

联合研究 | 公司点评 | 特变电工 (600089.SH)

煤炭或短暂承压，存货与合同负债验证景气

报告要点

公司发布 2026 年一季度业绩报告。2026 年一季度，公司营业收入 249.6 亿元，同比+6.8%，环比+2.6%；归母净利润 18.1 亿元，同比+13.4%，环比+286.1%；扣非净利润 14.6 亿元，同比-3.8%，环比+107.5%。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001
SFC: BQK482



王鹤涛

SAC: S0490512070002
SFC: BQT626



曹海花

SAC: S0490522030001



肖勇

SAC: S0490516080003
SFC: BUT918



司鸿历

SAC: S0490520080002
SFC: BVD284

煤炭或短暂承压，存货与合同负债验证景气

事件描述

公司发布 2026 年一季度业绩报告。2026 年一季度，公司营业收入 249.6 亿元，同比+6.8%，环比+2.6%；归母净利润 18.1 亿元，同比+13.4%，环比+286.1%；扣非净利润 14.6 亿元，同比-3.8%，环比+107.5%。

事件评论

- 分业务看，电气设备方面，一季度，国家电网完成固定资产投资超 1290 亿元，同比增长 37%，带动产业链上下游投资超过 2500 亿元。其中，攀西特高压交流、皖鄂直流背靠背等工程开工建设，甘肃-浙江、大同-怀来-天津南特高压和闽赣直流背靠背等工程建设全面提速，37 座抽水蓄能电站加紧建设。另外，一季度，110（66）千伏及以上项目开工 393 项、投产 579 项，同比分别增长 42%、24%，整体看，行业景气度持续。煤炭方面，一季度价格有所下降，预计有所承压。新能源方面，子公司新特能源 2026Q1 实现营业收入 38.99 亿元，同比增加 21.9%，归属于上市公司股东的净利润人民币 2.28 亿元，同比 2025Q1 实现扭亏。
- 毛利端，公司 2026Q1 单季度毛利率达 21.17%，同比+0.50pct，环比+0.69pct。预计主要系产品结构影响以及降本增效。
- 费用端，公司 2026Q1 单季度四项费用率达 10.28%，同比+0.40pct，环比-2.84pct，其中销售费率达 2.95%，同比-0.10pct，环比-1.22pct；管理费率达 3.84%，同比+0.42pct，环比-0.93pct；研发费率达 1.59%，同比-0.45pct，环比-0.75pct；财务费率达 1.91%，同比+0.54pct，环比+0.07pct。其中财务费用主要系汇兑损失影响。
- 另外，公司扣非净利润增速低于归母净利润增速，主要系本期存在约 3.8 亿元非金融企业持有金融资产和金融负债产生的公允价值变动损益以及处置金融资产和金融负债产生的损益，主要系南网能源股票公允价值变动收益以及不符合套期有效性要求的期货平仓损益。
- 其他方面，公司 2026Q1 末存货达 228.36 亿元，同比+25.4%，环比上季度末+6.8%；合同资产达 72.39 亿元，同比+4.8%，环比上季度末+10.1%；合同负债达 80.28 亿元，同比+9.8%，环比上季度末+6.7%。存货与合同负债均保持同环比增长，验证公司后续景气。
- 我们继续看好公司变压器、煤炭、黄金等多业务共振。我们预计公司 2026 年归属母公司股东净利润 79.7 亿元，对应 PE 为 17 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 1、电网投资不及预期；
- 2、硅料、煤炭价格不及预期；
- 3、新项目进展不及预期；
- 4、行业竞争加剧风险；
- 5、海外市场波动及地缘政治风险。

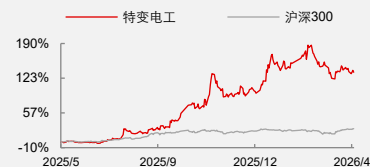
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	26.82
总股本(万股)	505,279
流通A股/B股(万股)	505,279/0
每股净资产(元)	14.24
近12月最高/最低价(元)	33.28/11.41

注：股价为 2026 年 4 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《输变电海外订单高增，多业务有望共振》2026-04-28
- 《特变电工：圭璋“特”达，“变”启新程》2025-12-29



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、电网投资不及预期。电网投资受到多方面因素影响，若电网投资规模增长速度不及预期，公司作为变压器龙头企业，相关订单、产品交付节奏可能会受到影响。
- 2、硅料、煤炭价格不及预期。公司新能源、能源业务受硅料、煤炭价格影响较为显著，若硅料、煤炭后续价格走势不及预期，预计会对公司未来经营业绩形成影响。
- 3、新项目进展不及预期。公司目前在推进“准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目”、“防城港 240 万吨氧化铝项目”，若项目建设进展不及预期，可能会影响相应项目的业绩释放，进而影响公司未来经营情况。
- 4、行业竞争加剧风险。变压器及新能源行业市场竞争较为激烈，若公司未能持续保持技术领先优势、优化产品结构或有效拓展市场份额，可能面临市场份额被侵蚀、产品利润率下降的风险。同时，若行业内其他企业通过技术突破、产能扩张或低价策略加剧竞争，可能导致公司订单量减少或价格承压，进而对经营业绩产生不利影响。
- 5、海外市场波动及地缘政治风险。公司海外业务涉及多个国家和地区，若相关国家或地区贸易政策调整（如关税壁垒提升）、地缘政治冲突升级或汇率大幅波动，可能对公司海外项目执行、产品出口及应收账款回收造成不确定性。此外，若国际市场需求变化或本地化保护政策加强，可能导致公司海外市场份额收缩，影响全球化战略布局的推进效果。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	97318	108713	116468	133939	货币资金	25688	44315	49359	60115
营业成本	78947	85594	90139	102758	交易性金融资产	271	271	271	271
毛利	18281	23119	26330	31180	应收账款	19515	18662	19804	22527
%营业收入	19%	21%	23%	23%	存货	21388	17242	18162	20719
营业税金及附加	1861	1631	1747	2009	预付账款	3779	3768	3968	4524
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	17296	19513	20969	23748
销售费用	3325	3588	3785	4286	流动资产合计	87937	103771	112534	131905
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	1096	1096	1096	1096
管理费用	3746	4022	4309	4956	投资性房地产	76	76	76	76
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	88950	96506	102751	107804
研发费用	1732	1522	1398	1339	无形资产	14097	15407	16717	18028
%营业收入	2%	1%	1%	1%	商誉	468	518	568	618
财务费用	1564	1214	984	950	递延所得税资产	2429	2429	2429	2429
%营业收入	2%	1%	1%	1%	其他非流动资产	32097	29478	27382	25206
加: 资产减值损失	-976	-985	-968	-1049	资产总计	227150	249282	263555	287162
信用减值损失	-120	-150	-200	-300	短期贷款	3625	4625	5125	5125
公允价值变动收益	1576	0	0	0	应付款项	28916	32098	32550	37107
投资收益	641	179	191	220	预收账款	3	1	1	1
营业利润	8159	10730	13713	17181	应付职工薪酬	1770	1793	1888	2153
%营业收入	8%	10%	12%	13%	应交税费	1133	1343	1439	1654
营业外收支	-107	0	0	0	其他流动负债	41313	48128	47973	53658
利润总额	8052	10730	13713	17181	流动负债合计	76761	87988	88976	99698
%营业收入	8%	10%	12%	13%	长期借款	37212	40212	43212	43212
所得税费用	2051	2683	3428	4295	应付债券	1406	1406	1406	1406
净利润	6001	8048	10285	12886	递延所得税负债	1234	1234	1234	1234
归属于母公司所有者的净利润	5954	7967	10079	12499	其他非流动负债	9684	9684	9684	9684
少数股东损益	47	80	206	387	负债合计	126296	140524	144512	155234
EPS (元)	1.16	1.58	1.99	2.47	归属于母公司所有者权益	74392	82215	92294	104793
					少数股东权益	26462	26543	26749	27135
					股东权益	100854	108758	119043	131928
					负债及股东权益	227150	249282	263555	287162
					基本指标				
						2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	9331	31473	18377	27127	每股收益	1.16	1.58	1.99	2.47
取得投资收益收回现金	345	179	191	220	每股经营现金流	1.85	6.23	3.64	5.37
长期股权投资	-171	0	0	0	市盈率	19.14	17.01	13.45	10.84
资本性支出	-22002	-15204	-15204	-14704	市净率	1.51	1.65	1.47	1.29
其他	2069	0	0	0	EV/EBITDA	9.36	7.27	6.13	4.82
投资活动现金流净额	-19758	-15025	-15012	-14484	总资产收益率	2.6%	3.2%	3.8%	4.4%
债券融资	42	0	0	0	净资产收益率	8.0%	9.7%	10.9%	11.9%
股权融资	6590	0	0	0	净利率	6.1%	7.3%	8.7%	9.3%
银行贷款增加 (减少)	5707	4000	3500	0	资产负债率	55.6%	56.4%	54.8%	54.1%
筹资成本	-2973	-1727	-1870	-1937	总资产周转率	0.45	0.46	0.45	0.49
其他	-546	50	50	50					
筹资活动现金流净额	8819	2323	1680	-1887					
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1609	18771	5045	10756					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： 沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。