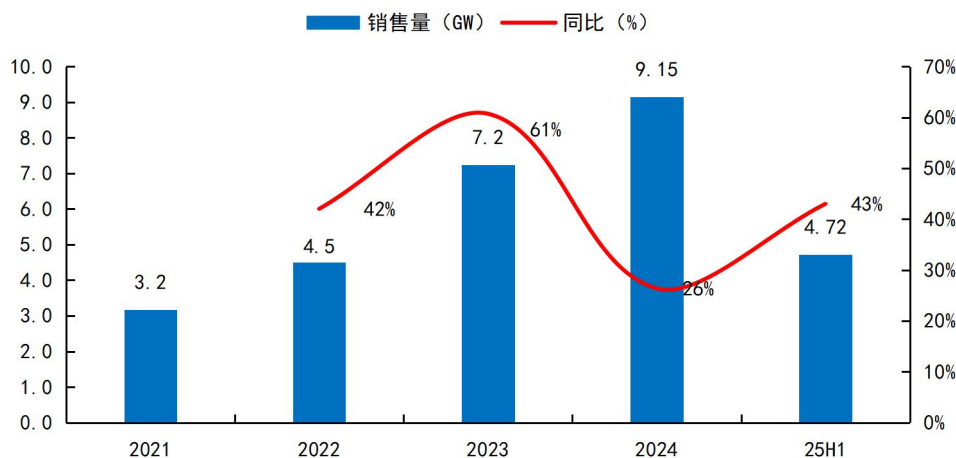


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

从收入结构来看, 2025 年上半年风机销售/电站产品/发电业务/风电服务分别实现收入 64.1/18.3/0.83/1.83 亿元, 同比+30%/不可比/-36%/+26%; 毛利率分别为 4.6%/28.8%/67.8%/3.8%, 同比-10.5%/不可比/-1.4%/+11.8pct。

风机销量快速增长。2025 年上半年风机对外销量 4.72GW, 同比+44%; 销售均价 1358 元/KW, 同比-132 元/KW。订单方面, 上半年新增海外订单 1GW, 新增国内海风订单 450MW; 截至第二季度末, 公司国内外在手订单超过 28GW。

图7: 公司风机对外销售容量 (GW、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 2024 年以前为年报披露对外风机销售口径, 2024 年为 CWEA 披露吊装容量口径

风电场建设及转让方面, 受新能源上网电价市场化改革影响, 上半年风电场转让节奏放缓。2025 年上半年公司新增并网风电场规模 460MW; 截至第二季度末, 公司在建风电场容量约为 2.9GW。随着各省陆续落地“136 号文”实施细则, 风电场项目投资回报及收益模式确定性提高, 下半年风电场转让节奏有望加快。

海外市场拓展持续推进。2025 年上半年公司海外新增订单 1GW, 截至中报发布日海外新增订单已超过 2GW, 在手订单金额超过 100 亿元。订单分布上, 在深耕亚太市场的同时, 公司在拉美地区、欧洲地区均有订单收获, 公司品牌的海外影响力逐步提升。

投资建议

考虑到前期低价订单陆续交付以及新能源上网电价市场化改革使风电场转让节奏放缓，我们下调 2025-2026 年盈利预测至 21.3/26.8 亿元（原预测为 23.3/28.2 亿元），新增 2027 年盈利预测 35.0 亿元，同比+17.6%/+25.7%/+30.6%。当前股价对应 PE 为 17.1/13.6/10.4 倍，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,939	17,792	27,222	27,807	36,787
同比	21.2%	19.1%	53.0%	2.2%	32.3%
净利润(百万元)	2007	1812	2131	2679	3498
同比	21.8%	-9.7%	17.6%	25.7%	30.6%
每股收益(元)	1.64	1.48	1.74	2.18	2.85
EBIT Margin	-0.4%	5.2%	4.7%	8.6%	10.5%
净资产收益率(ROE)	15.7%	13.2%	14.1%	15.6%	17.6%
市盈率(PE)	18.2	20.1	17.1	13.6	10.4
EV/EBITDA	150.0	44.0	42.4	24.0	16.9
市净率(PB)	2.85	2.66	2.41	2.13	1.84

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

风险提示

电站开发节奏不及预期；海外市场开拓不及预期；整机行业市场竞争加剧；原材料价格上涨。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11547	10996	9000	9494	11387	营业收入	14939	17792	27222	27807	36787
应收款项	4377	5000	5221	4571	6047	营业成本	12395	14785	23330	22755	29633
存货净额	3087	5161	8950	8380	10079	营业税金及附加	119	149	163	167	221
其他流动资产	1854	2786	3733	3641	4741	销售费用	1085	579	762	779	1030
流动资产合计	22855	29406	34595	33926	41809	管理费用	535	578	878	896	1018
固定资产	5338	5566	5770	5841	5792	研发费用	872	777	871	890	1067
无形资产及其他	716	923	1061	1200	1338	财务费用	(187)	(132)	51	61	45
投资性房地产	3325	4212	5172	4727	5518	投资收益	1798	772	800	250	0
长期股权投资	1141	1297	1397	1447	1467	资产减值及公允价值变动	(31)	(139)	(120)	(120)	(120)
资产总计	33376	41403	47995	47140	55923	其他收入	489	463	662	762	462
短期借款及交易性金融负债	2225	1130	2011	2000	2000	营业利润	2376	2151	2507	3152	4115
应付款项	10132	12231	12588	11029	12810	营业外净收支	23	(1)	0	0	0
其他流动负债	3752	4391	6874	6714	8738	利润总额	2399	2150	2507	3152	4115
流动负债合计	19073	24554	29640	26694	32745	所得税费用	393	338	376	473	617
长期借款及应付债券	1135	2662	2662	2662	2662	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	374	464	568	619	657	归属于母公司净利润	2007	1812	2131	2679	3498
长期负债合计	1509	3126	3230	3282	3320	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	20582	27680	32871	29976	36064	净利润	2007	1812	2131	2679	3498
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(66)	95	0	0	0
股东权益	12793	13724	15125	17165	19859	折旧摊销	447	535	357	391	411
负债和股东权益总计	33376	41403	47995	47140	55923	公允价值变动损失	0	0	(200)	(300)	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(187)	(132)	51	61	45
每股收益	1.64	1.48	1.74	2.18	2.85	营运资本变动	1993	1186	(2779)	(1472)	61
每股红利	0.58	0.60	0.52	0.66	0.86	其它	(3291)	(4028)	(445)	162	83
每股净资产	10.43	11.19	12.33	14.00	16.19	经营活动现金流	1089	(400)	(936)	1460	4053
ROIC	5%	12%	17%	24%	36%	资本开支	(3754)	(1916)	(700)	(600)	(500)
ROE	16%	13%	14%	16%	18%	其它投资现金流	2705	(861)	(460)	345	(811)
毛利率	17%	17%	14%	18%	19%	投资活动现金流	(1049)	(2777)	(1160)	(255)	(1311)
EBIT Margin	-0%	5%	5%	9%	11%	权益性融资	116	(176)	0	0	0
EBITDA Margin	3%	8%	6%	10%	12%	负债净变化	2480	3102	881	(11)	0
收入增长	21%	19%	53%	2%	32%	支付股利、利息	(511)	(706)	(730)	(639)	(804)
净利润增长率	22%	-10%	18%	26%	31%	其它融资现金流	187	132	(51)	(61)	(45)
资产负债率	62%	67%	68%	64%	64%	融资活动现金流	2271	2353	100	(711)	(849)
股息率	1.9%	2.0%	1.8%	2.2%	2.9%	现金净变动	2312	(824)	(1996)	494	1893
P/E	18.18	20.14	17.12	13.62	10.43	货币资金的期初余额	9098	11547	10996	9000	9494
P/B	2.85	2.66	2.41	2.13	1.84	货币资金的期末余额	11547	10996	9000	9494	11387
EV/EBITDA	150.04	44.02	42.41	23.96	16.91	企业自由现金流	(1369)	583	(2036)	345	3270
						权益自由现金流	1267	3797	(1198)	282	3232

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032