

2023年06月01日
浩洋股份(300833.SZ)

ESSENCE

公司深度分析

全球舞台灯光龙头， 新产能打开新空间

浩洋股份：全球舞台灯光细分龙头，盈利能力优异。公司系全球中高端舞台娱乐灯光设备龙头，以出口欧美市场为主，ODM+OBM 双轮驱动，拥有“TERBLY”、“AYRTON”两大自有品牌。截至2023年5月公司实控人蒋伟楷家族合计持股72.67%，股权结构集中稳定。2022年开始公司业绩快速复苏，2022年实现营收12.23亿元，较2019年增长44.69%；实现归母净利润3.56亿元，较2019年增长81.49%。公司盈利中枢显著抬升，2017-2022年毛利率增长9.40pct至50.18%，主要得益于自主品牌放量与产品结构优化。舞台灯光设备贡献公司主要收入，2022年占比为92%；海外为公司主要市场，2022年占比为94%。

海外演出市场快速复苏重回高景气，国内市场修复弹性可期：演艺灯光设备应用领域为现场演出，包括音乐、戏剧、旅游演出。2019年全球现场演出收入达371亿美元（2641亿人民币），疫前全球现场娱乐需求稳健增长，2017-2019年全球现场演出收入GAGR达9.4%。我们测算2022-2024年全球中高端舞台灯光设备市场规模有望以17.1%的CAGR从42亿美元（302亿人民币）增长至58亿美元（413亿人民币）。1）海外市场方面，2020年受疫情冲击回落后，伴随2021年海外各国限制活动政策陆续放松，下游演艺市场逐步回暖。其中，最主要市场音乐演出具备高端消费属性，具备较强抗周期属性，率先完成修复且已超越疫前水平，23年持续景气。根据全球最大规模的演唱会推手Live Nation数据，22H2（代表22Q3-23Q2需求）Live Nation演唱会排期达2.5万场，同比增长63%，相较19H2增长12%。2）国内市场方面，2020-2021年我国演艺活动整体受限未完全修复，2022年中国演出市场总体经济规模为244亿元，恢复至2019年的43%。伴随2022年末疫情防控政策优化，2023年需求有望短期回补。全球演艺灯光行业集中度较低，CR3为14%。全球舞台演艺灯光设备龙头根据销售市场及生产地可分为4种模式，其中海外品牌+中国生产型企业能够率先洞察终端需求，同时受益国内产业链优势，具较强竞争力。

技术领先打造核心产品竞争力，品牌、渠道护城河优势显著：1）下游演艺行业对中高端、创新舞台灯光需求强烈，对价格较不敏感。公司重视研发创新，坚持高研发投入，凭借规模全球领先优势，研发投入高于可比公司（2022年研发费用为0.58亿元）。公司技术创新领先，快速迭代高端核心产品满足市场需求，通过推陈出新获得较高附加值与盈利能力，2017-2022年公司舞台娱乐灯光产品毛利率自42%增长至51%。2）浩洋股份ODM、OBM双轮驱动，ODM绑定优质客户，与全球领先专业舞台灯光品牌合作稳固；17年收购欧洲高端品牌法国AYRTON后获得稀缺品牌资源赋能，同时打开与终端客户直接沟通通路，更加及时洞察终端需求。并购后公司国内制造优势与AYRTON海外品牌优势协同良好，AYRTON实现快速放量，2017-2022年公司OBM营收CAGR达31%。同时公司自有中高端品牌TERBLY有望持续开拓国内等新兴市场。3）产能方面，公司背靠产业集群，扩产及生产成本较低，预计募投项目中演艺灯光设备均价为1.4-1.5万元，平均投资额仅1.2-1.4万元。公司募投项目预计于2023年12月开始逐步投产、产能共将增加7万台，成长空间可期。

证券研究报告

其他专用机械

投资评级

买入-A
首次评级

12个月目标价

138.46元

股价(2023-06-01)

108.92元

交易数据

总市值(百万元)	9,116.59
流通市值(百万元)	5,787.81
总股本(百万股)	84.33
流通股本(百万股)	53.54
12个月价格区间	80.68/120.0元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.1	9.4	41.0
绝对收益	-1.6	2.8	33.9

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

投资建议：我们预计浩洋股份 2023-2025 年营业收入为 15.67、19.95、24.76 亿元，同比增长 28.12%、27.34%、24.14%，归母净利润为 4.71、5.87、7.53 亿元，同比增长 32.25%、24.52%、28.46%，对应 PE 估值 19.4x、15.5x、12.1x，给予 23 年 25xPE，对应目标价 138.46 元，首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

风险提示：下游需求不及预期风险、国际贸易摩擦风险、汇率大幅波动风险、技术研发及新产品开发风险、核心技术人员流失及核心技术泄密风险、产能扩张不及预期风险、盈利预测及假设不及预期的风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	618.1	1,222.7	1,566.5	1,994.8	2,476.3
净利润	136.0	356.2	471.0	586.5	753.5
每股收益(元)	1.61	4.22	5.59	6.96	8.94
每股净资产(元)	21.99	25.44	31.03	37.99	46.92

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	67.1	25.6	19.4	15.5	12.1
市净率(倍)	4.9	4.2	3.5	2.8	2.3
净利润率	22.0%	29.1%	30.1%	29.4%	30.4%
净资产收益率	7.3%	16.6%	18.0%	18.3%	19.0%
股息收益率	0.7%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	31.6%	74.5%	81.0%	74.8%	72.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 全球舞台灯光细分龙头，盈利能力优异	5
1.1. ODM+OBM 双轮驱动，深耕海外市场	5
1.2. 股权结构集中稳定，管理层从业经验丰富	5
1.3. 22 年业绩快速复苏，盈利能力持续向上	7
2. 海外市场重回高景气，国内市场修复弹性可期	9
2.1. 海外演出率先复苏，国内市场稳步恢复	9
2.2. 全球集中度待提升，海外品牌商优势明显	16
3. 技术领先打造核心产品竞争力，品牌、渠道护城河优势显著	18
3.1. 技术研发能力出众，产品迭代紧跟市场需求	18
3.2. 全球知名品牌赋能加速占领市场，ODM 绑定优质客户	20
3.3. 募投扩建项目将落地，新产能新成长	24
4. 盈利预测与估值	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1. 浩洋股份发展历史	5
图 2. 浩洋股份股权结构（截至 2023.5.30）	6
图 3. 浩洋股份营业收入及增速	7
图 4. 浩洋股份归母净利润及增速	7
图 5. 浩洋股份营收拆分（分产品）	8
图 6. 浩洋股份营收拆分（分区域）	8
图 7. 浩洋股份毛利率、净利率	8
图 8. 浩洋股份各产品毛利率	8
图 9. 浩洋股份各费用率	9
图 10. 浩洋股份与可比公司期间费用率	9
图 11. 舞台灯光发展历程	9
图 12. 全球现场演出票务总收入（扣除体育演出）	10
图 13. 欧美现场演出相关防疫政策梳理	10
图 14. 全球 TOP100 音乐巡回演出票房收入	11
图 15. Live Nation 演唱会收入	11
图 16. Live Nation 年度预测演唱会数量、预测门票数量	12
图 17. Live Nation 年度预测演唱会数量、预测门票数量同比增速	12
图 18. Live Nation 季度预测演唱会数量、预测门票数量	12
图 19. Live Nation 季度预测演唱会数量、预测门票同比增速	12
图 20. 百老汇演出季总收入及增速	13
图 21. 百老汇演出季周度观众数量(百万人次)	13
图 22. 全球排名前 10 的主题公园集团游客情况	13
图 23. 全球排名前 25 的主题公园游客情况	13
图 24. 中国演出市场总体经济规模	14
图 25. 中国主要演出类型演出场次	14
图 26. 中国演出市场总体经济规模构成（2021 年）	14
图 27. 中国居民人均教文娱消费支出	14



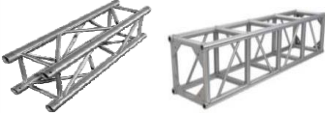

图 28. 国内文化活动与传媒地方公共财政支出	15
图 29. 中国艺术场馆数量	15
图 30. 舞台灯光设备产业链	17
图 31. 公司历年专利数量	19
图 32. 公司核心技术产品收入及占比	19
图 33. 公司研发费用及占比	19
图 34. 公司研发人员数量	19
图 35. 公司前五大客户占比	20
图 36. 公司营收按销售模式拆分	21
图 37. 公司营收按市场拆分	21
图 38. 公司部分 ODM 客户历年销售收入占比	21
图 39. 公司 ODM 毛利率	21
图 40. AYRTON 发展历史	22
图 41. AYRTON 营收及占比	23
图 42. 公司与法国 AYRTON 舞台娱乐灯光产品均价	23
图 43. AYRTON 产品迭代历程	23
图 44. TERBLY 毛利率	24
图 45. TERBLY 应用于 2020 年央视春晚	24
图 46. 公司各产品产能	25
图 47. 公司各产品产能利用率	25
表 1: 浩洋股份产品矩阵	5
表 2: 浩洋股份员工持股计划基本情况	6
表 3: 浩洋股份管理团队履历	6
表 4: 舞台灯光光源迭代情况	9
表 5: 全球中高端舞台演艺灯光设备市场规模	11
表 6: 文化演出相关政策	15
表 7: 舞台演艺灯光设备相关政策	15
表 8: 海外演艺灯光设备知名品牌	16
表 9: 国内演艺灯光设备领先制造商	17
表 10: 海内外舞台演艺灯光设备龙头对比	18
表 11: 公司部分核心技术	19
表 12: 公司前五大 ODM 客户	22
表 13: 公司扩产效用及成本	24
表 14: 公司演艺灯光设备生产基地升级扩建项目产品品类及产能	25
表 15: 演艺灯光设备生产基地升级扩建项目品类及产能规划	25
表 16: 浩洋股份营收拆分与盈利预测	26
表 17: 浩洋股份与可比公司估值	27

1. 全球舞台灯光细分龙头，盈利能力优异

1.1. ODM+OBM 双轮驱动，深耕海外市场

全球中高端舞台灯光细分龙头，深耕海外市场。公司成立于 2005 年 3 月 17 日，是一家集舞台娱乐灯光设备、建筑照明设备和桁架等产品研发、生产与销售为一体的高新技术企业。公司为全球中高端舞台灯光细分龙头，我们测算在全球中高端舞台灯光市场市占率约 4%。公司坚持技术创新，深耕行业十余年，在演艺灯光设备的造型、电子、光学、热学、机械结构及控制系统等技术领域拥有多项自主知识产权。公司为国家文化出口重点企业，工信部认定的“制造业单项冠军示范企业”、“专精特新小巨人企业”，海关认定的“AEO 高级认证企业”。公司以出口欧美市场为主，以 ODM、OBM 双轮驱动，拥有“TERBLY”、“AYRTON”两大自有品牌。

表1：浩洋股份产品矩阵

产品分类	细分种类	图示	特点	应用
舞台娱乐灯光设备	摇头灯：图案灯、染色灯、光束灯、频闪灯； 静态灯：染色灯、追光灯、聚光灯、成像灯		能够随着演出剧情的发展，以光色及其变化营造环境、渲染气氛、突出中心人物，创造舞台空间感、时间感，塑造舞台演出的外部形象	应用于大型活动舞台、剧院、电视演播厅等
建筑照明灯光设备	户内洗墙灯、建筑洗墙灯、建筑投光灯、建筑矩阵灯、景观照明埋地灯		渲染建筑物，提高其观赏性	应用于城市景观照明
桁架	插销式桁架、螺丝式桁架		由铝合金杆件彼此在两端连接而成的结构	应用于搭建演出舞台、悬挂和固定演艺灯具等
紫外线消毒设备	紫外线消毒灯、紫外线空气消毒净化器		利用高强度的紫外线杀菌灯照射，破坏细菌和病毒的 DNA 等内部结构	应用于杀灭病原微生物的消毒装置

资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

图1. 浩洋股份发展历史

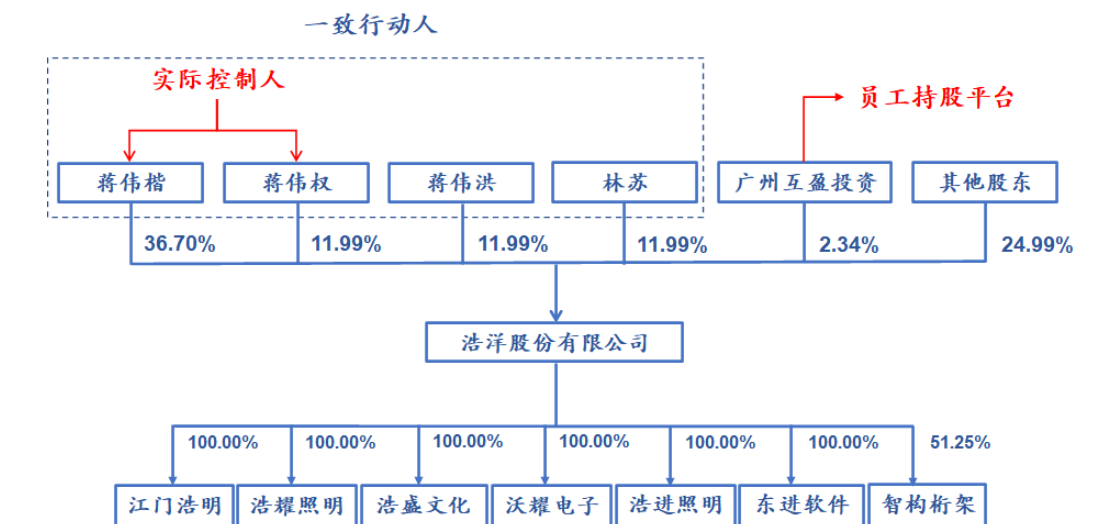


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.2. 股权结构集中稳定，管理层从业经验丰富

公司为家族企业，股权结构集中稳定。公司实际控制人为公司董事长蒋伟楷及董事蒋伟权。蒋伟楷及其兄弟蒋伟权和蒋伟洪、姐夫林苏为一致行动人，截至 2023 年 5 月末，四人共持有公司 72.67% 的股份，拥有公司绝对控制权。

图2. 浩洋股份股权结构（截至 2023.5.30）



资料来源：wind，安信证券研究中心

员工持股计划调动核心员工积极性。2022 年 11 月 29 日，公司首次实施员工持股计划，对象为公司核心管理人员，包括公司董事、监事、高级管理人员、关键前中后台员工，拟筹集资金总额不超过 3000 万元，所获标的股票分三批解锁，解锁时间分别为自公司公告最后一笔标的股票过户至持股计划名下之日起算满 12 个月、24 个月和 36 个月，对应解锁比例分别为 40%、30%、30%。

表2：浩洋股份员工持股计划基本情况

解锁安排	解锁时间	解锁比例
第一批解锁	自公司公告最后一笔标的股票过户至持股计划名下之日起算满 12 个月	40%
第二批解锁	自公司公告最后一笔标的股票过户至持股计划名下之日起算满 24 个月	30%
第三批解锁	自公司公告最后一笔标的股票过户至持股计划名下之日起算满 36 个月	30%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司核心管理层经验丰富，技术功底深厚。公司董事长兼总经理蒋伟楷，为技术背景出身，拥有逾 30 年行业经验，曾任番禺隆辉电子有限公司工程师、番禺区石基金海五金灯饰厂工程师。董事长蒋伟楷仍在技术上持续钻研积累，躬行产学研结合，1989 年于广东工业大学就读应用电子技术专业，现 52 岁重返母校攻读机械专业博士学位。自 2005 年创办公司，蒋伟楷致力于专业灯光技术领域的技术改革、自主研发，个人申请获得超 50 项国内外技术专利，并携浩洋电子问鼎世界专业灯光市场。公司副总经理、研发总监黄前程拥有全球照明龙头品牌研发管理经验，曾任欧司朗照明研发经理、美的照明研发总监。

表3：浩洋股份管理团队履历

姓名	职位	简介
蒋伟楷	董事长、总经理	历任番禺隆辉电子有限公司工程师，深圳超顺发电机有限公司销售经理，番禺区石基金海五金灯饰厂工程师，广州市番禺区南村金海灯光音响器材厂总经理，广州市番禺区桥沙头金洋灯光音响器材厂总经理；2004 年 3 月至 2011 年 8 月任公司董事兼总经理，2011 年 8 月至 2016 年 7 月任公司董事长；2016 年 7 月至今，任公司董事长兼总经理。

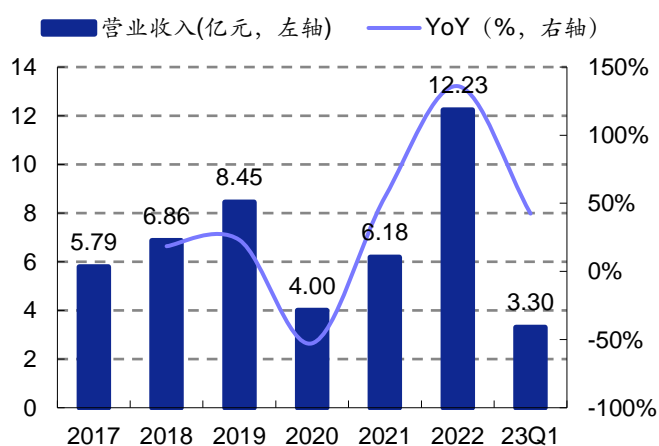
许凯棋	董事、财务总监	历任番禺隆辉电子有限公司技术员/助理工程师，番禺邦腾化工有限责任公司会计/科长，番禺迅捷化工有限公司财务经理，番禺宏远家具制造有限公司财务经理，番禺区桥沙头金洋灯光音响器材厂财务部主管；2010年3月至2016年7月任公司财务部主管兼信息部主管；2016年7月至今任公司董事、财务总监。
劳杰伟	董事、董秘	曾任广东明盛律师事务所实习律师/律师；2012年3月至2016年7月任公司总经理办助理兼法务；2016年7月至今任公司董事、董事会秘书。
肖翠娟	副总经理	曾任广州市亚太行科技贸易有限公司外销业务员；2005年8月至2018年3月，任公司国际业务部销售总监；2018年3月至今，任公司副总经理、国际业务部销售总监。
谢诚之	副总经理	曾任浙江昌盛电气股份有限公司执行副总经理；2012年3月至2018年3月，任公司生产部总监；2018年3月至今任公司副总经理、生产部总监。
黄前程	副总经理	历任欧司朗（中国）照明有限公司研发经理，美的照明有限公司研发总监，深圳艾比森光电股份有限公司研发经理，深圳珈玮照明股份有限公司高级项目经理/产品经理；2015年8月至2018年3月任公司研发总监；2018年3月至今，任公司副总经理、研发总监。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3.22 年业绩快速复苏，盈利能力持续向上

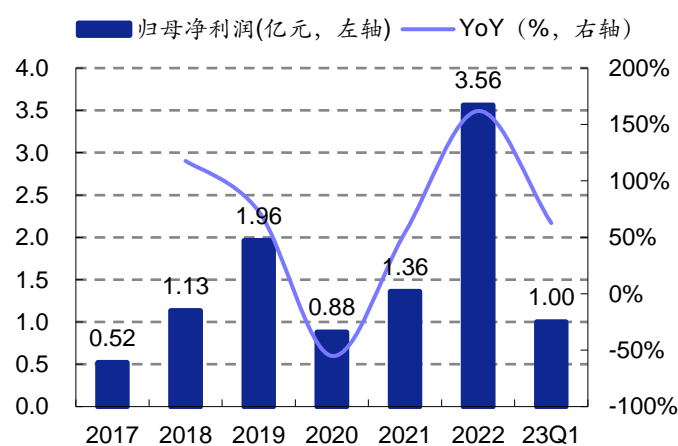
公司 2022 年业绩快速复苏，已大幅超越疫前水平，23Q1 业绩持续高增。欧美市场对演艺灯光设备中高端产品的需求旺盛，公司定位于欧美中高端市场，持续优化迭代高端新品，充分受益欧美高景气市场，同时收购 AYRTON 品牌整合成效良好，实现快速放量。2017-2019 年新冠肺炎疫情前公司业绩稳增，营收从 5.79 亿元增长至 8.45 亿元，年复合增速为 20.80%；归母净利润从 0.52 亿元增长至 1.96 亿元，年复合增速为 94.08%。2020 年公司业绩受疫情扰动影响承压，归母净利润同比下降 55.09%。2021 年以来，伴随海外演艺活动的限制政策逐步放松，演艺行业景气度边际修复，公司业绩迎来快速修复。2022 年公司业绩已快速复苏大幅超越疫情前，实现营收 12.23 亿元，相比 2019 年增长 44.72%；归母净利润 3.56 亿元，相比 2019 年增长 81.49%。23Q1 公司营收、归母净利润持续高增，同比增速分别为 42.47%、62.65%。

图3. 浩洋股份营业收入及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

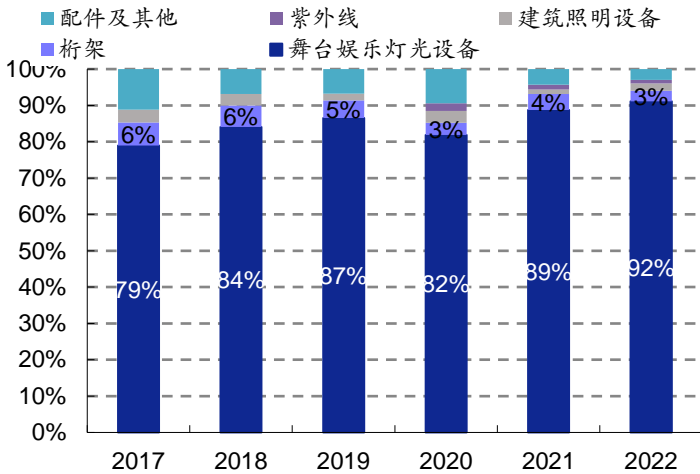
图4. 浩洋股份归母净利润及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

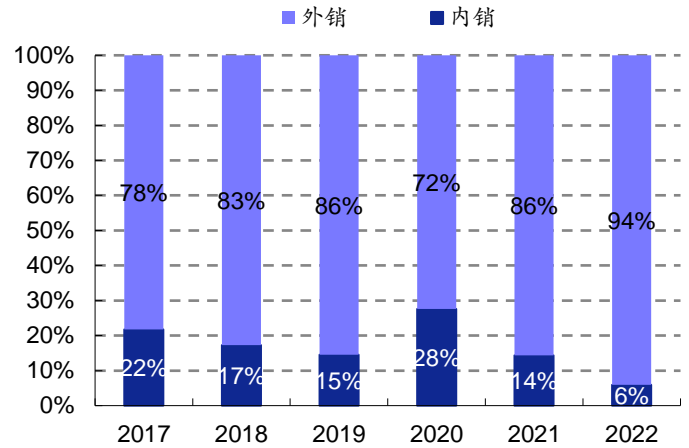
舞台灯光设备为主要产品，海外市场贡献主要收入。舞台灯光设备为公司主要产品，2022 年收入占比为 92%。公司主要市场为海外地区，疫情前 2019 年占比达 86%。2020 年疫情致海外需求下行、运输不畅，海外占比收缩至 72%。2021-2022 年，由于欧美防疫政策率先解除限制，而内地需求修复较慢，海外收入占比短期快速提升，自 86%提升至 94%。

图5. 浩洋股份营收拆分 (分产品)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

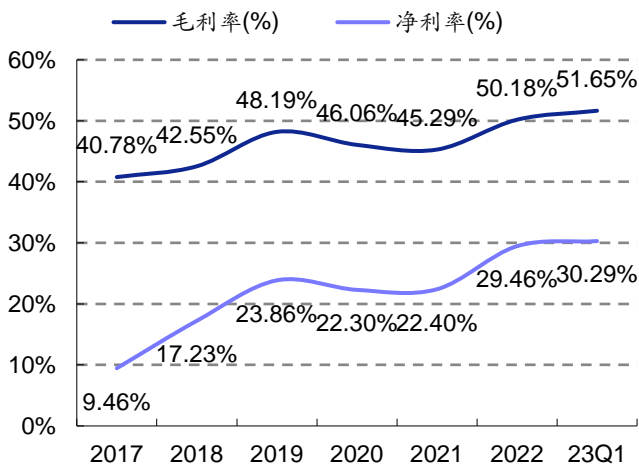
图6. 浩洋股份营收拆分 (分区域)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

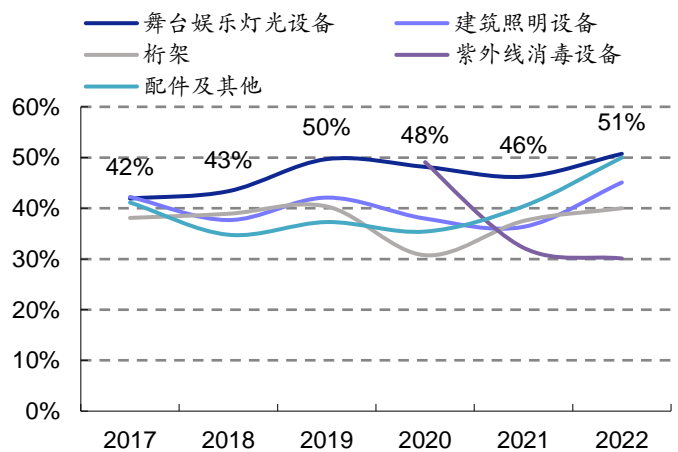
自主品牌放量+产品结构优化, 盈利中枢显著抬升。从产品结构来看, 公司主要产品舞台灯光设备收入毛利率显著高于其他产品, 且公司持续推出满足市场需求、品质更强、功能更完善的新产品, 高附加值的中高端产品占比不断提升, 带动公司整体盈利能力向上。从渠道结构来看, 2017 年公司完成法国 AYRTON 的 100% 股权收购, 以 OBM 模式加速开拓欧美高端市场, 自有品牌 AYRTON 能够享受品牌溢价, 公司整合良好, OBM 毛利率显著增长。2017-2022 年, 公司毛利率自 40.78% 增长 9.40pct 至 50.18%。费用方面, 由于公司外销业务占比较大, 在人民币贬值背景下, 汇兑收益增长使得财务费用率降低, 2017-2022 年下降 6.93pct。同时公司积极降本增效, 叠加规模效应, 期间费用率有所下降, 2017-2022 年自 28.10% 下降 13.35pct 至 14.75%。

图7. 浩洋股份毛利率、净利率



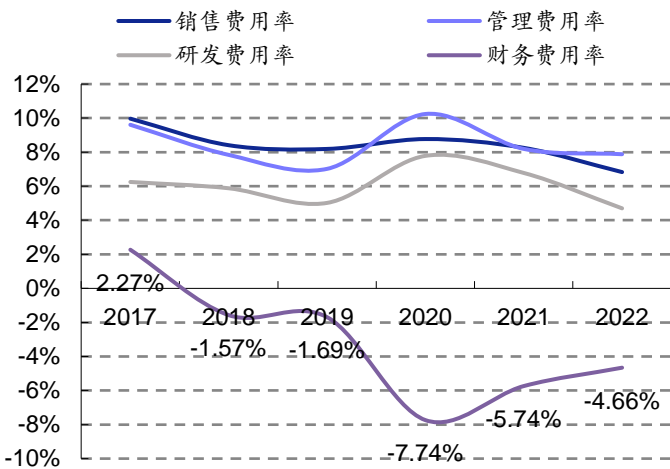
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图8. 浩洋股份各产品毛利率



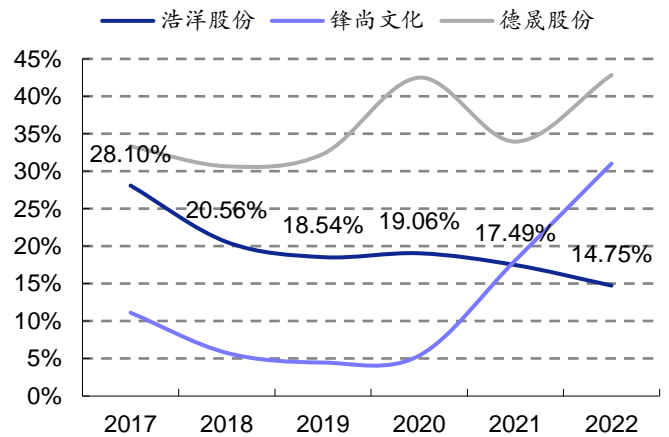
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图9. 浩洋股份各费用率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图10. 浩洋股份与可比公司期间费用率



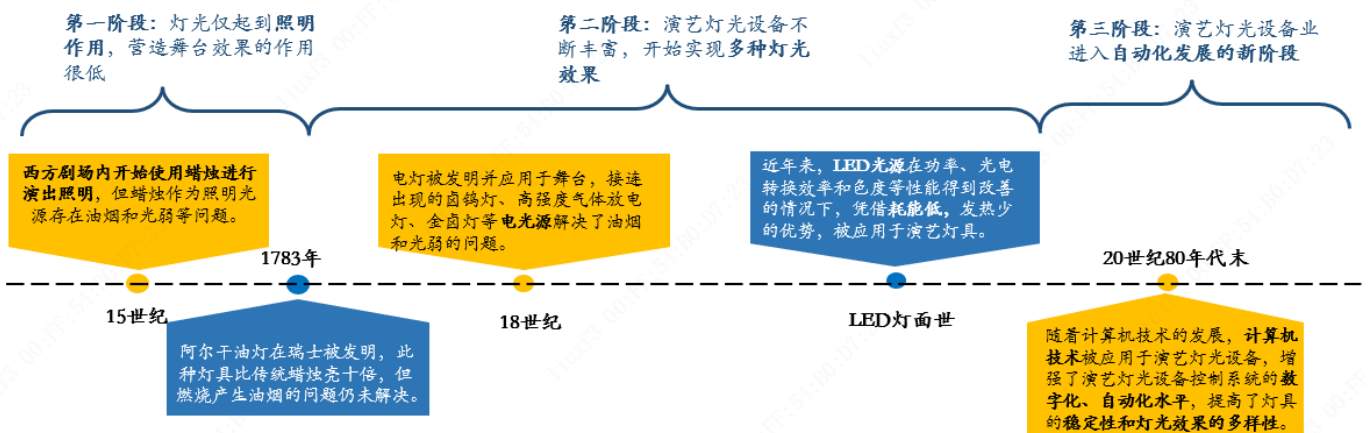
资料来源: wind, 安信证券研究中心(注: 选择主营业务与浩洋股份接近的锋尚文化(主营舞台、演艺专业灯光以及建筑景观灯光的研发、生产和销售)、德晟股份(主营剧院演出场所灯光音响工程设计、制作、器材租赁等)作为可比公司)

2. 海外市场重回高景气，国内市场修复弹性可期

2.1. 海外演出率先复苏，国内市场稳步恢复

演艺灯光设备主要应用于音乐会等现场演出，伴随技术进步持续迭代升级。演艺灯光设备能够随着演出剧情的发展，以光色及其变化营造环境、渲染气氛、突出中心人物，创造舞台空间感、时间感，塑造舞台演出的外部形象。演艺灯光主要下游应用领域为现场演出，包括音乐演出、戏剧演出、旅游演出、主题公园等。按灯具的使用类型，演艺灯光可分为图案灯、染色灯、光束灯、多合一灯和视频灯。演艺灯光设备伴随光源、计算机等其他领域技术进步持续迭代升级。演艺灯光在光源方面持续向高亮度、低耗能、小体积升级，主流光源先后为白炽光源类、气体放电光源类、LED光源类。目前LED已成为主流光源，同时新一代光源激光光源已开始应用。

图11. 舞台灯光发展历程



资料来源: 安信证券研究中心整理

表4: 舞台灯光光源迭代情况

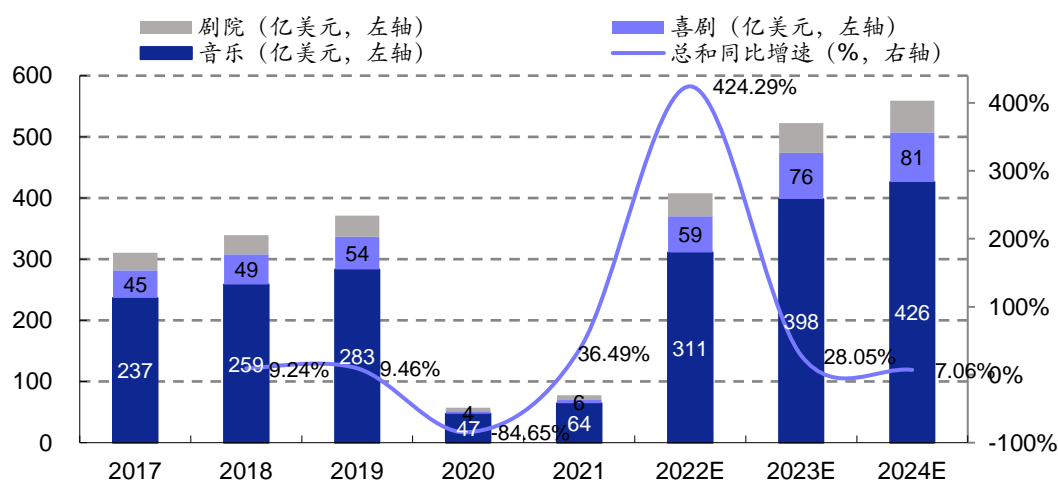
	白炽灯	卤素灯	放电灯(氙气灯)	发光二极管(LED)	激光
效率	低	低	高	高	高

放热	多	多	少	少	少
冷却能力	无	无	有	有	/
色温	2300K-2900K	2700K-3500K	6500K-8000K	混合	/
寿命	1000 小时	3600 小时	4000 小时	50000 小时	长

资料来源：慕歌光电科技，安信证券研究中心

疫情扰动渐消，全球下游演艺市场基本复苏。根据 Statista 数据，2019 年全球现场演出票务收入达 371 亿美元（扣除体育演出），即 2641 亿人民币。其中，主要市场为音乐演出市场，2019 年全球收入为 283 亿美元，占比达 76.2%。疫情前，全球演艺市场规模稳步增长，2017-2019 年全球现场演出总收入 GAGR 达 9.4%。2020 年受疫情影响各国演艺活动受限较大，现场演出市场受到较大冲击，2020 年现场演出总收入（扣除体育演出）同比下滑 84.7%。2021 年开始，海外各国陆续恢复活动开放，下游演艺市场逐步回暖。根据 Statista 预测，2022 年全球现场演出市场收入（扣除体育演出）将恢复至 408 亿美元，超越疫情前 2019 年水平，预计 23、24 年增速分别为 28.1%、7.1%。

图12. 全球现场演出票务总收入（扣除体育演出）



资料来源：Statista，安信证券研究中心

图13. 欧美现场演出相关防疫政策梳理



资料来源：公开新闻整理，安信证券研究中心

测算 2022 年全球中高端舞台演艺灯光市场规模为 42 亿美元（302 亿人民币），预计未来两年复合增速为 17.1%。分应用场景来看，中高端舞台灯光主要应用于音乐会、剧院等中大型现场演出，而低端舞台灯光主要应用于酒吧、餐厅等小型场所。根据全球现场演出票务收入，我们测算 2022 年全球中高端舞台演艺灯光市场规模为 42 亿美元（302 亿人民币），将以 17.1% 的 CAGR 增长至 2024 年的 58 亿美元（413 亿人民币）。其中，根据全球剧院演出龙头麦迪逊广场花园娱乐公司年报，参考其疫情前 2019 年娱乐（演出相关）业务的毛利率为 35.87%，演出总收入中票务收入占比为 52.73%，我们假设演出毛利率为 35%、演出票务

收入占演出总收入的 50%；2) 演出成本中，艺术家报酬、场地费用占比较高，灯光、音响等设备成本占比较低，我们假设舞台灯光设备开支在演出成本占比为 8%。

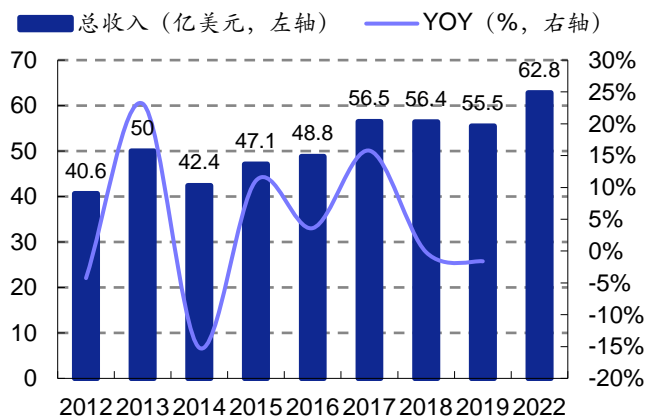
表5：全球中高端舞台演艺灯光设备市场规模

	2021	2022E	2023E	2024E
全球现场演出票务收入 (亿美元)	78	408	522	559
YoY	36.5%	424.3%	28.0%	7.1%
全球现场演出收入 (亿美元)	156	816	1045	1118
全球现场演出成本 (亿美元)	101	530	679	727
中高端舞台灯光设备市场规模 (亿美元)	8	42	54	58
YoY	36.5%	424.3%	28.0%	7.1%

资料来源：Statista，安信证券研究中心

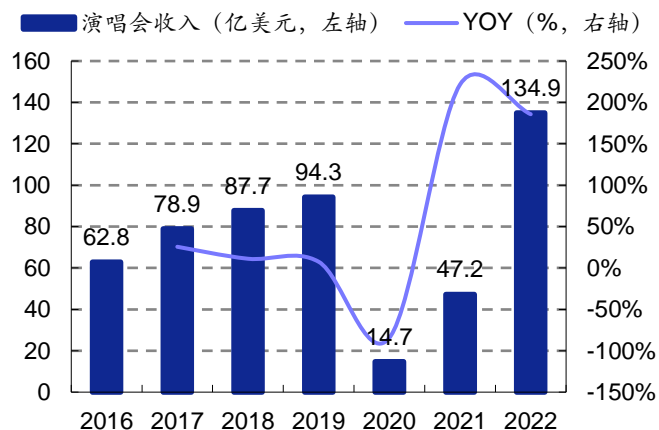
1) 音乐演出市场：2022 年率先修复，已超越疫前水平，23 年持续景气。舞台娱乐灯光设备能够渲染舞台、营造气氛，是音乐演出达到良好舞台效果的关键设备。灯光效果定制化等特性，对舞台娱乐灯光设备有强烈新增和更新需求。疫情前，音乐演出市场稳健增长，根据全球最大规模的演唱会推手 Live Nation，2012-2019 年 Live Nation 演唱会收入自 62.8 亿美元增长至 94.3 亿美元，CAGR 为 14.5%；根据 Pollstar，2016-2019 年全球 TOP100 音乐巡回演出票房收入自 40.6 亿美元增长至 55.5 亿美元，CAGR 为 4.6%。2022 年欧美音乐演出市场快速恢复，已超过疫情前水平。根据 Live Nation，2022 年 Live Nation 全球举办演唱会收入达 134.9 亿美元，同比增长 185.8%，相较 2019 年增长 43.1%；根据 Pollstar，2022 年全球 TOP100 音乐巡回演出实现票房收入达 62.8 亿美元，相较 2019 年增长 13.8%。

图14. 全球 TOP100 音乐巡回演出票房收入



资料来源：Pollstar，安信证券研究中心

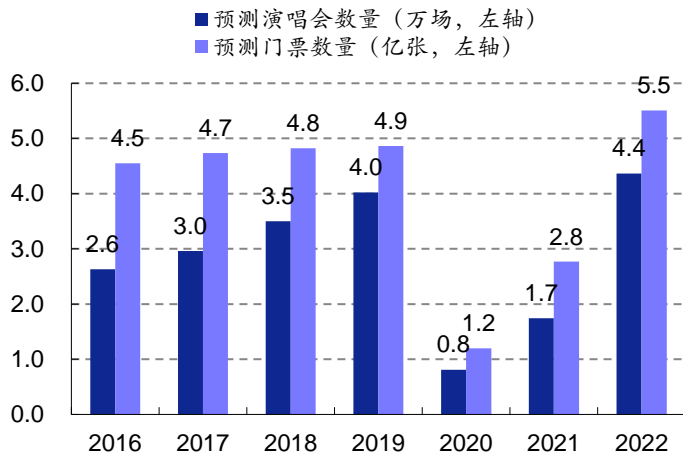
图15. Live Nation 演唱会收入



资料来源：Live Nation，安信证券研究中心

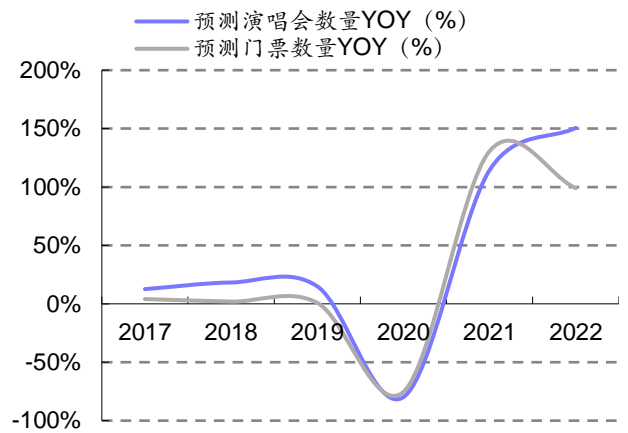
2023 年需求继续高增，22H2 预测演唱会数量（代表 22H2-23H1 需求）同比增长 63.4%。2023 年海外音乐演出市场需求持续高增，延续疫前高景气。演唱会门票通常为预售，live nation 的预售周期约为半个月到 7 个月，因此通过预测演唱会数量可观测当季度及后两个季度需求。根据 Live nation 年报，Live Nation22H2 预测演唱会数量达 2.5 万场，同比增长 63.4%，相较 19H2 增长 12.0%；预测门票数量达 3.0 亿张，同比增长 41.9%，相较 19H2 增长 14.1%。

图16. Live Nation 年度预测演唱会数量、预测门票数量



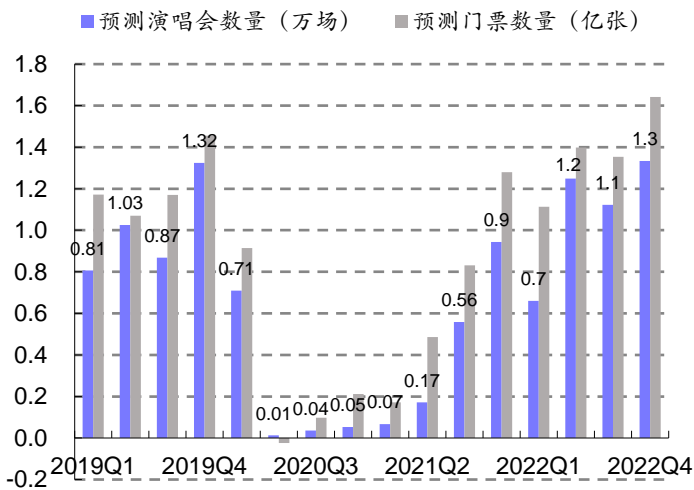
资料来源: Live Nation, 安信证券研究中心

图17. Live Nation 年度预测演唱会数量、预测门票数量同比增速



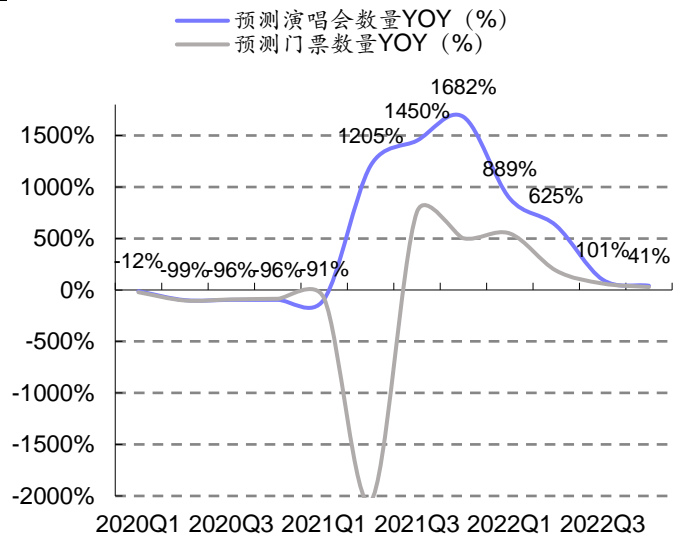
资料来源: Live Nation, 安信证券研究中心

图18. Live Nation 季度预测演唱会数量、预测门票数量



资料来源: Live Nation, 安信证券研究中心

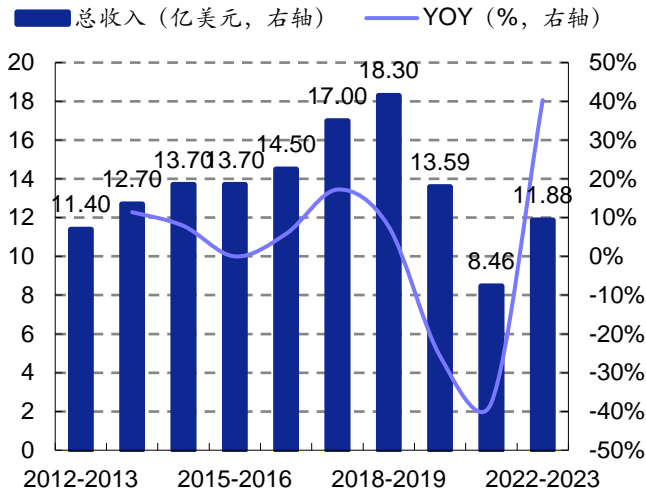
图19. Live Nation 季度预测演唱会数量、预测门票同比增速



资料来源: Live Nation, 安信证券研究中心

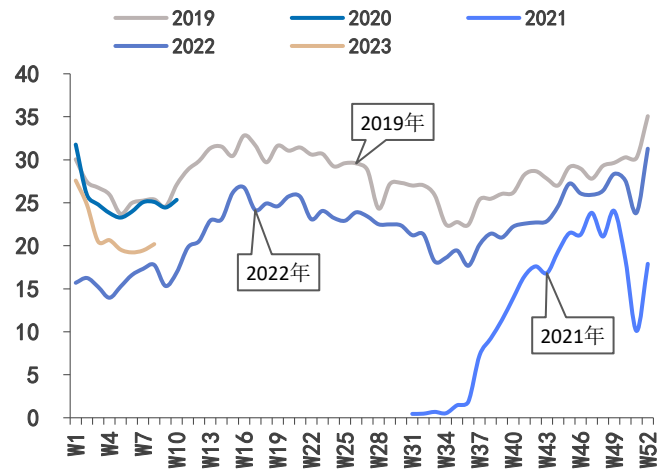
2) 戏剧演出市场: 2022年百老汇演出季收入修复至疫情前64.9%, 23年弹性有望释放。在剧场戏剧演出中, 不同剧目需要特定的灯光效果配合, 灯光的运用效果在很大程度上影响戏剧的演出效果。而且灯光效果的创新是戏剧演出创新、保持生命力并获得观众认可的重要因素。为满足不同类型戏剧演出的特定需要, 剧场对灯光设备有着稳定的更新需求。百老汇是全球戏剧的代表, 也是各种剧院的聚集地, 疫情前增长态势良好, 2012-2013年百老汇演出季至2018-2019年演出季百老汇收入GAGR达8.2%。疫后戏剧演出修复进程较缓, 2022-2023年演出季收入达11.88亿美元, 已恢复至疫情前2018-2019年的64.9%。2021年第31周重启演出季后观众人数迅速回升, 周度走势逐步与2019年缩小差距。23年戏剧演出观众数量仍持续修复, 有望逐步恢复至疫情前水平及稳增态势。

图20. 百老汇演出季总收入及增速



资料来源：百老汇联盟，安信证券研究中心

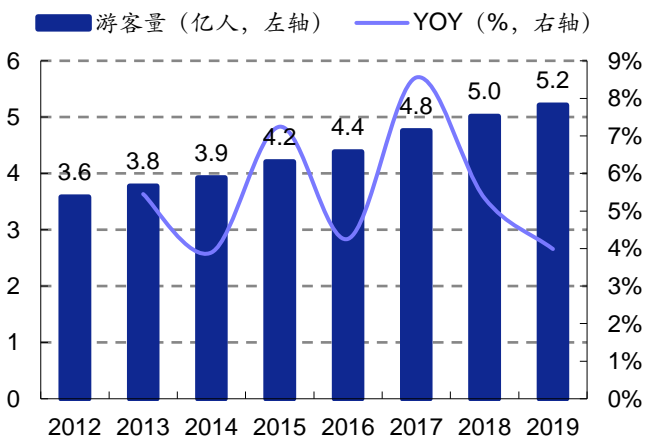
图21. 百老汇演出季周度观众数量(百万人次)



资料来源：百老汇联盟，安信证券研究中心

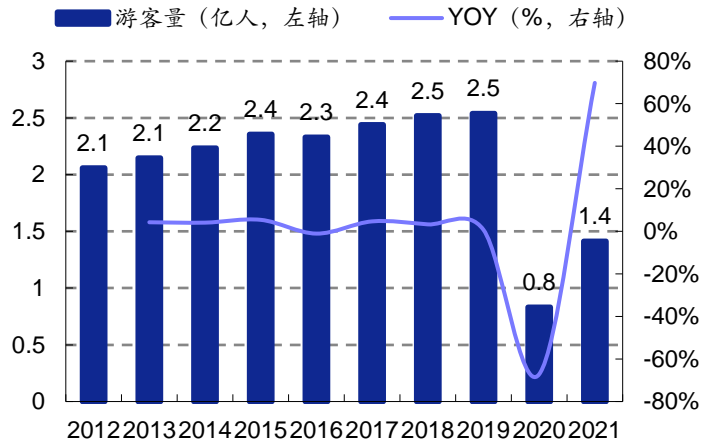
3) 娱乐/主题公园：疫前稳健增长，2021年已修复至疫情前 55.7%。娱乐/主题公园中的演出活动和建筑景观均需要演艺灯光设备提供灯光效果。尤其在演出活动场景中，需要定制化的灯光效果，舞台娱乐灯光设备更新频率较高。根据 TEA/AECOM 联合发布的全球主题公园与博物馆报告，2021 年全球排名前 25 的主题公园游客量快速修复至 1.4 亿人，达疫情前 2019 年的 55.7%。

图22. 全球排名前 10 的主题公园集团游客情况



资料来源：TEA/AECOM，安信证券研究中心

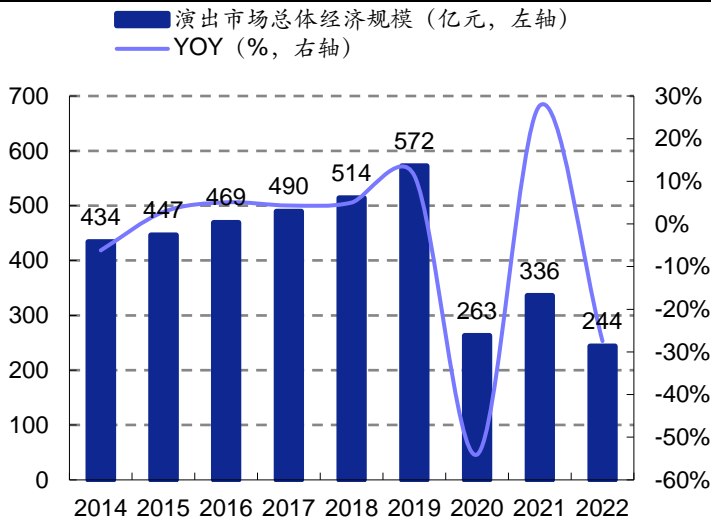
图23. 全球排名前 25 的主题公园游客情况



资料来源：TEA/AECOM，安信证券研究中心

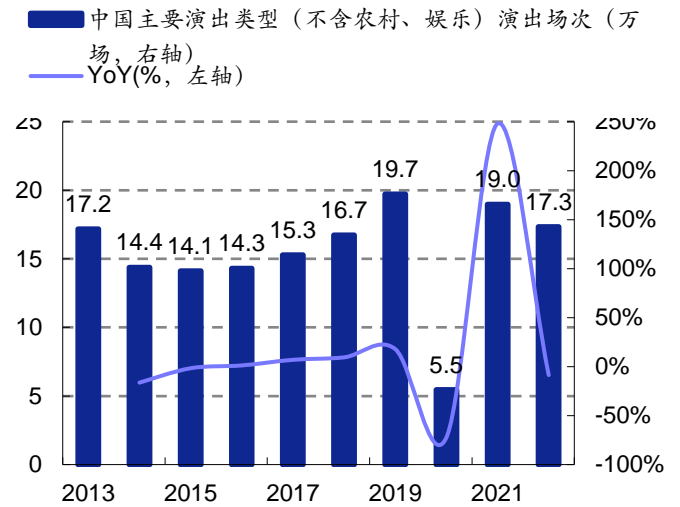
2022 年国内演出市场规模仅为疫前 43%，23 年弹性有望释放。我国舞台娱乐灯光设备产品主要应用于演唱会、音乐节、专业剧场演出、旅游演出等文化娱乐场所。2014-2018 年，中国演出市场经济规模整体稳健增长，由 434 亿元增长至 572 亿元，GAGR 为 5.7%；2014-2019 年，国内主要演出类型场次由 14.4 万场增长至 19.7 万场，GAGR 为 6.5%。2020-2022 年，受到疫情及防控政策影响，演出活动受限，2020 年演出市场总体经济规模同比下降 54%。2022 年，国内主要演出类型总场次恢复至 17.3 万场，为 2019 年的 88%；演出市场经济规模恢复较慢，2022 年恢复至 244 亿元，为 2019 年的 43%。2023 年初，伴随我国疫情防控政策优化，大型演出活动呈快速增长态势，中国演出行业协会预计 2023 年国内演唱会、音乐节演出场次将超过 2019 年。

图24. 中国演出市场总体经济规模



资料来源: Wind, 中国演出行业协会, 安信证券研究中心

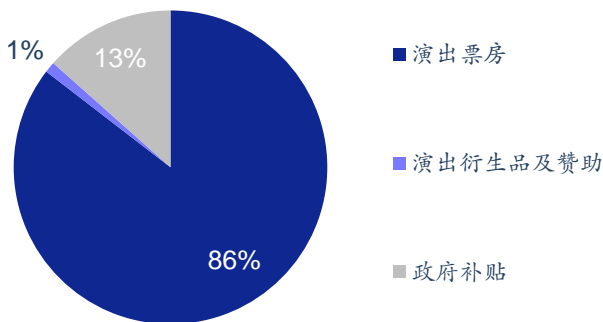
图25. 中国主要演出类型演出场次



资料来源: Wind, 中国演出行业协会, 安信证券研究中心

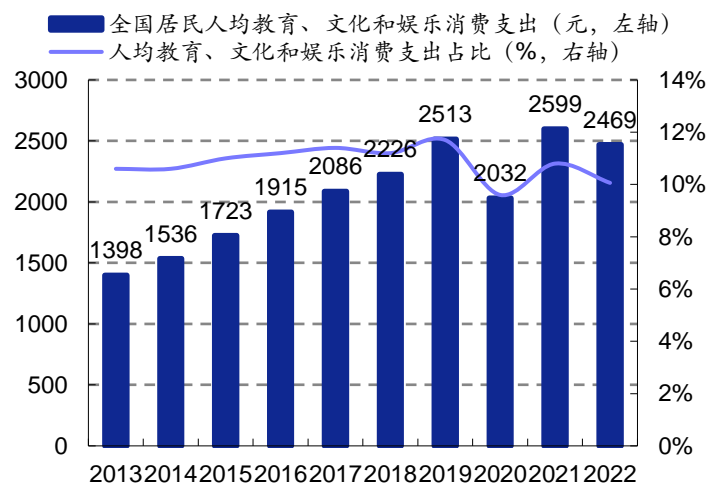
文娱支出提升空间较大，国内市场方兴未艾。我国文化产业仍为新兴产业，发展时间较短，基础还较为薄弱。根据国家统计局，2021 年全国文化及相关产业增加值占 GDP 比重为 4.56%，与美国、韩国等文化产业发达国家相比仍存较大提升空间。中长期来看，伴随居民可支配收入提升，精神文化消费需求将持续增长，驱动人均教育、文化与娱乐消费支出占比提升。疫前人均教育、文化与娱乐消费支出占比持续增长，2019 年达 11.7%。2023 年伴随疫情管控政策优化需求弹性有待释放，居民文化娱乐消费支出有望企稳回升。观众的票房支出贡献主要中国演出市场经济，占比达 86%，居民文化娱乐消费支出增长利好舞台娱乐灯光设备行业。

图26. 中国演出市场总体经济规模构成 (2021 年)



资料来源: 中国演出行业协会, 安信证券研究中心

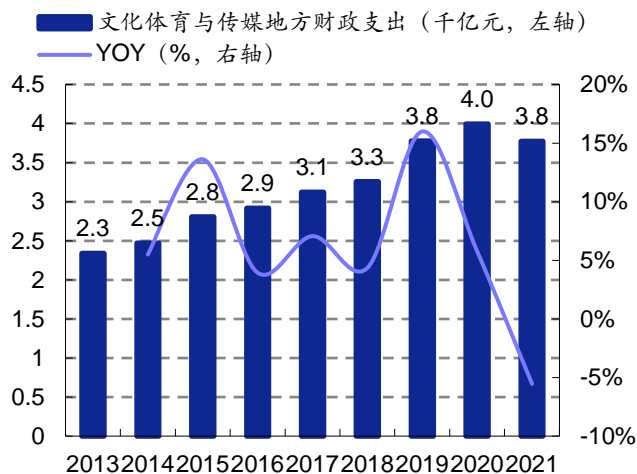
图27. 中国居民人均教文娱消费支出



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

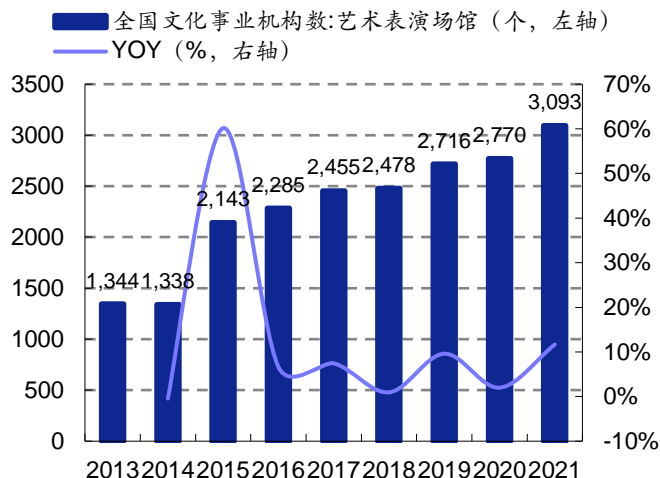
政策推动演艺产业扩容。我国陆续出台一系列支持性政策，鼓励文化产业发展，着力于文化演出的提质增量，将加大对舞台灯光产品量的需求。我国文化活动与传媒部分财政支出持续增长，艺术演出场馆、演出数量持续增长，体现政策支持力度持续加大。根据财政部，2013-2019 年国内地方公共财政在文化活动与传媒的支出 GAGR 达到 8.3%，2021 年受疫情扰动同比下降 5.5%，基本与 2019 年持平。受益于“十二五”期间建设社会主义文化强国的文化改革成效，2014-2021 年全国艺术表演场馆数量 GAGR 达 12.72%。

图28. 国内文化活动与传媒地方公共财政支出



资料来源: 财政部, 安信证券研究中心

图29. 中国艺术场馆数量



资料来源: 中国文化文物统计年鉴, 安信证券研究中心

表6: 文化演出相关政策

政策名称	发文部门	发文时间	主要内容
《文化部“十三五”时期文化发展改革规划》	文化部	2017年2月	“十三五”期间, 重点推出 50 部左右体现时代文化成就、代表国家文化形象的 舞台艺术优秀作品 。实现名家传戏 1,000 人次, 扶持 100 部舞台艺术剧本创作。 国家艺术基金立项资助项目 达到 4,000 项。
《关于促进旅游演艺发展的指导意见》	文化部和旅游局	2019年3月	推进 旅游演艺转型升级、提质增效 。推动旅游演艺经营主体与相关企业合作打造跨界融合的产业集团。鼓励成熟的旅游演艺经营主体整合相关旅游演艺项目。鼓励各地扶持有地方特色、有市场前景的中小型经营主体。支持各类文艺院团、演出制作机构与演出中介机构、演出场所等参与旅游演艺项目。
《国务院办公厅关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》	国务院办公厅	2019年8月	鼓励打造中小型、主题性、特色类的 文化旅游演艺产品 。促进演艺、娱乐、动漫、创意设计、网络文化、工艺美术等行业创新发展, 注重利用新技术发掘中华文化宝贵资源。
《“十四五”文化产业发展规划》	产业发展司	2021年5月	推动旅游演艺提质升级 。推动建立旅游演艺项目和品牌评价体系, 编制发布旅游演艺精品名录和品牌排行榜, 培育推广 30 个左右精品旅游演艺项目, 提升旅游演艺品牌价值促进旅游演艺高质量发展。

资料来源: 浩洋股份招股书, 各政府官网, 安信证券研究中心

政策支持演艺灯光设备行业高端化升级。目前我国舞台演艺灯光设备行业中, 高端产品占比较小, 下游提质升级、政策支持有望推动上游演艺灯光设备行业向中高端升级。近年国家陆续出台一系列支持性政策文件, 鼓励舞台演艺灯光设备企业研发创新、攻克高端技术, 推动行业内龙头企业加大研发投入, 生产出技术含量高、功能丰富的演艺灯光设备。例如中高端龙头浩洋股份 2022 年获政府补助 565 万元, 包括广州市战略性主导产业发展资金文化项目、广州市“中国制造 2025”产业发展资金项目等多个专项资金。

表7: 舞台演艺灯光设备相关政策

政策名称	发文部门	发文时间	主要内容
《文化·部“十三五”时期文化产业发展规划》	文化部	2017年4月	“十三五”期间, 针对文化装备制造业培育一批骨干 文化装备企业 , 构建完善的文化装备研发、设计、制造、安装、租赁、销售产业链。鼓励研发具有自主知识产权、引领新型文化消费的可穿戴设备、智能硬件、沉浸式体验平台、应用软件及辅助工具。加快 新型灯光、音响、机械、视效、特效、智能展示 等研发应用。
《“十四五”文化产业发展规划》	产业发展司	2021年5月	推动旅游演艺提质升级 。推动建立旅游演艺项目和品牌评价体系, 编制发布旅游演艺精品名录和品牌排行榜, 培育推广 30 个左右精品旅游演艺项目, 提升旅游演艺品牌价值促进旅游演艺高质量发展。 文化装备制造业方面, 适应沉浸体验、智能交互等趋势, 促进文化装备技术研发和升级改造加强标准、内容和 技术装备 的协同创新。加快核心技术装备创新发展, 鼓励研发 智能化舞台演艺设备 和 高端音视频产品 。
《“十四五”文	中共中央办		推进产学研相结合, 注重原始创新、集成创新, 加强制约文化产业发展的共性关

化发展规划》 公斤、国务院 2022 年 8 月 键技术研发，在影院放映、影视摄录、电影特效、高清制播、**舞台演艺**、智能印刷等**高端文化装备技术领域攻克瓶颈技术**。

资料来源：浩洋股份招股书，各政府官网，安信证券研究中心

2.2. 全球集中度待提升，海外品牌商优势明显

全球演艺灯光市场集中度较低，欧美品牌较具先发优势但规模较小。全球演艺灯光设备制造业高度竞争，市场集中度相对较低，据浩洋股份招股书，2017 年全球（包括中国）生产规模前 3 公司的市场份额为 14.28%，生产规模前 10 公司的市场份额为 27.88%。从全球范围来看，欧美的演艺灯光设备制造业有着较长的研发和制造历史，具备技术和品牌方面的先发优势。目前全球知名的演艺灯光设备品牌包括 Martin、AYRTON、Elation、HIGH END SYSTEM、Vari-Lite、ETC、ROBE、CLAY PAKY 等。但欧美企业规模较小，2018 年龙头收入多小于 10 亿人民币，且扩产动力不强，规模增长速度较缓。

表8：海外演艺灯光设备知名品牌

公司名称	详细信息
Clay Paky (百奇灯光)	<p>简介：成立于 1976 年，总部位于意大利，2014 年被欧司朗收购，2023 年被全球电影照明领域一流制造商 ARRI 收购；</p> <p>行业地位：Clay Paky 是专业照明系统行业世界级的标杆品牌；</p> <p>产品：Clay Paky 多元化的产品包括摇头电脑灯、颜色转换器、追光灯以及用于建筑照明和各种灯光效果的投影灯具；Clay Paky 在世界灯光领域家喻户晓，通过自身的非凡表现力、想象力和非凡效果、精准的聚焦、纯粹的光束、移动的精确改变了演出的表现形式，获得了 45 项世界级大奖；</p> <p>规模：2014 年销售额约 6,000 万欧元；2022 年总资产为 4100 万欧元</p>
ROBE Lighting	<p>简介：ROBE Lighting 成立于 1994 年，总部位于捷克，是一家专业生产娱乐休闲，建筑和主题环境行业电脑灯和数字照明产品；</p> <p>产品：产品类型包括气泡电脑灯、LED 电脑灯、LED 静态灯等；</p> <p>规模：员工人数约 600 人，产品通过全球分销网络出口到全球 100 多个国家</p>
ADJ 集团	<p>简介：于 1985 年始创于美国洛杉矶，现已发展成为全球性企业，旗下拥有 5 个大型优质品牌；</p> <p>行业地位：ADJ 集团的灯光和音频产品已经成为建筑、舞台、巡回演唱会、活动和娱乐场所的领先品牌；</p> <p>规模：2018 年销售收入约 1.2 亿美金</p>
哈曼国际	<p>简介：哈曼国际已成立逾 30 年，是一家顶尖世界的灯光与视频系统设计方案提供者；</p> <p>公司为韩国三星集团旗下企业，公司成立 1987 年，总部位于丹麦奥胡斯，于 2012 年 12 月被哈曼国际收购，后者于 2017 年 3 月被韩国三星集团收购；</p> <p>哈曼国际一直与顶尖设计者保持紧密合作，活跃在全球各地的流动演出、商业活动、戏剧院、电视演播室、夜店、休闲娱乐、建筑与环境照明各个领域，为使用者带来富有冲击力的动态照明和专业视觉感受；</p> <p>规模：2018 年销售收入约 4000 万美元。</p>
海恩系统	<p>简介：全球自动化光源、数字灯光与灯光控制技术提供商，成立于 1987 年，位于美国德州奥斯汀市；</p> <p>2008 年被全球性技术公司巴可（欧洲证券交易所布鲁塞尔证券交易所上市，股票代码：BAR，总部位于比利时，在全球 90 多个国家和地区开展业务）收购。2017 年巴可将海恩系统出售给剧院电控有限公司（1975 年创建于美国，全球娱乐设备、照明设备提供商）</p>
Vari-Lite	<p>简介：飞利浦集团旗下的演艺专业灯光制造企业，设立于 1981 年；</p> <p>行业地位：是全球领先的自动照明产品的设计和制造商，照明系统和相关生产服务的经销商</p>

资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

中国为全球舞台灯光产业重要产地，龙头技术壁垒持续加强。中国已经成为世界灯光音响及演艺设备产品的重要制造基地。根据国家经济普查数据，截至 2018 年，我国演艺设备（专业灯光、专业音响、舞台机械）行业总资产达到 1400 亿元，主营收入达到 1961 亿元。行业内企业众多，且以中小企业为主。2019 年我国演艺设备行业企业总数为 7000 多家，包括 5600 家专业灯光、音响、舞台机械企业。舞台娱乐灯光产品的研发设计涵盖了光学、结构、电子、外观设计、材料、控制和精密制造等技术领域，还需工业设计和机械设计，过程较为复杂，技术门槛较高。我国演艺灯光设备制造行业起步较晚，与世界先进水平仍存进步空间。但随着行业内龙头企业加大科研投入，产品竞争力逐步增强，如浩洋等部分龙头已参与到国际高端市场的竞争。国内领先的演艺灯光设备制造商主要包括浩洋股份、广州珠江灯光科技、广州彩熠灯光、广州雅江光电设备、广州明道灯光科技等。

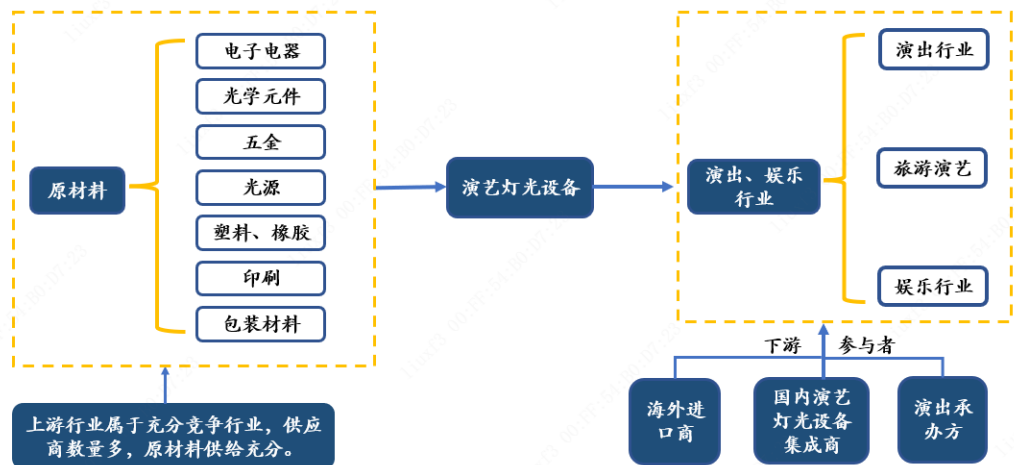
表9：国内演艺灯光设备领先制造商

公司名称	详细信息
广州市珠江灯光科技有限公司	简介：公司成立于 2011 年，是一家专业从事智能化演艺灯光和景观建筑照明产品的研发、生产和销售一体化的国家高新技术企业，其前身是创立于 1984 年的珠江灯光音响实业有限公司，目前拥有六万平方米的珠江灯光高新科技园； 产品：主要产品包括摇头电脑等系列、LED 系列、LED 影视系列、成像灯系列、多媒体数字投影灯系列和景观照明系列等
广州彩熠灯光股份有限公司	简介：公司成立于 2007 年，位于广州市白云区民营科技园，建筑面积两万多平方米，是一家集舞台灯光产品研发、生产、销售与服务为一体的高新技术企业； 产品：公司主要产品包括演艺灯光设备、LED 显示屏、演艺灯光控制系统和建筑智能照明系统等
广州市雅江光电设备有限公司	简介：公司成立于 2003 年，其前身始创于 1985 年； 产品：主要产品包括大功率 LED 照明及舞台演艺产品，涵盖文化演艺、建筑景观和商业照明三大产品系列
广州市明道灯光科技股份有限公司	简介：广州市明道灯光科技股份有限公司成立于 2012 年，是一家集研发、制造、销售、设计、服务于一体的专业舞台及娱乐灯光企业； 产品：产品主要包括专业舞台灯光产品、娱乐灯光产品和桁架产品等

资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

珠三角供应链赋能国内企业研发创新、生产制造优势。得益于珠三角工业供应链优势，行业制造环节已大部分转移到我国珠三角地区。根据浩洋股份年报，截至 2018 年，国内约 70% 以上演艺设备企业聚集在珠三角地区，其产值约占国内行业总产值的 80%。舞台灯光设备原材料、零部件主要涉及电子电器、光学元件、五金、光源、塑料及橡胶、印刷及包装材料等行业，珠三角产业链提供充足供应。同时，国内电子、光学、热学、机械结构等多个领域出现技术创新升级并产业化或国产化降本后，国内企业能够应用于舞台演艺灯光的研发创新，相对海外厂商具备研发及生产优势。以激光光源零部件为例，珠三角地区为四大激光产业集群之一，共有规模以上产业园区 11 个。国内龙头浩洋股份率先应用激光光源，开发出新一代光源舞台灯光，突破照射长度极限。

图30. 舞台灯光设备产业链



资料来源：公开资料，安信证券研究中心

海外品牌+中国生产型企业能够洞察最新终端需求，并同时受益国内产业链优势，具备较强竞争力。海内外舞台演艺灯光设备龙头根据销售市场及生产地可分为 4 种模式：1) 海外品牌、中国代工+海外生产型，包括 Clay Paky、ADJ 集团、哈曼国际等；2) 海外品牌、中国生产型，主要为浩洋股份 (AYRTON)；3) 向海外企业提纲 ODM、中国生产型，主要为国内中小厂商；4) 国内市场、国内生产型，包括明道灯光、德晟股份等。其中，仅海外品牌、中国生产类企业能够同时受益国内生产制造优势、海外高端市场高景气红利、品牌溢价。同时，具备海外品牌的企业更易直接接触到海外一线使用用户，率先洞察终端用户需求，以指导新品研发方向。Know-how 为中高端舞台演艺灯光设备行业除技术、渠道壁垒外的核心壁垒。

表10：海内外舞台演艺灯光设备龙头对比

海外企业					国内企业				
公司	Clay Paky	ADJ 集团	哈曼国际	海思系统	AYRTON (浩洋子公司)	浩洋股份	达森灯光	明道灯光	德晟股份
地区	意大利	美国洛杉矶	丹麦奥胡斯	美国德州	法国	中国广州	中国广州	中国广州	中国广州
市场			海外			国内、海外	国内、海外	国内	主要为国内
规模	总资产 4100 万欧元 (2022)	营收 1.2 亿 美金 (2018)	营收 4000 万美元 (2018)	-	营收 2.7 亿 人民币 (2019)	营收 12.2 亿元 (2022)	营收 0.9 亿元 (2017)	营收 3.4 亿元 (2016)	营收 0.4 亿 元 (2022)
模式			OBM			ODM+OBM	OBM	OBM	OBM
盈利能力			受益高端定位+享有品牌溢价，盈利能力较强			毛利率 50.2% (2022)	毛利率 34.5% (2018H1)	毛利率 33.8% (2016)	毛利率 43.6% (2022)
直接客户		海外舞台灯光设备经销商、演唱会等终端客户				ODM 客户：ADJ 集团、哈曼国际、海思系统等； OBM 客户：海外舞台灯光设备经销商、演唱会等终端客户	欧洲灯光设备经销商； 传媒公司、电视台、剧团等	国内剧场剧院、广电系统等	国内影视公司、电视台、演出租赁公司等
企业类型		海外品牌、中国代工+海外生产				海外品牌+ODM、中国生产	海外品牌、中国生产	国内市场、国内生产	
相对优势	品牌认可度高，技术领先，受益欧美中高端市场；与经销商和终端用户联系紧密，能够紧跟下游需求				品牌认可度高，技术领先，充分受益欧美中高端市场；与经销商和终端用户联系紧密，能够紧跟下游需求；受益国内制造优势，扩产、生产成本较低；规模较大，研发投入较高		与经销商和终端用户联系紧密，能够紧跟下游需求获取 know-how；受益国内制造优势，生产成本较低；	受益国内制造优势，生产成本较低；	
相对劣势	扩产、生产成本较高，规模增长较慢，ODM 模式使得与生产制造端沟通效率较低；规模较小研发投入有限，技术更新动力不足				-		国内品牌认可度低，市场开拓较难；规模较小，研发投入有限，技术升级较慢	国内市场低中端占比较高，盈利能力较低；规模较小，研发投入有限，技术升级较慢	

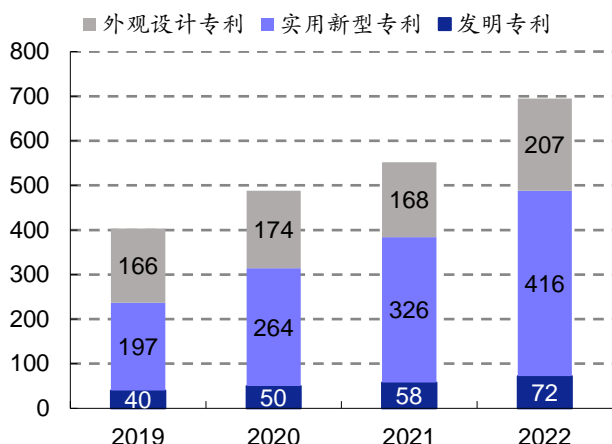
资料来源：各公司公告、官网，wind，安信证券研究中心

3. 技术领先打造核心产品竞争力，品牌、渠道护城河优势显著

3.1. 技术研发能力出众，产品迭代紧跟市场需求

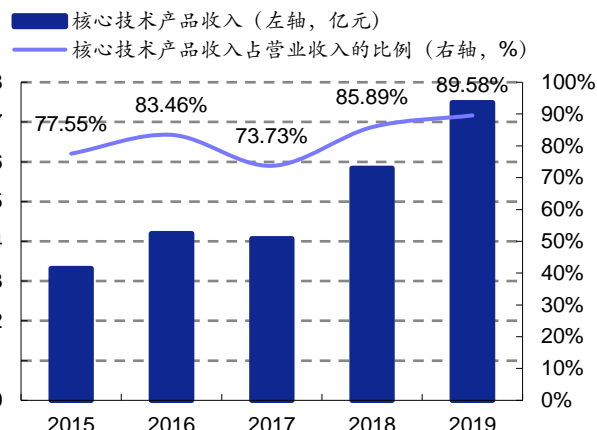
技术优势显著，形成高端产品竞争力。公司致力于研发创新，经过十余年的自研积累，公司拥有电子、光学、热学、机械结构、控制系统、造型等每一制造环节所需的核心技术。公司拥有业界顶尖的高科技创意团队超 200 人，平均每年开发新品数十款，多项科学技术成果获得广东省及广州市科技进步奖，多款创新产品获得行业产品技术进步奖、创新产品奖、优秀产品奖、优秀设计奖等。公司获工信部认定的“制造业单项冠军示范企业”、“专精特新小巨人企业”。截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有境内有效专利 593 项，包括发明专利 62 项、实用新型专利 360 项、外观设计专利 171 项，以及境外专利 103 项，拥有软件著作权 340 项。公司技术优势筑造高端产品竞争力，核心技术产品收入占营业收入比重长期维持在高水平且趋势向上，2015-2019 年增长 12.03pct 至 89.58%。

图31. 公司历年专利数量



资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

图32. 公司核心技术产品收入及占比



资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

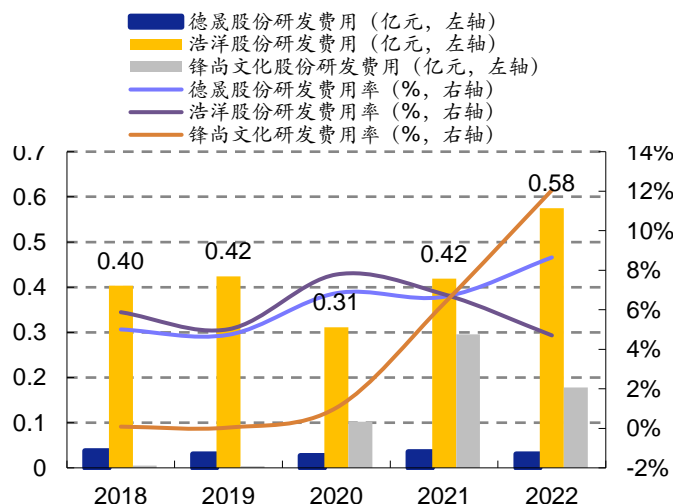
表11: 公司部分核心技术

核心技术名称	技术介绍	技术来源
基于气泡光源的防水舞台灯散热系统	在密封环境下设计内部循环流动的散热通道，有利于灯具壳体均匀散热	自主研发
三合一电脑摇头灯光学系统	自主设计的光路系统可实现光束灯、图案灯、染色灯模式的快速切换，既保证光束模式下的锐利光束感，也保持图案模式下光斑高度均匀性	自主研发
舞台灯自适应热学系统	实时对舞台灯位置以及温度进行感应，从而通过控制风扇转速实现各个位置状态的冷却，使得舞台灯内部的温度保持均匀，延长舞台灯的使用寿命	自主研发
用于LED聚光灯的染色系统	对滤光片的镀膜工艺进行设计改进，使滤光片分为混色区域与均匀区域，使其在进行混色可获得更为均匀的颜色变换过程	自主研发
模块化的结构设计	对通用性比较强的组件进行模块化设计，提高研发效率和生产工艺	自主研发
点阵式LED多协议控制系统	融合了DMX、Art-Net、Kling-Net、无线、网络、声控等多种协议或方式，使控制更加灵活方便	自主研发
舞台灯运动部件的精确控制系统	通过自主研发的先进创新的S曲线电机控制算法，实现步进电机的精确定位，平滑运动	自主研发

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

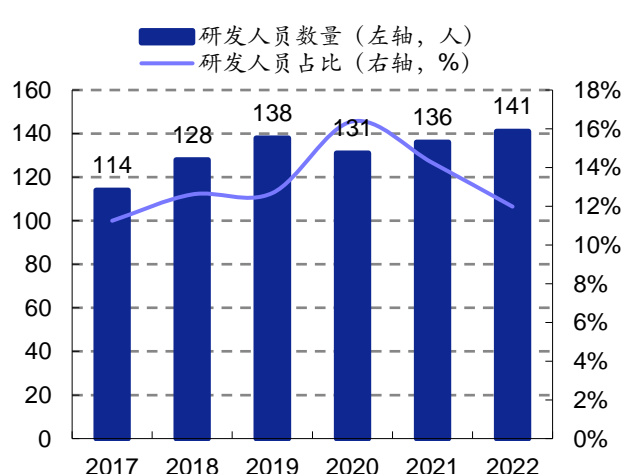
保持高研发投入，产品结构持续优化。凭借规模全球领先优势，公司研发费用投入显著高于可比公司，2022年研发费用为0.58亿元。2017-2021年公司研发费用率均保持在5%以上，研发费用投入伴随规模体量增长，除2020年受疫情扰动影响研发投入有所下降外。截至2022年末，公司拥有研发人员141人，占总员工人数的11.98%，其中58.87%的研发人员拥有本科及以上学历。产品持续高端化带动产品附加值不断提高，2017-2019年公司舞台娱乐灯光产品平均售价显著提升，从0.87万元/台增长至1.61万元。

图33. 公司研发费用及占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

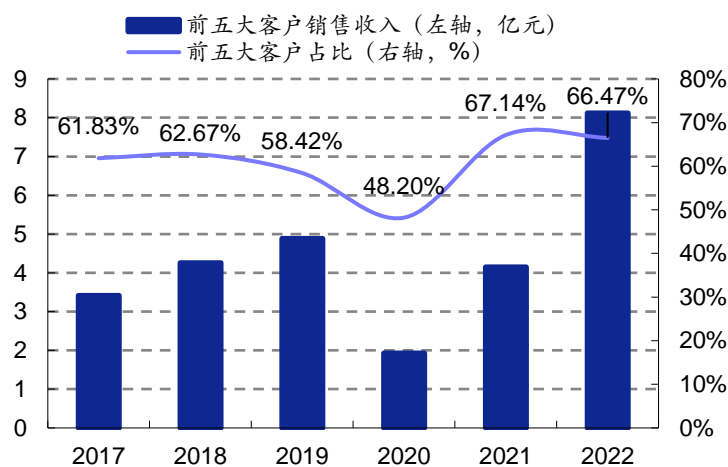
图34. 公司研发人员数量



资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

产品开发力优异，快速迭代满足市场需求，客户粘性强。公司产品主要为非标定制化产品，根据客户需求设计产品的规格、型号和技术参数，同时随着公司产品应用范围不断拓展，产品个性化需求亦同步增长。经过十余年深耕，公司在管理体制、人才队伍、产品线、工艺技术等方面不断完善精进，已形成了快速洞察客户需求并将其迅速转化为产品的核心竞争力。凭借特色技术、快速反应市场能力、品牌知名度等独特优势，公司主要子公司浩洋电子及法国 AYRTON 享有较高的市场口碑，并积累了一批高粘性客户，在舞台灯光设备领域具备较强的竞争力。公司与大客户合作稳定，下游客户多为国际或当地知名品牌，包括 ADJ 集团、海恩系统、哈曼国际等，其中与 ADJ 集团和海恩系统合作历史超 10 年。公司大客户订单持续稳定，2017-2021 年公司前五大客户占比维持在 45%-70% 区间。

图35. 公司前五大客户占比

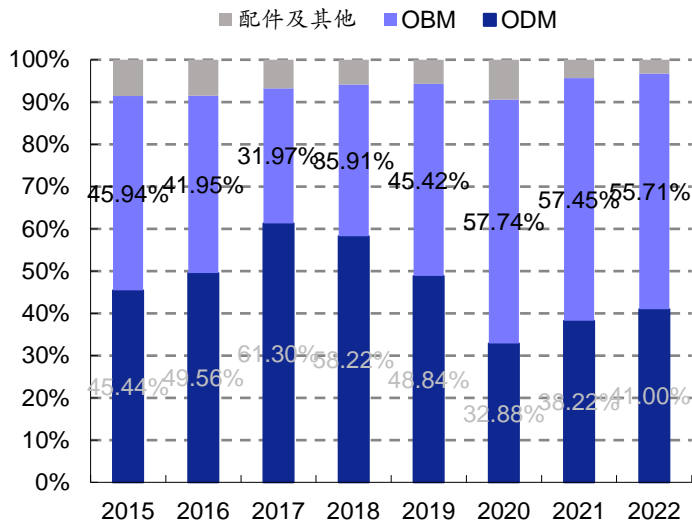


资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

3.2. 全球知名品牌赋能加速占领市场，ODM 绑定优质客户

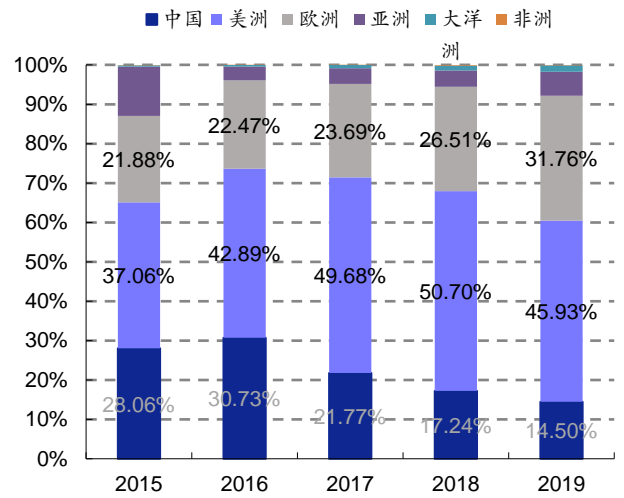
ODM 与 OBM 双轮驱动，全面布局海内外市场。由于欧美地区偏好国际知名品牌，公司以 ODM 起家，通过向国际知名的专业舞台灯光企业直销进入海外市场。同时，公司从 14 年开始控股并于 17 年完成收购法国 AYRTON 获得自主品牌 AYRTON，以经销模式为主，进一步打开欧美高端市场，迅速提升全球竞争力。此外，公司自主成立的国内自有品牌 TERBLY 主要布局亚洲、非洲、南美、中东和东欧等新兴市场，以直销模式为主，海外客户主要为当地有实力的演艺灯光设备采购商，国内客户主要为电视台、剧场剧院、体育馆、各类型演艺场馆、旅游演艺项目运营企业、具有内部舞台的企事业单位、演艺灯光设备租赁商等终端用户和演艺灯光设备工程综合解决方案的提供商。从销售模式来看，OBM 业务收入占比整体呈增长态势，2022 年已达 55.71% 成为主要销售模式。分地区来看，欧美地区为主要销售市场，收入占比持续增长，2019 年合计达 77.69%。

图36. 公司营收按销售模式拆分



资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

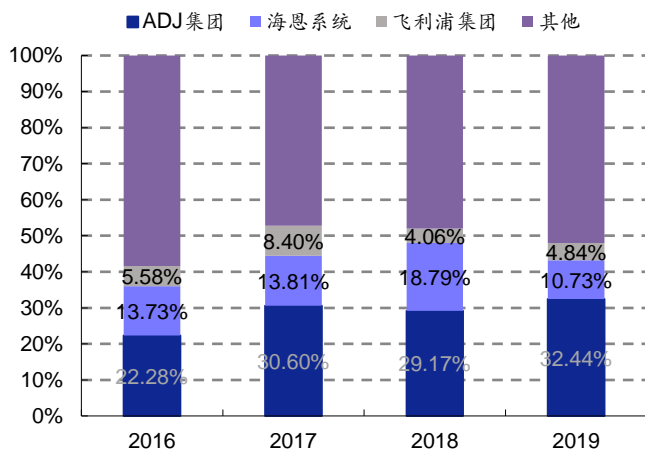
图37. 公司营收按市场拆分



资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

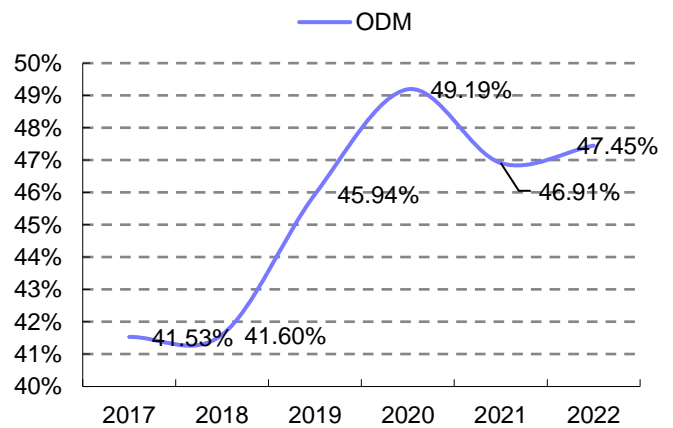
绑定优质客户，ODM 模式发展势能强劲。公司以 ODM 起家，国际市场知名度和客户认可度高，绑定全球领先的专业舞台灯光企业，包括 ADJ 集团、飞利浦集团、哈曼国际、海恩系统等。由于客户重新更换供应商需要大量的时间成本，因此客户粘性强。海外知名品牌 ADJ 集团和海恩系统为公司 ODM 前两大客户，2019 年销售收入占比分别为 32.44%和 10.73%。公司将继续大力发展外销 ODM 模式，通过向原有客户推广新产品以及通过国际展会等方式开拓新的海外客户。同时，公司 ODM 产品主要为非标定制化产品，产品的规格、型号和技术参数等根据用户需求进行设计，产品技术难度较高，因此公司 ODM 模式获较高毛利率，2020 - 2022 年稳定于 45%-50% 区间。

图38. 公司部分 ODM 客户历年销售收入占比



资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

图39. 公司 ODM 毛利率



资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

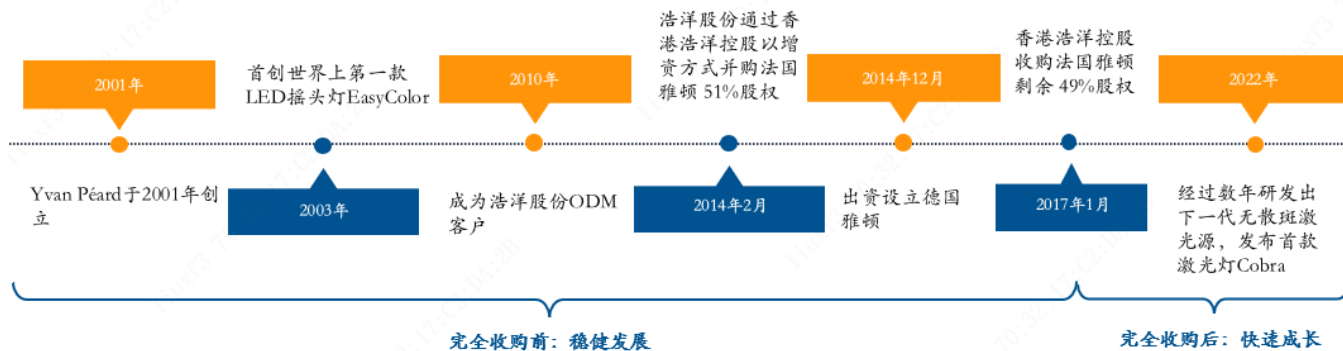
表12: 公司前五大 ODM 客户

客户名称	合作开始时间	客户简介
ADJ 集团	2010 年	于 1985 年始创于美国洛杉矶，旗下拥有 5 个大型优质品牌，现已发展成为全球性企业。灯光和音频产品已经成为建筑、舞台、巡回演唱会、活动和娱乐场所的领先品牌。全球自动化光源、数字灯光与灯光控制技术提供商。成立于 1987 年，位于美国德州奥斯汀市。
海思系统	2011 年	2008 年被全球性技术公司巴可（欧洲证券交易所布鲁塞尔证券交易所上市，股票代码：BAR，总部位于比利时，在全球 90 多个国家和地区开展业务）收购。2017 年巴可将海思系统出售给剧院电控有限公司（1975 年创建于美国，全球娱乐设备、照明设备提供商）
哈曼国际	2014 年	一家全球领先的音响产品制造商，处于全球音响的研发和制造领域里的领导地位。哈曼国际成立于 1952 年，总部位于美国华盛顿，纽约证券交易所上市公司缩写“HAR”。2017 年被韩国三星收购
飞利浦集团	2016 年	1891 年成立于荷兰，主要生产照明、家庭电器、医疗系统方面的产品。集团旗下皇家飞利浦股份有限公司在纽约交易所上市，股票代码为 PHG.N
PRG	2012 年	成立于 1982 年，英国大型商业活动与娱乐活动的租赁、技术与服务供应商

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

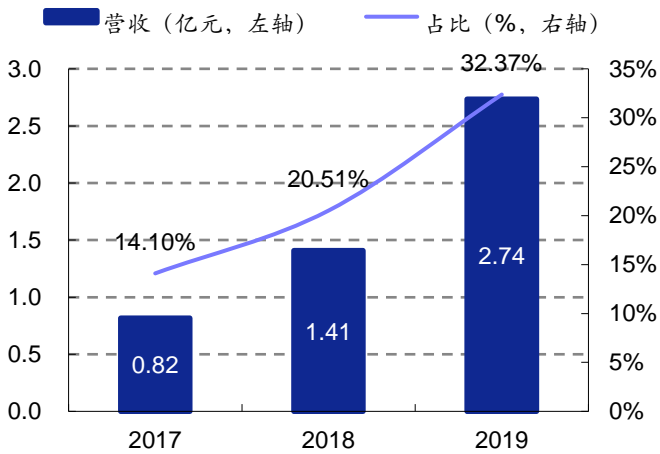
AYRTON：收购海外知名品牌 AYRTON，稀缺品牌渠道资源赋能。AYRTON 自 2010 年成为公司 ODM 客户，为国际知名高端演艺灯光品牌，在欧美市场具备较高品牌影响力和完善经销渠道，是世界第一台 LED 摇头灯的研发和生产者，并以其创新型的概念以及领先的 LED 应用技术在过往 10 年中均处于世界领先地位。公司通过收购海外成熟品牌 AYRTON 快速实现以自有品牌进入欧美高端市场的战略目标。2014 年 2 月公司通过香港浩洋控股以增资方式并购法国 AYRTON 51% 股权，2017 年 1 月完成收购。法国 AYRTON 产品定位更加高端，均价更高，2017 年并购时产品均价较公司均价高 37.4%，显著优化公司产品结构。同时，通过 AYRTON 品牌，公司打开与终端客户直接沟通的通路，能够更加及时、准确获取终端需求，补充关键 know-how 获取渠道。

图40. AYRTON 发展历史



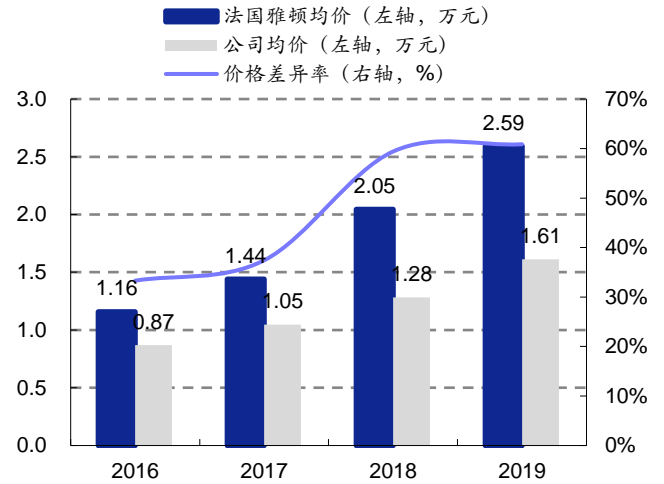
资料来源：公司招股说明书，公司官网，安信证券研究中心

图41. AYRTON 营收及占比



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图42. 公司与法国 AYRTON 舞台娱乐灯光产品均价



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司制造优势与 AYRTON 品牌及渠道优势协同良好，并购后营收加速增长。欧美舞台演艺灯光设备企业规模普遍较小，2017 年公司完全收购 AYRTON 时，AYRTON 营收仅 0.82 亿人民币，占公司总营收的 14.10%。完全控股后，公司结合国内生产制造优势，整合 AYRTON 的研发、设计团队，进一步丰富产品线，并扩大 AYRTON 经销商体系。公司充分发挥与 AYRTON 的协同作用，整合效果良好。并购后，AYRTON 加速产品迭代，不断推出迎合市场需求且在外观、功率、功能及效果等方面表现更优异的中高端新产品，持续拉大与公司产品价差。经过数年研发，公司针对激光特有的光学特性和热学特性成功实现二次光学设计和散热设计，2022 年率先推出新一代激光舞台灯 Cobra。激光舞台灯 Cobra 同时具备 LED 光源的长寿以及 HID 光源单位时间高光通率优点，在光束清晰度方面突破了极限。AYRTON 在由公司完全收购后业绩加速增长，2017-2019 年营业收入从 0.82 亿元增长至 2.74 亿元，CAGR 达 83.04%，占比提升至 32.18%。

图43. AYRTON 产品迭代历程

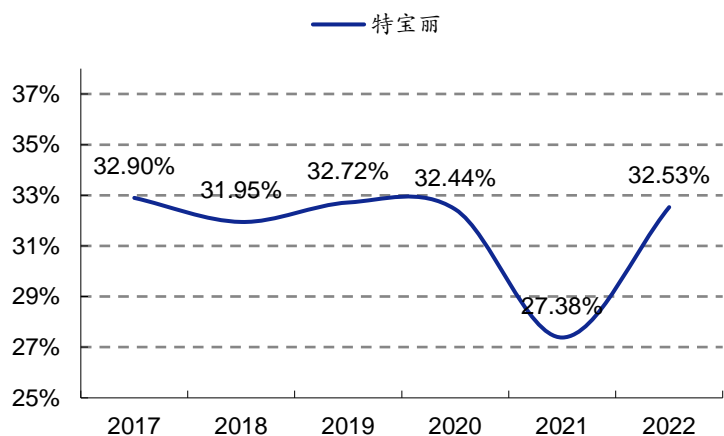
亮度升级：光源升级、光效提升；轻量化：光学效率提升；功能多样化：迭代渲染、3D、切割等功能



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

TERBLY：中高端自主品牌卡位国内外新兴市场。TERBLY 品牌为公司旗下国内专业舞台灯光自主品牌，先后获得了广东省名牌，广东省以及广州市著名商标的荣誉，产品参与国内众多有影响力的大型项目，如央视春晚、建党 100 周年系列活动、国庆 70 周年庆祝联欢活动等。同时，TERBLY 已在国际上享有较高的知名度，客户为亚洲、非洲、南美、中东和东欧等地区有实力的演艺灯光设备采购商。公司将利用 TERBLY 品牌重点布局亚洲、中东、俄罗斯、非洲等新兴市场和“一带一路”沿线国家的业务拓展。TERBLY 目标市场定位于新兴国家，因此主要定位于中高端市场，毛利率同 AYRTON 相比较低，但仍保持于 25-35% 的较高水平。

图44. TERBLY 毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图45. TERBLY 应用于 2020 年央视春晚



资料来源：浩洋电子官网，安信证券研究中心

3.3. 募投扩建项目将落地，新产能新成长

背靠产业集群，产业链优势有效降低扩产及生产成本。公司地处珠三角广州市番禺区，位于中国舞台灯光设备产业集群，区域内完整的产业链和充足的原材料供给能够有效降低扩产与生产制造成本。舞台演艺灯光设备扩产所需设备以及生产所需原材料、辅助材料主要包括电气电子类、五金类、光学元件类、光源类等，在珠三角该原材料和辅助材料的生产厂家众多，供应充足，且运输距离较短。公司的 IPO 募投项目每台演艺灯光设备预计均价为 1.4-1.5 万元，平均投资额仅 1.2-1.4 万元。

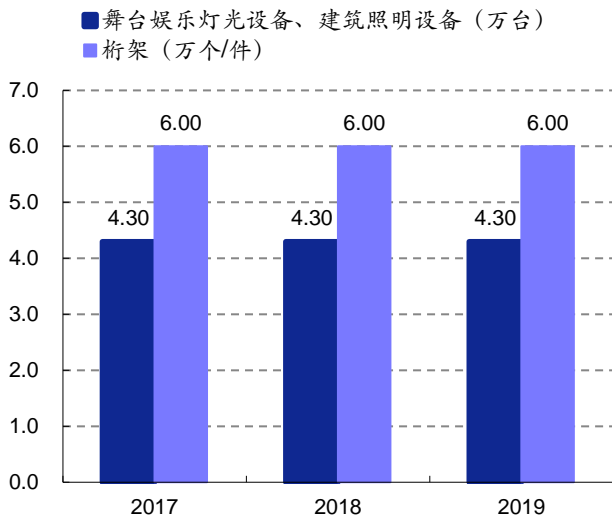
表13：公司扩产效用及成本

项目	总产能 (万台)	项目投资额 (亿元)	平均产能投资额 (万元/台)	预计年均营业收入 (亿元)	预计均价 (万元/台)
演艺灯光设备生产基地升级扩建项目	3	4.19	1.40	4.46	1.49
演艺灯光设备生产基地二期扩建项目	4	4.67	1.17	5.38	1.35

资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

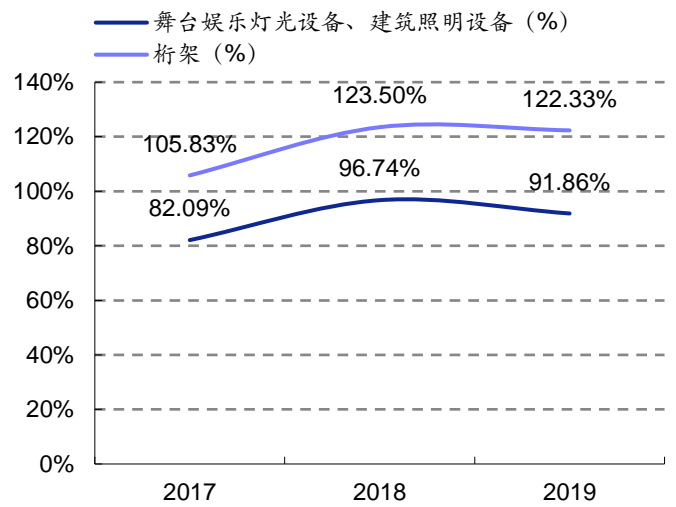
公司受产能瓶颈制约。公司主要产品产能利用率趋于饱和，截至 2019 年，公司舞台娱乐灯光设备、建筑照明设备的产能共 4.30 万台，产能利用率为 91.86%；桁架产能为 6.00 万个/件，产能利用率为 122.33%。2021H2 开始，演艺设备行业特别是海外市场的需求迎来初步恢复，公司在手订单上涨，现有产能无法满足市场需求的变化。根据浩洋股份年报，公司为解决产能瓶颈，加大了相关募投项目的建设进度，并通过新增租赁场地、对公司内部的产线与仓库进行优化调整等方式，快速提高公司的产能，抢占市场份额。

图46. 公司各产品产能



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图47. 公司各产品产能利用率



资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

募投项目建成后将增加 7 万台产能，成长空间可期。2020 年公司上市时拟投资 5 个募投项目，用于提高公司演艺灯光设备的产能并扩充产品品类，发展高端产品。其中演艺灯光设备生产基地升级扩建项目计划和二期扩建项目建成投产后计划将分别新增产能 3 万台/年（包括 1 万台舞台演艺灯光）和 4 万台/年，原定两项募投项目的建设期均为 2 年，但因 2020 年疫情爆发导致演艺设备灯光市场受到较大冲击，公司募投项目进度不及预期。2023 年 4 月 21 日，公司公告延迟募投项目达到预定可使用状态日期，但启用时间并无发生实质性的延迟，延期仅指项目最终竣工与完结日期延期，当前募投项目均在有序加快推进中，其中演艺灯光设备生产基地二期扩建项目的一期工程已完成封顶。

表14: 公司演艺灯光设备生产基地升级扩建项目产品品类及产能

项目名称	地点	预计产能 (万台/年)	产品类型	原计划达到预定可使用状态日期	调整后达到预定可使用状态日期	截至 23 年 4 月募集资金投入进度
演艺灯光设备生产基地升级扩建项目	广州番禺	3	演艺设备灯光 (1 万台)、建筑照明灯光 (2 万台)	2023 年 12 月	2026 年 12 月 31 日	32.18%
演艺灯光设备生产基地二期扩建项目	广州恩平	4	主要为演艺设备灯光	2023 年 12 月	2025 年 12 月 31 日	13.24%

资料来源：公司招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

表15: 演艺灯光设备生产基地升级扩建项目品类及产能规划

分类	产品名称	产能设计 (台)	产能合计 (台)	总计 (台)
舞台演艺设备灯光	舞台演艺灯光设备	BLW1000: 1000W 的 WASH/BEAM 产品, P20	2000	10000
		BLW1000IP: 1000W 的 WASH/BEAM 户外版本, IP65	2000	
		激光摇头灯 (户内版本)	1200	
		激光摇头灯 (户外版本)	1200	
		带 IP 功能的防水染色灯 1	1200	
		带 IP 功能的防水染色灯 2	1200	
		带 IP 功能的防水染色灯 3	1200	
建筑照明	商业照明设备	20W 商业照明	8000	20000
		80W 商业照明	8000	
		四合一的条状灯条	4000	
合计			30000	30000

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 15.67、19.95、24.76 亿元，同比增长 28.12%、27.34%、24.14%，毛利率分别为 50.1%、49.8%、49.7%。

1) **舞台娱乐灯光设备**：2022 年公司主要市场欧美地区的主要场景演唱会需求已恢复至超疫情前水平，并有望维持高景气继续增长，伴随公司产能逐步释放，我们预计公司 23-25 年舞台娱乐灯光设备收入分别为 14.07、17.76、21.89 亿元，同比分别增长 25.7%、26.3%、23.3%。公司持续推陈出新、优化品类结构，海外毛利率有望维持高水平，但伴随公司逐步开拓盈利水平较低的国内市场，毛利率或小幅下降，我们预计 23-25 年舞台娱乐灯光设备毛利率分别为 50.7%、50.4%、50.2%。

2) **建筑照明设备**：公司积极发展新品类，目前建筑照明设备收入基数较低，我们预计公司 23-25 年建筑照明设备收入分别为 0.39、0.55、0.71 亿元，同比分别增长 79.5%、38.6%、29.4%。规模效应有望释放，毛利率有望稳中向上，我们预计 23-25 年建筑照明设备毛利率分别为 45.3%、45.5%、45.7%。

3) **桁架**：公司积极发展新品类，预计资源将向桁架有所倾斜，我们预计公司 23-25 年桁架收入分别为 0.53、0.73、0.96 亿元，同比增长 52.6%、36.5%、31.3%。伴随规模效应释放，毛利率有望稳中向上，我们预计 23-25 年桁架毛利率分别为 40.4%、40.8%、41.2%。

4) **紫外线灯**：紫外线产品主要系公司应对疫情时期需求开发，我们预计将维持原有规模，23-25 年紫外线灯收入分别为 0.07、0.07、0.07 亿元。预计毛利率保持稳定，我们预计 23-25 年紫外线灯毛利率分别为 30.1%、30.1%、30.1%。

表16：浩洋股份营收拆分与盈利预测

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	5.79	6.86	8.45	4.00	6.18	12.23	15.67	19.95	24.76
YoY		18.50%	23.10%	-52.70%	54.70%	97.80%	28.12%	27.34%	24.14%
毛利率	40.80%	42.60%	48.20%	46.10%	45.30%	50.18%	50.12%	49.81%	49.67%
舞台娱乐灯光设备									
营业收入 (亿元)	4.57	5.77	7.31	3.27	5.49	11.19	14.07	17.76	21.89
YoY		26.20%	26.70%	-55.20%	67.70%	103.92%	25.74%	26.25%	23.26%
毛利率	41.90%	43.40%	49.70%	48.20%	46.20%	50.73%	50.73%	50.38%	50.22%
桁架									
营业收入 (亿元)	0.37	0.41	0.41	0.13	0.27	0.35	0.53	0.73	0.96
YoY		9.80%	1.90%	-67.60%	102.00%	28.79%	52.60%	36.50%	31.25%
毛利率	38.10%	38.90%	40.40%	30.70%	37.50%	40.00%	40.40%	40.80%	41.20%
配件 (配件及其他)									
营业收入 (亿元)	0.34	0.36	0.47	0.34	0.27	0.40	0.60	0.84	1.13
YoY		8.00%	30.60%	-28.50%	-21.00%	49.44%	50.00%	40.00%	35.00%
毛利率	39.30%	36.20%	37.00%	37.80%	40.40%	49.86%	49.86%	49.86%	49.86%
建筑照明设备									
营业收入 (亿元)	0.2	0.21	0.15	0.13	0.07	0.22	0.39	0.55	0.71
YoY		6.30%	-29.40%	-15.00%	-42.20%	195.74%	79.52%	38.61%	29.35%
毛利率	42.20%	37.70%	42.10%	38.00%	36.30%	45.08%	45.28%	45.48%	45.68%
紫外线灯									
营业收入 (亿元)				0.09	0.08	0.06	0.07	0.07	0.07
YoY					-7.20%	-25.22%	10.00%	4.00%	2.00%
毛利率				49.10%	32.20%	30.09%	30.09%	30.09%	30.09%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

浩洋股份为国内舞台娱乐灯光设备龙头，给予买入-A 的投资评级。公司系国内中高端舞台娱乐灯光设备龙头，研发技术优势显著、客户粘性强，品牌、渠道护城河优势突出，随着疫后海内外演艺需求快速修复，公司业绩有望伴随新产能释放持续成长，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 4.71、5.87、7.53 亿元，同比增长 32.25%、24.52%、28.46%，对应 PE 估值 19.4x、15.5x、12.1x。参考可比公司，考虑到浩洋股份为全球中高端舞台灯光龙头，具备稀缺欧美知名品牌资源，充分受益高景气的欧美市场，技术领先盈利能力优异，我们给予公司 23 年 25xPE，对应目标价 138.46 元，首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

表17：浩洋股份与可比公司估值

公司	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			市盈率			22-24 年净利润 CAGR
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
锋尚文化	61.8	84.87	14.71	398	489.52	577.0	21.3	17.3	476.87%
浩洋股份	108.11	91.17	356.2	471.0	586.5	25.6	19.4	15.5	28.33%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算（注：锋尚文化盈利预测来自 wind 一致预测，另一可比公司德晟股份为新三板上市）

5. 风险提示

- 1) 下游需求不及预期风险：**公司业绩与海外演唱会、剧院、主题公园市场高度相关，若下游需求复苏、增长不及预期，则将导致业绩出现较大波动。
- 2) 疫情反复风险：**若出现新变种毒性较大的病毒，线下活动人流量或减少，影响终端需求及公司业绩。
- 3) 国际贸易摩擦风险：**公司以外销为主，美国地区收入占比较高，若中美贸易摩擦持续进行或者进一步升级，公司的美国客户可能会削减订单、要求公司产品降价或者承担相应的关税，导致公司美国市场出口销售收入降低和盈利水平下降，对公司的生产经营产生不利的影响。
- 4) 汇率大幅波动风险：**公司以外销为主，结算货币包括美元、欧元等，若人民币大幅升值，将导致公司汇兑损失增加，对业绩造成不利影响。
- 5) 技术研发及新产品开发风险：**公司通过多年对演艺灯光设备的研发、设计和生产，其相关的研发、设计、生产等技术和工艺已经比较成熟。目前业内的竞争主要体现在对演艺灯光设备的造型、电子、光学、热学、机械结构及控制系统等功能的开发应用上，如果公司不能准确预测新产品的市场发展趋势、把握新技术和新工艺的发展方向，不能迅速开发出满足客户需求的产品，将削弱公司的竞争优势，对公司市场地位、客户积累、经济效益及发展前景都将造成不利影响。
- 6) 核心技术人员流失及核心技术泄密风险：**作为高新技术企业，技术优势及持续的研发能力是公司的主要核心竞争力，也是公司在国内演艺灯光设备领域保持技术领先的关键。虽然公司已采取多方面的措施以防止核心技术泄密，但公司仍存在核心技术泄密或被他人盗用的风险，一旦核心技术发生泄密，可能会对公司的业务发展造成不利影响。
- 7) 产能扩张不及预期风险：**目前公司产能较饱和，若扩产进展、幅度不及预期，则影响公司业绩增速。
- 8) 盈利预测及假设不及预期的风险：**若假设条件不及预期、盈利预测影响因素不及预期，可能导致实际市场增速及规模不及预期、公司业绩不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	618.1	1,222.7	1,566.5	1,994.8	2,476.3	成长性					
减: 营业成本	338.2	609.1	781.3	1,001.3	1,246.3	营业收入增长率	54.7%	97.8%	28.1%	27.3%	24.1%
营业税费	3.7	8.6	11.1	14.1	17.5	营业利润增长率	67.9%	166.9%	31.5%	24.9%	28.3%
销售费用	51.0	83.5	100.3	127.7	158.5	净利润增长率	54.3%	162.0%	32.2%	24.5%	28.5%
管理费用	50.6	96.3	115.9	145.6	170.9	EBITDA 增长率	71.1%	157.0%	28.2%	28.2%	27.2%
研发费用	41.9	57.5	73.7	93.8	116.5	EBIT 增长率	80.1%	168.6%	25.4%	25.3%	24.9%
财务费用	-35.5	-56.9	-54.8	-69.8	-111.4	NOPLAT 增长率	88.8%	191.0%	36.9%	24.7%	24.9%
资产减值损失	-5.1	-12.5	-8.4	-8.7	-9.9	投资资本增长率	23.4%	25.9%	35.0%	28.2%	24.3%
加: 公允价值变动收益	4.4	14.9	-	-	-	净资产增长率	5.5%	15.6%	22.1%	22.5%	23.6%
投资和汇兑收益	4.4	-1.3	1.0	-2.6	-4.0						
营业利润	162.0	432.5	568.8	710.6	911.8	利润率					
加: 营业外净收支	0.1	-2.6	1.0	-0.5	-0.7	毛利率	45.3%	50.2%	50.1%	49.8%	49.7%
利润总额	162.1	429.9	569.8	710.1	911.1	营业利润率	26.2%	35.4%	36.3%	35.6%	36.8%
减: 所得税	23.6	69.7	92.3	115.1	147.6	净利润率	22.0%	29.1%	30.1%	29.4%	30.4%
净利润	136.0	356.2	471.0	586.5	753.5	EBITDA/营业收入	25.6%	33.2%	33.2%	33.5%	34.3%
						EBIT/营业收入	23.7%	32.2%	31.5%	31.0%	31.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	34	20	28	38	45
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	141	79	67	67	67
货币资金	944.9	1,046.8	1,339.6	1,733.8	2,275.2	流动资产周转天数	1,035	577	517	488	480
交易性金融资产	474.6	506.4	506.4	506.4	506.4	应收帐款周转天数	84	53	44	43	42
应收帐款	194.4	167.4	217.6	261.1	313.3	存货周转天数	113	80	75	70	68
应收票据	3.5	2.4	2.6	2.9	3.2	总资产周转天数	1,143	666	620	591	580
预付帐款	4.3	6.4	7.4	10.2	11.7	投资资本周转天数	223	140	144	148	150
存货	251.2	295.6	354.7	425.6	510.7						
其他流动资产	1.0	21.7	21.7	21.7	21.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.3%	16.6%	18.0%	18.3%	19.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.6%	14.8%	16.2%	16.6%	17.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	31.6%	74.5%	81.0%	74.8%	72.9%
投资性房地产	-	-	-0.8	-1.5	-2.3	费用率					
固定资产	57.9	79.8	160.3	257.6	363.7	销售费用率	8.3%	6.8%	6.4%	6.4%	6.4%
在建工程	37.1	162.0	196.5	222.4	241.8	管理费用率	8.2%	7.9%	7.4%	7.3%	6.9%
无形资产	60.0	64.1	62.0	59.9	57.8	研发费用率	6.8%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
其他非流动资产	53.9	89.3	88.6	87.9	87.2	财务费用率	-5.7%	-4.7%	-3.5%	-3.5%	-4.5%
资产总额	2,082.9	2,441.6	2,956.6	3,587.9	4,390.4	四费/营业收入	17.5%	14.7%	15.0%	14.9%	13.5%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	121.7	92.2	117.7	143.6	170.3	资产负债率	10.0%	11.3%	10.6%	9.7%	8.8%
应付票据	-	39.7	51.5	61.9	74.2	负债权益比	11.2%	12.7%	11.8%	10.8%	9.7%
其他流动负债	60.5	105.8	105.8	105.8	105.8	流动比率	10.28	8.61	8.91	9.52	10.40
长期借款	1.8	0.1	-	-	-	速动比率	8.91	7.37	7.62	8.15	8.94
其他非流动负债	25.0	37.5	37.5	37.5	37.5	利息保障倍数	-4.13	-6.91	-9.00	-8.86	-6.93
负债总额	209.1	275.3	312.5	348.8	387.8	分红指标					
少数股东权益	19.3	20.9	27.4	35.9	45.9	DPS(元)	0.80	2.20	-	-	-
股本	84.3	84.3	84.3	84.3	84.3	分红比率	49.6%	52.1%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,772.6	2,061.3	2,532.3	3,118.9	3,872.4	股息收益率	0.7%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,873.9	2,166.3	2,644.0	3,239.1	4,002.6						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	138.5	360.2	471.0	586.5	753.5
						加: 折旧和摊销	12.0	13.0	27.0	49.0	76.5
						资产减值准备	21.6	11.8	-	-	-
						公允价值变动损失	-4.4	-14.9	-	-	-
						财务费用	0.7	-12.8	-54.8	-69.8	-111.4
						投资收益	-4.4	1.3	-1.0	2.6	4.0
						少数股东损益	2.5	4.1	6.5	8.5	10.0
						营运资金的变动	-84.8	5.6	-72.5	-80.7	-99.3
						经营活动产生现金流量	61.4	356.4	376.1	496.2	633.2
						投资活动产生现金流量	-469.5	-201.1	-138.2	-171.9	-203.2
						融资活动产生现金流量	-48.3	-97.8	55.0	69.8	111.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.61	4.22	5.59	6.96	8.94
						BVPS(元)	21.99	25.44	31.03	37.99	46.92
						PE(X)	67.1	25.6	19.4	15.5	12.1
						PB(X)	4.9	4.2	3.5	2.8	2.3
						P/FCF	177.9	37.2	32.0	23.7	17.2
						P/S	14.7	7.5	5.8	4.6	3.7
						EV/EBITDA	34.2	13.4	13.9	10.2	7.4
						CAGR(%)	62.6%	28.5%	75.0%	62.6%	28.5%
						PEG	1.1	0.9	0.3	0.2	0.4
						ROIC/WACC	3.0	7.0	7.7	7.1	6.9
						REP	4.3	1.5	1.3	1.0	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034