

特变电工 (600089.SH)

Q2 业绩拐点，输变电海外订单持续高增

公司发布 2025 年中报，上半年实现营业总收入 484.0 亿元，同比增长 1.1%，归母净利润 31.8 亿元，同比增长 5%，扣非归母净利 27.9 亿元，同比下降 5%。

- **Q2 利润增速同比转正，符合预期。** 25Q2 公司收入、归母、扣非净利润分别 250.2、15.8、12.7 亿元，分别同比增长 3%、53%、29%，环比则增长 7%、-1%、-16%。Q2 毛利率 16.6%，同比增长 0.1pct。净利率 7.0%，同比增长 3.3pct。公司利润在连续 8 个季度下滑之后迎来拐点。
- **输变电国际订单保持高增速，沙特大单彰显实力。** 25H1 输变电产业收入 235.4 亿元，同比增长 20%，毛利率 15.0%，同比增长 0.6pct。新签国内订单 273.3 亿元，同比增长 14%，国际订单 11.2 亿美元，同比增长 65.9%。8 月 28 日，公司中标沙特电力公司变压器及电抗器本地化采购项目（份额预计超 50%），执行金额约 115 亿元，时间 7 年。公司目前海外收入占比不足 15%，将持续受益中东、欧洲、亚洲等市场的电力建设。国内随着特高压招标启动，下半年增量订单有保障，且带来业务结构改善。
- **能源业务保持稳健。** 1) 煤炭：25H1 煤炭收入 88.3 亿元，同比下滑 5.4%，公司通过“自用+外运”保障销量稳定，但是价格下降，导致毛利率同比下滑 4.7pct 至 29.4%，下半年预计保持稳定。2) 发电：25H1 发电收入 34.6 亿元，同比增长 29.4%，主要系电站装机规模增长。毛利率 48.0%，同比下滑 8.5pct，主要系新能源上网电价全面市场化以及部分煤电机组利用小时数下降。
- **多晶硅上半年仍是拖累，反内卷夯实底部。** 25H1 新能源产业收入 63.1 亿元，同比下滑 38%，毛利率-3.6%，同比下滑 8.4pct。其中多晶硅产量 3.36 万吨，同比下滑 77%，销售均价 2.9 万元/吨，同比下滑 1.1 万元/吨，单位成本 6.0 万元/吨，同比上升 1.7 万元/吨。随着反内卷逐步推进，目前价格已回升至合理水平，下半年有望明显减亏。25H1 完成建设并确认收入的风光项目合计 1.35GW，同比持平。
- **新材料业务及其他。** 25H1 铝电子新材料、铝及合金产品收入 33.4 亿元，同比增 19.6%。毛利率 9.8%，同比下滑 5.5pct，主要系价格/加工费下降。黄金收入 7.66 亿，同比增长 61.7%，主要系金精粉销量增加且黄金销售均价上涨。毛利率 54.8%，同比增长 4pct。物流贸易收入 2.9 亿元，同比增长 60.7%，毛利率 34.7%，同比增长 1pct，主要系持续围绕主业做精做优贸易业务。
- **投资建议：** 公司过去在能源领域的资本投入巨大，坚持输变电高端装备制造、新能源、能源和新材料四大产业协同发展战略定力。长期来看，公司的优势是比较稀缺和难以复制的。考虑反内卷夯实硅料底部、输变电高景气，上调 2025 年归母净利润至 60 亿元，并上调评级至“强烈推荐”。
- **风险提示：** 煤炭价格波动、电网投资不及预期、新项目建设进度不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	98206	97867	104521	114974	128770
同比增长	2%	-0%	7%	10%	12%
营业利润(百万元)	16909	4874	8384	10045	11958
同比增长	-37%	-71%	72%	20%	19%
归母净利润(百万元)	10703	4135	6020	7220	8601
同比增长	-33%	-61%	46%	20%	19%

强烈推荐 (上调)

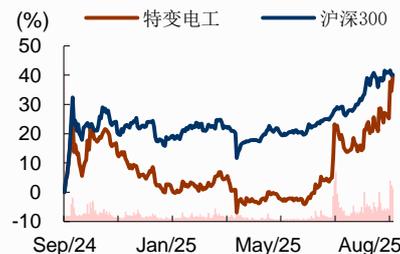
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：16.38 元

基础数据

总股本 (百万股)	5053
已上市流通股 (百万股)	5053
总市值 (十亿元)	82.8
流通市值 (十亿元)	82.8
每股净资产 (MRQ)	14.2
ROE (TTM)	6.0
资产负债率	56.6%
主要股东	新疆特变电工集团有限公司
主要股东持股比例	11.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	31	41
相对表现	14	19	-0



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《特变电工 (600089) — 积极扩展能源业务，输变电装备持续增长》
2025-05-13
- 《特变电工 (600089) — 硅料业务调整，输变电设备持续增长》
2024-09-10
- 《特变电工 (600089) — 硅料降价影响当期业绩，输变电业务快速增长》
2024-04-15

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

胡佳怡 S1090525080002

hujiayi1@cmschina.com.cn

每股收益(元)	2.12	0.82	1.19	1.43	1.70
PE	7.7	20.0	13.7	11.5	9.6
PB	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 公司经营情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2024H1	2025H1	同比 (%)
赊销比	16.59	15.49	19.15	3.66	42.66	42.47	-0.19
存货营收比	14.59	14.69	16.57	1.89	30.16	38.62	8.46
销售商品、劳务获现金/营收	106.28	111.16	108.85	-2.32	104.34	115.90	11.56
经营现金流净额/税后净利润	0.95	1.83	3.60	1.77	1.62	1.36	-0.26
经营性现金流净额 (百万元)	21752	25812	12949	-49.83	5322	4637	-12.87
自由现金流 (百万元)	7155	8368	497	-94.06	-1387	-4210	203.42

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司投资回报情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2024H1	2025H1	同比 (%)
销售毛利率	38.6	27.5	18.1	-9.41	19.9	18.5	-1.36
归母净利率 (%)	16.54	10.90	4.22	-6.67	6.34	6.58	0.24
总资产周转率 (%)	0.65	0.54	0.49	-0.05	0.24	0.23	-0.02
权益乘数	2.91	3.01	3.07	0.06	3.08	3.08	-0.01
ROE (%)	31.18	17.80	6.36	-11.44	4.73	4.57	-0.16
ROA (%)	15.41	7.78	1.80	-5.98	1.66	1.59	-0.07
ROIC (%)	23.63	12.29	3.40	-8.88	2.86	2.81	-0.04

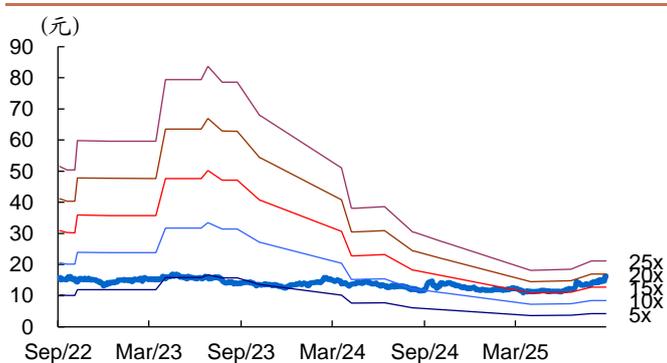
资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 公司资产负债情况

	2022	2023	2024	同比 (%)	2025Q2	较年初变化 (%)
负债率 %	53	54	57	2.3	57	0.0
短期借款 (百万元)	2,366	3,181	2,144	-32.6	3,022	40.9
一年内到期非流负债 (百万元)	6,563	6,087	6,843	12.4	8,121	18.7
长期借款 (百万元)	24,963	31,742	32,986	3.9	34,248	3.8
长期应付款 (百万元)	5,029	4,355	6,235	43.1	5,874	-5.8
在手现金 (百万元)	16,244	25,371	28,136	10.9	30,819	9.5
交易性金融资产 (百万元)	1,180	615	764	24.2	175	-77.1

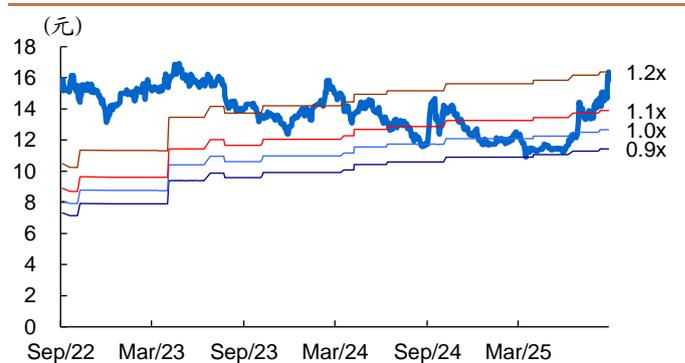
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 特变电工历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 特变电工历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 特变电工: 积极扩展能源业务, 输变电装备持续增长, 2025-5-13
- 特变电工: 硅料业务调整, 输变电设备持续增长, 2024-09-20
- 特变电工: 硅料降价影响当期业绩, 输变电业务快速增长, 2024-04-15
- 特变电工: 硅料业务调整, 电力装备及能源业务向好, 2023-11-06
- 特变电工: 业绩符合预期, 发挥资源优势扩大业务布局, 2023-05-18
- 特变电工: 业绩符合预期, 硅料、煤炭贡献加大, 2022-09-05
- 特变电工: 业绩表现超预期, 硅料及能源业务贡献加大, 2022-7-11
- 特变电工: 新特能源回 A 获受理, 新能源业务贡献有望进一步加大, 2022-6-29
- 特变电工: 硅料新产能即将投运, 能源与电网装备业务也向好, 2022-06-12
- 特变电工: 业绩高增, 加快硅料扩张和一体化延伸, 2022-04-12
- 特变电工: 1-2 月表现超预期, 硅料业绩饱满, 2022-3-15
- 特变电工: 硅料拉动公司业绩大超预期, 有望保持高增长, 2021-11-01
- 特变电工: 硅料业务贡献加大, 新能源领域投入加大, 2021-8-31
- 特变电工: 2020 业绩符合预期, 迎接 2021 年高增长, 2021-4-18
- 特变电工: 子公司再拿长单, 硅料业务将贡献较大的利润弹性, 2021-1-23
- 特变电工: 新特能源拟回归 A 股, 光伏业务贡献有望进一步加大, 2021-1-14
- 特变电工: 隆基长单锁定近 7 成产能, 硅料业务将加大业绩贡献, 2020-12-16
- 特变电工: 投资价值分析, 2020-9-20

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	76758	83854	80163	88221	104627
现金	25371	28136	20916	23267	32129
交易性投资	615	764	764	764	764
应收票据	1742	1821	1945	2140	2396
应收款项	13470	16920	18071	19878	22263
其它应收款	943	1184	1265	1391	1558
存货	14424	16220	17153	18752	20872
其他	20193	18808	20050	22030	24645
非流动资产	115140	123769	129122	133631	133959
长期股权投资	790	926	926	926	926
固定资产	72648	82223	86516	90510	91228
无形资产商誉	11707	13362	13026	13024	13021
其他	29994	27258	28654	29171	28785
资产总计	191898	207623	209285	221851	238587
流动负债	63375	73133	70513	75286	82939
短期借款	3181	2144	3000	2000	2000
应付账款	41003	49912	52781	57701	64224
预收账款	7059	7427	7854	8586	9557
其他	12133	13650	6877	6998	7159
长期负债	40791	44447	45447	46447	47447
长期借款	31742	32986	33986	34986	35986
其他	9049	11462	11462	11462	11462
负债合计	104166	117580	115960	121733	130387
股本	5053	5053	5053	5053	5053
资本公积金	12233	14258	14258	14258	14258
留存收益	45277	48129	50512	56226	63023
少数股东权益	25169	22603	23503	24582	25867
归属于母公司所有者权益	62563	67440	69822	75537	82333
负债及权益合计	191898	207623	209285	221851	238587

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	25812	12949	15073	16980	18999
净利润	14093	3598	6920	8298	9886
折旧摊销	5015	5903	7647	7791	7971
财务费用	1249	1327	1568	1725	1932
投资收益	(161)	(748)	(900)	(900)	(900)
营运资金变动	5836	3470	(162)	66	110
其它	(220)	(601)	0	0	0
投资活动现金流	(17720)	(15403)	(12100)	(11400)	(7400)
资本支出	(18904)	(16957)	(13000)	(12300)	(8300)
其他投资	1184	1555	900	900	900
筹资活动现金流	1049	2692	(10193)	(3230)	(2736)
借款变动	5170	2714	(4987)	0	1000
普通股增加	1167	0	0	0	0
资本公积增加	(2703)	2025	0	0	0
股利分配	(2370)	(3032)	(3638)	(1505)	(1805)
其他	(215)	985	(1568)	(1725)	(1932)
现金净增加额	9141	238	(7220)	2351	8863

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	98206	97867	104521	114974	128770
营业成本	71108	80060	84662	92554	103016
营业税金及附加	1323	1541	1645	1810	2027
营业费用	2812	3106	3136	3449	3863
管理费用	3470	3633	3711	4024	4507
研发费用	1284	1354	1516	1667	1867
财务费用	1240	1431	1568	1725	1932
资产减值损失	(1062)	(3416)	(800)	(600)	(500)
公允价值变动收益	(22)	(188)	0	0	0
其他收益	861	989	700	700	700
投资收益	161	748	200	200	200
营业利润	16909	4874	8384	10045	11958
营业外收入	178	335	100	100	100
营业外支出	186	188	188	188	188
利润总额	16901	5022	8296	9957	11870
所得税	2808	1424	1376	1659	1984
少数股东损益	3390	(537)	900	1079	1285
归属于母公司净利润	10703	4135	6020	7220	8601

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	2%	-0%	7%	10%	12%
营业利润	-37%	-71%	72%	20%	19%
归母净利润	-33%	-61%	46%	20%	19%
获利能力					
毛利率	27.6%	18.2%	19.0%	19.5%	20.0%
净利率	10.9%	4.2%	5.8%	6.3%	6.7%
ROE	17.8%	6.4%	8.8%	9.9%	10.9%
ROIC	12.4%	3.2%	6.3%	7.3%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	54.3%	56.6%	55.4%	54.9%	54.6%
净负债比率	21.4%	20.2%	17.7%	16.7%	15.9%
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	5.0	5.2	5.1	5.2	5.2
应收账款周转率	6.3	5.8	5.4	5.5	5.5
应付账款周转率	1.9	1.8	1.6	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	2.12	0.82	1.19	1.43	1.70
每股经营净现金	5.11	2.56	2.98	3.36	3.76
每股净资产	12.38	13.35	13.82	14.95	16.29
每股股利	0.60	0.72	0.30	0.36	0.43
估值比率					
PE	7.7	20.0	13.7	11.5	9.6
PB	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.0	17.7	11.4	10.3	9.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。