华明装备（002270.SZ）

海外业务持续放量，全球化布局打开成长空间

优于大市

核心观点

前三季度业绩小幅增长，股权激励及汇兑损失影响利润增速。2026年前三季度公司实现营收20.06亿元，同比增长10.50%；归母净利润6.18亿元，同比增长6.45%；扣非净利润5.95亿元，同比增长5.11%。公司毛利率55.90%，同比+0.46pct.；净利率31.20%，同比-1.32pct.。公司财务费用0.10亿元，同比增加0.33亿元，主要系汇兑损失增加；确认股权激励成本费用0.62亿元，对利润增速形成一定影响。

三季度利润同比增长7.6%，盈利能力同比提升。2026年第三季度公司实现营收7.25亿元，同比增长4.43%；归母净利润2.29亿元，同比增长7.59%；扣非净利润2.28亿元，同比增长11.29%。三季度公司毛利率56.55%，同比+1.19pct.；净利率32.01%，同比+0.83pct.。我们估计，今年以来国内发电侧需求承压，公司电网侧和出海业务占比提升提振毛利率。

分接开关出口保持高增，收入占比超过40%。前三季度公司电力设备业务实现收入17.43亿元，同比增长13.55%，其中直接出口+间接出口实现收入约7.09亿元，同比增长45.91%；国内用户实现收入约10.34亿元，同比下降1.43%。海外用户收入占电力设备业务收入比例达到40.7%，较上年同期提升约9.0个百分点。公司海外用户收入延续快速增长，收入结构持续向海外倾斜。2026年上半年，公司电力设备直接及间接出口销售额、订单金额均创历史同期新高。

海外本土化布局持续深化，开拓欧美及中东市场。2026年以来，公司持续推进海外本土化战略，在欧洲新设子公司，作为拓展西欧、北欧市场的区域支点；中东市场重点从沙特切入，相关本地化工作持续推进。现有市场方面，土耳其今年收入增长较快、贡献度较高，主要受益于当地电网建设周期及土耳其变压器产业集群带来的欧洲转口需求。公司持续完善海外区域布局，有望为中长期海外业务增长提供支撑。

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：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司股份支付费用、汇兑损失和国内需求情况，下调2026-2027年盈利预测，新增2028年盈利预测。我们预计公司2026-2028年实现归母净利润7.93/10.12/12.72亿元（26-27年原预测值分别为8.86/10.37亿元）。当前股价对应PE分别约为22/17/14倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,322	2,427	2,840	3,421	4,158
(+/-%)	18.4%	4.5%	17.0%	20.4%	21.6%
净利润(百万元)	614	710	793	1012	1272
(+/-%)	13.3%	15.5%	11.7%	27.6%	25.8%
每股收益（元）	0.69	0.79	0.88	1.13	1.42
EBIT Margin	28.7%	32.2%	32.5%	34.0%	35.3%
净资产收益率（ROE）	18.9%	22.5%	24.3%	28.3%	31.8%
市盈率（PE）	28.2	24.4	21.8	17.1	13.6
EV/EBITDA	25.1	22.6	18.4	15.0	12.2
市净率（PB）	5.47	5.51	5.11	4.60	4.09

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

证券分析师：刘聪妍
0755-81981813
liucongyan@guosen.com.cn
S0980526100003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.32元
总市值/流通市值	17315/17315百万元
52周最高价/最低价	38.01/16.78元
近3个月日均成交额	251.58百万元

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）-分接开关出口保持高增，长期受益于全球电力投资》——2025-10-30

《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

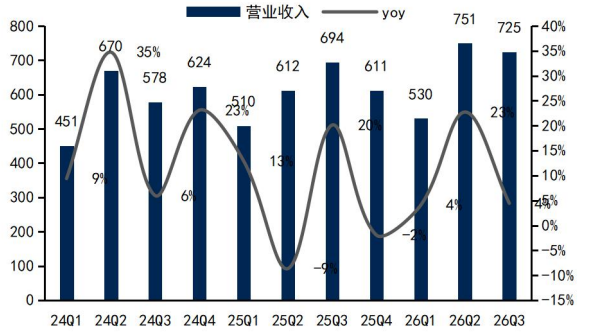
前三季度业绩小幅增长，股权激励及汇兑损失影响利润增速。2026 年前三季度公司实现营收 20.06 亿元，同比增长 10.50%；归母净利润 6.18 亿元，同比增长 6.45%；扣非净利润 5.95 亿元，同比增长 5.11%。公司毛利率 55.90%，同比+0.46pct.；净利率 31.20%，同比-1.32pct.。公司财务费用 0.10 亿元，同比增加 0.33 亿元，主要系汇兑损失增加；确认股权激励成本费用 0.62 亿元，对利润增速形成一定影响。前三季度剔除股份支付影响后的扣非归母净利润为 6.4 亿元，同比增长 10.55%。

图1：公司年度和前三季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



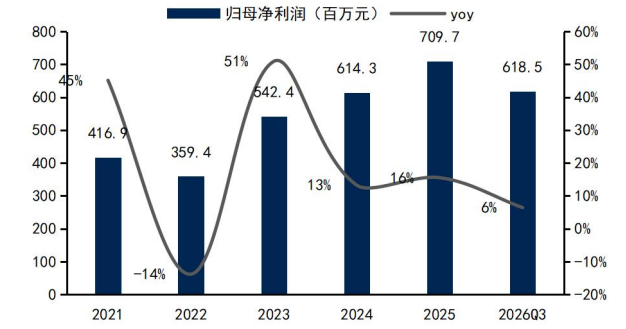
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



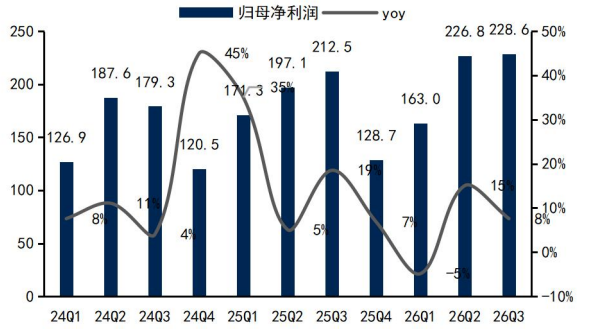
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度和前三季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



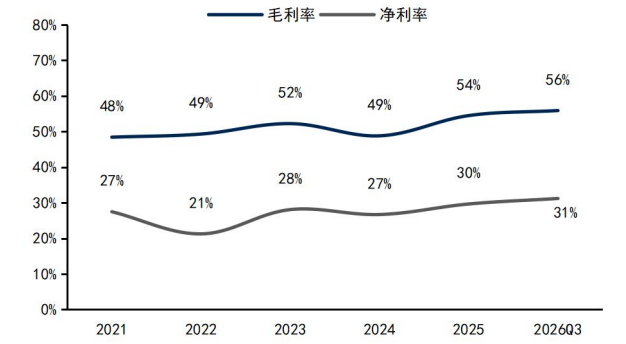
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



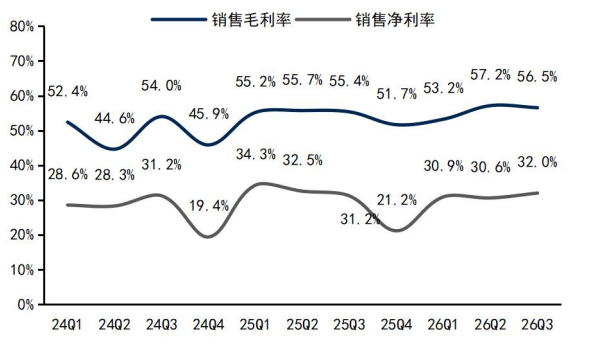
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度和前三季度毛利率、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

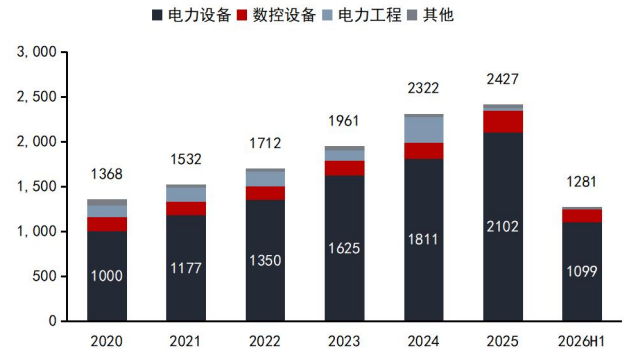
图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

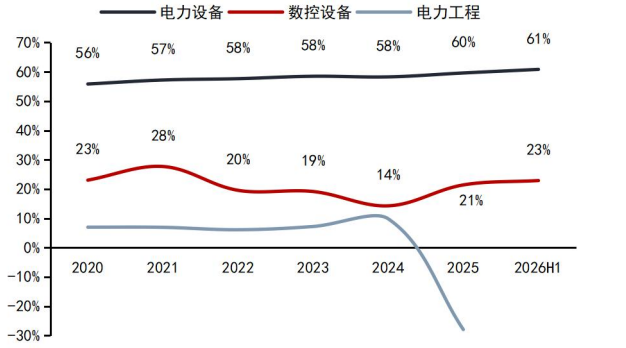
三季度利润同比增长 7.6%，盈利能力同比提升。2026 年第三季度公司实现营收 7.25 亿元，同比增长 4.43%；归母净利润 2.29 亿元，同比增长 7.59%；扣非净利润 2.28 亿元，同比增长 11.29%。三季度公司毛利率 56.55%，同比+1.19pct.；净利率 32.01%，同比+0.83pct.。我们估计，今年以来国内发电侧需求承压，公司电网侧和出海业务占比提升提振毛利率。

图7：公司年度和上半年分业务营业收入（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：公司年度和上半年分产品毛利率（单位：%）



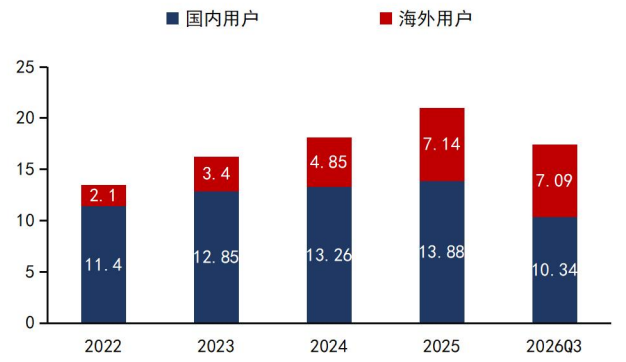
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：公司年度和上半年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：公司年度和前三季度分终端用户类型电力设备业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

分接开关出口保持高增，收入占比超过 40%。前三季度公司电力设备业务实现收入 17.43 亿元，同比增长 13.55%，其中直接出口+间接出口实现收入约 7.09 亿元，同比增长 45.91%；国内用户实现收入约 10.34 亿元，同比下降 1.43%。海外用户收入占电力设备业务收入比例达到 40.7%，较上年同期提升约 9.0 个百分点。公司海外用户收入延续快速增长，收入结构持续向海外倾斜。2026 年上半年，公司电力设备直接及间接出口销售额、订单金额均创历史同期新高。

海外本土化布局持续深化，开拓欧美及中东市场。2026 年以来，公司持续推进海外本土化战略，在欧洲新设子公司，作为拓展西欧、北欧市场的区域支点；中东市场重点从沙特切入，相关本地化工作持续推进；美国市场则逐步推进产品试验及相关工作，后续仍需完善本地化生产、销售和服务体系。现有市场方面，土耳其今年收入增长较快、贡献度较高，主要受益于当地电网建设周期及土耳其变压器产业集群带来的欧洲转口需求。公司持续完善海外区域布局，有望为中长期海外业务增长提供支撑。

配网新产品亮相，进一步拓展产品应用范围。2026 年 8 月，公司在 CIGRE 巴黎大会展示 MET 电力电子有载分接开关及 PVF 型油浸式盘形真空有载分接开关，分别适用于 24kV 及以下、40.5kV 及以下电压等级的配网变压器，进一步丰富配网调压产品布局。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司股份支付费用、汇兑损失和国内需求情况，下调 2026-2027 年盈利预测，新增 2028 年盈利预测。我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 7.93/10.12/12.72 亿元（26-27 年原预测值分别为 8.86/10.37 亿元）。当前股价对应 PE 分别约为 22/17/14 倍，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表（2026 年 11 月 10 日收盘价）

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			ROE	投资评级
			亿元	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	（2025A）	
002270.SZ	华明装备	19.32	173	0.79	0.88	1.13	24.4	21.8	17.1	22.5	优于大市
600312.SH	平高电气	21.23	288	0.83	1.04	1.26	25.6	20.4	16.8	10.0	-
002028.SZ	思源电气	114.27	899	4.03	5.03	6.91	28.4	22.7	16.5	20.3	-
688676.SH	金盘科技	55.19	254	1.43	1.84	2.76	38.6	30.0	20.0	12.6	-

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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1161	1292	1868	2255	2851
应收款项	730	679	584	703	854
存货净额	384	387	427	511	612
其他流动资产	740	916	561	593	338
流动资产合计	**3015**	**3274**	**3439**	**4061**	**4656**
固定资产	919	1149	1096	1137	1171
无形资产及其他	154	154	144	133	123
其他长期资产	343	611	426	342	416
长期股权投资	27	21	21	21	21
资产总计	**4458**	**5208**	**5126**	**5695**	**6387**
短期借款及交易性金融负债	281	326	0	0	0
应付款项	422	401	285	340	408
其他流动负债	234	286	356	419	500
流动负债合计	**992**	**1081**	**698**	**828**	**991**
长期借款及应付债券	220	393	443	493	543
其他长期负债	64	562	559	559	559
长期负债合计	**284**	**955**	**1002**	**1052**	**1102**
负债合计	**1276**	**2036**	**1700**	**1880**	**2093**
少数股东权益	16	30	38	50	65
股东权益	3166	3142	3388	3766	4229
负债和股东权益总计	**4458**	**5208**	**5126**	**5695**	**6387**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.69	0.79	0.88	1.13	1.42
每股红利	0.54	0.61	0.71	0.90	1.14
每股净资产	3.53	3.51	3.78	4.20	4.72
ROIC	17%	19%	21%	25%	28%
ROE	19%	23%	24%	28%	32%
毛利率	49%	54%	54%	55%	55%
EBIT Margin	29%	32%	32%	34%	35%
EBITDA Margin	32%	35%	36%	37%	38%
收入增长	18%	5%	17%	20%	22%
净利润增长率	13%	16%	12%	28%	26%
资产负债率	29%	39%	33%	33%	33%
股息率	2.8%	3.2%	3.7%	4.7%	5.9%
P/E	28.2	24.4	21.8	17.1	13.6
P/B	5.5	5.5	5.1	4.6	4.1
EV/EBITDA	25.1	22.6	18.4	15.0	12.2

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**2322**	**2427**	**2840**	**3421**	**4158**
营业成本	1189	1104	1298	1553	1863
营业税金及附加	31	32	34	41	50
销售费用	210	252	284	325	383
管理费用	144	170	199	216	254
研发费用	81	88	102	123	141
财务费用	(13)	(26)	4	(10)	(14)
投资收益	17	(12)	5	10	10
资产减值及公允价值变动	(11)	(6)	(10)	(10)	(10)
其他收入	10	46	8	10	10
营业利润	696	834	922	1182	1493
营业外净收支	30	14	22	22	22
利润总额	**727**	**848**	**944**	**1204**	**1515**
所得税费用	107	129	142	181	227
少数股东损益	5	10	9	12	15
归属于母公司净利润	**614**	**710**	**793**	**1012**	**1272**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	614	710	793	1012	1272
资产减值准备	(6)	(5)	(5)	(5)	(5)
折旧摊销	72	76	113	119	127
公允价值变动损失	0	(0)	0	0	0
财务费用	(13)	(26)	4	(10)	(14)
营运资本变动	116	(82)	353	(105)	165
其它	93	(95)	10	(3)	(4)
经营活动现金流	**889**	**604**	**1264**	**1018**	**1555**
资本开支	(114)	(112)	(50)	(150)	(150)
其它投资现金流	57	163	190	94	(64)
投资活动现金流	**(57)**	**51**	**140**	**(56)**	**(214)**
权益性融资	(14)	(180)	0	0	0
负债净变化	12	54	(276)	50	50
支付股利、利息	(735)	(487)	(548)	(634)	(809)
其它融资现金流	13	(118)	(326)	0	0
融资活动现金流	**(724)**	**(587)**	**(828)**	**(575)**	**(745)**
现金净变动	**108**	**68**	**576**	**387**	**596**
货币资金的期初余额	1055	1161	1292	1868	2255
货币资金的期末余额	1161	1292	1868	2255	2851
企业自由现金流	644	544	1201	852	1390
权益自由现金流	667	620	921	910	1452

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±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±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