

特变电工（600089.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评
输变电、能源业务稳步推进，多晶硅板块盈利承压

优于大市

核心观点

2025 年第一季度业绩 16.0 亿元，同比-20%。2024 年公司实现营业收入 978.7 亿元，同比持平；归母净利润 41.3 亿元，同比-61%，主要原因系 2024 年多晶硅业务大幅亏损；综合毛利率 18.1%，同比-9.2pct；净利率 3.7%，同比-10.7pct。2025 年第一季度公司实现营业收入 233.8 亿元，同比-1%，环比-8%；归母净利润 16.0 亿元，同比-20%；综合毛利率 20.6%，同比-2.8pct，环比+4.8pct；净利率 7.1%，同比-3.0pct，环比+10.6pct。

多项业务实现稳健增长。2024 年输变电产品/新能源产品及工程/煤炭/发电/新材料业务分别实现收入 429.9/185.3/192.6/56.0/56.1 亿元，同比+16%/-34%/+6%/+31%/+8%；毛利率分别为 13.7%/1.4%/32.4%/54.7%/11.6%，同比-0.2/-29.9/-14.0/+4.6/-5.4pct。

输变电业务海外市场持续突破。受益于新型电力系统建设以及配电网投资力度加大，国内输变电市场空间进一步打开。2024 年公司完成合容电气的收购，补全电容器、空心电抗器等产品链，提高全产业链服务能力，年内完成国内市场签约 491 亿元，同比增长 21%。此外，公司大力推进国际产品认证工作，海外市场持续实现签约突破，2024 年出口签约 12 亿美元，同比增长超过 70%。

多晶硅业务盈利承压。由于光伏产业链供需失衡，2024 年多晶硅价格大幅下跌并跌破一线企业生产成本，公司主动减产并通过多项措施进行提质降本。2024 年公司完成多晶硅产量 19.88 万吨，同比+4%，销量 19.92 万吨，同比-2%；单位售价 3.9 万元/吨，同比-5.7 万元/吨，单位成本 5.1 万元/吨，同比-1.1 万元/吨，单位毛利-1.2 万元/吨，同比-4.6 万元/吨。

能源业务稳步推进。2024 年公司推动疆内煤炭市场“保价稳量”，开拓疆外增量市场，全年煤炭产量超过 7400 万吨，实现满产满销，其中疆外销售占比超 25%。火电业务方面，公司火电机组稳定运行，巴州 2×350MW 热电联产电厂、准东 2×660MW “疆内平衡”电厂于 2024 年第四季度投运；年内完成火电发电量 180 亿千瓦时，同比+3%；截至 2024 年末，公司累计火电装机 5.0GW，占总管理装机容量的 58%。

风险提示：煤炭价格大幅下行的风险；电网建设不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

投资建议：调整盈利预测，维持“优于大市”评级。我们预计煤炭产量稳步提升，多晶硅业务逐步减亏，电网投资景气度延续，因此调整 2025 年盈利预测至 62.0 亿元，新增 2026-2027 年盈利预测 78.0/94.1 亿元，同比+49.8%/+25.9%/+20.6%，当前股价对应 PE 为 9.6/7.6/6.3 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)	98,206	97,867	90,988	105,535	115,736
(+/-%)	2.3%	-0.3%	-7.0%	16.0%	9.7%
净利润(百万元)	10,703	4,135	6,196	7,800	9,406
(+/-%)	-32.6%	-61.4%	49.8%	25.9%	20.6%
每股收益(元)	2.75	0.82	1.23	1.54	1.86
EBIT Margin	18.5%	8.4%	10.6%	12.5%	13.1%
净资产收益率(ROE)	17.8%	6.4%	8.9%	10.4%	11.5%
市盈率(PE)	4.3	14.3	9.6	7.6	6.3
EV/EBITDA	6.5	12.7	10.0	8.3	7.7
市净率(PB)	0.52	0.66	0.63	0.59	0.54

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·电网设备

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	11.74 元
总市值/流通市值	59320/59320 百万元
52 周最高价/最低价	16.10/10.85 元
近 3 个月日均成交额	482.41 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

《特变电工（600089.SH）-输变电一体化稳步发展，煤炭、新能源发电并举推进》——2024-03-07

业绩回顾

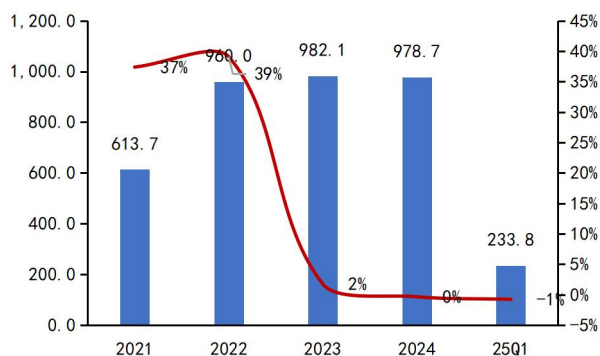
2024 年公司实现营业收入 978.7 亿元，同比持平；归母净利润 41.3 亿元，同比-61%，主要原因系 2024 年多晶硅业务大幅亏损；扣非归母净利润 39.4 亿元，同比-62%；综合毛利率 18.1%（2024 年开始质保金从销售费用计入营业成本，经会计政策回溯调整，下同），同比-9.2pct；净利率 3.7%，同比-10.7pct。

2025 年第一季度公司实现营业收入 233.8 亿元，同比-1%，环比-8%；归母净利润 16.0 亿元，同比-20%；扣非归母净利润 15.2 亿元，同比-23%；综合毛利率 20.6%，同比-2.8pct，环比+4.8pct；净利率 7.1%，同比-3.0pct，环比+10.6pct。

从期间费用来看，2024 年公司销售/管理/研发费用率分别为 3.2%/3.7%/1.4%，同比+0.5/+0.2/+0.1pct；2025 年第一季度公司销售/管理/研发费用率分别为 3.1%/3.4%/2.0%，同比+0.1/-0.2/+0.5pct，期间费用水平相对稳定。截至 2025 年一季度末，公司资产负债率为 56.8%，较去年末提高 0.2 个百分点；有息负债率 21.2%，较去年末提高 0.1 个百分点，负债率保持在健康水平。

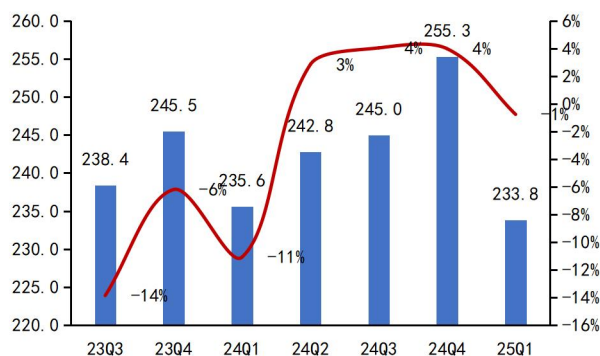
2024 年公司计提资产+信用减值损失 35.7 亿元，同比+252%，主要原因系公司多晶硅业务板块计提存货及固定资产减值损失。2024 年公司公允价值变动净收益为 7.5 亿元，同比+364%，主要原因系公司控股公司新能源公司出售新能源自营电站收益增加。

图1：公司营业收入及同比增速（亿元、%）



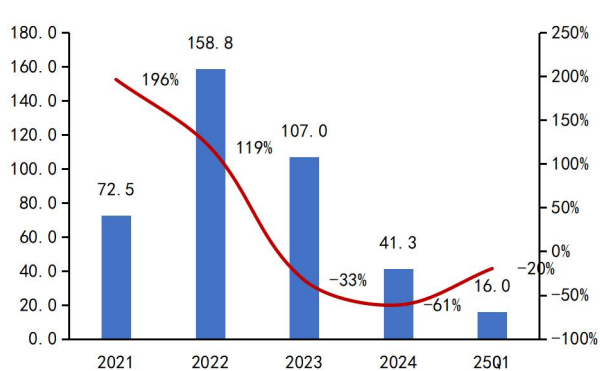
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速（亿元、%）



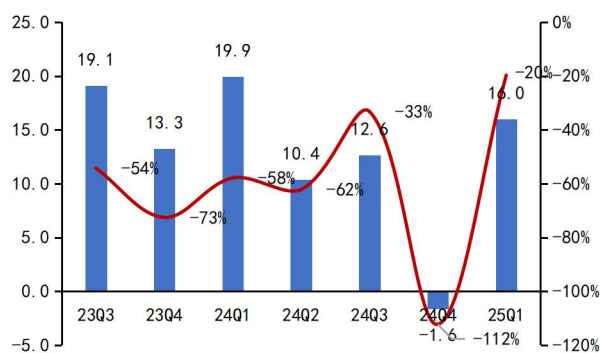
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及同比增速（亿元、%）



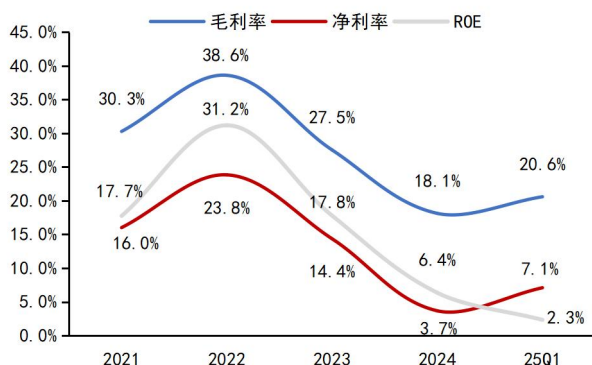
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比增速（亿元、%）



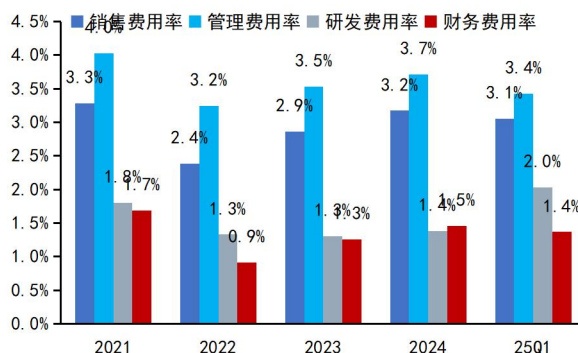
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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 (%)



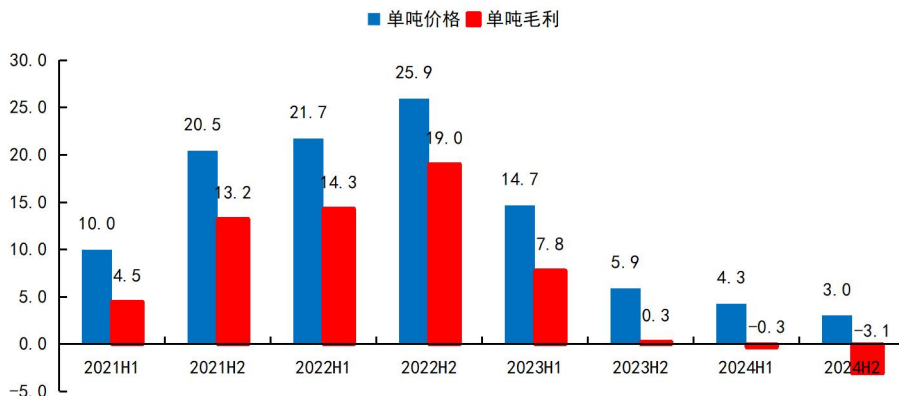
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

分业务来看, 2024 年输变电产品/新能源产品及工程/煤炭/发电/新材料业务分别实现收入 429.9/185.3/192.6/56.0/56.1 亿元, 同比+16%/-34%/+6%/+31%/+8%; 毛利率分别为 13.7%/1.4%/32.4%/54.7%/11.6%, 同比-0.2/-29.9/-14.0/+4.6/-5.4pct。

输变电业务海外市场持续突破。受益于新型电力系统建设以及配电网投资力度加大, 国内输变电市场空间进一步打开。2024 年公司完成合容电气的收购, 补全电容器、空心电抗器等产品链, 提高全产业链服务能力, 年内完成国内市场签约 491 亿元, 同比增长 21%。此外, 公司大力推进国际产品认证工作, 海外市场持续实现签约突破, 2024 年出口签约 12 亿美元, 同比增长超过 70%。

多晶硅业务盈利承压。由于光伏产业链供需失衡, 2024 年多晶硅价格大幅下跌并跌破一线企业生产成本, 公司主动减产并通过多项措施进行提质降本。2024 年公司完成多晶硅产量 19.88 万吨, 同比+4%, 销量 19.92 万吨, 同比-2%; 单吨售价 3.9 万元/吨, 同比-5.7 万元/吨, 单吨成本 5.1 万元/吨, 同比-1.1 万元/吨, 单吨毛利-1.2 万元/吨, 同比-4.6 万元/吨。

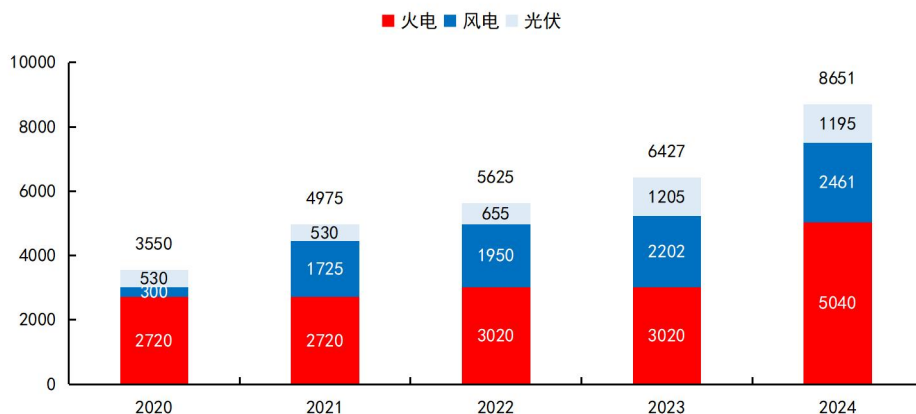
图7: 公司半年度多晶硅单吨售价及毛利 (万元/吨)



资料来源: 新特能源公司公告, 国信证券经济研究所整理

能源业务稳步推进。2024 年公司推动疆内煤炭市场“保价稳量”，开拓疆外增量市场，全年煤炭产量超过 7400 万吨，实现满产满销，其中疆外销售占比超 25%。火电业务方面，公司火电机组稳定运行，巴州 2×350MW 热电联产电厂、准东 2×660MW“疆内平衡”电厂于 2024 年第四季度投运；年内完成火电发电量 180 亿千瓦时，同比+3%；截至 2024 年末，公司累计火电装机 5.0GW，占总管理装机容量的 58%。

图8: 期末公司管理发电装机容量结构（MW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2025 年公司计划实现营业收入 1050 亿元，同比+7%；营业成本计划控制在 840 亿元以内，同比+5%；对应 2025 年综合毛利率 20.0%，同比提高 1.9 个百分点。

盈利预测

我们假设 2026-2027 年公司煤炭产量稳步提升，达到 1.2/1.4 亿吨，推动煤炭业务收入大幅增长。公司主营业务核心假设如下：

表1: 主营业务核心假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
输变电业务					
营业收入 (亿元)	369.5	429.9	490.0	555.0	605.0
同比 (%)	32%	16%	14%	13%	9%
毛利率 (%)	14%	14%	16%	16%	16%
新能源产品及工程					
营业收入 (亿元)	280.5	185.3	116.4	131.2	148.0
同比 (%)	-18%	-34%	-37%	13%	13%
毛利率 (%)	32%	1%	12%	9%	9%
煤炭业务					
营业收入 (亿元)	182.3	192.6	120.0	180.0	210.0
同比 (%)	4%	6%	-38%	50%	17%
毛利率 (%)	46%	32%	40%	40%	40%
发电业务					
营业收入 (亿元)	42.8	56.0	73.5	76.1	78.4
同比 (%)	-5%	31%	31%	4%	3%
毛利率 (%)	50%	55%	51%	51%	50%
新材料业务					
营业收入 (亿元)	51.7	56.1	60.0	63.0	66.0
同比 (%)	-10%	8%	7%	5%	5%
毛利率 (%)	17%	12%	15%	15%	15%
其他业务					
营业收入 (亿元)	55.2	58.8	50.0	50.0	50.0
同比 (%)	-8%	6%	-15%	0%	0%
毛利率 (%)	26%	29%	20%	20%	20%
合计					
营业收入 (亿元)	982.1	978.7	909.9	1055.3	1157.4
同比 (%)	2%	0%	-7%	16%	10%
毛利率 (%)	28%	18%	21%	22%	22%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 909.9/1055.3/1157.4 亿元, 同比 -7.0%/+16.0%/+9.7%; 实现归母净利润 62.0/78.0/94.1 亿元, 同比 +49.8%/+25.9%/+20.6%, 当前股价对应 PE 分别为 9.6/7.6/6.3 倍。

表2: 盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	98,206	97,867	90,988	105,535	115,736
同比	2.3%	-0.3%	-7.0%	16.0%	9.7%
净利润(百万元)	10,703	4,135	6,196	7,800	9,406
同比	-32.6%	-61.4%	49.8%	25.9%	20.6%
每股收益 (元)	2.75	0.82	1.23	1.54	1.86
EBIT Margin	18.5%	8.4%	10.6%	12.5%	13.1%
净资产收益率 (ROE)	17.8%	6.4%	8.9%	10.4%	11.5%
市盈率 (PE)	4.3	14.3	9.6	7.6	6.3
EV/EBITDA	6.5	12.7	10.0	8.3	7.7
市净率 (PB)	0.52	0.66	0.63	0.59	0.54

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

投资建议

我们预计煤炭产量稳步提升, 多晶硅业务逐步减亏, 电网投资景气度延续, 因此调整 2025 年盈利预测至 62.0 亿元, 新增 2026-2027 年盈利预测 78.0/94.1 亿元, 同比+49.8%/+25.9%/+20.6%, 当前股价对应 PE 为 9.6/7.6/6.3 倍, 维持“优于大市”评级。

风险提示

煤炭价格大幅下行的风险；电网建设不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	25371	28136	15000	21652	32561	营业收入	98206	97867	90988	105535	115736
应收款项	15212	18742	14957	17348	19025	营业成本	71108	80060	71562	82464	90266
存货净额	14424	16220	15685	18074	19784	营业税金及附加	1323	1541	1638	1583	1736
其他流动资产	12299	9492	12881	14019	14443	销售费用	2812	3106	3094	3166	3241
流动资产合计	76758	83854	67874	80928	95604	管理费用	3470	3633	3640	3746	3935
固定资产	86966	96276	100198	97116	96037	研发费用	1284	1354	1456	1372	1389
无形资产及其他	11578	13102	12229	11355	10482	财务费用	1240	1431	1237	1228	958
其他长期资产	15806	13466	14558	16886	17360	投资收益	161	748	200	200	200
长期股权投资	790	926	926	926	926	资产减值及公允价值变动	(1016)	(3573)	(1500)	(600)	(500)
资产总计	191898	207623	195785	207210	220409	其他收入	1809	4530	2000	1100	1000
短期借款及交易性金融负债	9268	8987	6361	3000	3000	营业利润	16909	4874	7563	12075	14411
应付款项	41003	49912	39212	45186	49461	营业外净收支	(8)	148	0	0	0
其他流动负债	6046	6807	6264	6703	6821	利润总额	16901	5022	7563	12075	14411
流动负债合计	63375	73133	58205	62276	67383	所得税费用	2808	1424	1891	3019	3603
长期借款及应付债券	33046	34349	34349	34349	34349	少数股东损益	3390	(537)	(524)	1256	1402
其他长期负债	7746	10098	9493	9493	9493	归属于母公司净利润	10703	4135	6196	7800	9406
长期负债合计	40791	44447	43843	43843	43843	现金流量表（百万元）					
负债合计	104166	117580	102048	106119	111226	净利润	10703	4135	6196	7800	9406
少数股东权益	25169	22603	21356	22769	23794	资产减值准备	(1601)	(3560)	(1500)	(600)	(500)
股东权益	62563	67440	72381	78322	85389	折旧摊销	4875	5782	6547	6796	6952
负债和股东权益总计	191898	207623	195785	207210	220409	公允价值变动损失	22	188	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1240	1431	1237	1228	958
每股收益	2.75	0.82	1.23	1.54	1.86	营运资本变动	6550	5856	(9457)	1030	1341
每股红利	0.26	0.25	0.37	0.46	0.56	其它	5263	548	1408	2884	2660
每股净资产	22.58	17.82	18.55	20.01	21.61	经营活动现金流	25812	12949	3194	17910	19859
ROIC	12%	4%	5%	7%	8%	资本开支	(18904)	(16957)	(9596)	(2840)	(5000)
ROE	18%	6%	9%	10%	11%	其它投资现金流	1184	1555	(892)	(2128)	(275)
毛利率	28%	18%	21%	22%	22%	投资活动现金流	(17720)	(15403)	(10488)	(4968)	(5275)
EBIT Margin	19%	8%	11%	13%	13%	权益性融资	(1466)	1909	0	0	0
EBITDA Margin	24%	14%	18%	19%	19%	负债净变化	8385	4134	(2627)	(3361)	0
收入增长	2%	-0%	-7%	16%	10%	支付股利、利息	(4631)	(1921)	(1978)	(1702)	(2717)
净利润增长率	-33%	-61%	50%	26%	21%	其它融资现金流	302	2830	(2627)	(3361)	0
资产负债率	54%	57%	52%	51%	50%	融资活动现金流	1049	2692	(5842)	(6290)	(3675)
股息率	2.2%	2.1%	3.1%	3.9%	4.8%	现金净变动	9141	238	(13136)	6652	10910
P/E	4.3	14.3	9.6	7.6	6.3	货币资金的期初余额	16244	25371	28136	15000	21652
P/B	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5	货币资金的期末余额	25371	28136	15000	21652	32561
EV/EBITDA	6.5	12.7	10.0	8.3	7.7	企业自由现金流	7706	536	(5307)	14888	14670
						权益自由现金流	13754	3585	(8861)	10606	13951

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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