

公司研究

国际市场开拓卓见成效，2025 年计划实现收入超千亿

——特变电工（600089.SH）2024 年&2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现营业收入 978.67 亿元，同比-0.35%，实现归母净利润 41.35 亿元，同比-61.37%；2025Q1 实现营业收入 233.83 亿元，同比-0.77%，实现归母净利润 16 亿元，同比-19.74%，环比扭亏。

2024 年硅料价格及盈利承压，黄金收入大幅提升，计提减值影响公司业绩。

2024 年公司硅料销量同比减少 1.82%至 19.92 万吨，平均销售价格同比下降约 60%至 3.84 万元/吨（不含税），使得公司新能源产品及工程业务营业收入同比减少 33.94%至 185.31 亿元，毛利率同比减少 29.94 个 pct 至 1.41%。2024 年在公司金精粉产品销量增加和黄金产品销售均价上涨的共同作用下，公司黄金业务营业收入同比高增 187.75%至 11.93 亿元，毛利率同比减少 13.76 个 pct 至 53.70%。审慎起见公司计提多晶硅和自营电站业务相关的资产减值准备共 21.49 亿元，影响公司 2024 年业绩表现。

输变电产业新签订单稳步提升，国际市场开拓卓见成效。

2024 年公司输变电产业各项业务收入规模均保持稳健增长，电气设备/电线电缆/输变电成套工程实现营业收入 223.64/156.92/49.31 亿元，同比增长 20.98%/15.81%/0.26%。2024 年公司输变电产业国内市场签约 491 亿元，同比增长约 21%，截至 2024 年底国际成套项目正在执行未确认收入及待履行合同金额超 50 亿美元。公司在国际新市场实现签约突破，2024 年产品出口签约超过 12 亿美元，同比增速超 70%。

2025Q1 环比扭亏，2025 年计划实现营业收入 1050 亿元。

2025Q1 受到硅料和煤炭产品销售均价同比下降的影响，公司收入和归母净利润同比均有所下滑。2025 年公司计划实现营业收入 1050 亿元，营业成本控制在 840 亿元以内，虽然硅料业务收入和利润持续承压，但公司其他板块（煤炭、输变电、发电、黄金等）的高景气度有望支撑公司收入和成本控制目标的实现。

维持“买入”评级：基于对 2026 年光伏市场需求和硅料价格的不确定性，审慎起见我们下调 2026 年盈利预测，预计公司 25-27 年实现归母净利润 72/84/91 亿元（维持/下调 10%/新增），当前股价对应 25 年 PE 为 8 倍。公司煤炭业务积极开拓疆外市场有望保持稳健业绩贡献，输变电业务则有望在国内电网加大投资力度和海外市场加速扩张背景下贡献新的业绩增量，**维持“买入”评级。**

风险提示：硅料产能投放及销量不及预期；光伏行业新增装机量不及预期；电网投资不及预期；海外业务经营风险；关税政策变化风险。

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）	98,206	97,867	103,118	116,217	124,671
营业收入增长率	2.29%	-0.35%	5.37%	12.70%	7.27%
归母净利润（百万元）	10,703	4,135	7,227	8,385	9,130
归母净利润增长率	-32.62%	-61.37%	74.79%	16.02%	8.88%
EPS（元）	2.12	0.82	1.43	1.66	1.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.11%	6.13%	9.85%	10.55%	10.62%
P/E	5	14	8	7	6
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25

买入（维持）

当前价：11.58 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

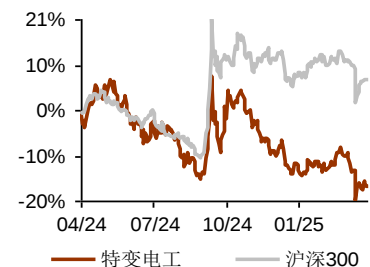
021-52523827

haoqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	50.53
总市值(亿元):	585.11
一年最低/最高(元):	10.85/16.10
近 3 月换手率:	48.29%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.43	-3.21	-21.63
绝对	-5.70	-3.42	-17.13

资料来源：Wind

相关研报

硅料价格下行盈利持续承压，输变电产业加速国际
市场扩张——特变电工（600089.SH）2024
年中报点评（2024-08-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	98,206	97,867	103,118	116,217	124,671
营业成本	71,108	80,060	81,972	92,330	99,546
折旧和摊销	4,875	5,782	6,433	6,909	7,387
税金及附加	1,323	1,541	1,650	1,859	1,995
销售费用	2,812	3,106	3,228	3,254	3,241
管理费用	3,470	3,633	3,712	4,068	4,239
研发费用	1,284	1,354	1,237	1,395	1,496
财务费用	1,240	1,431	1,654	1,737	1,718
投资收益	161	748	150	150	150
营业利润	16,909	4,874	10,486	12,402	13,441
利润总额	16,901	5,022	10,785	12,402	13,441
所得税	2,808	1,424	3,058	3,516	3,811
净利润	14,093	3,598	7,727	8,885	9,630
少数股东损益	3,390	-537	500	500	500
归属母公司净利润	10,703	4,135	7,227	8,385	9,130
EPS(元)	2.12	0.82	1.43	1.66	1.81

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	25,812	12,949	16,522	20,362	21,449
净利润	10,703	4,135	7,227	8,385	9,130
折旧摊销	4,875	5,782	6,433	6,909	7,387
净营运资金增加	-7,266	-6,660	13	949	-328
其他	17,500	9,692	2,849	4,119	5,259
投资活动产生现金流	-17,720	-15,403	-10,750	-10,850	-10,850
净资本支出	-18,893	-16,731	-11,000	-11,000	-11,000
长期投资变化	790	926	0	0	0
其他资产变化	382	402	250	150	150
融资活动现金流	1,049	2,692	-2,972	-4,144	-3,383
股本变化	1,167	0	0	0	0
债务净变化	8,422	1,023	-55	-89	1,000
无息负债变化	5,571	12,390	-5,188	6,016	4,259
净现金流	9,142	189	2,799	5,368	7,216

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	27.6%	18.2%	20.5%	20.6%	20.2%
EBITDA 率	26.2%	19.0%	18.6%	18.7%	18.6%
EBIT 率	21.0%	13.0%	12.3%	12.8%	12.6%
税前净利润率	17.2%	5.1%	10.5%	10.7%	10.8%
归母净利润率	10.9%	4.2%	7.0%	7.2%	7.3%
ROA	7.3%	1.7%	3.7%	4.0%	4.1%
ROE (摊薄)	17.1%	6.1%	9.8%	10.6%	10.6%
经营性 ROIC	14.1%	7.4%	7.1%	8.0%	8.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	54%	57%	54%	53%	53%
流动比率	1.21	1.15	1.19	1.23	1.27
速动比率	0.98	0.92	0.97	0.99	1.03
归母权益/有息债务	1.48	1.56	1.70	1.84	1.94
有形资产/有息债务	4.17	4.36	4.39	4.68	4.84

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	191,898	207,623	208,845	221,339	233,562
货币资金	25,371	28,136	30,935	36,304	43,519
交易性金融资产	615	764	764	764	764
应收账款	13,470	16,920	13,921	14,481	14,262
应收票据	1,742	1,821	2,062	2,324	2,493
其他应收款 (合计)	943	1,184	1,150	1,281	1,366
存货	14,424	16,220	15,310	17,082	18,225
其他流动资产	9,315	6,930	6,930	6,930	6,930
流动资产合计	76,758	83,854	80,508	88,911	97,522
其他权益工具	303	200	200	200	200
长期股权投资	790	926	926	926	926
固定资产	72,604	82,223	86,291	89,963	93,221
在建工程	14,110	13,904	14,178	14,383	14,538
无形资产	11,578	13,102	13,346	13,577	13,795
商誉	130	260	260	260	260
其他非流动资产	6,869	3,577	3,577	3,577	3,577
非流动资产合计	115,140	123,769	128,337	132,427	136,040
总负债	104,166	117,580	112,337	118,264	123,523
短期借款	3,181	2,144	1,089	0	0
应付账款	21,656	26,021	24,592	27,699	29,864
应付票据	19,347	23,891	20,493	23,082	24,886
预收账款	0	1	0	0	0
其他流动负债	1,085	1,102	1,102	1,102	1,102
流动负债合计	63,375	73,133	67,495	72,421	76,681
长期借款	31,742	32,986	33,986	34,986	35,986
应付债券	1,303	1,364	1,364	1,364	1,364
其他非流动负债	1,776	2,120	2,120	2,120	2,120
非流动负债合计	40,791	44,447	44,843	45,843	46,843
股东权益	87,732	90,043	96,507	103,075	110,039
股本	5,053	5,053	5,053	5,053	5,053
公积金	13,279	13,686	13,686	13,686	13,686
未分配利润	40,045	42,630	48,595	54,662	61,126
归属母公司权益	62,563	67,440	73,404	79,471	85,936
少数股东权益	25,169	22,603	23,103	23,603	24,103

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.86%	3.17%	3.13%	2.80%	2.60%
管理费用率	3.53%	3.71%	3.60%	3.50%	3.40%
财务费用率	1.26%	1.46%	1.60%	1.49%	1.38%
研发费用率	1.31%	1.38%	1.20%	1.20%	1.20%
所得税率	17%	28%	28%	28%	28%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.25	0.46	0.53	0.57
每股经营现金流	5.11	2.56	3.27	4.03	4.24
每股净资产	12.38	13.35	14.53	15.73	17.01
每股销售收入	19.44	19.37	20.41	23.00	24.67

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	5	14	8	7	6
PB	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.0	7.9	7.6	6.7	6.2
股息率	1.7%	2.2%	4.0%	4.6%	4.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
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所载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