

“双碳”背景&油气开支上行，防爆电器+专业照明共发力

➤ **30余年铸就国内防爆电器龙头，受益油气开支周期和非油气需求放量。**公司成立于1985年，成立以来一直从事防爆电器的研究、开发与生产制造。2005年进军海外，2014年通过美国FM认证，2018、2019年分别在迪拜和香港设立分公司，借势“一带一路”，加速全球布局。目前公司防爆电器业务国内市占率稳居行业第一。2016-2020年公司营收复合增速17.4%，归母净利润复合增速23.2%，2020年防爆电器业务实现营收共16.07亿元。根据华经产业研究院预计，2019年国内防爆电器市场规模为70亿元，预计到2025年增长至120亿元以上；2019年全球防爆电器需求量为50亿美元，预计到2025年全球防爆电器市场规模达80亿美元。2022年行业的变化在于：**1) 全球油气开支提升，预计带动公司产品需求放量**，油气是公司下游需求的重要领域，伴随着油价持续上行，预计全球油气资本开支增速上行，国内中石油+中石化+中海油合计资本开支同比增速达16.3%（2020-2021年增速为-14.2%、8.2%），全球油气资本开支同比增速上行至13.6%，利好公司油气防爆电器业务放量；**2) 非油气业务发展势头持续**，2021年公司在白酒、核电、军工等新领域表现亮眼，2022年预计该趋势延续。

➤ **专业照明业务新基地落地，开启快速发展周期。**专业照明和防爆电器下游存在一定重叠，业务拓展方面存在一定协同性，2020年公司专业照明业务营收达3.1亿元。根据华经产业研究院统计，2020年全球工业LED照明产业市场规模为125亿美元，2014-2020年复合增速29.1%。从国内市场来看，2020年LED工业照明设备产值达到483亿元，2014-2020年复合增速18.8%，成长性较好。公司将业务发展商模式导入专业照明领域，经过最近2-3年的磨合和优化，渠道建设进入收获期。同时，公司南浔新基地落成，硬件设施有了质的提升，生产自动化、管理信息化水平提升，此前场地限制很多大型设备无法进场的问题也迎刃而解，产品线扩充可以让华荣照明产品满足更多应用场景的需求。

➤ **安工智能系统落地，从制造商向服务商转变。**公司2019年自主开发并拥有完全知识产权的“软件+传输+感知”安工智能管理控制系统（SCS），融汇安全、指挥、调度、监控等全天候智能安全管理功能，并可不断拓展和兼容发展。SCS安工智能系统标志着公司从制造商向服务商转变，成长空间进一步打开。该系统目前已在镇海炼化、上海石化、神华宁煤等十余家客户应用，用户反馈效果良好，这种平台+终端产品的业务模式将为公司带来新的业务增量，同时能大幅提高客户粘性。

➤ **投资建议：**考虑到防爆电器行业的景气周期和公司专业照明业务处于快速发展阶段，预计公司2021-2023年归母净利润分别是3.6/4.6/6.2亿元，对应估值分别是20x/15x/11x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1.疫情影响国内需求风险；2.专业照明领域竞争加剧导致均价下滑风险；3.原材料继续上涨导致产品毛利率下滑风险；4.疫情等扰动海外需求风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,283	3,181	3,846	4,677
增长率(%)	17.5	39.3	20.9	21.6
归属母公司股东净利润(百万元)	261	357	462	621
增长率(%)	37.1	36.8	29.6	34.4
每股收益(元)	0.77	1.06	1.37	1.84
PE	27	20	15	11
PB	4.3	3.5	2.9	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年4月1日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

20.61元



分析师：李哲

执业证号：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师：罗松

执业证号：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

目录

1 防爆电器行业国内龙头	3
1.1 深耕防爆行业三十年，成行业领跑者	3
1.2 产品系列丰富，应用领域广泛	4
1.3 业绩稳健增长，净利率持续提升	5
2 防爆行业门槛提升，龙头优势进一步体现	9
2.1 防爆电器准入门槛升高	9
2.2 市场空间有望进一步增长	10
2.3 国内市场两极分化，海外市场加速洗牌	12
2.4 国内新领域需求释放，海外布局初显成效	14
3 渠道协同，专业照明第二增长曲线发力	16
3.1 专业照明产品差异化趋势明显	16
3.2 专业照明市场空间不断拓展	17
3.3 客户与防爆业务有部分重合，渠道产品协同性强	19
4 智能安工系统助力产品+服务模式，构建消费粘性	22
5 盈利预测与投资建议	23
5.1 盈利预测假设与业务拆分	23
5.2 估值分析	24
5.3 投资建议	25
6 风险提示	26
插图目录	28
表格目录	28

1 防爆电器行业国内龙头

1.1 深耕防爆行业三十年，成行业领跑者

1.1.1 国内防爆电器领域龙头、专业照明设备领先供应商

公司成立于 1985 年，成立以来一直从事防爆电器的研究、开发与生产制造。2005 年进军海外，2014 年通过美国 FM 认证，2018、2019 年分别在迪拜和香港设立分公司，借势“一带一路”，加速全球布局。经过 30 余年发展，公司凭借较强的研发能力、生产制造能力、营销服务能力和产品质量已成为全球领先的防爆电器企业，国内市占率稳居行业第一。目前公司产品已经在油气、化工、能源、城建、医疗、白酒、军工等领域广泛应用，主要客户包括中石油、国家电网、中船重工、壳牌、雪佛龙、沙特阿美等国内外行业巨头。

图 1：华荣发展历史



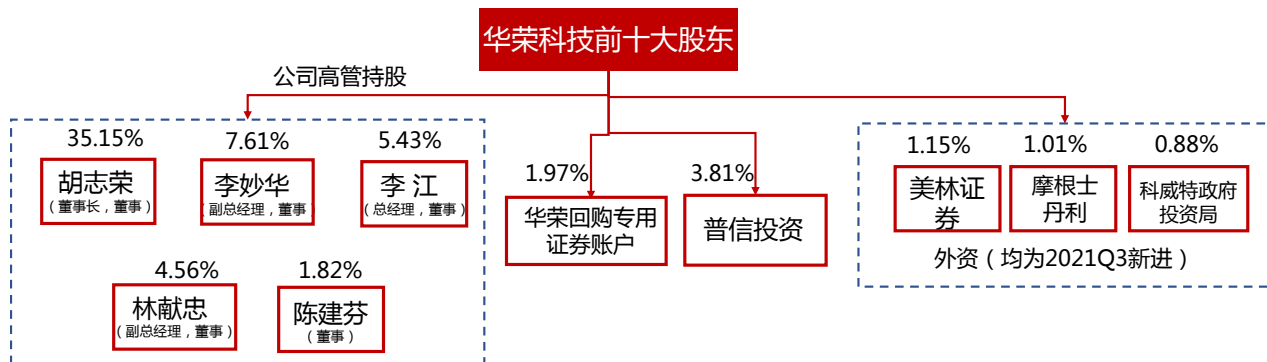
资料来源：公司官网，招股说明书，民生证券研究院

公司主营业务包括防爆电器、专业照明设备等产品的研发、生产和销售，依托出众的产品研发能力和生产制造能力，公司能够为客户提供全面的产品配套、个性化的定制服务以及全方位的防爆电器、专业照明整体解决方案。同时，公司具备新能源 EPC 总包资质，承建各项新能源电站。公司防爆电器产品国内市场占有率第一，专业照明行业处于领先地位，与中核联合研发的核级照明产品填补国内空白，投入建设新基地，未来有望激发业务新增量。

1.1.2 股权结构稳定，股权激励计划激发员工积极性

2021Q3 末，董事长胡志荣持有公司 35.15% 的股份，为公司的实际控制人，胡志荣创办了公司的前身乐清县柳市控制开关厂并担任厂长，具有丰富的从业经验。目前公司前十大股东中 5 名董事均在列(董事长胡志荣、公司总经理李江、副总经理李妙华&林献忠及董事(曾任财务总监) 陈建芬均)，此外公司受外资青睐，2021Q3 新进美林证券、摩根士丹利和科威特政府投资。

图 2：华荣股权结构（截至 2021Q3 末）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2019年11月,公司实施股权激励,计划授予限制性股票数量662万股,占该激励计划草案公告时公司股本总额的2.00%。激励计划类别为中层管理人员及骨干工(193人),授予股权数量613万股,占股权激励计划股票数量的92.6%。2021年1月,公司已完成第一阶段目标,解除限售243.20万股。2022年1月,公司已完成第二阶段目标,解除限售180.3万股。

表 1：华荣股权激励

解除限售安排	业绩考核目标	解除限售比例	达成情况
第一个解除限售期	相比2018年,2019年度净利润增长率不低于6%	40%	达成,解禁243.2万股
第二个解除限售期	相比2018年,2020年度净利润增长率不低于13%	30%	达成,解禁180.3万股
第三个解除限售期	相比2018年,2021年度净利润增长率不低于20%	30%	

资料来源:公司公告,民生证券研究院

1.2 产品系列丰富,应用领域广泛

公司主要产品包括厂用防爆电器、矿用防爆电器和专业照明设备。经过多年的发展,公司产品链不断拓展、延伸,已经形成了产品类别齐全、规格型号众多的产品系列,小到防爆接线盒、防爆开关,大到防爆开关柜、各类防爆电器、专业照明产品共50多个大类,300余种不同系列,千余种不同型号规格。

图 3：华荣产品分类



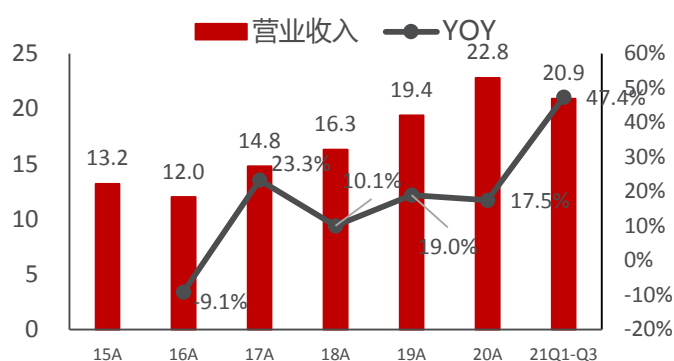
资料来源:公司官网,民生证券研究院

1.3 业绩稳健增长，净利率持续提升

1.3.1 2016-2020 收入 CAGR=17.4%，归母净利润 CAGR=23.2%

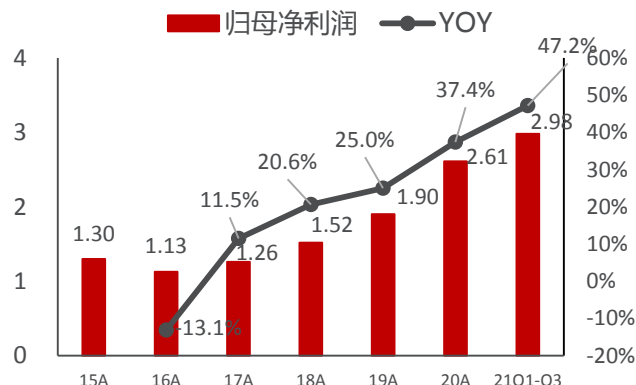
近年来公司业务规模持续扩大，收入不断增长，增速基本在 10%至 20%之间，由 2016 年 12 亿元增至 2020 年 22.83 亿元，2021Q1-Q3 营收已达到 20.86 亿元，接近 2020 年全年营收。归母净利润由 2016 年 1.13 亿元增至 2020 年 2.61 亿元，2021Q1-Q3 归母净利润达 2.98 亿元，已超 2020 年全年净额，年复增长率超 23%。

图 4：华荣营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：华荣归母净利润及增速（亿元）

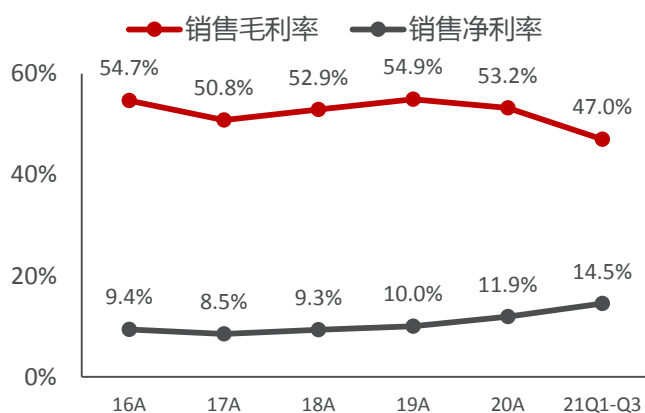


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3.2 盈利能力持续提升，回款情况较好

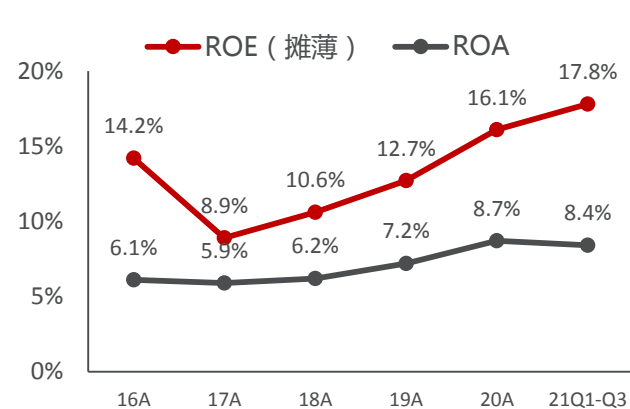
公司销售毛利率维持在 50%左右，销售净利率维持在 9%以上，且 2020 年和 2021 年 Q3 进一步升高；ROE 和 ROA 逐年增长，2021 年 Q3ROE 达到 17.84%，ROA 也保持在 8%以上。

图 6：华荣销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：华荣 ROE 及 ROA

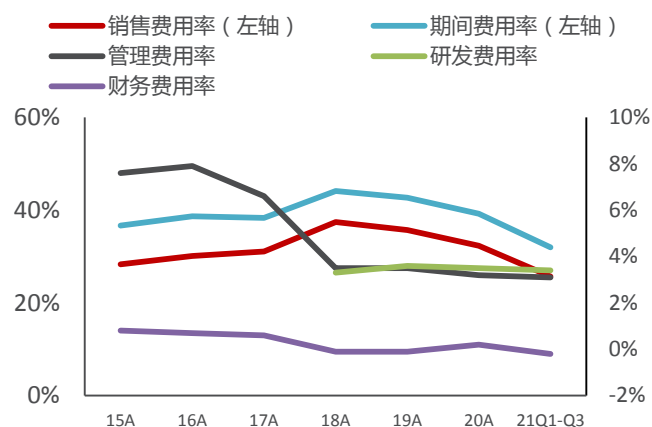


资料来源：Wind，民生证券研究院

华荣股份净利率近几年出现持续提升趋势，2018~2021Q1-Q3 净利率提升 5.2pct，毛利率降低 5.9pct，期间费用率降低 12.2pct，毛利率的降低主要因为 2021 年公司低毛利率的光伏

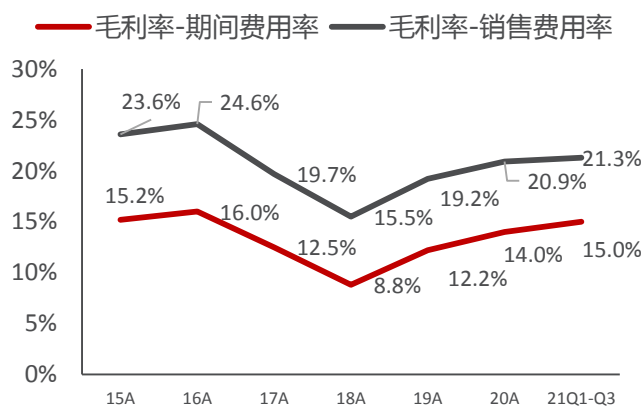
EPC 营收放量，但同时该业务期间费用率也较低，我们用毛利率-期间费用率来看，2018-2021Q1-Q3 该指标提升 6.2pct，考虑到公司期间费用里主要是销售费用，与公司的业务发展商模式相关，我们构建毛利率-销售费用率，期间该指标提升 5.8pct，成为净利率提升的核心因素。而毛利率-销售费用率指标的持续改善可能跟公司海外营收占比提升（海外业务盈利性更好），新产品布局完成（前期推广费占比降低），龙头地位确定（管理服务费率占比降低）等有关。

图 8：华荣期间费用率情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

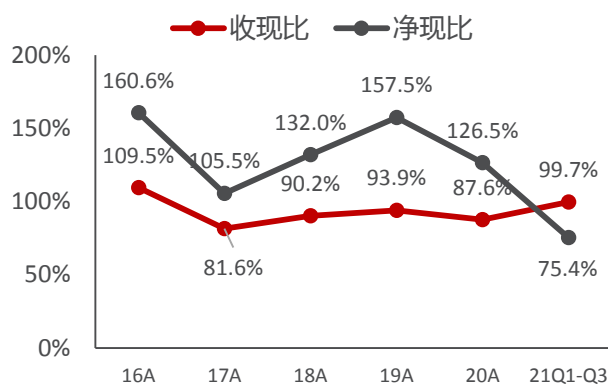
图 9：华荣毛利率-期间费用率和毛利率-销售费用率



资料来源：Wind，民生证券研究院

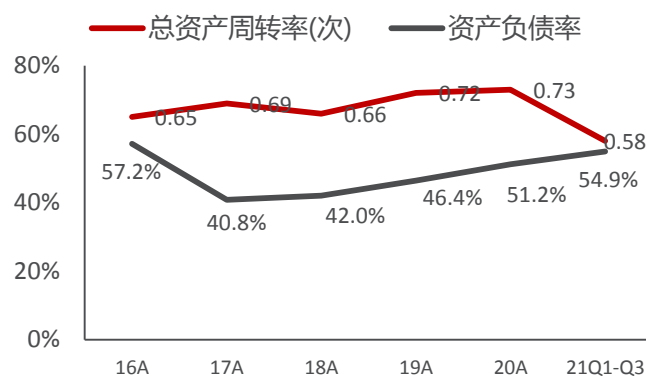
得益于“业务发展商”销售模式，公司回款能力强，收现比在 90%左右，净现比超过 100%。资产周转率保持在 0.7 左右，资产负债率在 50%左右。

图 10：华荣收现比和净现比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：华荣经营负债情况

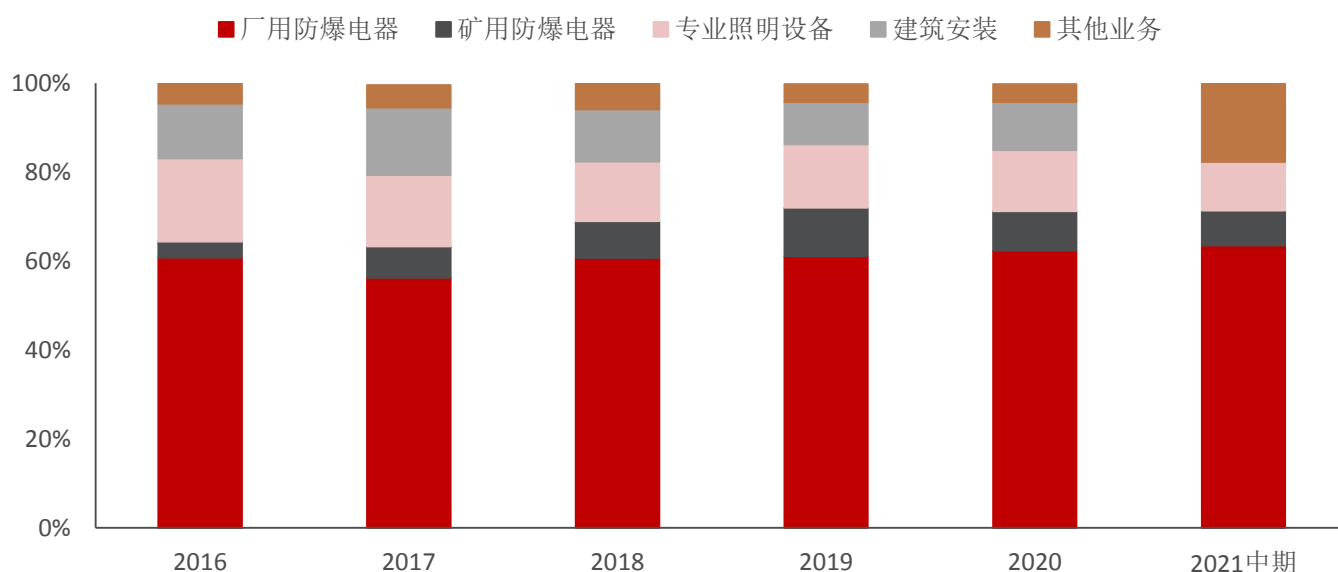


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3.3 防爆电器为公司第一大业务

厂用防爆电器占公司总营收超过 60%，矿用防爆电器占比不断升高，防爆电器（含厂用和矿用）的占比由 2016 年的 64% 增长至 2021 年中报的 71%，2020 年防爆电器业务实现营收共 16.07 亿元，其中厂用防爆电器 14.06 亿元，矿用防爆电器 2.01 亿元。

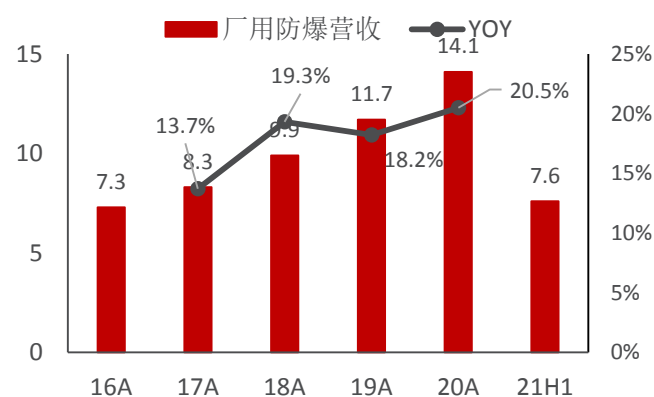
图 12：华荣业务分布



资料来源：Wind，民生证券研究院

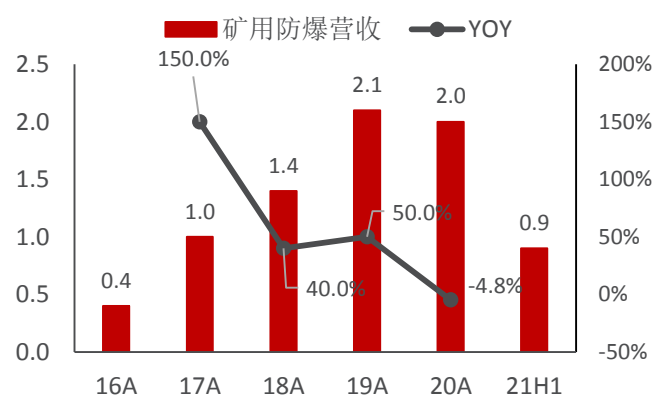
分业务来看，厂用防爆电器营业收入增长保持在 20%左右，矿用防爆电器营业收入起伏较大，专业照明行业收入增长放缓，2020 年仍达 13%。厂用防爆和专业照明毛利率都保持较高水平，贡献较高利润，分别在 60%和 70%左右，矿用防爆毛利率较低，维持在 30%左右。

图 13：华荣厂用防爆营收及增速（亿元）



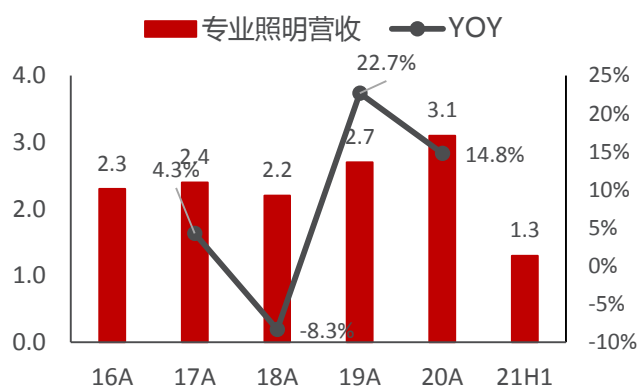
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：华荣矿用防爆营收及增速（亿元）



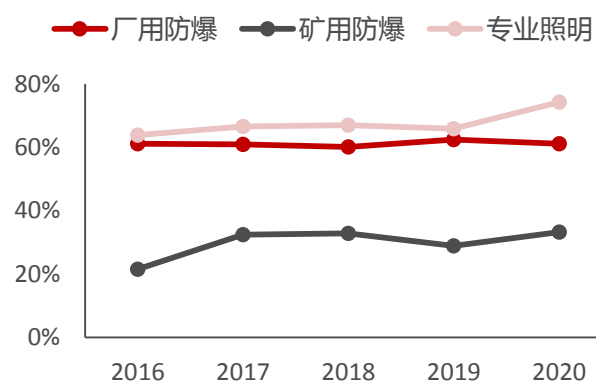
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：华荣专业照明营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：华荣分业务毛利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 防爆行业门槛提升，龙头优势进一步体现

2.1 防爆电器准入门槛升高

2.1.1 产品认证周期长

2019 年国家安全监管总局将防爆电器纳入到 CCC 认证管理范围,进一步提升防爆行业准入门槛。中国 CCC 认证、ISO9001 质量管理体系认证认证周期为一个月左右,有效期分别为五年和三年,ISO10012 测量管理体系可达数月之久。如若想要进入特定下游市场,还需要该行业的认证,比如船舶类防爆电器需中国船级社 CCS 认证,有效期为三年。不同认证有各自年审要求,需要企业投入一定时间和精力和成本。**公司检测中心被认定为中国石油和化学工业联合会“石油和化工企业质量检验机构(A级)”,还获得中国合格评定国家认可委员会(CNAS)颁发的认可资格证书,成为制造行业中首家具有防爆电气与照明灯具设备 CNAS 检测能力的实验室。**公司经过十余年布局,目前已获得 400 百多项由 PTB、LCIE 等国际权威机构颁发的防爆产品合格证书,突破欧盟、美国、俄罗斯、南美、国际 IECEx 等国际防爆技术壁垒,产品已在海外诸多油气、化工项目上广泛应用。目前公司已经成为将近百家国际大型油气公司和 EPC 公司的“合格供应商”,几乎覆盖了所有头部油气企业,为未来发展奠定坚实基础。

2.1.2 国家政策引导行业规范与市场需求

防爆电器主要应用于存在各类易燃易爆气体、粉尘、蒸汽等对生产经营和人员、财产安全构成潜在威胁的场所。近年来,国家愈发重视生产安全,不断颁布新规定规范和监管行业。2011 年起促进安全产业发展的指导意见,2015 年起规范煤炭行业,2019 年国家安全监管总局将防爆电器纳入到 CCC 认证管理范围,等等政策不断提升防爆产品的技术与质量要求。

2021 年 9 月,中华人民共和国应急管理部颁布的《工贸企业粉尘防爆安全规定》正式实施,该规定进一步夯实粉尘涉爆企业安全生产主体责任,进一步规范和加强工贸企业粉尘防爆安全监管执法工作。目前全国粉尘涉爆企业共计约 4.35 万家,涉及金属制品加工、木制品加工、农副产品加工、纺织品加工、塑料橡胶制品加工等多个细分行业领域,预计整改需求超百亿元。随着国内一系列政策出台,行业安全与规范趋严,防爆电器市场下游用户安全意识不断增强,市场需求也将不断增长。

表 2：防爆行业相关政策

时间	单位	法规	内容
2021.08	应急管理 部	《工贸企业粉尘防爆安全规定》	粉尘涉爆企业应当对粉尘防爆安全设备进行经常性维护、保养，并按照《粉尘防爆安全规程》等有关国家标准或者行业标准定期检测或者检查.....粉尘涉爆企业应当规范选用与爆炸危险区域相适应的防爆型电气设备。
2019.07	安监总局	《关于防爆电气等产品由生产许可转为强制性产品认证管理实施要求》	防爆电气、家用燃气器具和标定容积 500L 以上家用电冰箱纳入 CCC 认证管理范围；自 2020 年 10 月 1 日起，以上产品未获得强制性产品认证证书和未标注强制性认证标志，不得出厂、销售、进口或在其他经营活动中使用。
2016.03	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	全面提高安全生产水平，加快安全生产法律法规和标准的制定修订。加强安全生产基础能力建设，强化电信、电网、路桥、供水、油气等重要基础设施安全监控保卫。严格产品质量、安全生产、能源消耗、环境损害的强制性标准，建立健全市场主体行为规则和监管办法。
2016.02	安监总局	《煤矿安全规程》	抽采瓦斯设施地面泵房内电气设备、照明和其他电气仪表都应当采用矿用防爆型.....干式抽采瓦斯泵吸气侧管路系统中，必须装设有防回火、防回流和防爆作用的安全装路，并定期检查；利用瓦斯的系统中必须装设有防回火、防回流和防爆作用的安全装路；井下爆炸物品库必须采用矿用防爆型照明设备；发爆器或者电力起爆接线盒必须采用矿用防爆型。
2015.12	安监总局	《煤矿企业安全生产许可证实施办法》	要求加强井下电气设备选型的防爆要求，瓦斯抽采、利用设备，井下爆炸物品库等设施必须采用矿用防爆型电气设备。
2013.11	国务院	《国务院办公厅关于进一步加强煤矿安全生产工作的意见》	严格煤矿安全准入，煤矿使用的设备必须按规定取得煤矿矿用产品安全标志，严禁非阻燃、非防爆设备违规入井；推进煤矿安全质量标准化和自动化、信息化建设。
2012.08	工信部	《关于促进安全产业发展的指导意见》	以发展检测监控、安全避险、安全防护、灾害防控及应急救援等技术和产品为主要方向，大力开发推广先进、高效、可靠、实用的专用技术和产品（包括高危场所防爆电器、高压容器泄压阀等专用安全产品或部件；重点培育安全产业市场，引导和促使企业及各级政府加大安全投入。
2011.11	国务院	《国务院关于坚持科学发展促进安全生产形势持续稳定好转的意见》	明确提出必须始终把安全生产摆在经济社会发展重中之重的位路；在深化重点行业领域安全专项整治中提出深入推进煤矿瓦斯防治和整合技改，深化非煤矿山安全整治；加强对整合技改煤矿的安全管理，加快推进煤矿井下安全避险系统建设和小煤矿机械化改造。

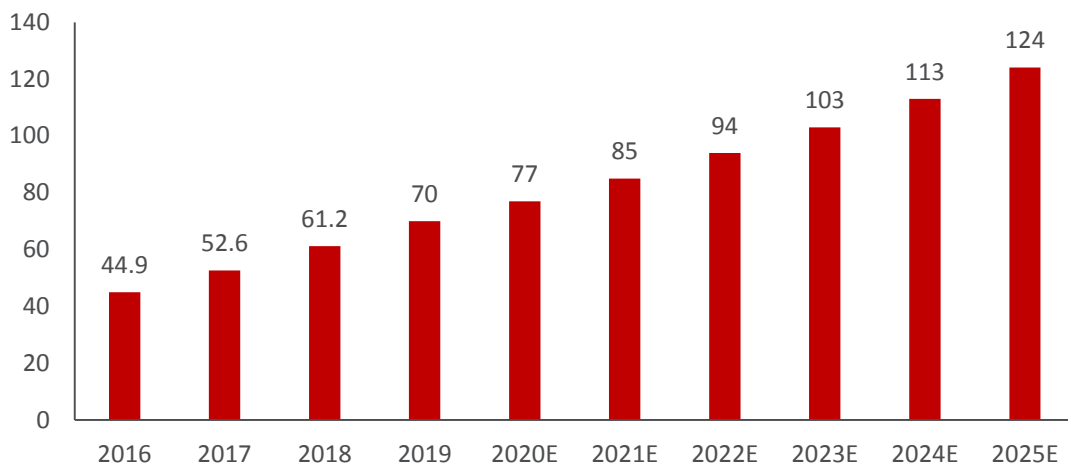
资料来源：华荣股份招股说明书，华经产业研究院，民生证券研究院

2.2 市场空间有望进一步增长

2.2.1 防爆行业规模不断扩大

随着我国工业化的持续推进和下游各个领域对安全技术体系的重视，国内防爆电器市场在不断地扩大，根据华经产业研究院预计，2019 年防爆电器市场规模为 70 亿元，预计到 2025 年增长至 120 亿元以上（CAGR=9.4%）。从国际视角看，发达国家和地区的防爆电器行业发展已经较为成熟，新兴市场国家对石油、天然气、煤炭等能源需求不断增长，推动全球防爆电器市场增长。2019 年，防爆电器全球需求量为 50 亿美元，未来有望持续增长，预计到 2025 年全球防爆电器市场规模达到 80 亿美元。

图 17：2016-2025 我国防爆电器行业规模（亿元）



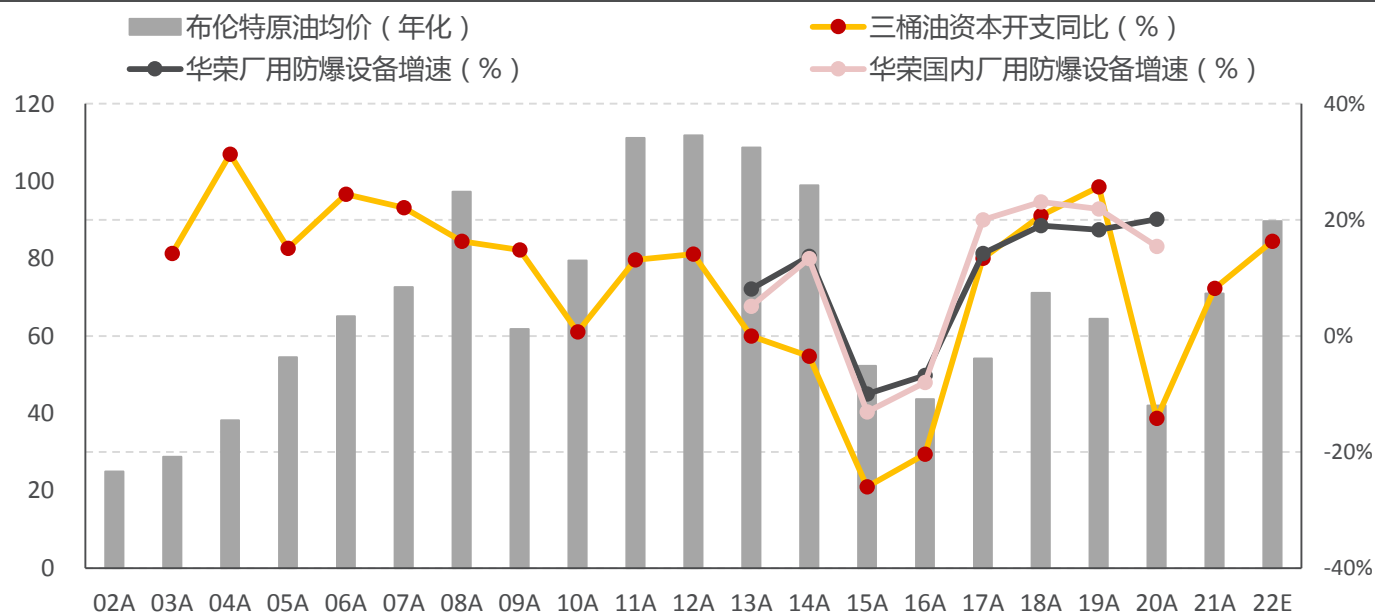
资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

2.2.2 2022 年全球油气开支提速，防爆电器需求释放

回顾 2013-2020 年公司厂用防爆设备增速、国内厂用防爆设备增速、三桶油（中石油+中石化+中海油）资本支出增速及油价的情况得出：

- 1) 方向上，公司厂用防爆设备增速与三桶油资本支出增速一致；
- 2) 华荣股份厂用防爆设备增速大多年份好于三桶油资本支出增速；
- 3) 2020 年三桶油资本开支增速-14.2%，但公司防爆设备增速达 20.1%，其中海外营收增速高达 23.8%，海外份额呈现大幅提升趋势，国内防爆设备增速 15.4%，跟防爆新领域放量有关。

图 18：布伦特原油均价、国内三桶油资本开支增速、华荣防爆设备增速对比情况（美元/桶）



资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

油气是公司下游需求的重要领域，伴随着油价持续上行，预计全球油气资本开支增速上行，从中石油、中石化和中海油的开支来看，三者合计 2022 年资本开支同比增速达 16.3%，呈现继续上行趋势，特别是国内龙头的中石油，其 2022 年资本开支增速高达 21.4%，是连续 2 年下滑的反弹，全球油气资本开支同比增速上行至 13.6%，利好公司业务推进。

表 3：国内及全球油气资本开支增速情况（单位：%）

油气	20A	21E	22E
中石油	-21.4%	-6.9%	21.3%
中石化	-7.0%	27.4%	18.4%
中海油	4.7%	26.0%	0.0%
三桶油合计	-14.2%	8.2%	16.3%
全球	-34.0%	10.0%	13.6%

资料来源：中石油、中石化、中海油公告，IHS Markit，民生证券研究院

2.2.3 应用领域不断拓展，新兴领域提供新增量

用户对安全意识的加强，叠加市场监管力度加大，防爆下游应用领域将不断拓展，防爆电器行业市场未来将进一步扩大。防爆电器传统应用主要为石油、化工、天然气、煤炭等领域，近年来，防爆电器刚性需求不断释放，催生出更多新兴应用领域，如生物制药、橡胶、建材、粮食仓储、白酒、核电等行业、轻工业、国防军工、船舶海洋工程、港口、码头、金属加工等领域对防爆电器的需求日益增多。目前，公司来自新兴领域的订单快速增长。

表 4：公司核心业务营收分拆估算情况（单位：亿元）

业务	收入（20A）	收入（21E）	收入（22E）
厂用防爆	14.1	16.3	20.4
其中：国内	8.1	10.3	13.5
其中：油气	7.1	8.2	9.5
非油气	1	2	4
国外	6	6.1	7.2
矿用防爆	2.0	2.0	2.4
专业照明	3.1	4.2	5.6

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

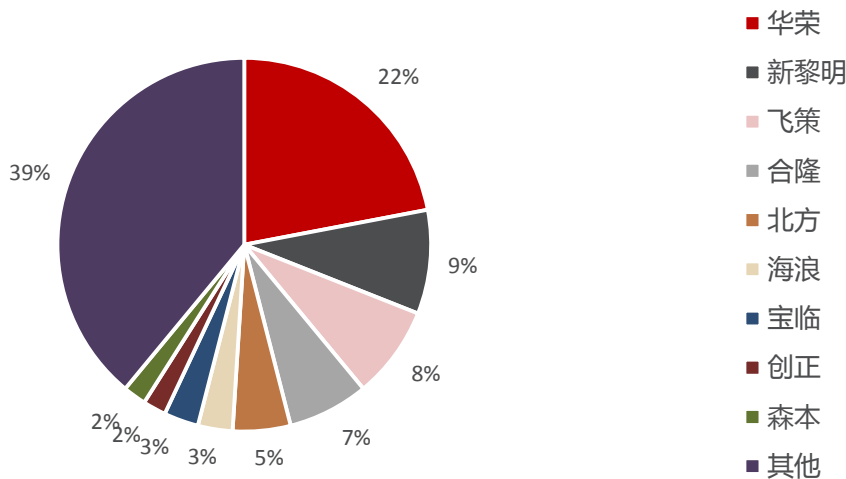
2.3 国内市场两极分化，海外市场加速洗牌

2.3.1 国内市场两极分化，未来集中化进一步提升

防爆电器已基本实现国产化，主要企业包括华荣股份、光电科技、新黎明、飞策、合隆和北方等。根据中国防爆电器协会，业内企业数量超过 400 家，2019 年数据表明公司占市场份额高达 22%，稳居第一，排名第二的新黎明仅占 9%，与华荣差距较大。目前我国的防爆电器行业主要特点是生产企业数量过多，规模参差不齐，呈现两极分化态势，大部分小型企业基本不具备产品开发能力，创新能力低下，依靠低质低价获取市场份额，处于无序恶性竞争，未来有进一步整合、洗牌空间。随着 2020 年 10 月 1 日起防爆电器加入 CCC 认证标准、市场监管力度加大和用

户对安全意识的重视,行业准入门槛提升,预计未来中国防爆行业的市场集中度有望进一步提升。

图 19 : 2019 年国内防爆市场竞争格局

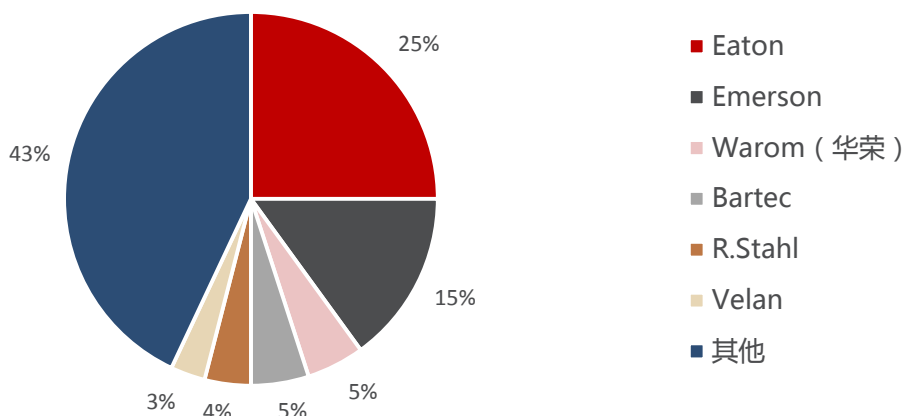


资料来源:华经产业研究院,民生证券研究院

2.3.2 海外市场空间大,全球面临加速洗牌

从全球角度看,鉴于国内防爆电器优质的产品品质、先进的生产工艺和快速响应的服务能力,以及国内外市场环境的差异,国外防爆电器进入国内市场并形成规模尚有难度。在国际市场上,新兴市场国家对石油、天然气、煤炭等能源需求不断增长,将成为未来全球防爆电器市场增长的主要推动力。

图 20 : 2019 年全球防爆市场竞争格局



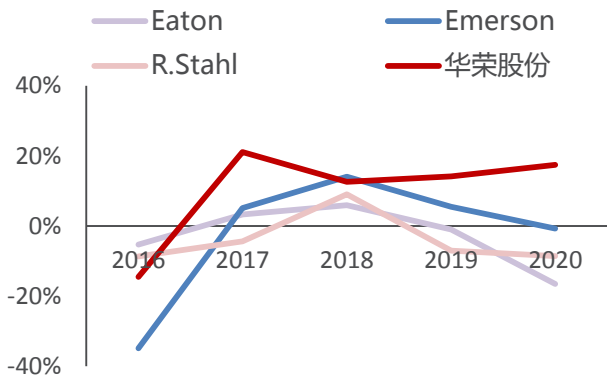
资料来源:华经产业研究院,民生证券研究院

国际市场上第一梯队为 Eaton 和 Emerson,分别占全球市场份额 25%和 15%,处于绝对龙头地位,两大企业主营业务并非防爆电器,主要通过兼收并购进入该市场;第二梯队为华荣 (5%),Bartec(5%),R.Stah(4%),与第一梯队差距较大,但是欧洲防爆市场领导品牌 Bartec 和 R.Stah 因欧美国家采掘行业整体增长乏力,企业自身技术更新迭代缓慢,呈现下滑趋势,Bartec 处于被收购阶段,而 R.Stah 连续数年出现亏损,预计将逐渐被华荣拉开差距。

2019 年起,国际防爆行业营收普遍下滑,R.Stah 营收增速连续两年处于负增长(-7%,-

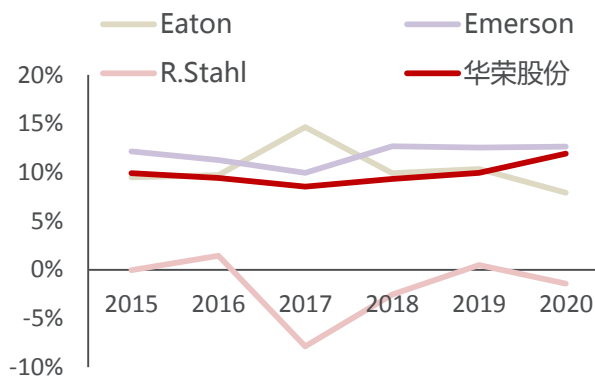
8%)，Eaton 于 2020 年营收下降 16.5%，相比之下，华荣 2019、2020 年保持近 20% 的营收增速，发展迅速。从净利率来看，华荣盈利水平能和世界龙头 Eaton 和 Emerson 一较高下，而同为第二梯队的 R.Stahl 连续数年处于亏损或亏损边缘，华荣有希望在未来抢占更多国际市场份额，向第一梯队进军。

图 21：国际防爆行业企业营收增速对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22：国际防爆行业企业净利率对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.4 国内新领域需求释放，海外布局初显成效

华荣稳居国内市场龙头数年，排名第二的新黎明仅占 9%，与华荣差距较大。进军海外市场显成效，目前位于世界市场第二梯队，但随着欧洲老牌防爆电器企业 Bartec 和 R.Stahl 的衰退，华荣有望抢占其部分市场，进一步扩大公司影响力和竞争力。

2.4.1 产品丰富齐全，新兴行业优势明显

由于存在易燃易爆气体的危险作业环境、需要采用专业照明设备的特殊应用场景的情况较为复杂多样，因此适用于上述特定条件下的防爆电器、专业照明产品往往需要根据实际使用环境的不同进行有针对性的选型搭配或定制设计。公司经过多年的发展，产品链不断拓展、延伸，已经形成了产品类别齐全、规格型号众多的产品系列，小到防爆接线盒、防爆开关，大到防爆风机、正压防爆分析屋，各类防爆电器、专业照明产品共 50 多个大类，300 余种不同系列，千余种不同型号规格。依托出众的产品研发能力和生产制造能力，公司能够为客户提供全面的产品配套、个性化的定制服务以及全方位的防爆电器、专业照明整体解决方案，具备良好的整体兼容性，产品广泛应用于各个领域。2019 年公司拿到军工三证，目前产品已应用于国防基地建设、舰艇配套、航空航天以及装备承制。在白酒、核电等新兴行业，公司因其稳定的产品性能和卓越的研发能力带来的核心竞争力。

2.4.2 下游客户涵盖相关领域大型企业

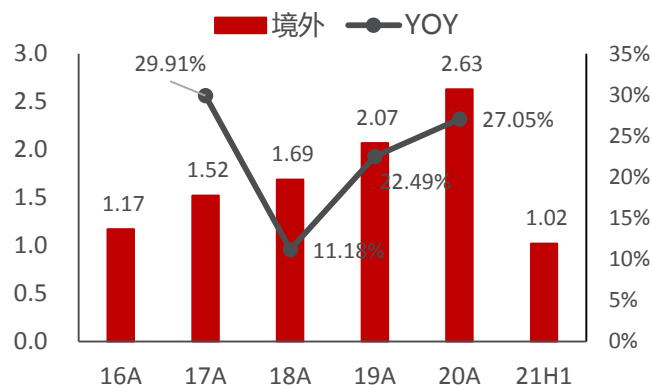
防爆电器主要服务于拥有高爆炸风险行业，因此下游客户对公司资质、产品性能与质量高度关注。随着市场安全意识增强，防爆电器应用领域不断拓展，新兴领域客户规模不断扩张，企业的服务水平和品牌形象也将是竞争的关键因素。公司通过多年研发努力打造技术与质量壁垒，凭借丰富的产品、不断完善的售后服务和良好的声誉，与下游客户构建了良好关系，其中包含传统行业如中国石油、中国石化、中海油、国家电网等知名大型企业或其下属子公司，也包含新兴行业例如茅台等各式酒厂，更与超 200 余家企业签订年度框架协议，客户可以直接向公司提出需

求，不需要单独招投标，保证公司稳定业务来源。

2.4.3 借势“一带一路”，海外业务不断拓展

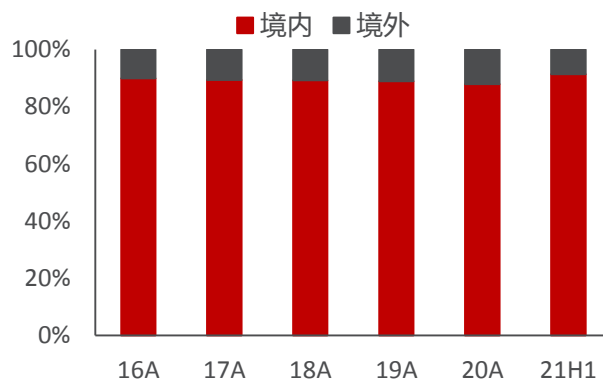
国外业务营业收入由 2016 年的 0.49 亿元上升至 2020 年的 1.21 亿元，营收占比也逐渐提升至 11.69%。近年来公司积极进行海外布局，陆续以自有资金在中东成立了华荣科技中东有限公司（2017 年设立）、华荣科技中东北非有限公司（2018 年设立），在香港成立了华荣科技（香港）有限公司（2018 年设立）。中东、非洲、远东以及东南亚这四个板块已经成为公司海外业务的主力市场。经过多年布局，海外业务增长迅速，由于疫情原因部分项目停工，对公司造成一定影响，但和近乎腰斩的海外同行相比，华荣受影响较小。公司在疫情期间不断提升国际市场知名度和客户资源储备，假以时日全球市场从疫情中恢复，业务量有望迅速增长。公司追求国内市场和国际市场同步发展，力求海外市场快速突破，长远来看，公司希望海外收入规模能超过国内收入。

图 23：华荣境外营收及增长（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 24：华荣境内外营收占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 渠道协同，专业照明第二增长曲线发力

3.1 专业照明产品差异化趋势明显

3.1.1 产品呈现差异化需求

专业照明设备指应用于特殊环境下的照明设备，又称特殊环境照明设备，该种设备能满足客户在强振动、强冲击、强腐蚀、高低温、高湿、高压、电磁干扰、宽电压输入等环境下对特种配光、信号、应急等提出的特殊照明要求。作为照明行业的重要组成部分，专业照明行业在各行各业中发挥了重要作用，产品广泛应用于电力、公安、消防、部队、铁路、城际高铁及轨道交通、港口、场馆等领域。

表 5：专业照明下游应用领域

下游应用领域	应用场所	照明差异需求
煤炭	矿井、煤化工、选煤厂、原煤仓等煤矿系统	要求产品具有良好防爆性能，优异防护性能
油田	油气钻探、开采、炼化等易燃易爆场所	要求产品具有防爆、防腐性能，对安全性要求较高
石化	石化、炼化、化工、染化等企业生产装置区	要求产品具备防爆、耐腐蚀、抗震动、宽电压等性能
冶金	炼钢企业、铝厂及其他有色金属冶炼企业生产装置区	要求产品具备抗高温、抗粉尘、抗振动，抗电压波动，防腐、节能等性能
厂电	锅炉、汽机房、煤棚等	要求产品具备防尘、防腐、防爆、防振动、抗高温、抗宽电压等性能
网电	变电站、配电所、巡检系统等	要求产品具有抗电磁干扰、防腐性能
水泥	破碎、原料粉磨、烧成等区域	要求产品防腐、抗震、防粉尘、部分需要粉尘防爆
铁路	铁路车务、机务、工务、电务、供电等场所	要求产品防电磁干扰、抗腐蚀
船舶港口	龙门吊、高杆灯、涂装厂房、油库、船用、海洋平台等场所	要求产品具备抗振、防腐、防爆性能
公安消防	公安的单警装备、消防的个人防护装备及现场救援照明设备	要求产品具备可靠、便携、工作时长等性能
照明工程	体育场馆、燃气加气站等场所	体育场馆对产品的照度、显色等指标要求高；燃气加气要求产品防爆
军工	军用野外随装和军用舰船等场所	要求产品具备高低温、电磁兼容性、抗振动等性能，并有良好的可靠性、安全性

资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

3.1.2 产品有较高资质认证壁垒

由于相关行业生产环境的特殊性，对应所需的灯具需要特殊的工艺要求，因此与民用、商用和市政园林类普通照明产品主要应通过 CCC 认证不同，专业照明适用标准更加严格，除了 CCC 认证外，根据产品应用的细分行业的不同还要通过煤矿安全认证、防爆认证、CRCC 认证（中国铁路产品认证）、船用产品认证、中国消防产品质量认证等，行业壁垒更高。

3.1.3 国家政策引导行业规范与市场需求

近年来，随着政府对节能环保和安全生产要求不断增加，企业越来越重视节能环保和安全生产。作为节能环保和安全生产重要保障环节之一的工业照明产品及服务受到了国家产业政策的大力支持，进一步促进了工业照明行业的发展。

表 6：工业照明行业相关政策

时间	单位	法规	内容
2019.10	发改委	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	将“高效节能电光源（高、低气压放电灯和固态照明产品）技术开发、产品生产及固汞生产工艺应用”、“城市照明智能化、绿色照明产品及系统技术开发与应用”、“半导体照明设备”、“半导体照明衬底、外延、芯片、封装及材料等”、“半导体、光电子器件、新型电子元器件（片式元器件、电力电子器件、光电子器件、敏感元器件及传感器、新型机电元件、高频微波印制电路板、高速通信电路板、柔性电路板、高性能覆铜板等）等电子产品用材料”等列为鼓励类项目。
2018.06	工信部等	《关于加快安全产业发展的指导意见》	加快先进安全产品研发和产业化。在生产安全领域，重点发展用于尘毒危害自动处理与自动隔抑爆等安全防护装置或部件。在综合安全防护领域，重点发展电气安全产品、高效环保的阻燃防爆材料及各类防护产品等。
2017.07	发改委	《半导体照明产业“十三五”发展规划》	鼓励企业从目前以生产光源替代类 LED 照明产品为主，向各类室内外灯具方向发展，鼓励开发和推广适合各类应用场景的智能照明产品，逐步提高中高端 LED 照明产品的生产和使用比重。积极引导、鼓励 LED 照明企业兼并重组，做大做强，培育具有国际竞争力的龙头企业；引导中小企业聚焦细分领域，促进特色化发展。鼓励行业技术机构以技术服务等形式，带动我国半导体照明企业“走出去”。
2017.01	国务院	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》（2016 版）	将新型 LED 照明应用产品列为高效照明产品及系统（7.1.6）之一，引导全社会资源投向，并作为战略性新兴产业中的节能环保产业进行重点支持。
2016.12	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	推广半导体照明等成熟适用技术；建立绿色节能低碳运营管理流程和机制，加快淘汰落后用能设备，推动照明、制冷和供热系统节能改造。
2016.04	工信部	《工业节能管理办法》	鼓励工业企业创建“绿色工厂”，开发应用智能微电网、分布式光伏发电、余热余压利用和绿色照明等技术，发展和使用绿色清洁低碳能源。
2016.03	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	提出实施全民节能行动计划，全面推进工业、建筑、交通运输、公共机构等领域节能，实施锅炉、照明、电机系统升级改造及余热暖民等重点工程。大力开发、推广节能技术和产品，开展重大技术示范。
2011.11	发改委、商务部等	《中国逐步淘汰白炽灯路线图》	将中国逐步淘汰白炽灯路线图分为五个阶段，自 2012 年 10 月 1 日起分阶段逐步禁止进口（含从海关特殊监管区域和保税监管场所进口）和销售普通照明白炽灯。2016 年 10 月 1 日起，禁止进口和销售 15 瓦及以上普通照明白炽灯，或视中期评估结果进行调整。
2013.02	发改委等六部	《半导体照明产业节能规划》	提出进一步提高高效节能照明产品尤其是 LED 功能性照明产品的市场占有率。国务院将高效照明产品及系统纳入国家战略新兴产业。

资料来源：海洋王招股说明书，观研报告网，民生证券研究院

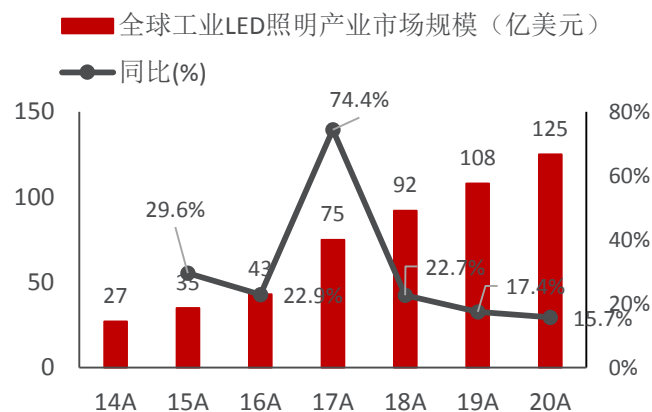
3.2 专业照明市场空间不断拓展

3.2.1 工业照明市场规模不断扩大

全球绿色节能导向下，LED 工业照明产业发展迅速。我国“十四五”规划强调绿色创新技术、并持续投资“两新一重”。能耗双控、限电停产政策对整个工业企业发展提出了全新的技术升级、结构化改革、效率提升的要求，使得工矿企业在节能、提效、生产安全等需求更加迫切。在一系列绿色节能政策的引领下，对于工业照明环境中高节能、高可靠性照明解决方案需求正在迅猛发

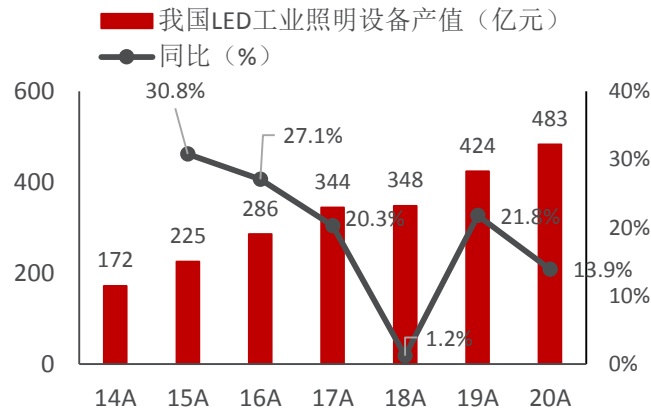
展。随技术发展，LED 灯在经济和性能上都更符合当下企业要求，因此快速替代传统光源，迅速渗透下游市场。2020 年全球工业 LED 照明产业市场规模为 125 亿美元，2014-2020 年复合增速 29.1%。从国内市场来看，2020 年 LED 工业照明设备产值达到 483 亿元，2014-2020 年复合增速 18.8%。

图 25：全球 LED 工业照明设备规模（亿美元）



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

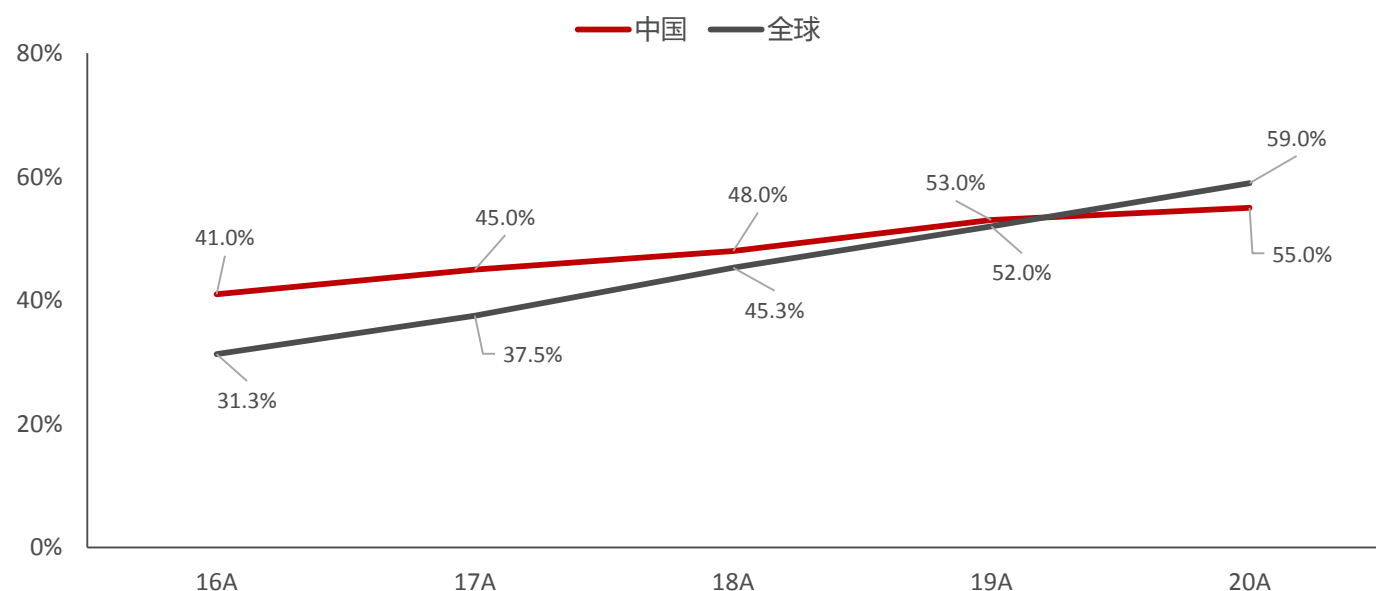
图 26：我国 LED 工业照明设备产值规模（亿元）



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

LED 灯具被广泛应用于工业照明、户外照明等不容易替换光源的场景中，因此 LED 灯具逐步成为渗透的主力，占据更大市场份额。自 2016 年起，全球和中国 LED 照明产品渗透率逐年上升，截至 2020 年末，全球 LED 照明渗透率快速上升至 59.0%，中国增加到 55.0%。

图 27：2016-2020 年全球及中国 LED 照明产品渗透率



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

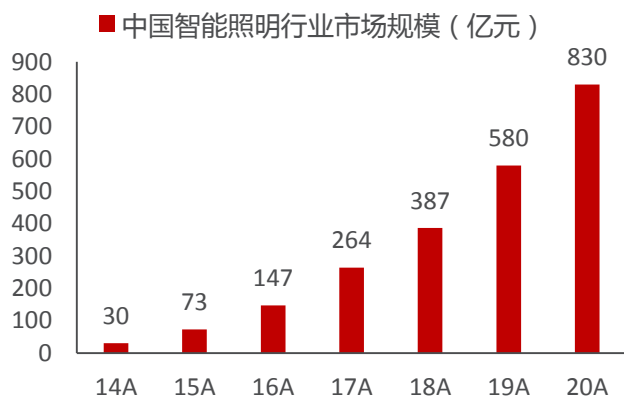
3.2.2 智能照明驱动专业照明设备升级

智能照明驱动专业照明增长。智能照明是指利用物联网技术、有线/无线通讯技术、电力载

波通讯技术、嵌入式计算机智能化信息处理技术,以及节能控制技术等技术组成的分布式照明控制系统,从而实现对照明设备的智能化控制。目前,照明的智能化控制已经成为大势所趋,当前消费者对于照明的需求已经不再局限于照亮,而是更多地需要个性化、定制化的照明解决方案。

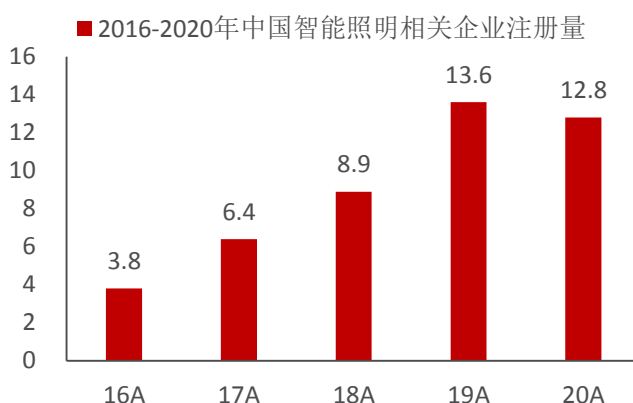
在工业照明领域,随着“智慧工厂”、“智慧矿山”、“智慧车站”、“智慧港口”等概念不断提出,智能照明新兴技术的发展也将不断吸引工业照明企业加大研发投入,从而得到持续发展。

图 28 : 中国智能照明行业市场规模 (亿元)



资料来源:华经产业研究院,民生证券研究院

图 29 : 中国智能照明相关企业注册量 (万家)



资料来源:华经产业研究院,民生证券研究院

3.3 客户与防爆业务有部分重合,渠道产品协同性强

3.3.1 专业照明和防爆设备下游存在一定重叠

专业照明设备指应用于特殊环境下的照明设备,该种设备能满足客户在强振动、强冲击、强腐蚀、高低温、高湿、高压、电磁干扰、宽电压输入等环境下对特种配光、信号、应急等提出的特殊照明要求。专业照明产品广泛应用于电力、油田、煤炭、石油、公安、消防、部队、铁路、城际高铁及轨道交通、港口、场馆等领域,而防爆电器主要应用于存在各类易燃易爆气体、粉尘、蒸汽等对生产经营和人员、财产安全构成潜在威胁的场所。传统应用主要为石油、化工、天然气、煤炭等领域,二者下游存在一定重叠。

以海外龙头为例,专业照明领域海外龙头之一的库伯成立于 1833 年,于 1944 年在纽约证券交易所上市,总部设在美国休斯顿,是一家以电子产品和工具为主的全球性制造商。2012 年,伊顿公司收购库伯,将伊顿公司和库伯整合为一家全球领先的动力管理公司。伊顿也是防爆电器领域的全球龙头。

3.3.2 华荣将业务发展商模式复制至专业照明领域

华荣股份的产品涉及厂用防爆电器、矿用防爆电器、专业照明设备等多个领域,下游客户数量众多、地域和行业分布非常广泛,仅仅依靠公司自身力量和资源难以有效地开拓市场和促进业务发展。因此,公司在多年经营实践中,逐步摸索并形成了一套制度健全、组织完整、高效稳定、符合行业和公司实际情况的业务发展商制度,该制度是公司成为国内领先的防爆电器、专业照明设备供应商的重要基石。

华荣股份所采取的业务发展商制度是指以支付业务费用的方式,选择特定自然人作为业务发

展商,形成正式、长期的合作发展关系,并制定一系列市场拓展的业务流程和内部管控等方面的程序,由华荣股份指导和规范业务发展商的市场拓展、客户维护行为,并使其协助公司达成交易,由公司将产品直销给客户,并由客户直接向公司支付货款,从而达到减少中间环节的一种特定的直销模式。一方面,防爆电器行业和专业照明行业均存在较高的准入门槛,因此一般的经销模式很难推广,另一方面,直销模式存在较大的前期投入风险,公司参考“温州百万供销大军模式”实行业务发展商模式。

业务发展商模式,参与者售前、售中和售后环节,其中售前核心任务在市场信息收集、客户资源挖掘,售中协助负责投标报价和商务谈判、及时反馈产品调整信息,售后负责货款催收、退换货协调及售后信息反馈。

表 7：华荣股份业务发展商模式详解

销售环节	业务发展商	公司
前期业务培训	公司派遣专业销售人员和技术人员对业务发展商进行业务相关的专业培训,传达公司管理制度、销售策略、重点工作、重点市场开拓等工作要求,并在业务发展商的协助下完成有关产品的市场推广、技术交流和重点项目的跟踪等工作。	
售前环节	市场信息搜集、客户资源挖掘	利用在所负责区域多年积累的客户资源、市场信息等方面优势,将潜在客户的项目建设规划、配套产品需求等具有商业价值的信息及时向公司反馈,寻找潜在业务机会。
	初步业务接洽	在获得业务机会后,与公司一起深入了解潜在客户的需求,协助公司设计、提出营销计划(或投标计划),包括产品型号、产品报价、供货期、收款期等细节;对于客户有定制化需求的,进一步协调了解有关项目方案信息,配合公司进行非标产品的设计匹配工作。
售中环节	招投标或商务谈判	对于需要招投标的业务,主要负责标书制作,从技术层面确定投标方案,包括产品选型、技术指定、商务报价、售后服务、产品质保,以及招投标中的技术答疑等。对于协商确定的业务,在业务发展商的协调下,与客户进行商业谈判。
	中标及 签订协议	参与、协调公司与客户就业务合同具体条款及有关技术附件等进行沟通,协助达成最终销售合同的签署。
	合同履行	公司根据合同约定安排生产、货运计划,业务发展商保持与客户持续沟通,并针对客户可能出现的产品规格或型号调整或变化等及时反馈回公司。
	发货接收	公司负责货物托运,现场演示操作、指导培训;业务发展商根据客户需要,及时协调公司技术人员参与与客户现场工作。
售后环节	货款催收	在合同履行过程中,根据相关合同约定的付款时点或进度,及时向客户催收货款,并通知公司予以确认。
	退换货协调	对客户确认退换货原因,现场确认退换货产品的清点退回情况。
	售后信息反馈	及时将客户的售后信息反馈回公司,协助公司做好客户服务工作。

资料来源：华荣股份招股书，民生证券研究院

业务发展费的计提原则上是根据业务发展商协助实现的销售收入为基础,在考虑相关产品参考定价、产品定价调整、管理服务费等后得到对应的业务费计算基数,并进一步综合考虑相关业务的坏账准备金、分摊费用等调整后最终确认相关业务发展商当期应予以计提的业务费金额。

业务费计算基数=含税销售收入-产品参考价+产品定价调整-管理服务费用业务费计提金额

= 业务费计算基数-坏账准备金-分摊费用+其他。

从业务发展商的定价模式来看,该模式一方面在于理顺了业务发展商与公司扩大销售目的一致性,同时确保了公司产品销售回款的确定性。

表 8: 华荣股份业务发展商费用提取公式解读(万元)

项目	确定原则	2014 年度		2015 年度		2016 年度	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售收入(含税)	公司由相应业务发展商负责的具体下游客户所确认的含税收入。	133,181	100.0%	111,353	100.0%	101,422	100.0%
- 产品参考价	公司根据成本、竞争优势等制定	86,241	64.8%	72,606	65.2%	63,506	62.6%
+ 产品定价调整	为激励业务发展商以提升公司市占率,公司根据具体业务产品的定价情况给予业务发展商一定比例的价格调整。	5,116	3.8%	6,910	6.2%	5,673	5.6%
- 管理服务费	公司各职能部门对业务发展商提供的技术支持等各方面服务所计提的费用,公司按照统一政策以一定比例从业务费计算中给予扣除。	11,903	8.9%	10,585	9.5%	9,902	9.8%
= 业务费计算基数		40,152	30.2%	35,071	31.5%	33,687	33.2%
- 坏账准备金	为了有效督促业务发展商催收下游客户的应收款,公司根据下游客户应收情况计提坏账。	2,667	2.0%	4,306	3.9%	4,076	4.0%
- 分摊费用	根据业务发展商制度,公司与业务发展商开展业务过程中产生的应由业务发展商承担的招待费、运输费等。	2,876	2.2%	2,993	2.7%	3,378	3.3%
+ 其他	公司结合业务发展商全年整体业绩完成情况、新产品或优势产品的销售实现情况等事项对其业务费进行相应增减。	1,712	1.3%	780	0.7%	581	0.6%
= 业务费计提金额		36,322	27.3%	28,552	25.6%	26,813	26.4%

资料来源:华荣股份招股书,民生证券研究院

公司目前在防爆电器领域已经做到了国内龙头,将业务发展商模式与专业照明业务结合,有望推动专业照明业务的快速发展。

3.3.3 新基地助力专业照明业务发展

根据公司 2021 年中报公告,2021 年 3 月,公司位于浙江省湖州市南浔区的全资子公司华荣照明有限公司生产基地已完成一期建造并投入运营,拥有年产 30 万套设备的产能;生产基地二期正在建造,建造完成后将进一步承担专业照明产业规划项目实施的主体作用,提升产能并专业化发展。此前场地限制很多大型设备无法进场的问题也迎刃而解,产品线扩充可以让华荣照明产品满足更多应用场景的需求,拓展更多应用领域。渠道方面,经过近两三年的磨合、优化,业务发展商展业能力大幅增强,渠道建设进入收获期。

3.3.4 核级照明产品填补国内空白

2021 年 4 月,由公司与中核联合研发的核级照明产品通过了核岛厂房耐辐照及抗震专业级成果鉴定,填补国内空白。公司与国家核电技术公司、中国广核集团有限公司、中国核工业集团公司等大型核电企业展开业务合作,通常单个核岛反应堆在核级照明等产品的需求达千万以上,如由公司供货的霞浦核电一个项目的供货量即超过 2000 万元。核电企业的市场需求将成为公司新的业务增量。

4 智能安工系统助力产品+服务模式，构建消费粘性

工业互联网、智能化是防爆行业发展的必然趋势。世界龙头企业 Eaton 和 Emerson 均重视研发投入，并且在各自战略导向下，形成了自己的核心竞争优势。Eaton 在较完整的电气生态体系上，不断加大研发投入建立自身数字平台，打造电子价值链，刺激业务新增长。Emerson 专注于两大核心：平台自动化解决方案和商住解决方案，紧跟工业 4.0 时代发展，大量投入工业软件开发，2021 年同意将两项工业软件业务（OSI 和 the Geological Simulation 软件业务）与 Aspen Technology 合并，成立一家新的工业软件公司。可见，防爆行业的竞争越来越重视智能化的发展与服务。

公司 2019 年自主开发并拥有完全知识产权的“软件+传输+感知”安工智能管理控制系统（SCS），融汇安全、指挥、调度、监控等全天候智能安全管理功能，并可不断拓展和兼容发展。适用于石油开采、炼油、化工、军工等危险环境的智能化管理。运用高科技智能分析管理技术，集电气智能管理、照明智能管理、无线通讯、智能视频监控、智能通讯调度、智能在线监测、故障智能报警及气体探测智能分析等现代化数字控制技术于一体，具有感知危险场所的可燃气体浓度变化、系统智能管理控制、现场工艺参数智能检测/分析、现场数据采集/传输、智能报警以及对现场设备进行远程控制等管理控制功能。

SCS 安工智能系统标志着公司从制造商向服务商转变，成长空间进一步打开。安工智能系统模式下，下游客户需要整体接入公司的软件系统平台，对公司黏性增强；同时，公司收入不再局限于防爆灯具等硬件的销售，还包括软件销售、工程施工、运维等，市场规模将被成倍放大。目前公司的安工智能平台已经被数家大型央企采用。该系统目前已在镇海炼化、上海石化、神华宁煤等十余家客户应用，用户反馈效果良好，这种平台+终端产品的业务模式将为公司带来新的业务增量，同时能大幅提高客户粘性。

图 30：SCS 安工智能管理控制平台示意图 1



资料来源：华荣股份官网，民生证券研究院

图 31：SCS 安工智能管理控制平台示意图 2



资料来源：华荣股份官网，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司包括4块主营业务，厂用防爆设备、专业照明设备、矿用防爆设备及建筑安装：

1) 厂用防爆设备：①公司核心业务，占据国内龙头位置，2021年公司海外销售表现略弱，主要受到海上运力的影响，但国内出现了较多新的应用场景，包括核电、军工、白酒、粉尘等，公司获取较多订单，2022年开始属于新领域订单进入交货期同时海外疫情逐渐削弱周期，预计增速将上台阶，给予2021-2023年销量增速分别是16%、25%、25%；②从均价来看，2019年-2020年为上行周期，主要受到供给侧改革后存活下来的龙头企业在安全生产方面投入力度加大，对产品质量要求也对应提升，考虑到2021-2023年属于新领域放量和海外恢复阶段，同时在双碳政策大环境下，安全生产方面的投入力度预计将进一步提升，海外产品的毛利率也高于国内，给予2021-2023年产品均价维持在271.8元/台；③毛利率：2016-2020年公司该产品毛利率维持在60.1%-62.4%，2021年属于成本端略有压力的1年，上半年毛利率降至59.6%，假设全年也保持59.6%的毛利率，2022-2023年成本端略有缓解，假设毛利率提升至60%。基于以上3点假设，计算出公司厂用防爆设备2021-2023年营收分别是16.3/20.4/25.5亿元，同比增速为16%/25%/25%。

2) 专用照明设备：2019年开始公司该业务增速出现拐点，一方面与当年公司推出激励有关，另一方面公司开始设立华荣照明子公司，开展专业照明产业升级，加强产品研发和产业化工作，提升专业照明板块竞争力。①销量：2020年疫情影响了销量，增速在28.7%，预计2021-2023年将有所恢复，参考同行海洋王制定了2022-2024年年化收入不低于25%，利润不低于30%的股权激励方案，考虑到海洋王的专业照明业务营收规模大于华荣股份，公司湖州基地也于去年完成投运，假设2021-2023年销量每年实现35%的增速；②均价：虽然公司2017-2020年均价呈现下行趋势，但目前公司的产品单价已经到了相对便宜的程度，预计2021-2023年产品均价保持在548.1元/台；③毛利率：2016-2020年公司专业照明产品毛利率维持在63.9%-74.3%，2021年同样受到成本端压力，2021H1毛利率降至64.1%，假设2021年为64.1%，2022-2023年有所恢复至65%。基于以上3点假设，计算出公司专业照明设备2021-2023年营收分别是4.2/5.6/7.6亿元，同比增速为35%/35%/35%。

3) 矿用防爆设备：2016年以来该业务营收波动较大，2017-2019年营收增速较快主要受到供给侧改革后煤矿等头部客户盈利性提升加大安全生产投入有关，2020年受到疫情影响营收增速有所放缓。①销量：2021年国内疫情反复导致需求端较多，但因为煤价上涨较多且预期后续将保持在较高位置，对安全生产的需求将进一步提升，因此预计2022-2023年需求增速可能会上行，假设2021-2023年公司改产品销量增速分别是2%/15%/15%；②均价：煤矿产品均价呈现上行趋势，经过2017-2018年供给侧改革，产品均价提升至3000元附近，2020年因为疫情影响需求均价略有下滑，而2022-2023年预计是需求较好年份，假设2021-2023年产品价格维持在2020年的2838元；③毛利率：2016-2020年公司该产品毛利率维持在21.6%-33.2% 假设2021年受到原材料涨价的影响，毛利率降至32.5%，假设2022-2023年恢复至33%。基于以上3点假设，计算出公司矿用防爆设备2021-2023年营收分别是2.05/2.35/2.71亿元，同比增速为2%/15%/15%。

4) 建筑安装：改业务属于光伏EPC业务，公司基于本身的安装团队的施工优势布局的业务，确保现金流的确定性的前提下参与的业务，2021年属于大订单集中交付之年，预计收入会上行至8个亿以上，后续考虑到光伏产业的高成长性可能仍会有一定增速，预计2021-2023年营收增速分别是230%/10%/10%，毛利率较低，预计2021-2023年改业务毛利率将于2020持平，保持在5.7%的水平。

表 9：华荣股份分业务假设情况

指标	单位	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	百万元	1,200.4	1,479.5	1,631.3	1,942.5	2,282.7	3,180.8	3,846.0	4,676.9	
	YoY	%	-8.9%	23.3%	10.3%	19.1%	17.5%	39.3%	20.9%	21.6%
厂用防爆设备	百万元	729.3	832.6	990.5	1,171.3	1,406.4	1,631.4	2,039.3	2,549.1	
	YoY	%	-6.8%	14.2%	19.0%	18.3%	20.1%	16.0%	25.0%	25.0%
	销量	万台	302.0	354.4	429.8	479.4	517.4	600.2	750.3	937.8
	YoY	%	0.9%	17.4%	21.3%	11.6%	7.9%	16.0%	25.0%	25.0%
	销售单价	元/台	241.5	234.9	230.5	244.3	271.8	271.8	271.8	271.8
	YoY	%	-7.6%	-2.7%	-1.9%	6.0%	11.3%	0.0%	0.0%	0.0%
专业照明设备	百万元	225.2	237.7	217.4	273.2	309.3	417.6	563.7	761.0	
	YoY	%	-4.6%	5.6%	-8.5%	25.7%	13.2%	35.0%	35.0%	35.0%
	销量	万台	35.0	32.5	29.9	43.9	56.4	76.2	102.8	138.8
	YoY	%	0.7%	-7.0%	-8.2%	46.9%	28.7%	35.0%	35.0%	35.0%
	销售单价	元/台	644.3	731.1	728.3	623.0	548.1	548.1	548.1	548.1
	YoY	%	-5.3%	13.5%	-0.4%	-14.5%	-12.0%	0.0%	0.0%	0.0%
矿用防爆电器	百万元	43.2	103.7	135.4	210.1	200.6	204.6	235.3	270.6	
	YoY	%	-47.0%	140.0%	30.6%	55.2%	-4.5%	2.0%	15.0%	15.0%
	销量	万台	4.4	5.9	7.1	6.8	7.1	7.2	8.3	9.5
	YoY	%	-31.5%	33.7%	21.9%	-5.4%	4.7%	2.0%	15.0%	15.0%
	销售单价	元/台	986	1,771	1,897	3,112	2,838	2,837.6	2,837.6	2,837.6
	YoY	%	-22.7%	79.5%	7.1%	64.0%	-8.8%	0.0%	0.0%	0.0%
建筑安装	百万元	147.3	224.9	192.1	182.4	243.8	804.5	885.0	973.5	
	YoY	%	-6.7%	52.7%	-14.6%	-5.0%	33.7%	230%	10%	10%
营业成本	百万元	544.3	728.5	768.7	876.2	1,067.9	1,784.3	2,083.7	2,463.7	
毛利润	百万元	656.2	751.0	862.5	1,066.3	1,214.8	1,396.6	1,762.3	2,213.3	
毛利率(%)	%	54.7%	50.8%	52.9%	54.9%	53.2%	43.9%	45.8%	47.3%	
厂用防爆电器	%	61.2%	60.9%	60.1%	62.4%	61.2%	59.6%	60.0%	60.0%	
专业照明设备	%	63.9%	66.6%	67.0%	65.9%	74.3%	64.1%	65.0%	65.0%	
矿用防爆电器	%	21.6%	32.4%	32.8%	28.9%	33.2%	32.5%	33.0%	33.0%	
建筑安装	%	22.6%	8.7%	15.9%	24.3%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

基于上述假设，我们预计公司2021-2023年营收分别是31.8/38.5/46.8亿元，增速分别是39.3%/20.9%/21.6%，毛利率分别是43.9%/45.8%/47.3%。

5.2 估值分析

考虑到制造业的波动性，我们选用相对估值法作为估值方法。华荣股份下游领域以油气为主，未来新兴领域占比会提升（白酒、核电、军工、粉尘等），从油气角度出发可对标的企业包括杰瑞股份、迪威尔，另外，从业务类同性较低，目前公司业务布局跟海洋王类似；因此这里选择海洋王、杰瑞股份、迪威尔作为对标公司。

我们预计华荣股份2021-2022年PE分别是20x和15x，远低于表中的三家对标企业，从增速角度，华荣股份的EPS增速（2021-2022年分别是37.3%/29.3%）高于杰瑞股份（Wind一致预期为5.1%/29.0%），与海洋王类似（Wind一致预期为31.8%/31.4%），迪威尔2021年Wind一致预期出现大幅下滑（-55.5%），2022年预计高增（+324.2%）。综合来看，华荣股份目前的

估值处在相对较低位置。

表 10：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002724	海洋王	14.75	0.36	0.51	0.67	41	29	22
002353	杰瑞股份	41.92	1.76	1.86	2.39	24	23	18
688377	迪威尔	25.83	0.41	0.18	0.78	63	144	33
平均						43	65	24
603855	华荣股份	20.61	0.77	1.06	1.37	27	20	15

资料来源：Wind，民生证券研究院（注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 4 月 1 日）

5.3 投资建议

公司在防爆电器领域处于国内龙头地位，2022年属于全球油气开支拐点之年，预计公司油气防爆电器需求出现改善，同时2022年公司非油气领域的防爆电器开始释放业务，公司防爆电器业务发展趋势向好；另外，公司专业照明业务新基地投运，发展势头向好。预计公司2021-2023年归母净利润分别是3.6/4.6/6.2亿元，对应估值分别是20x/15x/11x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 疫情影响国内需求风险。目前国内疫情反复，目前看对经济造成一定不确定性，若后续仍不能得到有效控制可能会影响国内需求。同时公司位于上海嘉定，目前上海疫情较为严重，公司发货端可能存在一定影响。

2) 专业照明领域竞争加剧导致均价下滑风险。公司在专业照明领域属于追赶者位置，目前虽然价格相对较低，但行业集中度较低，若竞争进一步加剧可能导致产品均价继续下降。

3) 原材料继续上涨导致产品毛利率下滑风险。公司2021年以来毛利率出现同比下滑，其中原材料涨价是重要影响因素，如果原材料成本持续上涨可能导致公司的产品毛利率下滑。

4) 疫情等扰动海外需求风险。公司2021年海外需求受到疫情影响表现一般，预计2022年会有所改善，但海外经济的恢复仍受到疫情，俄乌冲突等不确定因素的扰动。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,283	3,181	3,846	4,677
营业成本	1,068	1,784	2,084	2,464
营业税金及附加	22	23	27	33
销售费用	738	795	942	1,146
管理费用	73	99	119	145
研发费用	81	108	131	159
EBIT	299	372	543	730
财务费用	4	-4	-4	-5
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	290	407	532	720
营业外收支	16	17	18	19
利润总额	307	424	550	739
所得税	35	62	81	109
净利润	272	362	469	630
归属于母公司净利润	261	357	462	621
EBITDA	347	421	603	791

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	650	1,155	1,789	2,526
应收账款及票据	1,112	1,475	1,670	1,905
预付款项	38	44	63	67
存货	472	783	856	1,012
其他流动资产	442	579	665	756
流动资产合计	2,715	4,037	5,043	6,267
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	349	350	420	400
无形资产	88	88	88	88
非流动资产合计	671	722	692	662
资产合计	3,386	4,759	5,734	6,928
短期借款	10	10	10	10
应付账款及票据	547	874	1,044	1,220
其他流动负债	1,148	1,832	2,169	2,556
流动负债合计	1,705	2,716	3,223	3,786
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	29	29	29	29
非流动负债合计	29	29	29	29
负债合计	1,734	2,745	3,252	3,816
股本	338	338	338	338
少数股东权益	30	36	43	52
股东权益合计	1,651	2,013	2,482	3,113
负债和股东权益合计	3,386	4,759	5,734	6,928

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.51	39.34	20.91	21.60
EBIT 增长率	51.68	24.45	45.90	34.52
净利润增长率	37.11	36.78	29.58	34.37
盈利能力 (%)				
毛利率	53.22	43.91	45.82	47.32
净利润率	11.91	11.38	12.20	13.48
总资产收益率 ROA	7.70	7.49	8.06	8.96
净资产收益率 ROE	16.08	18.03	18.94	20.29
偿债能力				
流动比率	1.59	1.49	1.56	1.66
速动比率	1.29	1.18	1.28	1.37
现金比率	0.38	0.43	0.56	0.67
资产负债率 (%)	51.23	57.69	56.71	55.07
经营效率				
应收账款周转天数	177.86	170.97	160.00	150.00
存货周转天数	161.32	160.25	150.00	150.00
总资产周转率	0.67	0.67	0.67	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.77	1.06	1.37	1.84
每股净资产	4.80	5.86	7.23	9.06
每股经营现金流	1.02	1.74	1.91	2.22
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	27	20	15	11
PB	4.3	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	18.24	13.83	8.60	5.63
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	272	362	469	630
折旧和摊销	48	49	60	60
营运资金变动	10	224	118	59
经营活动现金流	344	589	646	748
资本开支	-113	-83	-12	-11
投资	-85	-45	0	0
投资活动现金流	-193	-83	-12	-11
股权募资	5	0	0	0
债务募资	8	-0	0	0
筹资活动现金流	-177	-1	-0	-0
现金净流量	-37	505	634	737

插图目录

图 1：华荣发展历史	3
图 2：华荣股权结构（截至 2021Q3 末）	3
图 3：华荣产品分类	4
图 4：华荣营业收入及增速（亿元）	5
图 5：华荣归母净利润及增速（亿元）	5
图 6：华荣销售毛利率及销售净利率	5
图 7：华荣 ROE 及 ROA	5
图 8：华荣期间费用率情况	6
图 9：华荣毛利率-期间费用率和毛利率-销售费用率	6
图 10：华荣收现比和净现比	6
图 11：华荣经营负债情况	6
图 12：华荣业务分布	7
图 13：华荣厂用防爆营收及增速（亿元）	7
图 14：华荣矿用防爆营收及增速（亿元）	7
图 15：华荣专业照明营收及增速（亿元）	8
图 16：华荣分业务毛利率	8
图 17：2016-2025 我国防爆电器行业规模（亿元）	11
图 18：2019 年国内防爆市场竞争格局	11
图 19：2019 年国内防爆市场竞争格局	13
图 20：2019 年全球防爆市场竞争格局	13
图 21：国际防爆行业企业营收增速对比	14
图 22：国际防爆行业企业净利率对比	14
图 23：华荣境外营收及增长（亿元）	15
图 24：华荣境内外营收占比	15
图 25：全球 LED 工业照明设备规模及预测（亿美元）	18
图 26：我国 LED 工业照明设备产值及预测（亿元）	18
图 27：2016-2020 年全球及中国 LED 照明产品渗透率	18
图 28：中国智能照明行业市场规模（亿元）	19
图 29：中国智能照明相关企业注册量（万家）	19
图 30：SCS 安工智能管理控制平台示意图 1	22
图 31：SCS 安工智能管理控制平台示意图 2	22

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：华荣股权激励	4
表 2：防爆行业相关政策	10
表 3：国内及全球油气资本开支增速情况（单位：%）	12
表 4：公司核心业务营收分拆估算情况（单位：亿元）	12
表 5：专业照明下游应用领域	16
表 6：工业照明行业相关政策	17
表 7：华荣股份业务发商模式详解	20
表 8：华荣股份业务发商费用提取公式解读	21
表 9：华荣股份分业务假设情况	24
表 10：可比公司 PE 数据对比	25
公司财务报表数据预测汇总	27

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001