

2025 年 10 月 09 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

输变电订单高增，中标沙特大单

—特变电工（600089.SH）公司动态研究报告 买入(首次) 投资要点

分析师：张涵 S1050521110008

✉ zhanghan3@cfsc.com.cn

分析师：罗笛箫 S1050525070001

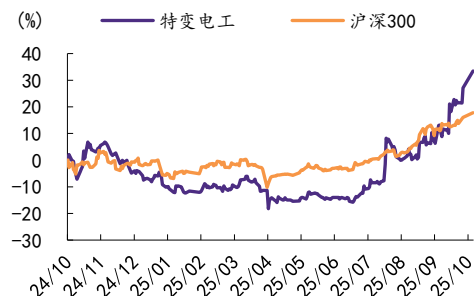
✉ luodix@cfsc.com.cn

基本数据

2025-10-09

当前股价（元）	19.58
总市值（亿元）	989
总股本（百万股）	5053
流通股本（百万股）	5053
52 周价格范围（元）	11.13-19.58
日均成交额（百万元）	944.77

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 四大产业协同，业绩保持稳健

公司主营业务包括输变电业务、新能源业务、能源业务及新材料业务。25H1 营收 484.0 亿元，同比+1.1%，归母净利润 31.8 亿元，同比+5.0%，扣非净利润 27.9 亿元，同比-5.3%。25Q2 单季营收 250.2 亿元，同比+3.0%，环比+7.0%，归母净利润 15.8 亿元，同比+52.5%，环比-1.0%，扣非净利润 12.7 亿元，同比+28.9%，环比-16.4%。

■ 输变电订单高增，中标沙特大单

输变电订单高增。25H1 输变电产业营收 235.4 亿元，同比+19.7%，毛利率 15.0%，同比+0.6pct。公司 25H1 新签国内订单 273.3 亿元，下半年特高压项目启动招标，将助力增量订单获取；25H1 新签国际订单 11.2 亿美元（同比+66%），截至 6 月末，正执行未确收及待履行的国际项目合同金额超 50 亿美元。8 月，公司中标沙特电力公司变压器及电抗器项目，中标总金额约 164 亿元，执行时间 7 年，最低执行量为 70%，为公司未来海外收入提供坚实支撑。

硅料盈利承压。25H1 新能源产品及工程营收 63.15 亿元，同比-37.9%，毛利率-3.6%，同比-8.4pct，下滑主要受多晶硅业务亏损拖累。25H1 公司多晶硅产量 3.36 万吨，同比下降 77%，价格和盈利承压。预计随着反内卷规范行业竞争秩序，多晶硅价格回升，公司新能源板块经营状况将改善。

煤炭和新材料保持稳定。25H1 公司煤炭销量保持稳定，并积极拓展疆外市场，随着北方逐步进入供暖期，冬季用电保供达到高峰，煤炭产销有望保持稳定。25H1 公司高纯铝/电子铝箔/铝制品销量 2.80/0.97/2.00 万吨。目前公司正加快推进准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目和防城港年产 240 万吨氧化铝项目建设，投产后有望贡献业绩增量。

此外，公司黄金项目 2021 年起开始产出，产品为成品金和精金粉，年产量（金金属量）约 2.5~3 吨，形成业绩贡献。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 1028、1129、1242 亿元，EPS 分别为 1.21、1.45、1.70 元，当前股价对应 PE 分别为 16.1、13.5、11.5 倍，公司输变电业务订单高增并中标沙特大单，整体业绩保持稳健，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

下游需求不及预期风险、产品价格波动风险、竞争加剧风险、电网投资不及预期风险、海外贸易风险、原材料价格大幅上涨风险、大盘系统性风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入（百万元）	97,867	102,762	112,939	124,193
增长率（%）	-0.3%	5.0%	9.9%	10.0%
归母净利润（百万元）	4,135	6,134	7,334	8,608
增长率（%）	-61.4%	48.4%	19.6%	17.4%
摊薄每股收益（元）	0.82	1.21	1.45	1.70
ROE（%）	4.6%	6.7%	8.0%	9.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	28,136	38,577	47,805	56,480
应收款	19,806	20,797	22,857	25,134
存货	16,220	17,278	18,844	20,589
其他流动资产	19,691	20,569	22,394	24,412
流动资产合计	83,854	97,222	111,900	126,616
非流动资产：				
金融类资产	2,142	2,142	2,142	2,142
固定资产	82,223	74,001	66,601	59,941
在建工程	13,904	13,904	13,904	13,904
无形资产	13,102	12,447	11,792	11,169
长期股权投资	926	926	926	926
其他非流动资产	13,615	13,615	13,615	13,615
非流动资产合计	123,769	114,892	106,837	99,554
资产总计	207,623	212,114	218,736	226,170
流动负债：				
短期借款	2,144	2,144	2,144	2,144
应付账款、票据	49,912	53,167	57,986	63,354
其他流动负债	13,651	13,651	13,651	13,651
流动负债合计	73,133	76,760	82,351	88,573
非流动负债：				
长期借款	34,349	34,349	34,349	34,349
其他非流动负债	10,098	10,098	10,098	10,098
非流动负债合计	44,447	44,447	44,447	44,447
负债合计	117,580	121,207	126,798	133,020
所有者权益				
股本	5,053	5,053	5,053	5,053
股东权益	90,043	90,906	91,938	93,150
负债和所有者权益	207,623	212,114	218,736	226,170

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3598	5338	6381	7491
少数股东权益	-537	-796	-952	-1118
折旧摊销	5782	8877	8022	7250
公允价值变动	-188	-216	-216	-216
营运资金变动	4294	700	141	182
经营活动现金净流量	12949	13903	13376	13589
投资活动现金净流量	-15403	8222	7400	6660
筹资活动现金净流量	12895	-4474	-5349	-6279
现金流量净额	10,441	17,651	15,427	13,970

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	97,867	102,762	112,939	124,193
营业成本	80,060	83,664	91,233	99,666
营业税金及附加	1,541	1,618	1,778	1,955
销售费用	3,106	3,262	3,585	3,942
管理费用	3,633	3,815	4,193	4,611
财务费用	1,431	1,502	1,651	1,816
研发费用	1,354	1,422	1,563	1,719
费用合计	9,525	10,001	10,992	12,087
资产减值损失	-3,560	-800	-800	-800
公允价值变动	-188	-216	-216	-216
投资收益	748	354	354	354
营业利润	4,874	7,437	8,894	10,442
加：营业外收入	335	217	217	217
减：营业外支出	188	204	204	204
利润总额	5,022	7,450	8,907	10,455
所得税费用	1,424	2,112	2,525	2,964
净利润	3,598	5,338	6,381	7,491
少数股东损益	-537	-796	-952	-1,118
归母净利润	4,135	6,134	7,334	8,608

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-0.3%	5.0%	9.9%	10.0%
归母净利润增长率	-61.4%	48.4%	19.6%	17.4%
盈利能力				
毛利率	18.2%	18.6%	19.2%	19.7%
四项费用/营收	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
净利率	3.7%	5.2%	5.7%	6.0%
ROE	4.6%	6.7%	8.0%	9.2%
偿债能力				
资产负债率	56.6%	57.1%	58.0%	58.8%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.9	4.9	4.9	4.9
存货周转率	4.9	4.9	4.9	4.9
每股数据(元/股)				
EPS	0.82	1.21	1.45	1.70
P/E	23.9	16.1	13.5	11.5
P/S	1.0	1.0	0.9	0.8
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3

■ 电力设备组介绍

张涵：电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5 年证券行业研究经验，曾获得 2022 年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

臧天律：金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

罗笛箫：欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券
司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

报告编码：HX-251009204722

请阅读最后一页重要免责声明

5