



增持(首次)

所属行业: 仪器仪表
当前价格(元): 22.75

证券分析师

倪正洋

资格编号: S0120521020003

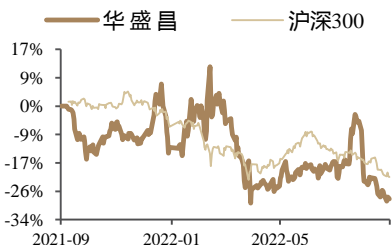
邮箱: nizy@tebon.com.cn

研究助理

郭晓月

邮箱: guoxy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-16.79	-13.55	-11.29
相对涨幅(%)	-10.69	-5.33	2.14

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

华盛昌(002980.SZ): 智能测量测试行业引领者

投资要点

- **智能测量测试行业引领者。**华盛昌成立于1991年,深耕测量测试仪器仪表行业31年。成立以来,公司坚持自主研发与技术创新,不断丰富产品矩阵,推出了电工电力类,环境检测类,医疗、建筑、汽车检测类等几大类百余种产品,下游广泛应用于电工电力、环境检测、汽车/医疗检测、新能源、医疗健康、传感器等领域,是国内产品创新能力最强、产品品类最丰富的综合性测量测试仪器仪表企业之一。
- **国产替代进程加速,市场空间广阔。**据 Markets and Markets 预测,至2024年,全球测量测试仪器仪表市场规模有望超300亿美元。随着国家自主可控和国产替代政策逐步落地,公司有望凭借先进的研发设计、优良的产品品质突破更多市场份额。
- **研发优势显著,具有长期竞争力。**公司拥有全面的测量技术和丰富的专利储备,截至2022年6月30日,公司已掌握了包括电子电力测量技术、环境检测技术、医疗检测技术、MEMS传感器技术在内的多领域的核心测量测试技术,获得了国内外专利296项,专业技术上,公司及子公司拥有发明专利17项、实用新型77项。在此基础上,公司仍不断扩大研发投入,研发费用持续增长、研发团队持续扩大,有望保持长期竞争力。
- **国内外业务并举,渠道全面发展。**公司在巩固强化海外市场的同时,着力加大国内市场拓展力度。2017至2022H1,公司国内收入占比从8.16%增加10.24%,国产替代进程加速背景下,国内市场增长有望再迎加速。
- **产能持续扩张,业绩有望高增长。**一方面,公司正新建生产车间并引入先进生产设备,扩大现有产能;另一方面,公司全资子公司华盛昌惠州公司拟建设智能传感测量仪研发生产基地,新增消费电子类产品、医疗检测类产品,以及传感器模块的产线建设。届时,公司将能打破产能制约,更好地参与到国内市场竞争中,公司整体实力和综合竞争力也有望进一步提升。
- **投资建议:**预计2022-2024年公司将实现收入8.56/9.96/11.91亿元,对应归母净利润1.78/2.10/2.50亿元,17.04x/14.43x/12.11xPE。参考可比公司估值,给予公司“增持”评级。
- **风险提示:**原材料价格上涨风险、行业竞争加剧风险、汇率波动风险、募集资金投资项目未能达到预期收益的风险等。

股票数据

总股本(百万股):	133.33
流通A股(百万股):	33.33
52周内股价区间(元):	22.70-35.89
总市值(百万元):	3,078.67
总资产(百万元):	1,124.76
每股净资产(元):	7.36

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	963	740	856	996	1,191
(+/-)YOY(%)	106.8%	-23.1%	15.7%	16.3%	19.6%
净利润(百万元)	338	149	178	210	250
(+/-)YOY(%)	271.1%	-55.9%	19.6%	18.1%	19.1%
全面摊薄EPS(元)	2.53	1.12	1.34	1.58	1.88
毛利率(%)	55.5%	40.3%	40.2%	40.2%	40.2%
净资产收益率(%)	31.9%	14.0%	16.3%	16.1%	16.1%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 国内智能测量测试行业引领者	5
1.1. 产品品类丰富	5
1.2. 股权结构稳定, 员工激励程度高	8
1.3. 收入及利润规模整体增长, 电工电力、环境检测类产品为主要来源	8
2. 国产化替代加速, 市场空间广阔	10
2.1. 下游应用场景广泛, 市场空间广阔	10
2.2. 海外品牌主导, 国产厂商持续发力	11
2.3. 政策利好, 国产化加速	14
3. 技术优势显著+产能升级, 国内外业务将迎突破	15
3.1. 技术优势显著	15
3.2. 国内外业务并举	16
3.2.1. 稳抓海外市场	17
3.2.2. 加码国内市场	18
3.3. 产能将迎升级	19
4. 盈利预测与估值	19
5. 风险提示	20

图表目录

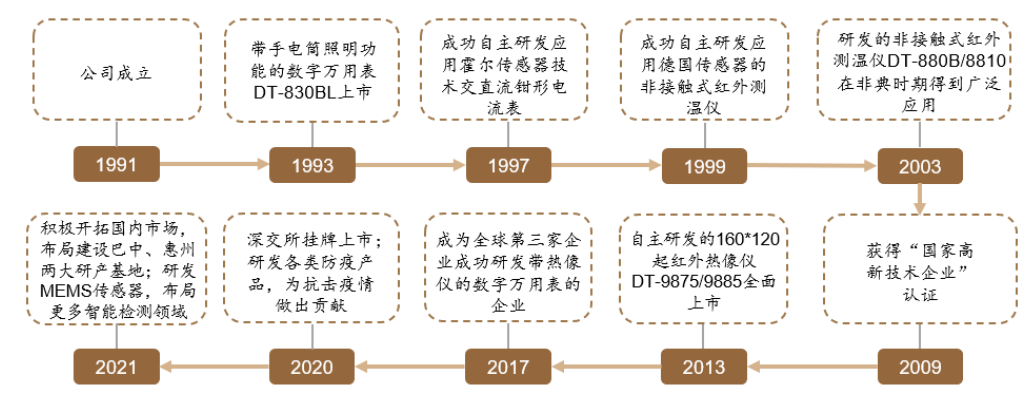
图 1: 公司发展历程	5
图 2: 华盛昌主要产品	6
图 3: 华盛昌股权结构图 (截至 2022.6.30)	8
图 4: 2017-2022H1 华盛昌营业收入及同比增速	9
图 5: 2017-2022H1 华盛昌归母净利润及同比增速	9
图 6: 2017-2022H1 华盛昌主营业务构成	9
图 7: 2017-2022H1 华盛昌毛利率 (分产品)	9
图 8: 2017-2022H1 华盛昌销售费用率、管理费用率及财务费用率	10
图 9: 测量测试仪器仪表行业产业链	10
图 10: 全球测量测试仪器仪表市场规模	11
图 11: 全球数字万用表市场规模	11
图 12: 华盛昌环境检测领域涉及板块全球市场规模预测	11
图 13: 华盛昌电工电力仪表领域主要竞争对手简介	12
图 14: 华盛昌与福禄克 (Fluke) 主要对标产品	12
图 15: 华盛昌环境检测仪表领域主要竞争对手简介	14
图 16: 2017 年全球非制冷红外热像仪行业竞争格局	14
图 17: 2020 年全球民用红外热像仪行业竞争格局	14
图 18: 国产化支持政策梳理	15
图 19: 2017-2022H1 华盛昌研发费用及研发费用率	15
图 20: 2019-2021 年华盛昌研发人员数量 (人) 及占比	15
图 21: 华盛昌核心技术列举	16
图 22: 华盛昌 MEMS 电化学酒精传感器、与南方科技大学材料科学与工程系 MEMS (微机电) 传感技术联合实验室揭牌仪式	16
图 23: 华盛昌全球销售市场布局	17
图 24: 2017-2021 年华盛昌国内外收入及收入占比	17
图 25: 2017-2021 年华盛昌营业收入分销售模式占比	17
图 26: 2017-2019 年华盛昌外销收入构成	17
图 27: 2017-2021 年华盛昌前五大客户收入占比	17
图 28: 2017-2019 年华盛昌内销收入构成	18
图 29: 华盛昌部分产品在京东工业、震坤行线上平台销售情况展示	18
图 30: 华盛昌调整后募投项目投资金额 (万元) 及项目达到预定可使用状态日期	19
图 31: 华盛昌盈利预测	20

图 32: 可比公司估值 (2022/9/30) 20

1. 国内智能测量测试行业引领者

国内智能测量测试行业引领者。华盛昌成立于1991年，并于2020年在深交所上市。成立以来，公司专注于测量测试仪器仪表的技术研究、设计开发、生产和销售，坚持自主研发与技术创新，陆续推出了带手电筒照明功能的数字万用表、国内较早应用德国传感器的非接触式红外测温仪、带热像仪的专业型数字万用表等标杆产品，并于2021年研发了MEMS传感器，布局智能检测领域，是国内产品创新能力最强、产品品类最丰富的综合性测量测试仪器仪表企业之一。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，德邦研究所

1.1. 产品品类丰富

公司产品品类多元，主要包括电工电力类，环境检测类，医疗、建筑、汽车检测类和其他类，其中：

(1) 电工电力类：主要包括多功能电气安全综合测试仪、数字万用表、数字钳形表、非接触式交流测电笔、电气安全绝缘测试仪、电气安全电子测试器等产品，广泛适用于电力工程建设和检修、电气设备维护、精密电子制造、新能源、节能环保、轨道交通、石化冶炼、工厂维保、实验室专业应用等场景。

(2) 环境检测类：主要包括红外热像仪、红外测温仪、空气质量检测仪、水质分析仪及气体、温湿光度、风速、噪声测量仪器仪表等产品，可大规模用于各种不同的环境检测场景。

(3) 医疗、建筑、汽车检测类：主要包括非接触式红外人体测温仪、实时荧光定量 PCR 分析仪、高精度激光测距仪、管道探测工业内窥镜、汽车转速仪、专业汽车万用表等产品。

图 2: 华盛昌主要产品

产品种类	产品名称	产品特点	图示	应用场景
电工电力类	DT-7760 高端“A”级三相电能质量分析仪	国内行业技术领先的高端“A”级三相电能质量分析仪, 适用于电网运行中综合电能质量, 能源进行监测, 事件记录及分析的专用便携式仪器		新能源光伏电站、水电站、风力发电场, 轨道交通, 电动汽车, 供电储能系统, 变频器, 特种变压器, 有大型波动或非线性设备运行的企业自查, 第三方治理公司评估等场景
	DT-9889 工业级真有效值热成像仪万用表	国内首创且目前国内唯一内置热成像仪的全功能二合一真有效值数字万用表, 0.09%的直流电压精准度, 具有高级万用表所有测量功能和量程, 能精确测量交流/直流电压、电流、电阻、电容、二极管、频率等 20 种参数		电力工程建设和检修、电气设备维护、精密电子制造、新能源、节能环保、轨道交通、石化冶炼、工厂维保、实验室专业应用等场景
	DT-9581 工业级真有效值热成像仪钳形表	国内首创且目前国内唯一内置热成像仪的数字钳形表, 是强大的检测、故障排除和诊断工具, 具有高端钳形表所有测量功能和量程		
	非接触式交流测电笔	具有手电筒功能的 NCV 非接触交流电压验电笔, 测试量程为交流 12V~1,000V, 用于检测判断市电供电线路或者电源插座的火线及测试存在危险电压的线路		
	DT-6509 工业级真有效值热成像仪绝缘表	国内首创且目前国内唯一数字绝缘表结合了热像仪和低电阻表, 形成三表合一的强大功能		电动汽车充电站安装, 安全检测, 维护和维修
	电动汽车充电站 EVSE 安规测试系统	目前国内唯一专门为电动汽车充电站充电安全运营而定制研发的检测仪器系统		
	电气安全电子测试器	测试电源系统, 或者供电插座交流电压 690/1000V, 电源相序, 线路通断蜂鸣测试、适合现场电力设备以及供电线路的故障检修		

	红外热像仪	(1) 专业高端红外热成像仪：全自主研发热成像仪，红外分辨率高达 640*480，可见光分辨率达到 500 万像素，采用国际专利 AUF 自动融合技术，可以生成可见光和红外热成像的融合图像 (2) 普及型多功能红外热成像仪：全自主研发热成像仪，采用更为紧凑的红外探测器以及无热化镜头，具有即瞄即测的便利性，采用 AUF 自动融合技术，外形设计简约紧凑而且坚固，方便携带		(1) 新能源电动车的维护，锂电池的温度检测，特高压设备温度异常的检测，实验室、工业检测与设备维护，暖通空调，森林防火，石油化工等领域 (2) 暖通空调检修，PCB 板热分布分析，工程热检测，新能源车过热检测
环境检测类	高精度红外测温仪	国内首款超高检测速度，高精度的红外测温仪，测量速度高达 150 毫秒每次，测量精度高达 1%，达到国内领先水平，国际先进水平		应用于玻璃制造，水泥生产，暖通空调，制热制冷等设备检测中
	PM2.5 空气质量检测仪	检测范围广、灵敏度高、性能稳定，具有无线传输功能，能够实现远程数据读取和控制		车载空气检测净化系统，室内空气质量检测，吸尘器家电领域，家装行业材料检测领域
	环境检测数据记录器	涵盖了温度、湿度、噪音、CO2 等环境监测项目，精准可靠耐用，连续使用时间长，可以通过记录数据，将单个或整包数据发送给智能终端并生成报表		适用于仓库、图书馆、实验室的集约化管理
	人体测温系列产品	产品种类齐全，有针对家用的近距离精准体温计和儿童趣味造型体温计；针对公共防疫筛查用的远距离体温计，人体感应、人脸识别、刷卡刷码智能体温计等		适用于医院、企事业单位、家庭等场合，应用有公共防疫筛查、家用体温检测，医院体温初查等
医疗、建筑、汽车检测类	实时荧光定量 PCR 分析仪	适配单管和 8 联管的 16 通道荧光设备，轻巧便携；高达 4 通道检测系统，光机设计，确保了更高灵敏度和稳定性的检测；安卓系统，APP 操作界面，升级维护方便；带 WIFI 功能，实验完成可设定报告自动发送、自动存储，可实现远程数据分享；开放平台，可以适配多种核酸试剂；涵盖多种分析模式：扩增曲线、定性分析、绝对定量分析等		在核酸检测领域方面可以适配目前市面上大多数核酸试剂，对多种病原体及基因靶点进行检测，可广泛应用于医院 POCT、疾控中心、海关、机场检疫、基层医疗机构、移动实验室、野外应急检测、动物检疫、食品安全及科学教研等场景
	管道探测工业内窥镜	通过前置 IP67 防水摄像头和 LED 光源，可以检测管道等地方是否生锈、堵塞或破损等问题		应用于航空飞机和船舶制造、工程建设、管道安装和检修等
	AT-9996 高端专业汽车数字万用表	拥有示波器功能、快速直流交流转换功能，与极高的精确性，是一款专门为汽车设计的电子万用表		汽车保养与维修

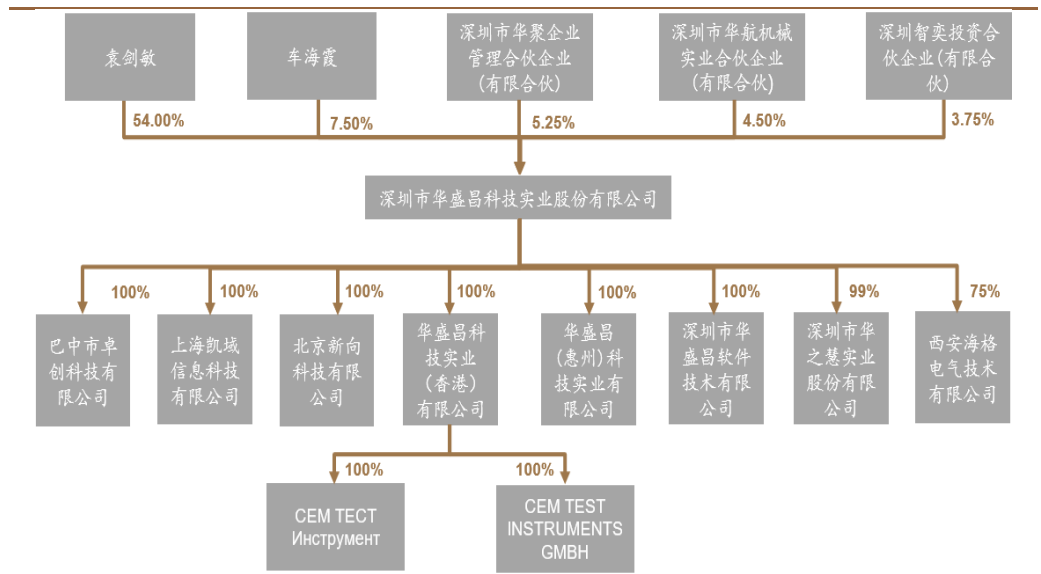
资料来源：公司公告，德邦研究所

1.2. 股权结构稳定，员工激励程度高

股权结构稳定，实控人持股比例较高。公司第一大股东、实际控制人为公司现任董事长、总经理袁剑敏，截至 2022 年 6 月 30 日，袁剑敏直接持有 54.00% 的公司股份。

员工激励程度高。华聚企业、华航机械和智奕投资为公司 2017 年设立的员工持股平台，用于员工的股权激励，三个平台截至 2022 年 6 月 30 日合计持有公司 13.50% 股份。

图 3：华盛昌股权结构图（截至 2022.6.30）



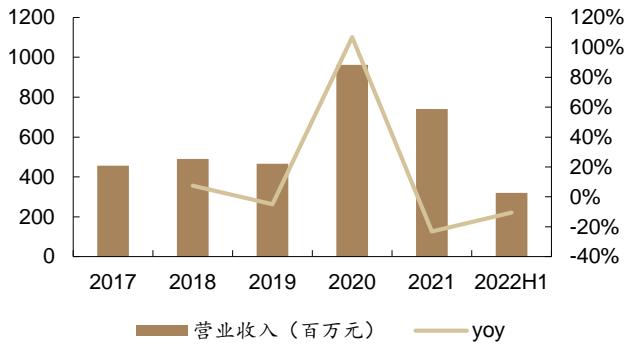
资料来源：WIND，公司公告，德邦研究所

1.3. 收入及利润规模整体增长，电工电力、环境检测类产品为主要来源

营收方面，2017-2021 年，公司营业收入由 4.56 亿元增长至 7.4 亿元，CAGR 为 12.9%，2022 年上半年实现营收 3.2 亿元，同比下降 10.41%。其中，2020 年由于疫情影响，导致环境监测类的红外产品和医疗检测类的人体测温产品销量出现爆发式增长，带动 2020 年营收大幅提升。

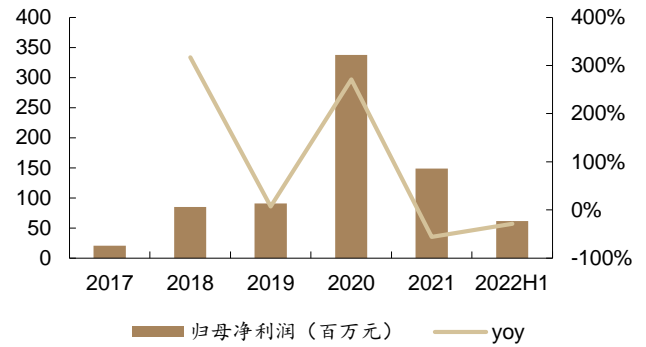
归母净利润方面，2017-2021 年，公司归母净利润由 0.20 亿元增长至 1.49 亿元，CAGR 为 64.5%。公司 2022 年上半年实现归母净利润 0.61 亿元，相比于 2021 年同期，下降 28.6%。

图 4：2017-2022H1 华盛昌营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，WIND，德邦研究所

图 5：2017-2022H1 华盛昌归母净利润及同比增速

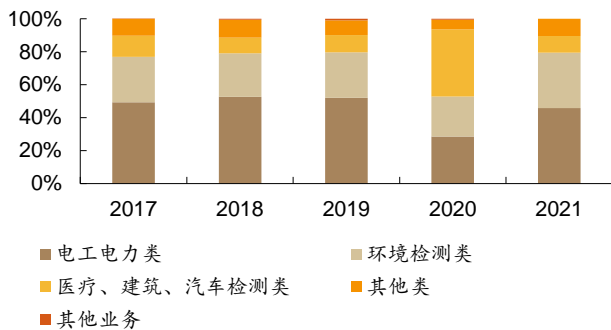


资料来源：公司公告，WIND，德邦研究所

分业务来看，2017 至 2021 年公司主营业务的主要收入来源为电工电力类产品。2017-2019 年电工电力类产品营收占比基本维持在 50%左右，2020 年由于新冠疫情的突然爆发导致海内外市场对公司环境检测中的红外产品与医疗监测类的人体测温产品的需求量在短时间内急剧增加，至 2021 年，公司产品线结构基本恢复正常，电工电力类产品收入占比 45.84%，达 3.39 亿元，同比 2020 年增长 23.8%，较 2019 年增长 40.1%，创同期历史新高。

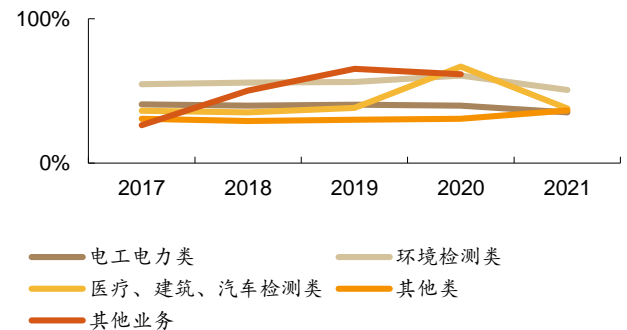
从毛利率水平来看，2017 至 2021 年公司环境检测类产品的毛利率基本保持在各板块最高，2021 年达到 50.67%。其中，2020 年医疗、建筑、汽车检测类产品毛利率大幅提升至 66.89%，主要是防疫类产品市场需求增加导致订单量加大、议价能力提升所致，属于特殊情况。2021 年，电工电力类和医疗、建筑、汽车检测类产品毛利率水平分别达 35.17%、37.86%。

图 6：2017-2022H1 华盛昌主营业务构成



资料来源：公司公告，WIND，德邦研究所

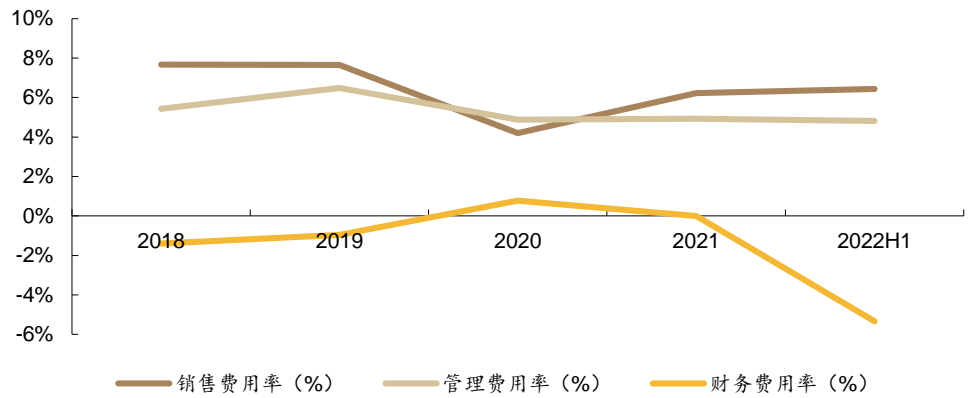
图 7：2017-2022H1 华盛昌毛利率（分产品）



资料来源：公司公告，WIND，德邦研究所

公司期间费用率稳定。2018 至 2021 年，公司销售费用率与管理费用率均维持在 4%-8%左右，财务费用率则维持在 -2%-1%左右。

图 8：2017-2022H1 华盛昌销售费用率、管理费用率及财务费用率



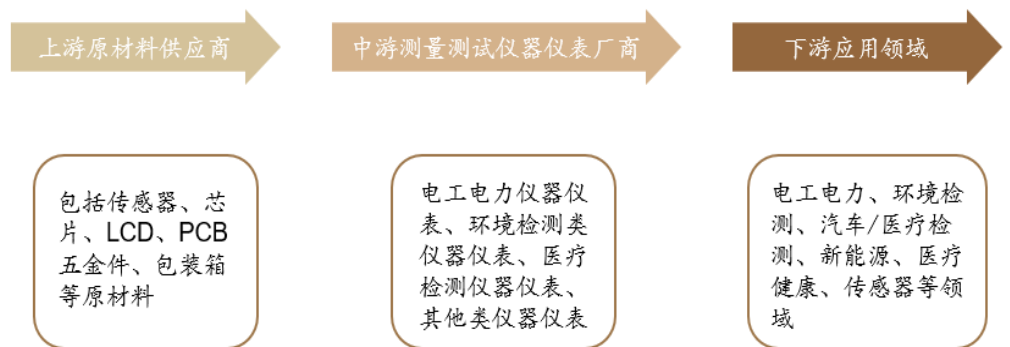
资料来源：WIND，德邦研究所

2. 国产化替代加速，市场空间广阔

2.1. 下游应用场景广泛，市场空间广阔

电工电力、环境检测类测量测试仪器仪表行业上游主要涉及传感器、芯片、PCB、LCD 等电子元器件供应商和五金件、包装箱、线材、锡条等原料供应商，下游广泛应用于电工电力、环境检测、汽车/医疗检测、新能源、医疗健康、传感器等领域。

图 9：测量测试仪器仪表行业产业链



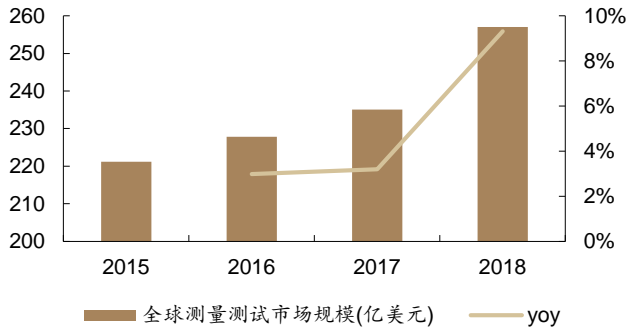
资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

至 2024 年，全球测量测试仪器仪表市场规模有望超 300 亿美元。根据 Markets and Markets 数据，2015 至 2018 年全球测量测试仪器仪表的市场规模从 221.2 亿美元增长至 257 亿美元，在较高基数上仍然保持了增长；根据 Markets and Markets 的预测，2018-2024 年，全球测量测试仪器仪表的市场规模将保持 3.90% 的复合增长率，到 2024 年将达到 323 亿美元。

其中，全球电子万用表市场规模有望达 10 亿美元。在电工电力领域，万用表是用量最大、用途最广的基础测量仪器，主要用于观察和测量电子波形，广泛应用于电子设备的研制、生产、维修和计量等场景。公司的电工电力分类以万用表产品为主，根据 Markets and Markets 预测，全球电子万用表市场将从 2018 年的

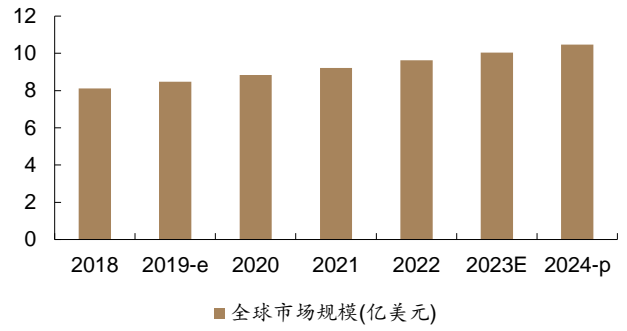
8.12 亿美元，保持年化 4.3% 的复合增长率，扩大至 2024 年的 10.47 亿美元。

图 10：全球测量测试仪器仪表市场规模



资料来源：Markets and Markets, 公司招股说明书, 德邦研究所

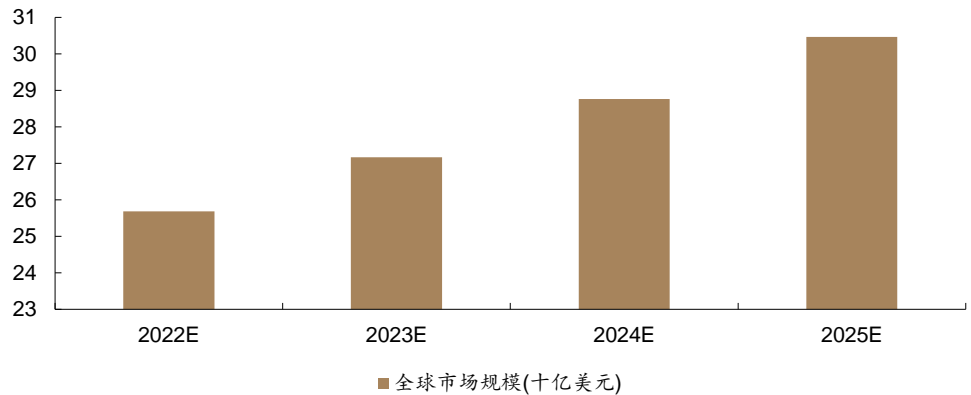
图 11：全球数字万用表市场规模



资料来源：Markets and Markets, 德邦研究所
*e-Estimated, p-Projected

环境检测领域市场空间广阔。在环境检测类仪表领域,产品主要用于监测室内外环境各项参数,它通过测定影响环境质量的因素,确定环境质量(或污染程度)及其变化趋势,主要包括可吸入颗粒物、大气挥发性有机物、有毒有害气体、噪声和振动、重金属、毒素等监测技术及仪器装备。公司环境检测类产品包括环境检测与监测设备,红外成像与红外工业测温设备等,根据 Markets and Markets 预测数据预测,至 2025 年,公司环境检测板块所涉及业务全球市场规模有望达 304.7 亿美元。

图 12：华盛昌环境检测领域涉及板块全球市场规模预测



资料来源：Markets and Markets, 德邦研究所测算

2.2. 海外品牌主导，国产厂商持续发力

电工电力仪器仪表行业参与者较多，海外品牌占据主导。以电力领域用途最广的万用表为例，美国 Fluke、Innova、Klein Tools 都是数字万用表的领先生产厂商；我国生产万用表的厂家主要有台湾仪鼎仪器、华盛昌、优利德等，以中高档和中低档万用表为主，且国产中档万用表在国际上占有一定的市场份额，少数厂商数字万用表的精度和测量速度已达到国际领先水平。

图 13: 华盛昌电工电力仪表领域主要竞争对手简介

公司	简介	主要产品
福禄克 (Fluke)	成立于 1948 年, Fortive 集团的全资子公司, 是全球电子测试工具生产、分销和服务的领导者	产品类型包括工业测试仪器、精密测试仪器、网络测试仪器、医疗测试仪器以及温度测试仪器等
凯能工具 (Klein Tools)	创立于 1857 年, 已成为电力、维修等领域的领先品牌, 是公司在电工电力、环境检测等领域的稳定客户	手持测量工具
华仪仪表	成立于 2002 年, 是中国电子测量工具的主要供应商之一	包括电力电工测试、数字多用表、数字钳形表、红外测温、环境测试、电阻测试等系列
优利德	成立于 2003 年, 是中国规模较大的仪器仪表公司之一	涵盖工业仪表、通用仪表、教育仪器、通用仪器等系列

资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

华盛昌作为国内领先的综合型测量测试仪器仪表企业, 产品品类齐全、性能优异, 数字万用表、钳形表、红外测温仪、电能质量分析仪等主要产品的核心指标能够对标全球测量领域头部厂商福禄克 (Fluke)。

图 14: 华盛昌与福禄克 (Fluke) 主要对标产品

	福禄克 (Fluke)	华盛昌
数字万用表	Fluke 289C	DT-9987
安规等级	CAT III 1000V CAT IV 600V	CAT III 1000V CAT IV 600V
抗雷击脉冲	8kV	8kV
EMC 等级	符合 EN 61326-1:2013 要求	符合 EN 61326-1:2013 要求
最大显示	50000	50000
ACV 最高精度	±0.3%	±0.4%
趋势图捕获功能	有	有
产品图示		
钳形表	Fluke 302+	DT-9180
安规等级	CAT III 600V	CAT II 1000V CAT III 600V
抗雷击脉冲	6kV	6kV
EMC 等级	符合 EN 61326-1:2013 要求	符合 EN 61326-1:2013 要求
ACA 最高精度	±1.5%	±2.5%
DCV 最高精度	±1.0%	±0.5%

产品图示		
红外测温仪	MT4 MAX+	DT-880H
测温范围	-30°C~400°C	-50°C~500°C
精度	±1.5°C或读数的±1.5%，取较大值	±1.5°C或读数的±1.5%，取较大值
重复精度	读数的±0.8%或±1.0°C，取较大值	读数的±1.0%或±1.0°C，取较大值
距离与光点尺寸比 (D:S)	10:1 (在能量为 90%时计算所得)	10:1 (在能量为 90%时计算所得)
响应时间	<500ms (读数的 95%)	<1s
电磁兼容性	EN61326-1:2013 EN61326-2-3:2013	EN61326-1:2013 EN61326-2-3:2013
产品图示		
电能质量分析仪	Fluke 1770 系列	DT-7760
安规等级	CAT III 1000V CAT IV 600V	CAT III 1000V CAT IV 600V
采样频率	50Hz/60Hz	50Hz/60Hz
电能质量标准	IEC 61000-4-30 3.0 版 A 级标准	IEC 61000-4-30 3.0 版 A 级标准
谐波测量标准	IEC 61000-4-7	IEC 61000-4-7
闪变测量标准	IEC 61000-4-15 F1 类	IEC 61000-4-15
精度	0.10%	0.10%
产品图示		

资料来源：华盛昌官网，Fluke 官网，德邦研究所

在环境检测仪器仪表领域，我国企业经过多年的发展，在技术水平和精密加工方面不断提高，行业布局逐步完善，且形成了一定规模的产业体系，国内企业实力明显增强。根据中国环境监测总站发布的调查数据，我国环境检测产品行业集中度大幅提升，形成了一批以雪迪龙、聚光科技等为代表的领先企业。

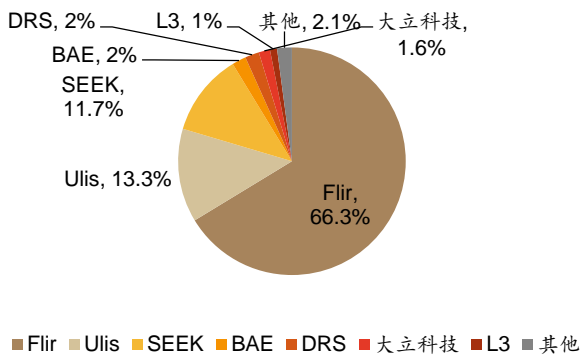
图 15: 华盛昌环境检测仪表领域主要竞争对手简介

公司	简介	主要产品
雪迪龙	成立于 2001 年, 是专业从事环境监测、工业过程分析、智慧环保及相关服务的国家级高新技术企业	包括环境监测系统、过程分析系统、分析仪器仪表等
聚光科技	成立于 2002 年, 是一家以高端仪器装备产品技术为核心的高科技平台型企业	包括激光在线气体分析系统、紫外在线气体分析系统、环境气体监测系统、环境水质监测系统、数字环保信息系统、近红外光谱分析系统等

资料来源: 雪迪龙官网, 聚光科技官网, 德邦研究所

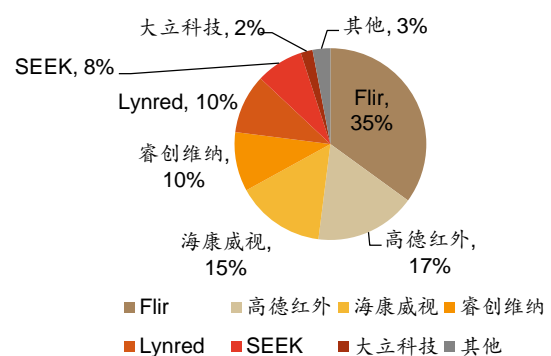
全球民用红外市场由欧美厂商占主导地位, 2020 年国产厂商快速崛起。全球红外市场的竞争整体较为集中, 过去全球红外市场主要由美国 Flir、法国 Ulis、美国 SEEK 等欧美厂商主导, 其中, 2017 年, 全球民用红外龙头 Flir 占据全球民用红外市场约 66.3% 的市场份额。而国内厂商近年来与国际一线品牌的差距不断缩小, 市占率在 2020 年疫情的催化下快速提升, 国产厂商主要有高德红外、海康威视、睿创维纳、久之洋、大立科技等。

图 16: 2017 年全球非制冷红外热像仪行业竞争格局



资料来源: Yole、德邦研究所

图 17: 2020 年全球民用红外热像仪行业竞争格局



资料来源: Yole、德邦研究所

2.3. 政策利好, 国产化加速

国产替代进程加速, 国产厂商市场份额有望提升。当前, 国内仪器仪表的市场份额大部分被国外产品占据, 随着国家自主可控、国产替代政策的逐步落地, 仪器仪表国产替代的进程逐渐加速, 国产厂商的市场份额有望逐步提升。其中, 传感器、智能仪表等关键器件国产替代需求正在加速释放, 国内企业迎来更好的市场进入机会。此前, 公司产品凭借先进的研发设计、优良的产品品质畅销海外多年, 未来, 公司有望充分把握国产替代的时代机遇, 快速拓展国内市场。

“双碳”目标背景下, 公司有望长期受益。“双碳”目标下, 风电、光伏、氢能、储能、新能源汽车等产业将迎来“黄金时代”, 排放监测、节能降耗将为低碳减排起到至关重要的作用。公司在环境监测领域拥有 30 年的测量技术和传感器技术积累, 拥有领先的传感测量技术, 在原有的环境类监测产品的技术基础上, 公司不断根据市场新的需求开发新的环境监测产品, 并结合物联网、大数据技术, 为环境监测提供智慧创新解决方案。“双碳”目标的推进将为公司环境类仪器、传感器开发、相关的物联网环境监测解决方案创造更多的市场空间并长期受益。

图 18: 国产化支持政策梳理

时间	政策名称	相关内容
2021 年 12 月	《中华人民共和国科学技术进步法》	对境内自然人、法人和非法人组织的科技创新产品、服务，在功能、质量等指标能够满足政府采购需求的条件下，政府采购应当购买；首次投放市场的，政府采购应当率先购买，不得以商业业绩为由于以限制。
2021 年 10 月	《中共中央 国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	加快发展新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业。建设绿色制造体系。推动互联网、大数据、人工智能、第五代移动通信（5G）等新兴技术与绿色低碳产业深度融合。
2021 年 6 月	《研发机构采购国产设备增值税退税管理办法》	符合条件的研发机构采购国产设备，按照本办法全额退还增值税。
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	建设重大科技创新平台；加强高端科学仪器设备研发制造。
2020 年 9 月	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加快高端装备制造产业补短板。重点支持工业机器人、建筑、医疗等特种机器人、高端仪器仪表、轨道交通装备等高端装备生产，实施智能制造、智能建造试点示范。
2020 年 3 月	《加强“从 0 到 1”基础研究工作方案》	加强重大科技基础设施和高端通用科学仪器器的设计研发，聚焦高端通用和专业重大科学仪器设备研发、工程化和产业化研究，推动高端科学仪器设备产业快速发展。

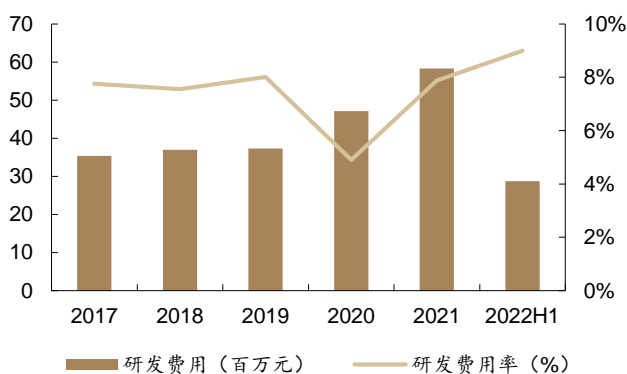
资料来源：中国科学技术部，中国政府网，国家税务总局，德邦研究所

3. 技术优势显著+产能升级，国内外业务将迎突破

3.1. 技术优势显著

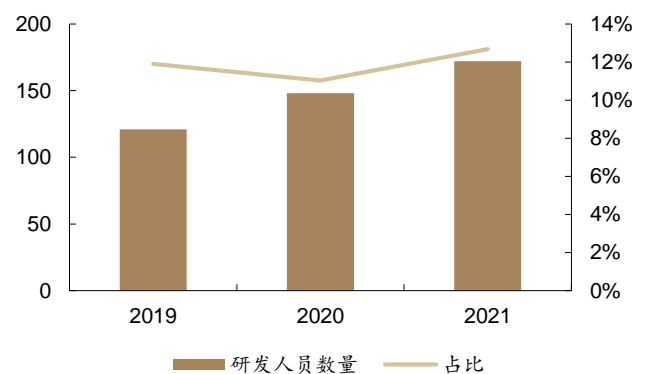
公司注重研发，近五年研发投入持续增长、研发团队逐步扩大。公司研发费用从 2017 年的 3536 万元提升至 2021 年的 5831 万元，分别占主营业务收入的 7.76%、7.88%。从员工数量来看，公司研发团队持续扩大，2021 年规模超 170 人，占公司员工总数 12.68%。

图 19: 2017-2022H1 华盛昌研发费用及研发费用率



资料来源：公司公告，WIND，德邦研究所

图 20: 2019-2021 年华盛昌研发人员数量（人）及占比



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司已形成较强技术优势壁垒。截至 2022 年 H1，公司已掌握了包括电子电力测量技术、环境检测技术、医疗检测技术、MEMS 传感器技术在内的多领域的核心测量测试技术，覆盖行业丰富齐全。同时，截至 2020 年 6 月 30 日，公司还获得了国内外专利 296 项，在专业技术上，公司及子公司拥有发明专利 17 项、实用新型 77 项，有较深的技术优势壁垒。此外，在依托自有研发中心平台和研发团队

队进行技术研发的同时，公司积极开展与院校合作研发的模式，与南方科技大学强强联手，成立 MEMS 传感技术联合实验室，在传感器技术、生物医疗与检测、光学应用及其他领域进行合作研发。在此基础上，公司推出了一系列具有技术突破性的创新产品。

图 21：华盛昌核心技术列举

核心技术	描述
电子电力测量技术	电子安全性能高压保护技术 微信号采样及数据处理技术 无线通信全自动校准技术 轨道移频信号处理技术 交流宽频测量算法
环境检测技术	非制冷红外探测器关键技术 自主研发的自融合红外图像分析技术 红外图像无损实时缩放技术 具有烟气、尾气分析技术，对碳排放进行监控分析 行业领先的颗粒物检测技术
医疗检测技术	人体红外测温标杆企业 血压、血氧、呼吸检测等技术 IVD 体外诊断的荧光定量 PCR 分析技术
MEMS 传感器技术	自主研发芯片级 MEMS 红外测温传感器 高精度燃料电池型 MEMS 电化学酒精传感器 小体积、低成本、高集成等特性

资料来源：公司路演推介材料，德邦研究所整理

图 22：华盛昌 MEMS 电化学酒精传感器、与南方科技大学材料科学与工程系 MEMS（微机电）传感技术联合实验室揭牌仪式



资料来源：路卡官网，南方科技大学官网，德邦研究所

公司也是行业内少数同时具备专业化、定制化、一站式产品研发及生产能力的一流企业。依托于强大的研发团队，公司定制化业务发展迅速。与国内轨道交通领域专业客户合作，为客户研发、设计和生产轨道交通领域的铁路信号智能测试终端检测设备，广泛应用于轨道信号的高精度测量和信息传输；与英国高端品牌客户合作研发了新能源汽车充电桩的检测仪，性能技术指标优于行业同类产品。

3.2. 国内外业务并举

公司主要的收入来源于国外地区，国内收入增长迅速。2017-2021 年，公司国外收入占比维持在 78%-93%，主要系公司产品定位较为高端，产品研发设计精良，受欧美等发达国家客户青睐。2021 年的海外市场销售额为 6.66 亿元，相比 2019 年海外销售额 4.31 亿增长 54.5%；相比 2019 年，公司 2021 年国内销量

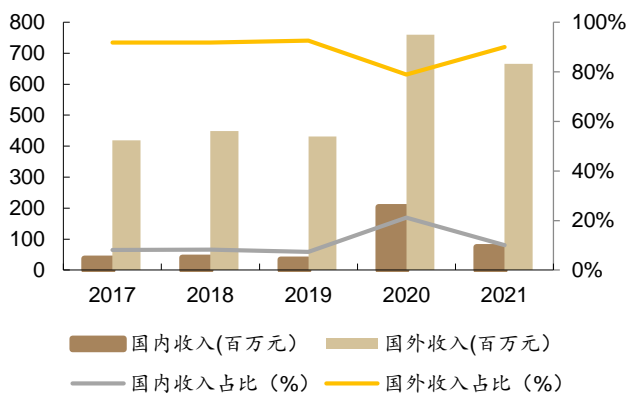
占比增加将近一倍。

图 23: 华盛昌全球销售市场布局



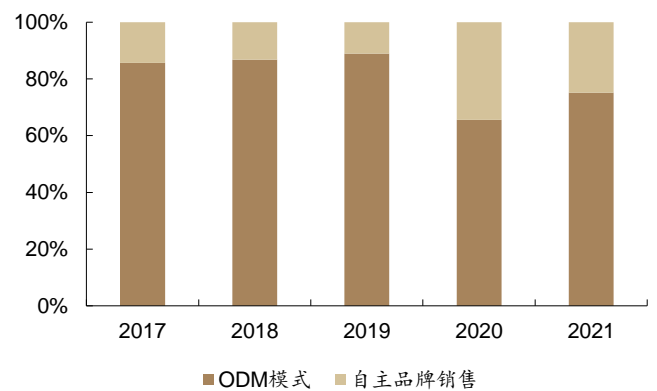
资料来源: 公司官网、德邦研究所

图 24: 2017-2021 年华盛昌国内外收入及收入占比



资料来源: 公司公告, WIND, 德邦研究所

图 25: 2017-2021 年华盛昌营业收入分销售模式占比

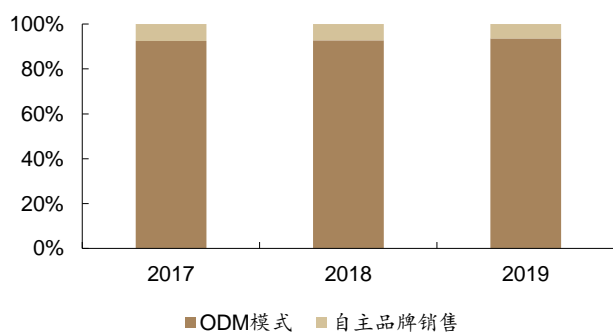


资料来源: 公司招股说明书, 公司 2021 年年报, 德邦研究所

3.2.1. 稳抓海外市场

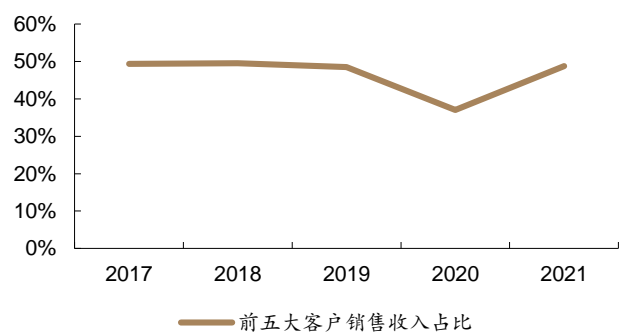
对海外成熟市场, 公司主要采用 ODM 模式, 为 Klein Tools、Flir、Ridge 等知名品牌进行自主设计和生产, 2017-2021 年, 前五大客户持续为公司贡献稳定收入。

图 26: 2017-2019 年华盛昌外销收入构成



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

图 27: 2017-2021 年华盛昌前五大客户收入占比



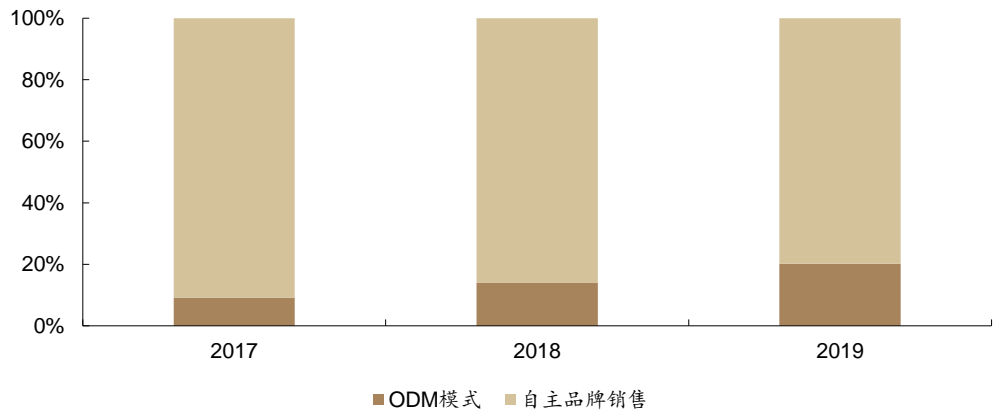
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

此外，公司也在逐渐加大在海外市场推广自主品牌的力度，积极培育自主品牌市场，2021年，公司自主品牌中标欧洲国家政府项目，为自主品牌发展迈出了坚实的一步。同时，公司积极布局新兴市场，自主品牌“CEM”已逐步实现销往俄罗斯、印度、土耳其等国家。

3.2.2. 加码国内市场

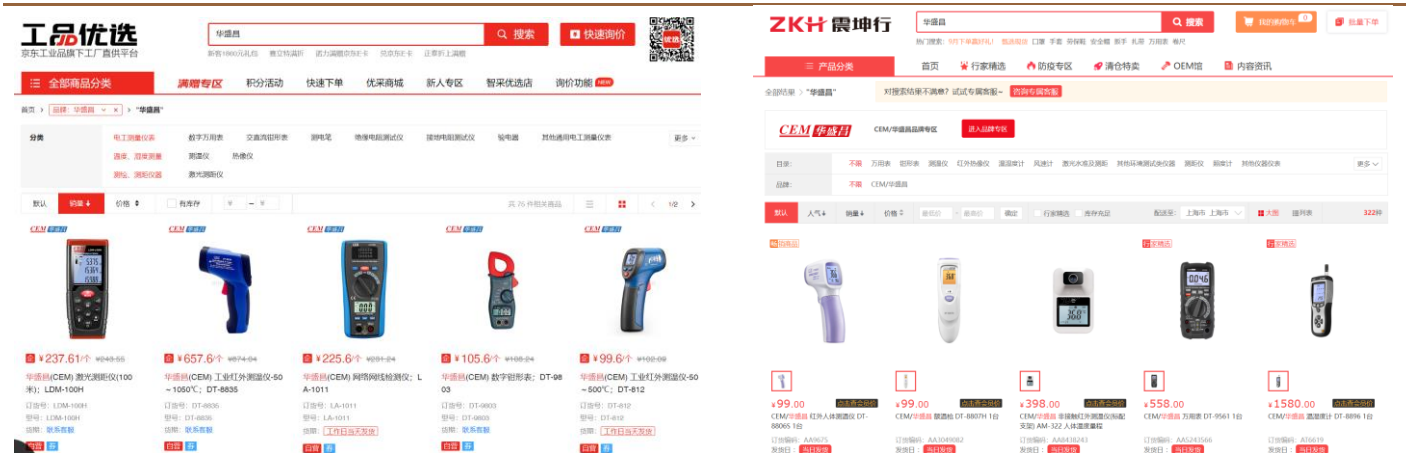
公司在国内市场销售以自主品牌为主，公司产品已在京东工业品、震坤行等线上平台上线，利用线上线下优势互补的协同效应，进一步为公司布局国内市场提供保障，为自主品牌打造市场知名度。同时，公司正通过建立营销网络、搭建代理商制度等途径加强国内市场渠道建设和品牌推广，以开发国内客户、挖掘国内市场空间。

图 28：2017-2019 年华盛昌内销收入构成



资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

图 29：华盛昌部分产品在京东工业、震坤行线上平台销售情况展示



资料来源：京东工业，震坤行，德邦研究所

3.3. 产能将迎升级

根据公司招股说明书，公司通过“华盛昌仪器仪表巴中生产基地建设项目”新建生产车间并引入先进生产设备，扩大现有产能。项目建成达产后，能一定程度解决目前公司的产能瓶颈问题，届时，公司将逐步深入我国内陆市场，进一步细分产品销售市场，更好地参与到国内市场竞争中。

根据公司公告，全资子公司华盛昌惠州公司投资4亿元建设智能传感测量仪研发生产基地，在原募投项目扩大产能的基础上，新增消费电子类产品、医疗检测类产品，以及传感器模组的产线建设，丰富产品结构并完善产业布局，推动智能传感测量检测业务和其他新型业务的发展。预计项目建成后将提高公司整体实力和综合竞争力。

图 30：华盛昌调整后募投项目投资金额（万元）及项目达到预定可使用状态日期

项目名称	投资总额（万元）	项目达到预定可使用状态日期
华盛昌仪器仪表巴中生产基地建设项目	6000	2022年12月31日
华盛昌智能传感测量仪研发生产项目	18943.82	2024年12月31日
总部及研发中心建设项目	15944	2027年6月30日
国内运营及营销网络建设项目	611.88	已终止

资料来源：公司公告，德邦研究所

4. 盈利预测与估值

1、电力电工类：公司数字万用表、钳形表、红外测温仪、电能质量分析仪等产品的核心性能指标可对标全球头部厂商福禄克，在电网改造、新能源储能产品推出及国产替代驱动下，公司有望突破更多市场份额，预计2022-2024年，公司该领域收入有望保持20%左右的增速增长，对应收入4.00/4.72/5.76亿元。毛利率维持稳定。

2、环境检测类：环境检测行业市场规模稳定增长，国产厂商竞争实力持续提升，2022-2024年，预计公司该领域收入有望持续提升，以16%/16%/20%的增速增长，对应2.88/3.34/4.01亿元收入。毛利率维持稳定。

3、医疗、建筑与汽车检测类：疫情期间，公司凭借PCR仪切入了IVD医疗领域，在自研传感器基础上，公司开始拓展智能穿戴设备等ToC市场，预计2022-2024年，公司该领域将加速增长，有望实现0.78/0.86/0.94亿元的收入。毛利率维持稳定。

综上，预计2022-2024年公司将实现8.56/9.96/11.91亿元收入，对应归母净利润1.78/2.10/2.50亿元，17.04x/14.43x/12.11xPE。参考电工电力、环境检测等领域主要国产仪器仪表厂商估值，给予公司“增持”评级。

图 31: 华盛昌盈利预测

(百万元, %)	2021A	2022E	2023E	2024E
电工电力类	339.20	400.26	472.31	576.22
YOY	23.8%	18.0%	18.0%	22.0%
毛利率	35.2%	35.2%	35.2%	35.2%
环境检测类	248.41	288.15	334.26	401.11
YOY	6.2%	16.0%	16.0%	20.0%
毛利率	50.7%	50.7%	50.7%	50.7%
医疗、建筑与汽车检测类	74.26	77.97	85.77	94.34
YOY	-81.1%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	37.9%	37.9%	37.9%	37.9%
其他类	78.18	89.91	103.40	118.91
YOY	27.9%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	31.5%	31.5%	31.5%	31.5%
合计	740.05	856.29	995.73	1,190.57
YOY	-23.1%	15.7%	16.3%	19.6%
毛利率	40.3%	40.2%	40.2%	40.2%

资料来源: WIND, 德邦研究所预测

图 32: 可比公司估值 (2022/9/30)

证券公司代码	证券简称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			EPS (元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688628.SH	优利德	25.67	1.47	1.94	2.43	1.33	1.76	2.20	17.47	13.22	10.59
002658.SZ	雪迪龙	48.08	2.84	3.29	4.27	0.45	0.52	0.68	16.91	14.61	11.27
300203.SZ	聚光科技	139.15	2.38	3.52	4.77	0.53	0.78	1.05	58.45	39.59	29.20
688002.SH	睿创微纳	169.58	5.60	8.13	10.80	1.26	1.82	2.42	30.27	20.85	15.71
002214.SZ	大立科技	74.01	1.99	2.40	2.94	0.33	0.40	0.49	37.19	30.84	25.17
	平均					0.78	1.06	1.37	32.06	23.82	18.39
002980.SZ	华盛昌	30.33	1.78	2.10	2.50	1.34	1.58	1.88	17.04	14.43	12.11

资料来源: WIND, 德邦研究所

*华盛昌为德邦研究所预测数据, 可比公司为 Wind 一致性预测

5. 风险提示

原材料价格上涨风险;

行业竞争加剧风险;

汇率波动风险;

募集资金投资项目未能达到预期收益的风险等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.12	1.34	1.58	1.88
每股净资产	7.97	8.20	9.78	11.66
每股经营现金流	0.24	2.52	0.24	2.18
每股股利	1.10	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	27.15	17.04	14.43	12.11
P/B	3.82	2.77	2.33	1.95
P/S	4.10	3.54	3.05	2.55
EV/EBITDA	20.14	12.37	10.62	8.01
股息率%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	40.3%	40.2%	40.2%	40.2%
净利润率	20.1%	20.8%	21.1%	21.0%
净资产收益率	14.0%	16.3%	16.1%	16.1%
资产回报率	12.4%	14.0%	14.2%	13.9%
投资回报率	13.0%	15.0%	14.7%	14.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-23.1%	15.7%	16.3%	19.6%
EBIT 增长率	-59.9%	20.5%	16.6%	20.0%
净利润增长率	-55.9%	19.6%	18.1%	19.1%
偿债能力指标				
资产负债率	11.2%	14.2%	11.7%	13.5%
流动比率	9.0	6.7	8.1	6.8
速动比率	6.7	5.5	6.1	5.3
现金比率	3.4	3.3	3.4	3.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	55.0	47.7	44.8	49.2
存货周转天数	171.7	155.5	149.5	158.9
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	32.0	20.4	19.0	18.7

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	149	178	210	250
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	29	10	13	16
非经营收益	-7	-0	-1	-1
营运资金变动	-138	148	-190	26
经营活动现金流	33	336	32	290
资产	-36	-49	-49	-55
投资	0	0	0	0
其他	216	1	1	2
投资活动现金流	180	-49	-48	-54
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-164	-147	-1	-1
融资活动现金流	-164	-147	-1	-1
现金净流量	46	140	-16	236

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为9月30日
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	740	856	996	1,191
营业成本	442	512	595	712
毛利率%	40.3%	40.2%	40.2%	40.2%
营业税金及附加	5	8	9	11
营业税金率%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	46	52	60	72
营业费用率%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	36	46	54	65
管理费用率%	4.9%	5.4%	5.4%	5.4%
研发费用	58	59	69	83
研发费用率%	7.9%	6.9%	6.9%	6.9%
EBIT	160	193	225	270
财务费用	-0	-12	-16	-16
财务费用率%	-0.0%	-1.4%	-1.6%	-1.3%
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	2	1	1	2
营业利润	169	205	242	287
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	169	205	242	287
EBITDA	182	203	237	285
所得税	20	27	32	36
有效所得税率%	11.8%	13.2%	13.1%	12.7%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	149	178	210	250

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	412	552	536	772
应收账款及应收票据	125	103	145	180
存货	253	189	305	323
其它流动资产	294	279	302	295
流动资产合计	1,084	1,123	1,289	1,570
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	23	42	52	64
在建工程	49	60	75	90
无形资产	5	6	7	7
非流动资产合计	112	152	188	228
资产总计	1,196	1,275	1,477	1,797
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	65	105	87	147
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	56	63	73	83
流动负债合计	121	168	159	230
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	13	13	13	13
非流动负债合计	13	13	13	13
负债总计	134	181	173	243
实收资本	133	133	133	133
普通股股东权益	1,062	1,093	1,304	1,554
少数股东权益	0	0	0	1
负债和所有者权益合计	1,196	1,275	1,477	1,797

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。