

## 公司研究

## 25H1 出口业务表现亮眼，业务结构改善带动毛利率提升

## ——华明装备（002270.SZ）2025 年半年报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营业收入 11.21 亿元，同比增长 0.04%，归母净利润 3.68 亿元，同比增长 17.17%，毛利率同比上升 7.73 个 pct 至 55.49%，净利率同比上升 4.94 个 pct 至 33.34%；其中 2025Q2 实现营业收入 6.12 亿元，同比减少 8.64%，归母净利润 1.97 亿元，同比增长 5.10%；公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税）。

**出口业务表现依旧亮眼，业务结构改善逐渐体现。**2025H1 公司电力设备业务营收同比+15.29%至 9.59 亿元，毛利率同比+0.88pct 至 60.48%，其中直接、间接出口营收分别同比+20.24%至 1.57 亿元、同比+84.03%至 1.54 亿元，主要受益于海外电力投资加速带动电力设备需求高景气；**数控设备**业务营收同比+41.49%至 1.11 亿元，毛利率同比+7.93pct 至 22.33%，其中出口营收同比+219.28%至 0.51 亿元，出口订单实现大幅增长；**电力工程**业务营收同比-87.10%至 0.24 亿元，毛利率同比+3.31pct 至 11.13%，公司通过减少盈利能力较低的电力工程业务规模来调整业务结构，带动整体毛利率提升。

**出海战略稳步推进，国际业务拓展显现成效。**1) 东南亚市场：公司印尼工厂已初步完工，新加坡子公司正式运营，显著增强了东南亚市场响应能力。2) 欧洲市场：土耳其工厂为公司开拓欧洲市场提供了重要支撑，24 年以来公司已在法国和意大利开始布局本地销售团队，市场份额有望持续扩大。3) 美国市场：公司仍保持与美国客户顺畅的沟通和交流，未来有望实现突破。

**特高压技术持续突破，行业领先地位进一步巩固。**公司作为国内首先掌握特高压分接开关制造技术的企业，在 2021 年成功交付首台配套 1000kV 特高压变压器的无励磁分接开关，并通过了±800kV 特高压换流变压器真空有载分接开关的国家级技术鉴定，打破此前国外品牌垄断。2023 年公司与客户签订特高压产品批量化销售合同，并在 2024 年顺利交付，且已正式批量投运，标志其在特高压市场上实现进一步突破，未来有望充分受益于我国特高压分接开关的国产化趋势。

**盈利预测、估值与评级：**公司出口业务保持高增，业务结构逐渐改善，我们维持原盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 7.09/8.09/9.15 亿元，对应 EPS 分别为 0.79/0.90/1.02 元，当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 23/20/18 倍。公司是分接开关领域国内龙头，特高压领域国产替代稳步推进，同时积极布局海外业务，有望进一步打开成长空间，维持“买入”评级。

**风险提示：**海外市场拓展不及预期；竞争加剧导致盈利下降风险；原材料价格波动风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,961	2,322	2,575	2,848	3,148
营业收入增长率	14.57%	18.41%	10.90%	10.58%	10.55%
净利润（百万元）	542	614	709	809	915
净利润增长率	50.90%	13.25%	15.34%	14.19%	13.04%
EPS（元，按最新股本计）	0.61	0.69	0.79	0.90	1.02
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.19%	19.40%	20.93%	21.49%	21.82%
P/E	30	26	23	20	18
P/B	4.8	5.1	4.8	4.3	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-08

## 买入（维持）

当前价：18.11 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：邓怡亮

执业证书编号：S0930525070003

021-52523802

dengyiliang@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	8.96
总市值(亿元)	162.31
一年最低/最高(元)	13.00/19.80
近 3 月换手率	49.58%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.23	11.10	-25.27
绝对	9.89	17.64	-2.47

资料来源：Wind

## 相关研报

24 年业绩稳健增长，积极拓展海外市场——华明装备（002270.SZ）2024 年年报点评（2025-04-17）

24H1 业绩稳健增长，持续推进海外市场拓展——华明装备（002270.SZ）2024 年半年报点评（2024-08-09）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,961	2,322	2,575	2,848	3,148
营业成本	937	1,189	1,301	1,422	1,555
折旧和摊销	70	72	76	81	86
税金及附加	31	31	34	38	42
销售费用	212	210	229	246	259
管理费用	136	144	156	167	178
研发费用	78	81	90	100	110
财务费用	-11	-13	7	4	0
投资收益	11	17	21	25	30
营业利润	622	696	810	928	1,052
利润总额	646	727	840	958	1,082
所得税	95	107	126	144	162
净利润	551	620	714	815	920
少数股东损益	8	5	5	5	5
归属母公司净利润	542	614	709	809	915
EPS(元, 按最新股本计)	0.61	0.69	0.79	0.90	1.02

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	622	889	738	846	961
净利润	542	614	709	809	915
折旧摊销	70	72	76	81	86
净营运资金增加	121	-151	94	87	85
其他	-112	353	-140	-131	-125
投资活动产生现金流	6	-57	-81	-65	-60
净资本支出	-61	-113	-90	-90	-90
长期投资变化	138	27	0	0	0
其他资产变化	-71	29	9	25	30
融资活动现金流	-628	-724	-607	-422	-479
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-180	155	-110	10	10
无息负债变化	224	-34	28	50	54
净现金流	5	112	51	359	422

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	52.2%	48.8%	49.5%	50.1%	50.6%
EBITDA 率	33.1%	33.0%	33.1%	34.1%	35.1%
EBIT 率	29.2%	29.5%	30.2%	31.2%	32.4%
税前净利润率	32.9%	31.3%	32.6%	33.6%	34.4%
归母净利润率	27.7%	26.5%	27.5%	28.4%	29.0%
ROA	12.2%	13.9%	15.5%	16.1%	16.6%
ROE (摊薄)	16.2%	19.4%	20.9%	21.5%	21.8%
经营性 ROIC	16.7%	19.8%	21.5%	23.6%	26.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	26%	29%	26%	25%	24%
流动比率	4.03	3.04	3.42	3.68	3.95
速动比率	3.54	2.65	3.00	3.27	3.60
归母权益/有息债务	9.67	6.32	8.65	9.38	10.19
有形资产/有息债务	11.95	8.14	10.73	11.51	12.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	4,518	4,458	4,600	5,046	5,541
货币资金	1,055	1,161	1,213	1,572	1,994
交易性金融资产	56	0	0	0	0
应收账款	426	507	526	563	644
应收票据	233	223	258	256	252
其他应收款 (合计)	58	63	63	72	80
存货	365	384	383	391	351
其他流动资产	650	455	455	455	455
流动资产合计	2,984	3,015	3,124	3,538	4,009
其他权益工具	72	58	58	58	58
长期股权投资	138	27	27	27	27
固定资产	865	861	882	894	899
在建工程	23	58	49	44	42
无形资产	161	154	158	161	164
商誉	99	99	99	99	99
其他非流动资产	-	21	21	21	21
非流动资产合计	1,535	1,443	1,476	1,508	1,532
总负债	1,155	1,276	1,194	1,254	1,318
短期借款	60	120	0	0	0
应付账款	187	268	280	299	319
应付票据	198	154	169	184	201
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	10	5	5	5	5
流动负债合计	741	992	912	962	1,016
长期借款	220	220	230	240	250
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	30	26	26	26	26
非流动负债合计	415	284	282	292	302
股东权益	3,363	3,181	3,406	3,792	4,223
股本	227	227	227	227	227
公积金	1,284	1,284	1,354	1,378	1,378
未分配利润	1,853	1,682	1,831	2,188	2,613
归属母公司权益	3,350	3,166	3,385	3,766	4,191
少数股东权益	13	16	21	27	32

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	10.83%	9.03%	8.88%	8.63%	8.23%
管理费用率	6.93%	6.20%	6.05%	5.85%	5.65%
财务费用率	-0.57%	-0.54%	0.28%	0.13%	0.00%
研发费用率	4.00%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.82	0.55	0.48	0.55	0.62
每股经营现金流	0.69	0.99	0.82	0.94	1.07
每股净资产	3.74	3.53	3.78	4.20	4.68
每股销售收入	2.19	2.59	2.87	3.18	3.51

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	30	26	23	20	18
PB	4.8	5.1	4.8	4.3	3.9
EV/EBITDA	5.9	5.5	4.8	3.9	3.2
股息率	4.5%	3.0%	2.6%	3.0%	3.4%

## 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的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和 Everbright Securities(UK) Company Limited 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

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 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  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP