

2024年04月21日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 出海体量快速提升，产品结构持续优化

—华明装备（002270.SZ）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

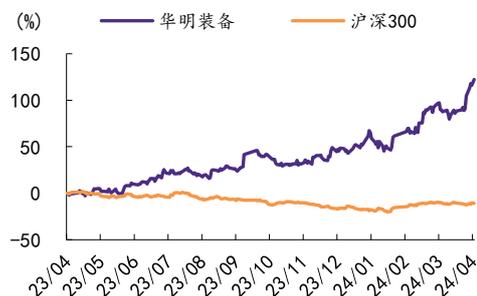
分析师：张涵 S1050521110008  
zhanghan3@cfsc.com.cn  
联系人：罗笛箫 S1050122110005  
luodx@cfsc.com.cn

## 基本数据

2024-04-19

当前股价(元)	20.15
总市值(亿元)	181
总股本(百万股)	896
流通股本(百万股)	759
52周价格范围(元)	9.76-21.32
日均成交额(百万元)	161.13

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

1、《华明装备（002270）：海外业务高速增长，盈利能力持续提高》  
2023-08-14

华明装备发布 2023 年年度报告和 2024 年一季度报告，2023 年公司实现营业收入 19.61 亿元，同比增长 14.57%，实现归母净利润 5.42 亿元，同比增长 50.90%；2024Q1 公司实现营业收入 4.51 亿元，同比增长 9.40%，实现归母净利润 1.27 亿元，同比增长 7.59%。

## 投资要点

### ■ 电力设备业务高增，盈利能力上行

2023 年公司实现营业收入 19.61 亿元，同比增长 14.57%，其中核心业务电力设备业务实现收入 16.25 亿元，营收占比 83%，同比增长 20.4%，主要受益于国内电网投资、工业用电、海外市场等领域需求上行；实现归母净利润 5.42 亿元，同比增长 50.90%；毛利率为 52.23%，同比提高 2.93pct，净利率为 28.08%，同比提高 6.82pct，主要得益于电力设备业务占比提升及产品结构优化、海外收入占比提高、规模化效应降本增效等。

2024Q1 公司实现营业收入 4.51 亿元，同比增长 9.40%；实现归母净利润 1.27 亿元，同比增长 7.59%；电力设备业务实现收入 3.92 亿元，同比增长 14.63%。

### ■ 出海体量快速提升，海外布局正在进行

2023 年公司海外直接出口收入达 2.74 亿元，营收占比 14%，同比增长 79.16%，其中分接开关海外直接出口收入达 2.42 亿元，同比增长 72%，增速显著；同时，公司电力设备业务中直接+间接出口收入比重已超 20%。公司出口体量和占比快速提升主要系 2022 年基数较低、上半年集中交付过去两年累计海外订单、下半年单一市场爆发及短期市场需求提升等。分市场看，目前欧美是公司在海外最大市场，其次是东南亚、中东、中亚、非洲等市场，各区域体量相近。2023 年公司在美国市场上从原本的配网设备配套订单拓展至分接开关订单，同时积极在美国本土寻求产能布局机会；另外，考虑到东南亚市场发展增速较快，公司超前在东南亚布局，目前已基本确定选址和方案，正在进行团队组建和细节谈判。

### ■ 积极拓展新应用场景，产品结构持续优化

2023 年公司积极拓展产品新的应用场景，在进口产品为主的

核电领域、工业整流变压器、特高压领域都实现了新突破，打破海外垄断：已突破特高压领域应用，2023年10月底签订特高压有载换流变批量订单；已突破核电领域应用，首台500kV核电机组变压器分接开关产品发货；首台套115kV移相变压器分接开关正式投运；工业用220kV整流变压器真空有载分接开关正式投运。

分接开关产品结构方面，由于相较于油浸式开关，真空开关安全性更高，全生命周期的运维和检修成本更低，且目前公司海外竞争对手只销售真空开关，因此真空开关是公司目前销售重点，2023年公司真空开关产品出货占比进一步提升，目前已超过四成，收入占比更高。

### 盈利预测

预测公司2024-2026年收入分别为23.35、27.75、32.12亿元，EPS分别为0.73、0.90、1.07元，当前股价对应PE分别为27.8、22.4、18.9倍，给予“买入”投资评级。

### 风险提示

海内外电网投资建设进度不及预期；原材料价格波动风险；海外市场拓展不及预期风险；产能建设进度不及预期风险；大盘系统性风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,961	2,335	2,775	3,212
增长率（%）	14.6%	19.1%	18.8%	15.7%
归母净利润（百万元）	542	650	807	957
增长率（%）	50.9%	19.9%	24.1%	18.6%
摊薄每股收益（元）	0.61	0.73	0.90	1.07
ROE（%）	16.1%	19.1%	23.5%	27.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>1,961</b>	<b>2,335</b>	<b>2,775</b>	<b>3,212</b>
现金及现金等价物	1,055	945	796	659	营业成本	937	1,066	1,223	1,386
应收款	717	854	1,014	1,174	营业税金及附加	31	37	44	51
存货	365	430	494	561	销售费用	212	229	272	315
其他流动资产	847	997	1,175	1,351	管理费用	136	156	186	215
流动资产合计	2,984	3,226	3,480	3,744	财务费用	-11	0	0	0
<b>非流动资产:</b>					研发费用	78	86	103	119
金融类资产	56	56	56	56	费用合计	416	472	561	649
固定资产	865	779	701	631	资产减值损失	-3	-9	-9	-9
在建工程	23	23	23	23	公允价值变动	7	0	0	0
无形资产	161	153	145	138	投资收益	11	11	11	11
长期股权投资	138	138	138	138	<b>营业利润</b>	<b>622</b>	<b>761</b>	<b>947</b>	<b>1,126</b>
其他非流动资产	347	347	347	347	加:营业外收入	27	19	19	19
非流动资产合计	1,535	1,440	1,354	1,276	减:营业外支出	3	5	5	5
资产总计	4,518	4,666	4,834	5,020	<b>利润总额</b>	<b>646</b>	<b>774</b>	<b>961</b>	<b>1,140</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	95	114	142	168
短期借款	60	60	60	60	<b>净利润</b>	<b>551</b>	<b>660</b>	<b>819</b>	<b>972</b>
应付账款、票据	386	484	591	709	少数股东损益	8	10	12	15
其他流动负债	212	212	212	212	<b>归母净利润</b>	<b>542</b>	<b>650</b>	<b>807</b>	<b>957</b>
流动负债合计	741	855	981	1,117					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	220	220	220	220	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	194	194	194	194	营业收入增长率	14.6%	19.1%	18.8%	15.7%
非流动负债合计	415	415	415	415	归母净利润增长率	50.9%	19.9%	24.1%	18.6%
负债合计	1,155	1,270	1,396	1,532	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	52.2%	54.4%	55.9%	56.9%
股本	896	896	896	896	四项费用/营收	21.2%	20.2%	20.2%	20.2%
股东权益	3,363	3,396	3,438	3,488	净利率	28.1%	28.3%	29.5%	30.3%
负债和所有者权益	4,518	4,666	4,834	5,020	ROE	16.1%	19.1%	23.5%	27.4%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	25.6%	27.2%	28.9%	30.5%
净利润	551	660	819	972	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	8	10	12	15	总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
折旧摊销	70	95	86	77	应收账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
公允价值变动	7	0	0	0	存货周转率	2.6	2.6	2.6	2.6
营运资金变动	-14	-238	-277	-265	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	622	527	640	799	EPS	0.61	0.73	0.90	1.07
投资活动现金净流量	6	87	78	70	P/E	33.3	27.8	22.4	18.9
筹资活动现金净流量	-738	-627	-777	-922	P/S	9.2	7.7	6.5	5.6
现金流量净额	-110	-13	-59	-53	P/B	5.4	5.4	5.3	5.3

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 电力设备组介绍

**张涵：**电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5 年证券行业研究经验，曾获得 2022 年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

**臧天律：**金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

**罗笛箫：**欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

## ■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。