

三一重能（688349.SH）

签约埃及 2GW 风机大单，“工厂+电站”打造出海新模式

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：王蔚祺
证券分析师：王晓声
证券分析师：袁阳

010-88005313
010-88005231
0755-22940078

◆ 电力设备 · 风电设备

wangweiqi2@guosen.com.cn
wangxiaosheng@guosen.com.cn
yuanyang2@guosen.com.cn

◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980520080003
执证编码：S0980523050002
执证编码：S0980524030002

事项：6月24日，三一重能与埃及输电公司（EETC）、埃及新能源与可再生能源管理局（NREA）签署合作协议，包含苏伊士湾 2GW 风电机组订单以及该国首个风电整机制造基地。

国信电新观点：1) 公司全球化产能布局获得完善，实现“产品出海”向“产业出海”的转变，进一步打开风机主业市场空间。本次“工厂+电站”打包模式有助于锁定埃及市场的长期订单，同时以埃及为支点撬动中东北非风电增量市场。2) 2025 年以来风机行业面向海外的订单新增 40GW 以上，预计在 2027-2028 年各家风电整机企业国际业务迎来显著的利润贡献期。

投资建议：2026 年以来，风机行业存在阶段性盈利压力，由于原油价格上涨带动叶片主要原材料之一环氧树脂价格显著上涨，风机成本短期承压，同时 136 号文推动新能源全电量入市，风电资产端电价、消纳及转让等不确定性提升，我们预计 2026-2028 年归母净利润 10.6/17.1/23.2 亿元，同比+49%/+62%/+35%。当前股价对应 PE 为 17.2/10.6/7.9x，维持“优于大市”评级。

风险提示：海外市场拓展不及预期；国内风电装机需求不及预期；原材料价格大幅波动；市场竞争加剧。

评论：

◆ 公司签约埃及 2GW 风机大单

6月24日，三一重能与埃及输电公司（EETC）、埃及新能源与可再生能源管理局（NREA）签署合作协议，包含苏伊士湾 2GW 风电机组订单以及该国首个风电整机制造基地。

公司全球化产能布局获得完善，实现“产品出海”向“产业出海”的转变，进一步打开风机主业市场空间。本次“工厂+电站”打包模式有助于锁定埃及市场的长期订单，同时以埃及为支点撬动中东北非风电增量市场。2025 年以来风机行业面向海外的订单新增 40GW 以上，预计在 2027-2028 年各家风电整机企业国际业务迎来显著的利润贡献期。

◆ 盈利预测

风力发电机组制造机及运维服务：我们预计 2026-2028 年风电机组对外销售容量 14.5/17.0/21.0GW，销售收入 234.0/287.4/366.7 亿元，同比+22%/+23%/+28%，毛利率 10.7%/12.6%/11.1%。

电站业务（包括风力发电及电站产品销售业务）：我们预计 2026-2028 年销售收入 52.4/42.8/60.8 亿元，同比-21%/-18%/+42%，毛利率 26.5%/25.5%/23.9%。

表1: 主营业务假设

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
风力发电机组制造机及运维服务					
销售容量 (GW)	9.2	14.7	14.5	17.0	21.0
收入 (亿元)	135.8	191.4	234.0	287.4	366.7
同比 (%)		41%	22%	23%	28%
毛利率 (%)	11.0%	4.4%	10.7%	12.6%	11.1%
电站业务 (包括风力风电及电站产品销售业务)					
收入 (亿元)	37.6	66.5	52.4	42.8	60.8
同比 (%)		77%	-21%	-18%	42%
毛利率 (%)	38.8%	25.6%	26.5%	25.5%	23.9%
合计					
收入 (亿元)	177.9	273.8	287.4	331.2	428.5
同比 (%)		54%	5%	15%	29%
毛利率 (%)	16.9%	9.7%	13.6%	14.2%	12.9%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

◆ 投资建议

2026 年以来, 风机行业存在阶段性盈利压力, 由于原油价格上涨带动叶片主要原材料之一环氧树脂价格显著上涨, 风机成本短期承压, 同时 136 号文推动新能源全电量入市, 风电资产端电价、消纳及转让等不确定性提升, 我们预计 2026-2028 年归母净利润 10.6/17.1/23.2 亿元, 同比+49%/+62%/+35%。当前股价对应 PE 为 17.2/10.6/7.9x, 维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

海外市场拓展不及预期; 国内风电装机需求不及预期; 原材料价格大幅波动; 市场竞争加剧。

相关研究报告:

- 《三一重能 (688349. SH) - 风机销量稳步增长, 海外订单持续取得突破》 ——2025-09-09
- 《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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E	
现金及现金等价物	10996	8087	8000	8696	8865	营业收入	17792	27380	28735	33120	42854
应收款项	5000	5823	6298	6352	7044	营业成本	14785	24725	24840	28415	37310
存货净额	5161	5319	6298	6352	7044	营业税金及附加	149	157	172	199	257
其他流动资产	2786	2871	2981	3410	4477	销售费用	579	691	790	828	857
流动资产合计	29406	31740	33149	34983	39113	管理费用	578	695	881	907	919
固定资产	5566	5872	6066	6121	6056	研发费用	777	807	891	894	986
无形资产及其他	923	936	1073	1211	1348	财务费用	(132)	(22)	57	53	(13)
投资性房地产	4212	4989	5460	5630	6428	投资收益	772	185	0	0	0
长期股权投资	1297	1836	1936	1986	2006	资产减值及公允价值变动	(139)	(171)	(120)	(120)	(120)
资产总计	41403	45372	47684	49931	54951	其他收入	463	468	262	312	312
短期借款及交易性金融负债	1130	2935	3642	2000	2000	营业利润	2151	809	1246	2017	2730
应付款项	12231	15749	17432	18416	18188	营业外净收支	(1)	(22)	0	0	0
其他流动负债	4391	3793	3390	3858	5018	利润总额	2150	787	1246	2017	2730
流动负债合计	24554	28538	30211	30898	33777	所得税费用	338	75	187	303	410
长期借款及应付债券	2662	671	671	671	671	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
其他长期负债	464	2027	2059	2329	2835	归属于母公司净利润	1812	712	1059	1715	2321
长期负债合计	3126	2698	2730	2999	3506	现金流量表（百万元）					
负债合计	27680	31236	32941	33897	37283	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利润	1812	712	1059	1715	2321
股东权益	13724	14136	14743	16034	17668	资产减值准备	95	(11)	0	0	0
负债和股东权益总计	41403	45372	47684	49931	54951	折旧摊销	535	642	369	408	428
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	0	0	0	0	0
2024	2025	2026E	2027E	2028E		财务费用	(132)	(22)	57	53	(13)
每股收益	1.48	0.58	0.86	1.40	1.89	营运资本变动	1186	601	(531)	1191	(1083)
每股红利	0.58	0.60	0.35	0.56	0.76	其它	(4028)	(2840)	89	322	493
每股净资产	11.19	11.53	12.02	13.07	14.41	经营活动现金流	(400)	(896)	986	3636	2159
ROIC	12%	11%	21%	29%	39%	资本开支	(1916)	(1406)	(700)	(600)	(500)
ROE	13%	5%	7%	11%	13%	其它投资现金流	(861)	(3209)	(570)	(221)	(818)
毛利率	17%	10%	14%	14%	13%	投资活动现金流	(2777)	(4616)	(1270)	(821)	(1318)
EBIT Margin	5%	1%	4%	6%	6%	权益性融资	(176)	432	0	0	0
EBITDA Margin	8%	3%	6%	7%	7%	负债净变化	3102	2842	707	(1642)	0
收入增长	19%	54%	5%	15%	29%	支付股利、利息	(706)	(732)	(453)	(424)	(686)
净利润增长率	-10%	-61%	49%	62%	35%	其它融资现金流	132	22	(57)	(53)	13
资产负债率	67%	69%	69%	68%	68%	融资活动现金流	2353	2564	197	(2119)	(672)
股息率	3.9%	4.0%	2.3%	3.8%	5.1%	现金净变动	(824)	(2947)	(87)	696	169
P/E	10.07	25.62	17.23	10.64	7.86	货币资金的期初余额	11547	10996	8087	8000	8696
P/B	1.33	1.29	1.24	1.14	1.03	货币资金的期末余额	10996	8087	8000	8696	8865
EV/EBITDA	31.51	52.21	32.16	22.21	18.42	企业自由现金流	583	113	177	2648	1044
						权益自由现金流	3797	2975	835	961	1055

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所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