

华荣股份 (603855.SH)

2023 年报点评：防爆产品稳健增长，内贸外销双轮驱动

买入

核心观点

华荣股份：公司为国内防爆电器龙头，主营业务为防爆电器及相关智能化/信息化等产品的生产、销售、服务；专业照明设备生产、销售；新能源 EPC 总承包。目前光伏、安工、火工、军工、核电、外贸等多个领域订单饱满，业绩增长可见。2021 年-2023 年，集团收入分别为 30.27/30.43/31.97 亿元，同比增速分别为 32.62%/0.52%/5.06%，归母净利润分别为 3.81/3.58/4.61 亿元，同比增速分别为 46.19%/-6.01%/28.73%。

2023 年归母净利润同比增长 28.73%。2023 年公司各项业务稳步发展，全年实现营业收入 31.97 亿元，同比增长 5.06%，实现归母净利润 4.61 亿元，同比增长 28.73%，扣非后归母净利润 4.53 亿元，较上年同期增加 26.47%。公司期间费用率为 36.10%，同比提升 1.96 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.87%/5.27%/4.43%/-0.27%，同比变动 -0.82/+1.75/+0.82/+0.21 个 pct，期间费用变动主要系职工薪酬、服务及咨询费用有所增长，以及汇兑收益减少所致。

主业防爆产品稳健增长，海外市场加速布局。分产品看，1) 主业防爆产品 2023 年收入 26.02 亿元，同比增长 14.27%，毛利率为 57%，同比提升 0.3pct，主业继续保持稳定发展势头，实现业务和利润双增长。2) 工程业务实现营业收入 2.74 亿元，同比下降 44%，主要系新能源 EPC 项目受审批手续办理的影响导致延后施工建设，因此 2023 年前三季度未确认收入，同时毛利率从 2022 年的 15.3%提升至 2023 年的 25.2%，主要系光伏组件价格大幅下滑。工程收入占总营收比例从 16%下降至 9%。3) 专业照明及其他产品实现营业收入 3.21 亿元，同比增长 11%，专业照明毛利率为 56.6%，同比下降 3.5pct，预计未来仍将保持温和增长的态势。按内外贸划分，内贸/外贸 2023 年收入分别为 25/7 亿元，其中外贸同比增长约 11%。公司加速外贸业务布局，相继设立欧洲、中亚、东南亚三大海外运营中心并投入运营；公司在沙特的合资公司进入注册审核阶段。

投资建议：我们预计 2024 年-2026 年归属母公司净利润分别为 5.33/6.19/7.21 亿元，对应 PE 14/12/10 倍，一年期合理估值为 26.87-28.45 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；新产品推广不及预期；汇率大幅波动。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,043	3,197	4,219	4,832	5,520
(+/-%)	0.5%	5.1%	32.0%	14.5%	14.2%
归母净利润(百万元)	358	461	533	619	721
(+/-%)	-6.0%	28.7%	15.7%	16.0%	16.4%
每股收益(元)	1.06	1.37	1.58	1.83	2.13
EBIT Margin	14.6%	16.6%	13.5%	13.7%	14.1%
净资产收益率 (ROE)	19.9%	23.8%	24.8%	25.8%	26.1%
市盈率 (PE)	20.5	15.9	13.8	11.9	10.2
EV/EBITDA	19.6	17.0	17.6	15.5	13.8
市净率 (PB)	4.09	3.79	3.41	3.06	2.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·专用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：王鼎

0755-81981000

wangding1@guosen.com.cn

S0980520110003

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	26.87 - 28.40 元
收盘价	22.22 元
总市值/流通市值	7501/7353 百万元
52 周最高价/最低价	29.57/15.04 元
近 3 个月日均成交额	51.41 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

全球防爆产品龙头，内贸外销双轮驱动

业务简介

华荣科技股份有限公司始创于 1987 年，是以防爆产业为龙头，集产品研发、制造、销售一条龙的多元化企业。座落于上海嘉定区，现注册资本 3 亿多元。2017 年 5 月，公司在上海证券交易所主板上市，股票代码：603855。

公司主要产品为厂用防爆电器、矿用防爆电器和专业照明设备：（1）防爆电器是指在石油、化工、煤矿、天然气等存在着各类易燃易爆的气体、粉尘、蒸汽等物质的场所使用的特殊电气设备，防爆电器能够起到避免爆炸产生或将爆炸约束在一定可控范围内的作用，对人员、财产安全起到关键作用。根据使用环境不同，防爆电器主要可分为厂用防爆电器和矿用防爆电器两类；（2）专业照明设备是指应用于特殊环境下的照明设备，也被称为特殊环境照明设备，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。

图1：公司主要产品如下所示

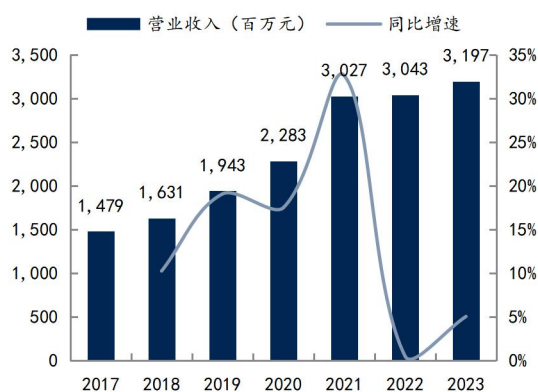
产品大类	主要系列	主要产品	产品示例		
厂用防爆电器系列	防爆灯具	防爆节能灯、防爆荧光灯、防爆高杆灯等			
	防爆通讯及仪表	防爆手机、防爆通讯系统、防爆监视控制系统等			
	其他厂用防爆电器	防爆分析屋、防爆配电箱、防爆接线盒等			
	三防系列	三防接线盒、三防节能灯、三防配电箱等			
矿用防爆电器系列	防爆开关柜	智能型开关柜、移开式开关设备、高压单真空开关柜等			
	防爆灯具	无极灯、巷道灯、投光灯、标志灯等			
	其他矿用防爆电器	防爆起动机、供电监控分站、移动变电站等			
专业照明设备系列	固定照明	高顶灯、LED 灯具等			

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

华荣防爆，主要生产工厂防爆、核电照明、国防军工、海工船舶、安工消防、监控通信、防水防尘等系列产品，同步推出了 SCS 安工软件智能管控系统，相关产品关键技术指标已达到国际先进、国内领先的技术水平，获得了欧盟 ATEX、国际 IECEx、俄罗斯 CU-TR、美国 UL、中国船级社 CCS、法国 BV、LCIE、德国 PTB、挪威 Nemko、DNV 等众多国际产品认证和工厂认证。400 多个国际证书，2000 多个国内 CCG、防爆、消防等证书，近 600 件专利证书，是国际、国内同行业中产品系列齐全、产品认证广泛的防爆专业企业。

2021 年-2023 年，集团收入分别为 30.27/30.43/31.97 亿元，同比增速分别为 32.62%/0.52%/5.06%，归母净利润分别为 3.81/3.58/4.61 亿元，同比增速分别为 46.19%/-6.01%/28.73%。

图2：华荣股份 2023 年营业收入同比增长 5.06%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：华荣股份 2023 年归母净利润同比增长 28.73%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

一、防爆电器产品

防爆电器是指在石油、化工、天然气及其上下游产业存在各类易燃易爆的气体、粉尘、蒸汽等物质的场所使用的特殊电气设备，防爆电器能够起到避免爆炸产生或将爆炸约束在一定可控范围内的作用，对人员、财产安全起到关键作用。

行业情况：防爆电器行业的竞争主要集中在产品技术优势、质量稳定程度、安全运行记录、售后服务以及产品价格等方面。国内外防爆电器行业的市场格局存在一定相似性，即在较为充分的市场竞争格局下，具备产品优势和营销服务优势的企业将在市场竞争中处于主导地位，而众多无明显产品优势和特点的中小型企业往往在同质化的竞争中陷入价格战的恶性循环。

行业前景：近年来虽然我国经济增速有所放缓，但是整体上仍然保持了较快的发展趋势，对能源的需求持续增长，石油、化工、煤炭等相关行业仍然在国民经济中占据重要地位。同时，煤炭、石油、化工行业对安全生产和生产效率越来越重视，对防爆电器产品的需求保持增长，以上因素共同推动了防爆电器行业的长期可持续发展。

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，年复合增速 8%。需要说明的是，该数据不包括安全智能管控行业的市场需求。

公司业务情况：防爆电器方面，公司是中国电器工业协会常务理事单位、中国电器工业协会 防爆电器分会理事长单位，是中国电器工业协会防爆电器分会公布在《防爆电器 行业“十二五”发展指导意见》中的三家“行业优势企业”之一。

随着市场升级和技术研发的跟进，防爆电器已经从纯硬件设备向软硬件一体化发展、向智能化安全管控系统领域发展。公司自主研发、拥有完全自主知识产权的“SCS 安工智能管控系统”（以下统称“安工系统”），从信息采集到数据传输，从后台算法分析到应用平台和功能操控，可全方位实现信息化、数字化、智能化安全监测，对生产安全管控、设备安全管控、环境安全管控，为客户提供一站式安全解决方案，颠覆了传统产品的单一防爆概念，创新了防爆技术智能化发展。经过多次迭代，目前已集成了智慧照明管控、智慧配电管控、设备在线监测、视频监控管理、智慧化工园区管理、危化企业生产安全管理、人员定位管理、融合通讯管理、智慧消防管理、可燃气体探测等 10 大子系统，各子系统各自独立运行而又实现数据相互共享、调度指挥同步，全面覆盖用户现场安全管控的各种需求。

2023 年防爆产品实现营收 26.02 亿元，同比增长 15%；毛利率为 57%，同比提升 0.3pct。防爆产品占总营收比例从 74%提升到 81%。其中，外贸部门业务实现营收 7 亿元，同比增长 11.5%。2023 年合并口径前，2021-2022 年厂用防爆电器收入 16.87/19.93 亿元，同比增速分别为 14.84%/18.10%，毛利率分别为 59.23%/59.76%，矿用防爆设备收入 2.46/2.80 亿元，同比增速分别为 9.85%/31.68%，毛利率分别为 31.68%/32.00%。

二、专业照明行业

专业照明设备是指应用于特殊环境下的照明设备，也被称为特殊环境照明设备，该种设备能满足客户在强震动、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。

行业情况：2000 年以来，中国经济持续稳定增长，为专业照明行业的发展提供了良好的发展环境。目前，专业照明行业正朝着专业化、细分化方向发展，产品开发与市场营销都更加专业化，市场竞争由外资品牌的绝对优势开始走向多元化竞争。

我国专业照明行业经历了从外资品牌占绝对优势到本土企业逐渐崛起的多元化竞争阶段。虽然目前内资品牌已占据了一定的市场份额，但外资品牌由于其资金、技术实力较强，产品质量较高，仍在市场上占据主导地位。国内生产厂商总体规模较小，技术力量相对薄弱，市场地位较弱势。

行业前景：近年来，随着世界经济发展的逐渐平稳以及中国经济步入中高速增长“新常态”，并在我国加大节能环保照明力度的有力推动下，我国专业照明行业市场保持了持续增长的整体趋势。

公司业务情况：2023 年专业照明及其他产品实现营收 3.21 亿元，同比增长 11%。专业照明及其他产品占总营收的比重维持在 10%，预计未来仍将保持温和增长的态势。专业照明毛利率为 56.6%，同比下降 3.5pct。2021-2022 年专业照明产品收入 3.25/2.45 亿元，同比增速分别为 5.14%/-24.67%。

股权结构

根据 2023 年年报，公司实控人为胡志荣，现任华荣科技股份有限公司董事长，持有公司股份占比 33.32%，前十大股东持股比例达到 59.97%。

表1：华荣股份截至 2023 年末十大股东明细

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)
1	胡志荣	112,470,000	33.32	22.45
2	李妙华	21,533,000	6.38	4.30
3	李江	14,350,000	4.25	2.86
4	林献忠	11,606,000	3.44	2.32
5	瑞士联合银行集团	8,605,430	2.55	1.72
6	香港中央结算有限公司	7,672,642	2.27	1.53
7	陈建芬	6,961,000	2.06	1.39
8	普徕仕投资公司-客户资金	6,960,318	2.06	1.39
9	胡志微	6,500,000	1.93	1.30
10	美林证券国际有限公司	5,784,591	1.71	1.15
	合计	202,442,981	59.97	40.41

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件，其中对 2024 年的预测假设主要参考公司于 3 月 29 日公告的《2023 年度财务决算报告及 2024 年度财务预算方案》：

防爆产品：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，年复合增速 8%。同时，国内方面，石油产业对防爆电器的需求结构发生变化，上游的勘探、开采等领域资本开支收窄，下游的炼化、精细化工等领域投资项目增多。同时随着全民安全意识的增强，政府安全监管力度的加大，防爆行业已经从传统油气、化工拓展至粮油医药（白酒）、军工核电、安全智能管控等行业，应用领域持续扩大。国际方面，油气行业供需双增，中东、亚太、非洲等地区油气项目投资较为密集。根据 IEA 石油行业报告，由于石化原料和航空出行领域石油需求的持续增长，预计国际石油需求将保持增长，2028 年全球石油需求将达到 1.06 亿桶/日，比 2022 年增加约 600 万桶/日。

公司是国内防爆电器龙头，目前光伏、安工、火工、军工、核电、外贸等多个领域订单饱满，业绩增长可见。2023 年防爆产品实现营收 26.02 亿元，同比增长 15%；毛利率为 57%，同比提升 0.3pct。2023 年合并口径前，2021-2022 年厂用防爆电器收入 16.87/19.93 亿元，同比增速分别为 14.84%/18.10%，毛利率分别为 59.23%/59.76%，矿用防爆设备收入 2.46/2.80 亿元，同比增速分别为 9.85%/31.68%，毛利率分别为 31.68%/32.00%。我们预计防爆产品 2024-2026 年收入分别为 29.92/33.81/38.21 亿元，同比增速分别为 15.00%/13.00%/13.00%，毛利率保持稳定 56.00%/56.00%/56.00%。

专业照明产品：近年来，随着世界经济逐渐平稳以及中国经济步入中高速增长“新常态”，并在我国加大节能环保照明力度的有力推动下，我国专业照明行业市场保持了持续增长的整体趋势。伴随着“中国逐步淘汰白炽灯路线图”规定的白炽灯淘汰时点的到来和 LED 照明技术的发展和运用，LED 照明有望成为未来照明设备的主流，我国照明市场将迎来一波更换 LED 灯的高峰期，从而为专业照明市场带来新的发展契机。我们预计专业照明业务 2024-2026 年收入分别为 3.20/3.68/4.05 亿元，同比增长 20.00%/15.00%/10.00%，毛利率保持稳定，分别为 56.00%/56.00%/56.00%。

工程业务：2023 年工程业务实现营收 2.74 亿元，同比下降 44%，主要系新能源 EPC 项目受审批手续办理的影响导致延后施工建设，因此 2023 年前三季度未确认收入。预计 2024 年每个季度新能源 EPC 业务都会有收入确认，全年同比有大幅提升，而工程收入毛利率从 2022 年的 15.3%提升至 2023 年的 25.2%，主要系光伏组件价格大幅下滑，预计 2024 年毛利率恢复至正常水平。综上，我们预计 2024-2026 年工程业务收入约 8.22/9.86/11.84 亿元，同比增长 200.00%/20.00%/20.00%，毛利率分别为 13.00%/13.00%/13.00%。

表2: 华荣股份业绩拆分

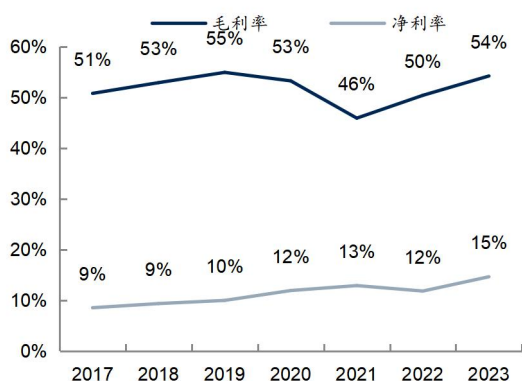
报告期 (亿元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1、防爆产品						
收入	18.23	22.73	26.02	29.92	33.81	38.21
增速	12.08%	24.68%	14.47%	15.00%	13.00%	13.00%
毛利率 (%)	56.06%	56.70%	57.00%	56.00%	56.00%	56.00%
2、专业照明产品						
收入	3.25	2.45	2.67	3.20	3.68	4.05
增速	5.10%	-24.62%	8.84%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率 (%)	68.00%	60.10%	56.60%	56.00%	56.00%	56.00%
3、工程业务						
收入	6.97	4.65	2.74	8.22	9.86	11.84
增速	192.99%	-33.29%	-44.00%	200.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	10.62%	13.12%	25.20%	13.00%	13.00%	13.00%
总收入合计 (包括其他)	28.45	29.83	31.43	42.19	48.32	55.20
增速	32.06%	4.85%	5.35%	31.55%	14.55%	14.22%
毛利率 (%)	45.89%	50.38%	54.19%	50.48%	50.57%	50.85%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算 (2023 年防爆产品收入口径变化, 历史数据测算或有一定误差。)

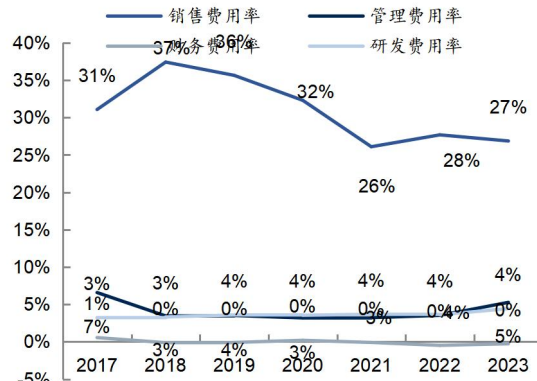
综上所述, 预计公司 2024-2026 年营收 42.19/48.32/55.20 亿元, 同比增长 31.96%/14.55%/14.22%, 毛利率分别为 50.48%/50.57%/50.85%。

期间费用率: 2023 年公司费用支出有所提升, 期间费用率为 36.10%, 同比提升 1.96 个 pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.87%/5.27%/4.43%/-0.27%, 同比变动-0.82/+1.75/+0.82/+0.21 个 pct, 期间费用变动主要系职工薪酬、服务及咨询费用有所增长以及汇兑收益减少所致, 其中管理和研发费用的绝对规模有一定的持续性, 2024-2026 年费用率或基本稳定。假设公司 2024 年-2026 年公司管理费用率分别为 4.60%/4.55%/4.50%, 研发费用率分别为 4.10%/4.05%/4.00%, 销售费用率分别为 27.28%/27.23%/26.18%。

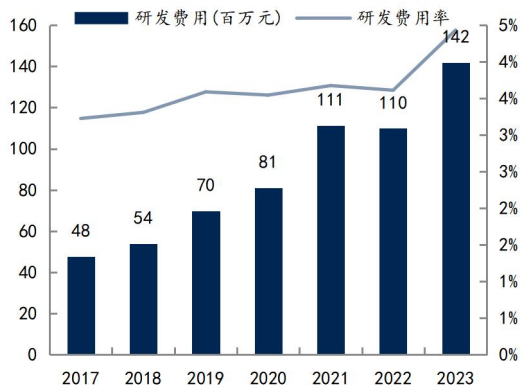
所得税税率: 鉴于核心业务公司为高新技术企业, 另外考虑到研发支出加计扣除和无形资产加计摊销对所得税的影响, 预计公司所得税税率 2024 年-2026 年基本保持稳定, 所得税率分别为 10.35%/10.41%/10.38%。

图4: 华荣股份 2023 年盈利能力有所提升


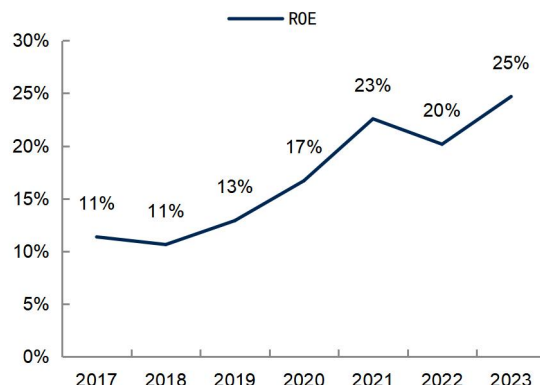
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

表3: 华荣股份 2023 年期间费用率略有提升


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 华荣股份 2023 年研发费用率有所提升


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 华荣股份 2023 年 ROE 有所提升


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

未来 3 年业绩预测

根据以上假设，我们预计 2024 年-2026 年归属母公司净利润分别为 5.33/6.19/7.21 亿元，同比变动 15.7%/16.0%/16.4%。

表4: 未来三年盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3043	3197	4219	4832	5520
营业成本	1510	1465	2089	2388	2713
营业税金及附加	29	31	41	47	54
销售费用	843	859	1151	1316	1500
管理费用	107	169	197	223	251
研发费用	110	142	173	196	221
财务费用	(15)	(9)	(18)	(20)	(32)
投资收益	(7)	1	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(29)	(19)	15	15	0
其他收入	(157)	(161)	(173)	(196)	(221)
营业利润	376	503	603	701	815
营业外净收支	24	19	0	0	0
利润总额	400	522	603	701	815
所得税费用	41	55	62	73	85
少数股东损益	1	7	8	9	10
归属于母公司净利润	358	461	533	619	721

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，主要是对公司的资本成本要素进行假设：

1、行业 Beta 值：通过 Wind 数据选取 2019 年-2023 年防爆产品领域上市公司电光科技（矿用防爆电器）、海洋王（专业照明）作为可比公司，参考同期公司历史无杠杆 Beta，假设无杠杆 Beta 为 1.10；

2、无风险利率：选取近 10 年期国债收益率，取 2.50%；

3、风险溢价：以道琼斯指数近 20 年的年复合增长率 4.36%为基准，考虑到我国作为新兴资本市场，给与 2.64%的溢价，由此得出股票风险溢价 7.00%；

4、债务总额：假设未来三年公司债务总额基本保持稳定。

5、 K_d ：为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考，给与 3%左右的风险溢价，由此假设债务成本 5.30%；

6、永续增长率：出于保守考虑，假设公司永续增长率为 1%；

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 10.22%，考虑到公司作为成熟、且能稳定产生现金流的企业，故采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为 25.62 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表5：绝对估值法资本成本假设（截至日期：2024/04/03）

	合理值
无杠杆 Beta	1.10
无风险利率	2.50%
股票风险溢价	7.00%
发行在外股数（百万股）	338
股票市值（亿元）	7352
债务总额（亿元）	127
K_d	5.30%
T	10.35%
K_a	10.20%
有杠杆 Beta	1.12
K_e	10.32%
$E/(D+E)$	98.31%
$D/(D+E)$	1.69%
WACC	10.22%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表6: FCFF 估值表

单位: 百万元	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	567.8	662.2	780.7	870.0	942.0	1,018.3	995.1	1,045.6	1,098.1	1,152.9	
所得税税率	10.35%	10.41%	10.38%	10.40%	10.39%	10.39%	10.39%	10.39%	10.39%	10.39%	
EBIT*(1-所得税税率)	509.0	593.3	699.6	779.5	844.1	912.5	891.7	937.0	984.0	1,033.1	
折旧与摊销	47.4	56.9	59.7	61.5	63.0	64.3	65.6	66.9	68.1	69.4	
营运资金的净变动	(266.6)	(12.4)	23.8	(173.6)	(5.2)	(43.4)	(4.2)	(23.6)	(35.7)	(42.7)	
资本性投资	(178.0)	(31.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	(21.0)	
FCFF	111.8	606.7	762.1	646.4	880.8	912.4	932.0	959.2	995.4	1,038.8	11,373.9
PV(FCFF)	101.5	499.4	569.1	437.9	541.4	508.7	471.5	440.2	414.5	392.4	4,296.6
核心企业价值	8,673.2										
减: 净债务	23.5										
股票价值	8,649.7										
每股价值(元)	25.62										

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及测算

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 对折现率与永续增长率设置两档均为 0.5% 的变动幅度, 折现率浮动范围为 9.2%-11.2%, 永续增长率的变化范围为 0.0%-2.0%, 对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 21.73-31.59 元。

表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

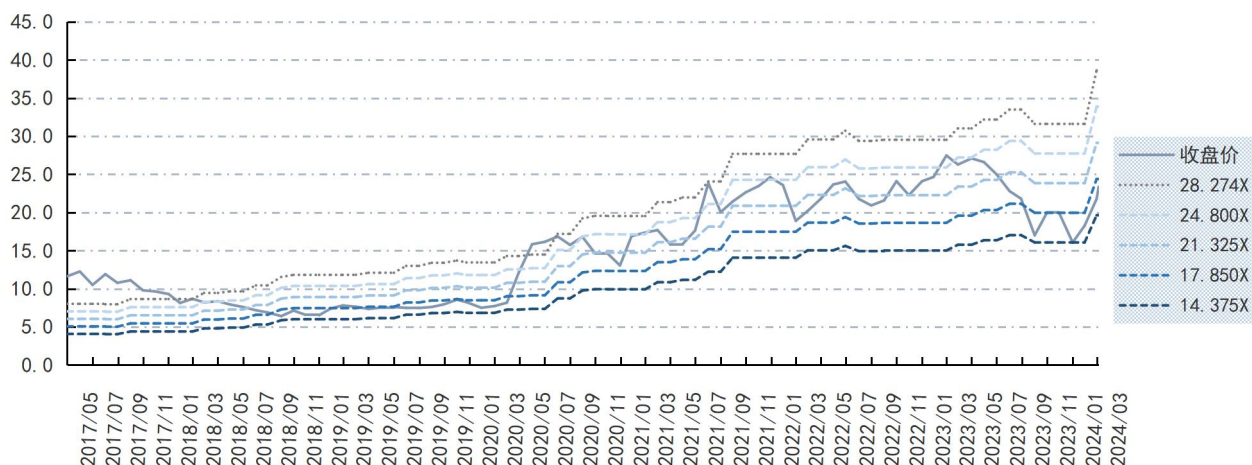
		WACC 变化				
		9.2%	9.7%	10.22%	10.7%	11.2%
永续增长率变化	2.0%	31.59	29.32	27.33	25.57	24.01
	1.5%	30.34	28.27	26.44	24.81	23.35
	1.0%	29.24	27.34	25.62	24.12	22.76
	0.5%	28.27	26.50	24.92	23.50	22.22
	0.0%	27.41	25.76	24.28	22.94	21.73

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

相对估值

市盈率相对估值法：过去五年公司业绩稳定增长，归母净利润从 2018 年 1.5 亿元增长至 2023 年 4.6 亿元，仅有 2022 年业绩增速为负。在此背景下，公司 PE 估值波动较小，在 14.38-28.27 倍之间，目前公司 PE 估值水平在 40%分位数，约 17.09 倍。

图7：华荣股份历史 PE 估值水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

对于华荣股份，占集团营业收入 10%以上的业务主要为防爆产品和专业照明等业务，我们选取电光科技（矿用防爆电器）、佳电股份（防爆电机）作为可比公司。对比分析 PE 估值水平，华荣股份对应 2024 年业绩的 PE 估值水平低于可比公司均值。

鉴于公司主要业务稳健增长，外贸业务加速布局，参考公司的历史估值水平，我们预计公司的 PE 估值水平有望逐步提升，对应 2024 年归母净利润的 PE 倍数或稳定在 17-18 倍。

表8：可比公司相对估值(截止到 4 月 3 日)

证券代码	证券简称	投资评级	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	收盘价	EPS				PE			
						2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002730.SZ	电光科技	未评级	3.62	28.71	7.93	0.26	0.33	0.43	0.58	31	24	18	14
000922.SZ	佳电股份	未评级	5.96	68.11	11.43	0.45	0.70	0.84	0.98	25	16	14	12
									平均值	28	20	16	13
603855.SH	华荣股份	买入	3.38	77.94	23.09	1.06	1.37	1.58	1.83	22	17	15	13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：电光科技、佳电股份为 Wind 一致预测

综合考虑公司的历史估值水平及可比公司的估值水平，我们预计 2024 年-2026 年归属母公司净利润分别为 5.33/6.19/7.21 亿元，同比变动 15.7%/16.0%/16.4%，一年期合理估值为 26.87-28.45 元（对应 2024 年 PE 17-18 倍）。

投资建议

综合以上，我们预计 2024 年-2026 年归属母公司净利润分别为 5.33/6.19/7.21 亿元，对应 PE 14/12/10 倍，一年期合理估值为 26.87-28.45 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 26.87-28.45 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.50%、风险溢价 7.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的业务结构，最终给予公司 2024 年 17-18 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

基于防爆产品的稳健增长趋势，我们假设未来 3 年收入增长 15.0%/13.0%/13.0%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。如果行业销量未来回暖趋势不达预期，行业竞争激烈，产品价格下降，公司未来营收增速可能不达预期。

经济环境风险

公司下游客户中周期性行业企业的占比较高，其对防爆电器、专业照明设备的需求与我国宏观经济发展间关系较为密切。因此，公司的生产经营、业绩水平等也受到宏观经济增速波动的较大影响，具有一定的周期性特征。外部经济环境以及行业整体经营形势的变化促使公司主要下游行业的客户在经营发展、盈利能力和资金流等方面均受到负面影响，进而一定程度上影响到其设备采购投资和货款支付，从而对公司销售业绩、货款回笼、存货管理、经营活动现金流等情况构成了一定影响。

市场竞争风险

如果公司不能充分利用已积累的自身优势，抓住有利时机提升资金实力、保持技术优势、优化产品结构，向高附加值的新产品升级和向新领域拓展，并快速实现新产品的产业化和规模化，获得技术创新效益，则可能面临越来越大的市场竞争风险，公司将面临防爆电器、专业照明设备的市场竞争能力和市场占有率下降的风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	629	914	771	843	1157	营业收入	3043	3197	4219	4832	5520
应收款项	1650	1821	2345	2719	3087	营业成本	1510	1465	2089	2388	2713
存货净额	748	699	1037	1176	1331	营业税金及附加	29	31	41	47	54
其他流动资产	359	234	416	467	494	销售费用	843	859	1151	1316	1500
流动资产合计	3492	3758	4668	5303	6168	管理费用	107	169	197	223	251
固定资产	357	452	597	588	552	研发费用	110	142	173	196	221
无形资产及其他	74	76	74	72	70	财务费用	(15)	(9)	(18)	(20)	(32)
投资性房地产	323	300	300	300	300	投资收益	(7)	1	3	3	3
长期股权投资	5	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	(29)	(19)	15	15	0
资产总计	4251	4590	5644	6268	7094	其他收入	(157)	(161)	(173)	(196)	(221)
短期借款及交易性金融负债	68	66	357	179	66	营业利润	376	503	603	701	815
应付款项	867	842	1229	1391	1585	营业外净收支	24	19	0	0	0
其他流动负债	1458	1675	2064	2454	2834	利润总额	400	522	603	701	815
流动负债合计	2392	2583	3650	4023	4485	所得税费用	41	55	62	73	85
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	1	7	8	9	10
其他长期负债	25	26	26	26	26	归属于母公司净利润	358	461	533	619	721
长期负债合计	25	26	(204)	(204)	(204)	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2417	2609	3446	3819	4281	净利润	358	461	533	619	721
少数股东权益	37	42	45	48	52	资产减值准备	5	(2)	2	0	(0)
股东权益	1797	1940	2153	2401	2761	折旧摊销	54	54	47	57	60
负债和股东权益总计	4251	4590	5644	6268	7094	公允价值变动损失	29	19	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	(15)	(9)	(18)	(20)	(32)
每股收益	1.06	1.37	1.58	1.83	2.13	营运资本变动	(361)	220	(267)	(12)	24
每股红利	0.99	1.00	0.95	1.10	1.07	其它	(4)	4	1	3	4
每股净资产	5.32	5.75	6.38	7.11	8.18	经营活动现金流	81	756	302	652	808
ROIC	24.70%	26.16%	25%	27%	33%	资本开支	0	(122)	(178)	(31)	(21)
ROE	19.94%	23.77%	25%	26%	26%	其它投资现金流	99	16	(8)	0	0
毛利率	50%	54%	50%	51%	51%	投资活动现金流	100	(106)	(186)	(31)	(21)
EBIT Margin	15%	17%	13%	14%	14%	权益性融资	2	1	0	0	0
EBITDA Margin	16%	18%	15%	15%	15%	负债净变化	(0)	(0)	(230)	0	0
收入增长	1%	5%	32%	15%	14%	支付股利、利息	(336)	(337)	(320)	(371)	(360)
净利润增长率	-6%	29%	16%	16%	16%	其它融资现金流	383	309	291	(178)	(112)
资产负债率	58%	58%	62%	62%	61%	融资活动现金流	(286)	(365)	(259)	(549)	(473)
股息率	4.6%	4.6%	4.4%	5.1%	4.9%	现金净变动	(105)	286	(143)	71	315
P/E	20.5	15.9	13.8	11.9	10.2	货币资金的期初余额	734	629	914	771	843
P/B	4.1	3.8	3.4	3.1	2.7	货币资金的期末余额	629	914	771	843	1157
EV/EBITDA	19.6	17.0	17.6	15.5	13.8	企业自由现金流	0	628	112	607	762
						权益自由现金流	0	937	189	447	678

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032