



硅步千里，剑指全球

华荣股份（603855.SH）公司深度报告

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023年09月07日

- 分析师：吕卓阳
- SAC编号：S1050523060001

研究创造价值

- **安全生产监管趋严，新兴下游加速防爆电器需求释放。**随着全民安全意识的增强，政府安全监管力度的加大，公司持续扩大应用领域，形成了石油天然气化工、海洋工程船舶、安工智能管控平台、化工机械配套、粮食医药酒类等七大业务板块细分市场。并对内贸营销组织机构进行重大改革，要求业务发展商精准服务对接，不同业务板块相互融合，分工协作，进而增强核心竞争力；
- **拥抱智能制造，向智能一体化平台型服务商升级。**公司于2019年推出为传统石油化工行业量身打造的“安工智能管控平台”，目前已新增至10个子系统，且应用场景已拓宽至白酒、危险化工园区，有望为公司带来业绩新增量；
- **国际竞争力加强，全球份额有望提升。**根据联邦德国物理研究院（PTB）的数据，2019年全球防爆电器市场规模超过50亿美元，预计到2025年，全球防爆电器市场规模将达到80亿美元。公司是全球同行业产品种类最丰富的企业，以“服务+产品+成本”优势来构建竞争壁垒，2019年公司在全球防爆市场市占率仅为5%，2022年已增长至8%，全球份额有望持续提升。
- **盈利预测：**公司不断拓展新下游，滚动式开发新产品，以软硬件为一体的新产品安工智能系统逐渐提高工业附加值，助力公司实现多点盈利，加速向生产型服务商转型。目前公司主营业务稳定，新下游释放更多需求，带来可观增量，预计2023-2025年的归母净利润分别为4.45、5.69、6.99亿元，EPS分别为1.32、1.68、2.07元，当前股价对应PE分别为17、13、11倍。首次覆盖，给与“买入”评级。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	3,043	3,775	4,586	5,339
增长率（%）	0.5%	24.1%	21.5%	16.4%
归母净利润（百万元）	358	445	569	699
增长率（%）	-6.0%	24.2%	27.8%	22.8%
摊薄每股收益（元）	1.06	1.32	1.68	2.07
ROE（%）	19.5%	21.6%	24.0%	25.3%

资料来源：Wind、华鑫证券研究所

- 1、海外市场拓展不及预期
- 2、照明行业竞争加剧
- 3、新能源EPC盈利能力低于预期

目 录

CONTENTS

- 一、深耕防爆领域十余载，行业领军者实至名归
- 二、围绕大安全概念布局，向生产型服务商升级
- 三、专业照明设备供应商，智慧照明有望进一步打开市场空间
- 四、光伏EPC贡献现金流，保障公司运营

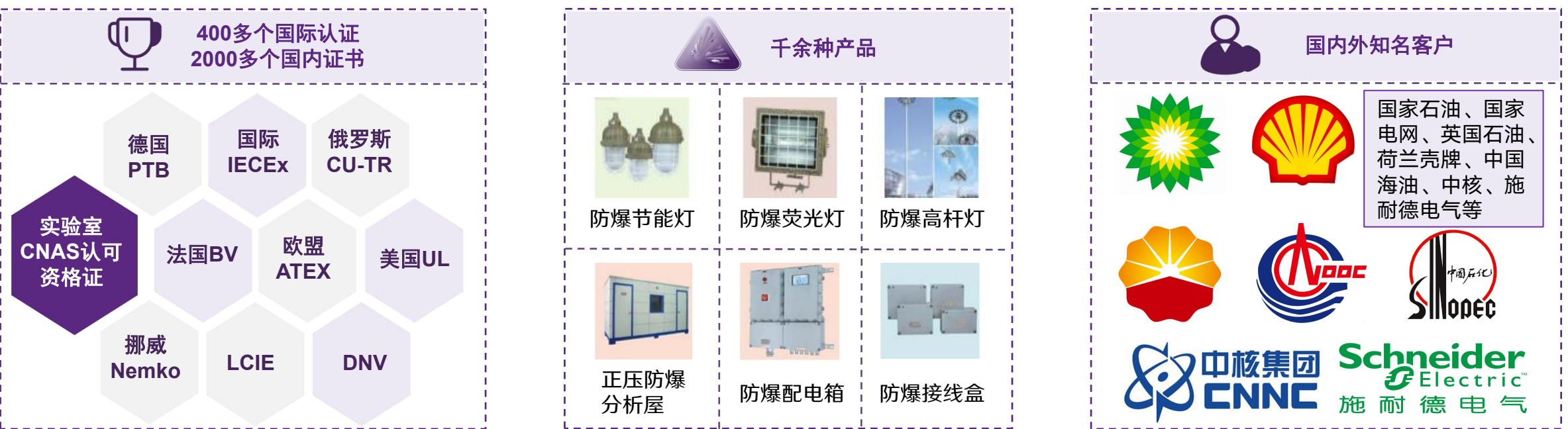
一、深耕防爆三十余载， 国内领军实至名归

研究创造价值

1.1 防爆电器先锋企业，打造世界级知名品牌

- 公司始创于1987年，是以防爆产业为基点，集产品研发、制造、销售一条龙的多元化企业。主营业务包括防爆电器、新能源EPC、专业照明设备等生产与服务，产品广泛应用于石化、煤矿、电力、食品饮料、军工等领域，合作国家石油、国家电网、荷兰壳牌等国内外知名企业。
- “质量+技术+服务”构建核心竞争力。公司拥有400多个国际认证，兼备防爆电气和照明设备CNAS实验室级检测水准，可最大程度保证产品品质；坚持滚动式新品研发，每年可新增30多个系列产品；坚守“用户至上”的服务理念，以“4-8-24”服务法则，快速解决问题。

图表1：深耕防爆领域



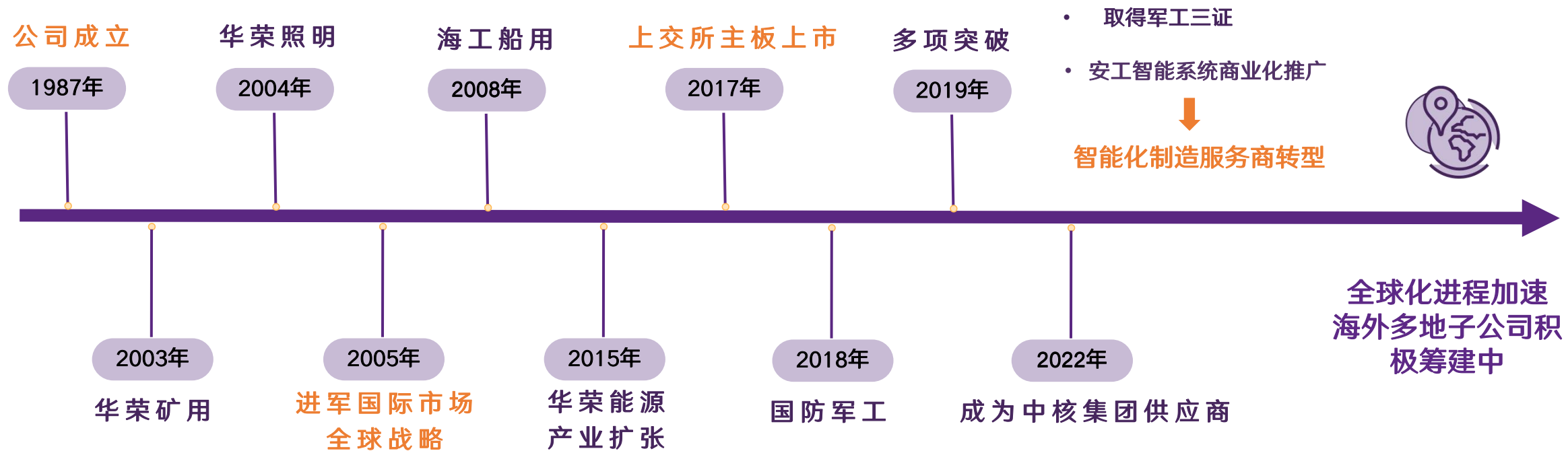
资料来源：公司官网、公司公告、公司招股说明书、华鑫证券研究所

1.2 以防爆为基础，坚持多元化发展

行业领跑二十余年，公司践行多元化、国际化、智能一体化发展战略。

- 公司以厂用防爆制造起家；2003年后逐步渗透矿用和照明领域；从2005年开始，瞄准全球市场，逐渐形成以中东、非洲、远东以及东南亚为主的海外板块；其间并持续向海工船用、新能源、国防军工产业扩张，优化产业布局；2019年取得多项突破，取得军工三证，同时安工智能正式商业化推广，企业向智能制造服务商转型；2022年成为中核集团合格供应商。
- 据统计，至2022年，公司在全球防爆领域市占率高达8%，国内防爆行业市占率约30%。

图表2：三十余年沉淀，成就龙头企业



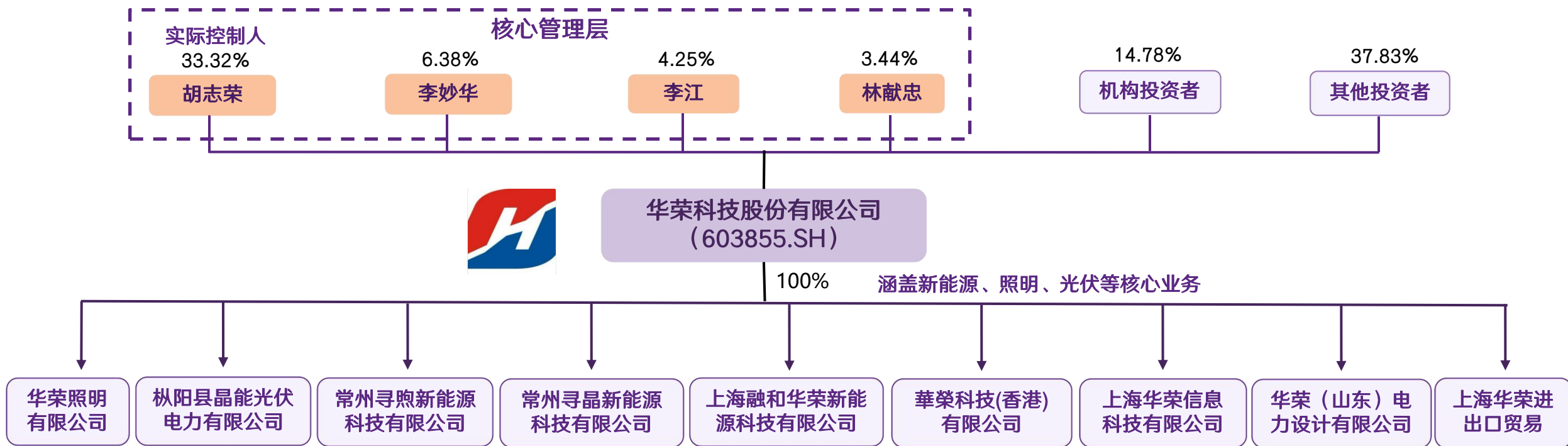
资料来源：公司公告、立鼎产业研究院、华鑫证券研究所整理

1.3 股权结构集中且稳定，利于公司持续性发展

核心管理层持股比例较高，机构投资者合计持股约15%。公司董事长兼实控人胡志荣持股33.32%，总经理李江、副总经理林献忠、董事李妙华共持股14.07%。

- 核心管理人员皆为公司发起人，伴随公司成长，对公司业务十分熟悉；其中李江先生于2021年被擢拔为总经理，主要负责厂用防爆板块，他从业经验丰富，此次职位调动将强化公司防爆产品多元化发展战略，进一步提升公司运营效率，利于长远发展。
- 下辖9个全资子公司，基本覆盖核心业务板块，为公司综合发展赋能。

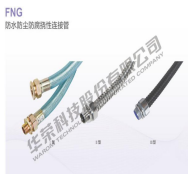
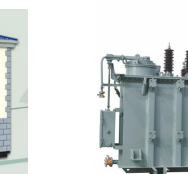
图表3：公司股权穿透图



资料来源：Wind、华鑫证券研究所

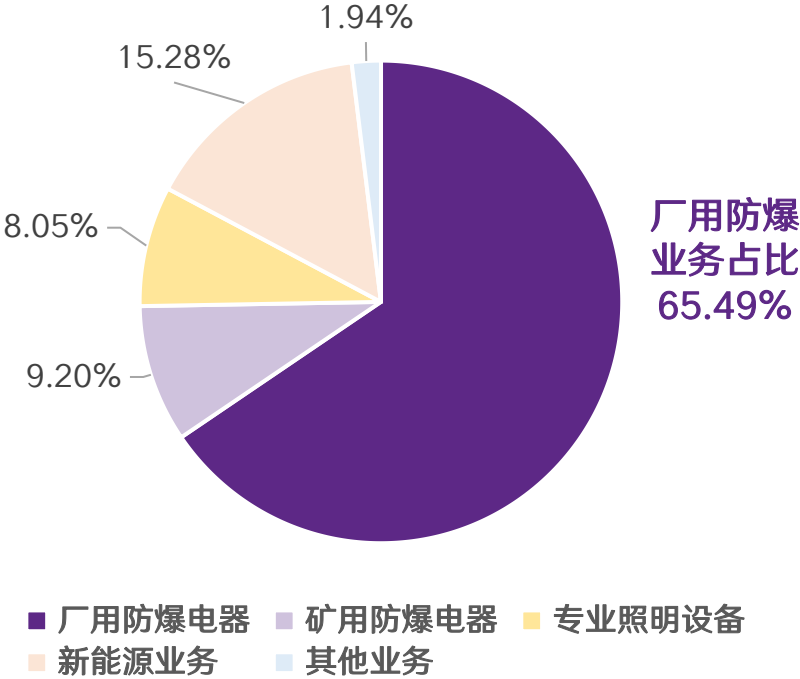
1.4.1 主营业务：公司产品矩阵丰富，应用领域广阔

图表4：产品矩阵丰富，300多个系列，千余种规格型号

	传统石化	安工智能	军工	海工船舶	矿用防爆
防爆产品					
	防爆蜂鸣器	化工园区安全风险智能管控系统	FQM电缆夹 紧密封接头	体外红外 热成像仪	一般型高压 软起动柜
					
	防爆电位器模块	防爆智能网关	FNG挠性连接管	防爆摄像机	隔爆型投光灯
专业照明					
	庭院灯	书写板灯具	太阳能路灯	悬挂固定式LED灯具	
新能源					
	光伏汇流箱	箱式变电站	电力变压器	太阳能变网发电系统	

资料来源：公司公告、公司官网、华荣照明、华鑫证券研究所

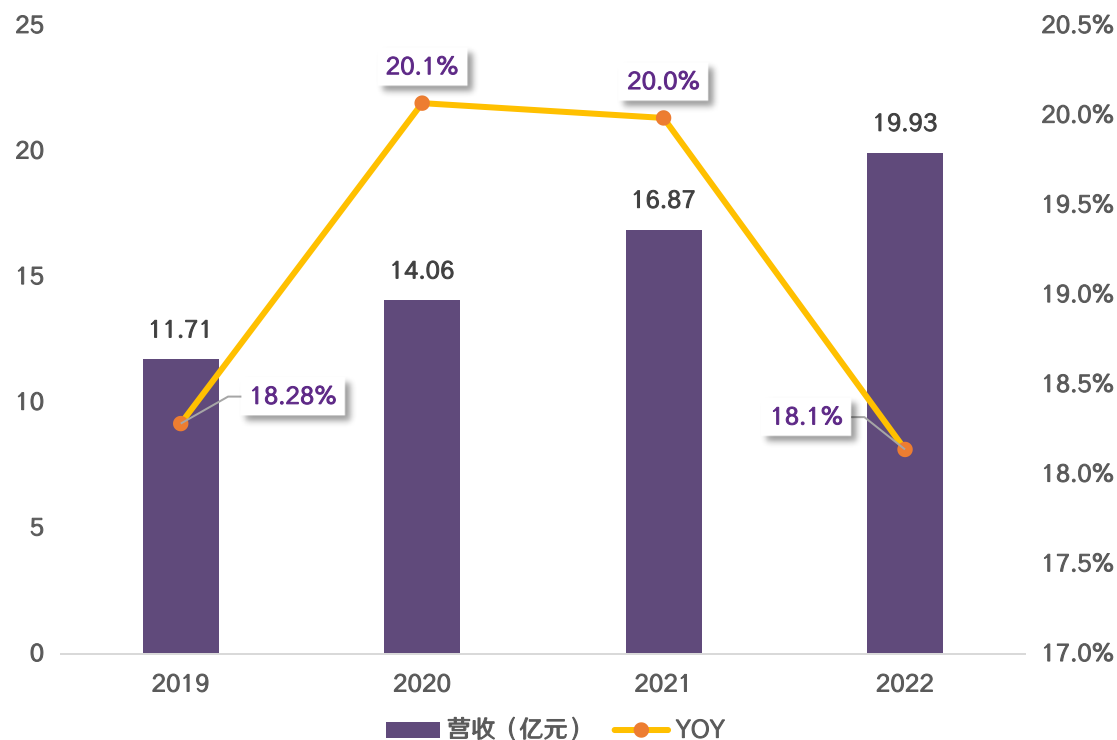
图表5：2022年各业务营收占比，厂用占比约65.5%



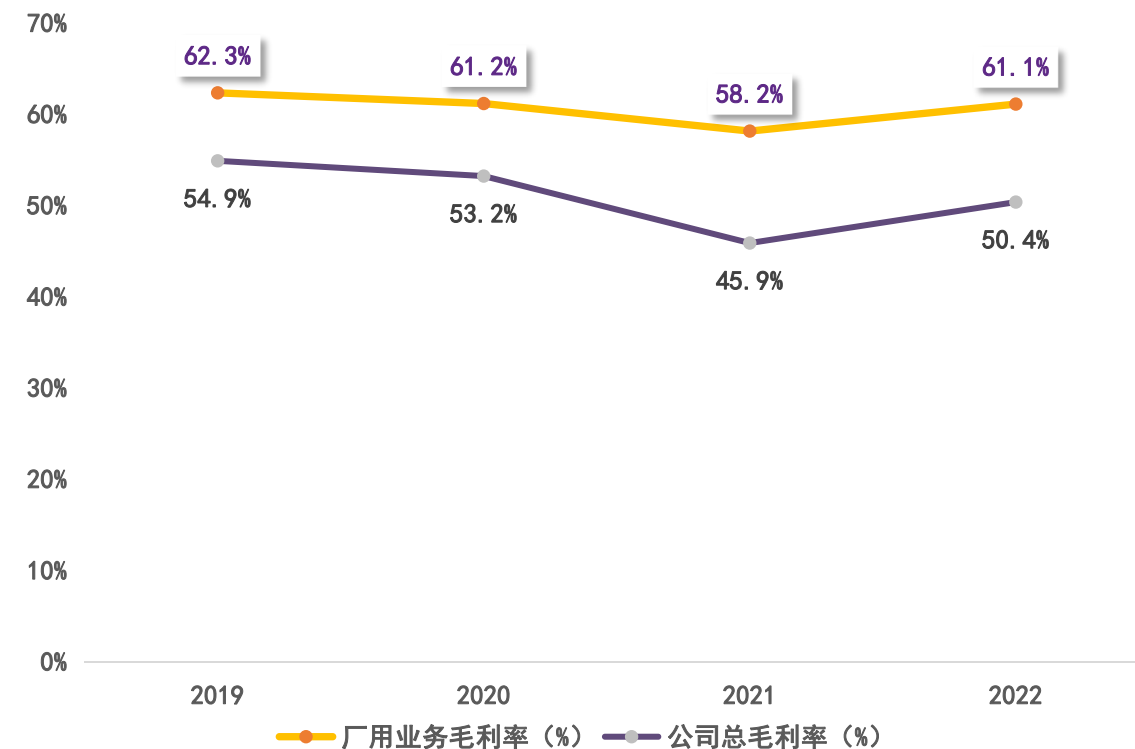
经过多年行业探索，公司形成以厂用防爆为核心，矿用防爆、新能源EPC、专业照明协同发展的四大业务板块。其中厂用防爆营收占比过半，是公司最主要的收入来源。

1.4.2 主营业务：厂用板块贡献主要营收和利润

图表6：厂用营收增速基本稳定，在20%左右



图表7：厂用毛利率 VS 公司总毛利率



- 厂用业务营收稳定增长，从2019年11.71亿增长至2022年19.93亿元，三年复合增速为19.4%。2022年营收增速略微放缓，主要系疫情原因，我们预计随着疫情影响消除叠加出口政策的放宽，2023年厂用业务将会呈现出稳健增长。
- 厂用业务毛利率一直保持在较高水平，在60%左右，高于公司整体毛利率。厂用产品中高毛利率产品销售占比逐渐提升，有利于公司提高整体利润水平。

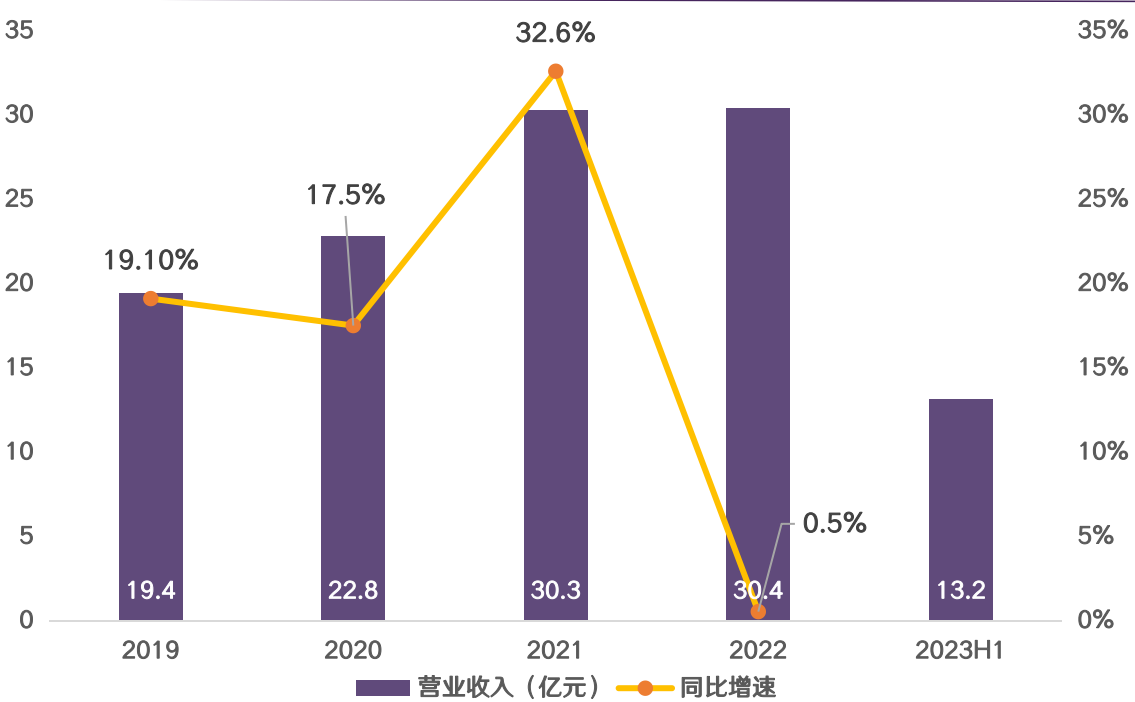
资料来源：Wind、公司招股说明书、华鑫证券研究所整理

1.5.1 财务分析：公司稳健发展，营收、净利常年呈增长态势

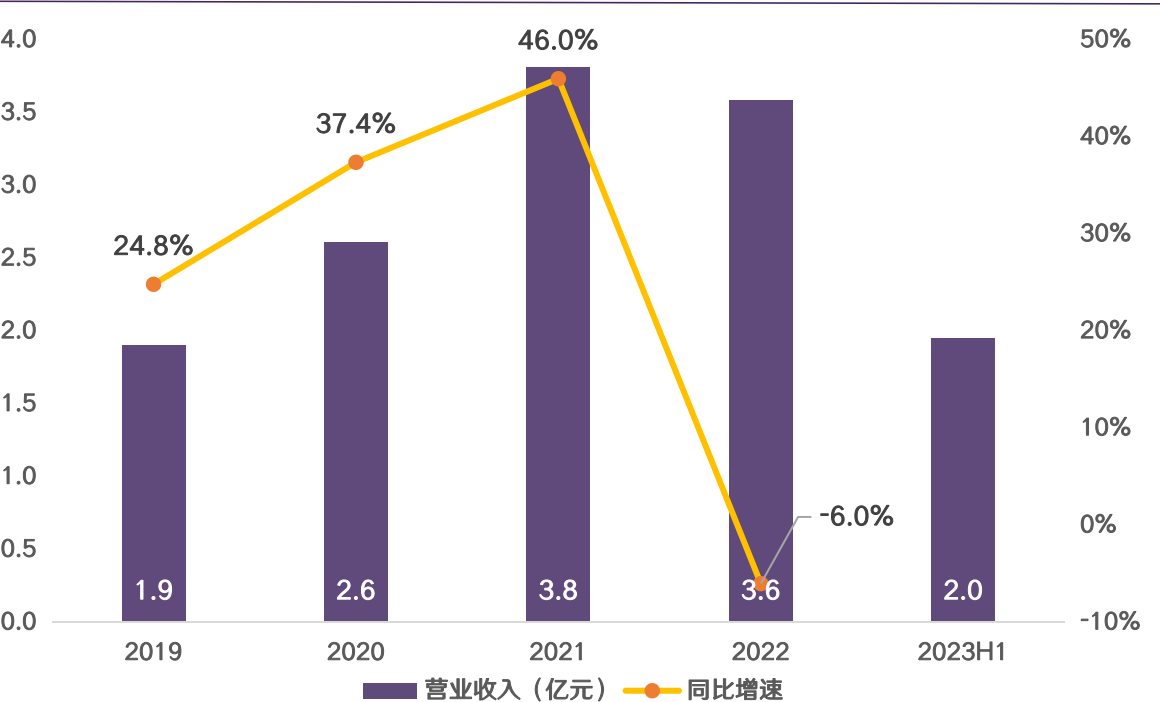
- 总体来看，公司营业收入呈现稳定增长态势，归母净利润保持较高增速。

 - 2022年公司业绩增速放缓主要是受到疫情影响，部分应收账款延期支付。我们认为，厂用板块仍继续保持高速发展态势，实现业务和利润双增长，主要是新能源和照明板块拉低整体营收增速。
 - 2022年公司归母净同比下降6%，主要系公司间接参与金开新能定增，公允价值变动损失0.25亿元，此外信用减值损失较21年增加4200万元。
 - 预计2023年在消除疫情影响及其他非经营性因素影响之后，公司将恢复稳健增长。

图表8：2019-2023年H1营收及增速情况



图表9：2019-2023年H1归母净利润及增速情况



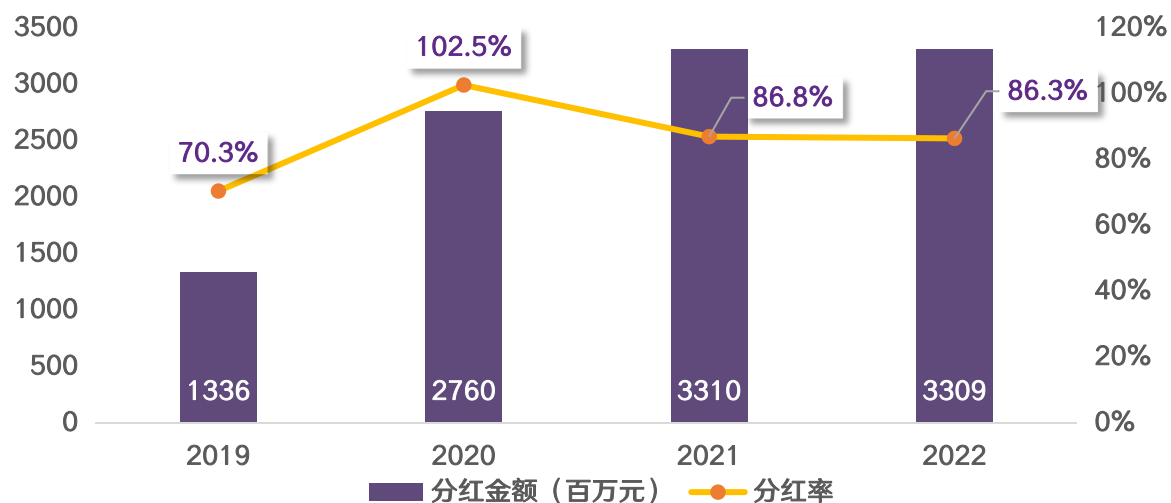
资料来源：Wind、公司公告、华鑫证券研究所整理

1.5.2 财务分析：盈利能力优秀，分红率高

2019年-2022年，期间费用总体较为稳定，公司成本控制有效。

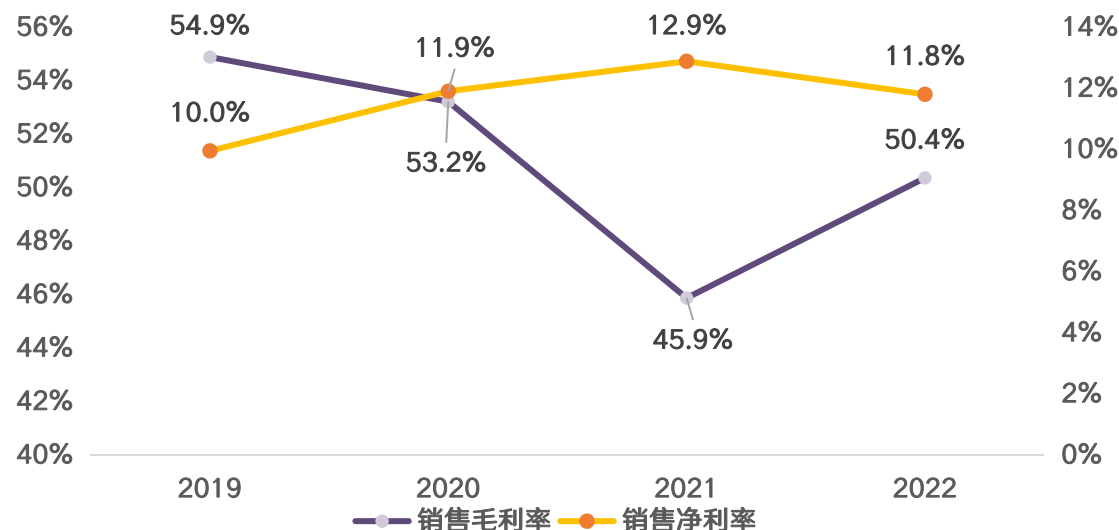
- 2019年-2022年，销售毛利率基本稳定在50%+，2021年毛利率下降主要是疫情原因，随即2022年修复至50%；净利率总体呈现增长态势，2022年净利率略微降低，主要是因为销售费用增加。
- 公司龙头地位稳固，内部管理有效，销售费用率呈现显著下降趋势，2022年略增加1.6pct。考虑到公司未来销售费用有望进一步下降，预计净利率有望持续提升；管理费用率稳定在7%左右；财务费用率较为稳定，财务风险较低。**企业现金流充裕，四年累计分红超10亿元。**

图表11：2019-2022年公司分红情况

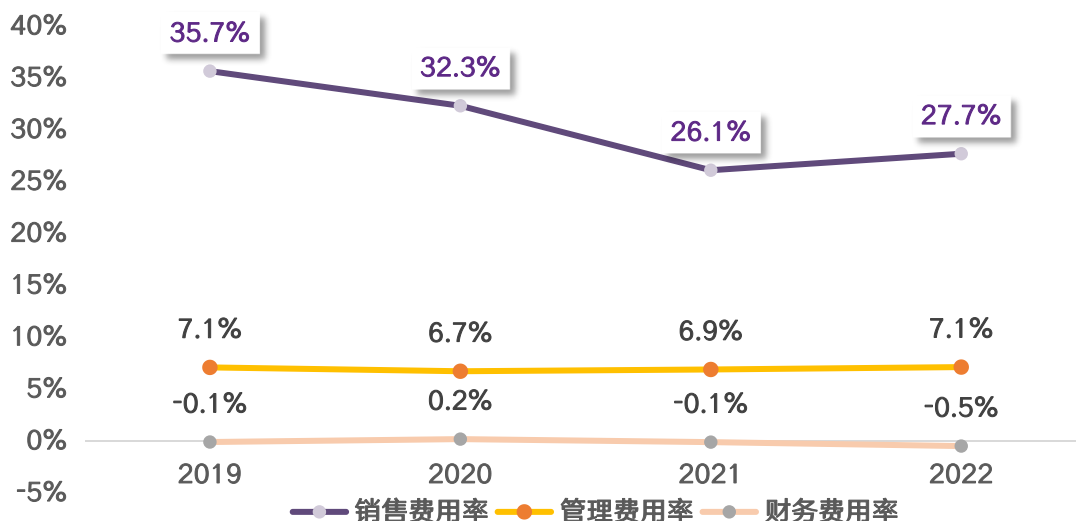


资料来源：Wind、公司年报、新浪财经、华鑫证券研究所整理

图表10：2019-2022年销售毛利率&销售净利率



图表12：2019-2022年期间费用率情况

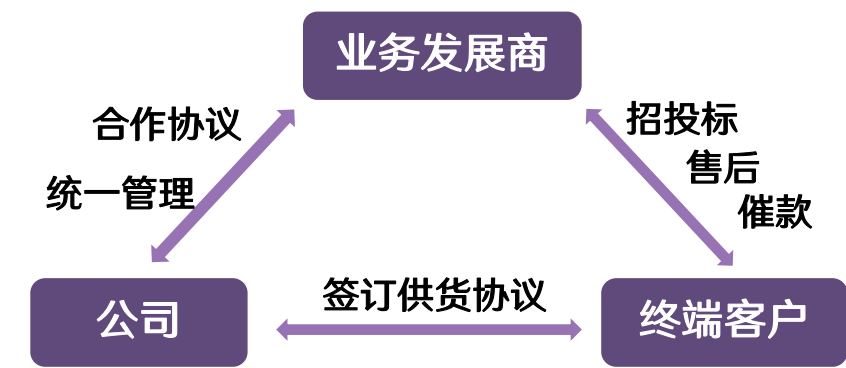


1.5.3 财务分析：业务开发商模式正向赋能，助力公司回款

公司销售费用高，主要是因为公司采用业务开发商的销售模式。

- 防爆电器产品用户数量较多且分散，对于客户需求的市场反应速度、售后服务速度均有很高的要求，经过长期验证，**业务开发商协助销售的模式已成为防爆电器行业的惯例，并被客户广泛接受并认可。**
- 业务开发商与客户达成销售意向后，仍由公司直接与客户签署销售合同、销售产品，业务开发商则在公司指导下开展销售推广与客户服务，双方分工协作，共同完成对客户销售活动。

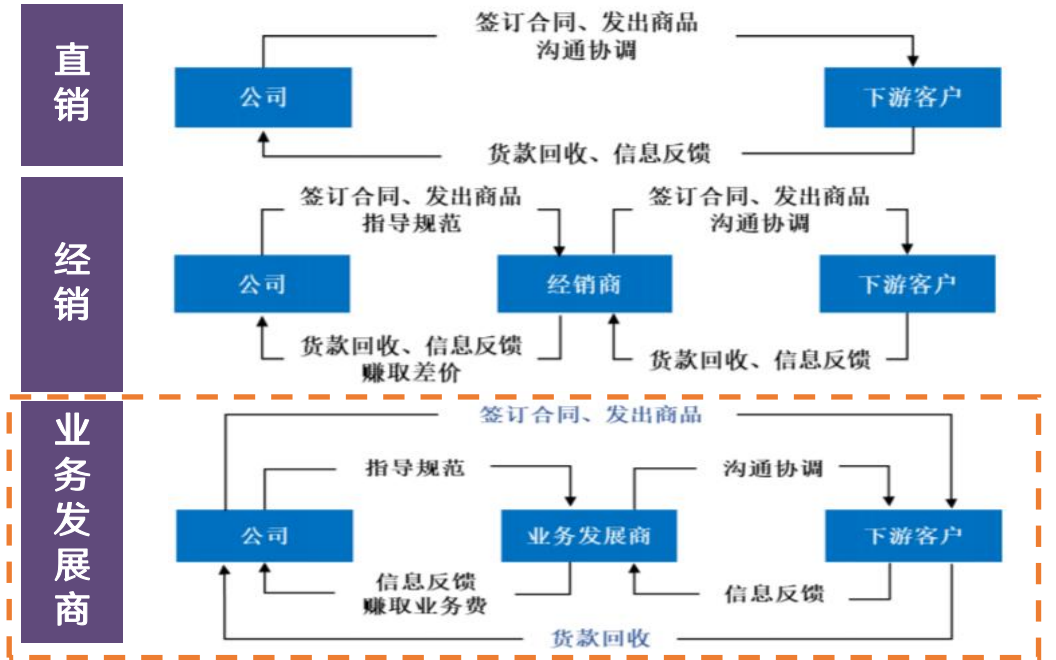
图表13：公司业务开发商模式



图表14：业务开发商模式的必要性

产品特点	防爆电器产品规格、型号众多，下游应用领域多且地域分布广泛，存在需要根据不同应用场景、不同客户需求“量体裁衣”、选型装配的情况。如公司自建销售团队与服务网点，则面临投入大、客户开发周期长、固定成本高、人员流动性大等难题，将大幅增加管理成本
客户要求	客户对安全生产环节有着极高的要求，对产品品质、供应商的经营规模、人员配置、品牌形象和行业地位等方面也有较高要求，并建立了严格的合格供应商制度。
历史渊源	温商所组成的“销售大军”经过多年发展已广泛涉足防爆电器等专业电气设备领域，具备了丰富的客户资源、及时的市场信息和敏锐的市场开拓意识，作为公司业务开发商可有效提高公司的资源对接效率

图表15：业务开发商模式对比直销、经销模式



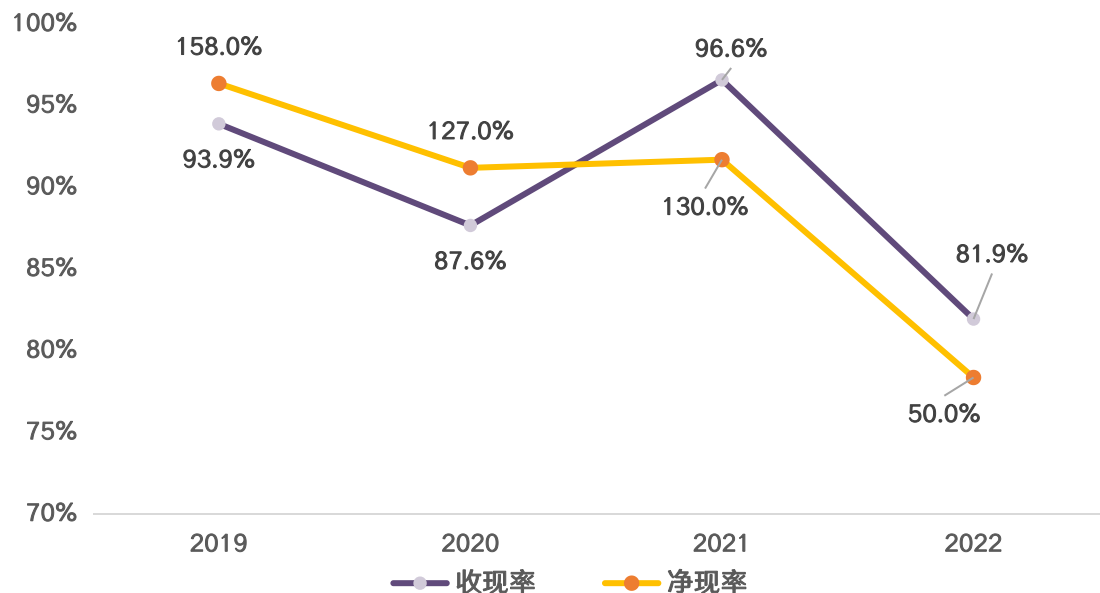
资料来源：公司公告、《新黎明招股说明书》、华鑫证券研究所整理

1.5.3 财务分析：业务发展模式正向赋能，助力公司回款

业务发展模式是公司的特色商业模式。

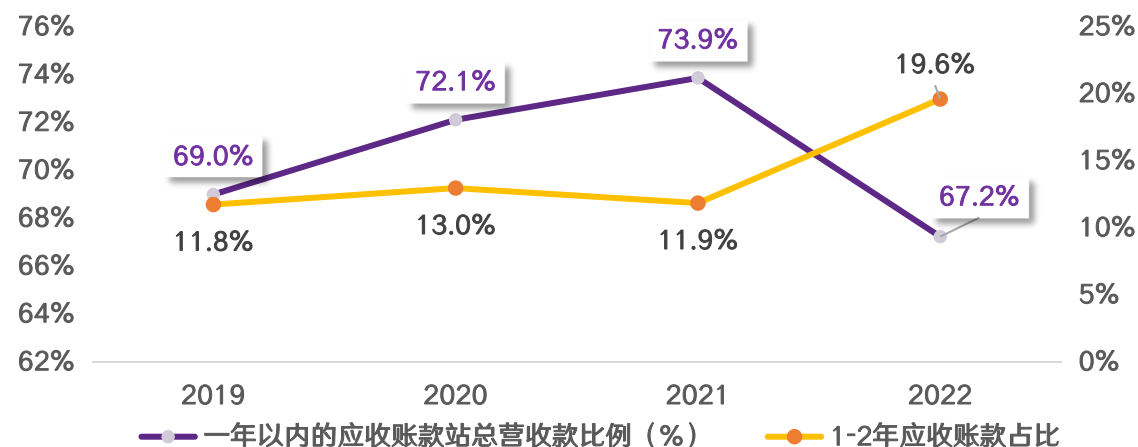
- 发展商协助公司与各地客户建立联系，同时可以**保障公司回款稳定**（公司一年期应收账款占比较高），**现金流充足**（公司2022年经营性现金流量下滑主要系受到EPC业务影响，未签订特大项目以及应收账款延期支付）。
- 公司目前通过200多家发展商来覆盖全国主要销售区域的模式，业务费用在销售费用中的占比较高，稳定在84%左右。

图表17：2019-2022年公司收现率&净现率

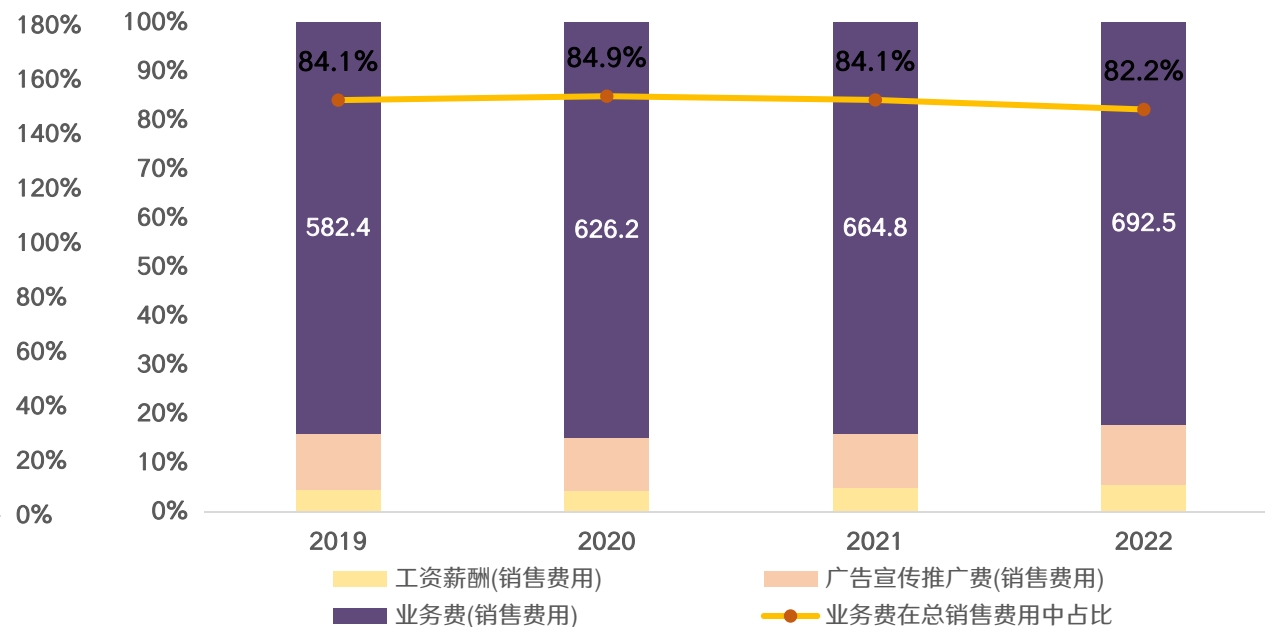


资料来源：Wind、华鑫证券研究所整理

图表16：2019-2022年公司一年期应收账款占比情况



图表18：2019-2022年销售费用结构

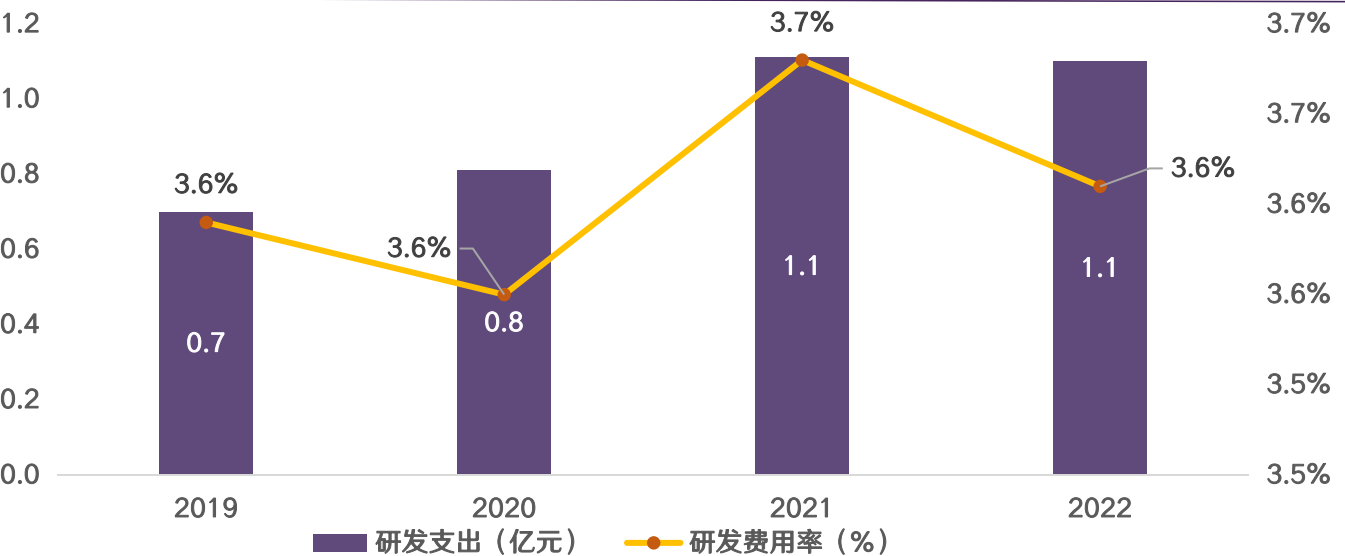


1.5.4 财务分析：坚持新品滚动式研发，提升核心竞争力

公司重视研发，持续投入来丰富和完善公司产品系列，有助于提高公司核心竞争力。

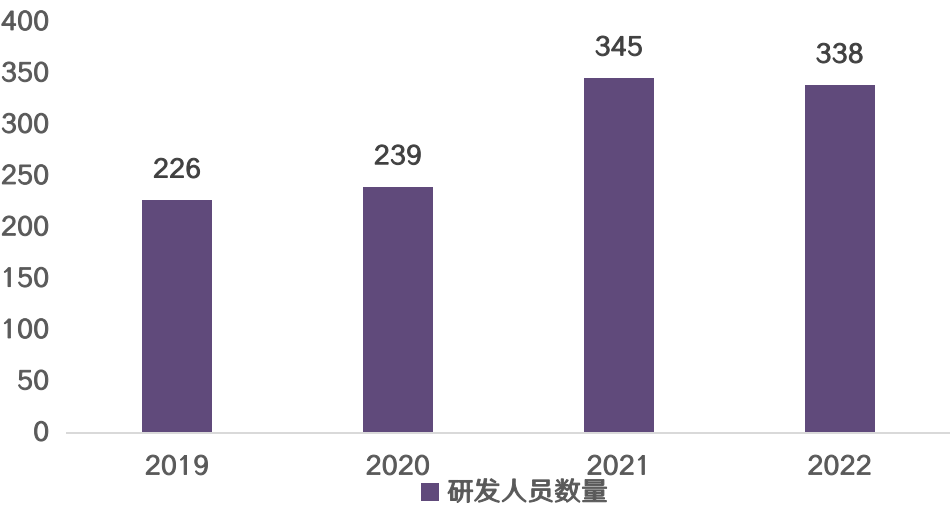
- 研发费用率呈现增长态势，研发人员也不断增加。
- 员工薪酬不断增加，公司在持续招人。公司重点布局安工智能系统的研发，组建三十多人软件研发团队，目前系统已完成三次升级，可基本满足用户现场安全管控的各种需求；在2023年年初，公司招聘200多个应届毕业生，用于补充外贸销售及安工智能技术人员，为外贸市场和安工智能系统的未来发展打下坚实基础。

图表19：2019-2022年研发费用情况

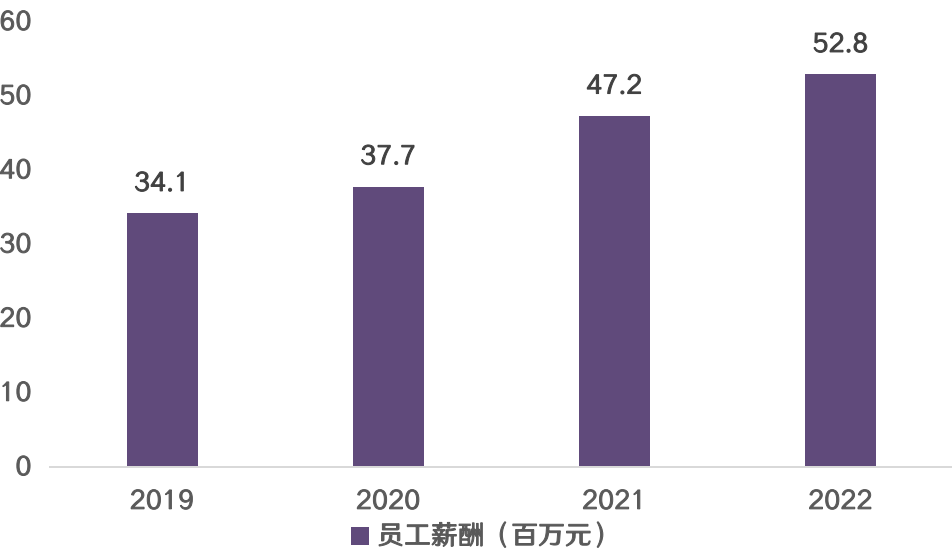


资料来源：Wind、华鑫证券研究所整理

图表20：2019-2022年研发人员数量



图表21：2019-2022年应付员工薪酬情况



二、围绕大安全概念布局， 向生产型服务商升级

研究创造研究价值

2.1.1 防爆产品涉及安全生产，相关生产资质管理严格

图表22：爆炸三要素



➤ 爆炸的三要素包括：

- 1) **可燃物**：即爆炸源，指能够产生爆炸的易燃易爆物/气体；
 - 2) **助爆剂**：一般指空气，含氧量21%；
 - 3) **引爆源**：即明火，包括产品部件所产生的火花、电弧、高温热效应等。
- 只要**控制其中一项要素即可防止爆炸的发生**，这是防爆电气产品的制造原则。

图表23：防爆产品部分认证



➤ 防爆电器是一种特殊的电气设备，可以对高温、电火花等进行控制或者隔离，主要适用于石油、化工、煤矿等存在易燃易爆气体、粉尘、蒸汽等物质的场所。

➤ 为保证安全生产，国家实施严格的监管措施，主要包括：

- 1) **3C强制认证制度**：低压电器、照明设备等列入中国强制性产品认证目录的产品，必须通过国家质量监督检验检疫总局的检验之后，方可出厂、销售等；
- 2) **防爆电气产品生产许可证制度**：任何未取得工业产品生产许可证不得生产防爆产品；
- 3) **防爆合格证制度**：设备取得“防爆合格证”后方可生产。

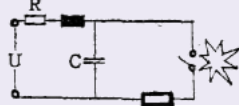
资料来源：防爆云平台公众号、防爆手机公众号、汇民防爆公众号、华鑫证券研究所整理

2.1.2 防爆电气产品型号众多

- 根据**防爆电气构造原理**可分为：隔爆型（d）、增安型（e）、本安型（i）、正压型（P）、充油型（O）、充砂型（Q）、无火花（N）、浇封（M）、气密和粉尘型等。
- 1) **隔爆型设备**：将爆炸控制在壳体内部，隔绝火花、电弧、危险温度与外部环境；
- 2) **增安型设备**：在设备结构上采取一些保护措施，使其在正常运行或认可的过载条件下不发生电弧，火花过热现象，从而增进设备安全；
- 3) **本安型设备**：所采用的电路在正常工作或规定的故障状态下产生的电火花和表面温度均不能引起规定的爆炸性混合物爆炸。**本安防爆是等级最高的防爆方式，是目前唯一被标准化适合于0区的技术；**
- 4) **正压型、充砂型、充油型、浇封型设备**：通过介质隔离点燃源的方式，以惰性气体（或者清洁空气）、砂粒、油（保护液）、浇封剂等物质把内部可能产生的火花、电弧、危险性温度与外部可燃性气体隔离。

资料来源：《危险场所防爆电气设备的选型》、质检文化公众号、华鑫证券研究所整理

图表24：不同型号产品应用情况

防爆方法	防爆标志	图示	应用
隔爆型	Ex d		大功率技术 ； 电动机、变压器、开关等
增安型 无火花型	Ex e Ex n		鼠笼型电动机、接线盒照明装置、测量控制系统
本安型	Ex is		小功率技术 ； 测量与控制系统
充油型 充砂型	Ex o Ex q		开关、变压器、加热器、熔断器等

图表25：隔爆型与安全型比较

	隔爆型	安全型
防爆方式	外壳发生爆炸而不损坏，隔绝火花与外部环境	减少产生火花、电弧或危险温度，消除点燃源
主要措施	坚固的外壳以及采用可靠隔爆参数的结构	采用提高绝缘条件，加大漏电距离等
影响安全因素	火焰	点燃温度
使用环境	不受限制	Q-2级场所

2.1.3 防爆产品分类复杂，厂用、矿用大相径庭

图表26：危险区域定义

区域	定义
0区	爆炸性气体环境连续出现或长时间存在的场所
1区	在正常运行时，可能出现爆炸性气体环境的场所
2区	正常运行时不可能出现爆炸性气体环境；即使出现也是偶然发生并且仅是短时存在的爆炸性气体混合物的环境。

- 国家标准GB 50058-92中规定，爆炸性气体危险场所按其危险程度大小，划分为0区、1区、2区三个级别；0区最危险。
- 同时设备保护级别也是防爆电气设备的安全指标之一：1) a级：设备正常工作状态下发生预期故障和罕见故障时，仍能保持防爆性能；2) b级：设备在正常运行和预计发生故障时仍能保持防爆安全性能；3) c级：设备在正常运行和规定的异常情况下均能保持防爆安全性能；c级是最高级别。

图表27：厂用防爆 VS 矿用防爆

	厂用防爆电器（G）	矿用防爆电器（M）	粉尘防爆电器（D）
适用环境	II类爆炸性气体环境	I类煤矿瓦斯气体环境	III类可燃性粉尘环境
危险气体	丙烷、乙烯、氢气	甲烷	——
可适用的危险区域	Ga：0区、1区、2区	Ma：0区、1区	Da：20区、21区、22区
	Gb：1区、2区		Db：21区、22区
	Gc：2区	Mb：1区	Dc：22区
相关资质	3C认证、防爆电气产品生产许可证、防爆合格证制度；矿用产品需取得矿用产品安全标志认证（即煤安认证）		

- 根据应用场景可分为：I类设备（矿用防爆，用于煤矿瓦斯气体环境），II类设备（厂用防爆，用于除煤矿瓦斯气体之外的其他爆炸性气体环境），III类设备（粉尘防爆，用于除煤矿以外的爆炸性粉尘环境）。
- 厂用产品与矿用产品之间存在显著差异。厂用产品应用范围更广、认证更为严格，其定制化属性较强，产品需要取得系列认证；而矿用是生产标件，一件产品取证后一套产品都适用。

资料来源：科迅咨询公众号、质检文化公众号、防爆云平台、恒全防爆认证、华鑫证券研究所整理

2.1.4 防爆产品种类繁多，具体产品可细分为十二类

- 按照具体产品类型可分为：防爆通讯设备、仪器仪表、电气连接用配件、防爆开关控制及保护产品、防爆箱体、防爆照明灯具和其他特殊的电气设备等。

➤ 华荣产品系列完善，型号齐全：1000个产品系列、上万个产品型号，可满足一站式采购需求。

图表28：防爆产品分类

防爆控制箱体 包括用于控制照明系统的照明配电箱和用于控制动力系统的动力箱 	防爆起动器 包括手动起动器、电磁起动器、可逆电磁起动器和馈电开关等产品 	防爆控制开关类 包括照明开关、转换开关组合开关、拉线开关等小型防爆产品 	防爆主令电器类 用作闭合或断开控制电路，以发出命令或程序控制的开关电器 	防爆接线箱类 包括接线箱、接线盒、穿线盒、吊线盒、分线盒等产品 	防爆灯具类 大致可分为照明用、标志用、信号用、手提用等几种形式 
防爆连接类 防爆连接件主要产品为防爆插销和电源插座箱 	防爆风扇类 主要包括防爆吊扇、防爆排风扇和防爆轴流风机等产品 	有发热功能的防爆电器类 主要产品有防爆电暖器、防爆加热器 	防爆报警电器类 主要产品有防爆指示灯、防爆电铃、防爆电笛、防爆峰鸣器等 	防爆电磁铁类 主要有防爆电磁铁、防爆电磁阀、防爆电磁驱动器等产品 	其他防爆产品 如防爆通讯设备等 

资料来源：公司官网、防爆云平台、科迅咨询公众号、《工厂用防爆电器的状况和分析》、华鑫证券研究所整理

2.2.1 安全整改要求趋严，政策推动防爆行业发展

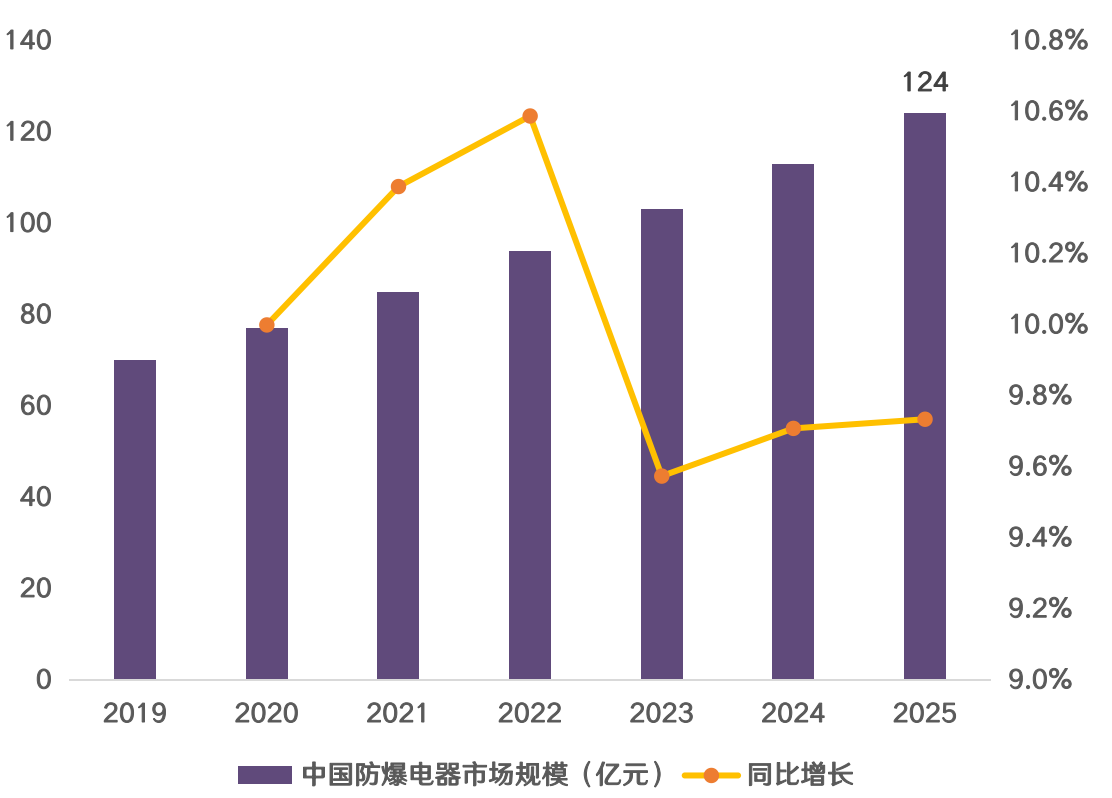
- **安全生产监管力度不断加强。**近年来，随着安全意识提升，我国相关部门陆续发布一系列安全生产相关政策法规，涉及到几十个行业、数十万家企业的防爆安全整改。
- **下游刚需推动市场扩容，防爆电器市场规模持续增长。**预计至2025年我国防爆电器市场规模将达124亿元，5年复合增长率超10%。

图表29：我国防爆行业重点政策（部分）

政策名称	发布部门	具体内容
《“十四五”危险化学品安全生产规划方案》	2022.03 应急管理部	加快防火、防爆、防泄漏等先进技术、设备的推广应用
《工贸企业粉尘防爆安全规定》	2021.07 应急管理部	粉尘涉爆企业应当规范选择与爆炸区域适应的防爆电气设备
《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》	2019.07 市场监管局	自2019年10月1日起，防爆电气、家用燃气器具等电器纳入CCC认证管理范围，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。

资料来源：观研报告网、华经产业研究院、华鑫证券研究所整理

图表30：2019-2025年中国防爆电器市场规模及增速

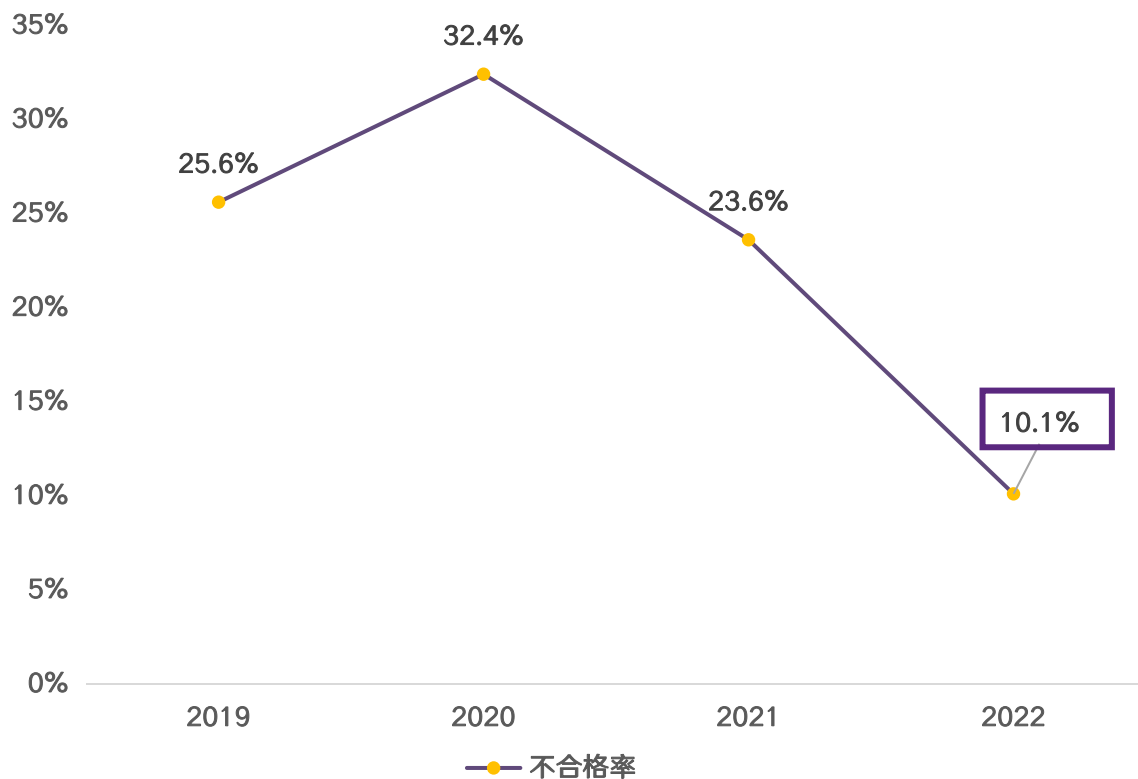


2.2.2 国内防爆企业产品质量参差不齐，产品合格率提升

当前我国防爆电器行业已经达到较高的市场化程度。根据中国防爆电器协会的统计，我国防爆电器行业企业数量超过400家，其中以民营企业为主，但企业规模与产品质量参差不齐，且出现了两极分化的态势。

➤ 根据市场监督管理总局发布的《2022年防爆电气产品质量国家监督抽查情况通报》，防爆电气产品抽查不合格率为10.1%，不合格率显著降低。

图表31：2019-2022年中国防爆电器产品质检抽查不合格率



资料来源：防爆云平台、华经产业研究院、华鑫证券研究所整理

➤ 乐清是全国“电气之都”，具有一定典型性。据2020年乐清市政府公布的《防爆电气产品质量监管现状及问题分析》来看，国内防爆电气市场存在几点较为明显的特征：

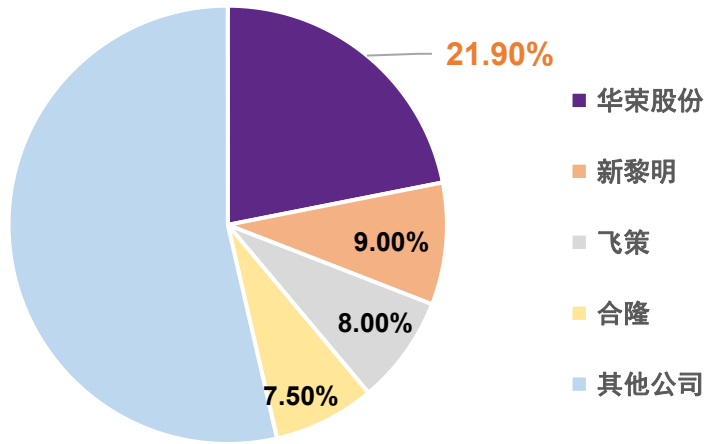
- 1) 无证低价的厂用防爆电气产品市场需求大量存在；
- 2) 由于防爆电气行业发展较快，防爆电气产业链完整，很多小规模企业基本可以外购外壳零部件，装配即可，产品技术含量不高、生产门槛低，从业人员文化程度有限，法律意识质量意识淡薄；
- 3) 网络销售迅速崛起，为低价劣质产品销售提供便利。

➤ 但伴随监督抽查方式的完善和质量监管执法力度的强化，全国防爆电气产品抽检不合格率从2020年的32.4%下降到22年10.1%，监管效果显著。表明行业规范在逐步提高，未来不合格的小微企业将逐渐丧失竞争力。

2.2.3 国内市场两极分化，未来市场份额有望向龙头集中

- **市场两极分化明显**：据立鼎产业研究院测算，2021年华荣股份国内防爆电器市场份额达到21.9%，第二梯队企业新黎明、飞策、合隆的市占率分别为9.0%、8.0%、7.5%，均与华荣存在较大差距。
- 防爆电器行业的竞争力主要体现在产品技术优势、质量稳定程度、安全运行记录、售后服务等方面。在较为充分的市场竞争格局下，具备产品优势、技术优势的龙头公司将在市场竞争中处于主导地位，而无明显产品优势的中小型企业将在同质化的竞争中陷入价格战的恶性循环。此外随着用户安全意识加强，大型用户优选年度集采制（即一站式购齐产品），**未来市场份额有望进一步向龙头集中。**

图表32：2021年中国防爆电器市场份额情况



图表33：中国防爆电器市场竞争格局

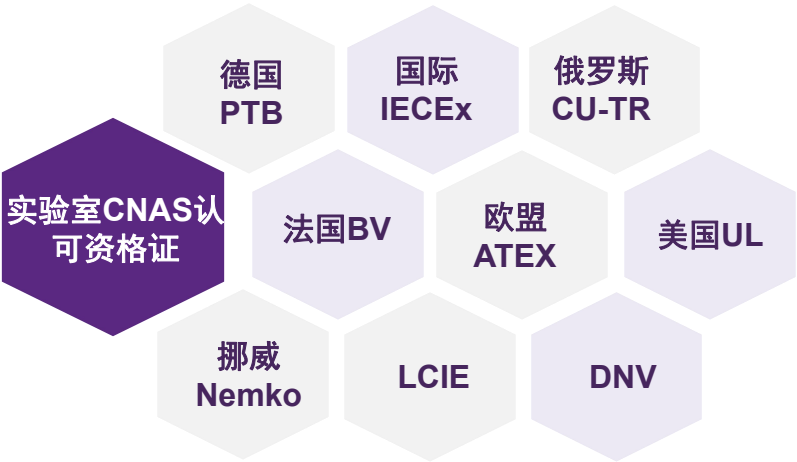
公司名称	公司业务情况
华荣股份	国内领先的防爆电器生产商、专业照明设备供应商，具备千余款产品系列、上万个产品型号，可满足一站式采购需求
电光科技	专业生产矿用防爆电器，产品包括矿用防爆电器设备、监测监控设备、矿用应急救援产品等
新黎明	专业生产厂用防爆电器、防爆灯具、管件、仪表等五大类产品，拥有100多个系列、500多个规格的产品
飞策	生产防爆电器、照明灯具、防爆管件、防爆配电装置、防爆风机、粉尘防爆、防腐防爆、防水防爆九大防爆产品
合隆	专业生产防爆电器、照明灯具、防爆管件、全塑防爆、粉尘防爆、不锈钢防爆等安防产品

资料来源：立鼎产业研究院、华鑫证券研究所整理

2.2.4 行业准入壁垒高，场内参与者具备显著竞争优势

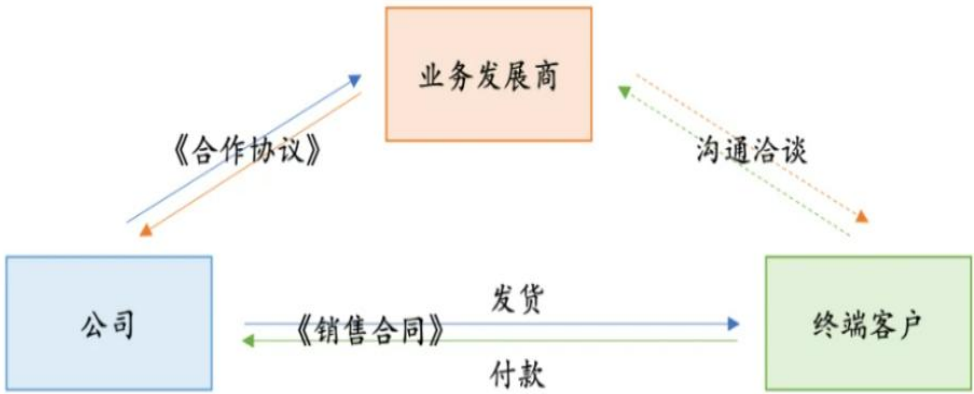
- **行业强制性资质认证壁垒：**我国对于防爆电器行业采取严格的市场准入管理，任何未取得防爆电器生产许可证的企业不得生产有关防爆电器产品，同时任何单位和个人不得销售未取得生产许可、防爆合格证的防爆电器。此外生产矿用防爆电器还需同时取得国家安监局核发的安全标志证书。因此，强制性认证是新企业进入防爆电器行业的主要障碍之一。**华荣拥有2000多个国内认证，400多个国际证书，是国内认证最齐全的生产商。**
- **产品质量和品牌壁垒：**防爆电器和安全生产直接相关，行业内企业对于产品质量、售后服务、安全稳定运行记录等方面具有较高要求，即使在产品价格存在一定差异的情况下，下游客户也更倾向于选择业内具有良好品牌声誉和产品安全质量记录的公司。**华荣在行业深耕三十余年，品牌竞争力极强，且所有产品都经过最严格的检测工序。**
- **销售和服务壁垒：**防爆电器产品用户数量极多，对客户需求的反应速度、售后服务速度均有很高的要求，渠道建设对于防爆电器企业至关重要。华荣**以业务发展为特殊销售模式，与发展商及客户均形成长期稳定的合作关系，**
- **资金壁垒：**防爆电器行业的传统下游客户为石化、煤矿等领域，普遍具有资金结算周期较长、回款速度较慢的特点，对企业的资金实力提出较高要求。**业务发展模式协助华荣与各地客户建立联系，同时可以保障公司回款稳定，现金流充足。**

图表34：公司部分认证



资料来源：公司官网、公司公告、华鑫证券研究所整理

图表35：业务发展模式



2.3.1 爆炸事故屡屡发生，石化行业安全亟待强把控

2021年南京扬子石化芳烃厂“4·9”爆燃事故



- **事故原因：**区域塔撕裂导致氢气泄漏，摩擦产生静电后引发爆燃
- **未造成重大人员伤亡，未导致环境污染**

2022年广东茂名石化“6·8”泄漏



- **事故原因：**静电火花引发泄漏的乙烯爆燃
- **造成重大损失：**2人死亡 1人受伤；直接经济损失925.55万元

2022年上海石化“6·18”乙二醇装置爆炸事故



- **事故原因：**装置老旧，未能识别爆炸风险
- **造成重大损失：**1人死亡 1人受伤，直接经济损失971.48万元

2023年山东鲁西化工“5·1”爆炸着火



- **事故原因仍在调查中**
- **造成重大人身伤害：**10人死亡，1人受伤

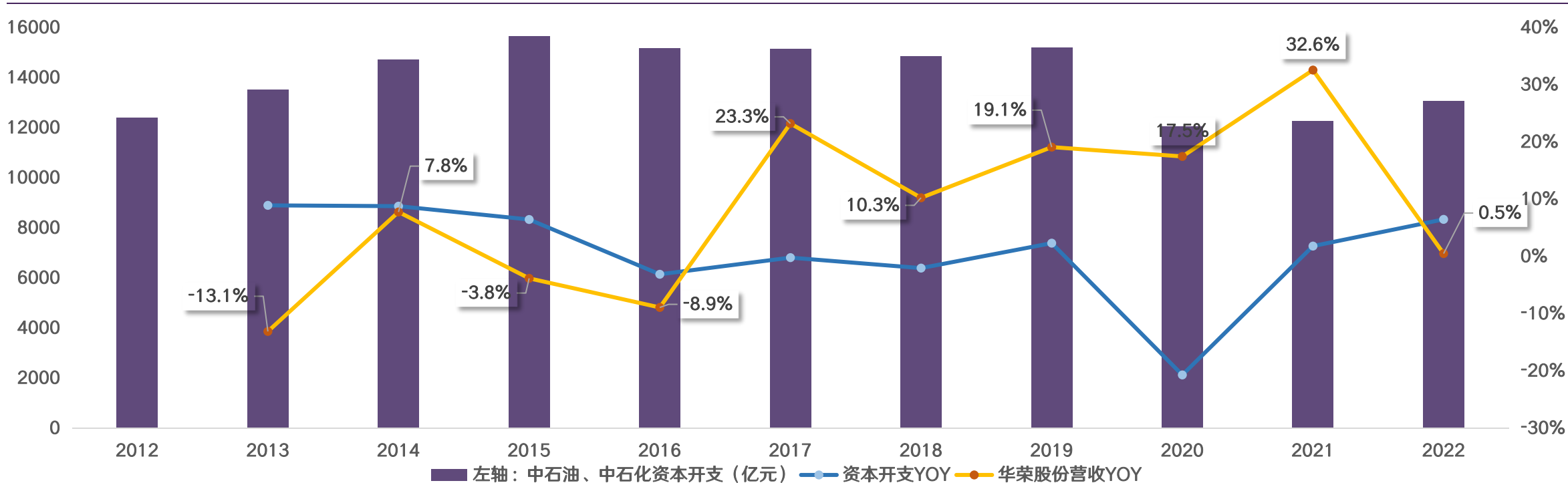
资料来源：国家应急管理部、澎湃新闻、百度百科、华鑫证券研究所整理

2.3.2 传统领域叠加新兴市场安全管控，厂用防爆需求旺盛

公司厂用防爆的传统下游为石化领域，新兴业务由白酒、核电、军工等领域构成。

- 和石化行业具有显著周期性不同，**防爆电器的周期属性较弱**。主要是：1) 防爆产品在工厂的资本开支占比极低，只占千分之六左右；2) 防爆电器兼具安全意义和耗材属性，有3-5年的严格替换周期。
- 对于传统石化业务，公司业绩四成来自于新建厂房需求，而六成来自于存量替换需求（**存量需求的占比逐渐提升**），因此公司石化业务发展与下游石化企业的资本开支相关性较低。如下图所示，公司增速超过行业增速，当石化行业处于下行周期时，公司业绩增速仍是上升趋势。

图表36：2012-2022年中石化、中石油资本开支和公司营收增速对比



资料来源：Wind、华鑫证券研究所整理

2.3.3 公司积极开拓新下游，增量市场打开业绩天花板

- **防爆电器对酒厂安全至关重要。**白酒的主要成分乙醇为易燃、易挥发物，在制作过程中与空气混合后若遇火星容易爆燃，因此高浓度白酒是甲类火灾危险品。据黄小涛《白酒厂酒库建设中防火防爆设计的探讨》统计，因酒泵电机不防爆或电缆敷设不规范而引起的火灾事故高达42.5%。
- **据中华人民共和国安全生产行业标准中的《白酒企业安全管理规范》，白酒企业必须选用防爆检验单位检验合格的防爆电器产品。**
- 公司在2019年拓展至白酒领域，参与行业标准制定，合作茅台、五粮液等头部酒企，现已向越来越多酒厂供货，包括习酒、古井贡等。同时，公司也在寻找新合作，向红酒、啤酒等行业拓展。

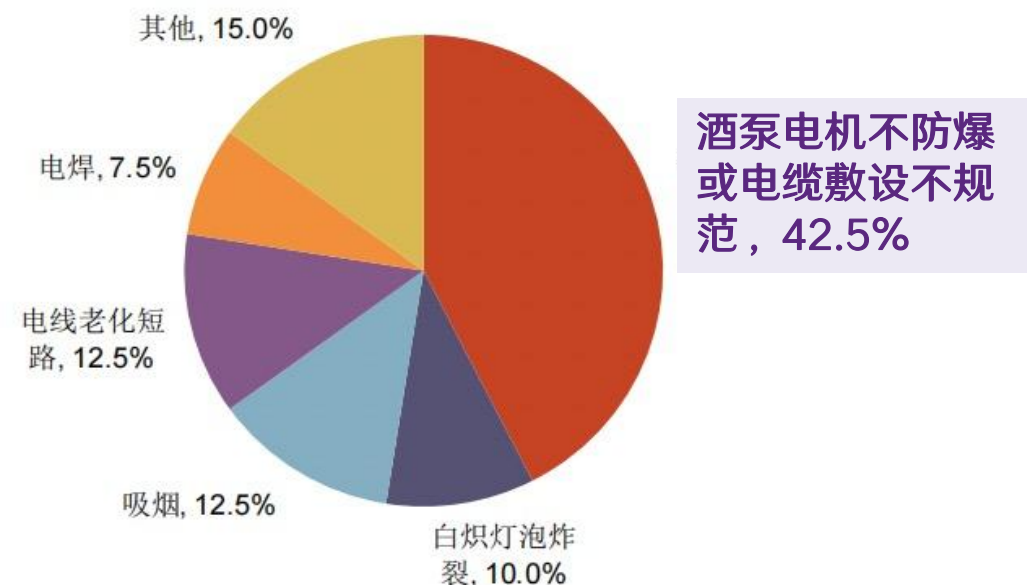
图表37：白酒酒厂爆炸案例



2005年泸州宫阙酒厂 白酒储罐爆炸

- **事故原因：**静电引起火花，引发罐内爆炸性混合气体爆炸
- **造成重大损失：**6人身亡，财产损失120万元

图表38：酒厂火灾起因结果分析

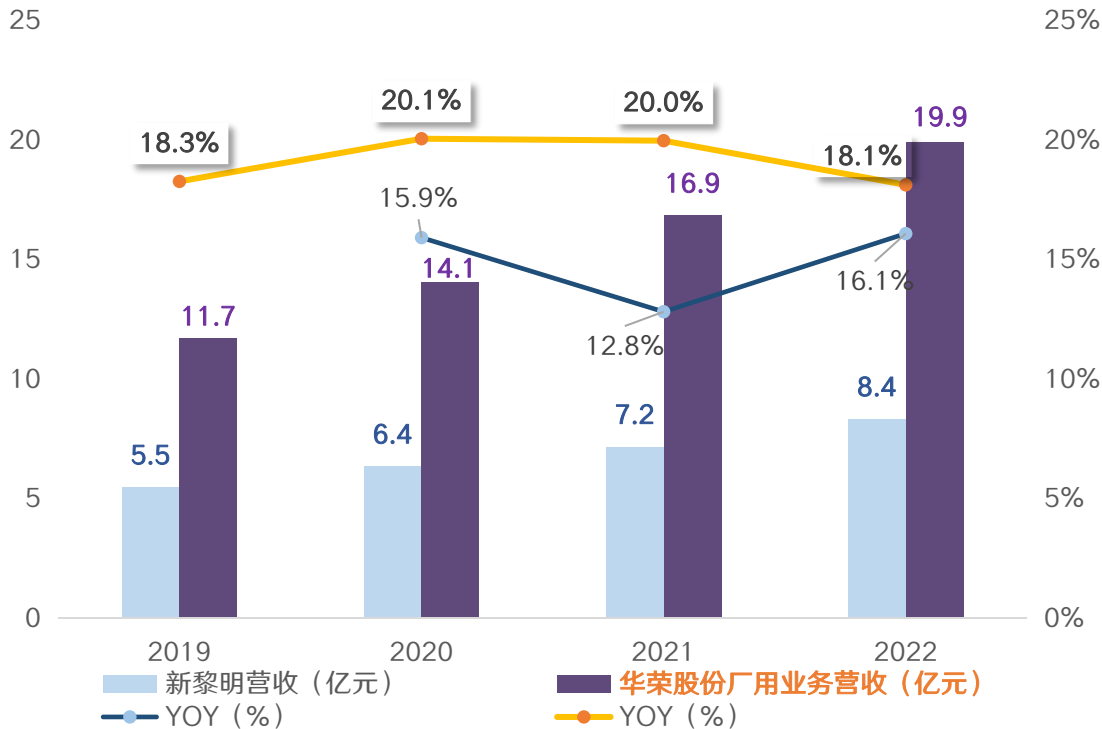


资料来源：《酒罐火灾爆炸事故案例》、《白酒厂酒库建设中防火防爆设计的探讨》、《白酒企业安全管理规范》、华鑫证券研究所整理

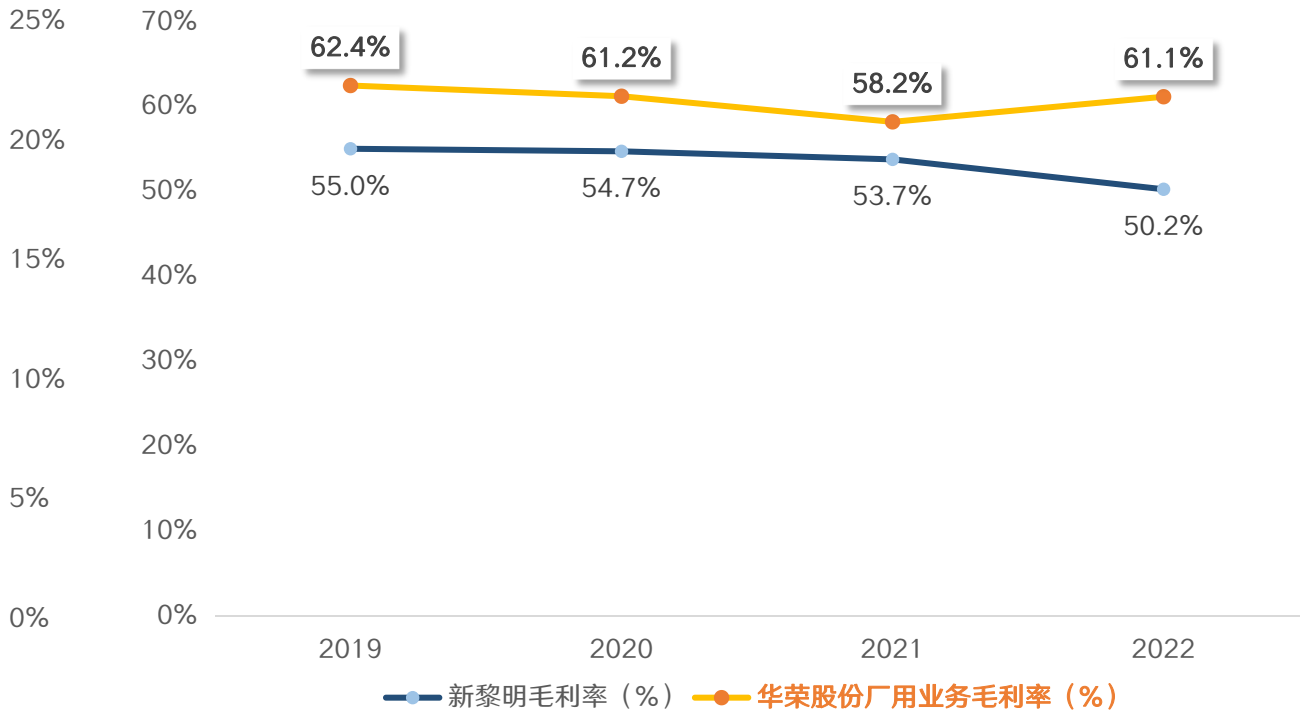
2.3.5 对比新黎明，公司竞争力强劲，各项数据均领先

- **新黎明属于防爆第二梯队，全国龙二。**公司主要从事厂用防爆电器的研发、生产和销售，主要产品包括防爆电器、防爆灯具、防爆管件、三防产品及智能防爆设备等。
- **营收规模方面**，华荣厂用业务收入体量远超新黎明，2022年华荣厂用收入约20亿，新黎明约8.4亿；**营收增速方面**，华荣收入增速在20%左右，而新黎明增速在15%左右，两者之间仍存在一定差距；**利润端方面**，厂用防爆产品的毛利率都较高，华荣毛利率长年超60%，较为稳定，而新黎明产品的毛利率呈现出下降趋势。

图表39：2019-2022年新黎明与华荣股份营收情况对比



图表40：2019-2022年新黎明与华荣股份盈利情况对比



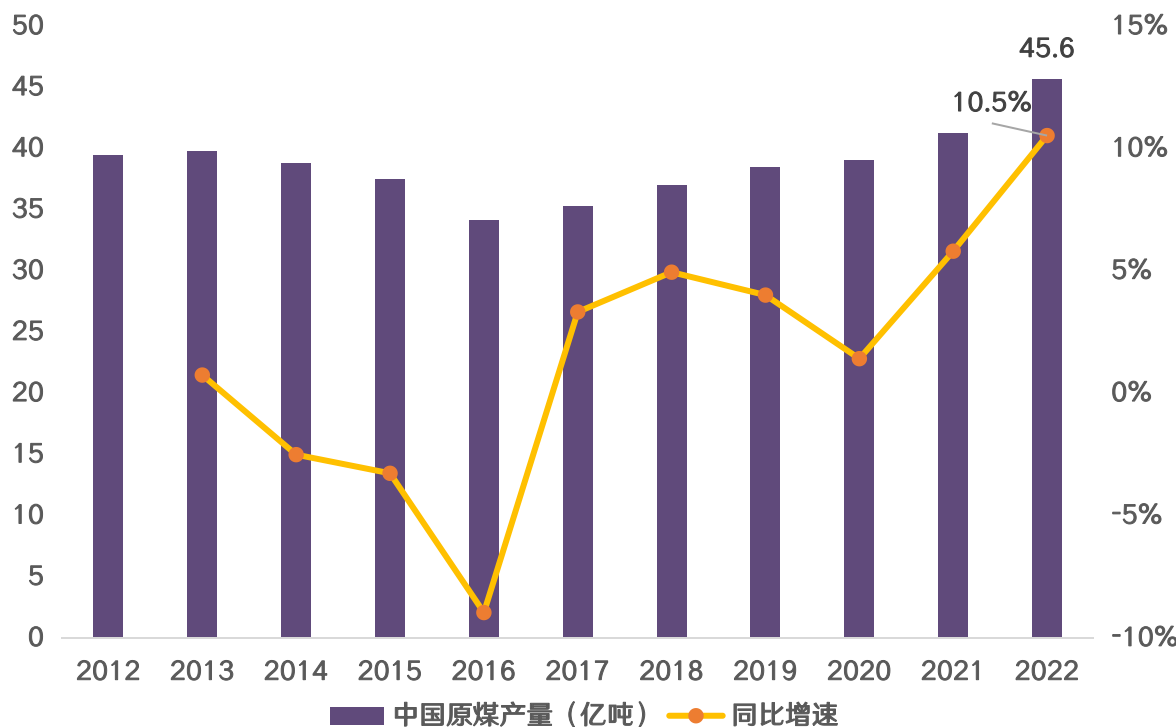
资料来源：Wind、公司公告、华鑫证券研究所整理

2.4.1 煤矿行业迎来复苏，矿用防爆需求量有望持续增长

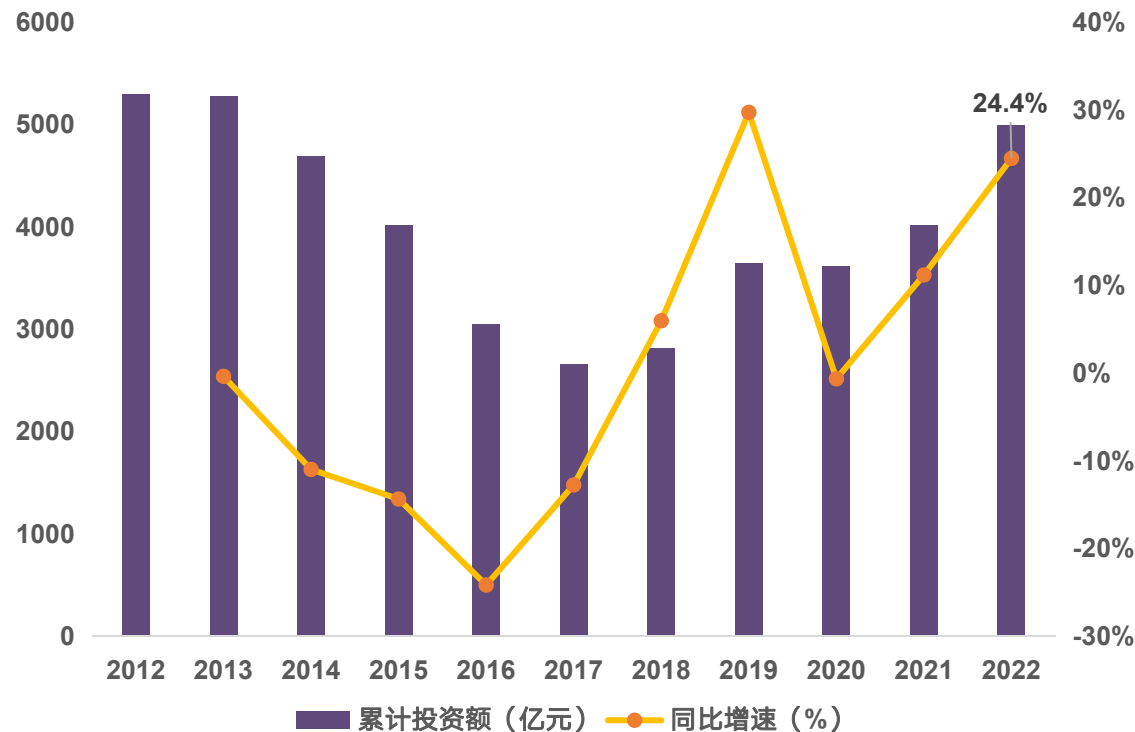
矿用防爆电器主要用于含有沼气、甲烷等爆炸气体和煤尘的煤矿井下。

- 矿用防爆电器市场需求主要取决于煤炭行业景气度；
- 近几年煤矿行业景气度延续，我国原煤产量持续增长，2022年产量为45.6亿吨，同比增长10.5%，2017-2022年CAGR为5.3%。2022年煤炭开采和洗选业固定资产投资额同比增长24.4%，2023年4月累计同比增长16.2%，景气度有望持续上行，将利好矿用业务板块。

图表41：2012-2022年中国原煤产量



图表42：2012-2022年中国煤炭采选业累计固定资产投资额

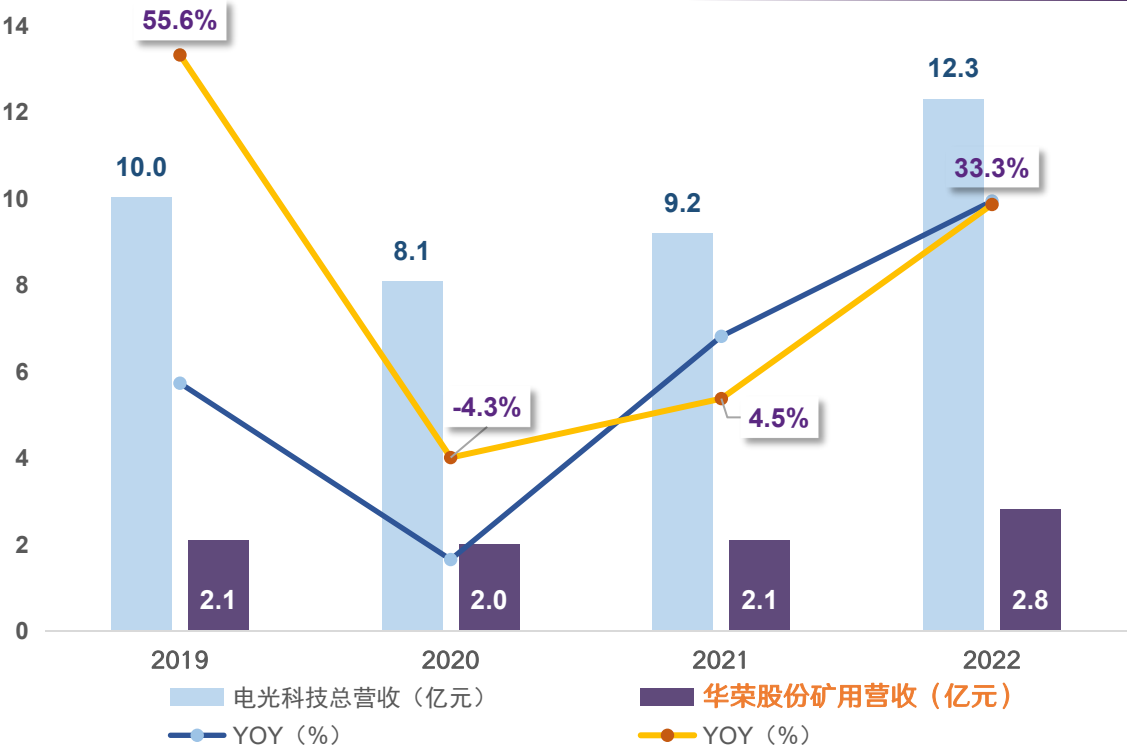


资料来源：国家统计局、《中国能源大数据报告(2022)》、北极星火力发电网、国际煤炭网、中国煤炭工业协会、华鑫证券研究所整理

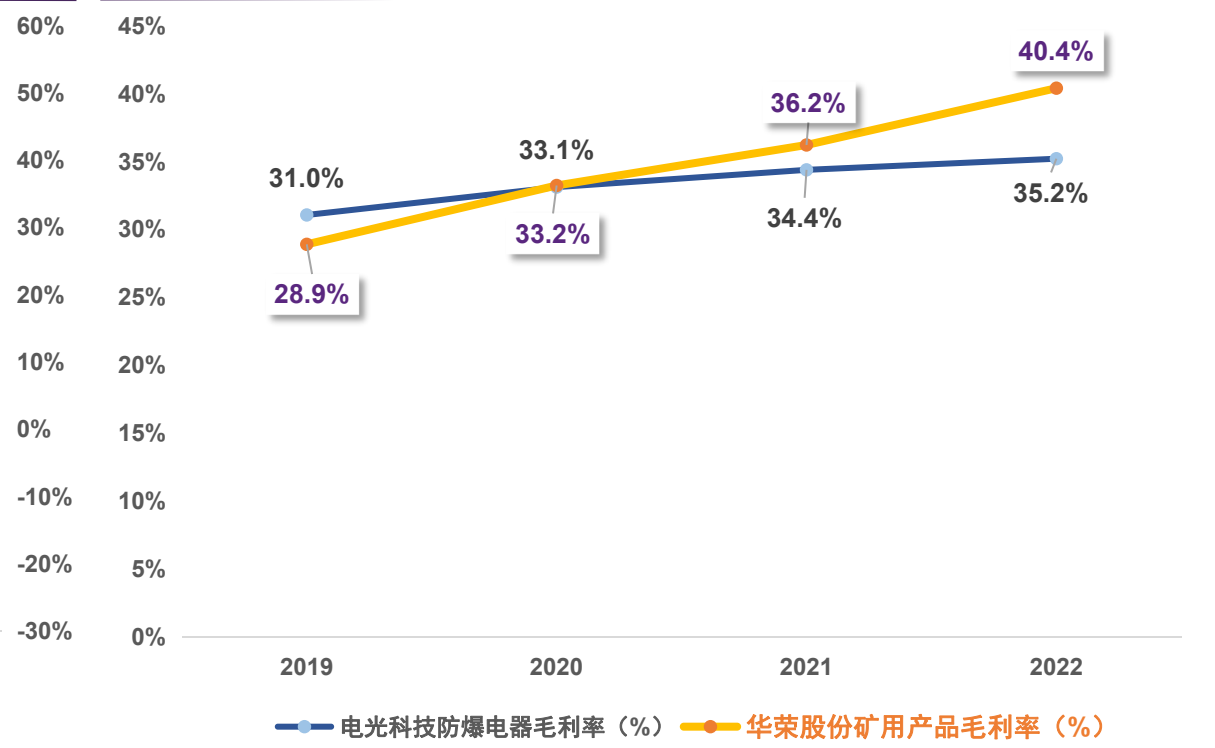
2.4.2 电光科技为公司矿用领域主要竞争对手

- 电光科技是公司在矿用防爆领域的重要竞争者。电光科技致力于煤矿防爆电气产品的智能化、数字化以及智能矿山的建设，是国内较早生产矿用防爆电器的企业之一。2019-2022年，电光科技总营收呈现增长态势，从10.03亿元升至12.3亿元，CAGR达7.04%。
- 华荣股份主营业务为厂用防爆，矿用产品的收入规模明显小于电光科技；营收增速方面，2022年华荣矿用业务加快扩张，增速达33.3%，有望赶超电光科技；毛利率方面，2022年华荣股份矿用产品毛利率高于电光科技5个百分点。

图表43：2019-2022年电光科技与华荣股份营收情况对比



图表44：2019-2022年电光科技与华荣股份盈利情况对比



资料来源：Wind、电光科技公告、华鑫证券研究所整理

2.5.1 工业智能化促进安全运维升级

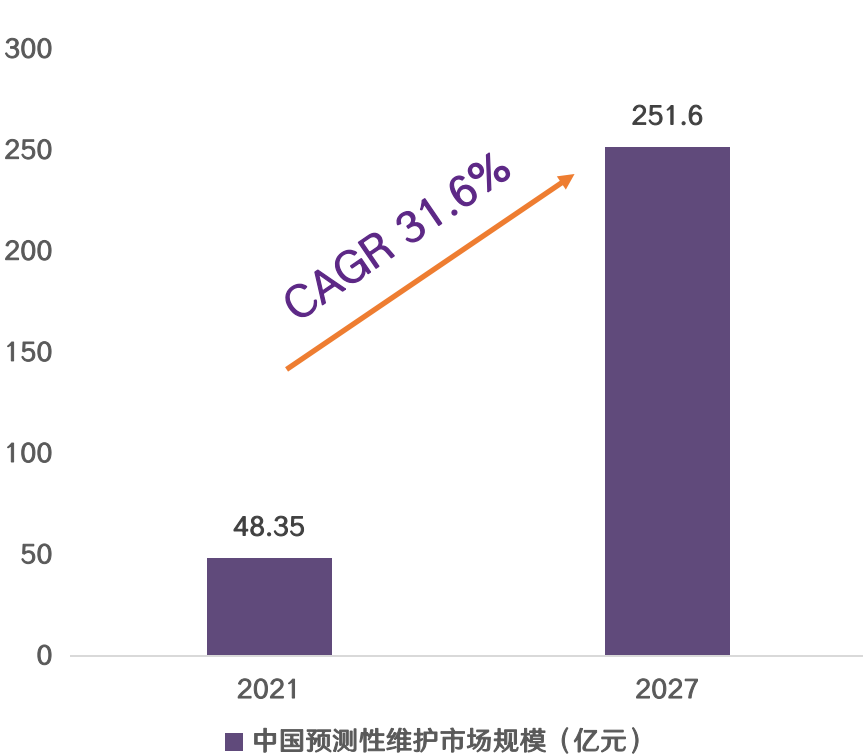
工业企业加快数字化、智能化转型，全业务链安全智能管理的需求日益提升。

- **安全第一、预防为主**：工业智能化改造为设备增加智能运维和安全管理模块，并将终端连接到物联网平台，能够准确预测并提前发现设备运行的异常，从源头上规避安全事故。
- 据统计2021年全球预测性维护市场规模达322.4亿元，其中中国预测性维护市场规模达48.4亿（占比约15%）。预计2027年全球预测性维护市场规模有望达1677亿元，假设占比不变，则至2027年中国市场规模将达251.6亿元。

图表45：我国智能安全运维相关政策

政策名称	发布部门	具体内容
《“十四五”国家安全生产规划》	2022.04 应急管理部	加快推进各行业领域安全生产风险监测预警系统建设
《“十四五”推动高质量发展的国家标准体系建设规划》	2021.12 国家标准委	推动智能运维等领域重点标准的制定工作，提升智能服务水平
《国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标》	2021.03 中央政府	对重点行业统一云运维、系统迁移与监测提出发展目标
《“工业互联网+安全生产”行动计划（2021-2023）》	2020.11 应急管理部	到2023年底，工业互联网与安全生产协同推进发展格局基本形成
《关于推动工业互联网快速发展的通知》	2020.03 工信部	加快工业互联网创新发展工程建设，加快数字化转型

图表46：中国预测性维护市场规模



资料来源：华经产业研究院、人民日报、共研网、贝哲斯咨询、《容知日新招股说明书》、华鑫证券研究所整理

2.5.2 智慧安防系统推进厂区防控精准化，安防行业企业多样化

- 传统“人防+物防”治安防范模式无法满足管理需求，智慧安防平台有望对人员难以到达的区域和设施进行全方位、全天候、无死角巡检。以2020年广州石化建设智能工厂为例，公司按照“数据+平台+应用”模式，基于5G移动网络、AI技术和红外线图像识别技术、无人机和摄像头等高精度硬件，建立立体化防控系统，从源头上有效降低和遏制重大安全风险，开创厂区安全生产风险监测和预警新局面。
- 中国智能安防行业企业数量众多，产业链可涉及上游算法、芯片设计、以及存储器、图像传感器等零部件生产，中游软硬件及系统集成、或提供智能安防运营服务环节，下游主要应用于城市、家庭、以及学校、医院、轨道交通、金融等。

图表47：智能安防产业链

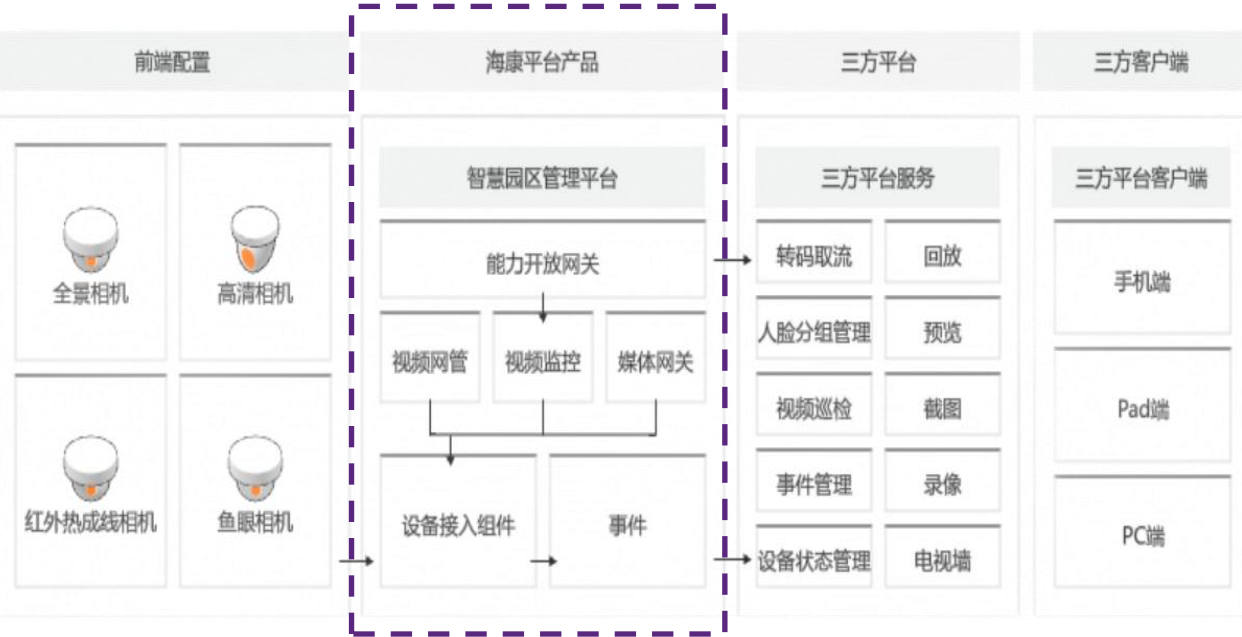


资料来源：《广州石化以智能工厂建设推动管理升级》、前瞻产业研究院、华鑫证券研究所整理

2.5.2 智慧安防系统推进厂区防控精准化，安防行业企业多样化

- **硬件企业**：作为传统安防龙头，**海康威视**较早布局智慧园区，不论是智慧园区的综合安防，还是安全生产的风险智能管控，公司都可以提供相关产品。
- **软件企业**：**容知日新的状态监测与故障诊断系统**已构建了“数据全采集、数据智能保存、数据智能报警”体系，有线采集站与传感器不间断工作，实时采集设备各项运行数据，使得监测无时间盲区；同时采用边缘计算，选取数据质量最高、最能代表设备运行状态的数据进行存储，避免大量无用数据占据网络带宽和存储空间；采用“特征值报警”的综合报警评价体系，较传统技术提升了报警的准确率，降低漏报率和误报率。

图表48：海康威视智慧园区管理平台



图表49：容知日新系统架构



2.5.3 集软硬件一体，公司安工智能系统稀缺属性极强

- 公司于2012年提出打造工业物联网的设想，2019年开始产品面向市场，公司具备完全自主知识产权。目前产品子系统已扩展到10个，可覆盖用户现场安全管控的各种需求，利用智能防爆终端及SCS平台，实现数据采集、在线控制、监测等功能。**公司不仅生产前端防爆产品，同时也是兼具软件开发和平台数据分析能力。**
- 安工智能系统作为防爆行业里程碑式的创新正在改写传统防爆技术，助力产业向“数字化”、“智能化”转型，推动公司由“设备制造商”向“生产型安全服务商”升级。

图表50：公司安工智能管理控制平台



图表51：安工智能系统架构，公司兼备软硬件开发能力



资料来源：安全应急产业资源网、公司公众号、公司官网、华鑫证券研究所整理

2.5.4 政策催动应用场景拓宽

- 公司安工智能系统以石化客户为主，同时积极向其他新兴领域拓展。
- 2022年应急管理部发文，国内化工园区需要进行安全风险智能化管控平台的建设。公司安工智能系统具备以事先预防代替事后处理、网络平台化管理代替传统单点管理等特点，与政策要求匹配。**全国共计约600个化工园区，据测算单个化工园区价值量在2000万，则安工智能市场规模超百亿。**
 - 除了石化领域，安工智能产品已切入白酒、军工等其他领域，得到客户高度认可。目前产品不仅已在镇海炼化、上海石化、神华宁煤等多个客户落地，还正在与头部白酒企业合作安全智能照明和智能配电管控系统的改造业务。

图表52：我国危险化工园区安全生产相关政策

政策名称	发布部门	具体内容
《“十四五”危险化学品安全生产规划方案》	2022.03 应急管理部	加快推进各行业领域安全生产风险监测预警系统建设
《化工园区安全风险智能化管控平台建设指南》	2022.02 应急管理部	已经认定公布的化工园区和涉及重大危险源的企业需全面开展平台建设，提升安全风险防控能力

图表53：公司落地案例及交流会



2022年公司“智能化
工园区管控平台”标
杆项目落地

2023年公司举办白酒
行业电气安全和智能
管控技术交流会



资料来源：公司公众号、应急管理部、华鑫证券研究所整理

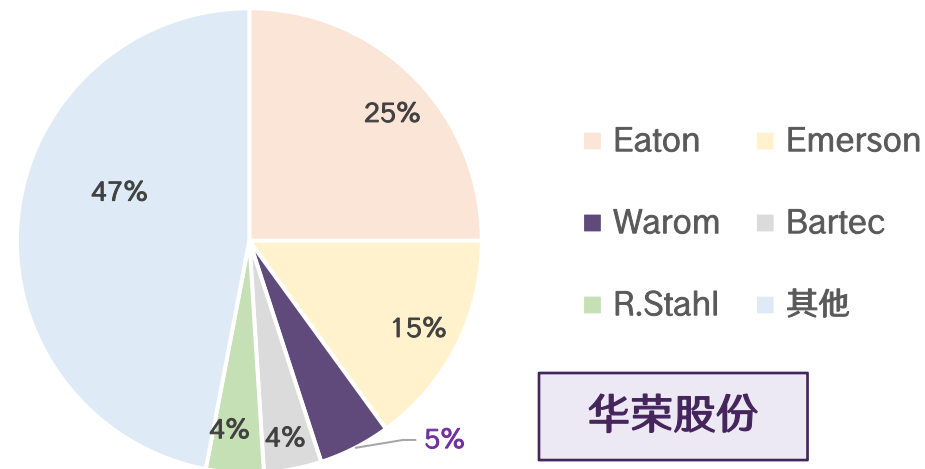
2.6.1 全球防爆市场竞争格局分散

公司于2005年进军国际市场，目前是全球龙三。

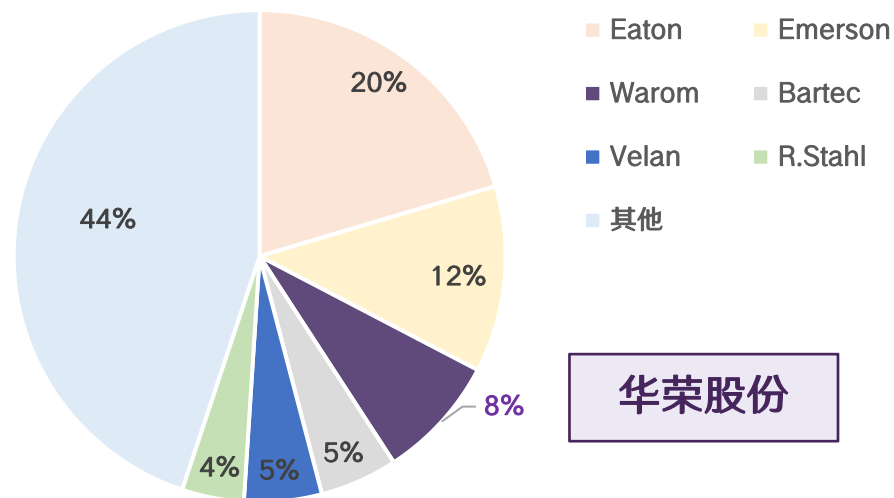
- 全球防爆电器市场空间广阔。据联邦德国物理研究院（PTB）统计，2019年全球防爆电器需求量为50亿美元，预计至2025年全球市场规模达到80亿美元。
- 目前全球市场竞争格局较为分散，头部企业有望持续提高国际市场份额。当前全球防爆电器企业第一梯队主要为Eaton和Emerson，第二梯队企业主要包括华荣、Bartec和R.Stahl等。
2019年华荣在全球防爆市场市占率仅为5%，2022年全球市占率已提升至8%。
- **龙一龙二通过收购保持高市占率。**Eaton作为全球防爆电器龙头，2012年通过收购库柏工业集团进入防爆领域，下属防爆品牌主要有CooperCrouse-Hinds、CEAG。Emerson于2014年收购Appleton进入防爆领域，Appleton是世界最大的美标防爆电气和防爆灯具供应商。龙头企业全球市占率稳定，但二者主营并非防爆电器，而是通过收购制造商切入防爆电器领域，防爆电器业务在其整体业务版图中占比较小，也并非其核心，且防爆业务发展主要依靠北美本土品牌优势，跟随下游北美油服公司的全球业务拓展相应开拓自身业务。

资料来源：公司公告、立鼎产业研究院、华鑫证券研究所整理

图表54：2019年全球防爆市场份额分布



图表55：2022年全球防爆市场份额分布

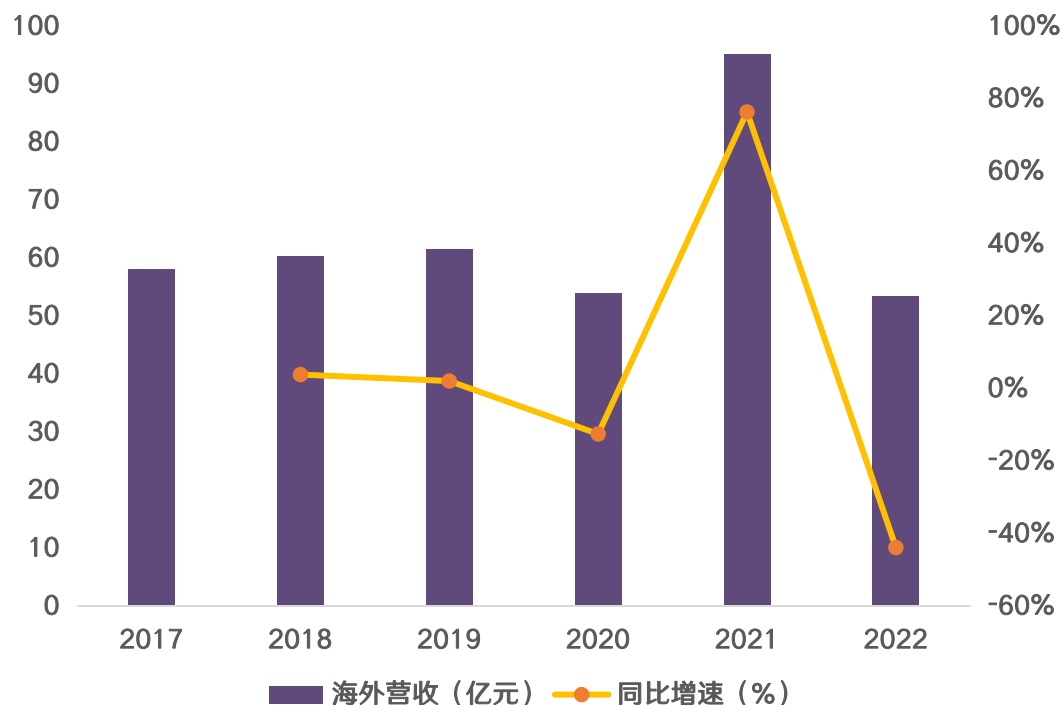


2.6.2 十年磨一剑，海外拓展进入加速收获期

公司全球战略：以高品质、高性价比的产品逐鹿全球，逐渐提升国际份额。

- 公司通过“展会”+“本地拓展”方式打开国际市场，并且成效显著。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；形成以中东、非洲、远东以及东南亚为核心的海外市场，并计划未来在全球范围内不断复制迪拜子公司的成功模式；2022年受疫情影响，前三季度海外营收增速较慢，但9月以来，海外招标量增加，签订多笔大订单，部分收入已于2023年一季度确认，预计2023年海外收入增速将提高。

图表56：2017-2022年公司海外营收情况



图表57：疫情放开后，公司积极参加展会



资料来源：Wind、华荣防爆公众号、公司海外官网、华鑫证券研究所整理

2.6.3 对标海外龙头，公司蓄势待发，保持强劲发展势头

- **公司存在竞争优势。**1) **产品性能卓越**：公司拥有以国际IECEX认证为首的400多个全球权威证书，拥有9个检测实验室，产品质量不输海外；2) **产品种类丰富**：公司产品种类全球最齐全，方便客户一站式采购；3) **价格优势显著**：防爆产品装配环节所需生产人员较多，海外人工昂贵，公司生产基地在国内，节约人工成本，产品定价低于海外。
- **对标国际公司。**Eaton、Emerson为全球防爆电器行业前二龙头，市占率超10%，但二者主营并非防爆业务，而华荣专精防爆领域。**从营收增速来看，华荣收入增速远超伊顿和艾默生**，2022年受到疫情影响，华荣收入增速略微下降，预计2023年将恢复增速水平。

图表58：公司具有极强的检测能力

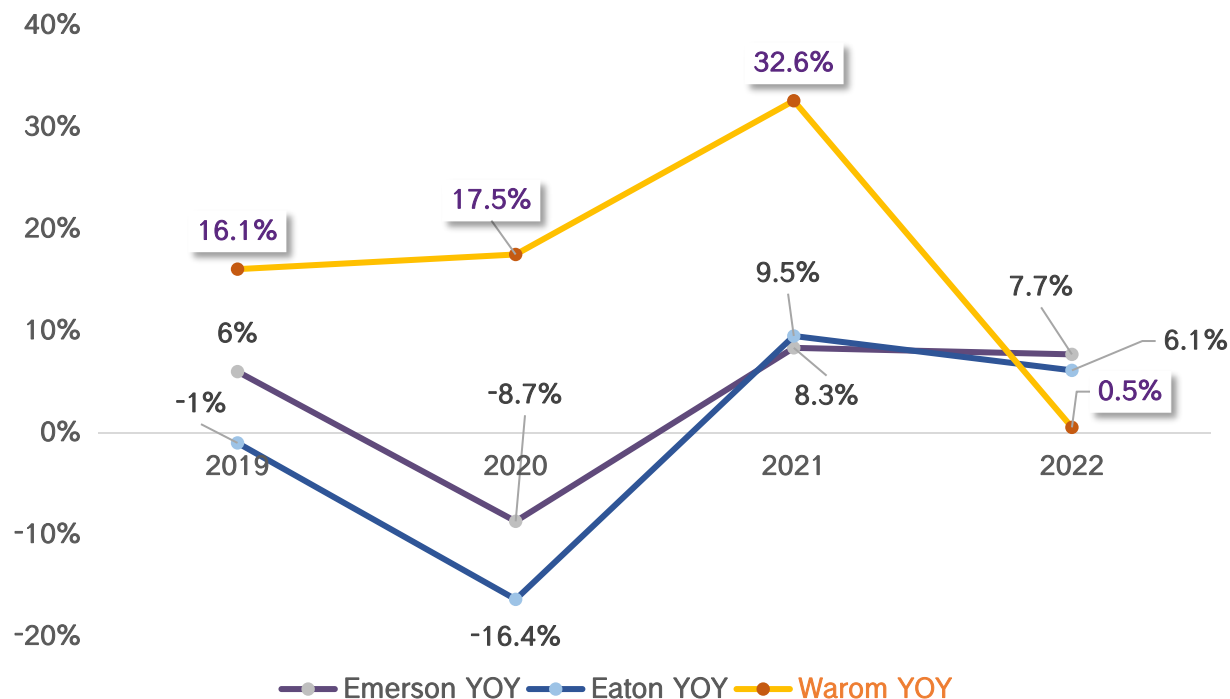


直读式光谱分析仪



高自动化配光性能测试系统

图表59：2019-2022年国际头部公司收入增速对比

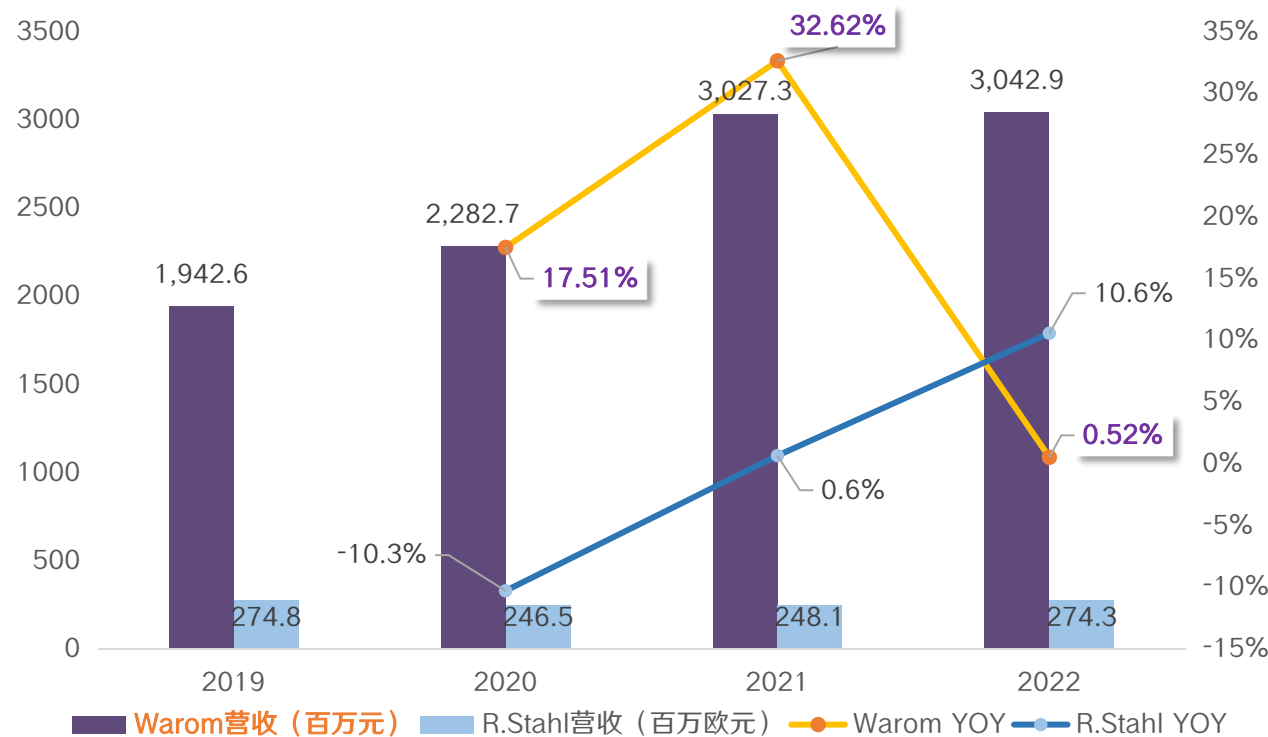


资料来源：Wind、Emerson官网、Eaton官网、美通社、华鑫证券研究所整理

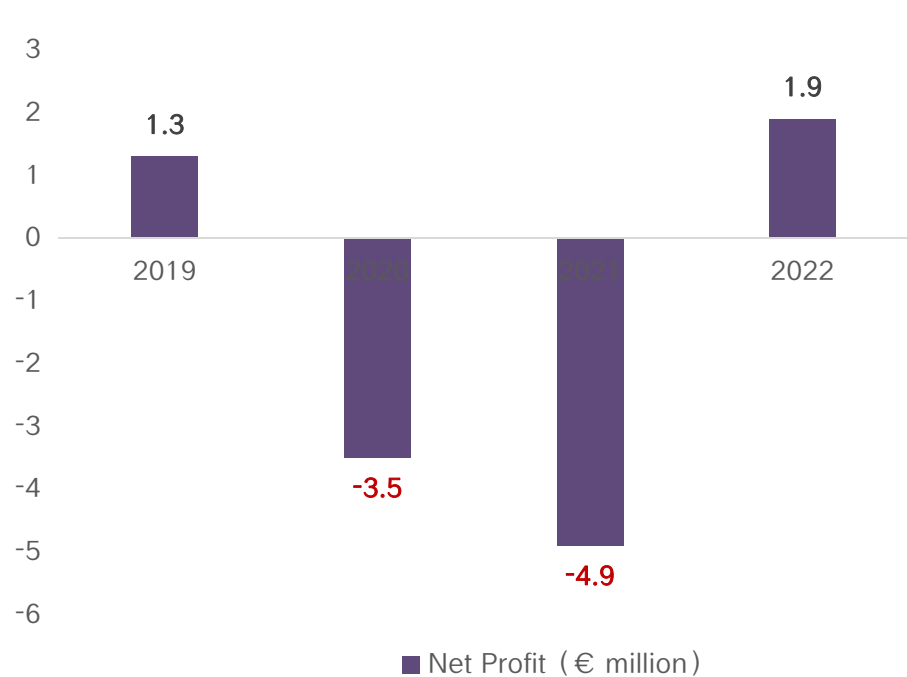
2.6.4 对比欧洲竞争者，公司竞争优势显著

- Bartec 和 R.Stahl 是老牌欧洲企业，主要市场集中在欧洲，业务模式与华荣较为相近。R.Stahl 以工程塑料防爆产品为主，Bartec核心业务是电伴热，近年来受海外低价竞争影响，成本无法消化，甚至处于亏损状态，市场份额增长乏力；华荣主要生产基地在国内，人工费用较低，且业务发展商模式也可有效控制销售费用。
- 对比R.Stahl，除2022年受到疫情影响，华荣收入增速低于R.Stahl营收增速外，近年来华荣增速一直高于R.Stahl；同时，R.Stahl利润也处于常年亏损状态。

图表60：2019-2022年华荣股份与R.Stahl收入情况对比



图表61：2019-2022年R.Stahl利润情况



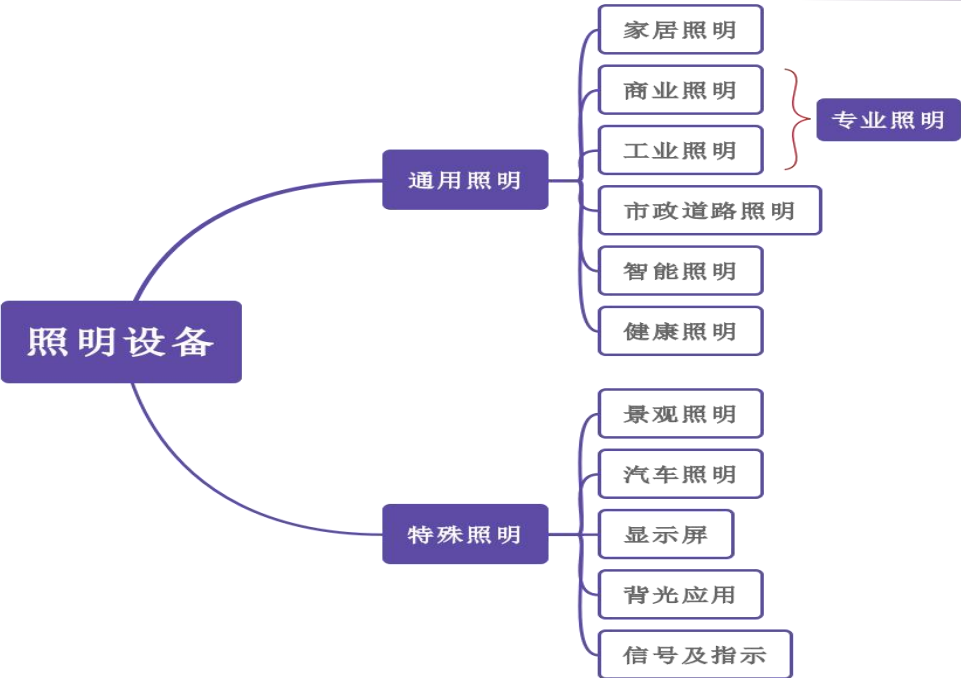
资料来源：Wind、R.Stahl官网、华鑫证券研究所整理

三、专业照明设备供应商， 智慧照明有望进一步打开市场空间

研究创造价值

3.1.1 专业照明产品差异化趋势显著，行业准入壁垒高

图表62：照明产品分类



➤ 产品有较高资质认证壁垒。由于不同行业生产环境的特殊性，专业照明产品的适用标准更加严格。除了CCC 认证外，仍需根据细分行业的不同，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，行业准入壁垒较高。

- 通用照明可细分为家居照明、商业照明、工业照明、市政道路照明等传统应用领域，同时智能照明、健康照明等新兴领域仍在拓展中。而其中工业照明和部分商业照明属于专业照明。
- 专业照明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，可以满足在强振动、强冲击、强腐蚀、高温、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。产品广泛应用于各行各业，包括电力、消防、铁路、轨道交通、港口等领域。

图表63：专业照明产品在冶金、船舶、铁路领域的应用

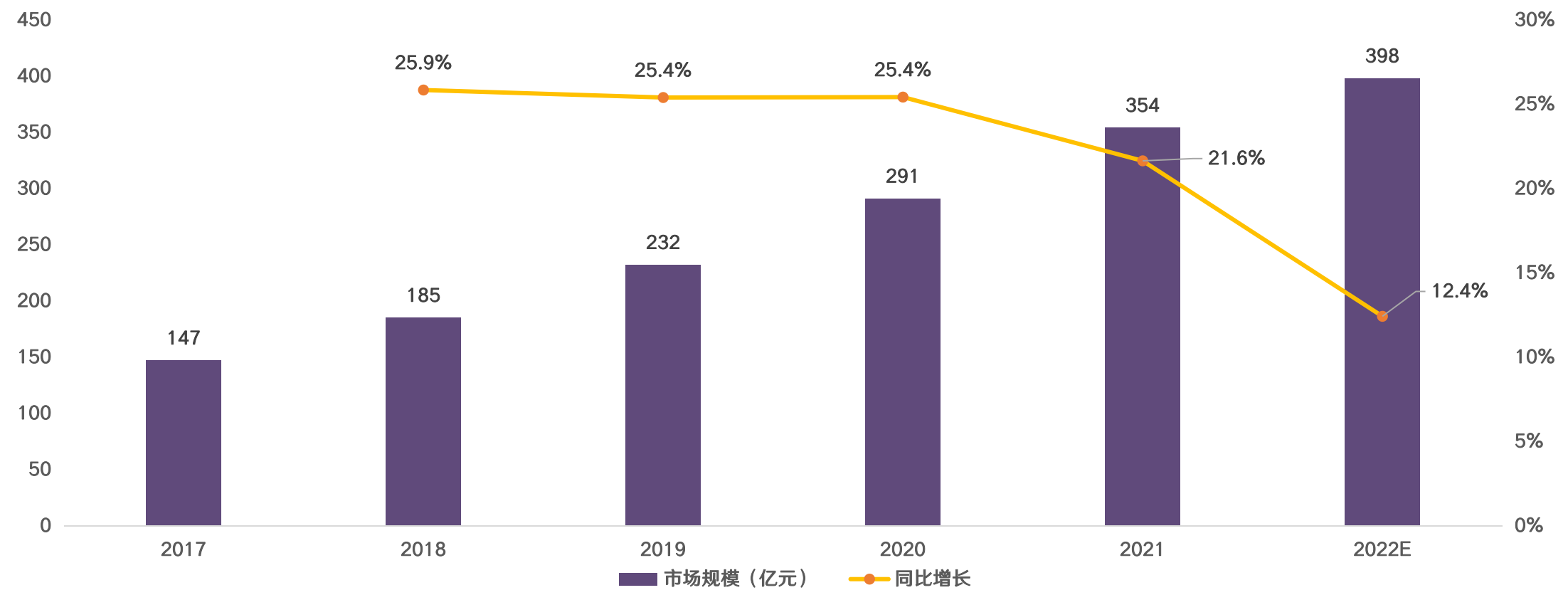


资料来源：智研咨询、新思界网、城市光网、《海洋王招股说明书》、华鑫证券研究所

3.1.2 节能化+智能化双重趋势下，智能照明市场空间广阔

➤ 根据《推动轻工业高质量发展》等政策，照明电器向绿色化、智能化、集成化方向发展。据中商产业研究院统计，智能照明行业于2017年快速发展至今，市场规模从最初147亿元增长至2022年的398亿元，CAGR为22.04%。在前装场景智能化的推动下，预计中国智能照明市场规模将加速扩大，市场潜力无限。

图表64：2017-2022年中国智能照明市场规模及增长情况，CAGR为22.04%

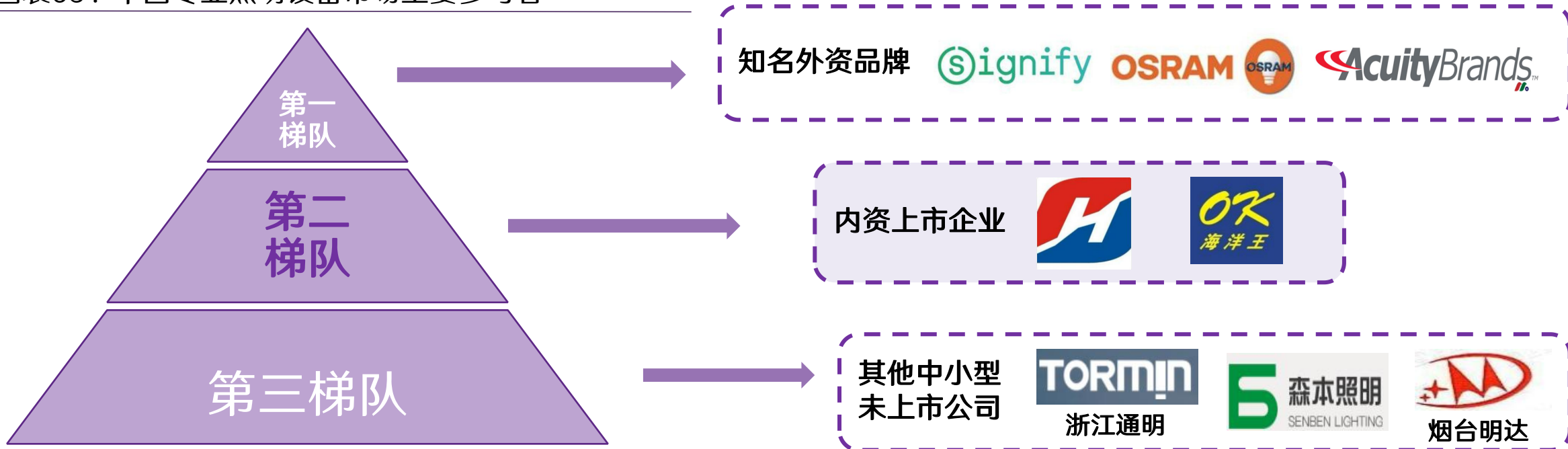


资料来源：中国照明网、华鑫证券研究所

3.1.3 专业照明市场竞争格局分散，国产替代空间大

- **专业照明国产替代空间大。**据立鼎产业研究院统计，目前国内专业照明市场大部分份额仍被Signify（原飞利浦照明）、库柏（2020年被Signify收购）、欧司朗、Acuity等外资品牌占据，海洋王、华荣股份等国内厂商仍处于加速追赶阶段，未来国产替代的市场空间较大。
- **竞争格局分散。**目前本土具备较强技术实力的上市公司只有海洋王和华荣股份，其他皆为中小型未上市企业，如浙江通明、森本照明（原森本防爆）、烟台明达等。在疫情和俄乌战争的影响下，外企在中国市场的发展受限，预计2023年进口替代趋势加强下，国内市场份额有望加速向头部企业集中。

图表65：中国专业照明设备市场主要参与者

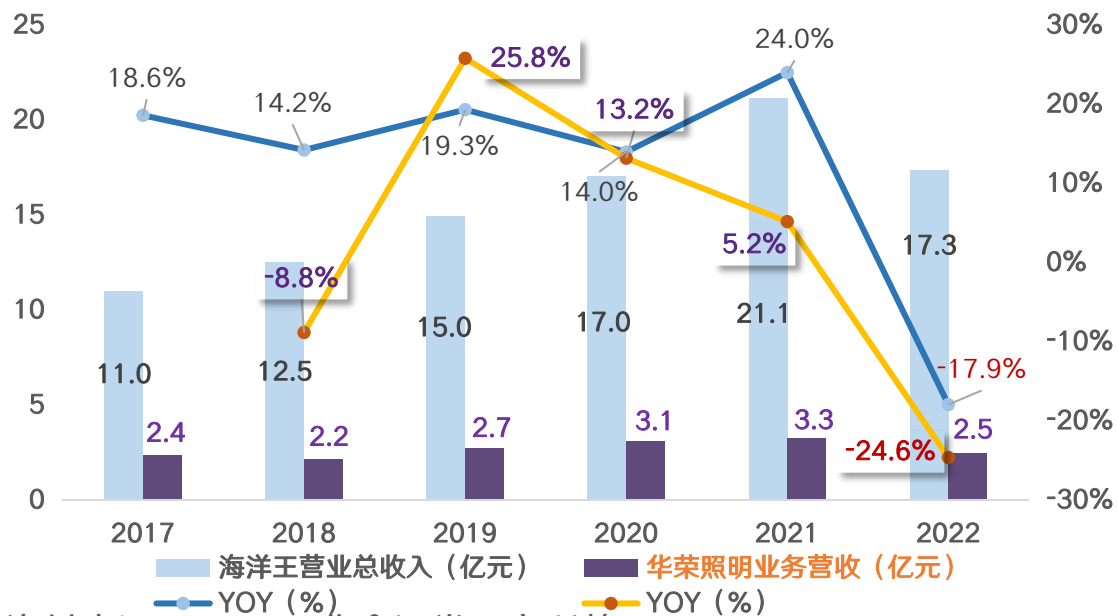


资料来源：立鼎产业研究网、《海洋王招股说明书》、华鑫证券研究所整理

3.2.1 照明客户与防爆业务有部分重合，渠道产品协同性强

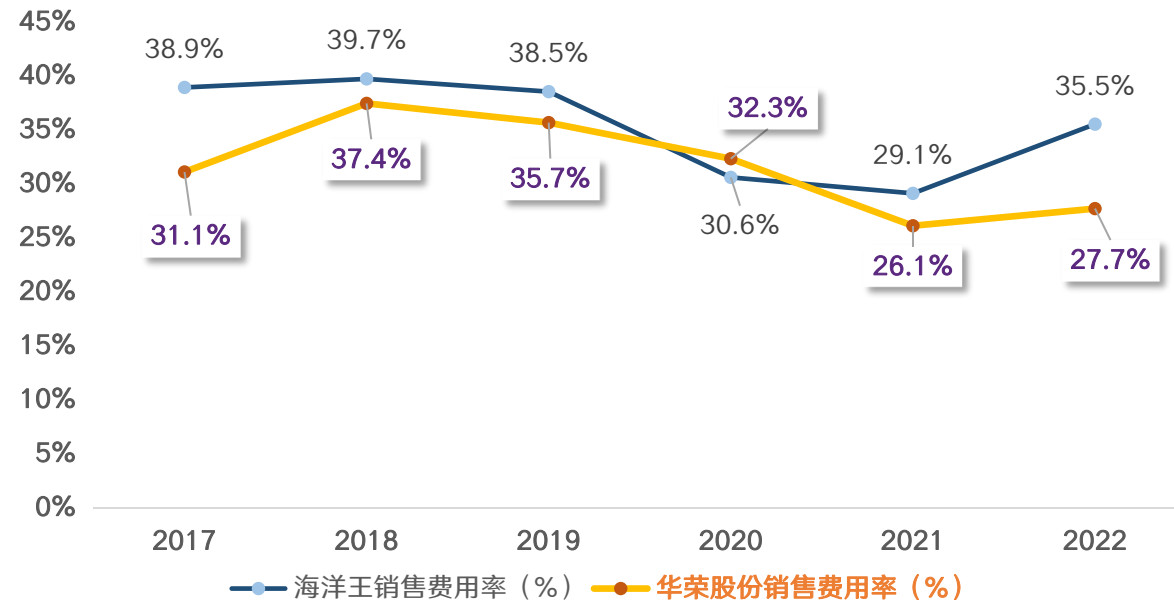
- 公司主要产品包括工业照明、教育照明、道路照明和户外亮化四大类。其中工业照明产品应用于石油、煤炭、电力、铁路等领域，而防爆电器主要应用于存在各类易燃易爆气体、粉尘、蒸汽的场所，如石油、化工、天然气、煤炭等领域，二者下游存在一定重叠。
- 南浔建厂，积极扩产，满足多场景应用需求。2019年在浙江湖州投资1.5亿元成立全资子公司“华荣照明”，2021年3月一期项目建设完成并投入使用，拥有年产30万套设备的产能，目前二期项目正在建设中。
- 对标行业龙头，公司销售规模有显著优势。相较于龙头企业海洋王（002724），公司专业照明业务在营收端存在一定差距，但公司发展势头迅猛，业务发展商销售模式使公司费用率控制有效，将利于业务长期发展。

图表66：2017-2022年海洋王对比华荣股份营收情况



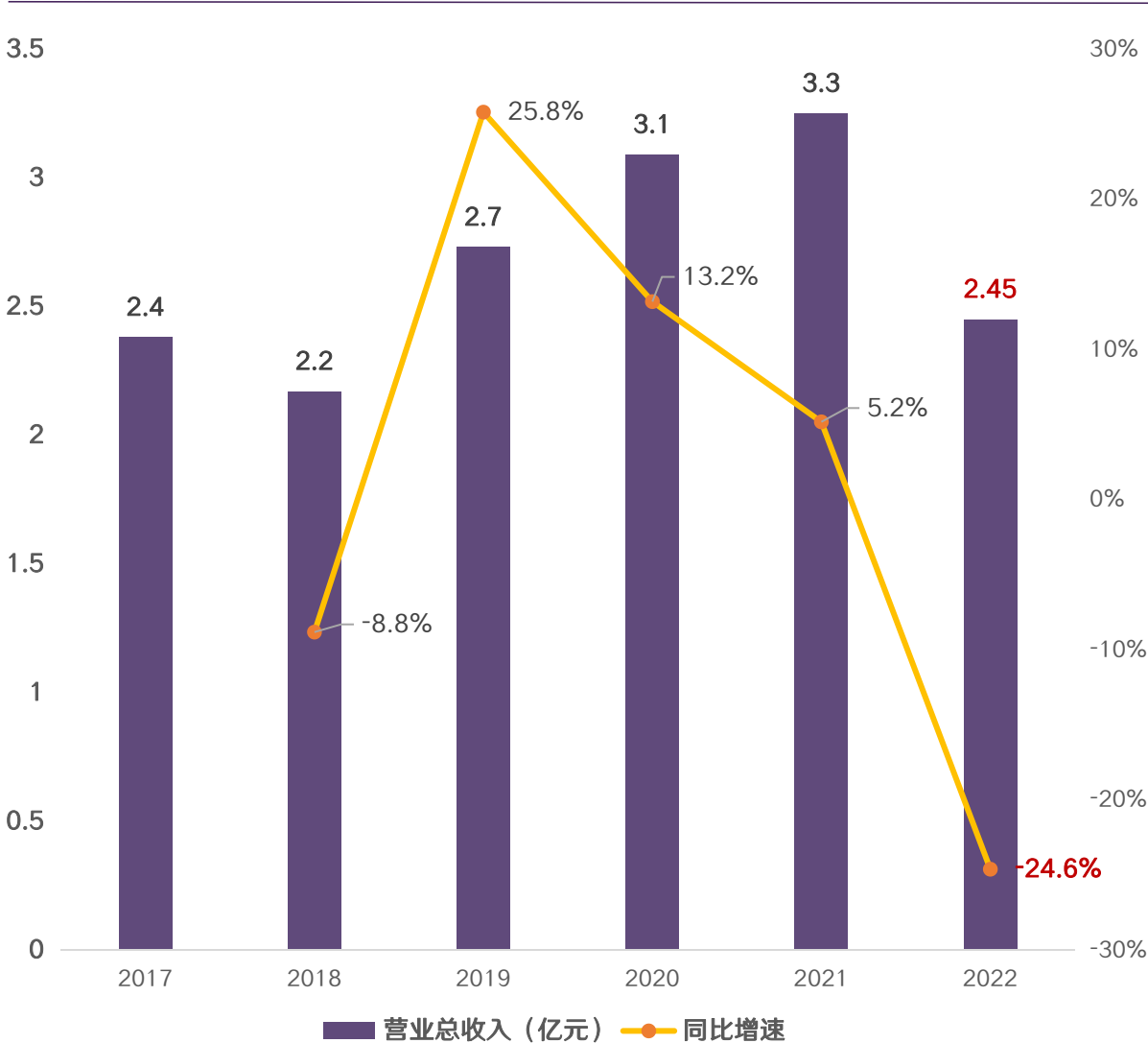
资料来源：Wind、华鑫证券研究所整理

图表67：海洋王销售费用率 VS 华荣销售费用率



3.2.2 公司照明业务短期受阻，未来有望修复并持续增长

图表68：2017-2022年华荣照明业务营收及增速



- **公司专业照明业务发展迅速，整体呈现增长趋势。**公司专业照明设备的主要下游为电力系统（占比1/3）以及轨道交通(占比1/4-1/3)，应急救援、公安、消防等其余细分领域相对比较分散。
- **2022年公司照明业务收入下滑。**主要原因系受到疫情、电网招标体制改革（改为集采制）和基建投资下滑等因素的影响，市场整体需求都有所延迟。**同比公司海洋王22年营收17.34亿（同比-17.9%），归母净为1.39亿（同比-64.5%）。**预计23年随着国网集采制的完成和基建投资回升，公司照明业务凭借“**多产品推出、多场景应用、多渠道销售**”等优势，有望恢复至疫情前水平。
- **同时，公司打造智慧照明系统，积极向智慧城市领域扩展。**据中照网测算，预计2023年智慧城市市场规模将达到28.6万亿元，是一个增长潜力巨大的万亿“蛋糕”。公司有望凭借智慧灯杆业务加速智能化转型，推动照明业务发展。

资料来源：公司公告、Wind、华鑫证券研究所整理

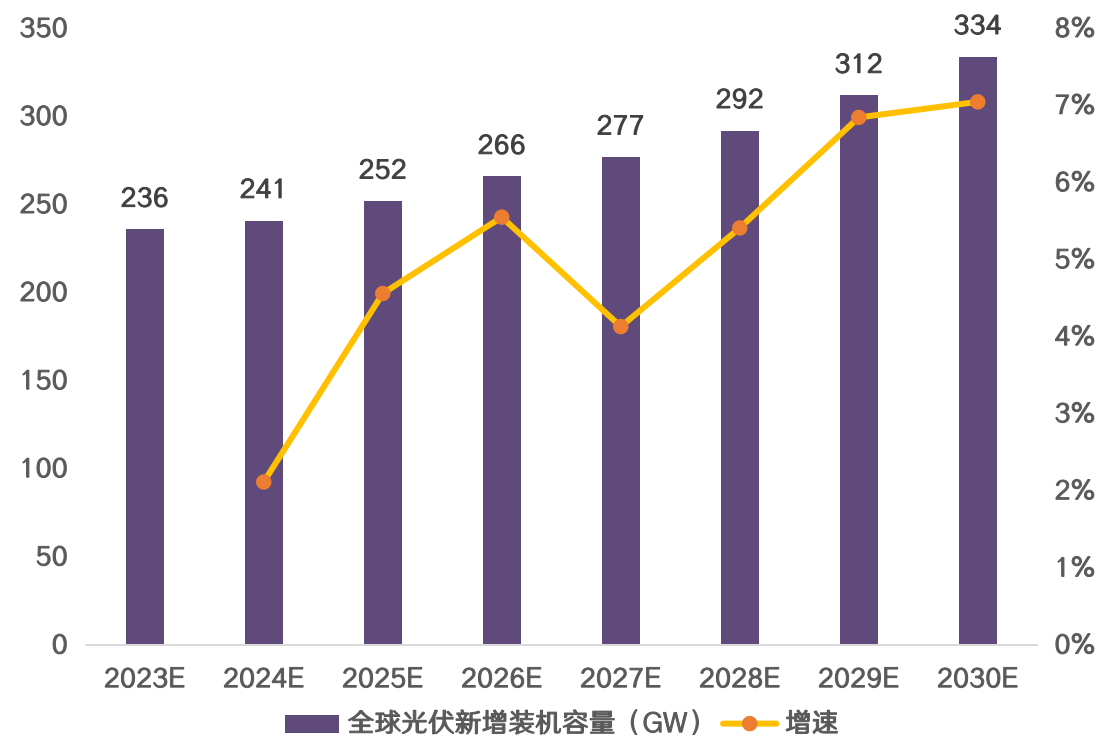
四、光伏EPC贡献现金流，保障公司运营

研究创造价值

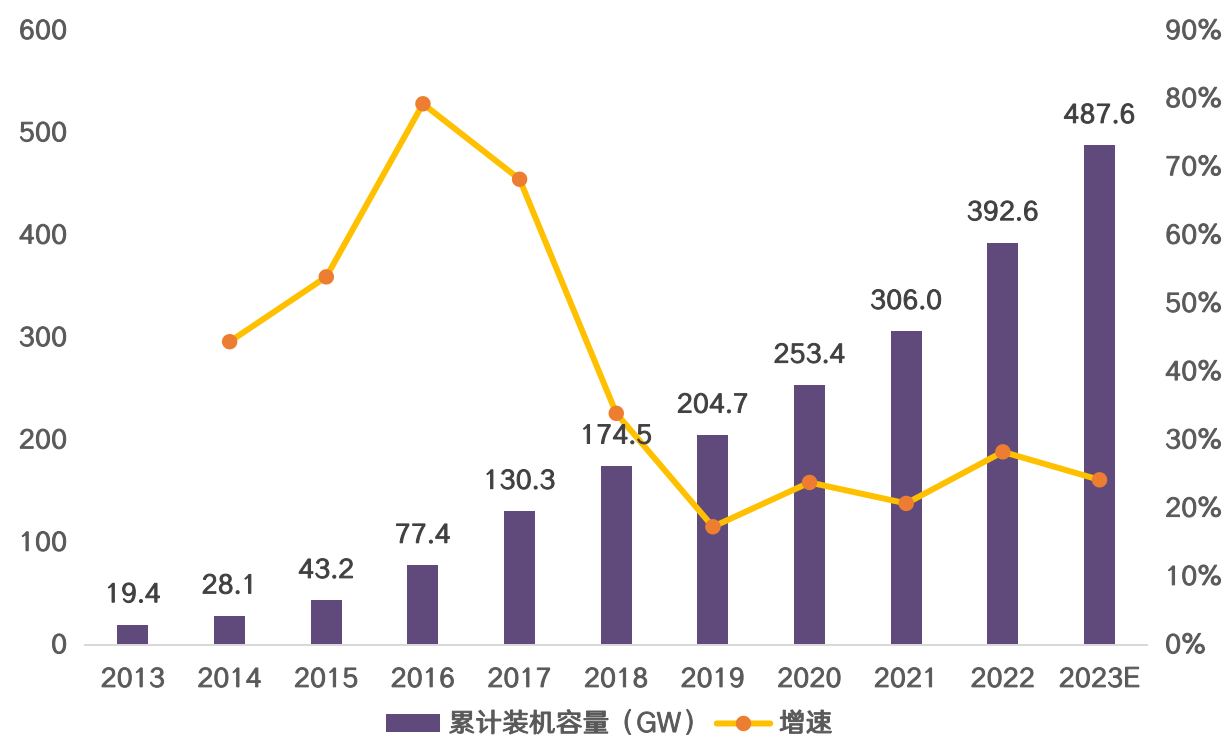
4.1.1 新能源发展，不断催生光伏装机需求

- **双碳政策下，光伏装机需求旺盛。**IEV测算2022年全球光伏新增装机容量达240GW，据彭博新能源预测，2030年全球光伏新增装机量有望达到334GW。
- **全球光伏装机量扩容，利好我国光伏产业发展。**国家能源局统计2022年国内新增装机87.41GW，占全球市场的36.4%。中国作为全球光伏产业链各环节的主要生产地，光伏制造市场规模有望进一步扩大，CPIA预计2023年中国光伏累计装机有望达487.6GW。

图表69：2023-2030年全球光伏新增装机容量预测



图表70：2013-2023年中国光伏累计装机容量及增速情况

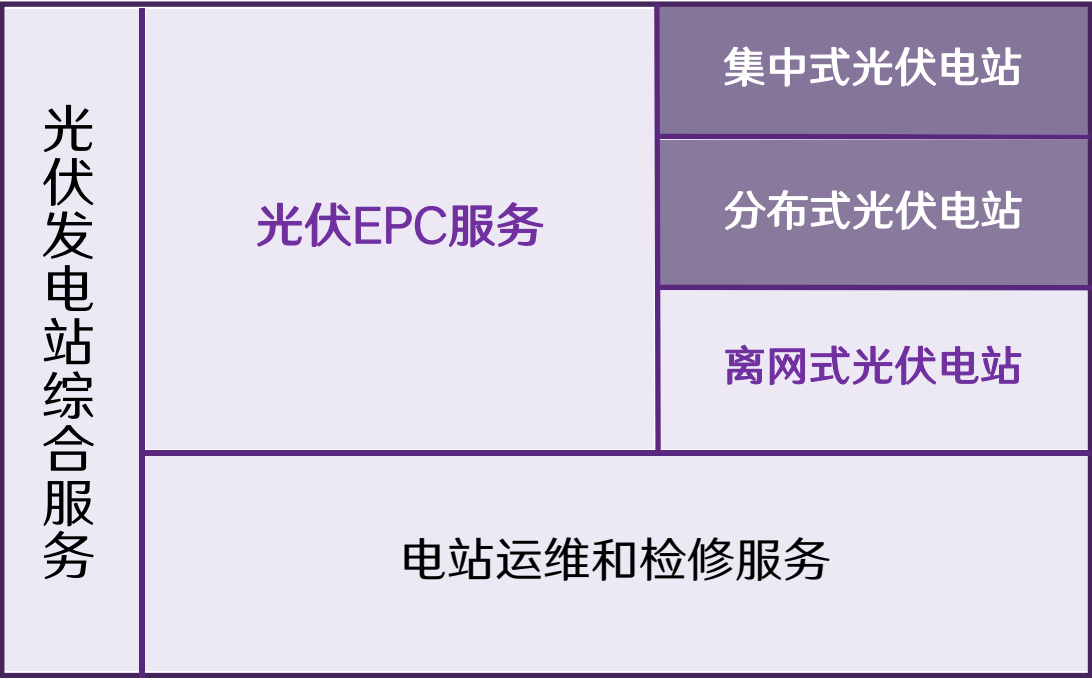


资料来源：36氪研究院、中国电力网、洞见研报、华鑫证券研究所整理

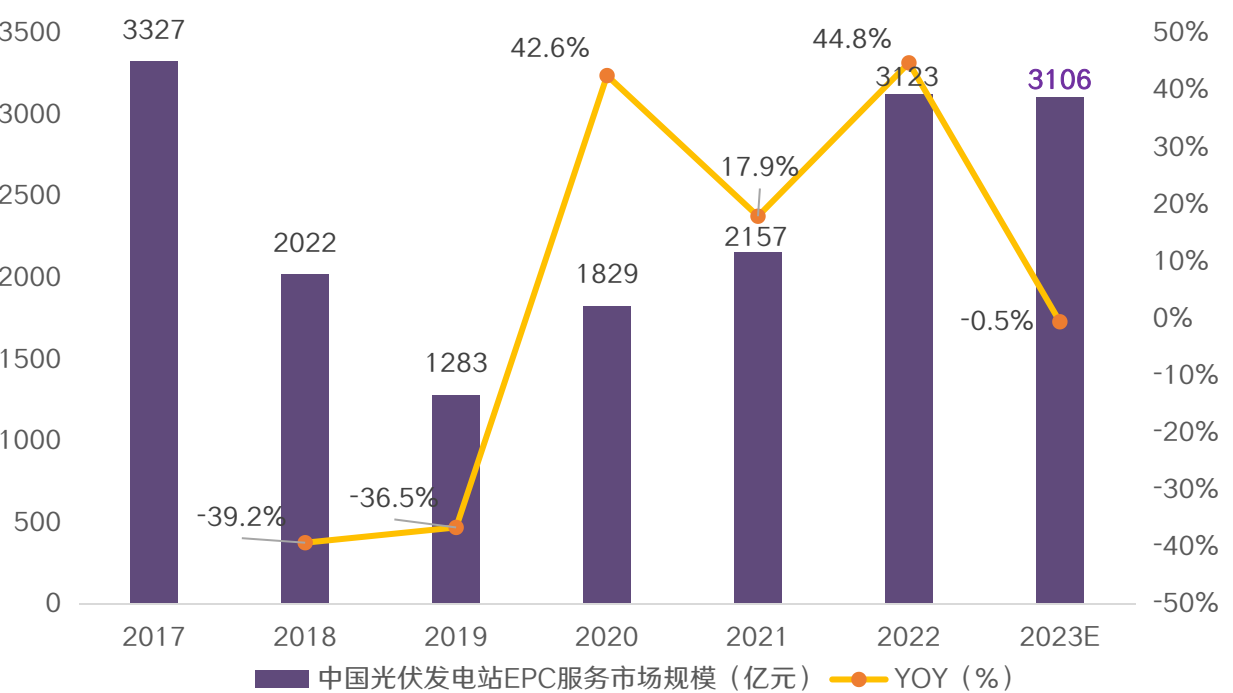
4.1.2 光伏电站EPC服务市场空间广阔

- **光伏电站EPC是光伏工程总承包**。包含光伏电站系统设计、设备采购、电站施工建设的业务流程，由于部分大客户项目业主通常自行集采组件、逆变器等核心设备，因此根据EPC业务是否包含组件/逆变器采购，又可分为大EPC和小EPC。
- 光伏电站EPC总承包的施工模式可应用于**集中式光伏电站、分布式光伏电站和离网式光伏电站**，该施工模式具有施工速度快、集成程度高的特点，有利于项目业主把控工期、控制风险、提高质量。
- 2022年中国光伏电站EPC服务市场规模达3123亿元，同比增长45%，预计2023年中国光伏电站EPC服务市场规模将达到3106亿元。

图表71：光伏发电站综合服务分类



图表72：2017-2023年中国光伏电站EPC服务市场规模情况



资料来源：共研网、中商情报网、华鑫证券研究所整理

4.1.3 光伏电站EPC市场集中度较高，国企占有绝大部分市场份额

- 行业内企业众多，竞争激烈，以大型央国企为主。“国家队”以设计集成和项目优化能力的优势，通过极端优化、降低造价同时提升发电收益来增加利润；相较之下，民营企业项目开发能力强、决策快速效率高、商业模式较为灵活。从2022年我国光伏电站EPC总包企业并网装机量来看，十强中除协鑫及正泰外，均属于国企或央企。
- EPC企业盈利能力承压。由于EPC工程从招标到项目建设完工通常存在一定周期，因此该时间段内的设备价格变化会对EPC承包商的盈利能力产生影响，通常在涨价周期中EPC盈利承压，而在降价周期或价格相对平稳时期；此外光伏EPC业务整体技术含量及壁垒不高，因此整个行业的净利润水平通常也仅为中低个位数水平。

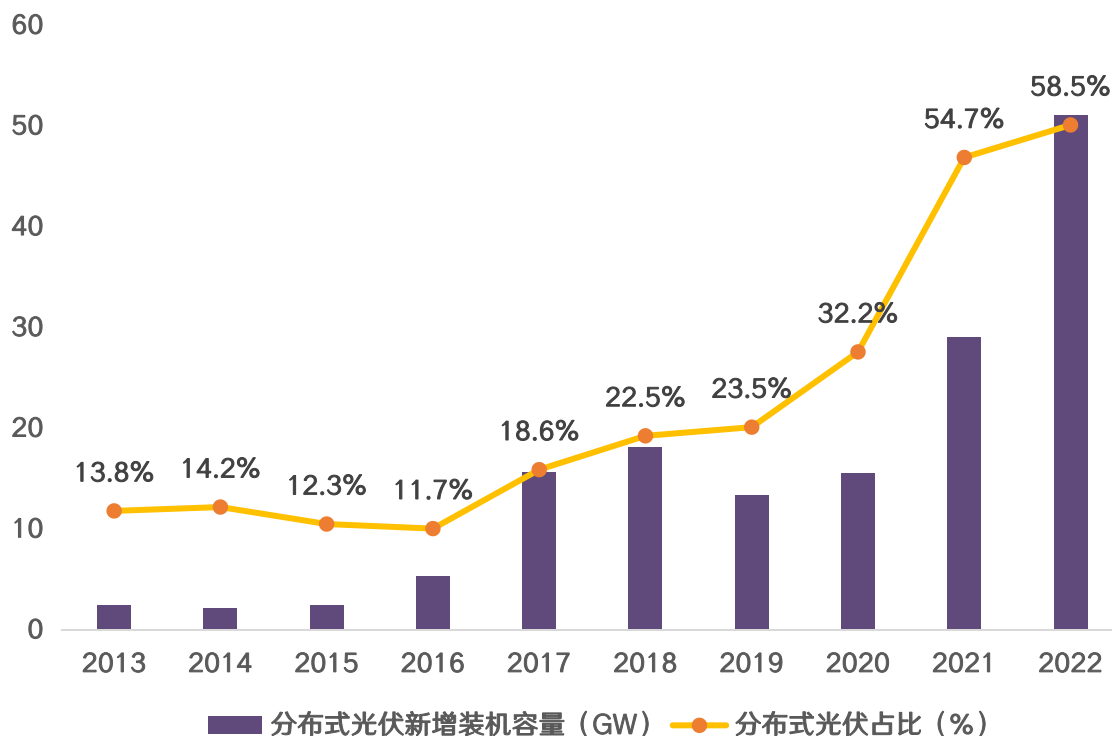
图表73：2022年光伏电站EPC总包企业10强

排名	企业名称	2021年全球并网装机量（兆瓦）	占比
1	中国电力建设集团有限公司	10071	36%
2	中国能源建设股份有限公司	6308	23%
3	信息产业电子第十一设计研究院科技工程股份有限公司	2950	11%
4	中国核工业集团有限公司	2746	10%
5	长江设计集团有限公司	1375	5%
6	国电南京自动化股份有限公司	916	3%
7	中国华电集团有限公司	880	3%
8	国家能源投资集团有限责任公司	845	3%
9	协鑫能源工程有限公司	838	3%
10	正泰新能源	720	2.6%

资料来源：共研网、华鑫证券研究所整理

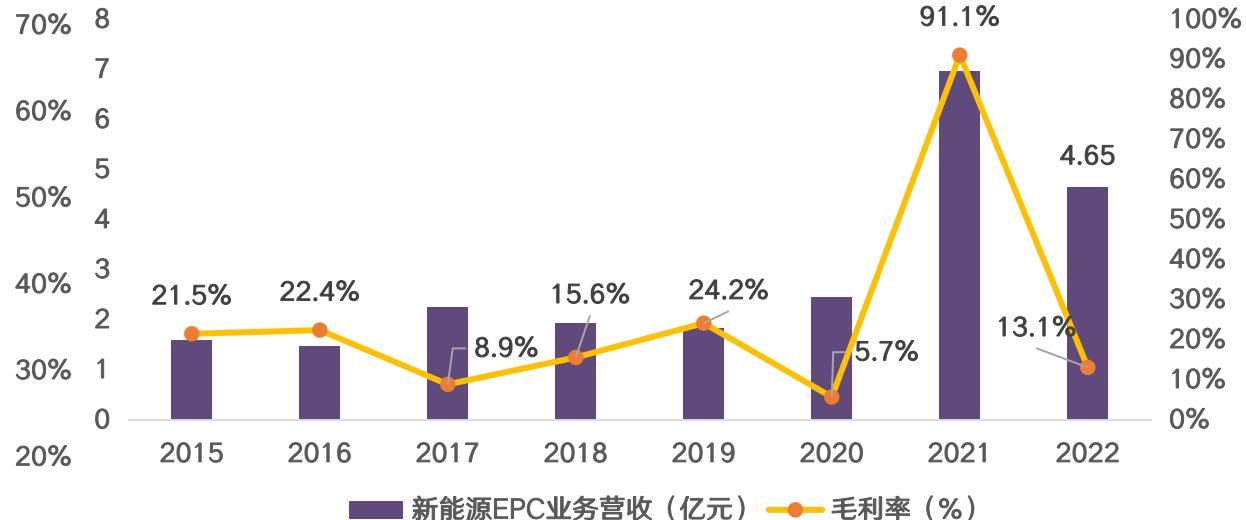
4.2 受益于分布式光伏占比逐渐提高，公司EPC业务订单充足

图表74：2013-2022年分布式光伏新增装机及占比情况



- 与集中式光伏相比，分布式光伏具有收益率高、可开发资源多、就地消纳、造价成本低等优势。
- 分布式光伏有望成为光伏应用主力军。22年全国分布式光伏新增装机量51.11GW，占新增总量58.5%，**占比呈显著增长趋势。**

图表75：2015-2022年新能源EPC业务营收及毛利率情况



- 公司于2015年涉足光伏建筑安装业务，主要为分布式光伏电站项目。因与大型能源企业签订战略联盟协议，建立长期稳定的合作关系，EPC业务在过去几年实现快速增长，但盈利水平一直较低，毛利率在15%左右。
- 22年公司EPC业务营收减少，主要系：1) 22年未有特大项目落地；2) 部分12月应回款项延期至23年Q1。
- 随着分布式新增装机量的提高，公司光伏业务有望进一步增长。同时，公司在EPC业务方面未曾垫资，**在控制风险的前提下把握优质订单，为企业提供高现金流。**

资料来源：36氪研究院、中国电力网、Wind、华鑫证券研究所整理

五、投资建议

研究创造价值

➤ 公司横向拓宽下游，纵向加深产品链，以软硬件为一体的新产品安工智能系统逐渐提高工业附加值，助力公司多点盈利，加速向生产型服务商转型。目前公司主营业务稳定，基本面确定，新下游释放更多需求，带来可观增量，预计2023-2025年的归母净利润分别为4.45、5.69、6.99亿元，EPS分别为1.32、1.68、2.07元，当前股价对应PE分别为17、13、11倍。首次覆盖，给与“买入”评级。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	3,043	3,775	4,586	5,339
增长率（%）	0.5%	24.1%	21.5%	16.4%
归母净利润（百万元）	358	445	569	699
增长率（%）	-6.0%	24.2%	27.8%	22.8%
摊薄每股收益（元）	1.06	1.32	1.68	2.07
ROE（%）	19.5%	21.6%	24.0%	25.3%

盈利预测表

资产负债（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	629	1,100	1,446	2,056
应收款	1,650	1,551	1,759	1,902
存货	748	873	1,055	1,140
其他流动资产	466	484	565	640
流动资产合计	3,492	4,009	4,825	5,738
固定资产	342	328	310	291
在建工程	14	6	2	1
无形资产	74	70	66	63
长期股权投资	5	5	5	5
资产总计	4,251	4,740	5,531	6,420
短期借款	61	61	61	61
应付账款、票据	867	1,092	1,450	1,824
其他流动负债	1,371	1,371	1,371	1,371
流动负债合计	2,392	2,658	3,133	3,636
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	25	25	25	25
非流动负债合计	25	25	25	25
负债合计	2,417	2,683	3,158	3,661
股本	338	338	338	338
股东权益	1,834	2,058	2,372	2,759
负债和所有者权益	4,251	4,740	5,531	6,420

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,043	3,775	4,586	5,339
营业成本	1,510	1,955	2,362	2,723
营业税金及附加	29	37	44	52
销售费用	843	1,057	1,270	1,468
管理费用	107	128	151	171
财务费用	-15	-21	-27	-37
研发费用	110	140	171	202
营业利润	376	480	616	764
利润总额	400	499	635	783
所得税费用	41	53	65	82
净利润	359	446	571	701
少数股东损益	1	1	2	2
归母净利润	358	445	569	699

现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	359	446	571	701
少数股东权益	1	1	2	2
折旧摊销	54	27	25	24
公允价值变动	-23	0	0	0
营运资金变动	-210	221	5	200
经营活动现金净流量	181	695	603	927
投资活动现金净流量	5	23	22	21
筹资活动现金净流量	285	-222	-256	-314
现金流量净额	471	496	369	633

每股数据(元/股)	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.06	1.32	1.68	2.07
P/E	21.1	17.0	13.3	10.8
P/S	2.5	2.0	1.6	1.4
P/B	4.2	3.7	3.2	2.8

财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	0.5%	24.1%	21.5%	16.4%
归母净利润增长率	-6.0%	24.2%	27.8%	22.8%
盈利能力				
毛利率	50.4%	48.2%	48.5%	49.0%
四项费用/营收	34.3%	34.6%	34.1%	33.8%
净利率	11.8%	11.8%	12.4%	13.1%
ROE	19.5%	21.6%	24.0%	25.3%
偿债能力				
资产负债率	56.9%	56.6%	57.1%	57.0%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	1.8	2.4	2.6	2.8
存货周转率	2.0	2.3	2.3	2.4

资料来源：华鑫证券研究所

1、海外市场拓展不及预期；

2、照明行业竞争加剧：电网招标体制改革，多个竞争者涌入市场，若公司不能及时推出中高端照明产品，将影响公司照明业务的竞争；

3、新能源EPC盈利能力低于预期：EPC业务整体盈利水平较低，叠加原材料价格上涨及账期普遍较长等因素，将不利于公司新能源板块业务的整体发展；

毛正：复旦大学材料学硕士，五年商品证券投研经验。

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4年投研经验。

陆陈炆：硕士，2023年4月加入华鑫证券。

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。

免责声明

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。

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。



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值