

华荣股份 (603855)

证券研究报告

2021年10月28日

业绩快速增长，短期毛利率变动但盈利能力仍然稳定

事件：公司于2021年10月27日发布三季度报告，2021年前三季度实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为20.86亿/2.98亿/2.44亿，同比分别增长47.36%/47.17%/31.30%。

三季度公司营收持续上涨：Q3单季度实现营业收入8.90亿元，同比、环比分别增长67.04%/30.77%，实现归母净利润1.27亿元，同比、环比分别增长57.82%/15.32%，实现扣非归母净利润0.89亿元，同比、环比分别增长16.38%/-5.91%。非经常性损益变化比较大的原因是三季度收到了一千万的政府补助。

业务结构变动影响短期毛利率，费用管控效果明显净利率稳定：三季度营收增长较快除各产品线销售收入均有所增长外，光伏EPC收入同比增幅较大（光伏EPC项目毛利率不足10%，而主营业务厂用防爆电器、专业照明业务毛利率均在60%以上），这对公司盈利情况造成一定影响。前三季度毛利率为47.01%，同比降低11.18pct，而Q3单季度的毛利率为41.90%，环比下降8.81pct且低于前三季度的综合毛利率，可以判断出影响仍为短期因素。同时，相对于毛利率公司净利率保持较为稳定水平，前三季度净利率为14.49%，同比仅下降0.33pct。这主要是因为费用率的下降，前三季度三费率（含研发）为31.88%，同比降低8.98pct，其中销售费用率最为突出，下降8.13pct。我们认为光伏EPC业务增加具有两面性，降低了公司毛利率的同时也降低了销售费用（此业务的销售模式与防爆电器业务高销售费用的“业务发展商”模式不同），公司盈利能力仍处于稳定水平。

盈利质量提升，业务发展仍然看好：公司前三季度经营性现金流入净额达到了2.28亿元，而去年同期仅为0.60亿元，净现比由去年同期的4.20提升至10.92，盈利质量明显提升。合同负债1.3亿元，较年初提升约2倍，环比也有所增加，我们仍然看好公司未来的业绩增速。

盈利预测与投资建议：预计2021-2023年公司营业收入分别为30.90亿、39.82亿、49.26亿，YOY为35.36%、28.88%、23.70%；归母净利润分别为3.66亿、4.63亿、5.76亿，YOY为40.29%、26.67%、24.43%，对应PE 20.53、16.21、13.03X，维持买入评级。

风险提示：下游领域拓展不及预期；业务发展商变动；客户集中风险；安全生产风险等

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.24元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	337.64
流通A股股本(百万股)	333.50
A股总市值(百万元)	7,509.11
流通A股市值(百万元)	7,417.08
每股净资产(元)	4.94
资产负债率(%)	54.86
一年内最高/最低(元)	26.28/13.68

作者

李鲁靖	分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuye@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华荣股份-半年报点评:扣非净利润大幅增长，防爆业务市场空间打开》2021-08-30
- 《华荣股份-首次覆盖报告:防爆电器领域龙头行稳致远，业绩持续增长》2021-07-11

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,942.55	2,282.71	3,089.94	3,982.44	4,926.22
增长率(%)	19.08	17.51	35.36	28.88	23.70
EBITDA(百万元)	337.97	431.97	447.21	566.70	701.14
净利润(百万元)	190.13	260.68	365.71	463.24	576.40
增长率(%)	24.79	37.11	40.29	26.67	24.43
EPS(元/股)	0.56	0.77	1.08	1.37	1.71
市盈率(P/E)	39.50	28.81	20.53	16.21	13.03
市净率(P/B)	5.00	4.63	3.93	3.36	2.85
市销率(P/S)	3.87	3.29	2.43	1.89	1.52
EV/EBITDA	7.27	10.49	14.38	11.21	8.32

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	701.64	650.47	849.38	978.43	1,563.37	营业收入	1,942.55	2,282.71	3,089.94	3,982.44	4,926.22
应收票据及应收账款	873.29	1,112.34	1,462.62	1,856.08	2,249.10	营业成本	876.20	1,067.87	1,440.07	1,848.97	2,279.12
预付账款	12.21	37.76	14.13	53.14	37.43	营业税金及附加	17.18	21.76	24.72	31.86	39.41
存货	382.14	471.97	648.09	790.00	982.65	营业费用	692.54	737.59	1,004.23	1,294.29	1,601.02
其他	356.96	442.16	452.64	417.02	410.57	管理费用	68.14	72.68	95.79	119.47	147.79
流动资产合计	2,326.25	2,714.70	3,426.85	4,094.67	5,243.12	研发费用	69.72	80.93	109.69	141.38	174.88
长期股权投资	1.98	1.74	1.74	1.74	1.74	财务费用	(1.78)	4.36	(9.43)	(12.79)	(17.78)
固定资产	332.29	349.19	354.02	363.01	360.09	资产减值损失	(0.36)	(0.19)	4.00	4.00	4.00
在建工程	0.22	67.11	76.26	93.76	86.25	公允价值变动收益	(0.86)	(0.41)	(20.96)	(40.00)	(50.00)
无形资产	75.40	87.84	82.13	76.41	70.70	投资净收益	7.19	3.14	5.00	5.00	5.00
其他	125.14	164.94	138.78	141.65	144.48	其他	10.53	4.76	31.91	70.00	90.00
非流动资产合计	535.03	670.82	652.94	676.57	663.26	营业利润	204.06	290.24	404.92	520.26	652.79
资产总计	2,861.28	3,385.52	4,079.78	4,771.24	5,906.38	营业外收入	15.31	17.24	15.00	15.00	15.00
短期借款	2.30	10.10	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.14	0.82	0.70	0.70	0.70
应付票据及应付账款	410.06	546.53	560.03	719.04	886.32	利润总额	218.23	306.66	419.22	534.56	667.09
其他	900.36	1,148.45	1,550.65	1,744.88	2,289.86	所得税	24.67	34.74	46.11	58.80	73.38
流动负债合计	1,312.72	1,705.08	2,110.68	2,463.93	3,176.18	净利润	193.56	271.92	373.10	475.76	593.71
长期借款	0.59	0.40	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	3.44	11.24	7.39	12.51	17.31
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	190.13	260.68	365.71	463.24	576.40
其他	14.84	28.81	19.69	21.12	23.21	每股收益(元)	0.56	0.77	1.08	1.37	1.71
非流动负债合计	15.43	29.21	19.69	21.12	23.21						
负债合计	1,328.14	1,734.29	2,130.37	2,485.04	3,199.39						
少数股东权益	30.48	30.40	37.79	50.30	67.61	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	337.19	337.66	337.64	337.64	337.64	成长能力					
资本公积	696.19	725.07	725.07	725.07	725.07	营业收入	19.08%	17.51%	35.36%	28.88%	23.70%
留存收益	1,193.96	1,317.99	1,573.98	1,898.26	2,301.74	营业利润	30.28%	42.24%	39.51%	28.49%	25.47%
其他	(724.69)	(759.89)	(725.07)	(725.07)	(725.07)	归属于母公司净利润	24.79%	37.11%	40.29%	26.67%	24.43%
股东权益合计	1,533.13	1,651.23	1,949.41	2,286.20	2,706.99	获利能力					
负债和股东权益总计	2,861.28	3,385.52	4,079.78	4,771.24	5,906.38	毛利率	54.89%	53.22%	53.39%	53.57%	53.73%
						净利率	9.79%	11.42%	11.84%	11.63%	11.70%
						ROE	12.65%	16.08%	19.13%	20.72%	21.84%
						ROIC	18.32%	39.64%	50.24%	54.20%	52.39%
						偿债能力					
						资产负债率	46.42%	51.23%	52.22%	52.08%	54.17%
						净负债率	-45.53%	-38.44%	-43.47%	-42.68%	-57.63%
						流动比率	1.77	1.59	1.62	1.66	1.65
						速动比率	1.48	1.32	1.32	1.34	1.34
						营运能力					
						应收账款周转率	2.08	2.30	2.40	2.40	2.40
						存货周转率	5.72	5.35	5.52	5.54	5.56
						总资产周转率	0.72	0.73	0.83	0.90	0.92
						每股指标(元)					
						每股收益	0.56	0.77	1.08	1.37	1.71
						每股经营现金流	0.90	1.02	0.86	0.74	2.03
						每股净资产	4.45	4.80	5.66	6.62	7.82
						估值比率					
						市盈率	39.50	28.81	20.53	16.21	13.03
						市净率	5.00	4.63	3.93	3.36	2.85
						EV/EBITDA	7.27	10.49	14.38	11.21	8.32
						EV/EBIT	8.33	11.74	16.26	12.52	9.18

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	193.56	271.92	365.71	463.24	576.40
折旧摊销	43.31	47.81	51.73	59.23	66.14
财务费用	0.42	12.20	(9.43)	(12.79)	(17.78)
投资损失	(7.19)	(3.14)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(37.81)	128.66	(98.18)	(227.63)	97.36
其它	112.74	(113.44)	(13.56)	(27.49)	(32.69)
经营活动现金流	305.03	344.01	291.26	249.57	684.43
资本支出	(45.72)	128.25	69.12	78.58	47.91
长期投资	1.98	(0.24)	0.00	0.00	0.00
其他	187.76	(320.63)	(82.21)	(73.58)	7.09
投资活动现金流	144.02	(192.62)	(13.09)	5.00	55.00
债权融资	3.62	15.78	2.01	2.67	3.32
股权融资	3.02	18.67	44.23	12.79	17.78
其他	(111.78)	(211.05)	(125.49)	(140.98)	(175.59)
筹资活动现金流	(105.13)	(176.61)	(79.25)	(125.52)	(154.49)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	343.91	(25.22)	198.91	129.05	584.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com