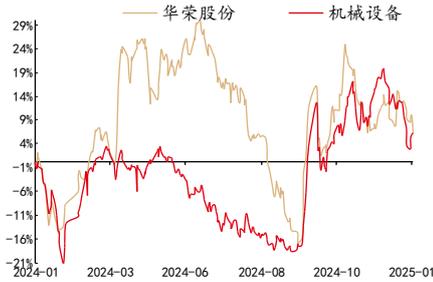




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	19.03
总股本/流通股本(亿股)	3.38 / 3.34
总市值/流通市值(亿元)	64 / 63
52周内最高/最低价	23.68 / 14.97
资产负债率(%)	56.8%
市盈率	13.69
第一大股东	胡志荣

研究所

分析师: 刘卓
SAC 登记编号: S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com
分析师: 陈基赞
SAC 登记编号: S1340524070003
Email: chenjiyan@cnpsec.com

华荣股份(603855)

防爆电器龙头企业，安工+出海有望持续放量

● 投资要点

综合看，我们认为华荣股份是机械设备板块高股息个股中的稀缺标的，其原因包括：**1、更新占比与周期位置**：2024年传统油气化工领域内贸受新增资本开支拖累，但更新占比极高，一方面带来需求稳健性，另一方面周期位置已处于触底向上的阶段；**2、竞争格局与长期逻辑**：国内龙头优势明显，竞争格局无忧，且持续布局海外市场，防爆电器出海存在长逻辑；**3、短期景气度**：安工系统、外贸均处于快速放量的阶段，有望短期内带动公司营收、业绩增长，带动后续公司产品结构的优化；**4、商业模式与股息率**：公司业务发展商的主要销售模式带来稳健的现金流回报，且公司分红意愿强，以2024年盈利预测5.01亿元、2025年盈利预测5.7亿元，分红比例75%，2025/1/9收盘市值64.2亿元进行计算，股息率分别达到5.85%、6.65%。

公司为国内防爆电器龙头企业，国内市场份额第一，全球市场份额第三。公司主要以防爆为基础，还生产核电照明、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，公司拥有400多个国际证书，2000多个国内CCC、防爆、消防等证书，500多件专利证书，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。

现金流与持续分红能力/意愿为公司重要亮点。近年公司营收、业绩均保持稳健增长。防爆电器为公司主业和基础，营收、毛利占比超八成。公司整体毛利率、费用率随新能源EPC业务占比有一定波动，但拉长视角来看，均较为稳健。公司主要通过业务发展商实现销售，体现在财务数据上为较高的销售费用率与稳健的现金流，给业务发展商过渡一部分利润，以换取轻资产的运营与现金流的稳定，这也是公司长期稳定分红的重要原因。

全球与我国防爆电器市场有望持续增长。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%。其中，传统油气化工领域以更新为主，韧性较强，后续有望触底向上。防爆电器更新周期较短，普遍在3-5年，因而传统油气化工领域存量项目的更新需求占比较高，叠加2024年传统油气化工领域新增资本开支明显缩减，我们认为2024年传统领域的更新已经达到较高的比例，该部分需求的韧性较强，后续随着财政政策发力与宏观经济回暖，新项目资本开支有望触底向上，有望带动行业需求复苏。新领域带动行业扩容，粮油医药(白酒)、新材料(包括核电)、安全智能管控等行业需求持续增加。

从全球竞争格局来看，目前防爆电器企业全球前三依次为

Eaton、Emerson、华荣 (Warom)，2022 年的市场份额分别为 20%、12%、8%。其中 Eaton、Emerson 为美国企业，传统市场为北美地区，但这两家企业主营并非防爆电器，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，并且两家企业以美标产品为主，品类相对较少。欧洲的 Bartec、R. Stahl 是老牌欧洲企业，主要深耕欧洲市场，R. Stahl 以工程塑料防爆产品为主，Bartec 核心业务是电伴热，都是通过企业收购切入防爆电器领域，近年来增长乏力。若不考虑国内市场，单纯考虑海外市场，考虑到华荣当前防爆电器外贸营收仍明显低于内贸营收，而防爆电器国内市场规模明显低于海外市场规模，因而其海外市占率很可能尚不足 5%，出海空间广阔。

防爆电器与安全生产息息相关，行业壁垒高，公司在产品、技术、服务、管理等领域发力，持续加深护城河。与国内厂用防爆电器排名第二梯队的其他同行对比，公司收入规模、盈利能力均明显领先，竞争优势明显。

公司正由单一的防爆设备制造商向智慧化安工智能系统集成服务商转型，订单、收入正快速放量，同时外贸订单、收入亦逐步提速，短期内存在安工系统+出海两大增长点。公司软硬件实力兼具，安工系统可全面覆盖用户现场安全管控的各种需求，目前安工智能产品在危化园区市场的业务供不应求，订单增长明显，且已获得防爆领域外的客户认可，2024Q1-3 确收 1.6 亿元，同比增长超 50%。同时，公司持续深化海外布局，2024H1 外贸部门实现营收 4.17 亿元，同比增长 29.08%，再次进入快速放量期。沙特子公司于 2024 年 9 月成功落地，主要对接沙特阿美，预计 2025 年初入围完成后即可获取订单。此外，目前公司已在欧洲、东南亚、中亚等地设立了四个运营中心，并计划布局南美和非洲的运营中心，逐步扩大海外业务布局。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年，营业收入为 36.10、39.08、42.28 亿，同比增速分别为 12.9%、8.3%、8.2%；归母净利润为 5.01、5.70、6.44 亿元，同比增速分别为 8.70%、13.73%、12.92%。选取防爆电机企业佳电股份、专用设备细分赛道龙头豪迈科技作为可比公司，公司 2024-2026 年业绩对应 PE 分别为 12.82、11.27、9.98 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

海外市场拓展不及预期风险、安工系统业绩释放节奏不及预期风险、市场竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3197	3610	3908	4228
增长率(%)	5.06	12.91	8.26	8.18
EBITDA(百万元)	570.03	680.71	772.32	867.03
归属母公司净利润(百万元)	461.08	501.21	570.03	643.67
增长率(%)	28.73	8.70	13.73	12.92
EPS(元/股)	1.37	1.48	1.69	1.91
市盈率(P/E)	13.93	12.82	11.27	9.98
市净率(P/B)	3.31	3.10	2.87	2.65
EV/EBITDA	10.34	8.03	7.06	6.09

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1	防爆电器龙头企业，经营业绩稳健增长.....	6
1.1	深耕防爆领域三十余载，产品系列齐全、资质认证广泛.....	6
1.2	经营业绩稳健增长，优质现金流带来高分红保障.....	7
2	防爆电器：传统油气化工领域以更新为主，新领域带动行业扩容.....	10
2.1	防爆电器：应用于易燃易爆场景，保障企业安全生产.....	10
2.2	传统油气化工领域以更新为主，新领域带动行业扩容.....	14
2.3	竞争格局：份额较为集中，国产头部厂商出海空间广阔.....	16
3	产品、技术、服务、管理共建核心竞争力，安工+出海有望持续放量.....	17
3.1	公司在产品、技术、服务、管理等领域发力，持续加深护城河.....	17
3.2	商业模式优秀，业务发展商模式为主保证回款与现金流稳定.....	20
3.3	安工系统有望快速放量，持续加大海外渠道建设.....	21
4	盈利预测与估值.....	24
4.1	盈利预测.....	24
4.2	相对估值.....	24
5	风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 华荣股份防爆产品梳理 (部分)	6
图表 2: 近年公司营收保持稳健增长	7
图表 3: 近年公司业绩保持稳健增长	7
图表 4: 公司各业务营收占比情况	7
图表 5: 公司各业务毛利占比情况	7
图表 6: 公司毛利率情况 (%)	8
图表 7: 公司费用率情况	8
图表 8: 公司经营现金流情况	9
图表 9: 公司收现比情况 (%)	9
图表 10: 公司分红与股息率情况	9
图表 11: 爆炸三要素	10
图表 12: 防爆电器产品的主要防爆型式	11
图表 13: 爆炸性环境用电气设备分类	11
图表 14: 防爆电器应用场景	12
图表 15: 厂用防爆电器主要类别	12
图表 16: 行业主要法律法规	14
图表 17: 全球防爆电器市场规模	15
图表 18: 中国防爆电器市场规模	15
图表 19: 全球防爆电器市场竞争格局 (2019)	17
图表 20: 全球防爆电器市场竞争格局 (2022)	17
图表 21: 公司质量控制流程	18
图表 22: 四川雅保安工照明系统	19
图表 23: 华荣股份、新黎明防爆收入对比	20
图表 24: 华荣股份、新黎明防爆毛利率对比	20
图表 25: 公司与业务发展商共同进行客户维护	21
图表 26: 四川寰宇股权激励目标	22
图表 27: 公司安工系统核心功能	22
图表 28: 公司安工系统收入正持续放量 (亿元)	23
图表 29: 公司外贸再次进入快速放量期	23
图表 30: 业务分拆测算表	24
图表 31: 可比公司估值表	25

1 防爆电器龙头企业，经营业绩稳健增长

1.1 深耕防爆领域三十余载，产品系列齐全、资质认证广泛

华荣科技股份有限公司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。公司主要防爆为基础，还生产核电照明、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。公司拥有400多个国际证书，2000多个国内CCG、防爆、消防等证书，500多件专利证书，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。

公司业务起源可追溯至温州地区，发行人实际控制人胡志荣先生最早于1985年在浙江省温州市乐清县（后变更为乐清市）创办乐清县柳市控制开关厂，逐步探索并开始从事防爆电器及专业照明相关业务。

图表1：华荣股份防爆产品梳理（部分）



资料来源：华荣股份官网，中邮证券研究所

公司实控人胡志荣持有公司34.21%股份，增持彰显信心。截至2024Q3，公司前十大股东分别为胡志荣、李妙华、李江、林献忠、香港中央结算有限公司、陈建芬、胡志微、景顺长城能源基建混合型证券投资基金、景顺长城沪港深精选股票A、广发主题领先混合A，持股比例分别为33.32%、6.38%、4.25%、3.44%、2.7%、2.18%、1.93%、1.41%、1.15%、0.98%。2024年11月15日，公司董事、总经理李江先生通过大宗交易方式转让公司股份300万股给公司控股股东及实际控制人胡志荣先生，占公司总股本的比例为0.89%，转让后公司实控人胡志荣持股

比例提升至 34.21%，胡志荣先生及其一致行动人合计持有公司股份达 37.08%，实控人增持彰显长期发展的信心。

1.2 经营业绩稳健增长，优质现金流带来高分红保障

近年公司营收、业绩均保持稳健增长。公司 2019 至 2024Q1-3 年营业总收入分别为 19.43、22.83、30.27、30.43、31.97、24.50 亿元，同比分别增长 19.08%、17.51%、32.62%、0.52%、5.06%、19.67%；实现归母净利润 1.90、2.61、3.81、3.58、4.61、3.21 亿元，同比分别增长 24.79%、37.11%、46.19%、-6.01%、28.73%、6.62%。

图表2：近年公司营收保持稳健增长



图表3：近年公司业绩保持稳健增长

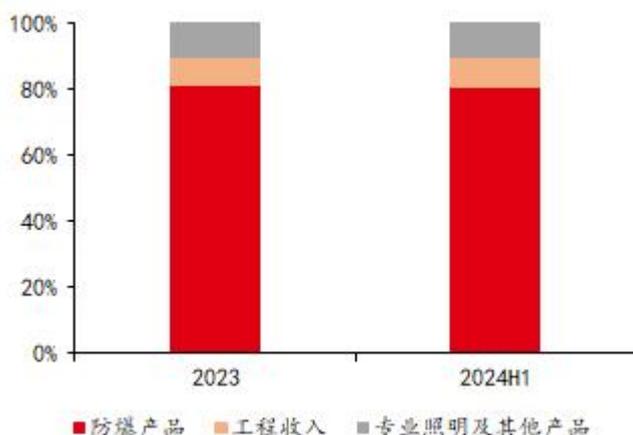


资料来源：iFind，中邮证券研究所

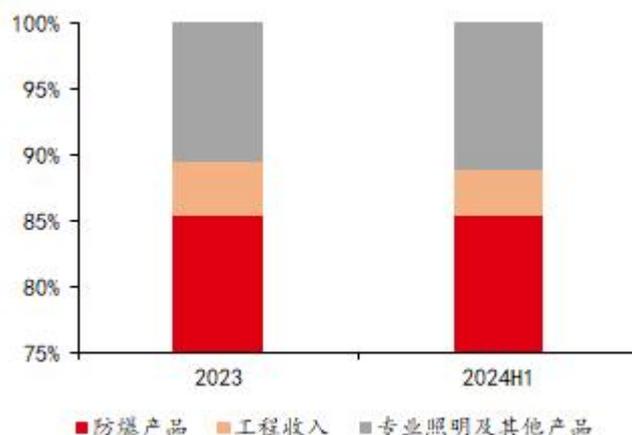
资料来源：iFind，中邮证券研究所

防爆电器为公司主业，营收、毛利占比超八成。2023 年，公司防爆产品、工程收入、专业照明及其他产品的营业收入分别为 26.02、2.75、3.21 亿元，占比分别为 81.4%、8.6%、10.0%；毛利分别为 14.82、0.69、1.81 亿元，占比分别为 85.5%、4.0%、10.5%。2024H1，防爆产品、工程收入、专业照明及其他产品的营业收入分别为 11.32、1.30、1.39 亿元，占比分别为 80.8%、9.3%、9.9%；毛利分别为 6.30、0.26、0.81 亿元，占比分别为 85.5%、3.5%、11.0%。

图表4：公司各业务营收占比情况



图表5：公司各业务毛利占比情况

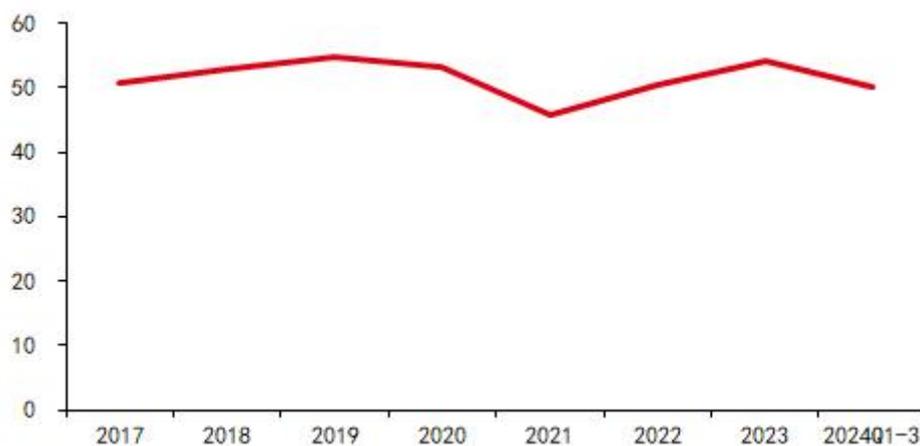


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司整体毛利率表现较为稳健。2017至2024Q1-3，公司毛利率分别为50.76%、52.87%、54.89%、53.22%、45.88%、50.37%、54.19%、50.17%。分业务来看，公司设备类业务毛利率明显高于工程类业务，因而随工程类业务占比波动，毛利率会呈现一定的波动趋势，但总体来看，公司的毛利率比较稳健，特别是营收、毛利占比相对较高的防爆电器业务，毛利率常年超过50%。

图表6：公司毛利率情况 (%)



资料来源：iFind，中邮证券研究所

公司期间费用率较为平稳。公司2019至2024Q1-3期间费用率分别为42.66%、39.23%、32.90%、34.34%、36.30%、35.37%，其中销售费用率分别为35.65%、32.31%、26.10%、27.69%、26.87%、24.82%；管理费用率分别为3.51%、3.18%、3.22%、3.52%、5.27%、6.03%；财务费用率分别为-0.09%、0.19%、-0.10%、-0.48%、-0.27%、-0.16%；研发费用率分别为3.59%、3.55%、3.68%、3.61%、4.43%、4.68%。公司销售费用率较高，主因公司产品销售以业务发展商协助销售为主，以支付业务费用的方式来帮助公司开拓市场，牺牲一部分利润换取资产较轻的模式+更为优质的现金流。

图表7：公司费用率情况



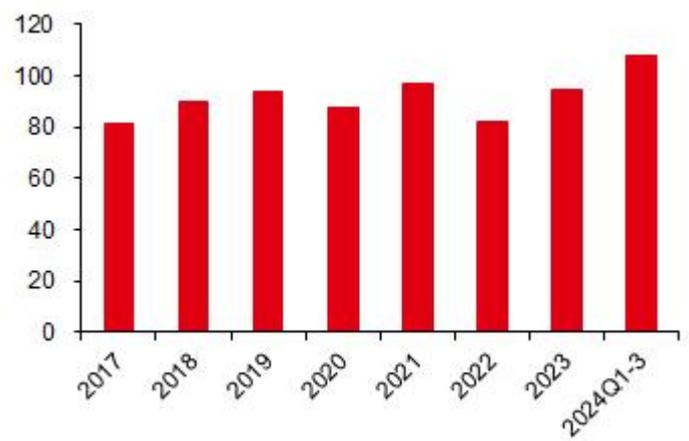
资料来源：iFind，中邮证券研究所

公司经营现金流较为稳健，基本与利润相匹配。公司 2019 至 2024Q1-3 的经营活动现金净流量分别为 3.05、3.44、5.09、1.81、6.27、2.79 亿元，与当期归母净利润之比分别为 1.60、1.32、1.33、0.51、1.36、0.87，现金流和净利润基本可以匹配；收现比分别为 94%、88%、97%、82%、95%、108%。

图表8：公司经营现金流情况



图表9：公司收现比情况 (%)

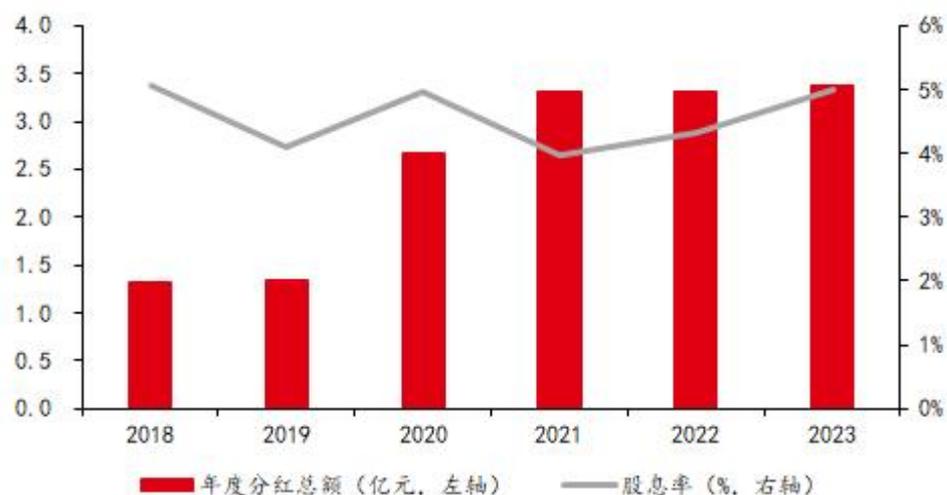


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

优秀的商业模式与现金流保障公司持续的分红能力，充分保障股东权益。2021、2022、2023 年公司股利支付率分别达 86.83%、92.38%、73.21%，在优秀的商业模式与现金流保障下，公司有望维持较高的分红比例。2018-2023 年公司股息率分别为 5.08%、4.09%、4.96%、3.96%、4.33%、5.01%，此前我们在《机械板块股息率复盘与高股息组合筛选》报告中进行过统计，机械指数（中信）2020-2023 年股息率分别为 0.78%、0.85%、1.20%、1.16%，由此可见华荣股份在机械设备行业中属于盈利能力强、分红意愿强的优质公司，充分保障股东权益。

图表10：公司分红与股息率情况



资料来源：公司公告，iFind，中邮证券研究所

2 防爆电器：传统油气化工领域以更新为主，新领域带动行业扩容

2.1 防爆电器：应用于易燃易爆场景，保障企业安全生产

广义的防爆电器，是指在规定条件下不会引起周围爆炸性环境点燃的电气设备，产品种类较为丰富。在油气、化工、煤矿等场所常常存在着各类易燃易爆的气体、粉尘、蒸汽等介质，对设备安全运转和人员生命财产构成潜在威胁。因此，为避免爆炸事故发生或将危险约束在可控范围内，在上述环境下使用的各类电气设备须经过专业设计，以对周围高温、电火花等潜在源进行控制和隔离。为区别于普通家用、商用或工业用电器设备，上述专用于易燃易爆气体、粉尘等环境下的电器设备一般统称为“防爆电器”。按照有关规范、标准和规定，正确选用合适的防爆电器，是保证安全生产、防止爆炸和火灾发生的重要措施。

爆炸产生的基本三要素包括：电火花、热表面等点燃源；可燃性气体、粉尘等可燃物；空气（氧气）等助燃物。防爆的基本原理即设法排除上述1个或多个基本要素，将潜在爆炸危险降低至安全水平。防爆电器是一种特殊的电气设备：一方面，其自身是爆炸性环境的潜在点燃源；另一方面，其具备一定的预防和防护性能，是隔离爆炸、保证安全生产的重要设备。

图表11：爆炸三要素



资料来源：新黎明招股说明书，中邮证券研究所

依据国家标准，我国防爆电器产品的主要防爆型式及其防爆原理如下表所示：

图表12：防爆电器产品的主要防爆型式

主要系列	标志	图例	防爆原理	国家标准
隔爆型	Ex d		将设备在正常运行时可能产生火花电弧的部件置于隔爆外壳内，隔爆外壳能承受内部的爆炸压力而不至损坏，并能保证内部的火焰气体通过间隙传播时降低能量，不足以引爆壳外气体	GB/T 3836.2
增安型	Ex e		采用增加安全度的结构，使电器在正常运行时不会产生电弧、火花和危险高温，在结构上进一步采取密封保护措施，从而提高设备的安全性和可靠性	GB/T 3836.3
本安型	Ex i		设备内部的电路在规定的条件下正常工作或规定的故障状态下产生电火花与热效应均不能点燃爆炸混合物	GB/T 3836.4
正压型	Ex p		保证内部保护气体的压力高于周围，以免爆炸性混合物进入外壳，或保证足量的保护气体使内部的爆炸性混合物的浓度降至爆炸下限以下	GB/T 3836.5
油浸型	Ex o		将整个设备或设备的部件浸在油（保护液）内，使之不能点燃油面以上或外壳外面的爆炸性气体环境，是一种主要用于开关设备的较为早期的防爆技术方法	GB/T 3836.6
充砂型	Ex q		在外壳内填充砂粒或其他规定特性粉末材料，使之在規定使用条件下，壳内产生的电弧或高温均不能点燃周围爆炸性气体环境	GB/T 3836.7
无火花型	Ex n		该类设备正常运行时，即代表设备在电气和机械上符合设计规范并在制造厂规定的范围内使用，不可能产生火花、电弧和危险温度	GB/T 3836.8
浇封型	Ex m		将可能产生火花、电弧或危险温度的部件，浇封在浇封剂（复合物）中，使它不能点燃周围爆炸性混合物	GB/T 3836.9
外壳保护型	Ex t		采用“尘密”或“防尘”外壳，限制可燃性粉尘进入或进入量，且限制外壳和能够与粉尘接触的其他表面的最高表面温度	GB/T 3836.31

资料来源：新黎明招股说明书，中邮证券研究所

从爆炸性介质的角度，爆炸性环境用电气设备分为Ⅰ类设备、Ⅱ类设备和Ⅲ类设备。

图表13：爆炸性环境用电气设备分类

Ⅰ类	Ⅰ类电气设备用于煤矿瓦斯气体环境
Ⅱ类	Ⅱ类电气设备用于除煤矿瓦斯气体之外的其他爆炸性气体环境
	Ⅱ类电气设备按照其拟使用的爆炸性环境的种类可进一步分为ⅡA类、ⅡB类、ⅡC类
Ⅲ类	Ⅲ类电气设备用于除煤矿以外的爆炸性粉尘环境
	Ⅲ类电气设备按照其拟使用的爆炸性粉尘环境的特性可进一步分为ⅢA类、ⅢB类、ⅢC类

资料来源：新黎明招股说明书，中邮证券研究所

从应用场景角度，防爆电器又可以分为两大类：一类为矿用防爆电器，主要应用于煤矿、矿山等存在瓦斯或其他爆炸性气体的场所，另一类为厂用防爆电器，主要应用于除矿山、煤矿之外的其他场所，如石油化工、新能源/新材料、生物医药、粮食酿酒、地下管廊、天然气等行业企业。

图表14：防爆电器应用场景

应用场景	主要系列	主要产品举例
厂用防爆电器	厂用防爆电器	防爆控制箱、防爆配电箱、防爆配电柜等
	厂用防爆灯具	防爆节能灯、防爆荧光灯、防爆 LED 灯等
	厂用防爆管件	防爆挠性连接管、管接头、穿线盒等
矿用防爆电器	防爆开关柜	智能型开关柜、移开式开关设备、高压单层真空开关柜等
	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	防爆启动器、供电监控分站、移动变电站等

资料来源：新黎明招股说明书，中邮证券研究所

公司主要产品属于防爆电器中的厂用防爆电器类别，定制化属性强。厂用防爆电器属于 II 类防爆电器，主要应用于石油化工、新能源/新材料、生物医药、粮食酿酒、地下管廊、天然气等行业，其中又以石油化工行业为主。上述行业的生产环境中可能存在的危险化学品、易燃易爆气体和粉尘类别繁多，产品生产、储存、运输等环节涉及的设备复杂多样，爆炸危险因素难以标准化分析。因此，不同行业和企业对于防爆电器的选型搭配存在个性化需求。

在厂用防爆电器中，应用较多的防爆型式是隔爆型和本安型。按照主要参数级别不同，厂用防爆电器细分为 II A、II B、II C 级：对于隔爆型电气设备，气体和蒸汽的分级以最大安全间隙 (MESG) 为基础确定，对于本安型电气设备，气体和蒸汽的分级以它们的最小点燃电流 (MIC) 与实验用甲烷的最低燃点电流之比为基础确定。

图表15：厂用防爆电器主要类别

厂用防爆电器主要类别					
隔爆型 “d”			本安型 “i”		
A 级	MESG	大于 0.9mm	A 级	MIC 比值	大于 0.8mm
B 级	MESG	0.5mm~0.9mm	B 级	MIC 比值	0.45mm~0.8mm
C 级	MESG	小于 0.5mm	C 级	MIC 比值	小于 0.45mm

资料来源：新黎明招股说明书，中邮证券研究所

公司防爆产品主要用于石油化工、新能源/新材料、粮食酿酒、生物医药等含有易燃、易爆气体或粉尘的危险作业环境和对安全等级防护要求较高行业的生产场所。国家有关部门相应制定了严格的监管制度，主要包括工业产品生产许可证制度、防爆电气产品强制性产品认证制度、防爆合格证制度、消防产品 CCCF 强制性产品认证制度等。

- ① 工业产品生产许可证制度（2020年10月1日前）：根据《中华人民共和国工业产品生产许可证管理条例》、《中华人民共和国工业产品生产许可证管理条例实施办法》、《防爆电气产品生产许可证实施细则》等规定，防爆电器产品需要获得生产许可证方可进行生产。任何企业未取得工业产品生产许可证不得生产防爆电器产品，任何单位和个人不得销售或者在经营活动中使用生产许可证范围外的防爆电器产品。
- ② 强制性产品认证制度（2020年10月1日至今）：根据《中华人民共和国认证认可条例》、《强制性产品认证机构、检查机构和实验室管理办法》、《国家认监委关于调整从事强制性产品认证以及相关活动的认证机构、检查机构、实验室指定行政审批要求的公告》、《市场监管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的公告》等规定，自2019年10月1日起，防爆电气纳入CCC强制性产品认证管理范围，各指定认证机构开始受理认证委托。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。
- ③ 防爆合格证制度：根据《中华人民共和国工业产品生产许可证管理条例》、《中华人民共和国工业产品生产许可证管理条例实施办法》、《中华人民共和国国家标准爆炸性环境第1部分：设备通用要求》等规定，按防爆标准制造的各类防爆电气设备，均需送交由应急管理部认定的安全生产检测检验机构，按相应标准的规定进行检验，取得“防爆合格证”后方可生产。
- ④ 消防产品 CCCF 认证制度：根据《中华人民共和国消防法》、《关于加强消防产品质量监督管理工作的通知》、《消防产品监督管理规定》、《建设工程消防监督管理规定》、《安全技术防范产品管理办法》等规定，依法实行强制性产品认证的消防产品，由具有特定资质的认证机构按照国家标准、行业标准的强制性要求认证合格后，方可生产、销售、使用。自2015年9月1日起，凡列入《强制性产品认证目录》内的消防产品，未获得强制性产品认证证书和未标注强制性产品认证标志的，不得出厂、销售、进口或者在其他经营活动中使用。2019年7月28日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于深化消防执法改革的意见》，保留公共场所、住宅使用的火灾报警产品、灭火器、避难逃生产品的强制性产品认证。

图表16：行业主要法律法规

序号	法律法规	发布时间及发布机关	主要内容
1	《工贸企业粉尘防爆安全规定》	2021/7 应急管理部	自2021年9月1日起，存在可燃性粉尘爆炸危险的冶金、有色、建材、机械、轻工、纺织、烟草、商贸等行业企业均在文件规定范围内，粉尘涉爆企业对粉尘防爆安全工作负主体责任，应当具备有关法律、法规、规章、国家标准或者行业标准规定的粉尘防爆安全生产条件
2	《市场监管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的公告》	2019/7 市场监管总局	自2019年10月1日起，防爆电气、家用燃气器具和标称容积500L以上家用电冰箱纳入CCC强制性产品认证管理范围，各指定认证机构（认证机构和实验室指定工作将另行公告）开始受理认证委托。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
3	《国务院关于进一步压减工业产品生产许可证管理目录和简化审批程序的决定》	2018/9 国务院	进一步压减工业产品生产许可证管理目录，取消14类工业产品生产许可证管理，包括压缩机类产品；将4类工业产品生产许可证管理权限下放给省级人民政府质量技术监督部门（市场监督管理部门）
4	《中华人民共和国工业产品生产许可证管理条例实施办法》	2014/8 市场监管总局	对国家质检总局、全国许可证办公室、省级质量技术监督局、省级许可证办公室、县级以上地方质量技术监督局的具体工作职能进行了规定
5	《防爆电气产品生产许可证实施细则》	2016/1 质检总局	对国家各级质量技术监督部门、全国工业产品生产许可证办公室在防爆电气产品生产管理方面的职能进行了规定
6	《中华人民共和国工业产品生产许可证管理条例》	2005/7 国务院	国家对实行工业产品生产许可证制度的工业产品，统一目录，统一审查要求，统一证书标志，统一监督管理
7	《中华人民共和国安全生产法》	2002/6 全国人大常委会	国务院负责安全生产监督管理的部门对全国安全生产工作实施综合监督管理；县级以上地方各级人民政府负责安全生产监督管理的部门对本行政区域内安全生产工作实施综合监督管理
8	《中华人民共和国消防法》	1998/4 全国人大常委会	对火灾预防、消防组织、灭火救援等做了相关规定，强化了政府公共安全管理职能，完善了消防安全责任体制，将消防工作纳入法制化轨道
9	《中华人民共和国矿山安全法》	1993/5 全国人大常委会	矿山开采必须具备保障安全生产的条件，建立、健全安全管理制度，采取有效措施改善职工劳动条件，加强矿场安全管理工作，保证安全生产

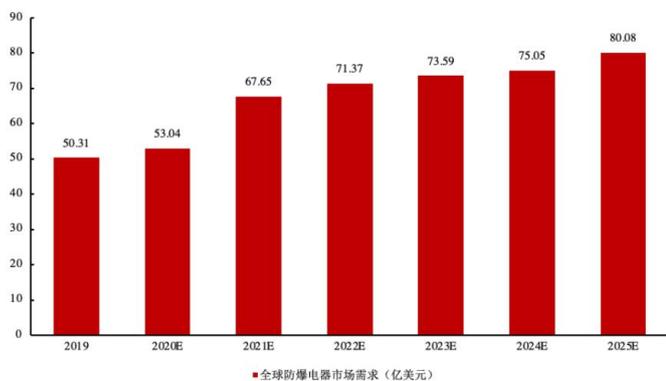
资料来源：新黎明招股说明书，中邮证券研究所

2.2 传统油气化工领域以更新为主，新领域带动行业扩容

全球与我国防爆电器市场有望持续增长。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%。随着防爆电器下游应用领域的拓展、智能化新产品的推出，防爆行业已从传统油气、化工拓展至粮油医药（白酒）、军工核电、安全智能管控等行业，市场需求持续扩大。根据华经产业研究院的统计数据，2021年我国国内厂用防爆电器行业市场规模约为85亿元，预计到2025年将达到124亿元。事实上，我们认为当时华经产业研究院对于行

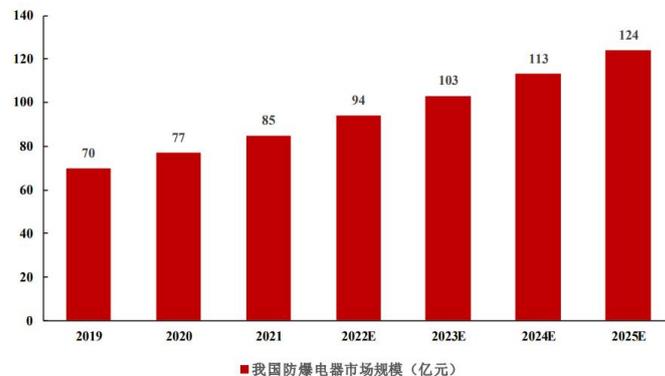
业增长的判断较为乐观，偏差之处在于目前石油产业对防爆电器的需求结构发生变化，炼化领域新增资本开支缩减。

图表17：全球防爆电器市场规模



资料来源：新黎明招股说明书，中邮证券研究所

图表18：中国防爆电器市场规模



资料来源：新黎明招股说明书，中邮证券研究所

传统油气化工领域以更新为主，韧性较强，后续有望触底向上。防爆电器更新周期较短，普遍在3-5年，因而传统油气化工领域存量项目的更新需求占比较高，叠加2024年传统油气化工领域新增资本开支明显缩减，我们认为2024年传统领域的更新已经达到较高的比例，该部分需求的韧性较强，后续随着财政政策发力与宏观经济回暖，新项目资本开支有望触底向上，有望带动行业需求复苏。

新领域带动行业扩容，粮油医药（白酒）、新材料（包括核电）、安全智能管控等行业需求持续增加。

(1)粮油医药：粮食存储和酿酒企业在生产、加工、处理、转运或贮存过程中，会出现小麦、玉米、米糠等可燃性非导电粉尘与空气形成的爆炸性粉尘混合物，而电气火花、设备过热、铁器撞击以及烟头等，都可释放出足够的点火能量引发粉尘爆炸。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的外部环境。根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》、《木材加工系统粉尘防爆安全规范》、《塑料生产系统粉尘防爆规范》、《粮食平房仓粉尘防爆安全规范》和《粮食立筒仓粉尘防爆安全规范》，白酒生产车间、原酒储存场所以及原粮和辅料的粉碎车间、粮食立筒仓、粮食平房仓、存在木粉尘的粉尘层等场所应被视为可能形成爆炸性危险的环境。因此，白酒生产企业的加工、储存场所，木材加工企业的车间，粮食加工企业的平房仓、立筒仓等所采用的风机、除尘器等电器设备，均需要为符合国家标准的合格防爆电器产品。

生物制药企业药品合成车间、提取车间的生产作业中，需要使用大量具有挥发性的有机物质，这些物质的蒸气与空气混合达到爆炸浓度，遇到明火、高温、电弧等就会发生燃烧，尤其是甲醇、乙醇等危险化学品闪点和燃点低、热值大，易燃易爆危险性很高；此外，制药企业在药品的转运、储存过程中，也容易发生易燃易爆有机溶媒和粉尘的泄漏。这些潜在的危险因素，都可能造成严重的安全事故，因此在生物制药企业的上述场所和设施中，均有必要配置防爆电器提升环境的安全性。

(2)新材料：新材料产业相关领域包括新能源材料、生物医用材料、环保节能材料、交通设备材料、电子信息材料和新型化工材料等，且进一步向下延伸至锂电、氢能、核能、高分子、医药、光电、有机硅等诸多行业。新材料相关企业的生产过程中常会涉及到有机化学、核原料等危险化学物质，以及高纯气体、高温高压等危险物理环境，因此这类企业对于生产场所条件有着极其严苛的要求，也需要相应配备相关的防爆设施设备。

(3)安全智能管控：2022年，为认真落实《全国危险化学品安全风险集中治理方案》部署，有效指导化工园区和危险化学品企业建平台、用平台，运用信息数字等先进技术手段强化安全风险防控能力，推动危险化学品安全风险管控数字化转型智能化升级，应急管理部组织编制了《化工园区安全风险智能化管控平台建设指南(试行)》和《危险化学品企业安全风险智能化管控平台建设指南(试行)》，要求新建/存量化工园区全面开展智能管控平台建设。同时，《化工和危险化学品安全生产治本攻坚三年行动方案(2024—2026年)》中要求2024年底前，已公布认定的化工园区基本完成“十有”建设任务，60%左右的已公布认定的化工园区达到D级；2025年底前，90%左右的已公布认定的化工园区达到D级。根据中国石油和化学工业联合会化工园区工作委员会所做的全国性调研统计，截至2024年10月，由各省公布的已认定化工园区为695家，若按照每家园区2000万元进行粗略计算，存量市场规模超130亿元。

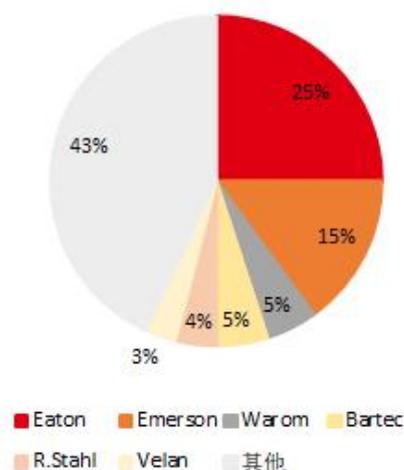
2.3 竞争格局：份额较为集中，国产头部厂商出海空间广阔

我国防爆电器行业经过多年的发展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、以民营企业为主、规模参差不齐且出现了两极分化的态势：骨干企业发展迅速、小规模企业发展速度开始放缓。这些技术力量薄弱的小型企业数量占比超过80%，但通常从事中、低档产品的重复性生产，依靠压价的销售手段进行无序竞争，无法满足客户的定制化需求、提供高级别防爆产品，具备自主研发实力的公司则更少。

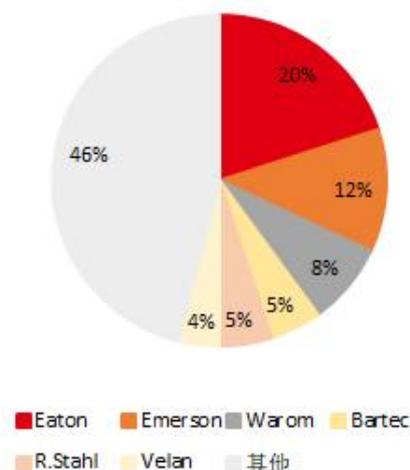
防爆电器国内市场集中度有望持续提升，华荣股份为国内龙头企业。中国电器工业协会防爆电器分会曾鼓励实力较强的大型或龙头企业努力发展成为综合性的防爆电器企业集团。随着防爆电器纳入CCC强制性产品认证管理、下游行业安全生产标准提高、智能化生产环境普及等一系列行业生态的变化，多数现有厂商的产品将难以满足下游需求，随之而来的将是我国防爆电器行业市场集中度的不断提升。根据防爆协会对规模以上会员企业的往期数据统计，公司市占率大约在30%-40%。

从全球竞争格局来看，目前防爆电器企业全球前三依次为Eaton、Emerson、华荣(Warom)，2022年的市场份额分别为20%、12%、8%。其中Eaton、Emerson为美国企业，传统市场为北美地区，依靠本土品牌优势，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，但这两家企业主营并非防爆电器，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，并且两家企业以美标产品为主，品类相对较少。欧洲的Bartec、R. Stahl是老牌欧洲企业，主要深耕欧洲市场，R. Stahl以工程塑料防爆产品为主，Bartec核心业务是电伴热，都是通过企业收购切入防爆电器领域，近年来增长乏力。

国内头部厂商出海空间广阔。若不考虑国内市场，单纯考虑海外市场，考虑到华荣当前防爆电器外贸营收仍明显低于内贸营收，而防爆电器国内市场规模明显低于海外市场规模，因而其海外市占率很可能尚不足5%，出海空间广阔。同时，海外资质获取难度更大，资金与人才要求更高，国内头部厂商有望持续拉开与中小企业的差距。

图表19：全球防爆电器市场竞争格局（2019）


资料来源：新黎明招股说明书，中邮证券研究所

图表20：全球防爆电器市场竞争格局（2022）


资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

3 产品、技术、服务、管理共建核心竞争力，安工+出海有望持续放量

3.1 公司在产品、技术、服务、管理等领域发力，持续加深护城河

防爆电器与安全生产息息相关，行业壁垒高，具体包括：

（1）资质认证壁垒

厂用防爆电器对下游企业的安全生产具有重要意义。为保障人员生命和财产安全，国家对防爆电器企业采取严格的市场准入管理和产品认证制度。2019年，市场监管总局将防爆电器纳入CCC认证管理范围：自2020年10月1日起，未获得强制性产品认证证书和未标注强制性认证标志的防爆电器产品，不得出厂、销售、进口或在其他经营活动中使用，这标志着国家对于防爆电器的监管力度进一步趋严。随着新规实施，强制性资质认证成为企业进入防爆电器行业的主要壁垒之一。

（2）产品质量和品牌壁垒

由于防爆电器对人员、财产安全和生产活动的正常运行起到至关重要的作用，为了最大程度避免安全事故的发生，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具有良好产品安全质量记录和品牌声誉的大型供应商。一方面，品牌的创立和形成需要投入大量的资金和人力成本，而品牌要获得市场认可更是离不开长久的积淀，行业新进入者影响力小，短时间内难以完成品牌树立；另一方面，客户对于现有主要供应商的产品质量、品牌信誉已形成一定共识，忠诚度相对较高。因此，客户通常不会轻易选择切换现有大型供应商，产品质量和品牌效应对于新企业进入本行业形成较高壁垒。

（3）客户服务壁垒

防爆电器产品属于保障石油化工、煤矿、天然气等领域安全生产的重要电气设备，客户对于产品质量、技术水平、服务能力以及公司品牌、生产规模、安全运行记录等方面均高度关注。因此，客户在选择供应商时会着重考虑具备长期合作基础的供应商。主要厂用防爆电器生产企业经过多年经营，取得了市场认同并与核心客户深度绑定。新增企业需要在运行记录、服务网

络等方面经历较长的积累过程，短期内难以打开销售渠道，获得高质量客户。因此，客户服务壁垒成为制约新企业进入防爆电器领域的较大障碍。

(4) 人才与技术壁垒

防爆电器产品非标程度高，研发人员需要具备较为丰富的行业经验。国内高等院校多数暂未开设防爆电器专业，因此行业技术人才大多依靠企业自身培养。此外，随着下游石油化工、地下管廊、消防安防等细分领域对防爆电器提出更加复杂的功能要求，防爆电器行业要求技术人员具备光学、电子、材料、环境、控制等多学科复合知识背景。目前，行业优秀人才基本集中在行业中的领先企业，新进入企业很难在短期内搭建合格的人才队伍。因此，防爆电器行业的人才与技术壁垒较高。

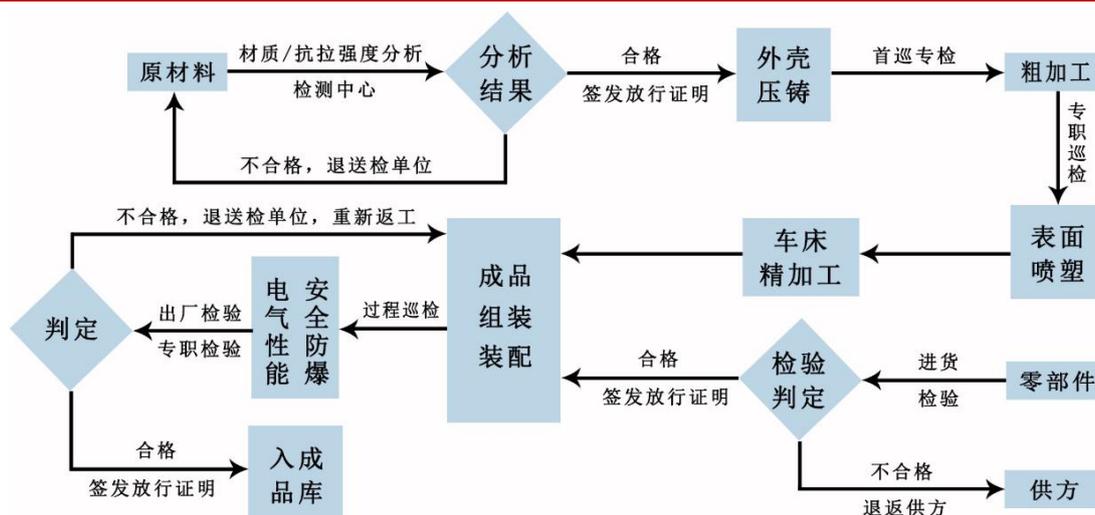
(5) 资金与规模壁垒

防爆电器行业属于资金密集型产业，对企业生产、检测设备、厂房占地面积等生产条件要求较高。首先，防爆电器产品种类、规格多样，生产转换频率较高、相关转换投入相对较大；其次，防爆电器产品下游客户多为石油化工领域国有及大型民营企业集团，这些客户在项目招标中，会对投标方的规模、资质提出较高要求，提高了行业中小企业的准入难度。此外，下游大型企业集团虽然违约可能性低，但普遍呈现资金结算周期长、回款速度慢的特点，导致防爆电器厂商的资金周转率普遍偏低，这也对企业的资金实力提出了较高的要求。因此，只有拥有一定资金与规模实力的企业才能依靠自身优势，实现较为稳定、长期的发展。

公司在产品、技术、服务、管理等领域发力，持续加深护城河。

产品方面，公司不仅质量保证体系完善，更是通过国军标、国家保密认证、武器装备承制认证以及 GB/T19022-2003 (ISO10012:2003) 测量管理体系 (AAA) 认证和 CNAS 实验室认证的企业，同时还通过了 GB/T24001-2016 (ISO14001:2015) 环境管理体系认证以及 GB/T45001-2020 (ISO45001:2018) 职业健康安全管理体系认证。2024 年，公司通过携手实现可持续发展 (Tfs) 审核认证，标志着公司在可持续发展方面得到了专业机构的认可。

图表21：公司质量控制流程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

技术方面，公司坚持“关瞄一代、研发一代、投产一代”的滚动式的新产品研发模式，不断丰富和完善公司产品系列，以“技术+质量+服务”三结合的理念，彰显公司的核心竞争力。以新领域拓展为例，安工系统方面，公司顺利完成全球特种化工巨头美国雅保在四川投资的生

产基地的安工智能照明管控系统及配套防爆设备的安装调试和项目验收，技术实力和服务能力均得到了雅保业主和EPC承建方的一致认可。核电方面，2021年4月，由公司和中核联合研发的核级照明产品通过核岛厂房耐辐照及抗震专业级成果鉴定，填补了国内空白。

图表22：四川雅保安工照明系统

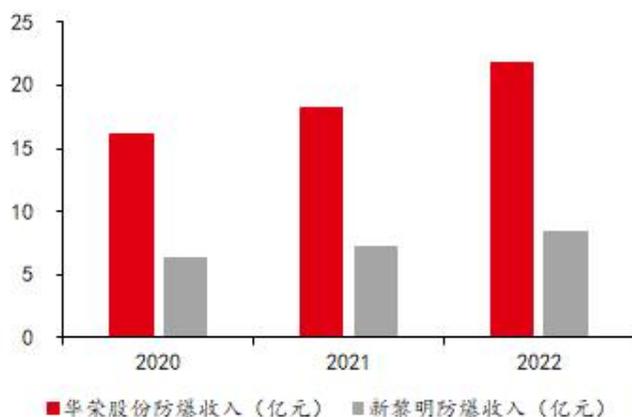


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

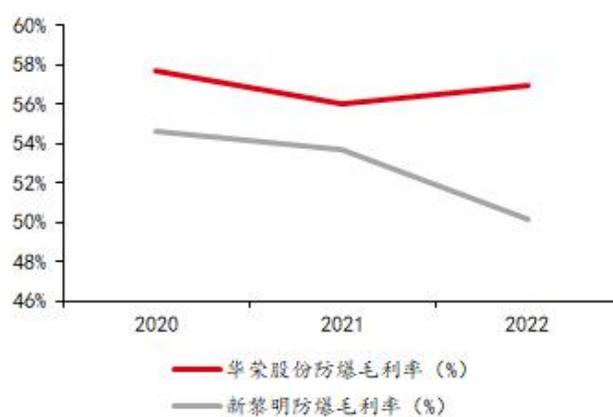
服务方面，作为国内领先的防爆电器、专业照明设备供应商，公司经过多年的发展，产品链不断拓展、延伸，公司从设计、制造、检测、装配、服务全流程提供一站式服务。公司产品类别齐全、规格型号众多，小到防爆接线盒、防爆开关，大到防爆风机、正压防爆分析屋，各类防爆电器、专业照明产品共数百个大类，千余种不同系列，过万种不同型号规格。全面满足用户需求。公司一直坚持“用户至上”的服务理念，面对用户需求，不管是售前技术咨询、还是售中技术澄清，不管是售后安装指导还是设计安装失误、也不管是运输/使用损坏还是产品本身质量问题，一切均有华荣来解决。“4小时内复命、8小时内制定方案，24小时内出现在用户面前”的4-8-24服务法则，全方面、全天候随时待命的服务态度，一直受到广大用户的好评，这种完全不同于国际同行的服务理念延伸到国际业务，极大的获得了国际广大用户对华荣的信任和美誉度。通过服务的快速反应、精准处理，急用户所急，从而增强用户的粘合度，这是公司一直坚持的市场拓展法则。

管理方面，公司持续优化协同管理平台、推动智能制造。公司打造的智能协同管理平台在行政管理、智能制造等方面取得良好成效，大大提升了管理和生产效率。

与国内厂用防爆电器排名第二的新黎明对比，公司收入规模、盈利能力均明显领先，竞争优势明显。

图表23：华荣股份、新黎明防爆收入对比


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表24：华荣股份、新黎明防爆毛利率对比


资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.2 商业模式优秀，业务发展商模式为主保证回款与现金流稳定

销售模式：业务发展商模式为主，公司自主销售为辅。防爆电器供应商一般采取代理、直销或是两者兼有的销售模式，在直销模式下也往往通过业务发展商辅助进行市场开拓和客户关系维护等工作。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，由发行人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。

业务发展商模式成因为定制化需求、客户数量多与区域分布分散，目前是行业内主流的销售模式，被客户广泛接受。一方面，由于使用环境的特殊性，上述产品通常需要根据客户的不同应用场景、不同使用条件进行有针对性的选型搭配、定制开发或设计，技术专业性强。同时，上述产品对客户的正常生产经营、人员财产安全等方面具有重要的保障作用，因此客户对产品准入要求严格，一般都采取标准较高的合格供应商制度，基于上述因素，传统意义上的经销商在技术专业性、资质条件等方面很难满足客户的要求，在防爆电器领域独立开展业务存在较大难度；另一方面，由于下游客户数量众多、地域和行业分布非常广泛，仅仅依靠生产厂家自身力量和资源开拓市场存在营销成本高、见效速度慢、风险较高等诸多困难，难以有效地促进业务发展。

公司与业务发展商通过分工合作、优势互补的方式共同进行客户维护，客户关系维护贯穿售前、售中、售后的各个阶段。业务发展商销售模式，体现在财务数据上为较高的销售费用率与稳健的现金流，公司给业务发展商过渡一部分利润，以换取现金流的稳定，这也是公司长期稳定分红的重要原因。

图表25：公司与业务发展商共同进行客户维护

销售环节		业务发展商	公司
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。	针对业务发展商收集整理的市场信息和客户情况，提前做好相应的准备工作。
	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。	为业务发展商提供有关产品型号、定价因素、现场测绘、项目方案设计等技术支持； 组织技术、销售等部门人员与业务发展商一起确定客户定制化需求的产品设计方案。
售中环节	招投标或商务谈判	对于需要招投标的业务，基于前期市场信息收集、初步业务接触等环节的积累，协助公司参与投标、竞标等环节，负责招投标工作中的沟通、协调； 对于协商确定的业务，由业务发展商协助公司与客户进行商业谈判。	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。
售后环节	退换货协调	与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。	提供产品更换、维修、保养等方面的售后服务。
	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。	根据业务发展商反馈的信息，及时跟进后续客户关系维护工作。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.3 安工系统有望快速放量，持续加大海外渠道建设

公司软硬件实力兼具，安工系统可全面覆盖用户现场安全管控的各种需求。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”，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，公司全资收购四川省寰宇众恒科技有限公司，该公司现有与智能化安全管控系统技术相匹配的成熟技术团队近 90 人，大大增强了公司安工智能系统业务的研发、运维和交

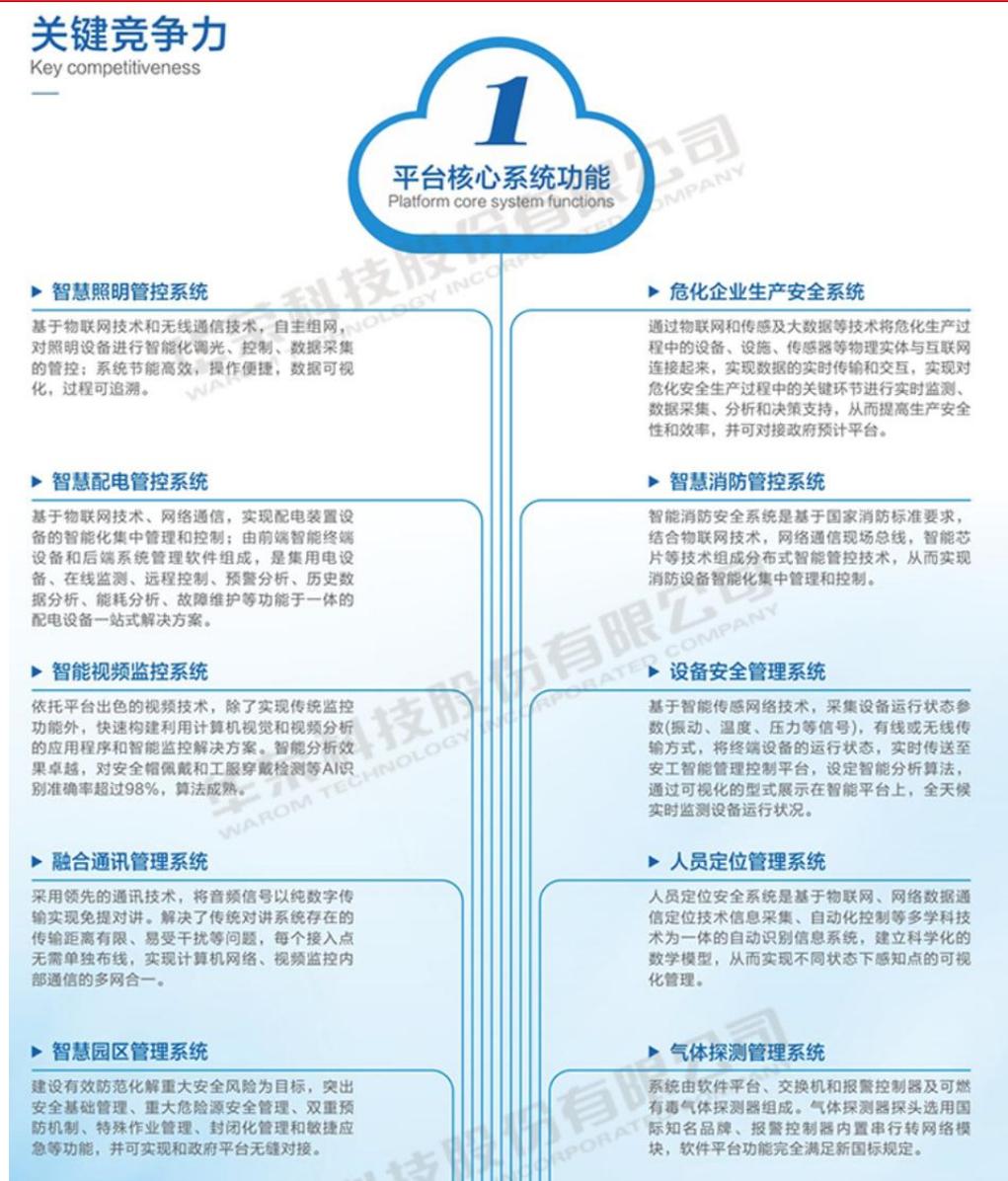
付能力，进一步加速公司战略转型。同时对“安工智能业务西南片区（累计）营业收入”即全资子公司四川省寰宇众恒科技有限公司核心团队创造的营业收入进行股权激励考核，有望进一步激发员工积极性。

图表26：四川寰宇股权激励目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2023 年安工智能业务西南片区营业收入不低于 1,000 万元
第二个解除限售期	2023-2024 年安工智能业务西南片区累计营业收入不低于 4,700 万元
第三个解除限售期	2023-2025 年安工智能业务西南片区累计营业收入不低于 10,000 万元

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表27：公司安工系统核心功能

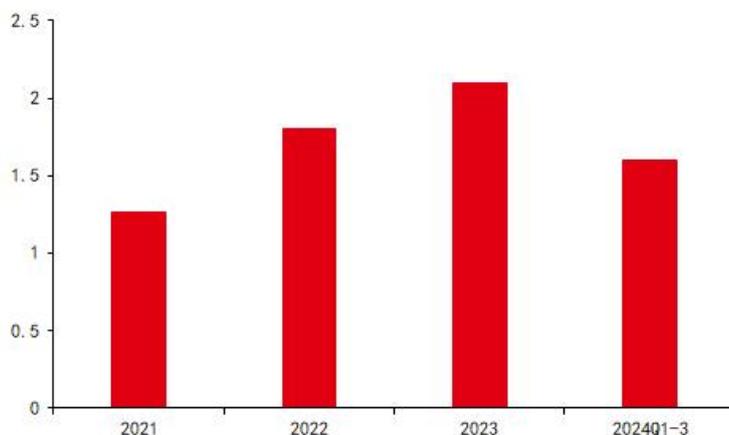


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

安工智能产品在危化园区市场的业务供不应求，订单增长明显，2024Q1-3 确收同比增长超 50%。安工智能系统作为工程项目，受限于交付周期长的影响，其收入确认周期要长于传统产品。安工智能业务在 2024 年上半年由于收入确认的节奏问题仅确认了一小部分收入，但从三季度起开始逐步增加收入确认，前三季度总计实现了 1.6 亿元营收，同比增长超 50%，预计第四季度将进一步集中确认收入。

同时，安工智能产品已获得防爆领域外的客户认可，有望进一步扩大应用市场。公司 2024 年上半年公司在福建中沙古雷承建的福建中沙石化数字工地项目中，为业主单位提供智慧工地的解决方案，标志着公司安工智能已获得防爆领域外的客户的认可。展望未来，作为公司战略转型的关键产品，公司将继续推动安工智能系统在下游市场的拓展，进一步扩大其市场空间。

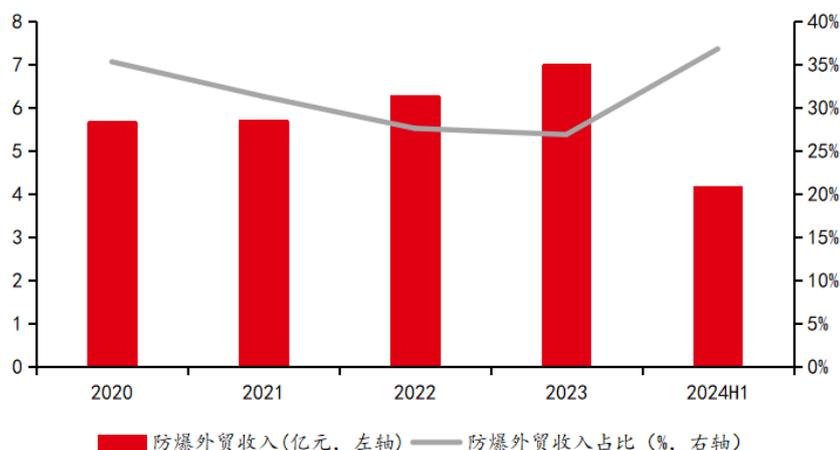
图表28：公司安工系统收入正持续放量（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

持续深化海外布局，随着公司在中东的投入，外贸再次进入快速放量期。沙特子公司于 2024 年 9 月成功落地，主要对接沙特阿美，并于年内开展供应商入围工作，预计 2025 年初入围完成后即可获取订单。此外，目前公司已在欧洲、东南亚、中亚等地设立了四个运营中心，并计划布局南美和非洲的运营中心，逐步扩大海外业务布局。2024H1，外贸部门实现营收 4.17 亿元，同比增长 29.08%，再次进入快速放量期。

图表29：公司外贸再次进入快速放量期



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入方面，2024 年公司新能源 EPC 业务快速放量，防爆业务内贸承压，外贸快速增长；2025、2026 年，内贸新增资本开支拖累项影响逐步减小，且有望受益于外贸与安工系统的持续放量，预计 2024-2026 年的收入增速分别为 12.9%、8.3%、8.2%。
- 2) 毛利率方面，2024 年主要受到新能源 EPC 业务占比上升影响，且防爆内贸存在行业竞争加剧的现象，预计 2025、2026 年盈利能力较强的防爆产品占比有望上升，2024-2026 年公司毛利率分别为 49.3%、50.3%、51%。
- 3) 费用率方面，预计 2024 年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 23.20%、5.50%、4.45%，后续基本保持稳定。
- 4) 公司 24-26 年的所得税率均为 11.5%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年，营业收入为 36.10、39.08、42.28 亿，同比增速分别为 12.9%、8.3%、8.2%；归母净利润为 5.01、5.70、6.44 亿元，同比增速分别为 8.70%、13.73%、12.92%。

图表30：业务分拆测算表

	2023A	2024E	2025E	2026E
防爆产品				
销售收入（百万元）	2602	2593	2935	3293
增长率		-0.3%	13.2%	12.2%
毛利率	57.0%	56.0%	56.0%	56.0%
专业照明设备				
销售收入（百万元）	321	289	303	319
增长率		-9.9%	5.0%	5.0%
毛利率	56.6%	57.0%	57.0%	57.0%
工程收入				
销售收入（百万元）	275	728	670	616
增长率		165.0%	-8.0%	-8.0%
毛利率	25.2%	22.5%	22.0%	21.5%
合计				
销售收入（百万元）	3197	3610	3908	4228
增长率		12.9%	8.3%	8.2%
毛利率	54.2%	49.3%	50.3%	51.0%

资料来源：公司公告，iFind，中邮证券研究所

4.2 相对估值

选取防爆电机企业佳电股份、专用设备细分赛道龙头豪迈科技作为可比公司，华荣股份对标同行业可比公司未来两年的估值来看，处于较低水平，公司 2024-2026 年业绩对应 PE 分别为 12.82、11.27、9.98 倍，维持“买入”评级。

图表31：可比公司估值表

代码	证券简称	总市值（亿）	收盘价（元）	归母净利润（亿）				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000922.SZ	佳电股份	61.30	10.33	3.99	4.03	5.14	6.19	15.35	15.19	11.93	9.91
002595.SZ	豪迈科技	414.40	51.80	16.12	19.29	22.20	25.36	25.71	21.49	18.67	16.34
平均值								20.53	18.34	15.30	13.12
603855.SH	华荣股份	64.23	19.03	4.61	5.01	5.70	6.44	13.93	12.82	11.27	9.98

资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：佳电股份、豪迈科技预测数据取自 iFind 一致预期，截止日期 2025.1.9

5 风险提示

海外市场拓展不及预期风险、安工系统业绩释放节奏不及预期风险、市场竞争加剧风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	3197	3610	3908	4228	营业收入	5.1%	12.9%	8.3%	8.2%
营业成本	1465	1829	1944	2070	营业利润	33.8%	10.7%	14.4%	12.8%
税金及附加	31	28	30	33	归属于母公司净利润	28.7%	8.7%	13.7%	12.9%
销售费用	859	837	907	981	获利能力				
管理费用	169	199	215	233	毛利率	54.2%	49.3%	50.3%	51.0%
研发费用	142	161	174	188	净利率	14.4%	13.9%	14.6%	15.2%
财务费用	-9	-15	-17	-18	ROE	23.8%	24.2%	25.5%	26.6%
资产减值损失	-4	-5	-5	-6	ROIC	22.2%	25.2%	26.7%	27.8%
营业利润	503	557	638	720	偿债能力				
营业外收入	22	14	12	14	资产负债率	56.8%	58.4%	57.8%	56.9%
营业外支出	3	2	2	2	流动比率	1.45	1.42	1.44	1.47
利润总额	522	569	647	731	营运能力				
所得税	55	65	74	84	应收账款周转率	1.94	2.14	2.19	2.23
净利润	468	504	573	647	存货周转率	2.02	2.19	2.01	2.03
归母净利润	461	501	570	644	总资产周转率	0.72	0.75	0.75	0.76
每股收益(元)	1.37	1.48	1.69	1.91	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.37	1.48	1.69	1.91
货币资金	914	1030	1043	1217	每股净资产	5.75	6.13	6.62	7.18
交易性金融资产	90	90	90	90	估值比率				
应收票据及应收账款	1736	1715	1939	1942	PE	13.93	12.82	11.27	9.98
预付款项	46	73	78	83	PB	3.31	3.10	2.87	2.65
存货	699	973	961	1075	现金流量表				
流动资产合计	3758	4184	4454	4762	净利润	468	504	573	647
固定资产	363	434	491	533	折旧和摊销	61	58	63	68
在建工程	89	80	70	60	营运资本变动	40	8	-152	-37
无形资产	76	81	83	83	其他	58	34	40	43
非流动资产合计	832	899	948	980	经营活动现金流净额	627	603	524	721
资产总计	4590	5083	5402	5742	资本开支	-77	-113	-102	-89
短期借款	64	64	64	64	其他	-21	0	0	0
应付票据及应付账款	842	937	964	979	投资活动现金流净额	-98	-113	-102	-89
其他流动负债	1677	1943	2067	2201	股权融资	1	0	0	0
流动负债合计	2583	2944	3095	3244	债务融资	0	0	0	0
其他	26	26	26	26	其他	-285	-374	-408	-459
非流动负债合计	26	26	26	26	筹资活动现金流净额	-284	-375	-408	-459
负债合计	2609	2970	3121	3270	现金及现金等价物净增加额	246	116	14	174
股本	338	338	338	338					
资本公积金	711	711	711	711					
未分配利润	783	838	918	1009					
少数股东权益	42	44	47	50					
其他	108	183	268	365					
所有者权益合计	1981	2113	2281	2473					
负债和所有者权益总计	4590	5083	5402	5742					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048