

华明装备（002270.SZ）

分接开关出口保持高增，长期受益于全球电力投资

优于大市

核心观点

前三季度业绩稳健增长，盈利能力持续提升。前三季度公司实现应收 18.15 亿元，同比+6.87%；归母净利润 5.81 亿元，同比+17.66%；扣非净利润 5.66 亿元，同比+19.88%。前三季度公司销售毛利率 55.44%，同比 5.55pct.；净利率 32.51%，同比+3.14pct.。公司盈利能力显著增长主要系公司盈利能力强的出口业务占比提高、低毛利的电力工程业务持续收缩引起。

三季度业绩同环比稳健增长，销售费用增长较快。三季度公司实现营收 6.94 亿元，同比+20.13%，环比+13.45%；归母净利润 2.13 亿元，同比+18.51%，环比+7.79%；扣非净利润 2.05 亿元，同比+15.12%，环比+0.91%。三季度公司销售毛利率 55.35%，同比+1.34pct.，环比-0.38pct.；净利率 31.18%，同比-0.05pct.，环比-1.37pct.。三季度受公司海外业务开拓和股份支付费用影响，销售费用增长较快。

分接开关出口持续高增，国内收入实现稳健增长。前三季度公司电力设备业务实现收入 15.35 亿元，同比+16.51%，其中海外用户（直接出口+间接出口）实现收入 4.86 亿元，同比+45.43%，国内用户实现收入 10.49 亿元，同比+6.7%。前三季度公司分接开关出口收入占比高达 32%，公司收入结构持续优化。今年以来国内用电侧需求承压，公司仍实现逆势增长。

公司海外布局持续扩张，分接开关出口有望持续放量。2025 年 4 月，公司新加坡国际总部开幕；8 月，印尼工厂正式投产，完成东南亚立体化覆盖。公司已在土耳其建立工厂，在美国及巴西等地部署销售及团队，中东地区实现销售突破，海外布局多点开花。我们认为，全球变压器分接开关格局集中，MR 和日立产能弹性有限背景下公司出口业务有望持续放量。

风险提示：海外市场开拓不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司前三季度海外业务开拓情况，上调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 7.44/8.86/10.37 亿元（原预测值为 7.19/8.18/9.73 亿元），当前股价对应 PE 分别为 33/27/23 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,961	2,322	2,572	2,937	3,365
(+/-%)	14.6%	18.4%	10.8%	14.2%	14.6%
净利润(百万元)	542	614	744	886	1037
(+/-%)	50.9%	13.3%	21.2%	19.1%	17.0%
每股收益(元)	0.61	0.69	0.83	0.99	1.16
EBIT Margin	28.9%	28.7%	33.3%	34.6%	35.4%
净资产收益率 (ROE)	16.2%	18.9%	22.6%	24.8%	26.7%
市盈率 (PE)	44.6	39.4	32.5	27.3	23.3
EV/EBITDA	39.9	34.5	26.4	22.7	19.7
市净率 (PB)	7.20	7.61	7.03	6.47	5.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

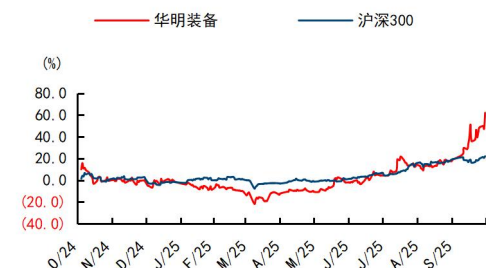
wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	27.02 元
总市值/流通市值	24216/24215 百万元
52 周最高价/最低价	27.02/13.17 元
近 3 个月日均成交额	259.30 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华明装备（002270.SZ）-上半年海外收入大幅增长，结构优化带动盈利能力提升》——2025-08-11

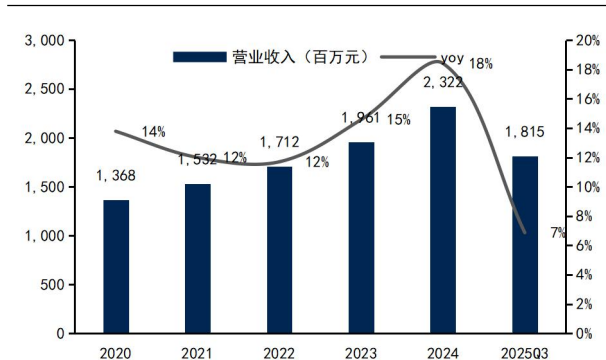
《华明装备（002270.SZ）-海外业务稳扎稳打，员工持股彰显信心》——2025-04-23

《华明装备（002270.SZ）-上半年经营稳健，海外业务规模持续增长》——2024-08-12

《华明装备（002270.SZ）-分接开关龙头持续高分红，积极布局欧美市场》——2024-04-13

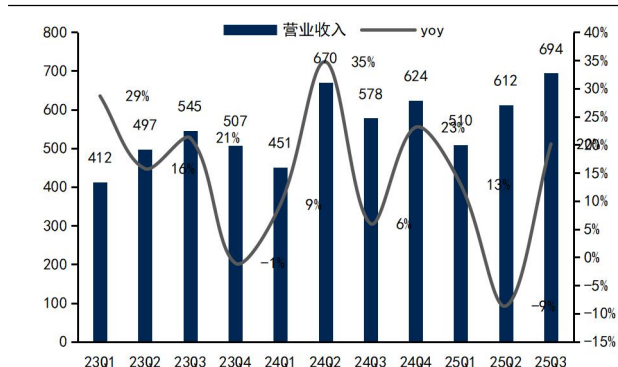
前三季度业绩稳健增长，盈利能力持续提升。前三季度公司实现应收 18.15 亿元，同比+6.87%；归母净利润 5.81 亿元，同比+17.66%；扣非净利润 5.66 亿元，同比+19.88%。前三季度公司销售毛利率 55.44%，同比 5.55pct.；净利率 32.51%，同比+3.14pct.。公司盈利能力显著增长主要系公司盈利能力强的出口业务占比提高、低毛利的电力工程业务持续收缩引起。

图1：公司营业收入及增速（单位：百万元、%）



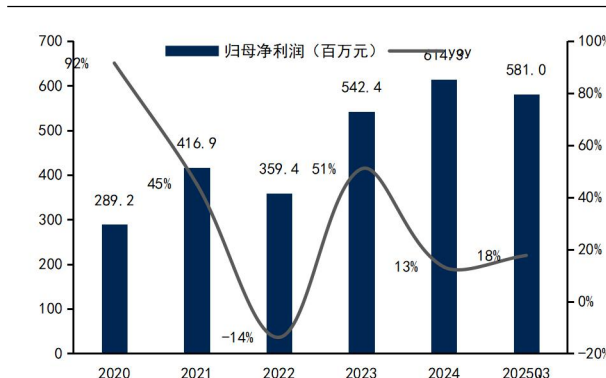
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



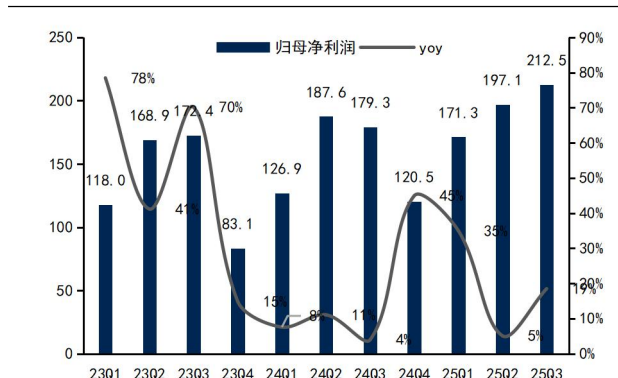
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：百万元、%）



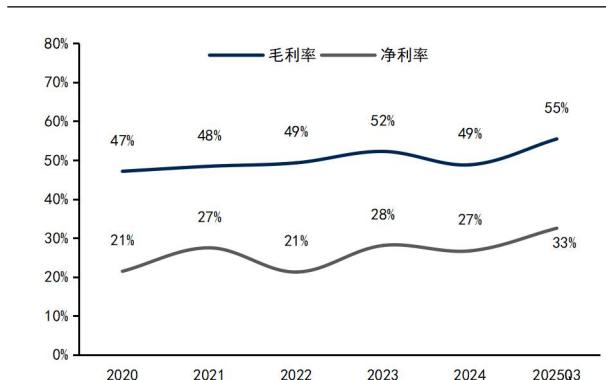
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



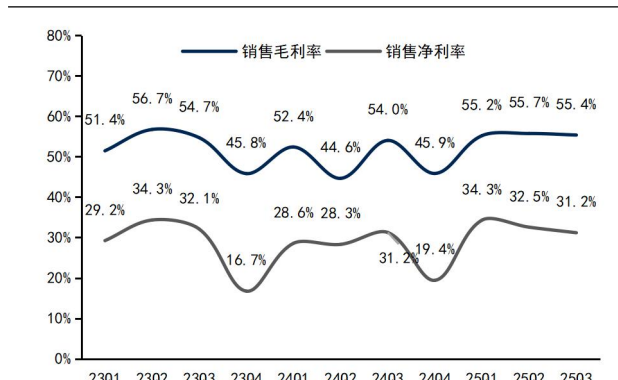
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）

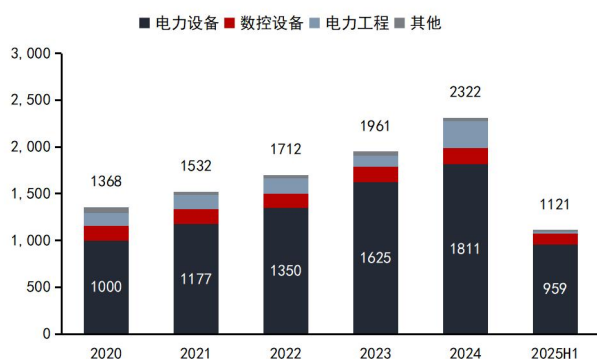


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度业绩同环比稳健增长，销售费用增长较快。三季度公司实现营收 6.94 亿元，

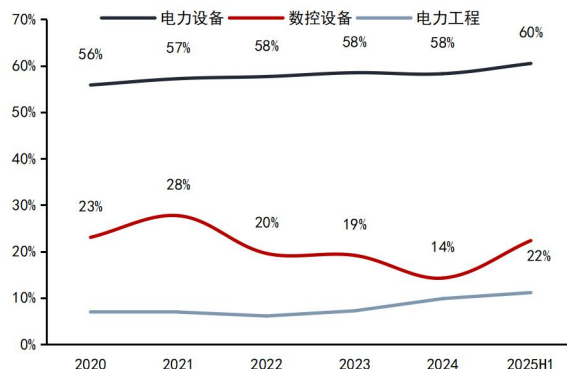
同比+20.13%，环比+13.45%；归母净利润 2.13 亿元，同比+18.51%，环比+7.79%；扣非净利润 2.05 亿元，同比+15.12%，环比+0.91%。三季度公司销售毛利率 55.35%，同比+1.34pct.，环比-0.38pct.；净利率 31.18%，同比-0.05pct.，环比-1.37pct.。三季度受公司海外业务开拓和股份支付费用影响，销售费用增长较快。

图7：公司分业务营业收入（单位：百万元）



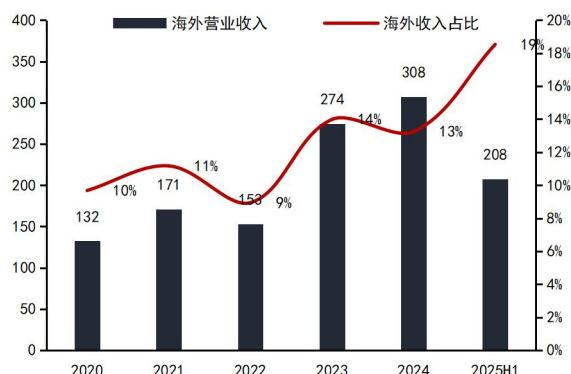
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司分产品毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：公司海外营业收入与占比（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：公司分用户类型电力设备业务收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

分接开关出口持续高增，国内收入实现稳健增长。前三季度公司电力设备业务实现收入 15.35 亿元，同比+16.51%，其中海外用户（直接出口+间接出口）实现收入 4.86 亿元，同比+45.43%，国内用户实现收入 10.49 亿元，同比+6.7%。前三季度公司分接开关出口收入占比高达 32%，公司收入结构持续优化。今年以来国内用电侧需求承压，公司仍实现逆势增长。

公司海外布局持续扩张，分接开关出口有望持续放量。2025 年 4 月，公司新加坡国际总部开幕；8 月，印尼工厂正式投产，完成东南亚立体化覆盖。公司已在土耳其建立工厂，在美国及巴西等地部署销售及团队，中东地区实现销售突破，海外布局多点开花。我们认为，全球变压器分接开关格局集中，MR 和日立产能弹性有限背景下公司出口业务有望持续放量。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司前三季度海外业务开拓情况，上调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 7.44/8.86/10.37 亿元（原预测值为 7.19/8.18/9.73 亿元），当前股价对应 PE 分别为 33/27/23 倍，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表（2025 年 10 月 29 日收盘价）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (24A)	投资评级
				24A	25E	26E	24A	25E	26E		
002270.SZ	华明装备	27.02	242	0.69	0.83	0.99	39.4	32.5	27.3	19.4	优于大市
600312.SH	平高电气	18.22	247	0.75	0.97	1.19	24.3	18.8	15.3	9.8	-
002028.SZ	思源电气	133.76	1,045	2.63	3.59	4.58	50.9	37.3	29.2	16.6	-
688676.SH	金盘科技	75.6	348	1.26	1.66	2.22	60.0	45.5	34.1	12.9	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1055	1161	1253	1661	2198	营业收入	1961	2322	2572	2937	3365
应收款项	659	730	705	805	922	营业成本	937	1189	1155	1302	1467
存货净额	365	384	506	571	643	营业税金及附加	31	31	35	35	40
其他流动资产	707	646	404	391	147	销售费用	212	210	257	279	320
流动资产合计	2984	3015	2960	3531	4027	管理费用	136	144	167	188	212
固定资产	888	919	882	939	988	研发费用	78	81	103	117	135
无形资产及其他	161	154	144	133	123	财务费用	(11)	(13)	5	1	2
其他长期资产	347	343	386	294	337	投资收益	11	17	11	12	13
长期股权投资	138	27	27	27	27	资产减值及公允价值变动	24	(11)	(10)	(10)	(10)
资产总计	4518	4458	4399	4924	5502	其他收入	9	10	10	13	15
短期借款及交易性金融负债	126	281	0	0	0	营业利润	622	696	861	1030	1208
应付款项	386	422	253	285	321	营业外净收支	24	30	22	22	22
其他流动负债	146	234	316	354	400	利润总额	646	727	883	1052	1230
流动负债合计	741	992	620	698	788	所得税费用	95	107	132	158	185
长期借款及应付债券	220	220	270	420	570	少数股东损益	8	5	6	7	9
其他长期负债	194	64	63	63	63	归属于母公司净利润	542	614	744	886	1037
长期负债合计	415	284	333	483	633	现金流量表（百万元）					
负债合计	1155	1276	953	1181	1421	净利润	542	614	744	886	1037
少数股东权益	13	16	22	29	38	资产减值准备	(3)	(6)	(5)	(5)	(5)
股东权益	3350	3166	3423	3714	4042	折旧摊销	70	72	98	103	111
负债和股东权益总计	4518	4458	4399	4924	5502	公允价值变动损失	(7)	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(11)	(13)	5	1	2
每股收益	0.61	0.69	0.83	0.99	1.16	营运资本变动	(49)	116	55	(85)	132
每股红利	0.82	0.54	0.66	0.79	0.93	其它	67	93	4	1	2
每股净资产	3.75	3.55	3.84	4.18	4.55	经营活动现金流	622	889	896	901	1277
ROIC	15%	17%	21%	23%	24%	资本开支	(63)	(114)	(50)	(150)	(150)
ROE	16%	19%	23%	25%	27%	其它投资现金流	69	57	(32)	104	(30)
毛利率	52%	49%	55%	56%	56%	投资活动现金流	6	(57)	(82)	(46)	(180)
EBIT Margin	29%	29%	33%	35%	35%	权益性融资	(15)	(14)	0	0	0
EBITDA Margin	32%	32%	37%	38%	39%	负债净变化	(122)	12	(231)	150	150
收入增长	15%	18%	11%	14%	15%	支付股利、利息	(502)	(735)	(487)	(595)	(709)
净利润增长率	51%	13%	21%	19%	17%	其它融资现金流	(81)	13	(281)	0	0
资产负债率	26%	29%	22%	24%	26%	融资活动现金流	(628)	(724)	(723)	(446)	(561)
股息率	3.0%	2.0%	2.5%	2.9%	3.4%	现金净变动	1	108	91	409	536
P/E	44.6	39.4	32.5	27.3	23.3	货币资金的期初余额	1012	1055	1161	1253	1661
P/B	7.2	7.6	7.0	6.5	5.9	货币资金的期末余额	1055	1161	1253	1661	2198
EV/EBITDA	39.9	34.5	26.4	22.7	19.7	企业自由现金流	441	644	830	731	1106
						权益自由现金流	329	667	595	880	1254

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032