

## 公司研究

## 25年国际市场产品签约20亿美元，26年计划实现营业收入1100亿元

## ——特变电工（600089.SH）2025年年报点评

## 要点

**事件：**公司发布2025年年报，2025年实现营业收入973.18亿元，同比-0.56%，实现归母净利润59.54亿元，同比+44.01%；2025Q4实现营业收入243.3亿元，同比-4.69%，实现归母净利润4.7亿元，同比扭亏，环比-79.57%。

**硅料业务持续承压，电气设备、发电、黄金等业务维持高增。**

光伏行业供需形势未有改善背景下，公司进行高纯多晶硅自律控产，2025年多晶硅产量同比-51.51%至9.64万吨，叠加硅料价格维持相对低位，使得公司新能源产品及工程营业收入同比-26.85%至135.55亿元，毛利率同比-0.83个pct至0.59%。公司电气设备、发电及黄金业务维持高景气，2025年营业收入分别+19.66%/+28.20%/+106.86%至267.60/71.83/24.69亿元，毛利率分别同比+2.23/+0.07/+3.53个pct至19.81%/28.20%/57.23%。

**输变电产业新签订单持续提升，国际市场产品签约同比增长约68%。**

公司在输变电产业持续深化全产业链协同销售体系，加速拓展“数据中心”等新兴增量领域，同时紧抓全球能源转型基于持续开拓全球市场，2025年公司输变电产业国内市场实现签约562亿元，同比+14.47%，国际市场产品实现签约20亿美元，同比+约68%，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。

**氧化铝、煤制气、阿玛利亚水电站项目建成投产后有望贡献新的业绩增量。**

公司坚持输变电高端装备制造、新能源、新材料和能源四大产业协同发展战略，2025年年产240万吨氧化铝项目（工程进度75%）、准东20亿立方米/年煤质天然气项目（工程进度20%）、几内亚共和国阿玛利亚水电站项目（工程进度30%）顺利推进，投产后有望贡献新的业绩增量。2026年公司计划实现营业收入1100亿元，营业成本控制在880亿元以内。

**维持“买入”评级：**公司海外订单维持高增，叠加氧化铝、煤制气、阿玛利亚水电站项目投产在即，我们上调盈利预测，预计公司26-28年实现归母净利润76/91/106亿元（维持/上调7%/新增），当前股价对应26年PE为19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，硅料产能技改后成本持续优化有望扭亏，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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	97,867	97,318	107,096	120,234	131,111
营业收入增长率	-0.35%	-0.56%	10.05%	12.27%	9.05%
归母净利润（百万元）	4,135	5,954	7,602	9,052	10,568
归母净利润增长率	-61.37%	44.01%	27.67%	19.08%	16.74%
EPS（元）	0.82	1.18	1.50	1.79	2.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.13%	8.00%	9.48%	10.41%	11.15%
P/E	34	24	19	16	13
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-04-16

## 买入（维持）

当前价：27.95元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

[yinzs@ebsecn.com](mailto:yinzs@ebsecn.com)

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

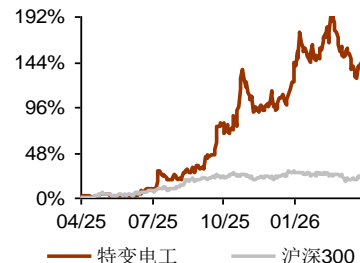
021-52523827

[haoqian@ebsecn.com](mailto:haoqian@ebsecn.com)

## 市场数据

总股本(亿股)	50.53
总市值(亿元)	1412.25
一年最低/最高(元)	11.18/33.28
近3月换手率	327.29%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.38	-8.41	118.84
绝对	-2.24	-8.36	144.41

资料来源：Wind

## 相关研报

中标沙特电力公司164亿元合同，加快推进煤制气及氧化铝项目建设——特变电工（600089.SH）2025年中报点评（2025-09-01）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	97,867	97,318	107,096	120,234	131,111
营业成本	80,060	78,946	85,440	95,657	104,258
折旧和摊销	5,782	6,467	7,173	7,849	8,536
税金及附加	1,541	1,861	1,928	2,164	2,360
销售费用	3,106	3,325	3,427	3,607	3,671
管理费用	3,633	3,746	3,855	4,088	4,196
研发费用	1,354	1,732	1,821	1,804	1,704
财务费用	1,431	1,564	1,698	1,862	1,971
投资收益	748	641	600	600	600
营业利润	4,874	8,159	10,035	12,113	14,146
利润总额	5,022	8,052	10,267	12,213	14,246
所得税	1,424	2,051	2,615	3,111	3,629
净利润	3,598	6,001	7,652	9,102	10,618
少数股东损益	-537	47	50	50	50
归属母公司净利润	4,135	5,954	7,602	9,052	10,568
EPS(元)	0.82	1.18	1.50	1.79	2.09

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	12,949	9,331	17,612	19,819	21,985
净利润	4,135	5,954	7,602	9,052	10,568
折旧摊销	5,782	6,467	7,173	7,849	8,536
净营运资金增加	-6,646	5,281	-7	1,811	1,367
其他	9,679	-8,371	2,844	1,107	1,515
投资活动产生现金流	-15,403	-19,758	-15,300	-15,400	-15,400
净资本支出	-16,731	-22,002	-16,000	-16,000	-16,000
长期投资变化	926	1,096	0	0	0
其他资产变化	402	1,147	700	600	600
融资活动现金流	2,692	8,819	-155	-1,003	-3,757
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,023	6,136	3,362	3,155	945
无息负债变化	12,390	2,580	-399	4,704	3,269
净现金流	189	-1,753	2,157	3,416	2,828

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	18.2%	18.9%	20.2%	20.4%	20.5%
EBITDA 率	19.0%	16.6%	17.7%	18.3%	18.9%
EBIT 率	13.0%	9.8%	11.0%	11.8%	12.4%
税前净利润率	5.1%	8.3%	9.6%	10.2%	10.9%
归母净利润率	4.2%	6.1%	7.1%	7.5%	8.1%
ROA	1.7%	2.6%	3.2%	3.6%	4.0%
ROE (摊薄)	6.1%	8.0%	9.5%	10.4%	11.2%
经营性 ROIC	7.7%	5.2%	6.0%	6.8%	7.3%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	57%	56%	55%	55%	54%
流动比率	1.15	1.15	1.13	1.15	1.19
速动比率	0.92	0.87	0.84	0.86	0.89
归母权益/有息债务	1.56	1.50	1.52	1.55	1.66
有形资产/有息债务	4.36	4.19	4.08	4.11	4.25

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	207,623	227,150	235,946	250,612	262,713
货币资金	28,136	25,688	27,845	31,261	34,089
交易性金融资产	764	271	271	271	271
应收账款	16,920	19,515	17,639	18,600	18,985
应收票据	1,821	1,651	1,606	1,804	1,967
其他应收款 (合计)	1,184	1,121	1,176	1,308	1,417
存货	16,220	21,388	22,500	24,002	24,896
其他流动资产	6,930	7,731	7,731	7,731	7,731
流动资产合计	83,854	87,937	87,907	94,421	99,058
其他权益工具	200	228	228	228	228
长期股权投资	926	1,096	1,096	1,096	1,096
固定资产	82,223	88,950	96,490	103,644	110,329
在建工程	13,904	18,033	19,150	19,988	20,616
无形资产	13,102	14,097	14,286	14,464	14,633
商誉	260	468	468	468	468
其他非流动资产	3,577	5,422	5,422	5,422	5,422
非流动资产合计	123,769	139,213	148,040	156,191	163,655
总负债	117,580	126,296	129,259	137,118	141,332
短期借款	2,144	3,625	3,987	4,143	2,087
应付账款	26,021	28,916	29,904	32,523	34,405
应付票据	23,891	22,063	21,360	22,958	23,979
预收账款	1	3	0	0	0
其他流动负债	1,102	1,257	1,257	1,257	1,257
流动负债合计	73,133	76,761	77,483	82,343	83,556
长期借款	32,986	37,212	40,212	43,212	46,212
应付债券	1,364	1,406	1,406	1,406	1,406
其他非流动负债	2,120	2,206	2,206	2,206	2,206
非流动负债合计	44,447	49,536	51,776	54,776	57,776
股东权益	90,043	100,854	106,687	113,494	121,381
股本	5,053	5,053	5,053	5,053	5,053
公积金	13,686	14,210	14,210	14,210	14,210
未分配利润	42,630	47,000	52,783	59,539	67,376
归属母公司权益	67,440	74,392	80,175	86,931	94,768
少数股东权益	22,603	26,462	26,512	26,562	26,612

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.17%	3.42%	3.20%	3.00%	2.80%
管理费用率	3.71%	3.85%	3.60%	3.40%	3.20%
财务费用率	1.46%	1.61%	1.59%	1.55%	1.50%
研发费用率	1.38%	1.78%	1.70%	1.50%	1.30%
所得税率	28%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.25	0.36	0.45	0.54	0.63
每股经营现金流	2.56	1.85	3.49	3.92	4.35
每股净资产	13.35	14.72	15.87	17.20	18.76
每股销售收入	19.37	19.26	21.20	23.80	25.95

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	34	24	19	16	13
PB	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.2	15.1	13.0	11.3	10.1
股息率	0.9%	1.3%	1.6%	1.9%	2.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
<b>基准指数说明：</b>		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

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 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  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼