



电气设备

分析师：唐俊男
登记编码：S0730519050003
tangjn@ccnew.com 021-50586738

公允价值变动带来 Q3 业绩高增，多元业务稳健发展

——特变电工(600089)季报点评

证券研究报告-季报点评

增持(首次)

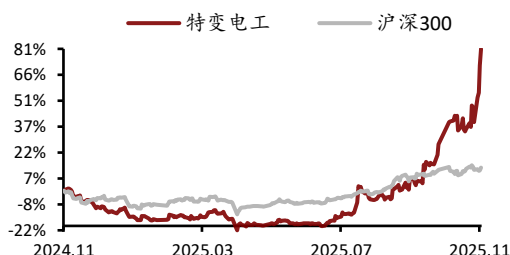
市场数据(2025-11-06)

收盘价(元)	25.44
一年内最高/最低(元)	26.52/10.85
沪深 300 指数	4,693.40
市净率(倍)	1.87
流通市值(亿元)	1,285.43

基础数据(2025-09-30)

每股净资产(元)	13.62
每股经营现金流(元)	1.21
毛利率(%)	18.27
净资产收益率_摊薄(%)	7.38
资产负债率(%)	56.13
总股本/流通股(万股)	505,279.26/505,279.26
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

事件：

公司发布 2025 年第三季度报告，第三季度公司实现营业总收入 245.66 亿元，同比增长 0.31%；实现归属于母公司股东的净利润 23.00 亿元，同比增长 81.51%；扣除非经常性损益后归母净利润 10.63 亿元，同比增长 1.95%。前三季度，公司合计实现营业总收入 729.18 亿元，同比增长 0.84%，归属于上市公司股东的净利润 54.84 亿元，同比增长 27.55%，扣非后归母净利润 38.50 亿元，同比下滑 3.41%。

点评：

- **公司经营稳健，持股公司上市带来 Q3 净利润大幅增长。**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。2025 年第三季度，公司归属于上市公司股东的净利润大幅增长，主要受华电新能上市，产生大额公允价值变动收益影响。剔除非经常性损益后，公司归属于上市公司股东的净利润 10.63 亿元，同比基本持平。2025Q3 公司销售毛利率 17.77%，同比提升 0.64 个百分点；销售净利率 9.48%，同比提升 4.51 个百分点，扣非后销售净利率 4.33%，同比提升 0.09 个百分点，盈利能力呈提高趋势。
- **公司在输变电领域竞争优势明显，国内外电力系统建设将推动公司业务持续增长。**公司是中国重大装备制造业的核心骨干企业、电力成套项目总承包企业，是中国最大的变压器研发、制造和出口基地之一。2024 年，公司变压器、电抗器产量 4.2 亿 KVA，居于世界前列。公司在我国特高压交流及直流输变电领域市场地位突出，特高压变压器、电抗器市场份额近三成。公司国际成套系统集成业务在全球广泛开拓，截至 2025 年 6 月末，公司输变电国际成套项目正在执行未确认收入合同及待履行合同金额超 50 亿美元。“十五五”期间我国持续推进新型电力系统建设，特高压线路的持续开工将带来设备端的明显需求增量。海外市场，全球可再生能源的快速增长以及电网升级改造打开电力设备市场空间。公司输变电产品出口至亚洲、非洲、欧洲等地，市场规模将持续扩大。
- **多晶硅价格触底回升，行业去产能将提振多晶硅板块业绩。**公司的多晶硅业务依托控股子公司新特能源开展，2025 年前三季度，新特能源实现归属于上市公司股东的净利润-5.27 亿元，亏损幅度收窄。公司持续实施技改降本增效，多晶硅生产成本降低。2025 年下半年以来，受行业反内卷预期推动，多晶硅价格出现显著反弹。预期随着多晶硅能耗标准的提高、行业并购整合对产量的约束，多晶硅行业落后产能加速淘汰，供需显著过剩局面将逐步改观。

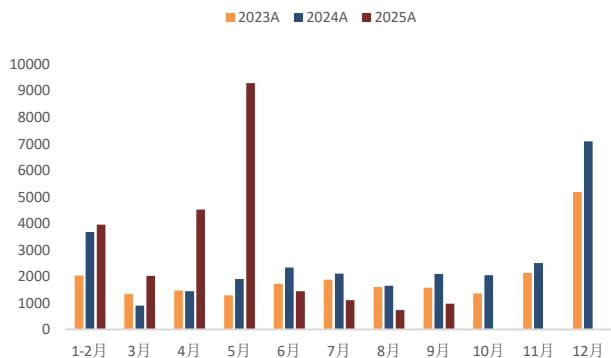
- **募资推进煤制气项目，打造新的业务增长点。**公司拟向不特定对象发行可转换公司债券，募集资金总额为不超过人民币 80 亿元人民币，扣除发行费用后募集资金净额将用于准东 20 亿 Nm³/年煤制天然气项目。煤制气作为清洁能源转化的重要路径，对保障我国能源安全、推动“双碳”战略实施、优化能源结构体系具有核心支撑作用。公司拥有煤炭资源量 126 亿吨，核定煤炭产能 7400 万吨/年。公司通过实施本项目，可以优化公司的能源业务结构，提升能源业务韧性、提升经营效益。本次募投项目已获得股东大会通过。
- **投资建议：**预计公司 2025、2026、2027 年归属于上市公司股东的净利润分别为 69.15 亿元、76.22 亿元和 95.64 亿元，对应的全面摊薄 EPS 分别为 1.37 元、1.51 元和 1.89 元。按照 11 月 6 日 25.44 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 18.59、16.86 和 13.44 倍。公司的输变电业务、新能源业务、能源业务及新材料业务多元发展，在特高压变压器、光伏逆变器、成套设备电气工程以及多晶硅生产等领域具备强劲竞争力，同时，公司丰富的煤炭资源储备铸就发电以及煤制气成本优势。公司经营稳健，成长预期良好，估值水平较低，首次覆盖，“增持”投资评级。

风险提示：多晶硅行业去产能进度不及预期；全球新增光伏装机需求放缓；阶段涨幅巨大，股价波动风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	982.06	978.67	1024.94	1164.56	1327.04
增长比率（%）	1.76	-0.35	4.73	13.62	13.95
净利润（亿元）	107.03	41.35	69.15	76.22	95.64
增长比率（%）	-32.75	-61.37	67.23	10.23	25.48
每股收益(元)	2.12	0.82	1.37	1.51	1.89
市盈率(倍)	12.01	31.09	18.59	16.86	13.44

资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：国内新增光伏装机规模（单位：GW）



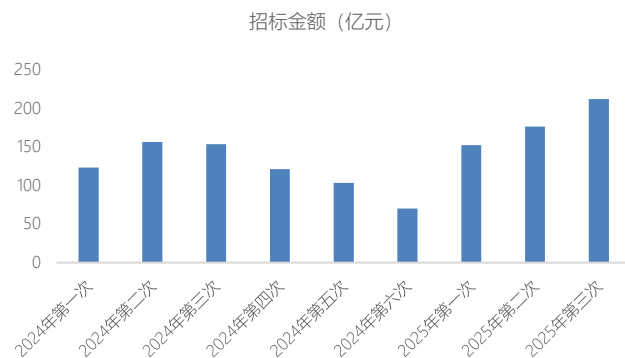
资料来源：国家能源局，中原证券研究所

图 2：多晶硅价格走势（单位：元/公斤）



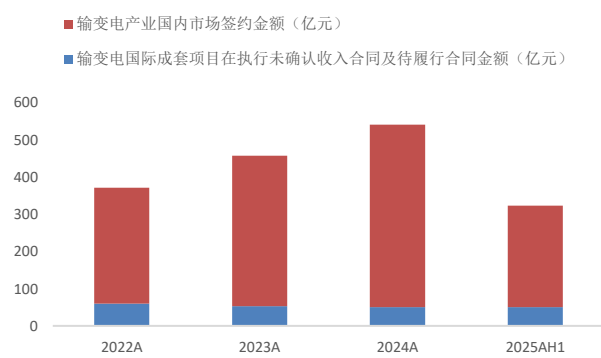
资料来源：PV Infolink，中原证券研究所

图 3：国家电网输变电设备招标情况



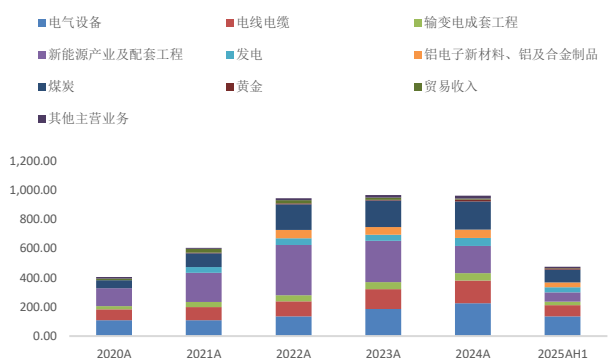
资料来源：国家电网，中原证券研究所

图 4：公司输变电产业国内外签约合同情况



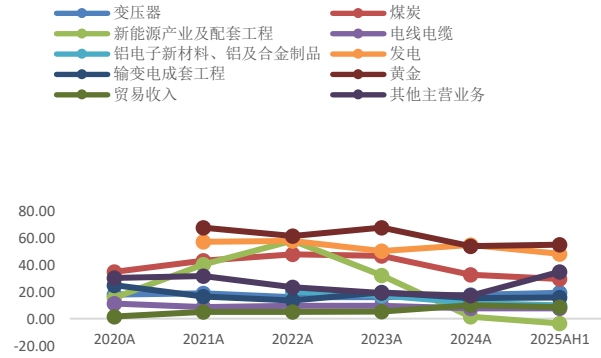
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 5：公司主营业务构成（亿元）



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 6：公司主营业务毛利率走势（%）



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (亿元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	768	839	903	991	1,129
现金	254	281	244	272	326
应收票据及应收账款	152	187	225	248	283
其他应收款	9	12	11	13	15
预付账款	26	35	37	41	47
存货	144	162	199	215	239
其他流动资产	182	160	187	202	220
非流动资产	1,151	1,238	1,352	1,427	1,495
长期投资	8	9	9	9	9
固定资产	726	822	933	1,030	1,116
无形资产	116	131	124	117	110
其他非流动资产	301	275	286	271	259
资产总计	1,919	2,076	2,255	2,419	2,624
流动负债	634	731	809	890	994
短期借款	32	21	26	31	36
应付票据及应付账款	410	499	552	611	690
其他流动负债	192	211	231	248	268
非流动负债	408	444	458	468	478
长期借款	317	330	340	350	360
其他非流动负债	90	115	118	118	118
负债合计	1,042	1,176	1,267	1,358	1,472
少数股东权益	252	226	230	243	260
股本	51	51	51	51	51
资本公积	108	109	111	111	111
留存收益	427	457	515	574	649
归属母公司股东权益	626	674	758	818	892
负债和股东权益	1,919	2,076	2,255	2,419	2,624

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	258	129	132	214	245
净利润	141	36	73	90	113
折旧摊销	50	59	76	85	93
财务费用	12	13	20	20	21
投资损失	-2	-7	-5	-6	-7
营运资金变动	47	-2	-33	10	11
其他经营现金流	9	30	1	15	15
投资活动现金流	-177	-154	-196	-164	-163
资本支出	-189	-167	-170	-170	-170
长期投资	9	9	0	0	0
其他投资现金流	3	5	-26	6	7
筹资活动现金流	10	27	26	-23	-29
短期借款	7	-10	5	5	5
长期借款	68	12	10	10	10
普通股增加	12	0	0	0	0
资本公积增加	-14	0	3	0	0
其他筹资现金流	-63	25	8	-38	-44
现金净增加额	91	2	-37	28	54

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (亿元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	982	979	1,025	1,165	1,327
营业成本	713	801	828	916	1,034
营业税金及附加	13	15	16	18	21
营业费用	26	31	32	37	42
管理费用	35	36	38	44	50
研发费用	13	14	14	16	18
财务费用	12	14	16	17	17
资产减值损失	-16	-36	-15	-15	-15
其他收益	9	10	10	12	13
公允价值变动收益	0	-2	16	0	0
投资净收益	2	7	5	6	7
资产处置收益	0	2	0	0	0
营业利润	169	49	97	120	150
营业外收入	2	3	0	0	0
营业外支出	2	2	0	0	0
利润总额	169	50	97	120	150
所得税	28	14	24	30	38
净利润	141	36	73	90	113
少数股东损益	34	-5	4	13	17
归属母公司净利润	107	41	69	76	96
EBITDA	238	138	189	221	260
EPS (元)	2.12	0.82	1.37	1.51	1.89

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	1.76	-0.35	4.73	13.62	13.95
营业利润 (%)	-36.62	-71.18	99.11	23.20	25.48
归属母公司净利润 (%)	-32.75	-61.37	67.23	10.23	25.48
获利能力					
毛利率 (%)	27.30	18.12	19.23	21.34	22.06
净利率 (%)	10.91	4.23	6.75	6.54	7.21
ROE (%)	17.11	6.13	9.12	9.32	10.72
ROIC (%)	11.99	4.23	5.81	6.63	7.60
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.28	56.63	56.20	56.15	56.11
净负债比率 (%)	118.73	130.58	128.33	128.03	127.83
流动比率	1.21	1.15	1.12	1.11	1.14
速动比率	0.77	0.71	0.67	0.67	0.70
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.49	0.47	0.50	0.53
应收账款周转率	7.43	6.44	5.46	5.38	5.48
应付账款周转率	3.35	3.36	2.96	2.91	2.94
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.12	0.82	1.37	1.51	1.89
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.11	2.56	2.61	4.24	4.85
每股净资产 (最新摊薄)	12.38	13.35	15.00	16.18	17.65
估值比率					
P/E	12.01	31.09	18.59	16.86	13.44
P/B	2.05	1.91	1.70	1.57	1.44
EV/EBITDA	3.66	5.77	7.98	6.77	5.61

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、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者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。