

华荣股份 (603855)

防爆电器逐鹿全球第一梯队，由“产品”转向“服务”改写行业理念

买入 (首次)

2023年05月16日

证券分析师 刘博

执业证书: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书: S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

研究助理 米宇

执业证书: S0600122090066

miy@dwzq.com

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3,043	3,914	4,822	5,814
同比	1%	29%	23%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	358	484	636	769
同比	-6%	35%	31%	21%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.06	1.43	1.88	2.28
P/E (现价&最新股本摊薄)	26.68	19.74	15.03	12.42

关键词: #第二曲线

投资要点

- 资本开支扩张+原材料价格趋缓+市场空间广阔，公司逐鹿全球第一梯队指日可待:** 1) 国际能源署 (IEA) 表明全球石油市场可能在 2023 年 H2 吃紧，或将进一步推高油价，且从近 20 年来看，油价和三桶油资本开支基本呈正相关，油价抬升或将促进“三桶油”等石化企业资本开支增加，利好公司核心厂用防爆业务板块发展。 2) 公司原材料成本占总成本约 70%+，主要材料为铝和钢铁、塑胶等，2023 年 3 月底铝和钢铁较 2022 年最高点分别回落 21%/14%，同时塑胶 2022 年全年处于高位，预计 2023 年原材料价格波动有望趋缓，盈利能力有望提升。 3) 石油化工全产业链均需要防爆电器，预计到 2025 年我国七大石化基地的炼油产能将占据全国总产能 40%，石化新增及置换产能需求持续增长。 原煤产量持续增长，2022 年产量 45 亿吨 (yoy+10%)，2017-2022 年 CAGR 为 5.5%，煤炭景气度有望持续上行利好矿用业务板块。 专业照明需求场景多元，预计全球智能照明市场规模 2021-2028CAGR 为 20%，照明领域有望发展迅速。 同时新能源、海工、军工、白酒等新兴业务多点开花，广阔市场空间助力公司业务快速发展。 4) 竞争格局：全球角度公司 2022 年排名第三，占比 8%，CR6 集中度 56%，对比来看公司更专注在防爆业务，存在市占率提升逻辑。 国内行业已形成“市场化程度高”、“两极分化”、“龙头受益”三大特点，公司连续 10+年第一遥遥领先，优势持续扩大。
- 大刀阔斧改革打造创新“服务商”骨骼、精雕细琢勾勒“渠道+研发+服务+成本”细节:** 1) 发起人从 2011-2012 年通过资产重组确立专注于防爆业务主线，公司多年来抓住赛道“安全”刚需，通过产品“质量第一”获得客户认可。 2) 公司产品相较其他公司综合性更强，包含厂用+矿用+专业照明+新能源 EPC，且具有较高的溢价能力，2022 年公司厂用防爆产品毛利率 60%，高于新黎明 10pct，2021 年专业照明产品毛利率 68%，高于海洋王 7pct。同时自主研发“SCS 安工智能管控系统”带领行业发展，由“制造商”转型为“服务商”，2022 年系统实现销售收入 1.8 亿元，自 2019 年 H2 推出以来，已经获得市场充分认可，达到每年约 50%增速，我们判断目前系统订单短期仍将处于快速放量阶段，基于在石化客户使用优质表现有望扩展到其它行业快速占领市场，成长性极强。 3) 国内“业务开发商”模式造就渠道发展基石，国内渠道产销量连续 10+年位列第一，作为减少中间环节的特定直销模式，截至 2021 年年底公司国内拥有近 300 个业务开发商，相较新黎明近 2 倍。海外市场拓展公司通过“证书+展会+本地拓展”方式推广全球化策略，成效显著，公司是国际、国内同行业产品认证最广的防爆专业企业，上市以来参与了 30+国际展会，2017-2022 年境外收入 CAGR 为 9.0%，2021 年公司新获得 50+家国际重大用户的“合格供应商入围资格”，新增 5 个国际代理。4) 滚动研发+持续投入紧跟市场需求，快速响应+人员成本优势彰显核心竞争力。 公司每年新增 30+新系列产品，共有产品 50 大类，300 余种不同系列，千余种不同型号规格，紧跟市场需求。中国企业与海外企业相比服务能力更为突出，且 55%生产员工相较国外具有人员成本优势。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.4、1.9、2.3 元，对应 PE 分别为 20/15/12 倍，基于公司在国内防爆电器龙头地位稳固，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 海外业务交付不及预期；新兴业务拓展不及预期；煤炭行业景气度下行、照明行业竞争加剧、宏观经济波动造成需求下滑、原材料价格波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.31
一年最低/最高价	19.92/30.23
市净率(倍)	5.07
流通 A 股市值(百万元)	9,556.30
总市值(百万元)	9,556.30

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.58
资产负债率(% ,LF)	54.24
总股本(百万股)	337.56
流通 A 股(百万股)	337.56

相关研究

内容目录

1. 防爆行业世界前三，自研安工智能系统，由产品转向服务迈出重要一步	5
1.1. 发展历程：历经防爆行业 30+年，世界前三，正逐步转型为服务商	5
1.2. 管理层面：管理团队深耕多年，确立业务四大主线，利于长远布局	5
1.3. 业务能力：人均创收正稳健增长，管理改善带动人均盈利持续提升	7
2. 资本开支扩张+原材料价格趋缓+空间广阔，逐鹿全球第一梯队指日可待	8
2.1. 外部干扰 1：全球油气资本开支或有扩张，利好公司核心业务发展	8
2.2. 外部干扰 2：原材料成本占七成，价格波动有望趋缓带动业绩提升	9
2.3. 空间广阔：新兴业务多点开花，多元场景+高景气度造就广阔空间	11
2.4. 竞争格局：逐鹿全球第一梯队，国内龙一优势持续扩大，遥遥领先	13
3. 大刀阔斧打造创新“服务商”骨骼、精雕勾勒“渠道+研发+服务+成本”细节	16
3.1. 从“全面”到“专注”，抓住安全刚需+提早布局海外市场做到国内第一	16
3.2. 溢价能力强大，安工智能平台带领行业发展，由单点转向多点盈利	18
3.3. 强渠道由国内“业务发展商”模式、国外“展会+本地拓展”模式造就	22
3.4. 滚动研发紧跟市场需求，快速响应+人员成本优势彰显核心竞争力	28
4. 盈利预测与估值	29
5. 风险提示	31

图表目录

图 1: 公司发展大事记.....	5
图 2: 公司股权穿透图 (截至 2023 年 Q1)	6
图 3: 2012-2021 年四大产品收入 (百万元) 及同比	7
图 4: 2012-2021 年四大产品收入占比 (%)	7
图 5: 2012-2022 年公司营收、归母净利润 (亿元) 及同比	7
图 6: 2012-2022 年公司 ROE 及同比	7
图 7: 2015-2022 年公司剔除生产人员人均创收 (万元) 及同比	8
图 8: 2015-2022 年公司剔除生产人员人均创利 (万元) 及同比	8
图 9: 油价 2022 年维持高位.....	8
图 10: “三桶油”资本开支 (亿元) 和油价 (美元/桶) 呈正相关.....	8
图 11: 公司厂用业务板块与三桶油资本开支息息相关 (亿元)	9
图 12: 公司 2022 年材料成本明显增加.....	10
图 13: 公司材料成本占比较高.....	10
图 14: 塑料及橡胶制品出口价格指数.....	10
图 15: 钢铁大宗价格指数.....	10
图 16: 铝期货结算价 2022 年年底已经回落.....	10
图 17: 中国石油、煤炭及其他燃料资产及同比.....	11
图 18: 中国化学原料及化学制品资产及同比.....	11
图 19: 我国“7+1”石化基地项目规划总体形成.....	11
图 20: 中国原煤产量 (亿吨) 及同比.....	12
图 21: 煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额累计同比 (%)	12
图 22: 全球智能照明市场规模 (亿美元)	12
图 23: 2012-2021 年公司和 R.Stahl 营收 (亿元) 及员工人数 (人) 对比	14
图 24: 2009-2021 年龙头公司营收同比 (%) 对比.....	14
图 25: 2019 年全球 CR6 市占率	14
图 26: 2022 年全球 CR6 市占率	14
图 27: 防爆行业发展阶段.....	15
图 28: 2013-2022 年公司与电光科技营收及同比	15
图 29: 2013-2022 年公司与电光科技归母净利润及同比	15
图 30: 2010-2022 年原煤产量 (百万吨) 及同比	16
图 31: 2019-2025E 中国防爆电器市场规模 (亿元) 及同比.....	16
图 32: 公司设立前胡志荣拥有资产.....	17
图 33: 资产重置后胡志荣持有除公司外资产 (截至 2017.05)	17
图 34: 公司海外布局.....	18
图 35: 公司主要产品.....	19
图 36: 2016-2022 年主要产品营收 (百万元) 及同比	19
图 37: 厂用防爆产品公司和新黎明对比.....	20
图 38: 矿用防爆产品公司和电光科技对比.....	20
图 39: 专业照明产品公司和海洋王对比.....	20
图 40: SCS 安工智能管控系统	21
图 41: 智能化工园区安全管控平台.....	21
图 42: 安工智能管理系统产品特色.....	22

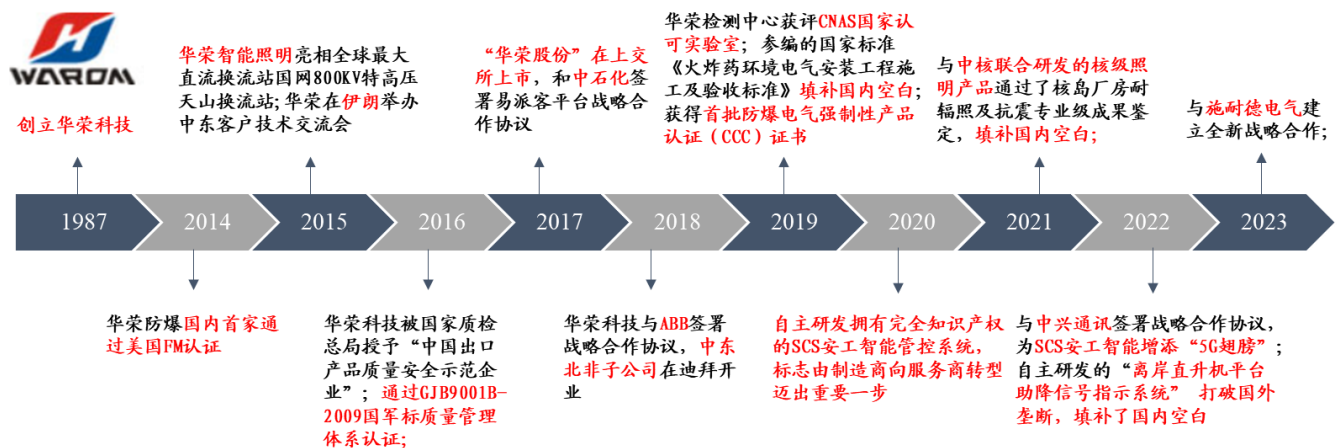
图 43:	国内销售网络.....	22
图 44:	国际销售网络.....	22
图 45:	公司先后获得欧盟 ATEX、国际 IECEx、俄罗斯 CU-TR 认证等认证	23
图 46:	公司 2023 年年初顺利通过海关联盟 CU-TR 换证审核.....	23
图 47:	2012-2022 年境外收入增速明显放缓	25
图 48:	2012-2022 年境内外收入占比	25
图 49:	业务发展商模式.....	26
图 50:	2013-2022 年公司经营净现金流与归母净利润	26
图 51:	2012-2022 年应收账款周转天数	26
图 52:	2014-2022 年公司销售费用结构占比	27
图 53:	2012-2022 年公司销售费用率 (%)	27
图 54:	2015-2022 年公司和电光科技业务费用率 (%)	27
图 55:	2015-2022 年公司业务费 (百万元) 及同比	27
图 56:	公司 2018-2022 研发费用率 (%)	28
图 57:	2014-2022 年技术人员 (人) 及占比 (%)	28
图 58:	公司检测中心认可证书.....	29
图 59:	《火炸药环境电气安装工程施工及验收标准》	29
图 60:	2014-2022 年公司生产员工 (人) 及同比	29
图 61:	2014-2022 年公司生产员工占比	29
表 1:	公司核心管理层.....	6
表 2:	全球油气公司等 2023 年资本支出均设置较高预算.....	9
表 3:	公司及可比公司业务及产品对比.....	19
表 4:	公司通过“展会”+“本地拓展”方式实施全球化战略	24
表 5:	公司收入业绩预测 (百万元)	30
表 6:	可比公司估值 (截至 2023/5/15 收盘价)	31

1. 防爆行业世界前三，自研安工智能系统，由产品转向服务迈出重要一步

1.1. 发展历程：历经防爆行业 30+年，世界前三，正逐步转型为服务商

深耕防爆行业 30+年，综合实力世界前三，由产品制造商向服务商逐步转型。公司始创于 1987 年，以防爆产品制造商起家，深耕领域 30+年，目前主营业务为防爆电器/新能源 EPC/专业照明设备生产销售及服务，2014 年公司防爆作为国内首家通过美国 FM 认证证明公司产品及服务优异，奠定了坚实基础盘，2017 年公司上交所成功上市，1) 客户方面至今已经和中石化、ABB、中兴通讯、施耐德电气建立战略合作；2) 硬件方面参与多项国标制作、检测中心获 CNAS 国家认证；3) 产品方面多种产品填补国内空白，自主研发 SCS 安工智能管控系统标志着公司由制造商向服务商转型迈出重要一步，2022 年“安工智能管控系统”实现销售收入超 1.8 亿元，已经获得市场充分认可。

图1：公司发展大事记

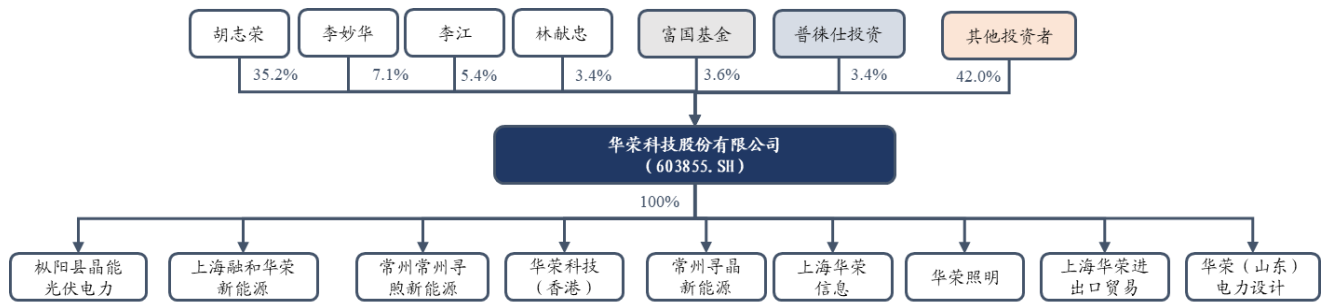


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 管理层面：管理团队深耕多年，确立业务四大主线，利于长远布局

公司股权结构清晰，富国基金+外资普徕仕投资持股。截至 2023 年 Q1，公司股权结构清晰，董事长胡志荣持股 35.2%，公司总经理李江、副总经理林献忠、董事李妙华共持股 12.5%，富国基金+外资普徕仕投资共持股 7.0%。公司旗下全资子公司有 9 家，涵盖新能源、照明、光伏等核心业务板块。

图2: 公司股权穿透图 (截至 2023 年 Q1)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

核心管理层在公司深耕多年, 新任总经理落定利于公司长远布局。公司核心管理层几乎均从公司收购防爆业务的华荣集团出身, 且李江、林献忠均为公司创始人, 伴随公司成长, 对公司感情深厚, 李江 2021 年年底升任总经理, 对公司了解十分深入, 曾主要负责厂用防爆业务板块, 是一位实干家, 有丰富行业经验, 这次调整有望进一步提高公司经营效率, 利于公司长远发展战略布局。

表1: 公司核心管理层

姓名	职务	任职日期	性别	年龄	简介
李江	总经理	2021-12-22	男	56	现任华荣股份董事, 总经理. 兼任华荣集团董事, 上海华荣聚九智能执行董事, 湖北乡野农业发展董事, 湖北瑶宗源科技发展执行董事兼总经理。2003-2011 年任华荣集团副总经理。
林献忠	副总经理	2016-11-18	男	54	现任华荣股份董事, 副总经理. 兼任华荣集团董事, 宁波荣特电器监事。2003-2011 年任华融集团副总经理。
孙立	副总经理, 财务总监	2018-01-15	男	46	曾任中海物业人事部助理经理, 中天勤会计师事务所审计员, 普华永道中天会计师事务所深圳分所高级经理, 上海雷诺尔科技股份有限公司财务总监, 董秘。
何顺意	副总经理	2022-09-29	女	46	曾任华荣集团外贸生产部长, 生产中心总经理. 现任华荣科技股份有限公司厂用业务板块总监。
沈陈军	副总经理	2022-09-29	男	45	曾任华荣集团外贸营销总监, 现任华荣股份外贸营销总监。
宋宗斌	董事会秘书	2022-09-29	男	42	法学学士. 曾任职华荣集团法务部主管, 海普睿诚律师事务所律师. 现任华荣股份法务部部长, 证券事务代表, 董办副主任。

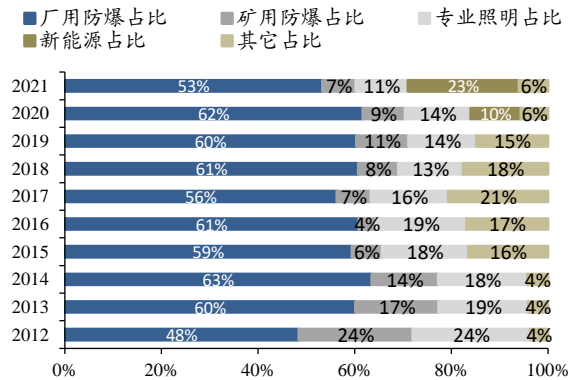
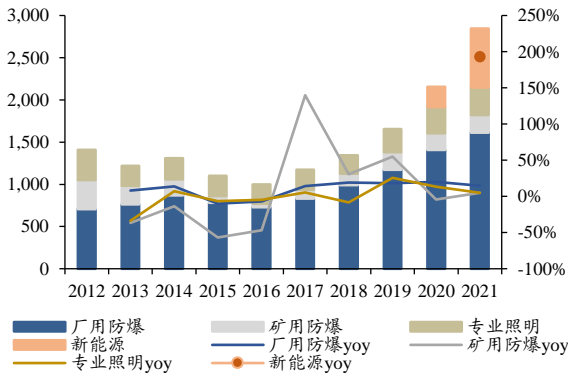
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司积极探索, 不断扩大业务边界, 确立四大产品稳健发展。公司经过多年积极探索, 形成了四大产品厂用防爆、矿用防爆、专业照明及新能源 EPC, 2021 年四大产品收入分别为 16/2/3/7 亿元 (yoy+15%/5%/5%/193%), 占比总收入为 53%/7%/11%/23%, 可

以看出公司多年来以擅长的厂用防爆电器/专业照明/矿用防爆为基础，跟随行业扩张趋势不断发展，2020/2021 年抓住新能源行业机会快速拓展新能源业务，凭借优质产品质量及服务迅速切入（2022 年由于产品披露不全未更新）。

图3: 2012-2021 年四大产品收入（百万元）及同比

图4: 2012-2021 年四大产品收入占比（%）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

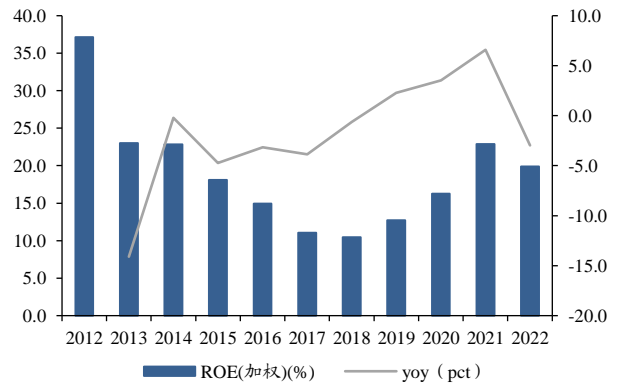
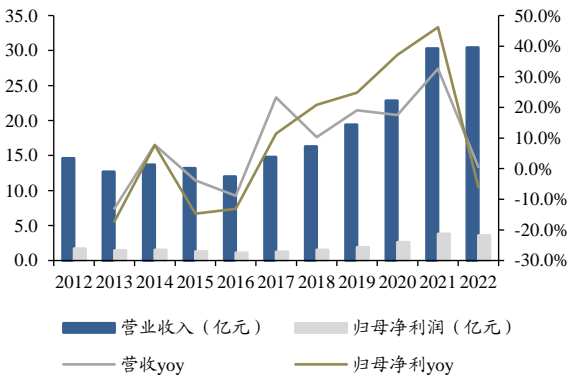
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 业务能力: 人均创收正稳健增长, 管理改善带动人均盈利持续提升

公司上市以来营收业绩持续提升, 带动 ROE 显著改善。公司 2017-2022 年营收规模由 14.8 亿元增长至 30.4 亿元, CAGR 为 15.5%, 归母净利润由 1.3 亿元提升至 3.6 亿元, CAGR 为 23.2%, 带动加权 ROE 由 11.1%提升 8.8pct 至 19.9%。

图5: 2012-2022 年公司营收、归母净利润（亿元）及同比

图6: 2012-2022 年公司 ROE 及同比

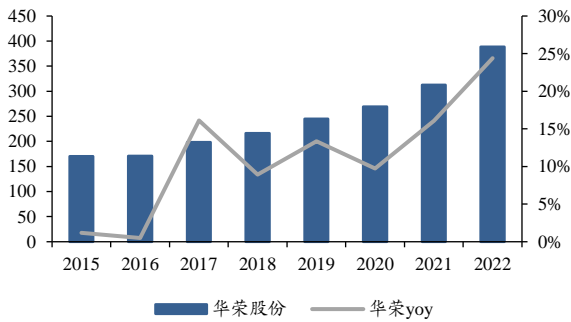


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

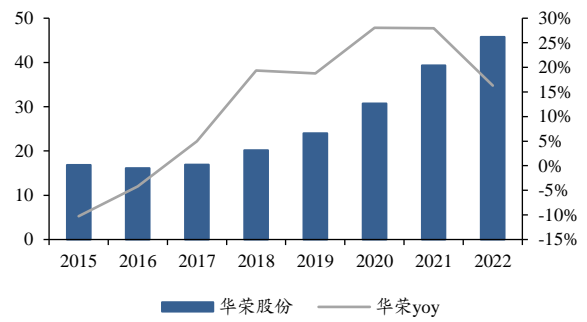
公司剔除生产人员人均创收稳健增长, 上市后管理效率持续提升。企业内部管理效率可以从剔除生产人员的创收和创利去衡量, 从创收来看, 公司 2017-2022 年人均创收稳健增长至 389 万元, CAGR 为 14.4%, 从创利来看, 公司上市以前人均创利同比有下降趋势, 管理效率进入瓶颈期, 上市以后 2017-2022 年人均创利快速增长至 46 万元, CAGR 为 22%, 且增速持续提升。

图7: 2015-2022 年公司剔除生产人员人均创收 (万元) 及同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2015-2022 年公司剔除生产人员人均创利 (万元) 及同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 资本开支扩张+原材料价格趋缓+空间广阔, 逐鹿全球第一梯队指日可待

2.1. 外部干扰 1: 全球油气资本开支或有扩张, 利好公司核心业务发展

能源危机后供给<需求, 油价或有增长, 油气资本开支扩张尽在眼前。由于2022年俄乌战争及欧洲能源危机, 原油、天然气等价格持续高位震荡, 以原油为例, 2022年最高原油期货结算价116.29美元/桶, 为近几年最高, 2023年3月仍为84.3美元/桶, 维持高位, 国际能源署(IEA)表明全球石油市场可能在2023年H2吃紧, 或将进一步推高油价, 且从近20年来看, 油价和“三桶油”资本开支基本呈正相关, 油价抬升将促进“三桶油”等石化企业资本开支增加。

图9: 油价 2022 年维持高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: “三桶油” 资本开支 (亿元) 和油价 (美元/桶) 呈正相关



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

美联储加息有望趋缓, 全国油气集团 2023 年资本开支均设置较高预算。油价是加息先行指标, 目前油价较 2022 年有所回落, 美国联邦基金目标利率 2023 年 3 月为 5%, 但近期环比已有下降趋势, 伴随美联储加息趋缓, 油气资源有望加大资本开支。美国石油巨头雪佛龙 2023 年资本支出预算将达到 170 亿美元, 较 2022 年预期支出高出 25% 以上, 埃克森美孚公司表示 2023 年资本支出接近年度目标 200-250 亿美元的上限, 超过

70%资本投资将部署在全球各地液化天然气项目，加拿大第三大原油和天然气生产商塞诺弗斯能源公司表示 2023 年支出 40-45 亿加元，高于 2022 年 33-37 亿加元预期，大部分油气公司支出一部分用于支持生产和基础业务，淘汰落后产能新建新产能，一部分将用于新能源建设，我们预计 2023 年全球油气集团资本开支呈上涨趋势。

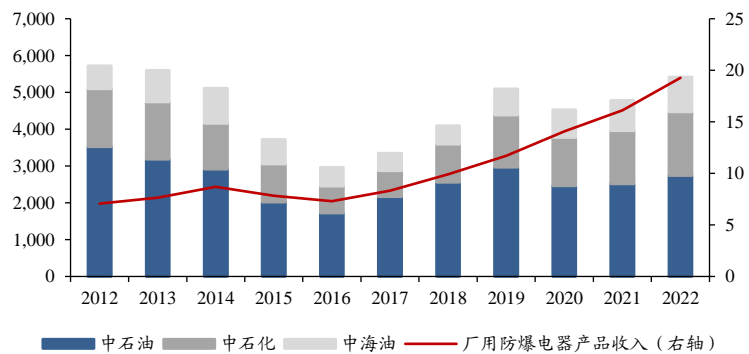
表2: 全球油气公司等 2023 年资本支出均设置较高预算

公司	2023 年资本支出	2022 年预期	用途
美国石油巨头雪佛龙	170 亿美元，处于 150-170 亿美元中期区间的高端	2023 年高出 25%以上	二叠纪盆地开发 40+亿美元，20 亿美元用于页岩和致密资产，20 亿美元用于降低碳排放或提高可再生燃料产能
埃克森美孚	250 亿美元，接近其年度目标 200 亿至 250 亿美元的上限	/	超过 70%的资本投资将部署在美国二叠纪盆地、圭亚那、巴西和全球各地的液化天然气项目
加拿大第三大原油和天然气生产商塞诺弗斯能源公司	40-45 亿加元	33-37 亿加元	28 亿加元用于维持基础生产和支持业务资本，12-17 亿加元用于优化和增长。
巴西石油和天然气巨头巴西国家石油公司 (Petrobras)	2023-2027 年 780 亿美元，高于 2022-2026 年	/	83%(640 亿美元)用于勘探开发活动
巴西矿业巨头淡水河谷	60 亿美元	55 亿美元	/

数据来源：中国石化新闻网，东吴证券研究所

资本开支扩张利好公司核心厂用防爆业务板块发展。资本开支与公司占比最高的厂用业务板块息息相关，2022 年公司厂用防爆电器收入 19 亿元 (yoy+20%)，占比 63%，以三桶油资本开支为例，可以看出 2012-2019 年公司厂用业务板块跟随三桶油资本开支相关性较高，2020 年公司厂用收入增速高于资本开支我们预计主要原因是厂用业务拓展了新兴业务板块发展迅速，如 2022 年公司在粮油、医药、白酒行业收入超 2 亿元，占比约 10%，在军工、核电市场也快速拓展，新兴业务收入超 1 亿元，未来预计资本支出增加将支撑厂用防爆业务板块持续向好发展。

图11: 公司厂用业务板块与三桶油资本开支息息相关 (亿元)



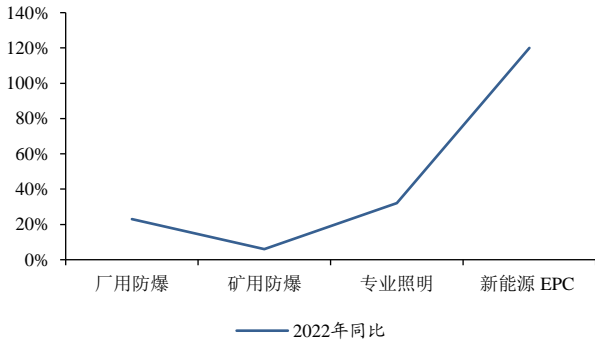
数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

2.2. 外部干扰 2: 原材料成本占七成，价格波动有望趋缓带动业绩提升

原材料价格有望趋缓，公司盈利能力有望进一步上升。公司产品除新能源业务建安成本较高其它原材料成本占总成本 70%+，主要材料是铝和钢铁、塑胶、光源件等，受宏观经济因素影响 2022 年上半年铝和钢铁价格较高，2022 年下半年已有明显回落，2023

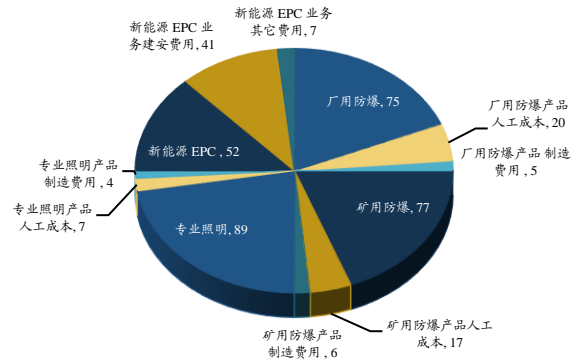
年3月底铝和钢铁较2022年最高点分别回落21%/14%，预计2023年成本压力有明显缓解，同时塑胶2022年全年处于高位，2023年年初已明显下降，2023年2月底相较年初降幅达8.2%，预计原材料价格整体2023年或下降带来成本下降，盈利能力有望进一步提升。

图12: 公司2022年材料成本明显增加



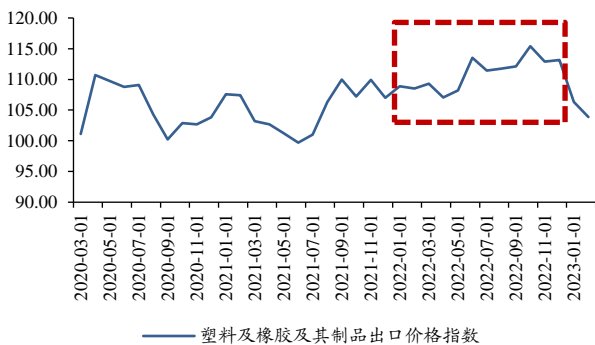
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图13: 公司材料成本占比较高



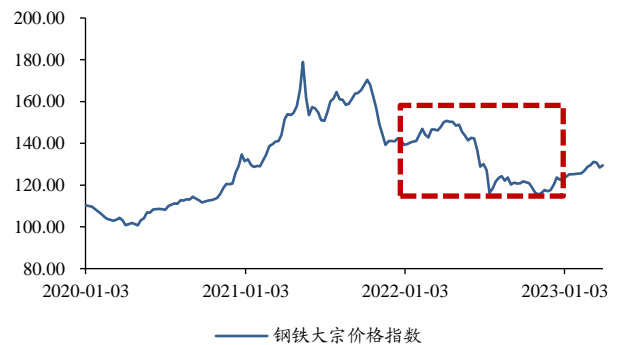
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图14: 塑料及橡胶制品出口价格指数



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

图15: 钢铁大宗价格指数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 铝期货结算价2022年年底已经回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 空间广阔：新兴业务多点开花，多元场景+高景气度造就广阔空间

公司四大业务板块分别对应多元化场景，厂用防爆主要对应石油化工行业及部分新兴领域如军工、海工、白酒、核电等，矿用防爆主要对应煤炭行业，专业照明对应电气、消防、交通、场馆等地，需求场景多元，新能源 EPC 业务主要对应新能源行业。

石油化工新增及置换产能需求持续增长，景气度提升+智慧化应用拉动防爆业务增长。“十三五”期间，发改委提出建设上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷、大连长兴岛、河北曹妃甸、江苏连云港七大世界级石化基地，预计到 2025 年七大石化基地的炼油产能将占据全国总产能的 40%，进入“十四五”以后，淘汰落后产能+存量置换+新增产能成为行业发展趋势。石油化工行业产业链从上游油气勘探开发、到中游油气运输储存到下游炼化生产均需要厂用防爆电器，石油煤炭及其他燃料资产 2012-2022 年 CAGR 为 7.7%，化学原料及化学制品资产 2012-2022 年 CAGR 为 6.5%，随着石油化工资产总额持续增加及对智能化数字化项目推进，防爆电器市场需求持续增长。

图17：中国石油、煤炭及其他燃料资产及同比

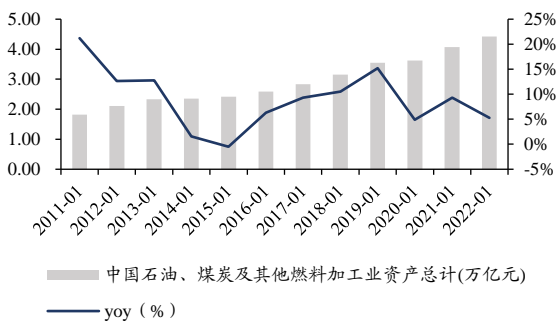
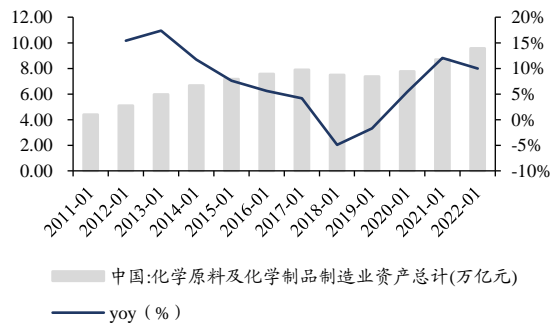


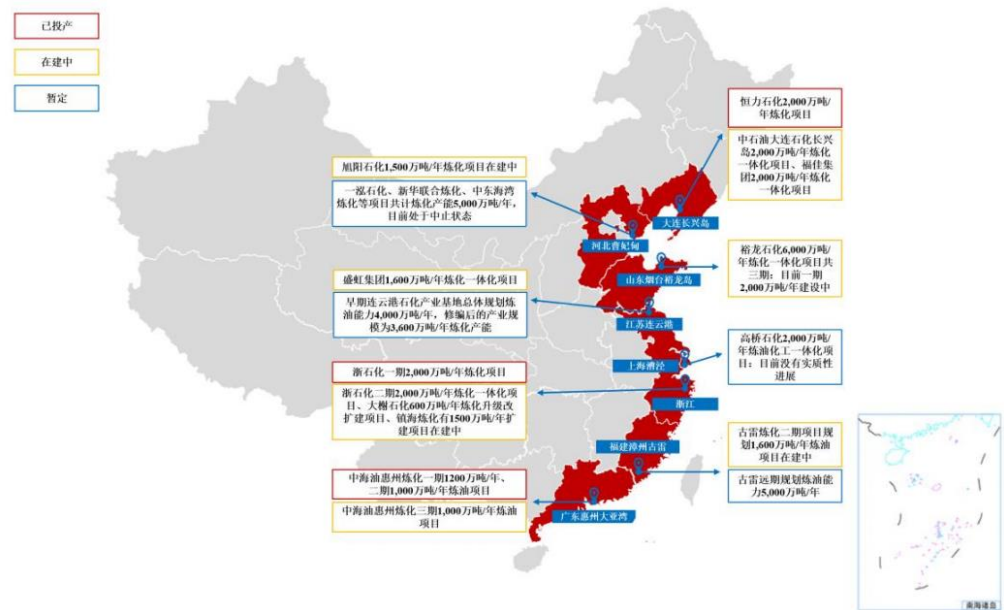
图18：中国化学原料及化学制品资产及同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

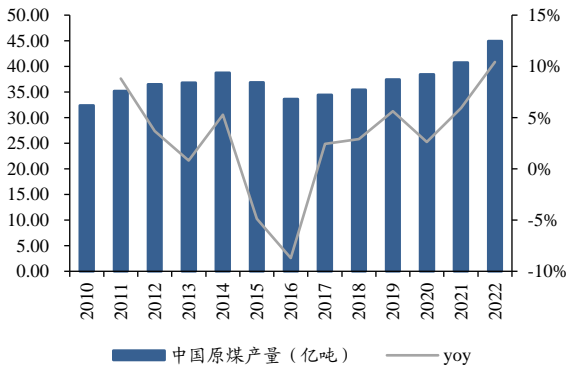
图19：我国“7+1”石化基地项目规划总体形成



数据来源：新黎明招股书，东吴证券研究所

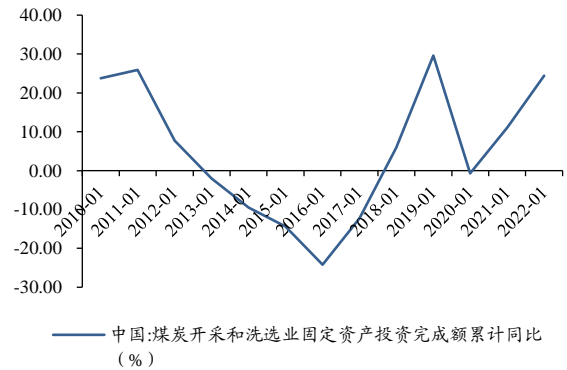
煤炭行业景气度今年有望延续上行，利好公司矿用业务板块。公司矿用防爆电器业务主要应用于含有沼气、甲烷等爆炸气体和煤尘的煤矿井下，近几年煤矿行业景气度延续，原煤产量持续增长，2022年产量为45亿吨（yoy+10%），2017-2022年CAGR为5.5%，煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额2022年累计同比+24.4%，2023年2月累计同比+20.2%，景气度有望持续上行利好矿用业务板块。

图20：中国原煤产量（亿吨）及同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

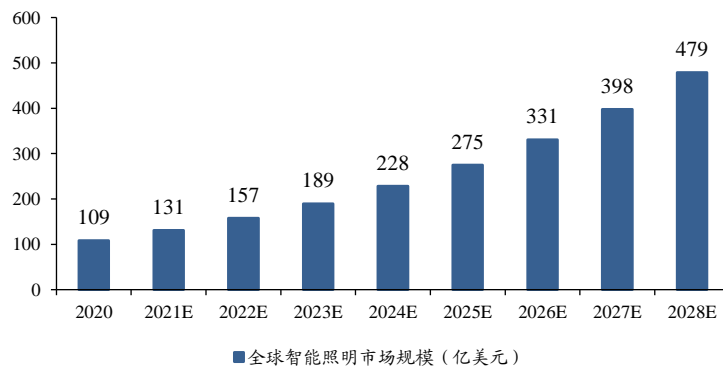
图21：煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额累计同比(%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

专业照明市场空间广阔，公司准备充分有望进入快速发展阶段。专业照明与普通照明区别是对灯具参数要求较高，且需要相关认证，可用于电气、公安、消防、交通、场馆等地，需求场景多元，随着LED光源在商业照明和民用照明渗透，工业照明中高节能、高可靠性照明解决方案迅猛发展，预计到2028年全球智能照明市场规模479亿美元，2021-2028CAGR为20%，发展迅速。公司2021年在浙江湖州成立“华荣照明有限公司”，注册资金1.5亿元，并完成了第一期生产基地6万平建设，2021年9月投入使用，2022年公司已完成搬迁带来的内部波动以及外部市场采购模式对接，预计2023年全面进入增长期和成长期。

图22：全球智能照明市场规模（亿美元）



数据来源：Grand View Research，东吴证券研究所

新兴业务多点开花，助力公司业务快速发展。

1) 新能源：伴随我国双碳政策实施以及推动可再生能源高质量发展，新能源行业发展未来可期，2021年，我国风电、光伏装机总容量达到635GW，较2015年的188.60GW增长237%。预计到2025年，我国风电、光伏装机总容量将达到1,067GW，2021-2025年CAGR为14%。

2) 海工：随着国家“一带一路”建设，中国作为有3.2万公里海岸线及众多岛屿的国家开发海洋油气未来可期，开发离不开高质量的开采设备，防爆市场顺势而为。

3) 军工：国防支出持续增长，公司2019年已经获得军工领域产品认证，预计随着军舰大型化趋势军工领域有望为防爆电器提供更大空间，2023年全国一般公共预算安排国防支出1.58万亿元，比上年执行数增长7.2%。

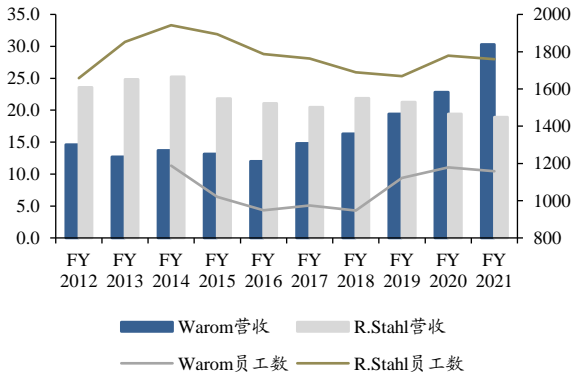
4) 白酒：国内市场近年以来监管趋严，部分具有安全风险但未强制使用防爆电器行业如白酒、粉尘国家不断出台安全防护要求，促进新需求增长。2021年9月1日起，应急管理部公布的《工贸企业粉尘防爆安全规定》正式施行，国家对于粮食存储、白酒行业防爆监管力度不断加强，为防爆电器需求的持续增长提供了有利外部环境。

5) 核电：国家2019年出台了核动力厂的安全导则，明确指出防爆要求，伴随核电运行规模持续增长公司作为龙头公司有望持续拓展核电客户。

2.4. 竞争格局：逐鹿全球第一梯队，国内龙一优势持续扩大，遥遥领先

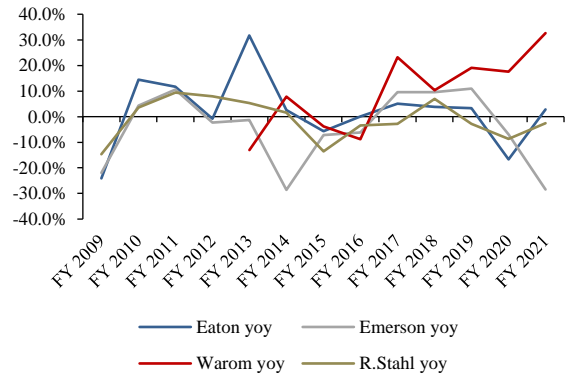
全球：从历史来看，全球防爆电器市场历经了收购兼并，龙头企业市占率稳定，公司更专注在防爆业务，存在市占率提升逻辑，逐鹿全球第一梯队指日可待。全球防爆电器早期主要厂商有CooperIndustry、Appleton、R.Stahl和Bartec等，由于行业不断发展，2010年以后历经了一轮并购整合，2012年CooperIndustry被美国Eaton收购，2014年Appleton被美国Emerson收购，从营收同比来看，2012年和2014年通过收并购Eaton和Emerson营收明显提升，至今Eaton、Emerson仍为全球防爆电器行业前二龙头，市占率稳定。对比来看，1) 由于前二主营业务并非防爆业务，防爆业务发展主要依靠北美本土品牌优势，相对公司深耕30+年防爆电器经验且持续布局全球战略相对较弱；2) 紧随公司其后的Bartec和R.Stahl是老牌欧洲企业，主要市场集中在欧洲，营收角度来看R.Stahl与公司规模类似，且业务性质接近，但近年增长较为乏力，R.Stahl员工人数企稳，相较公司上市以来收入业绩持续增长以及员工人数稳健上升较为弱势。

图23: 2012-2021年公司和 R.Stahl 营收(亿元)及员工人数(人)对比



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

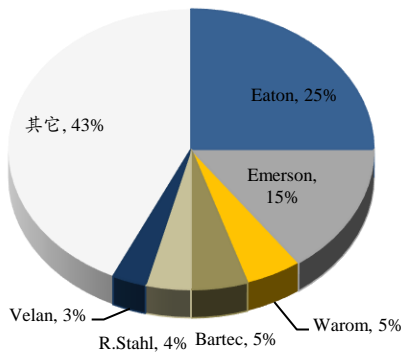
图24: 2009-2021年龙头公司营收同比(%)对比



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

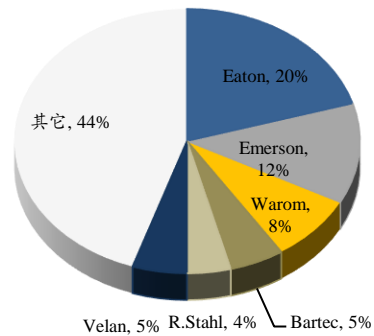
从结果来看, 2022 年全球 CR6 集中度 56%, 国内仅公司一家, 且疫情三年公司市占率有所提升, 印证公司强势实力。根据 QYR 统计和预测, 2022 年全球防爆设备市场销售额为 79 亿美元, 预计 2029 年将达到 103 亿美元, 2022-2029 年 CAGR 为 3.9%, 稳健发展。2022 年全球防爆市场中, CR6 分别为 Eaton、Emerson、华荣股份、Bartec、Velan 与 R.Stahl, 分别占据市场份额 20%/12%/ 8%/ 5%/5%/4%, 其他公司占比 44%, 仅有公司一家国内企业, 且前二市占率有所下降, 公司市占率相较 2019 年提升 3pct。

图25: 2019 年全球 CR6 市占率



数据来源: 联邦德国物理研究院, 东吴证券研究所

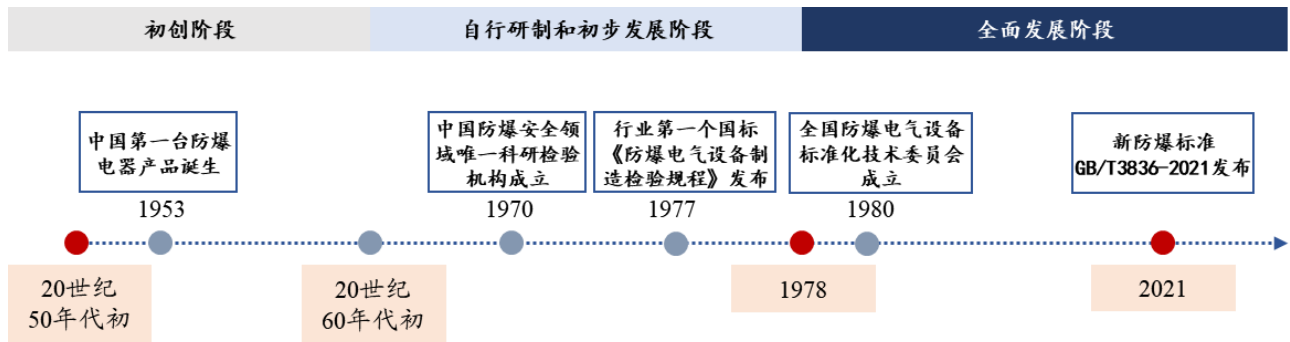
图26: 2022 年全球 CR6 市占率



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

国内: 中国防爆电器始于 20 世纪 50 年代, 目前已经进入全面发展新阶段。中国防爆电器分为三个发展阶段: 1) 初创阶段 (1950-1960): 1953 年, 中国第一台防爆电器产品诞生, 国家开始对电气设备矿山实施防爆电气产品认证标准和电气设备矿山许可标准。2) 初步发展自研阶段 (1960-1978): 1970 年, 中国防爆安全领域唯一科研检验机构成立——南阳防爆电气研究所, 1977 年我国公布了第一部防爆电气设备国家标准 GB1336-1977《防爆电气产品制造试验规范》, 产品走向正规化。3) 全面发展阶段 (1978-至今): 2021 年新版防爆标准发布, 中国进入防爆发展新阶段。

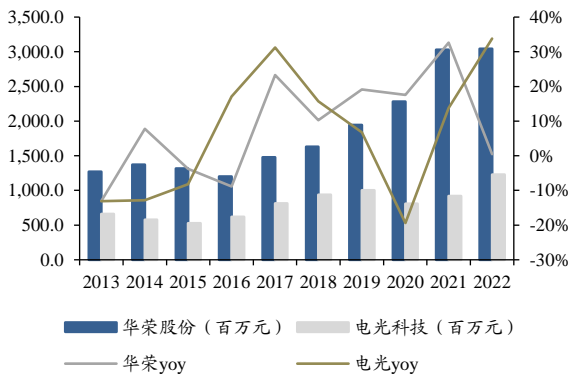
图27: 防爆行业发展阶段



数据来源: CNKI, 华经产业研究院, 东吴证券研究所

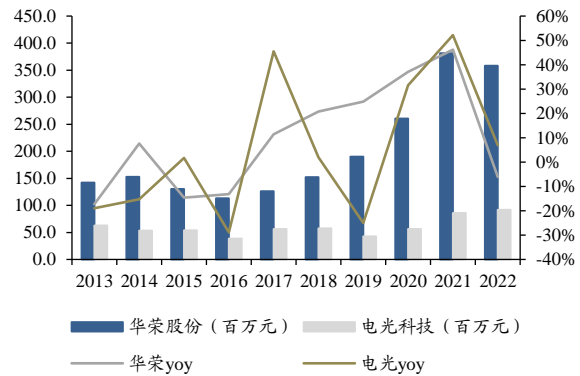
公司国内连续 10+年遥遥领先。公司拓展市场 30+年来,已经连续 10+年产销量位列行业第一,根据防爆协会数据,公司 2018-2020 年占规模以上企业的市场份额分别为 22%/30%/36%,近 3 倍于排名第二的电光科技,优势极为显著,营收端来看公司规模 2022 年为 30.4 亿元,相当于电光科技营收 2.5 倍,从归母净利润来看,公司 2022 年 3.6 亿元,相当于电光科技 3.9 倍,优势持续领先。

图28: 2013-2022 年公司与电光科技营收及同比



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

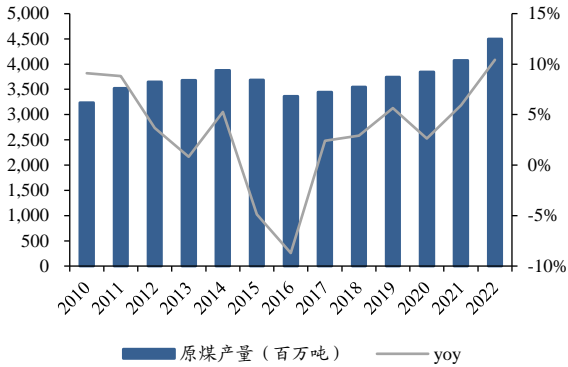
图29: 2013-2022 年公司与电光科技归母净利润及同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

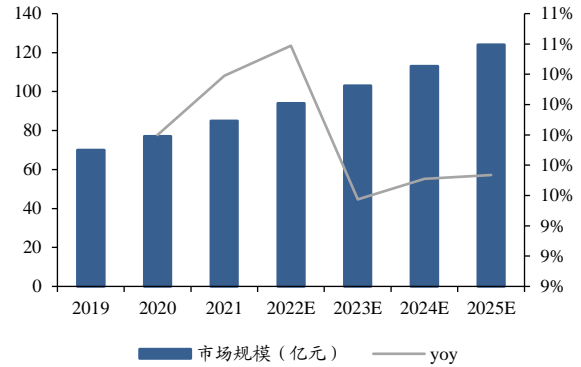
对比电光科技公司业务更为全面,发展空间更大。对比电光科技来看,公司业务更为全面,电光科技主要做矿用防爆,长期来看,由于矿用防爆主要用于煤矿井,从 2010-2022 年原煤产量来看, CAGR 为 2.8%,伴随我国能源转型预计短期内煤炭在能源结构比例会进一步下降,未来 10 年可能进入供需相对平稳的平台期,而厂用防爆可以拓展更多其他行业,发展空间更大,预计 2023 年防爆电器总市场规模 103 亿元(yoy+10%), 2021-2025E CAGR 为 9.9%。

图30: 2010-2022年原煤产量(百万吨)及同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 2019-2025E中国防爆电器市场规模(亿元)及同比



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

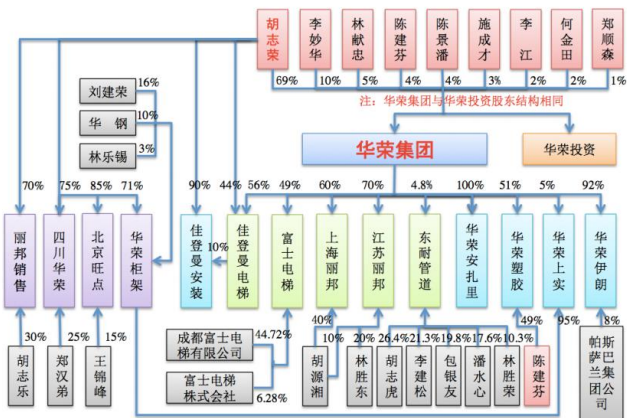
行业已形成“市场化程度高”、“两极分化”、“龙头受益”三大特点。我国防爆电器行业进入全面发展阶段 40+年，已经形成三大特点：1) 市场化程度较高：据防爆电器协会统计，我国防爆行业企业数量超 400 家，民企为主；2) 头部集中，两极分化严重：龙头企业发展迅速，小规模企业发展速度放缓，且小企业占比超 80%，主要从事低档、中档产品重复性生产，以“价格战”形式存活，具备自主研发实力较少。3) 利好龙头，行业有望进入“收购兼并”阶段：我们认为行业竞争充分环境下，行业将从跑马圈地进入整合阶段，向高端化、智能化发展，参考国外整合后收入业绩有较大提升，具有资本优势+研发优势+产品优质的龙一公司将是第一顺位受益标的。

3. 大刀阔斧打造创新“服务商”骨骼、精雕勾勒“渠道+研发+服务+成本”细节

3.1. 从“全面”到“专注”，抓住安全刚需+提早布局海外市场做到国内第一

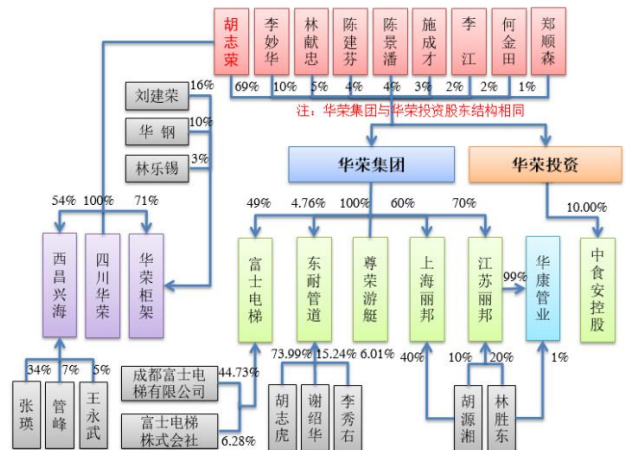
公司强大与管理层密不可分，发行人思路清晰，从“全面”到“专注”。由于华荣集团 2003 年成立，至 2010 年快速壮大，业务领域涉及广泛包含电梯、管道、贸易等，业务不突出，主要发起人胡志荣 2011-2012 年通过资产重组将业务整合，收购了专业照明设备业务资产、管理本部资产、厂用防爆电器业务资产、矿用防爆电器业务资产以及塑胶业务资产，同时注销部分无关业务及可能同业竞争业务，将主业锁定在防爆电器、专业照明设备的研产销上，截至 2017 年招股书披露，发起人胡志荣除公司外仍拥有一系列丰富资产，实力雄厚。

图32: 公司设立前胡志荣拥有资产



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图33: 资产重组后胡志荣持有除公司外资产(截至2017.05)

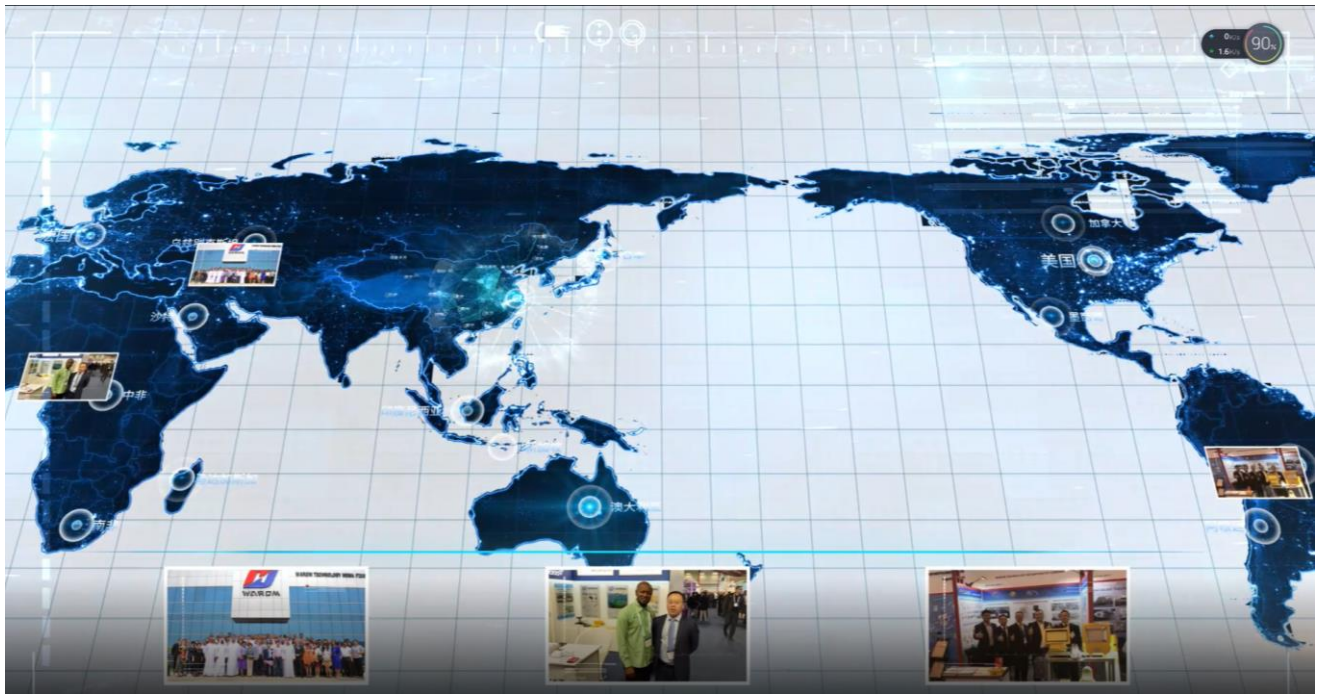


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

赛道“安全”刚性需求极高，公司守护行业生产“安全第一”，产品“质量第一”获得众多客户认可。公司产品主要应用领域石化环境十分危险，高温高压、易燃易爆，对于安全要求极高，如果产品质量出现问题会造成严重的安全生产事故，因此产品“质量第一”是公司发展立足之本，公司拥有生产装备 1000 多台/套，建成了制造中心、塑管中心、钣金中心、装配中心四大自动化、流水化、专业化的生产中心，2021 年再次扩建了检测中心，加大质量检测设备投入，建成了同行业唯一“灯具老化自动流水线”，保证产品质量。2021 年公司产品质量获得“三桶油”、神华宁煤、西昌卫星、文昌卫星及相关国防军用户等“优质供应商”称号，得到广大客户认可。

2000 年即为国内领先防爆企业，2005 年布局国外，助力海外市场腾飞。防爆行业最早始于 1950 年代，公司成立于 1987 年，2000 年起公司即为国内领先防爆企业，成为行业领军者，是国内较早做自主品牌的防爆电器民营企业，我们认为防爆电器全球格局竞争激烈，海外市场容量更大，更有发展空间，同时由于行业资质要求严格，防爆法规 95% 以上是强制性国家规范，壁垒较高，公司早布局打磨 α 硬实力等到海外市场 β 放量，便可乘东风扶摇直上。公司 2005 年开始布局海外，打入国际市场，目前已成立了华荣中东、华荣中非、华荣沙特等多个海外子公司，产品出口 60 多个国家和地区。公司整体分为三步走，1) 取得多项国际认证积累硬实力；2) 通过参加多种展会增加曝光度；3) 建设强大销售网络实现收入变现。2021 年虽受疫情影响，公司外贸部门收入 5.7 亿元 (yoy+1.1%)，相较其他国际公司销售收入急剧下滑硬实力较强得到良好印证，2022 年常用版块外贸部门业务迎来双位数增长。预计 2023 年伴随“一带一路”发展及疫情因素影响走弱趋势下公司有望厚积薄发。

图34: 公司海外布局



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

行业对于新进入者过于庞大和复杂, 多年渠道积累打造行业第一规模优势有望持续提升市占率。公司规模优势显著, 2022 年公司全球市占率 8%, 排名第三, CR6 其它均为国外企业, 经过多年积累公司已经跳出了价格战阶段开始享受市场红利, 1) 国内方面, 由于部分下游客户和渠道可以复用拓展国内其他相关行业较为得心应手, 以海外龙头为例, 专业照明领域龙头之一库伯成立 1833 年, 2012 年库伯被伊顿公司收购, 整合为一家动力管理公司, 伊顿目前为防爆电器领域全球龙头。2) 国外方面, 目前收入 2022H1 海外占比为 8%, 发展空间较大, 2022 年 Q3 开始订单逐步出现拐点, 我们预计今年外贸业务有望显著增长, 未来几年有望逐步兑现, 长远来看, 公司希望海外规模超过国内收入, 公司市占率有望持续提升。

3.2. 溢价能力强大, 安工智能平台带领行业发展, 由单点转向多点盈利

公司产品以厂用防爆电器产品为主, 围绕其扩展, 对比行业内其他公司有差异, 更具有综合性。目前国内防爆电器主流公司大多数为仅做一种防爆电器公司: 海洋王仅做专业照明、新黎明做厂用防爆、飞策做非矿用防爆产品, 第二种是扩展到其他非防爆领域, 如电光科技仅做矿用防爆电器, 涉猎电力设备、教育培训等。公司涉猎多领域, 厂用+矿用+专业照明+新能源 epc 业务, 相关性强且综合实力优异。

表3: 公司及可比公司业务及产品对比

可比公司	主营业务	主要产品
华荣股份 (603855.SH)	主营业务为防爆电器及相关智能化/信息化产品等的生产、销售、服务; 新能源 EPC 总承包、新能源电站持有/运营; 专业照明设备生产、销售及光电业务	厂用防爆产品、矿用防爆产品、专业照明产品、新能源 EPC 业务
电光科技 (002730.SZ)	制造板块分两大块, 一块是开展矿用防爆电器设备、矿用防爆监测监控设备、矿用应急救援产品、智能传动设备的研发、设计、生产和销售; 另外一块公司电力专用设备制造板块主要从事国家电网、电力等领域的智能计量设备、各大系列电表箱、低压配电柜等产品的研发、生产和销售	智能化装备及系统、矿用防爆开关、电力设备、教育培训
海洋王 (002724.SZ)	特殊环境照明设备的研发、销售、生产逐步向服务型企业转化, 为客户提供专业照明解决方案	固定照明设备、移动照明设备、便携照明设备、工程施工、管养服务、设计服务
新黎明 (A22494.SH)	公司主要从事厂用防爆电器的研发、生产和销售, 致力于为不同行业内具备特殊生产环境的客户提供高等级防爆电器产品	防爆电器、防爆灯具、防爆管件、三防产品、智能防爆设备
飞策	集科研、生产、销售为一体的、以非矿用(II类)防爆电器产业为主体的多元化企业	非矿用防爆电器
合隆	主要为石油化工企业提供防爆电器及配套解决方案, 产品主要应用于石油化工、冶金、电力、船舶、医药等领域。	防爆电器及配套解决方案
沈阳北方	生产多种规格品种的防爆电器产品	防爆电器、防爆灯具、防爆管件等三大部分。

数据来源: 新黎明招股书(申报稿), 东吴证券研究所

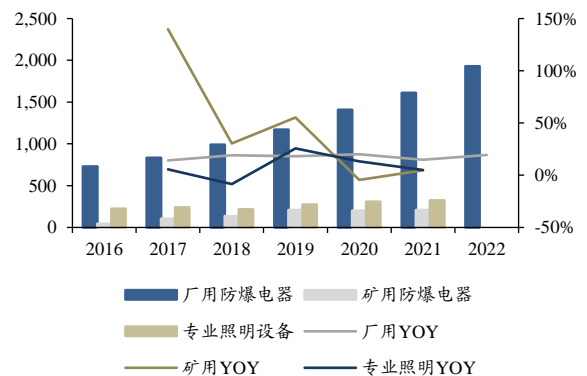
公司主要产品中厂用防爆电器由于新兴行业带动规模发展迅速, 其余产品发展稳健。2017-2022 年厂用防爆电器产品营收由 8.3 亿元增长至 19.3 亿元, CAGR 为 18.3%, 矿用防爆电器/专业照明产品 2021 年产品营收 2.1/3.3 亿元(yoy+5%/5%), 规模发展稳健。

图35: 公司主要产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图36: 2016-2022 年主要产品营收(百万元)及同比

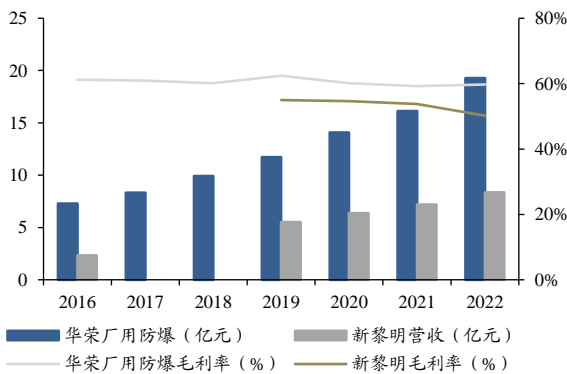


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

对比来看, 公司产品溢价能力强, 厂用防爆电器遥遥领先, 矿用防爆电器及专业照

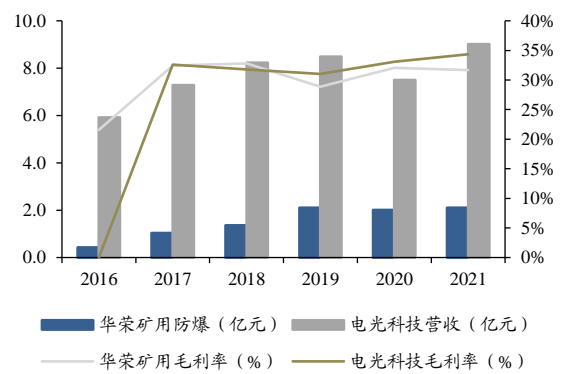
明产品发展空间广阔。1) 公司厂用防爆对比新黎明，规模优势显著且溢价能力高。2022年公司厂用防爆产品收入19亿元，是新黎明收入2.3倍，公司毛利率60%，高于新黎明10pct，溢价能力显著。2) 矿用防爆对比电光科技，收入规模、毛利率维持稳定。2021年公司矿用防爆收入2亿元，对比电光科技矿用防爆9.0亿元仍有差距，但毛利率维持稳定，2017-2021年公司毛利率维持30%左右。3) 专业照明对比海洋王规模较小，但近年盈利能力反超海洋王，未来空间广阔。2022年公司专业照明收入2.45亿元，相比海洋王17亿元规模较小，但2020-2021年以来公司产品毛利率提升至74%/68%，高于海洋王12/7pct，体现公司产品强溢价能力，伴随2022年公司专业照明搬迁内部调整结束+外部市场采购模式调整及产品调整完成，后续发展空间广阔。

图37: 厂用防爆产品公司和新黎明对比



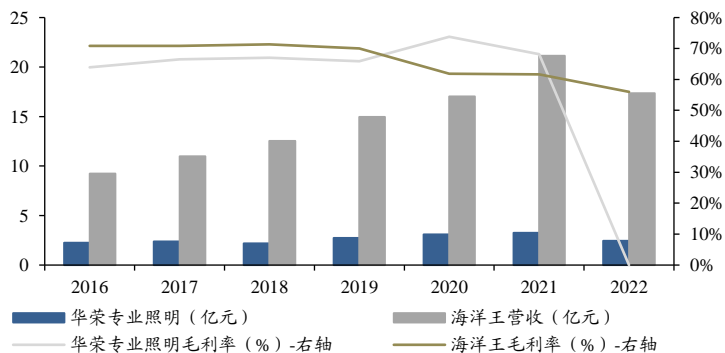
数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

图38: 矿用防爆产品公司和电光科技对比



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

图39: 专业照明产品公司和海洋王对比



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

公司创造“SCS 安工智能管控系统”里程碑产品带领行业发展，由“制造商”转型为“服务商”。公司成功走在行业前列，在其它小公司仍靠传统制造业打价格战、大公司转型其它业务时候，公司总经理李江提出，2023年公司发展战略定位为“由传统产品制造商向安全领域系统集成服务商进发”，将通过“SCS 安工智能管控系统”和“智能化

“园区安全管控平台”为切入点，从传统防爆领域向更广阔的安全领域出发。目前系统已完成三次升级，子系统已从原来的 8 个扩展到 10 个，覆盖用户现场安全管控的各种需求，该系统已获得数十项专利和科研成果。截至目前，公司已组建 30 多人的软件研发团队，40 多人的项目执行团队，90 多人的安装施工团队，200 人以上的市场拓展团队。已基本具备了 EPC 全过程的方案设计、安装施工的“交钥匙”工程总包能力。我们看好公司由“产品”转向“服务”、由“单点盈利”向“多点盈利”转型的发展模式。

图40: SCS 安工智能管控系统



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图41: 智能化工园区安全管控平台



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

安工智能管理平台“适用范围广”且“高效智能”，处于快速放量阶段。公司自主研发 3 年的 SCS 安工智能管控系统包括智能配电管理、智能照明管控、智能通讯指挥、可燃气体检测、设备在线监测、智能消防安全、在线腐蚀检测、HSE 智能管控等 8 大子系统，适用于油气、化工、军工、海工、制药等易燃易爆环境下全过程集中智能管理，系统可以嵌入客户系统，适用性强，具有智慧节能、远程管控、智能高效优点，2020 年石化智能系统试点与建设之前相比，劳动生产率平均提升 30%，万元产值能耗平均降低 8%，下游客户包含神华宁煤、茅台酒厂、镇海炼化、上海石化、石家庄炼油、哈尔滨炼化、浙江衢化、上海赛科、英力士等多家企业，主要为石化企业。2022 年“安工智能管控系统”实现销售收入 1.8 亿元，自 2019 年 H2 推出以来，已经获得市场充分认可，达到每年约 50%增速，我们判断目前安工智能管控订单短期仍将处于快速放量阶段，基于在石化客户使用优质表现有望扩展到其它行业快速占领市场，成长性极强，同时由于目前智能产品为主要收入来源，看好后续系统收费模式贡献广阔盈利空间。

图42: 安工智能管理系统产品特色



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.3. 强渠道由国内“业务发展商”模式、国外“展会+本地拓展”模式造就

公司国内渠道连续 10+年位列第一，国际渠道布局“一带一路”销售业绩快速增长。公司实行“走出去、请进来”战略，国内 300+销售网点，覆盖航天、军工、石油、化工、重工业冶炼、造船、酿酒及制药多行业，连续 10+年稳坐全国产销量第一位置。国际 60+代理机构遍布俄罗斯、西班牙、土耳其、南非、伊朗、迪拜、越南、泰国、巴西等地，每年销售业绩数倍增长，同时先后在中东、非洲、南美洲成立服务和生产中心，目前已初步构建起全球销售服务网络，成为全球众多石化企业优质供应商。

图43: 国内销售网络



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图44: 国际销售网络



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

国外：公司抓住行业规范痛点，是全国首家引入国际防爆标准企业，具有满足多地的特殊证书“硬通货”成功布局全球市场。公司较早具有布局全球视野眼光，而海外市场开发不仅需要过硬的产品质量，满足当地的特殊证书要求是“硬通货”。公司从2003年起就从国际标准入手，先后获得了欧盟 ATEX、国际 IECEx、俄罗斯 CU-TR 认证、美国 UL 认证、巴西 INMETRO 认证等众多国际认证，产品国际证书达到了 400 多项，全面跨越了国际技术壁垒，2000 多个国内 CCC、防爆、消防等证书，近 600 件专利证书，是国际、国内同行业产品认证最广的防爆专业企业。

图45：公司先后获得欧盟 ATEX、国际 IECEx、俄罗斯 CU-TR 认证等认证



数据来源：百度，东吴证券研究所

图46：公司 2023 年年初顺利通过海关联盟 CU-TR 换证审核



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

海外市场拓展公司通过“展会”+“本地拓展”方式推广全球化策略，成效显著。公司 2017 年上市以来，参与了 30+次国际展会，且在展会后公司会去当地市场考察调研，以此打开国际市场，2017-2022 年境外收入 CAGR 为 9.0%，2021 年公司新获得 50+ 家国际重大用户的“合格供应商入围资格”，新增 5 个国际代理，为疫情后外贸业绩的提升夯实了业务基础。1) 展会分地点来看分布在 20+ 国家，符合公司全球化战略，利于公司拓展海外市场；2) 且展会地位多为规模较大、地位较高、影响力深远的专业性展会，客户多为石油化工国际大客户/EPC 大客户，公司在展示自己专业实力同时和客户深入交流，提高合作机会；3) 由于 2019-2022 年受疫情影响，公司参加展会次数显著减少，伴随 2022 年年底疫情影响减弱公司开始恢复参与展会，有望在 2023 年迎来“国际新局面”。

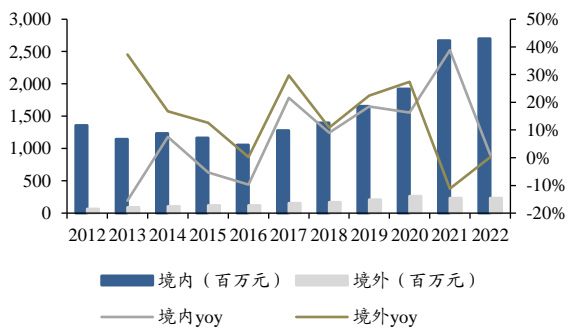
表4: 公司通过“展会”+“本地拓展”方式实施全球化战略

时间	展览会名称	地点	展会地位	作用
2022.11	石油天然气展会 OSEA2022	新加坡	东南亚地区专业性最强	挖掘东南亚石化和海工项目市场
2022.10	第 25、22、21 届阿布扎比	阿联酋阿布扎比	全球三大石油展之一	子公司华荣中东北非深耕阿联酋，中东北非全面辐射
2019.11	国际石油博览会			
2018.11	(ADIPEC)			
2022.09	亚洲石油天然气及石化工程展览会 (OGA2022、	马来西亚	东南亚地区规模大、影响力广、知名度高的石油天然气专业展会	连接中国、印度以及东盟市场的纽带
2019.06	2019)			
2022.07	第 22 届中国国际石化技术设备展 (CIPPC)	中国	全球石化行业品牌展	宣传公司 SCS 系统
2021.10	易派客工业品展览会暨石油石化工业展览会	中国	中国首届泛工业品全产业链“产学研用”相结合的高端专业性展览会	宣传公司 SCS 系统
2021.06	第十、十一届中国石油化工装备采购国际峰会暨展览会 (CSSOPE 2021)	中国	华东地区石化行业最大的闭门高端国际采购专业论坛	互动交流、拓展客户
2019.11	第七届越南国际石油天然气展 OGAV2019	越南	/	深耕越南市场
2019.11	乌克兰石油天然气展览会 (OILGAS EXPO 2019)	乌克兰	东欧地区最大的油气专业展会	拓展“一带一路”客户
2019.09	第 12、11 届印尼国际石油天然气展 (OGI2019、2017)	印度尼西亚	印度尼西亚，是东盟十国中唯一一个 GDP 总量过万亿美金的经济体	拓展印尼市场客户
2017.09				
2019.07	第 18 届国际石油天然气展览会 (NOG2019)	尼日利亚	当地油气行业最富知名度、历史最悠久的展览会	拓展非洲最大的油气市场尼日利亚
2017.02	尼日利亚 NICC			
2019.05	第 50、49 届美国国际海洋石油技术展览会 (OTC	美国	全球范围内在石油和天然气勘探、开采、生产和环境保护等领域最重要的展会之一	连续第四年参加，打开美洲市场
2018.05	2019、2018)			
2019.04	意大利 OMC 石油装备展	意大利	地中海地区最大、最有影响力的油气行业展览会	展示公司在欧非市场的形象，拓展客户，为开拓欧洲市场奠定坚实基础
2019.04	汉诺威工博会 (Hannover	德国	“全球工业贸易领域的旗舰展”、“世界工业贸易的晴雨表”和“全球工业技术发展的风向标”	巩固与新老客户间的信任合作关系
2018.05	Messe)			
2018.09	GASTECH 展会	西班牙	全球天然气行业最有代表性的展会	互动交流、拓展客户
2018.08	国际海洋石油天然气展会	挪威	欧洲地区规模最大、展出历史最悠久	拓展海工船舶市场
2017.09	英国 OE 石油展	阿伯丁	全欧洲规格最高，规模最大，展现最上游技术的石油、天然气展览会，世界上离岸石油能源和石油工业领域最大的技术会议和展览之一	宣传了华荣在欧洲市场的形象，且有助于进一步稳固提升现有代理合作关系，同时挖掘了大批潜在客户，为今后华荣进军欧洲市场奠定了坚实的基础

2017.06	2017年第十四届俄罗斯（莫斯科）国际石油天然气展会-MIOGE 2017	莫斯科	东欧和独联体最具影响力	互动交流、拓展客户
2017.07	OGA2017 展会	马来西亚	东南亚地区规模大、影响力广、知名度高的石油天然气专业展会	中国“一带一路”政策的南线重地，马来西亚，印尼，越南，泰国，印度等地的新老客户深入交流
2017.05	OGMA 展会	肯尼亚	东非第一届集油气、矿业一体的综合型展会	响应“一带一路走出去”的国家政策，携手当地经销商，立足肯尼亚市场并辐射坦桑尼亚、乌干达等周边国家
2017.04	汉诺威工业博览会	德国	全球最大最具有代表性工业博览会	展示工业自动化、移动、驾驶自动化、数字工厂等领域最新成果和先进解决方案
2017.05	国际海洋油气技术大会（OTC）	美国	全球规模最大、最具影响力年度石油行业盛会	是相关产品进入美洲及欧洲市场的最佳平台
2017.04	第 29 届国际天然气技术展会 GASTECH2017	日本	世界知名的全球巡回天然气专业展会	巩固发展客户
2017.03	阿尔及利亚北非石油展（NAPEC）	奥兰	/	开始进军非洲，取得了超过预期的效果，在展会第二天就陆续收到相关询盘

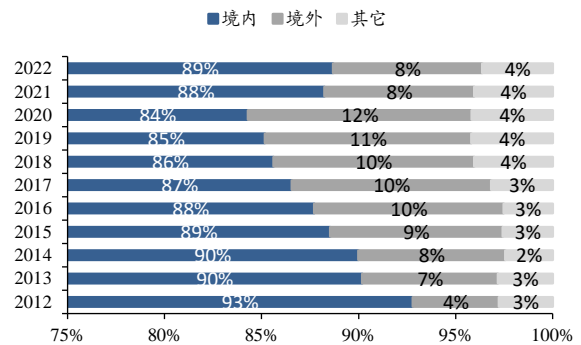
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图47：2012-2022 年境外收入增速明显放缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图48：2012-2022 年境内外收入占比

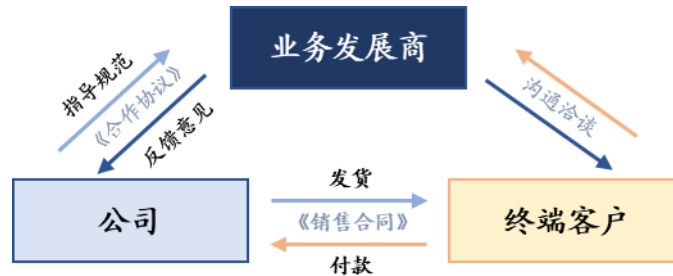


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

国内：产品服务型公司“渠道为王”，公司拥有特殊“业务发展商”渠道，是重要发展基石。由于防爆行业下游客户数量众多且分布地域极为广泛，仅靠公司建立销售团队开拓市场难度较高且前期耗费巨大，因此公司国内采取了特定的直销模式-业务发展商模式，即公司选取特定自然人形成正式、长期的合作发展关系，不同于普通经销商，业务发展商不涉及到囤货/运输等环节，更多承担销售对接角色且更专业化，与公司联系紧密，仅向公司收取费用，负责公司与客户之间的方案设计、沟通洽谈、订单安排、售后服务等工作，协助公司与客户达成协议，由公司直销产品给客户，客户直接付款给公司，达到减少中间环节的特定直销模式，2021年公司销售网点新成立军工发展商 5 个、

核电发展商 4 个，海工发展商 3 个，截至年底公司国内拥有近 300 个业务发展商，相较新黎明 156 家相当于近 2 倍。

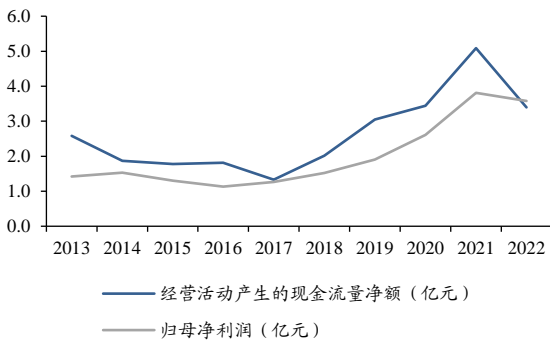
图49：业务发展商模式



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

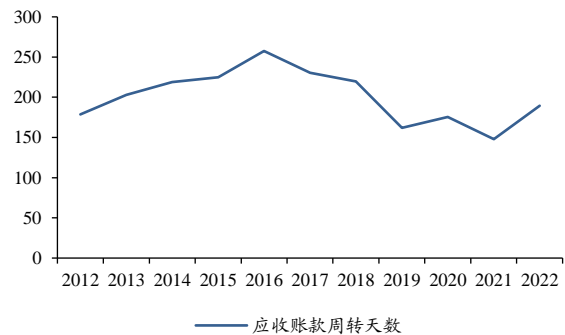
“业务发展商”收费模式良性循环，保障公司回款稳定，现金流充裕。业务发展商计费公式为业务费计算基数=含税销售收入-产品参考价+产品定价调整-管理服务费，业务费计提金额=业务费计算基数-坏账准备金-分摊费用+其它。此收费模式一方面激发了业务发展商的销售动力，促进公司业务发展，另一方面保障了公司的回款稳定性，优先保证自身利润下与业务发展商结算费用，良性循环，2013-2021 年公司经营性现金净额持续高于净利润，2016-2022 年公司应收账款周转天数由 258 下降到 189。

图50：2013-2022 年公司经营净现金流与归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图51：2012-2022 年应收账款周转天数

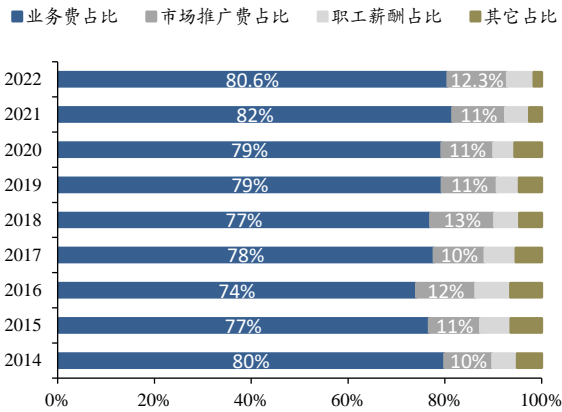


数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司与业务发展商合作历史悠久，绑定较深，费用长期占比维持在稳定水平。此种模式需要业务发展商前期垫付费用，且需要和众多行业客户洽谈，双向选择下各地有实力的业务发展商与公司建立长期合作关系，粘性较强，据公司招股书披露前五大业务发展商绝大部分在公司成立之初（2010 年 12 月）就开始合作，合作时间久，绑定较深。公司 2016-2022 年公司业务费绝对值稳步攀升，占比近几年较为稳定，2020-2022 年业

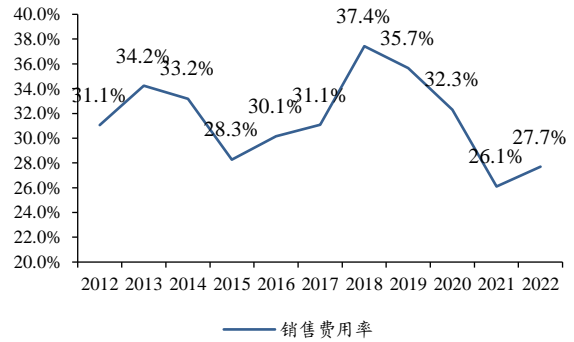
务费占销售费用比例分别为 79%/82%/81%，公司销售费用率有所下降，分别为 32.3%/26.1%/27.7%。

图52: 2014-2022 年公司销售费用结构占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

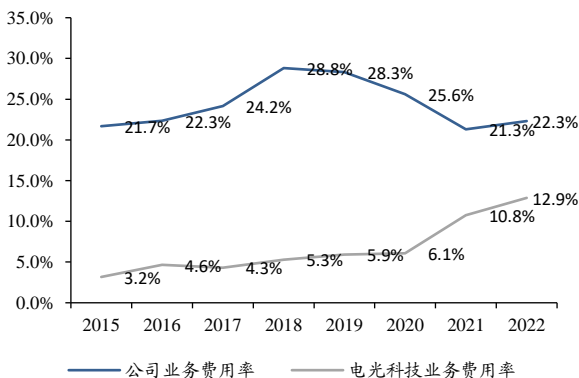
图53: 2012-2022 年公司销售费用率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

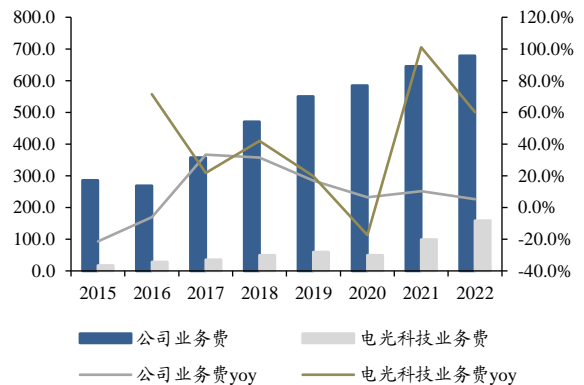
对比电光科技来看,公司激励业务发展商大方,利于业务长期发展。防爆电器行业中用业务发展商模式主要为华荣股份及电光科技,从业务费规模来看,公司 2022 年业务费是 6.8 亿元,是 2022 年业务费大幅增加条件下的电光科技的 4.3 倍,而 2022 年公司收入规模仅为电光科技的 2.5 倍,从业务费用率角度来看,公司业务费用率近两年来趋于稳定,2022 年业务费用率为 22.3%,高出电光科技 9.4pct,体现公司激励大方,电光科技与公司差距较大,公司龙一地位稳固。

图54: 2015-2022 年公司和电光科技业务费用率 (%)



备注: 业务费用率=业务费/总营收
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图55: 2015-2022 年公司业务费 (百万元) 及同比

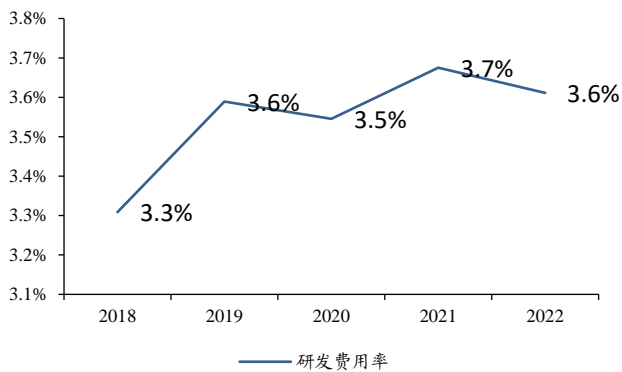


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.4. 滚动研发紧跟市场需求，快速响应+人员成本优势彰显核心竞争力

保持滚动式技术研发优势，持续投入紧跟市场动态需求，同时相比海外龙头具有快速响应的市场服务优势。公司坚持“投产一代、研发一代、观瞄一代”的滚动式研发，每年新增 30 多个新系列产品，公司产品小到防爆接线盒、防爆开关，大到防爆风机、正压防爆分析屋，共有产品 50 大类，300 余种不同系列，千余种不同型号规格，紧跟市场需求，提升自身竞争力。同时公司设置全球防爆同行独一无二的软件研发部、工业工程部和信息工程部三大前沿技术部门，全面引领物联网新一代防爆技术。2018-2022 年公司研发费用率由 3.3% 增长 0.3pct 至 3.6%，2022 年公司研发人员 300+ 人，占比 17%。同时中国企业与海外企业相比服务能力更为突出，“4 小时内复命、8 小时内制定方案，24 小时内出现在用户面前”的 4-8-24 服务法则全方面、全天候随时待命，受到广大用户的好评。

图56：公司 2018-2022 研发费用率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图57：2014-2022 年技术人员（人）及占比（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

检测中心获 CNAS 国家实验室认可，参与制定国标填补国内空白。公司建有 CNAS（中国合格评定国家认可委员会）和 IECEx 见证实验室资质的国家级资格的检测的实验中心，也是石油化工行业协会授权的 A 级实验室。公司投入巨额资金引入先进检测设备，是目前同行业中规模最大、设施最先进、装备条件最好、检测手段最齐全的生产、科研基地，稳居世界前列，同时公司参与制定了 30 多项国家/行业标准，其中国标《火炸药环境电气安装工程施工及验收标准》，填补了国内技术标准空白。

图58: 公司检测中心认可证书



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

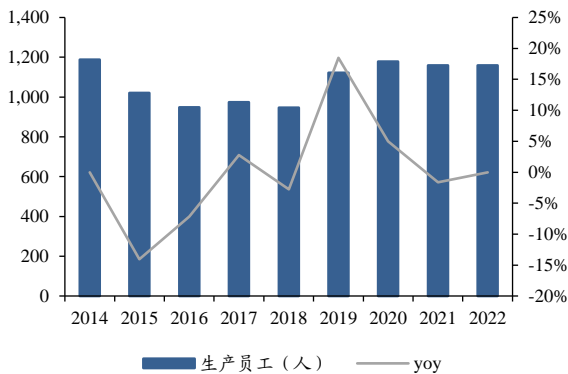
图59: 《火炸药环境电气安装工程施工及验收标准》



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

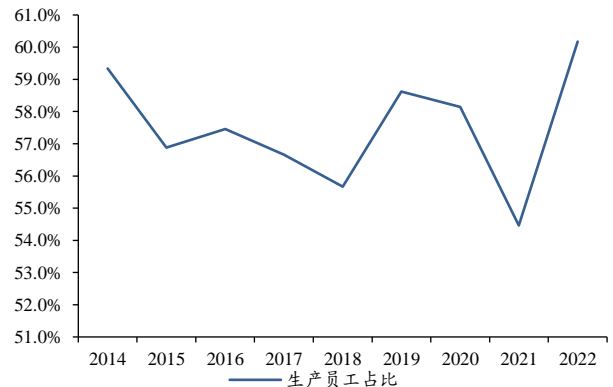
同时公司相比国外龙头公司具有人员成本优势,生产“智能化”降本增效能力突出。防爆行业由于属于制造业装配环节所需生产人员较多,2022年生产员工基本占到60%,相较国外龙头具有国内的人员成本优势,2022年公司建成防爆管件、钣金制造、表面处理自动化生产线以及安工智能中心和军工智能中心,这些产线基本上都采用了自动化生产设备与MES系统进行集成,大幅提高了产品制造能力、工艺水平、产品质量和生产效率。

图60: 2014-2022年公司生产员工(人)及同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图61: 2014-2022年公司生产员工占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

核心假设: 分产品来看,我们预计2023-2025年:

厂用防爆电器我们预计行业稳中向好,收入增速分别为26%/24%/21%,毛利率为60.8%/61.3%/61.6%;矿用防爆电器由于煤炭行业景气度持续提升,我们预计收入增速分别为42%/26%/21%,毛利率为35.7%/36.2%/36.5%;专业照明由于去年整合完成,产品完成调整,我们预计2023年开始进入成长阶段,销售收入增速分别为37%/26%/26%,

毛利率为 69.2%/69.2%/69.2%；新能源业务我们预计有望持续向好发展，收入增速分别为 30%/20%/20%，毛利率为 15.3%/16.3%/16.3%。

盈利预测：我们预测 2023-2025 年营业收入分别为 39.1/48.2/58.1 亿元，增速分别为 29%、23%、21%；归母净利润分别为 4.8/6.4/7.7 亿元，增速分别为 35%、31%、21%。

表5：公司收入业绩预测（百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,042.9	3,914.4	4,822.0	5,813.6
yoy	0.5%	28.6%	23.2%	20.6%
厂用防爆电器	1,927	2,428	3,008	3,633
yoy	20%	26%	24%	21%
矿用防爆电器	239	339	427	516
yoy	14%	42%	26%	21%
专业照明设备	245	334	421	531
yoy	-25%	37%	26%	26%
新能源业务	465	605	726	871
yoy	-33%	30%	20%	20%
其他业务	166	208	239	263
yoy	-9%	25%	15%	10%
营业成本	1,510.1	1,904.6	2,311.6	2,766.5
yoy	-7.8%	26.1%	21.4%	19.7%
毛利率	50.4%	51.3%	52.1%	52.4%
yoy	4.5%	1.0%	0.7%	0.4%
归母净利（百万）	358	484	636	769
yoy	-6.0%	35.2%	31.3%	20.9%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

备注：2022 年矿用防爆、专业照明设备、新能源业务、其它业务均为东吴证券研究所预测值，公司未披露

估值及投资建议：我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.4、1.9、2.3 元，对应 PE 分别为 20/15/12 倍。我们选取专业照明领域龙头海洋王以及安全消防电子龙头青鸟消防作为可比公司进行比较，公司估值接近平均估值，基于公司在防爆电器龙头地位显著且行业发展前景良好，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值 (截至 2023/5/15 收盘价)

股票 代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002724.SZ	海洋王	66	8.5	3.1	3.8	4.4	21.5	17.7	15.0
002960.SZ	青鸟消防	136	24.0	7.7	9.8	11.5	17.6	13.8	11.8
	平均						19.5	15.7	13.4
603855.SH	华荣股份	96	28.3	4.8	6.4	7.7	19.7	15.0	12.4

数据来源: 海洋王、青鸟消防预测来自 Wind 一致预期、华荣股份为东吴证券研究所预测

5. 风险提示

- 1) 海外业务交付不及预期;** 公司外贸订单近几年增长较快, 但产能扩张进度可能低于预期, 导致交付进度不及预期。
- 2) 新兴业务拓展不及预期、煤炭行业景气度下行;** 公司开拓新兴业务板块较多, 包含白酒、核电、军工等, 拓展进度可能不及预期。煤炭行业景气度主要影响公司矿用防爆产品销售, 若景气度下行矿用防爆收入可能不及预期。
- 3) 照明行业竞争加剧;** 公司专业照明产品虽有所调整, 但规模仍较海洋王有较大差距, 竞争可能加剧影响专业照明板块收入。
- 4) 宏观经济波动造成需求下滑、原材料价格大幅波动等。** 目前全球形势依然比较动荡, 宏观经济可能影响海外需求下滑, 同时原材料价格若上涨盈利水平可能低于预期。

华荣股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3,492	4,100	4,681	5,918	营业总收入	3,043	3,914	4,822	5,814
货币资金及交易性金融资产	735	763	976	1,622	营业成本(含金融类)	1,510	1,905	2,312	2,767
经营性应收款项	1,933	2,285	2,621	2,988	税金及附加	29	39	48	58
存货	748	943	979	1,167	销售费用	843	1,115	1,387	1,669
合同资产	0	0	0	0	管理费用	107	176	193	233
其他流动资产	76	108	105	141	研发费用	110	145	178	215
非流动资产	758	797	838	874	财务费用	-15	-4	-5	-6
长期股权投资	5	6	6	7	加:其他收益	13	6	7	9
固定资产及使用权资产	376	375	367	352	投资净收益	-7	-1	-2	-3
在建工程	14	34	53	72	公允价值变动	-23	16	21	4
无形资产	74	70	64	59	减值损失	-66	-35	-42	-47
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	6	6	5	5	营业利润	376	525	693	841
其他非流动资产	283	307	342	379	营业外净收支	24	19	20	21
资产总计	4,251	4,897	5,520	6,792	利润总额	400	544	713	862
流动负债	2,392	3,021	3,499	4,491	减:所得税	41	58	75	90
短期借款及一年内到期的非流动负债	68	143	80	151	净利润	359	486	638	771
经营性应付款项	870	1,120	1,303	1,783	减:少数股东损益	1	2	2	3
合同负债	94	148	180	208	归属母公司净利润	358	484	636	769
其他流动负债	1,361	1,610	1,937	2,350	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.06	1.43	1.88	2.28
非流动负债	25	32	36	43	EBIT	391	573	749	925
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	452	640	817	993
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	50.37	51.34	52.06	52.41
租赁负债	17	12	13	16	归母净利率(%)	11.77	12.37	13.19	13.23
其他非流动负债	8	20	24	28	收入增长率(%)	0.52	28.64	23.19	20.56
负债合计	2,417	3,053	3,535	4,534	归母净利润增长率(%)	-6.01	35.19	31.34	20.96
归属母公司股东权益	1,797	1,805	1,943	2,215					
少数股东权益	37	39	41	43					
所有者权益合计	1,834	1,844	1,984	2,258					
负债和股东权益	4,251	4,897	5,520	6,792					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	181	517	850	1,158	每股净资产(元)	5.32	5.35	5.76	6.56
投资活动现金流	5	-60	-49	-37	最新发行在外股份(百万股)	338	338	338	338
筹资活动现金流	-283	-388	-570	-435	ROIC(%)	18.77	26.14	32.93	36.78
现金净增加额	-94	72	232	688	ROE-摊薄(%)	19.94	26.83	32.73	34.73
折旧和摊销	61	67	68	68	资产负债率(%)	56.86	62.34	64.05	66.75
资本开支	-57	-34	-24	-16	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.68	19.74	15.03	12.42
营运资本变动	-330	-59	131	283	P/B(现价)	5.32	5.29	4.92	4.31

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

