

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

输变电产业景气上行，周期底部多业务韧性凸显

——特变电工(600089)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2026-05-07)

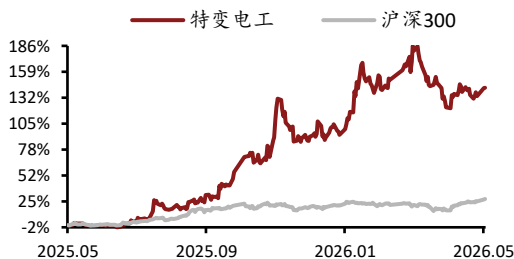
发布日期：2026年05月08日

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 27.80 |
| 一年内最高/最低(元) | 33.28/11.41 |
| 沪深300指数 | 4,900.51 |
| 市净率(倍) | 1.95 |
| 流通市值(亿元) | 1,404.68 |

基础数据(2026-03-31)

| | |
|--------------|-----------------------|
| 每股净资产(元) | 14.24 |
| 每股经营现金流(元) | 0.10 |
| 毛利率(%) | 21.12 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 2.37 |
| 资产负债率(%) | 56.58 |
| 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

《特变电工(600089)季报点评：公允价值变动带来 Q3 业绩高增，多元业务稳健发展》
2025-11-07

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 年年度报告，全年实现营业收入 972.27 亿元，同比-0.61%；实现归母净利润 59.54 亿元，同比+43.69%；实现扣非归母净利润 45.54 亿元，同比+15.64%。公司拟每 10 股派现 3.60 元，对应现金分红 18.07 亿元。

公司披露 2026Q1 业绩，实现营收 249.61 亿元，同比增长 6.75%，归母净利润 18.15 亿元。同比增长 13.40%。

点评：

● **2025 年公司业绩改善明显。**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，公司归母净利润高增，除输变电、发电、黄金等主业贡献外，还受益于投资的华电新能上市带来的公允价值变动收益。公司全年公允价值变动损益 15.76 亿元，扣非归母净利润 45.54 亿元，同比+15.64%，扭转连续两年业绩下滑局面。公司综合毛利率 18.80%、同比提升 0.68pct，净利率 6.17%、同比提升 2.49 pct。

● **电气设备高增，电线电缆与成套工程保持稳健。**2025 年公司输变电产业继续受益于国内电网投资结构优化、特高压与新能源外送通道建设加快以及海外能源转型带来的装备需求增长。分拆看，电气设备产品实现收入 267.60 亿元，同比+19.66%，毛利率 19.81%、同比+2.23pct；电线电缆收入 155.69 亿元，同比基本持平，毛利率 8.34%、同比+0.72pct；输变电成套工程收入 49.25 亿元，同比基本持平，毛利率 15.90%，同比+0.58pct。截至 2025 年末，公司变压器、电抗器产能约 5 亿 kVA/年，通过数字化技改持续提升瓶颈工序能力，当前产能基本可匹配订单需求。公司成功研制行业首台 500 千伏植物油变压器，在柔性直流领域实现 MCC、HCC 混合换流阀等技术突破，并成功中标藏粤特高压直流工程，进一步巩固高端装备竞争壁垒。展望 2026 年，输变电业务是公司业务核心增长点。国网第二批特高压设备招标已启动，涉及 5 条交流特高压，核心设备规模接近百亿元。其中，1000kV 变压器、电抗器均为公司直接受益环节。全球电网升级、数据中心与清洁能源并网需求共振，海外高压设备供需偏紧趋势延续。公司作为国内少数具备变压器、电抗器、电线电缆、成套工程、柔直设备全产业链能力的龙头企业，预计将持续受益。

● **多晶硅业务仍处磨底阶段，电力电子设备表现良好。**受光伏产业链供需失衡、多晶硅产品价格低迷影响，2025 年公司新能源产品及

工程收入 135.55 亿元，同比-26.85%，毛利率仅 0.59%、同比-0.83pct。公司采取自律控产策略，多晶硅产量降至 9.64 万吨，同比-51.51%，产能利用率约 37.08%。从控股子公司新特能源披露的拆分数据来看，2025 年，新特能源多晶硅业务营业收入 29.25 亿元，同比下降 62.26%，风能、光伏电站建设收入 59.15 亿元，同比下降 20.68%；风光运营板块营业收入 26.83 亿元，同比增加 14.18%；电气设备板块营业收入 33.30 亿元，同比增长 9.08%。子公司新特能源亏损 12.05 亿元，同比大幅减亏，多晶硅业务对公司新能源板块的拖累作用逐步减弱。2026 年以来，国家主管部门召开光伏行业座谈会，要求全力推进供给侧改革。多晶硅能耗限额标准征求意见稿对三氯氢硅法单位综合能耗设置标准苛刻以及多晶硅价格跌破行业现金成本，将推动低效率产能加速出清。尽管出清周期预期拉长，但多晶硅行业最差阶段已过，多晶硅价格有望呈修复态势。公司逆变器和储能产品实现国内市场多个标段入围和中标，柔性直流换流阀实现国家电网藏粤直流工程送端和南方电网藏粤直流工程受端中标，行业影响力持续增强。公司电力电子设备国际市场实现突破，逆变器、储能产品在多个国家实现首单签约，新能源业务板块将有所回暖。

- **煤炭价格下行压制盈利，煤电一体化韧性突出。**2025 年煤炭业务销售量 7402.57 万吨，同比下滑 4.93%，销售均价 117.42 元/吨，同比下滑 16.22%，实现收入 169.66 亿元，同比-11.93%，毛利率 22.39%，同比下滑 10.03pct。新疆煤炭市场竞争激烈，市场销售价格下降。尽管煤价回落显著拖累盈利，但得益于资源禀赋和低成本开采能力，公司煤炭板块仍保持较强盈利韧性，子公司新疆天池能源 2025 年实现净利润 33.93 亿元。公司煤炭核定产能 7400 万吨/年，产能核增仍待国家部委批复。公司发电业务全年实现收入 71.83 亿元，同比+28.20%，毛利率 54.75%，同比基本持平。年末在运装机约 9.1GW，其中火电/风电/光伏分别为 5.0/2.6/1.5GW，全年售电量 227 亿千瓦时，同比+19%。公司准东 20 亿 Nm³/年煤制天然气项目预计建设期 3 年，2027 年年底建成，将成为能源业务新的成长点。从中长期看，公司低成本煤矿资源、疆煤外运能力以及后续煤化工配套有望进一步增强能源板块稳定性。
- **铝基新材料稳步增长，氧化铝项目推进有望贡献中期增量。**2025 年，公司铝基新材料业务实现收入 63.03 亿元，同比+12.44%，但毛利率 9.66%，同比下降 1.95pct。公司新材料业务主要包括高纯铝、电子铝箔、电极箔、铝及合金制品。公司年产 240 万吨氧化铝项目 2025 年工程进度已达 75%，是未来新材料板块乃至整体业绩的重要弹性来源。随着项目后续建成投产，公司有望向上游氧化铝延伸，增强资源保障、提升成本控制能力，并为铝基新材料业务打开更大成长空间。铝电子新材料仍受益于新能源、电力电子、电解电容、汽车电子等新兴需求扩张。
- **黄金业务量价齐升驱动高弹性释放。**2025 年公司黄金业务实现收入 24.69 亿元，同比增长 106.86%，毛利率提升至 57.23%、同比+3.53pct，在公司所有业务中盈利能力居前。黄金业务高增主要受

益于销量增加以及销售均价显著上涨。考虑到全球宏观不确定性、地缘政治扰动以及黄金价格中枢上移，黄金业务作为公司组合中的“高毛利、弱周期”资产，有望继续对冲部分传统周期品价格波动，提升整体盈利稳定性。

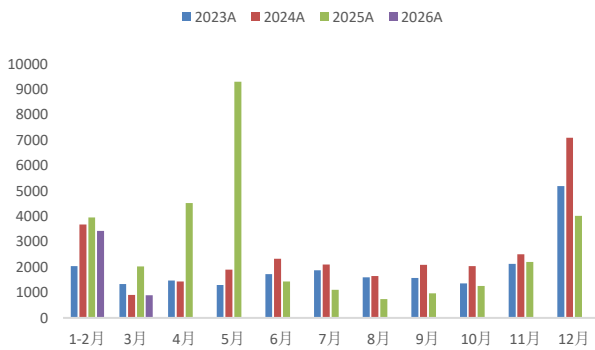
- **公司海外市场在手订单充裕，产品出海打开持续成长空间。**公司出口产品以变压器、电抗器、电线电缆、逆变器及 SVG 等为主，销售模式以直销为主，订单区域覆盖亚洲、中东、欧洲、非洲、南美、北美及大洋洲。公司在沙特的建厂规划尚处设计准备阶段，后续有望进一步强化中东本地化交付能力。2025 年，国际市场产品签约 20 亿美元，同比增长约 68%，在执行未确认收入及待履约国际成套项目金额超 50 亿美元。
- **投资建议：**预计公司 2026、2027、2028 年归属于上市公司股东的净利润分别为 71.41、96.19 和 125.36 亿元，对应的全面摊薄 EPS 分别为 1.41、1.90 和 2.48 元/股，按照 5 月 7 日 28.70 元/股收盘价计算，对应 2026、2027、2028 年 PE 分别为 19.67 倍、14.60 倍和 11.20 倍。考虑公司在输变电主业上的龙头地位、充裕的在手订单、多业务协同带来的盈利韧性以及新能源底部修复预期，维持公司“增持”评级。

风险提示：多晶硅价格修复不及预期风险；光伏新增装机与需求恢复不及预期风险；国内电网投资及特高压招标节奏不及预期风险；煤价波动风险；海外业务交付及回款风险；关税及地缘政治变化风险；在建项目投产进度不及预期风险。

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(亿元) | 979.06 | 973.18 | 1080.90 | 1212.40 | 1356.85 |
| 增长比率(%) | -0.31 | -0.60 | 11.07 | 12.17 | 11.91 |
| 净利润(亿元) | 41.44 | 59.54 | 71.41 | 96.19 | 125.36 |
| 增长比率(%) | -61.28 | 43.69 | 19.93 | 34.69 | 30.33 |
| 每股收益(元) | 0.82 | 1.18 | 1.41 | 1.90 | 2.48 |
| 市盈率(倍) | 33.90 | 23.59 | 19.67 | 14.60 | 11.20 |

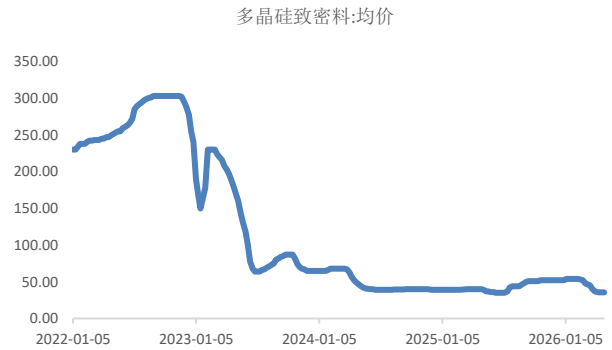
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：国内新增光伏装机规模（单位：万千瓦）



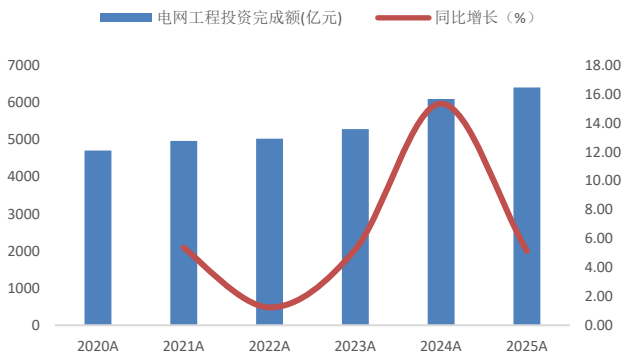
资料来源：国家能源局，中原证券研究所

图 2：多晶硅价格走势（单位：元/公斤）



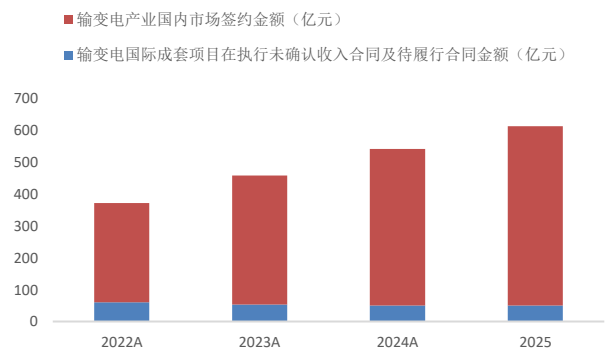
资料来源：PV Infolink，中原证券研究所

图 3：我国电网工程投资完成额和同比增速



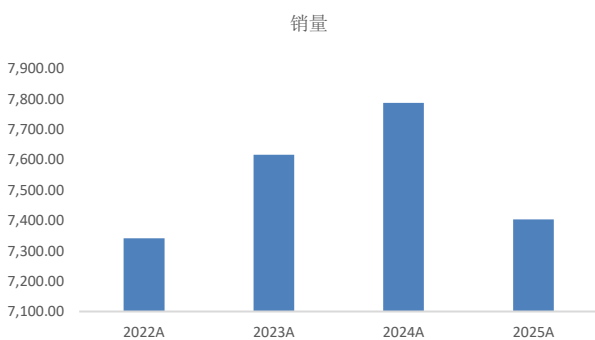
资料来源：国家能源局，中原证券研究所

图 4：公司输变电产业国内外签约合同情况



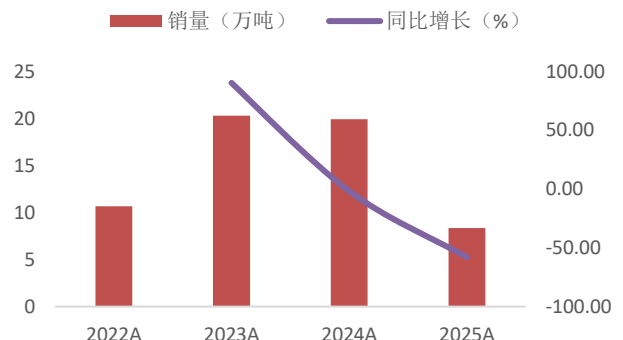
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 5：公司原煤销售数据（万吨）



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 6：公司多晶硅销量和同比增长



资料来源：公司公告，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 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 流动资产 | 839.29 | 879.37 | 891.57 | 968.12 | 1,092.63 |
| 现金 | 281.80 | 256.88 | 214.57 | 224.64 | 276.16 |
| 应收票据及应收账款 | 187.56 | 211.66 | 244.70 | 274.47 | 307.17 |
| 其他应收款 | 11.92 | 11.21 | 12.01 | 13.47 | 15.08 |
| 预付账款 | 35.28 | 37.79 | 40.91 | 44.94 | 49.29 |
| 存货 | 162.20 | 213.88 | 222.27 | 239.68 | 258.85 |
| 其他流动资产 | 160.52 | 147.95 | 157.11 | 170.91 | 186.08 |
| 非流动资产 | 1,240.28 | 1,392.13 | 1,496.87 | 1,584.46 | 1,649.37 |
| 长期投资 | 9.26 | 10.96 | 10.96 | 10.96 | 10.96 |
| 固定资产 | 822.26 | 889.50 | 981.60 | 1,067.12 | 1,144.60 |
| 无形资产 | 133.09 | 140.97 | 142.97 | 144.97 | 146.97 |
| 其他非流动资产 | 275.68 | 350.70 | 361.34 | 361.41 | 346.84 |
| 资产总计 | 2,079.57 | 2,271.50 | 2,388.44 | 2,552.58 | 2,742.00 |
| 流动负债 | 732.03 | 767.61 | 821.75 | 902.74 | 989.52 |
| 短期借款 | 21.44 | 36.25 | 46.25 | 56.25 | 66.25 |
| 应付票据及应付账款 | 499.26 | 509.80 | 550.23 | 604.49 | 663.00 |
| 其他流动负债 | 211.32 | 221.55 | 225.27 | 241.99 | 260.27 |
| 非流动负债 | 444.47 | 495.36 | 505.51 | 520.51 | 535.51 |
| 长期借款 | 329.86 | 372.12 | 387.12 | 402.12 | 417.12 |
| 其他非流动负债 | 114.62 | 123.24 | 118.39 | 118.39 | 118.39 |
| 负债合计 | 1,176.50 | 1,262.96 | 1,327.26 | 1,423.25 | 1,525.03 |
| 少数股东权益 | 228.11 | 264.62 | 265.35 | 266.32 | 267.58 |
| 股本 | 50.53 | 50.53 | 50.53 | 50.53 | 50.53 |
| 资本公积 | 108.63 | 111.25 | 114.70 | 114.70 | 114.70 |
| 留存收益 | 457.64 | 503.37 | 550.79 | 617.97 | 704.34 |
| 归属母公司股东权益 | 674.97 | 743.92 | 795.83 | 863.02 | 949.38 |
| 负债和股东权益 | 2,079.57 | 2,271.50 | 2,388.44 | 2,552.58 | 2,742.00 |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 经营活动现金流 | 129.14 | 93.31 | 166.25 | 211.53 | 248.11 |
| 净利润 | 36.03 | 60.01 | 72.13 | 97.16 | 126.63 |
| 折旧摊销 | 59.47 | 66.86 | 81.14 | 88.91 | 96.59 |
| 财务费用 | 13.27 | 11.87 | 22.76 | 23.83 | 24.91 |
| 投资损失 | -7.48 | -6.41 | -7.03 | -7.88 | -8.82 |
| 营运资金变动 | -2.47 | -35.86 | -10.11 | -0.50 | -1.21 |
| 其他经营现金流 | 30.32 | -3.18 | 7.36 | 10.00 | 10.00 |
| 投资活动现金流 | -156.35 | -197.58 | -179.88 | -173.62 | -157.68 |
| 资本支出 | -169.75 | -220.02 | -186.50 | -181.50 | -166.50 |
| 长期投资 | 8.59 | 17.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金流 | 4.82 | 5.40 | 6.62 | 7.88 | 8.82 |
| 筹资活动现金流 | 29.72 | 88.19 | -29.68 | -28.83 | -39.91 |
| 短期借款 | -10.37 | 14.81 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 长期借款 | 12.44 | 42.26 | 15.00 | 15.00 | 15.00 |
| 普通股增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 0.30 | 2.62 | 3.45 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | 27.36 | 28.50 | -58.14 | -53.83 | -64.91 |
| 现金净增加额 | 2.01 | -17.53 | -42.31 | 10.07 | 51.52 |

资料来源：中原证券研究所，聚源

| 利润表 (亿元) | | | | | |
|-----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 营业收入 | 979.06 | 973.18 | 1080.90 | 1212.40 | 1356.85 |
| 营业成本 | 800.91 | 789.47 | 861.24 | 946.16 | 1037.74 |
| 营业税金及附加 | 15.41 | 18.61 | 19.46 | 21.82 | 24.42 |
| 营业费用 | 31.08 | 33.25 | 34.05 | 38.19 | 42.74 |
| 管理费用 | 36.39 | 37.46 | 40.53 | 45.47 | 50.88 |
| 研发费用 | 13.56 | 17.32 | 18.38 | 20.61 | 23.07 |
| 财务费用 | 14.30 | 15.64 | 18.91 | 20.62 | 21.54 |
| 资产减值损失 | -35.60 | -9.76 | -10.00 | -10.00 | -10.00 |
| 其他收益 | 9.89 | 8.68 | 10.81 | 12.12 | 13.57 |
| 公允价值变动收益 | -1.88 | 15.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 7.48 | 6.41 | 7.03 | 7.88 | 8.82 |
| 资产处置收益 | 1.57 | 0.28 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 48.80 | 81.59 | 96.18 | 129.54 | 168.84 |
| 营业外收入 | 3.36 | 1.46 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 1.88 | 2.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 50.28 | 80.52 | 96.18 | 129.54 | 168.84 |
| 所得税 | 14.25 | 20.51 | 24.04 | 32.39 | 42.21 |
| 净利润 | 36.03 | 60.01 | 72.13 | 97.16 | 126.63 |
| 少数股东损益 | -5.41 | 0.47 | 0.72 | 0.97 | 1.27 |
| 归属母公司净利润 | 41.44 | 59.54 | 71.41 | 96.19 | 125.36 |
| EBITDA | 138.41 | 145.83 | 196.22 | 239.07 | 286.97 |
| EPS (元) | 0.82 | 1.18 | 1.41 | 1.90 | 2.48 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | -0.31 | -0.60 | 11.07 | 12.17 | 11.91 |
| 营业利润 (%) | -71.14 | 67.18 | 17.88 | 34.69 | 30.33 |
| 归属母公司净利润 (%) | -61.28 | 43.69 | 19.93 | 34.69 | 30.33 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 18.13 | 18.80 | 20.32 | 21.96 | 23.52 |
| 净利率 (%) | 4.24 | 6.12 | 6.61 | 7.93 | 9.24 |
| ROE (%) | 6.14 | 8.00 | 8.97 | 11.15 | 13.20 |
| ROIC (%) | 4.22 | 3.90 | 5.47 | 6.74 | 8.01 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 56.57 | 55.60 | 55.57 | 55.76 | 55.62 |
| 净负债比率 (%) | 130.28 | 125.23 | 125.08 | 126.03 | 125.31 |
| 流动比率 | 1.15 | 1.15 | 1.08 | 1.07 | 1.10 |
| 速动比率 | 0.71 | 0.68 | 0.62 | 0.62 | 0.66 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.49 | 0.45 | 0.46 | 0.49 | 0.51 |
| 应收账款周转率 | 6.44 | 5.34 | 5.14 | 5.08 | 5.07 |
| 应付账款周转率 | 3.36 | 2.87 | 2.87 | 2.90 | 2.90 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.82 | 1.18 | 1.41 | 1.90 | 2.48 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 2.56 | 1.85 | 3.29 | 4.19 | 4.91 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 13.36 | 14.72 | 15.75 | 17.08 | 18.79 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 33.90 | 23.59 | 19.67 | 14.60 | 11.20 |
| P/B | 2.08 | 1.89 | 1.77 | 1.63 | 1.48 |
| EV/EBITDA | 11.27 | 11.29 | 8.70 | 7.20 | 5.91 |

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。