

公司研究

海外演艺市场回暖，演艺灯光设备龙头蓄势待发

——浩洋股份（300833.SZ）投资价值分析报告

要点

演艺灯光设备龙头，业绩高速增长。公司被工信部认定为“影视舞台灯”的“制造业单项冠军示范企业”。舞台娱乐灯光设备为公司核心收入来源，2021年营收占比89%，产品覆盖HID光源、LED光源、激光灯等多种类别。公司产品主要销往海外，业务模式为OBM、ODM相结合，其中OBM自主品牌主要为“TERBLY”和法国雅顿的“AYRTON”。伴随海外演艺市场复苏，2022年前三季度，公司实现归母净利润3.02亿元，达到2021年全年归母净利润2倍以上。

演艺灯光设备是技术与艺术的结合。演艺灯光设备制造业市场集中度较低，2017年全球生产规模CR10为27.88%，欧美企业具先发优势。国内珠三角地区为产业集聚地，厂商由ODM向OBM转型。据华经情报网，2024年国内舞台灯光设备市场有望达728.89亿元。技术方面，HID光源地位强势，LED光源具节能减排优势迅速崛起。盈利空间方面，由于下游演出市场受经济波动的影响相对较小，且具备文化消费属性，毛利率较高，因此中游优质设备商具有较高毛利空间。

海外演出市场复苏，国内演艺产业升级，演艺设备厂商迎机遇。海外方面，欧美地区演艺活动限制政策逐渐放松，全球演出市场回暖，音乐演出、戏剧演出、娱乐/主题公园等细分下游行业恢复良好。国内方面，2021年中国演出市场总体规模恢复至335.85亿元，同比增长27.76%。整体来看，疫情不改我国居民可支配收入、文娱消费的长期增长趋势。近年我国发布多项政策，促进文旅演艺产业升级、演艺设备发展，“十四五”规划中亦提出攻克舞台演艺领域的瓶颈技术。

公司：渠道+研发+扩产优势，充分受益于下游需求复苏。渠道方面，公司具备稀缺的海外自主品牌资源，2017年公司全资收购法国雅顿，切入欧美高端市场，OBM收入占比自2017年的31%提升至2022H1的64%，公司毛利率从2017年的40.78%提升至2022年前三季度的51.13%。盈利能力方面，公司具备不断适应市场需求的新品研发能力，2019年-2022H1舞台娱乐灯光装备毛利率均处于45%以上。产能方面，首发募投项目建设预计为公司新增年产能7万台，有望助力公司突破产能制约，抓住海外演艺市场复苏带来的机遇。

盈利预测、估值与评级：浩洋股份为全球演艺灯光设备龙头，充分受益于海外演出市场复苏，及国内演艺产业及演艺设备升级，业绩有望维持高速增长。我们预测公司2022-2024年归母净利润分别为4.01、5.07、6.39亿元，对应EPS为4.75、6.01、7.58元。根据相对估值法及绝对估值法，基于谨慎原则，我们给予公司120元的目标价（对应23年PE 20x），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新冠疫情反复风险，国际贸易摩擦风险，汇率波动风险，扩产进度不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 400 | 618 | 1,240 | 1,616 | 2,164 |
| 营业收入增长率 | -52.70% | 54.66% | 100.67% | 30.27% | 33.93% |
| 净利润（百万元） | 88 | 136 | 401 | 507 | 639 |
| 净利润增长率 | -55.09% | 54.28% | 194.76% | 26.41% | 26.12% |
| EPS（元） | 1.05 | 1.61 | 4.75 | 6.01 | 7.58 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 5.01% | 7.33% | 18.35% | 20.28% | 22.08% |
| P/E | 81 | 53 | 18 | 14 | 11 |
| P/B | 4.1 | 3.9 | 3.3 | 2.9 | 2.5 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-12-14

买入（首次）

当前价/目标价：84.88/120元

作者

分析师：贺根

执业证书编号：S0930518040002

021-52523863

hegen@ebsecn.com

分析师：杨绍辉

执业证书编号：S0930522060001

021-52523860

yangshaohui@ebsecn.com

联系人：汲萌

021-52523859

jimeng@ebsecn.com

市场数据

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本(亿股) | 0.84 |
| 总市值(亿元): | 71.58 |
| 一年最低/最高(元): | 53.14/122.00 |
| 近3月换手率: | 48.02% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|--------|--------|-------|
| 相对 | -13.26 | -17.99 | 18.50 |
| 绝对 | -9.02 | -20.70 | -2.28 |

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1、舞台娱乐灯光设备：受益于海外现场演出市场的复苏，预计该业务 2022 年营收有望实现 104% 的同比提升；同时，考虑到全球现场演出的票价提升趋势，以及公司高毛利的 OBM 产品的收入占比提升、新品推出对毛利率整体的带动作用，预计 2022 年公司毛利率有望提升至 52%。2023、2024 年，伴随公司首发募投的扩产项目投产、产能爬坡，公司有望新增产能 7 万台/年，从而突破产能制约，预计 2023、2024 年该业务收入分别有望同比提升 31%、35%。毛利率方面，预计公司高毛利的 OBM 收入占比提升的趋势有望延续，假设 2023 年该业务毛利率进一步提升至 52.3%；2024 年，考虑到两期新产能投产带来的折旧影响，假设该业务毛利率为 51.6%。

2、建筑照明设备、配件及桁架：这三类产品整体受益于全球新冠疫情防控常态化背景下的需求增长及毛利率修复。2022-2024 年，我们预计建筑照明设备收入分别有望同比提升 90%、25%、22%，毛利率分别有望提升至 42%、42.5%、43%；预计配件收入分别有望同比增长 85%、20%、20%，毛利率分别达到 40%、40.5%、40.8%；预计桁架收入分别有望同比增长 78%、30%、30%，毛利率修复至疫情前的 40%，并维持该水平。

3、紫外线灯及其他产品：该项收入中主要为紫外线灯产品，该产品为公司于 2020 年疫情背景下推向市场，并开始贡献收入。2022-2024 年，假设该项业务收入分别有望实现 10.18%、5.08%、2.03% 的同比增长，毛利率假设保持 2021 年相当水平，假设为 32.11%。

我们区别于市场的观点

市场认为公司是中游传统设备制造商，成长空间及估值空间有限。我们认为，首先，由于海外演艺市场复苏、国内演艺产业升级，该市场具有较大成长空间，并且由于下游演艺市场的文化消费属性，中游的优质设备供应商可享受较高毛利空间；其次，公司是全球舞台灯这一细分领域龙头，具备稀缺的海外品牌资源，也是该细分领域的唯一 A 股上市公司，且具备较强的研发及盈利能力，同时，扩产推进也将有助于其突破产能制约。公司在下游需求复苏的背景下具备较高成长性。因此，应给予公司相对传统装备企业更高的估值水平。

股价上涨的催化因素

1、海外欧美现场演出市场持续复苏：海外新冠疫情防控政策进一步放开，全球演艺灯光设备需求进一步释放，公司作为全球演艺灯光设备龙头，在市场份额及业绩兑现方面将率先受益。

2、国内现场演出市场复苏：伴随国内疫情精准防控方针的落实，下游演艺市场将逐步复苏，公司将显著受益于国内现场演出行业的景气度提升及产业升级。

估值与目标价

浩洋股份为全球演艺灯光设备龙头，充分受益海外演出市场复苏，及国内演艺产业及演艺设备升级，业绩有望维持高速增长。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.01、5.07、6.39 亿元，对应 EPS 为 4.75、6.01、7.58 元。根据相对估值法及绝对估值法，基于谨慎原则，我们给予公司 120 元的目标价（对应 23 年 PE 20x），首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

| | |
|--|-----------|
| 1、演艺灯光设备龙头，业绩高速增长 | 6 |
| 1.1、演艺灯光设备龙头，新品研发实力强大..... | 6 |
| 1.2、海外需求修复，业绩快速释放..... | 8 |
| 2、演艺灯光设备：技术与艺术的结合 | 11 |
| 2.1、演艺灯光设备：实现舞台艺术效果的关键设备..... | 11 |
| 2.2、产业链：国产品牌崛起，下游空间广阔..... | 12 |
| 2.3、技术趋势：LED 崛起、智能化、技术与艺术结合..... | 14 |
| 2.4、下游受经济波动影响小，文化消费属性赋予高盈利空间..... | 16 |
| 3、海外演出市场复苏，国内演艺产业升级 | 17 |
| 3.1、海外演出限制政策放松，演艺市场快速复苏..... | 17 |
| 3.2、国内市场复苏明显，政策驱动+消费升级助力发展..... | 19 |
| 4、公司：渠道+研发+扩产，充分受益于下游需求复苏 | 22 |
| 4.1、渠道：具备稀缺的海外自主品牌资源的国内厂商..... | 22 |
| 4.2、盈利：新品研发能力为核心，享受高毛利空间..... | 23 |
| 4.3、产能：首发募投项目建设，助力突破产能制约..... | 25 |
| 5、盈利预测 | 27 |
| 5.1、关键假设及盈利预测..... | 27 |
| 5.2、估值分析与投资评级..... | 29 |
| 6、风险分析 | 32 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 6 |
| 图 2: 公司 2021 年营收分产品构成..... | 7 |
| 图 3: 公司股权结构 (截至 2022Q3)..... | 8 |
| 图 4: 2017-2022 前三季度公司营业总收入及同比增速..... | 8 |
| 图 5: 2017-2022 前三季度公司归母净利润及同比增速..... | 8 |
| 图 6: 公司 2017-2022H1 内销、外销业务收入..... | 9 |
| 图 7: 公司 2017-2022H1 内销、外销业务毛利及毛利率..... | 9 |
| 图 8: 2017 年-2022 前三季度公司分业务毛利率、净利率..... | 9 |
| 图 9: 2017 年-2022 前三季度公司期间费用率..... | 9 |
| 图 10: 2021 年欧歌赛舞台的摇头灯“墙”..... | 11 |
| 图 11: 新中国 70 华诞现场的防水舞台灯..... | 11 |
| 图 12: 演艺灯光设备发展历程..... | 11 |
| 图 13: 演艺灯光设备产业链..... | 12 |
| 图 14: 浩洋股份 2017-2019 年度主要原材料采购金额平均占比..... | 12 |
| 图 15: 2013-2019 年中国演出行业细分市场规规模情况..... | 14 |
| 图 16: 《伟大征程》演出使用的灯光设备 70% 以上为 LED 光源..... | 15 |
| 图 17: 2022 年北京冬奥会闭幕式采用全彩色集束激光产品..... | 15 |
| 图 18: 2000-2015 年北美人均 GDP 增速与现场演出市场规模..... | 16 |
| 图 19: 2017-2021 年浩洋股份及下游演艺行业公司的相关业务毛利率..... | 16 |
| 图 20: 欧美地区演艺活动限制放松历程..... | 17 |
| 图 21: 2019Q1-2022Q3 Live Nation 音乐会、票务、赞助及广告收入 (单位: 亿美元)..... | 17 |
| 图 22: 2011-2018 年全球 TOP100 音乐巡演票房收入..... | 18 |
| 图 23: 2011-2018 年全球 TOP100 音乐巡演平均票价..... | 18 |
| 图 24: 2012-2018 年百老汇演出季总收入情况..... | 18 |
| 图 25: 百老汇演出季总观众人数情况..... | 18 |
| 图 26: 2021 年百老汇复演周成绩..... | 19 |
| 图 27: 2012-2021 年全球排名前 25 的主题公园游客人次及同比增速..... | 19 |
| 图 28: 2016-2021 年中国演出票房收入及演出行业市场规模..... | 20 |
| 图 29: 2017-2022 年居民人均可支配收入 (单位: 元)..... | 20 |
| 图 30: 2017-2022 年居民人均教育文化娱乐消费支出 (单位: 元)..... | 20 |
| 图 31: 公司主要子公司及持股比例 (截至 2022H1)..... | 22 |
| 图 32: 2017-2022H1 分业务模式收入及 OBM 收入占比..... | 23 |
| 图 33: 2020-2021H1 分业务模式毛利及毛利率..... | 23 |
| 图 34: 公司的品牌矩阵..... | 23 |
| 图 35: 2017-2022 前三季度公司研发费用及研发费用率..... | 24 |
| 图 36: 北京环球度假区运用 1000 多台公司灯具..... | 24 |
| 图 37: 公司的 Terbly GLZ300IP 激光防水光束灯用于日本演唱会..... | 24 |
| 图 38: 2017-2022H1 公司舞台娱乐灯光设备与同行业公司类似业务毛利率对比..... | 25 |
| 图 39: 舞台娱乐灯光设备工艺流程图..... | 25 |

图 40: 2017-2019 年公司舞台娱乐灯光设备、建筑照明设备及桁架产量及产能利用率 26

表目录

| | |
|---|----|
| 表 1: 公司主要产品简介..... | 6 |
| 表 2: 公司销售模式及主要客户..... | 7 |
| 表 3: 公司 IPO 募集资金投向及截至 2022H1 投资进度..... | 10 |
| 表 4: 海外演艺灯光设备制造业主要企业..... | 13 |
| 表 5: 演艺灯光设备行业公司的主要业务模式..... | 13 |
| 表 6: 国内演艺灯光设备制造业主要企业..... | 13 |
| 表 7: 白炽光源、HID 光源、LED 光源、激光光源优劣势对比..... | 15 |
| 表 8: 文化演艺行业发展的相关政策..... | 21 |
| 表 9: 2017-2019 年公司、法国雅顿舞台娱乐灯光产品均价及价格差异率..... | 22 |
| 表 10: 演艺灯光设备生产基地升级扩建项目建成后预计产品品类及产能..... | 26 |
| 表 11: 浩洋股份分项业务预测 (单位: 亿元)..... | 27 |
| 表 12: 可比公司盈利预测与估值 (收盘价及市值数据截至 12 月 14 日)..... | 29 |
| 表 13: 绝对估值核心假设表..... | 30 |
| 表 14: 现金流折现及估值表..... | 30 |
| 表 15: 敏感性分析表 (元)..... | 30 |
| 表 16: 估值结果汇总 (元)..... | 30 |

1、演艺灯光设备龙头，业绩高速增长

1.1、演艺灯光设备龙头，新品研发实力强大

公司在全球演艺灯光设备领域居于龙头地位。公司成立于 2005 年，2020 年 5 月于创业板上市。公司是一家集研发、生产和销售为一体的高新技术企业，主要产品包括舞台娱乐灯光设备、建筑照明设备、桁架和紫外线消毒设备等。公司在该领域深耕 10 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。公司是国家文化出口重点企业，也是工信部认定的“影视舞台灯”这一产品的“制造业单项冠军示范企业”、“专精特新小巨人企业”，以及海关认定的“AEO 高级认证企业”。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

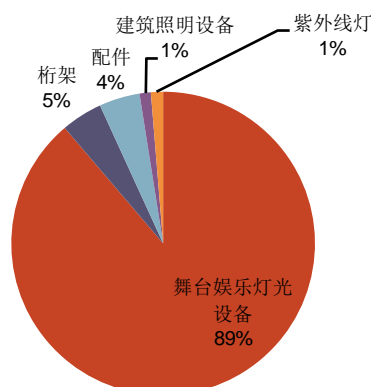
表 1：公司主要产品简介

| 主要产品 | 舞台娱乐灯光设备 | 建筑照明设备 | 桁架 | 紫外线消毒设备 |
|------|---|---|---|---|
| 产品简介 | 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，主要包括图案灯、染色灯和光束灯等，应用于大型活动舞台、剧院、电视演播厅等。 | 用于渲染建筑物，提高其观赏性，多用于城市景观照明。 | 一种由铝合金杆件彼此在两端连接而成的结构，用于搭建演出舞台、悬挂和固定演艺灯具等。 | 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，从而达到杀灭病原微生物的消毒装置。 |
| 部分产品 |  <p>图案灯 染色灯 光束灯 频闪灯</p>  <p>聚光灯 追光灯 成像灯</p> |  <p>户内洗墙灯 建筑投光灯 建筑矩阵灯</p>  <p>建筑洗墙灯 景观照明埋地灯</p> |  <p>插销式桁架</p>  <p>螺丝式桁架</p> |  <p>家用紫外消毒灯 紫外线空气净化</p>  <p>商用紫外消毒灯</p> |

资料来源：公司公告，京东，光大证券研究所整理

公司的核心收入来源为舞台娱乐灯光设备。2021 年，公司营收 6.18 亿元，舞台娱乐灯光设备收入占比高达 89%。公司的舞台灯光设备产品覆盖 HID 光源、LED 光源、激光灯等多种类别。公司产品参与了国内外众多有影响力的大型项目，如 2008 年北京奥运会开闭幕式、2019 年国庆 70 周年天安门庆典、央视及各大卫视春晚，以及欧洲歌唱大赛、2012 年伦敦奥运会等国内外大型演艺活动和上海中心、深圳平安金融中心等知名建筑项目。

图 2：公司 2021 年营收分产品构成



资料来源：Wind

公司产品主要销往海外，已形成 OBM、ODM 相结合的完善销售模式。公司产品主要销往海外，2021 年，外销业务营收占比高达 86%。公司在海内外采取 ODM、OBM 相结合的销售模式。公司的 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，主要海外客户包括 ADJ 集团、海恩系统等。而公司的 OBM 核心品牌为国内自主品牌

“TERBLY”和全资子公司法国雅顿的自主品牌“AYRTON”。其中，“TERBLY”品牌以直销为主，主要客户为亚洲、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；“AYRTON”品牌以经销为主，向全球范围内的专业舞台灯光演艺灯光设备经销商供货。

表 2：公司销售模式及主要客户

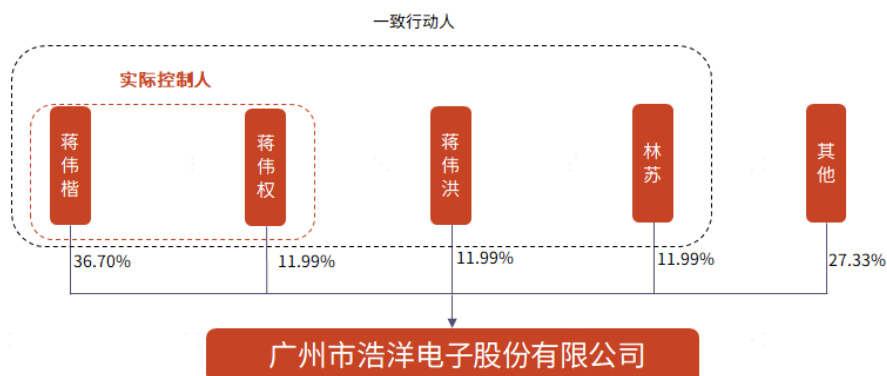
| 模式 | 客户情况 |
|-----|--|
| ODM | <ul style="list-style-type: none"> 海外全部以直销方式销售，主要客户为 ADJ 集团、海恩系统等。 |
| OBM | <ul style="list-style-type: none"> 国内客户主要为电视台、剧场剧院、体育馆、各类型演艺场馆、旅游演艺项目运营企业、具有内部舞台的企事业单位、演艺灯光设备租赁商等终端用户和演艺灯光设备工程综合解决方案的提供商。 海外 OBM 销售主要通过海外子公司进行销售，以经销模式为主，直销模式为辅。主要销售对象为全球各地的经销商。 <ul style="list-style-type: none"> “TERBLY”客户：主要为亚洲、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，直销为主。 “AYRTON”客户：全球范围内的专业舞台灯光演艺灯光设备经销商，经销为主。 |

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

研发优势显著，专利布局广泛，并持续向高技术新品转化。公司多年来在专业舞台灯光、智能照明和紫外线消毒设备等产品与相关技术上持续投入，截至 2022H1，公司及子公司共拥有境内有效专利 593 项，其中发明专利 62 项；拥有境外专利 103 项；拥有软件著作权 340 项。核心专利技术包括光束和图案效果的舞台灯光学系统及投光装置、移动式送风热学系统、内循环散热系统、调节 LED 灯亮度的方法等项目，均完成研发并应用于产品的试产或量产中，较好地提高了产品的控制精度、防水性能、散热效率和光色一致性等性能，并在产品上成功推出了超大功率 LED 舞台灯系列及激光舞台灯系列等产品。

股权结构稳定。公司股权结构集中且较为稳定，截至 2022Q3，公司实控人蒋伟楷、蒋伟权，及实控人的一致行动人蒋伟洪、林苏合计持有公司股份 72.67%。其中，蒋伟楷为公司董事长、总经理。实控人及其一致行动人均属同一家族。

图 3：公司股权结构（截至 2022Q3）



注：蒋伟楷现任公司董事长、总经理；蒋伟权现任公司董事；蒋伟洪现任智构桁架副董事长兼副总经理；林苏现任浩进照明副总经理。

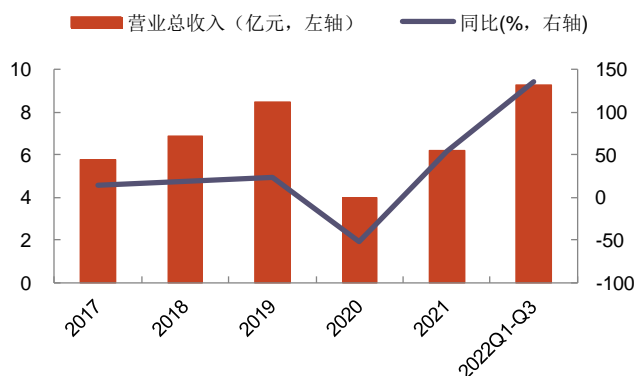
资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

1.2、海外需求修复，业绩快速释放

伴随全球新冠防控常态化，海外演艺设备需求恢复，公司业绩高速增长。

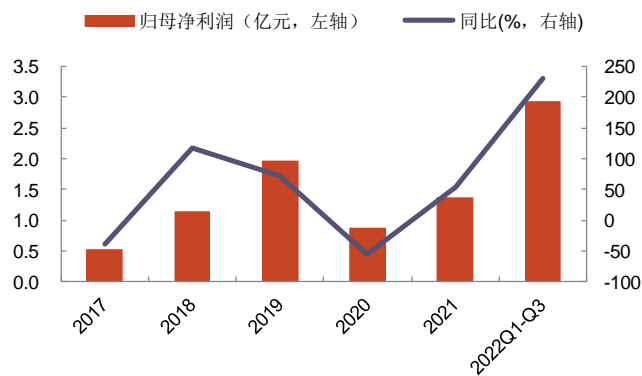
2018-2019 年，随着全球文化娱乐行业的发展，欧美市场对演艺灯光设备中高端产品的需求旺盛，公司发展战略定位于欧美中高端市场，持续研发符合市场需求的中高端新产品，同时，收购法国雅顿的整合协同效应逐步显现，2018、2019 年归母净利润分别同比提升 118%、73%。2020 年，新冠疫情对海外的演艺灯光设备市场需求造成较大冲击，对国内市场也造成了一定影响，公司营收同比下降 53%，其中，欧美市场销售额同比下降 59.7%，公司归母净利润同比下降 55%。2021 年下半年起，演艺设备行业特别是海外市场的需求迎来了初步恢复，欧美等地区国家逐步放松了限制演艺活动的相关政策措施。公司业绩也迎来高速增长，2021 年，公司实现营收 6.18 亿元，同比增长 54.66%，实现归母净利润 1.36 亿元，同比增长 54.28%；2022 年前三季度，公司实现营收 9.29 亿元，同比高增 136%，实现归母净利润 3.02 亿元，已达到 2021 年全年归母净利润的 2 倍以上，同比高增 226.43%。

图 4：2017-2022 前三季度公司营业总收入及同比增速



资料来源：Wind

图 5：2017-2022 前三季度公司归母净利润及同比增速

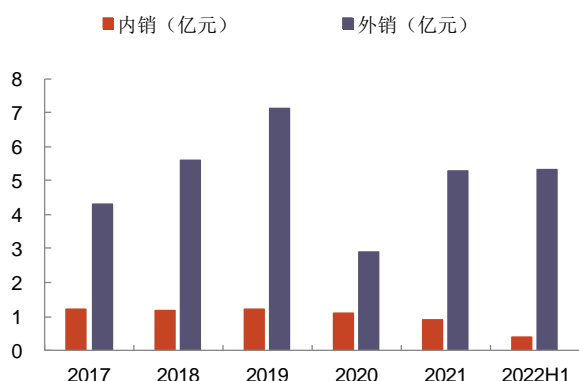


资料来源：Wind

外销毛利率显著高于内销毛利率，外销在营收、毛利中贡献均较高。公司外销业务收入营收占比近五年均高于 70%，2021 年外销业务营收占比高达 86%。此外，外销业务毛利率显著高于内销业务毛利率，以 2021 年为例，公司内销业务毛利率为 27.38%，外销业务毛利率为 48.27%。公司外销业务毛利率较高的原因是

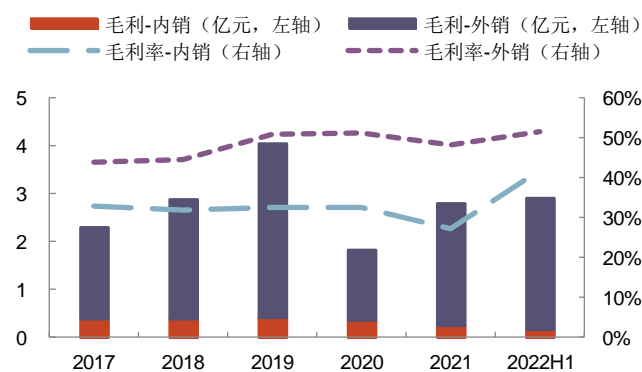
其主要销售以法国雅顿的“AYRTON”为代表的中高端产品，这些产品具备较高毛利率。

图 6：公司 2017-2022H1 内销、外销业务收入



资料来源：公司公告

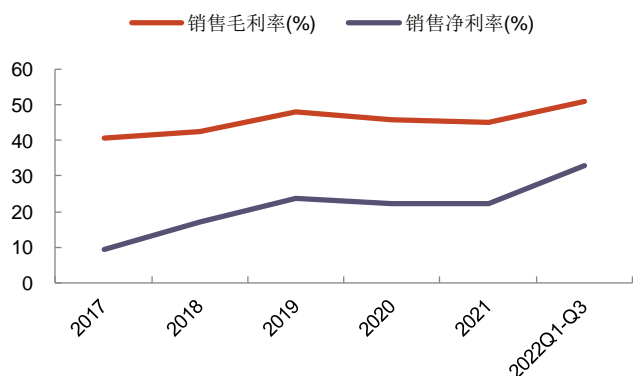
图 7：公司 2017-2022H1 内销、外销业务毛利及毛利率



资料来源：Wind

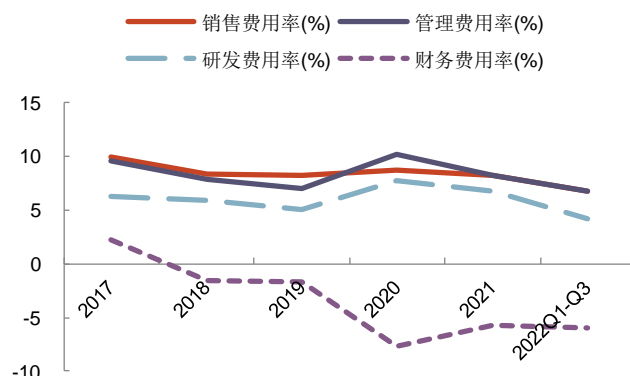
舞台娱乐灯光设备毛利率持续上升，期间费用率下降，盈利能力显著提升。舞台娱乐灯光设备产品在公司营收中占比最高，2021 年其营收占比高达 88.77%，且毛利率也最高，因此其毛利率变动对公司盈利能力带来较大影响。近年，一方面由于收购法国雅顿及“AYRTON”品牌，使得高毛利的 OBM 产品收入占比提升，此外，新品的持续研发也对公司整体毛利率具有带动作用；另一方面，2021 年下半年起公司对下游提价，缓解了上游原材料涨价对毛利率的消极影响。在以上因素的推动下，公司的毛利率表现出快速提升的趋势，2017 年-2022 年前三季度，公司毛利率从 40.78% 提升至 51.13%。费用方面，伴随公司营收快速增长，销售费用率整体下降；此外，公司现金资产较为充裕，在当前人民币贬值的背景下，利息收入及汇兑收益有效降低了财务费用。2017 年-2022 年前三季度，净利润率从 9.46% 提升至 32.87%。

图 8：2017 年-2022 前三季度公司分业务毛利率、净利率



资料来源：Wind

图 9：2017 年-2022 前三季度公司期间费用率



资料来源：Wind

IPO 募投项目推进将助力公司突破产能限制。公司于 2020 年在创业板上市，募资总额 10.98 亿元，募资净额 9.98 亿元。募集资金主要用于建设演艺灯光设备生产基地升级扩建项目、演艺灯光设备生产基地二期扩建项目、研发中心升级项目、国内营销及产品展示平台升级项目以及补充流动资金。截至 2022H1，公司已累计投入 IPO 募集资金中的 9885.72 万元，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。在当前演艺灯光设备市场需求快速释放的背景下，募投项目的建设，有助于公司突破产能限制，更好地满足业务扩张的需求。

表 3: 公司 IPO 募集资金投向及截至 2022H1 投资进度

| | 项目名称 | 建设期 | 实施主体 | 项目总投资 (万元) | 募集资金投资额 (万元) | 截至 2022H1 投资进度 |
|-----------|------------------|-------|------|------------------|-----------------|-------------------|
| 1 | 演艺灯光设备生产基地升级扩建项目 | 24 个月 | 发行人 | 41805.34 | 41805.34 | 13.73% |
| 2 | 研发中心升级项目 | 36 个月 | 发行人 | 6060.95 | 6060.95 | 23.68% |
| 3 | 国内营销及产品展示平台升级项目 | 36 个月 | 发行人 | 5164 | 5164 | 3.38% |
| 4 | 演艺灯光设备生产基地二期扩建项目 | 24 个月 | 江门浩明 | 46702.36 | 46702.36 | 5.34% |
| 5 | 补充营运资金项目 | 不适用 | 发行人 | 24000 | 38.69 | 100% |
| 合计 | | | | 123732.65 | 99771.34 | / |

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

拟实施股权激励, 绑定核心成员利益。2022 年 11 月 28 日, 公司公告其拟实施股权激励, 参与对象为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的核心管理人员, 含公司董事、监事、高级管理人员、关键前中后台员工等。该员工持股计划设立时资金总额不超过 3000 万元, 以 2022 年 11 月 25 日的公司收盘价 88.85 元/股测算, 对应公司股份数量约为 33.76 万股, 占总股本的 0.40%; 资金来源为从应付职工薪酬中计提的持股计划专项激励基金, 股票来源为二级市场购买等方式, 并于公司股东大会审议通过该股权激励后的 6 个月内完成购买。该员工持股计划所获股票拟分三批解锁, 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、36 个月, 解锁比例分别为 40%、30%、30%。该股权激励尚需经公司股东大会审批。

2、演艺灯光设备：技术与艺术的结合

2.1、演艺灯光设备：实现舞台艺术效果的关键设备

演艺灯光设备简介：演艺灯光设备通过舞台灯光的角度、色彩、光束等带来的视觉效果呈现，塑造主题人物的造型与情感，渲染环境气氛。演艺灯光设备按光源类型可分为白炽光源类、气体放电光源类、LED 光源类和激光光源类灯具；按灯具使用类型可分为图案灯、染色灯、光束灯、多合一灯和视频灯；按安装部位可分为面光、耳光、脚光、柱光、顶排光、天排光、地排灯光和流动灯光等。

图 10：2021 年欧歌赛舞台的摇头灯“墙”



资料来源：微信公众号【中国演艺设备技术协会】

图 11：新中国 70 华诞现场的防水舞台灯



资料来源：微信公众号【中国演艺设备技术协会】

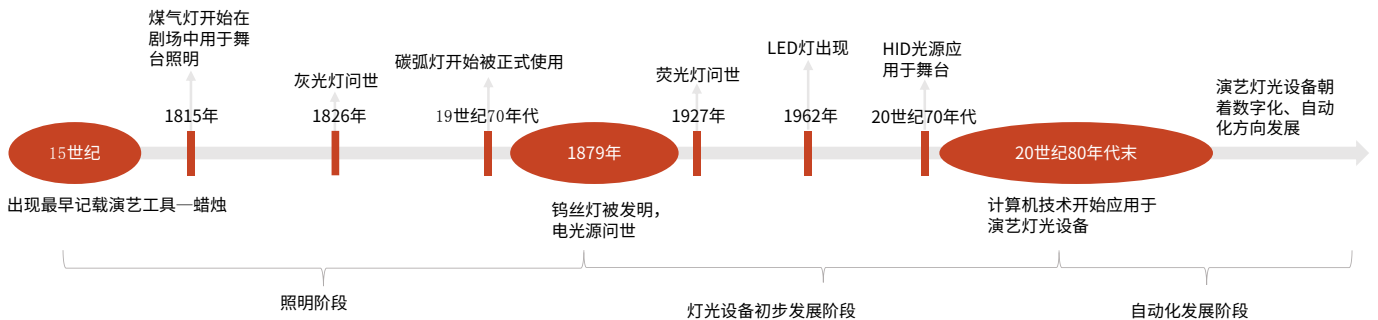
演艺灯光设备起源于欧美，其发展历程可以分为三个阶段：

第一阶段：照明阶段（15 世纪-1879 年）：灯光仅起照明作用，营造舞台效果作用弱，主要是蜡烛、煤气灯、灰光灯、碳弧灯等设备。

第二阶段：灯光设备初步发展阶段（1879 年-20 世纪 80 年代末）：电光源问世，舞台灯光设备功能不断被丰富，开始实现多种灯光效果。

第三阶段：自动化发展阶段（20 世纪 80 年代末至今）：HID 光源、LED 光源得到广泛应用，激光光源出现，计算机技术被应用于演艺灯光设备，演艺灯光设备控制系统的数字化、自动化水平得到增强。此外，灯光控制系统的涵盖范围和处理对象越来越广，控制方式和信息处理越来越复杂，其结合了 AI、自适应、云、5G 通信等先进技术，功能愈加强大，灯具稳定性和灯光效果的多样性得到提高。

图 12：演艺灯光设备发展历程



资料来源：公司招股说明书、常洁.中国舞台灯光发展与演变[D].北京舞蹈学院,2022 等，光大证券研究所整理

2.2、产业链：国产品牌崛起，下游空间广阔

从产业链来看，演艺灯光设备制造业上游主要包括电子电器、光学元件、五金、光源、塑料及橡胶、印刷及包装材料等原材料供应商；下游主要应用领域为演出、旅游演艺、娱乐等行业，直接下游则为海外进口商、国内演艺灯光设备集成商、演出承办方等。

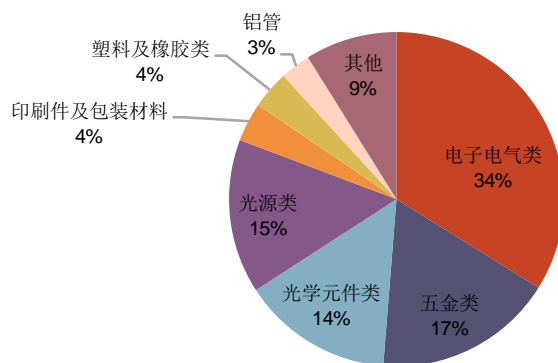
图 13：演艺灯光设备产业链



资料来源：华经情报网，光大证券研究所整理

上游各类原材料制造业充分竞争，供给充足。目前 A 股主营演艺灯光设备的公司仅浩洋股份一家，2017-2019 年，按其原材料采购金额统计，开关电源、IC、步进电机等电气电子类的平均占比最高，达到 34%；其次，切割机、滑轨等五金类的平均占比为 17%，镜头等光学元件类的平均占比为 14%，LED 光源等光源类的平均占比为 15%。整体来看，演艺灯光设备行业上游原材料制造业处于充分竞争状态，供应商数量多，原材料供给充分，因此经营规模较大的演艺灯光设备厂商有较强的议价能力。

图 14：浩洋股份 2017-2019 年度主要原材料采购金额平均占比



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

中游演艺灯光设备制造业市场集中度较低，欧美企业具备先发优势。演艺灯光设备制造业整体较为分散。据公司招股说明书，2017 年，全球范围内按生产规模统计，CR3 份额为 14.28%，CR10 份额为 27.88%。欧美地区是演艺灯光设备主要消费市场，国际巨头在品牌、渠道方面具备先发优势。当前演艺灯光设备行业内的全球知名品牌多为欧美品牌，如 Martin、AYRTON、Elation、High End Systems、Vari-Lite、ETC、ROBE、Clay Paky 等。这些欧美品牌所属制造商多

背靠大型集团，如：Clay Paky 于 2014 年被欧司朗收购，Martin Lighting 于 2017 年随哈曼国际并入韩国三星集团，Vari-Lite 隶属飞利浦集团，等等。

表 4：海外演艺灯光设备制造业主要企业

| 企业名称 | 企业简介 |
|-----------------|--|
| Clay Paky | 成立于 1976 年，总部位于意大利，2014 年被欧司朗收购，是专业照明系统行业世界级的标杆品牌。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。2014 年，企业销售额已超过 6,000 万欧元。 |
| ROBE Lighting | 成立于 1994 年，总部位于捷克，专业生产娱乐休闲、建筑和主题环境行业的电脑灯和数字照明产品，其产品类型包括气泡电脑灯、LED 电脑灯、LED 静态灯等，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。 |
| ADJ 集团 | 旗下拥有 5 个大型优质品牌，于 1985 年始创于美国洛杉矶，现已发展成为全球性企业。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。2018 年销售收入约 1.2 亿美元。 |
| Martin Lighting | 成立于 1987 年，总部位于丹麦奥胡斯，世界顶尖的灯光与视频系统设计方案提供者，于 2012 年 12 月被哈曼国际收购，后者于 2017 年被韩国三星集团收购。公司 2018 年销售收入约 4,000 万美元。 |
| 海恩系统 | 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，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，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）。 |
| Vari-Lite | 飞利浦集团旗下演艺专业灯光制造企业，设立于 1981 年，是全球领先的自动照明产品设计制造商，照明系统和相关生产服务经销商。 |

资料来源：公司招股说明书，各公司官网，微信公众号【连接器世界】、【ProAVLAsia】，光大证券研究所整理

国内珠三角地区为产业集聚地，厂商由 ODM 向 OBM 转型，国产品牌崛起。中国企业几十年来由 OEM 代工模式，逐步过渡到了更高附加值的 ODM 代工模式，当前正朝着 OBM 方向探索。中国已成为世界灯光音响及演艺设备产品的重要制造基地，约 70% 以上的企业聚集在珠三角地区，已形成完整的演艺灯光设备制造产业链，珠三角地区的该行业产值约占我国该行业总产值的 80%。国内也逐步产生了部分具有一定业务体量的制造商，如浩洋股份、珠江灯光、彩熠灯光等，这些企业基本均分布在珠三角地区。

表 5：演艺灯光设备行业公司的主要业务模式

| 业务模式 | 模式简介 |
|------|--|
| OEM | Original Equipment Manufacture, 原始设备生产商, 指一种“代工生产”方式, 其含义是制造厂商没有自主品牌、销售渠道, 而是接受品牌厂商的委托, 依据品牌提供的产品样式生产制造产品, 并销售给品牌商的业务模式。 |
| ODM | Original Design Manufacture, 原始设计制造商, 指制造厂商除了制造加工外, 增加了设计环节, 即接受品牌厂商的委托, 按其要求承担部分或全部设计任务, 生产制造产品并销售给品牌商的业务模式。 |
| OBM | Original Brand Manufacture, 原始品牌制造商, 制造商拥有自主品牌、自主设计产品, 并自主制造产品, 拥有完整业务链的业务模式。收购现有品牌、以特许经营方式获取品牌也属于 OBM。 |

资料来源：微信公众号【大象 IPO】，《2020 年中国 A 股市场 IPO 白皮书》，光大证券研究所整理

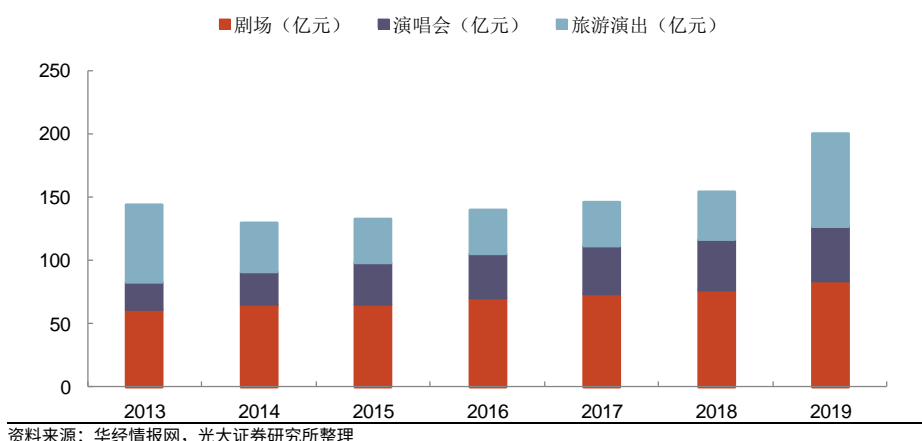
表 6：国内演艺灯光设备制造业主要企业

| 企业名称 | 企业简介 |
|-----------------|---|
| 广州市浩洋电子股份有限公司 | 成立于 2005 年，2020 年于深交所创业板上市，专注生产研发舞台灯光、文旅景观与建筑艺术照明、UV 消毒产品、舞台桁架等。公司旗下拥有国内自主品牌“TERBLY”和全资子公司法国雅顿的自主品牌“AYRTON”。公司被文化部认定为“国家文化产业示范基地”，“国家文化出口重点企业”，连续多年被多部委评为“影视舞台灯行业制造业单项冠军示范企业”、“国家级专精特新‘小巨人’企业”、“中国出口质量安全示范企业”等。 |
| 广州市珠江灯光科技有限公司 | 成立于 2011 年，是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，前身是创立于 1984 年的珠江灯光音响实业有限公司，有六万平方米的高新科技园。主要产品包括摇头电脑灯系列、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，出口至欧、美、亚等 110 多个国家地区，销售网络和服务中心遍布世界各地。 |
| 广州彩熠灯光股份有限公司 | 成立于 2007 年，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。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 | 成立于 2003 年，其前身始创于 1985 年，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，是国内首家投身新光源 LED 研究应用并成功研发出大功率 LEDPAR 灯、LED 图案摇头灯的研发高新技术企业。公司拥有两大知名品牌“SILVERSTAR”和“ARCTIK”，集专业舞台灯光、专业建筑照明、控制器产品的研发、生产、销售、服务于一体。 |
| 广州市明道灯光科技股份有限公司 | 成立于 2012 年，是集研发、制造、销售、设计、服务于一体的专业舞台及娱乐灯光企业，产品主要包括专业舞台灯光产品、娱乐灯光产品和桁架产品等。 |
| 佛山市毅丰电器实业有限公司 | ACME 集团企业，ACME 集团成立于 1985 年，总部坐落于佛山市高明区“国家火炬计划佛山新材料产品基地”，拥有 100 余亩标准化现代厂房。公司集专业舞台灯光音响、建筑照明的研发、生产和销售于一体，拥有销售网络遍布全球 70 多个国家和地区。 |

资料来源：公司招股说明书、各公司官网等，光大证券研究所整理

下游演出行业市场广阔。下游行业参与者主要包括海外进口商、国内演艺灯光设备集成商、演出承办方等。海外市场方面，欧美发达地区的演艺灯光设备市场增长稳定。国内方面，演出市场规模增长迅速，疫情前，国内演出市场规模由 2013 年的 463 亿元增长至 2019 年的 572.24 亿元。国内演出市场可细分为剧场、演唱会、旅游演出市场等，剧场和演唱会市场规模在 2013-2019 年呈稳定上升趋势；而旅游演出市场呈现“U”型发展，特别是 2019 年迅速增长，达到 73.79 亿元，同比高增 96.93%。广阔的下游市场支撑了中游演艺灯光设备市场的繁荣。据华经情报网的数据与预测，国内舞台灯光设备市场规模从 2004 年的 31.15 亿元增长至 2008 年的 70.85 亿元，年复合增速为 22.81%；预计 2024 年中国演艺设备规模超 2500 亿元，其中舞台灯光设备达到 728.89 亿元，占比 27.58%。

图 15：2013-2019 年中国演出行业细分市场规模情况



2.3、技术趋势：LED 崛起、智能化、技术与艺术结合

演艺灯光设备是历经技术积累与产业升级的灯光产品。演艺灯光光源主要分为三大类：白炽（卤钨）光源、HID 光源（高强度气体放电光源）和 LED 光源（固态光源）。此外，激光光源也是目前演艺灯光设备行业的新宠。在光源技术这一核心引擎的推动下，舞台影视灯具朝着高品质、高光效、低能耗、智能化、小体积等方向发展。

HID 光源仍然强势，LED 光源具备节能减排优势，迅速崛起。白炽光源的应用已有 100 多年历史，是电光源时代的早期产物。HID 光源真正应用到舞台是 70 年代，最主要的品种是金属卤化物光源。HID 光源在光束灯、图案投影方面优势明显，是高光度聚光类舞台灯具设计的优选光源。目前，HID 光源主要使用飞利浦和欧司朗的产品。而 LED 光源是近年来高速发展的新光源，其光效约是 HID 光源的 2-3 倍，约是白炽光源的 5-10 倍，因此节能环保优势突出，其在小功率、低照度、泛光和柔光照明领域具备优势，此外，LED 灯具可以做得更小、更轻，更有利于舞台灯具的操控和自动化。但是，由于 LED 光源多数是由众多小功率芯片集成，或由多个白光和有色 LED 灯珠集成，进而组成大功率 LED 光源，因此，其技术难度较高。近年，激光光源产品也运用到舞台照明中，其在亮度、效率、色彩效果等方面具备优势，未来伴随技术成熟及成本降低，有望获得广泛应用。

表 7: 白炽光源、HID 光源、LED 光源、激光光源优劣势对比

| 光源类型 | 白炽光源 | HID 光源 | LED 光源 | 激光光源 |
|------|--|---|---|---|
| 优势 | 1、灯光色柔和; 2、价格便宜; 3、电路简单。 | 1、发光效率高于白炽光源; 2、显色性不断改善; 3、发光光体小, 利于聚光类灯具的光学设计, 提高光通利用率。 | 1、发光效率高于 HID 光源; 2、体量小巧, 利于操控和自动化; 3、无红外和紫外辐射; 4、响应速度极快; 5、低压安全; 6、低碳节能环保; 7、寿命长。 | 1、光源低功率、噪声小、寿命长; 2、光源穿透率强、体积小、能量大, 有较强的稳定性; 3、在光效、亮度、色彩效果方面优于 LED; 4、可调制性好于 LED 光源 |
| 劣势 | 1、效率低; 2、发热高; 3、寿命短。 | 1、发光效率低于 LED 光源; 2、体量相对 LED 较大, 不利于灵活运作 | 1、LED 光源多数是由众多小功率芯片集成或由多个白光和有色 LED 灯珠集成而组成大功率 LED 光源, 技术难度高。 2、价格偏高。 | 1、技术要求高; 2、激光芯片成本高于 LED 芯片; 3、光源利用率低; 4、显色指数低。 |
| 产品示例 |  碳丝白炽灯  钨丝白炽灯 |  FINE 1800 BSWF 电脑摇头灯  G22H NOVA IP 三合一防水电脑灯 |  浩洋 SLJ200PH  ACME AEO20 |  浩洋 GLZ300 IP  筑梦 J300B IP |

资料来源: 微信公众号【演艺科技传媒】、【中照网】; 林培群、秦小刚、张冉、王京池,《2021 中国舞台影视灯光调研分析报告——电脑灯篇》,《照明工程学报》2022 年等, 光大证券研究所整理

演艺灯光设备朝着数字化、智能化方向发展。目前国内大型的户外演出活动, 如广场晚会、大中型的个人演唱会及室内的大中型舞台剧, 其所用的专业灯光器材, 如数字调光台、灯光控制台、数字硅箱、效果灯、染色灯、追光灯、换色器、激光器等, 绝大多数都采用了数字化控制。此外, 网络化灯具、网络化控制设备、网络化管理软件、自动报警系统、多网合一、声光电同步等技术在国内外近期一些大型项目中的成功应用, 也为演艺灯光设备企业带来新的机遇。

下游演艺行业灯光技术与艺术结合的趋势明显, 积极应用采用最新技术的产品。以国内代表性演出为例: 2021 年, 大型情景史诗《伟大征程》在鸟巢举办, 其灯具选择的首要原则是能够达到现场灯光创作和灯光呈现的艺术需求, 其次是考虑节能、稳定和使用寿命等因素, 演出使用的 4300 台灯光设备中, 70% 以上为最新型 LED 光源设备, 并首次使用了 1400W 最新 LED 光源切割电脑灯、260W 激光光源光束电脑灯。2022 年, 北京冬奥会闭幕式中采用了全彩色集束激光产品, 实现了“光杯”这一场景。

图 16: 《伟大征程》演出使用的灯光设备 70% 以上为 LED 光源



资料来源: 微信公众号【演艺科技传媒】

图 17: 2022 年北京冬奥会闭幕式采用全彩色集束激光产品

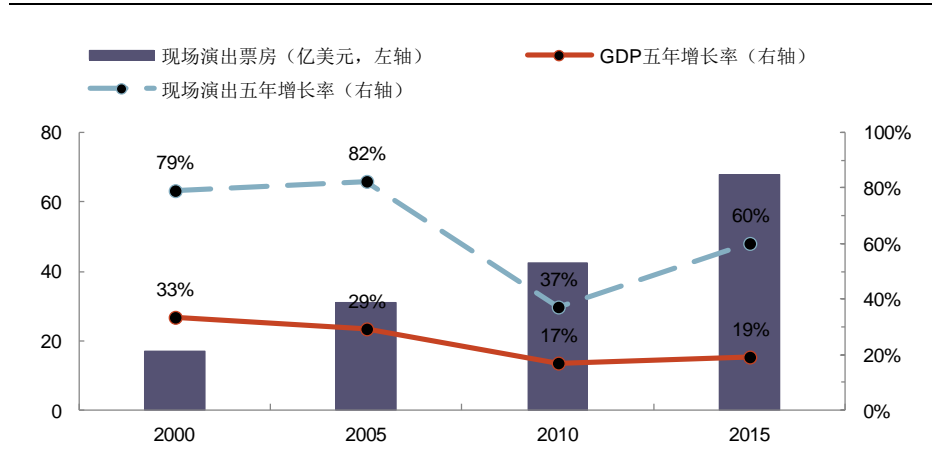


资料来源: 微信公众号【演艺科技传媒】

2.4、下游受经济波动影响小,文化消费属性赋予高盈利空间

北美现场演出市场的历史增速远高于 GDP 增速,且受经济波动影响相对较小。北美演出市场在全球演出市场中地位重要。以演唱会市场为例,据 Pollstar,2015 年,全球 Top100 场巡演的演出收入为 47.1 亿美元,其中北美地区收入为 31 亿美元,占比 66%。因此,我们以北美现场演出市场在 2000-2015 年间的表现为例进行分析。北美现场演出票房在 2000-2015 年十五年间迅速提升,从 2000 年的 17 亿美元增长至 2015 年的 68 亿美元,在此期间,北美现场演出票房的五年增长率远高于北美 GDP 的五年增长率;并且,尽管伴随北美 GDP 增速回落,北美现场演出票房规模增速也受到了一定影响,但其仍保持了较高的成长速度,同比增速始终约为同期 GDP 同比增速的 2-3 倍。高速成长且受经济波动影响较小的下游演出市场,支撑了中游演出装备制造行业在不同经济周期的稳定增长。

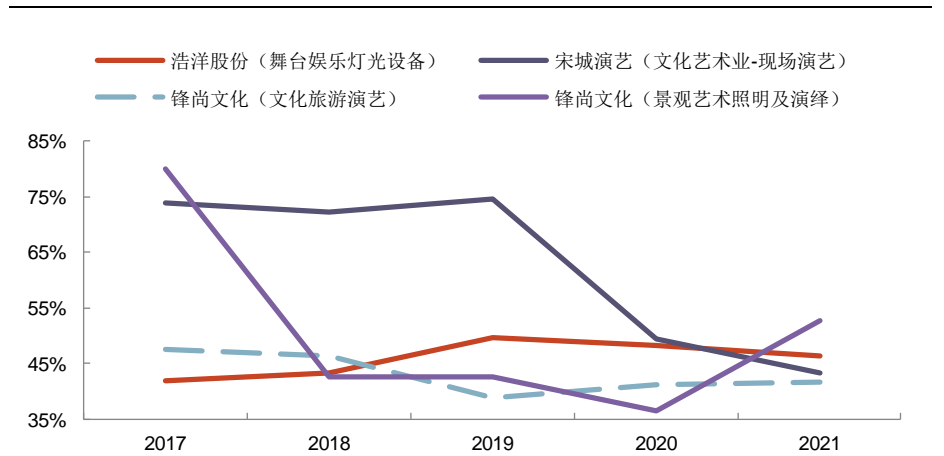
图 18: 2000-2015 年北美人均 GDP 增速与现场演出市场规模



资料来源: 微信公众号【中国演出行业协会】, 世界银行, 光大证券研究所绘制

下游演艺消费具备文化消费属性,赋予了优质中游厂商较大利润空间。以下游文化演艺市场龙头宋城演艺、锋尚文化为例,二者的文化演艺相关业务毛利率近五年均维持在 35%以上,2017-2019 年(疫情前),宋城演艺的现场演艺业务毛利率更是高达 70%以上。下游现场演艺产业的高盈利水平,源自其文化消费属性,其核心是对美的追求,价格敏感性不高,因此,能输出实现更佳演艺效果的演艺装备的中游装备制造,有望获得较高盈利空间。以舞台灯光设备代表性公司浩洋股份为例,尽管受疫情扰动,但其近五年的毛利率始终维持在 40%以上。

图 19: 2017-2021 年浩洋股份及下游演艺行业公司的相关业务毛利率



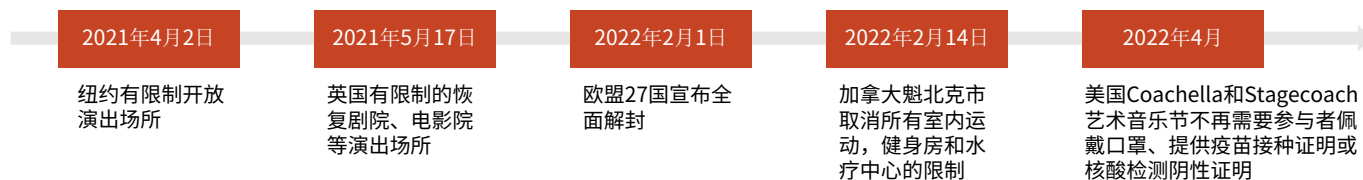
资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

3、海外演出市场复苏，国内演艺产业升级

3.1、海外演出限制政策放松，演艺市场快速复苏

欧美地区演艺活动限制政策逐渐放松。后疫情时代，欧美地区疫情限制逐步解除。美国纽约州演出场所从 2021 年 4 月 2 日起有限制开放；英国自 2021 年 5 月 17 日起有限制地恢复剧院、电影院等演出场所；欧盟 27 国于 2022 年 2 月 1 日全面解封，旅行不用隔离、不用检测，同时，荷兰作为欧盟内防控措施最严格的国家之一，宣布将冒险放宽措施；加拿大魁北克市自 2022 年 2 月 14 日起取消所有室内运动、健身房和水疗中心的限制；2022 年 4 月在美国举办的 Coachella 音乐节和其姊妹音乐节 Stagecoach 也放开防疫限制。

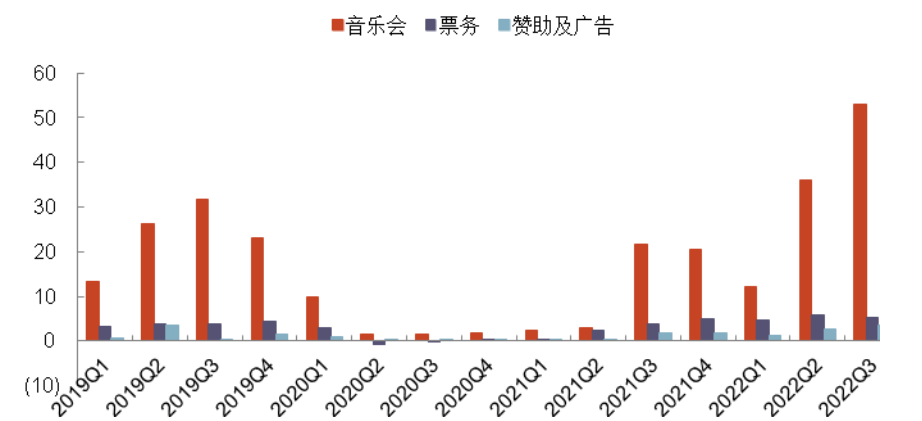
图 20：欧美地区演艺活动限制放松历程



资料来源：中国演出行业协会，光大证券研究所整理

全球演出市场快速复苏，迎来量价齐升。据 Pollstar，2021 Q4 全球演出市场演出场次已快速恢复至超 9625 场，同比增长超 800%；Pollstar 预测，考虑到被抑制的消费需求和票价上升，全球演出市场还将迎来更大增长。据全球最大的现场演出主办方 Live Nation 的 22Q3 季报披露，尽管通胀压力、宏观经济因素的负面影响存在，艺术家与粉丝间的供需活动依然强劲；22Q3 几乎其所有市场和场馆都已完全开放，亚太市场管制也在持续放松。Live Nation 的细分业务中，音乐会业务 22Q3 收入为 19Q3 收入的 167%；票务业务的 22 年前三季度售票量为 1.97 亿张，较 19 年同期增加 3800 万张，且由于消费者对高级座位及 VIP 体验需求的提升，平均付费票价较 19 年提升 20%。

图 21：2019Q1-2022Q3 Live Nation 音乐会、票务、赞助及广告收入（单位：亿美元）

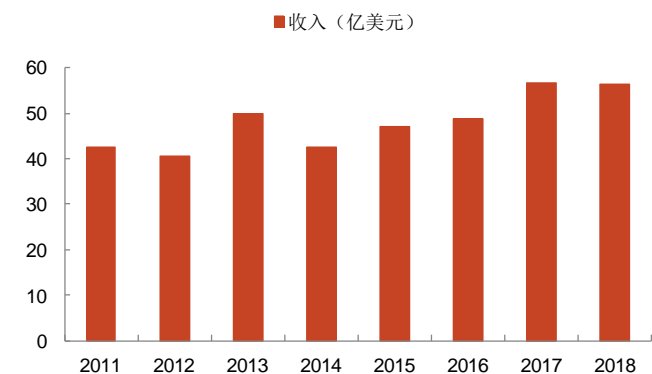


资料来源：Wind，Live Nation 公司公告

后疫情时代，全球现场演出各细分行业恢复良好，带动中游演艺灯光设备制造业需求复苏。

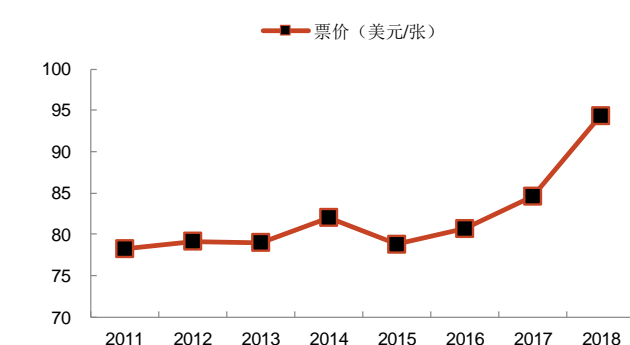
(1) 音乐演出市场：空间广阔，高端化明显。据 Pollstar 统计，新冠疫情前，全球 TOP100 演唱会巡演票房收入整体处于稳定增长趋势，2018 年全球 TOP100 演唱会巡演票房为 56.4 亿美元。尽管整体规模增速稳定，但平均票价上涨明显。2018 年全球 TOP100 演唱会巡演平均票价为 94.3 美元/张，较 2015 年的 78.8 美元/张提升显著。综合来看，以全球 TOP100 演唱会巡演为代表的音乐演出市场具备广阔稳定的市场，且消费高端化趋势明显。

图 22：2011-2018 年全球 TOP100 音乐巡演票房收入



资料来源：Pollstar, 公司招股说明书

图 23：2011-2018 年全球 TOP100 音乐巡演平均票价

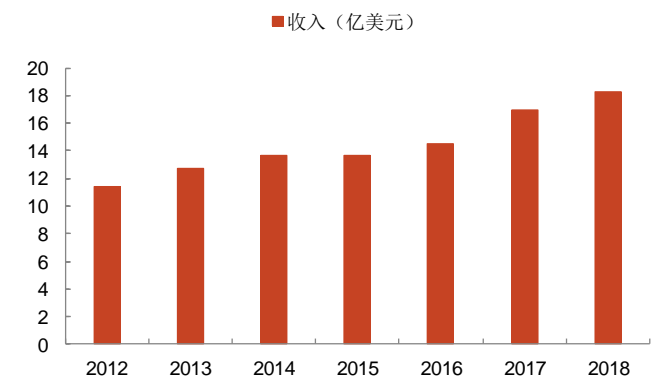


资料来源：Pollstar, 公司招股说明书

后疫情时代，音乐演出市场稳定恢复，且延续票价上涨趋势。Pollstar 数据显示，2022 年前三季度，全球 Top100 演唱会巡演总收入高达 38.2 亿美元；场均收入超 131 万美元，高于 2019 年同期的 123 万美元；演唱会单场售票量为 12831 张，略超疫情前三年的平均 12765 张；平均票价也有提高，平均票价为 102.21 美元，高于 2019 年同期的 96.17 美元。

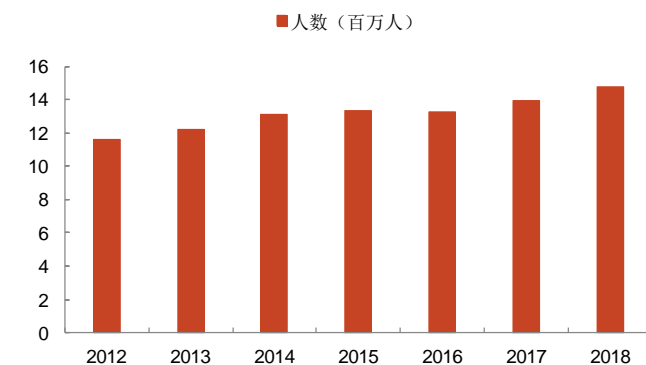
(2) 戏剧演出市场：百老汇复演后表现良好。百老汇是全球经典戏剧演出的代表，2012-2018 年百老汇各演出季总收入稳步提升，CAGR 为 8.2%。2018 年百老汇联盟共演出 52 周，观众人次 1477 万人，收入 18.3 亿美元，由此计算得知周观众人次 28.4 万，周票房收入 3519.23 万美元。2020 年 3 月-2021 年 8 月，百老汇被迫停演。2021 年 9 月，百老汇复演，据百老汇联盟，2021 年 10 月 24 日-2021 年 11 月 28 日，百老汇的周观众人数从 17.6 万增加至 23.8 万，周票房收入从 2216.46 万美元增加至 3254.36 万美元，上座率最高达到了 86.19%。

图 24：2012-2018 年百老汇演出季总收入情况



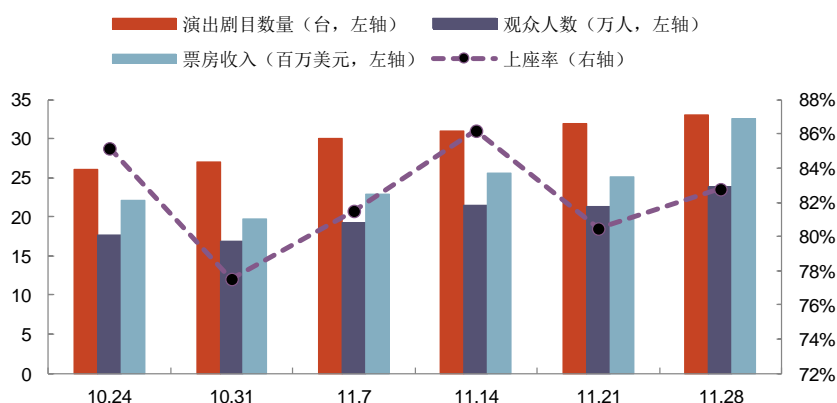
资料来源：百老汇联盟、公司招股说明书

图 25：百老汇演出季总观众人数情况



资料来源：百老汇联盟、公司招股说明书

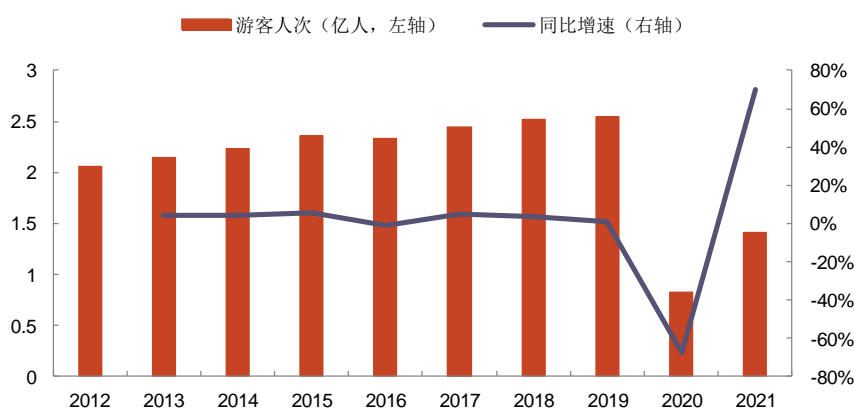
图 26: 2021 年百老汇复演周成绩



资料来源: 百老汇联盟, 光大证券研究所整理

(3) 娱乐/主题公园: 市场逐步复苏。娱乐/主题公园的演出活动和建筑景观均需演艺灯光设备提供灯光效果。至 2019 年, 全球排名前 25 的主题公园总游客人次突破 2.5 亿。娱乐/主题公园的繁荣, 支撑了景观照明设备需求的成长。受疫情影响, 2020 年, 全球 TOP25 主题公园合计接待游客 0.83 亿人次, 同比下滑 67.3%。2021 年全球 Top25 主题公园客流量约 1.41 亿人次, 同比增长 70%, 客流量正逐步恢复。娱乐/主题公园市场的恢复将会带动舞台灯光设备行业的复苏。

图 27: 2012-2021 年全球排名前 25 的主题公园游客人次及同比增速



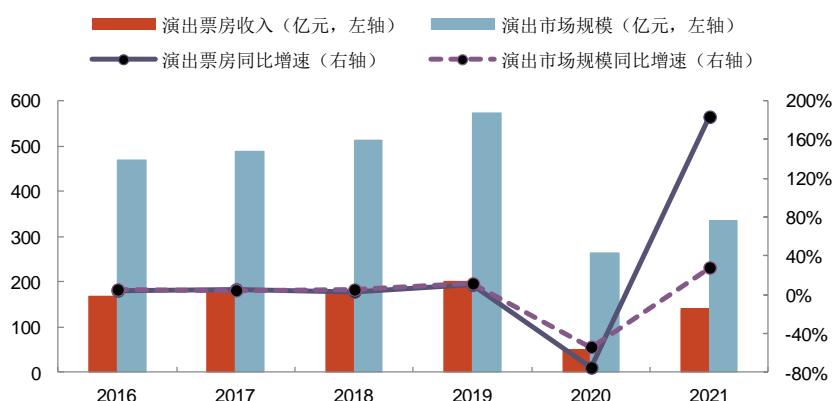
资料来源: TEA/AECOM、公司招股说明书, 光大证券研究所整理

3.2、国内市场复苏明显, 政策驱动+消费升级助力发展

新冠疫情防控在精准防控方针基础上优化, 国内演艺市场有望进一步复苏。受新冠疫情影响, 根据中国演出行业协会, 2020 年中国演出市场总体规模 262.88 亿元, 同比下降 54.06%; 演出票房收入 49.55 亿元, 同比下降 75.27%。2021 年中国演出市场迎来快速反弹, 总体规模恢复至 335.85 亿元, 同比增长 27.76%; 演出票房收入 140.28 亿元, 同比增长 183.11%。疫情防控政策方面, 2022 年 11 月 11 日, 国务院公布进一步优化疫情防控的二十条措施, 就隔离转运、核酸检测、人员流动、医疗服务、疫苗接种、服务保障企业和校园等工作作出进一步完善, 纠正“一天两检”、“一天三检”等不科学做法, 取消入境航班熔断机制, 加快新冠肺炎治疗相关药物储备等; 12 月 7 日, 国务院再发“新十条”, 就风险区域划分、核酸检测、隔离方式、高风险区“快封快解”等各方面疫情防控措

施做出进一步优化。国内精准防控措施的优化,有利于我国演艺市场的持续复苏,从而也将推动演艺装备需求的向好。

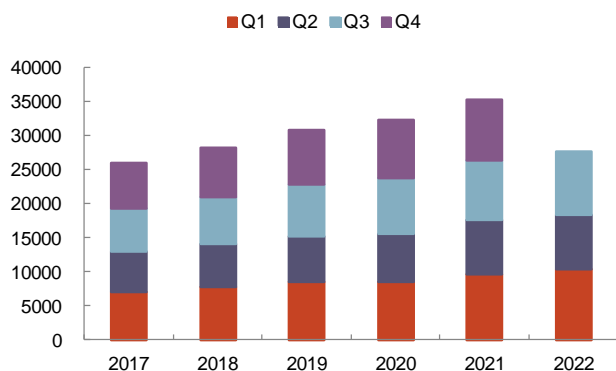
图 28: 2016-2021 年中国演出票房收入及演出行业市场规模



资料来源: 中国演出行业协会, 光大证券研究所绘制

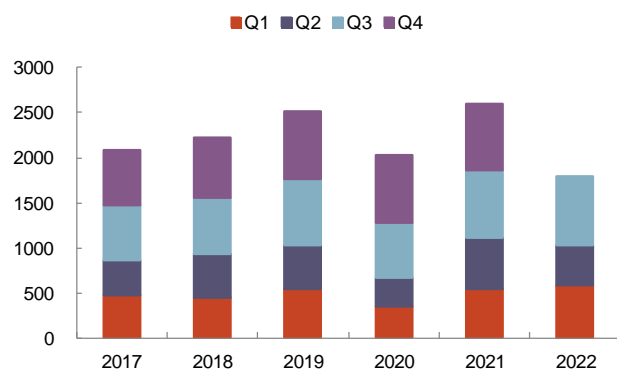
疫情不改居民可支配收入、文娱消费的长期增长趋势。可支配收入方面, 2017-2021 年, 国内居民人均可支配收入由 25974 元提升至 35128 元, 增幅 35.2%; 2022 年前三季度, 其延续上升态势。文娱消费方面, 2017-2019 年, 居民人均教育文化娱乐消费支出稳步增长; 2020 年受疫情影响, 人均教育文化娱乐消费支出降低至 2032 元, 但 2021 年已快速复苏至 2599 元, 略超疫情前 2019 年的水平。预计伴随后续疫情得到有效控制, 居民的文化娱乐消费支出有望保持稳定增长。

图 29: 2017-2022 年居民人均可支配收入 (单位: 元)



资料来源: 同花顺, 光大证券研究所整理

图 30: 2017-2022 年居民人均教育文化娱乐消费支出 (单位: 元)



资料来源: 同花顺, 光大证券研究所整理

国家发布多项促进文旅演艺产业升级、演艺设备技术研发的政策。一方面, 政策积极促进舞台艺术、旅游演艺等有关产业升级, 如“十三五”期间大力支持优秀舞台艺术作品创作、“十四五”期间推出旅游演艺提质升级计划等。另一方面, 政策也多次强调相关演艺设备的技术突破, 如《文化部“十三五”时期文化产业发展规划》中提出加快新型灯光等研发应用, 提升艺术展演展陈数字化、智能化、网络化水平; 《“十四五”文化发展规划》中提出在舞台演艺等高端文化装备技术领域攻克瓶颈技术。国家政策的持续发力, 有望推动文旅行业的产业升级, 进而提升下游对高端演艺设备的需求。

表 8：文化演艺行业发展的相关政策

| 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 1000 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 4000 项。 |
| 《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。加快新型灯光、音响、机械、视效、特效、智能展示等研发应用，提升艺术展演展陈数字化、智能化、网络化水平。 |
| 《关于促进旅游演艺发展的指导意见》 | 文化和旅游部 | 2019年3月 | 推进旅游演艺转型升级、提质增效，充分发挥旅游演艺作为文化和旅游融合发展重要载体的作用。鼓励各地扶持一批有地方特色、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、演出场所等以多种形式参与旅游演艺项目。 |
| 《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。 |
| 《“十四五”文化产业发展规划》 | 产业发展司 | 2021年5月 | 旅游演艺提质升级计划：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：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。加快虚拟现实、增强现实、全息成像、超高清、可穿戴设备、智能硬件、沉浸式体验平台等核心技术装备创新发展。支持文物和艺术品展陈、保护、修复设备产业化。鼓励研发智能化舞台演艺设备和高端音视频产品。 |
| 《“十四五”文化发展规划》 | 中共中央办公厅、国务院办公厅 | 2022年8月 | 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。 |

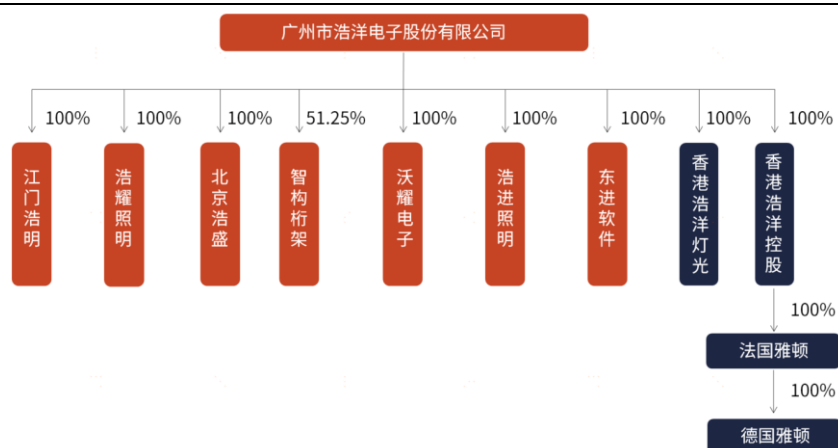
资料来源：各政府部门官网，光大证券研究所整理

4、公司：渠道+研发+扩产，充分受益于下游需求复苏

4.1、渠道：具备稀缺的海外自主品牌资源的国内厂商

2017 年全资收购法国雅顿，获得稀缺国外品牌，切入欧美高端市场。公司自成立以来，一直对世界知名的演艺灯光设备客户以 ODM 方式供货，经过多年的发展，公司研发水平和制造能力与国外知名品牌的差距不断缩小。公司战略通过自主品牌进入欧美高端市场，但由于在欧美地区缺乏有影响力的自有品牌及营销渠道，而自建品牌、营销渠道的时间较为漫长，因此考虑收购成熟品牌。2010 年起至被公司收购前，法国雅顿一直是公司的 ODM 客户，其国际市场尤其是欧美地区的具备品牌影响力和完善的经销渠道。2014 年 2 月，公司通过香港浩洋控股以 187.34 万欧元增资法国雅顿，增资完成后持有其 51% 的股权；2017 年 1 月，香港浩洋控股进一步全资收购法国雅顿剩余股权。德国雅顿为法国雅顿于 2014 年 12 月出资设立，主要负责法国雅顿产品在德国及其周边市场的开拓。

图 31：公司主要子公司及持股比例（截至 2022H1）



资料来源：公司公告

法国雅顿的“AYRTON”品牌在欧美中高端市场具备影响力，享受品牌溢价。演艺灯光设备行业在欧美地区起步较早，世界知名的演艺灯光设备企业和品牌均来自这一区域。法国雅顿自成立以来一直从事舞台娱乐灯光设备的设计、研发和销售，是世界第一台 LED 摇头灯的研发和生产者。经过多年经营，法国雅顿在欧美地区具有较高的品牌影响力和完善的营销渠道，其“AYRTON”品牌在业内尤其欧美市场具有较高的知名度，且产品定位以中高端为主，售价较高。以 2017-2019 年为例，法国雅顿的舞台娱乐灯光产品均价与公司同类产品均价的价格差异率持续扩大，至 2019 年高达 60.87%。

表 9：2017-2019 年公司、法国雅顿舞台娱乐灯光产品均价及价格差异率

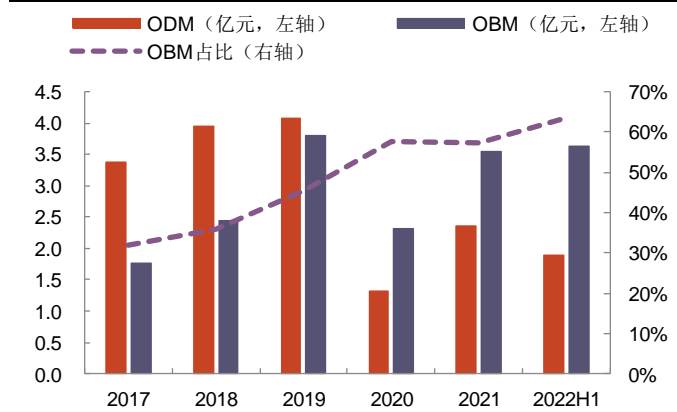
| 年度 | 公司舞台娱乐灯光产品销售平均价格（元） | 法国雅顿舞台娱乐灯光产品销售平均价格（元） | 价格差异率 |
|---------|---------------------|-----------------------|--------|
| 2017 年度 | 10,477.56 | 14,398.44 | 37.42% |
| 2018 年度 | 12,829.85 | 20,450.81 | 59.40% |
| 2019 年度 | 16,118.37 | 25,929.68 | 60.87% |

资料来源：公司招股说明书

收购整合法国雅顿后协同效应显著，OBM 收入占比提升，驱动毛利率显著提升。2017 年公司收购法国雅顿并进行整合后，协同效应逐渐体现。伴随新产品 GHIBLI、MISTRAL、KHAM SIN 等顺利推出，法国雅顿的营收占比自 2017 年的 14.10% 提升至 2019 年的 32.18%。收购对公司业绩的积极影响主要体现在：第

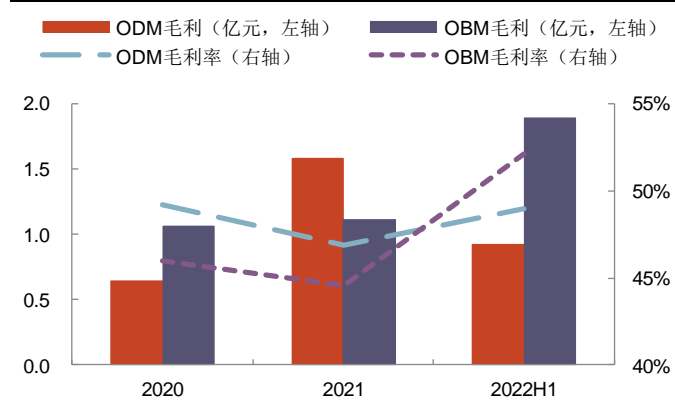
一，由于“AYRTON”品牌产品售价及毛利率均较高，且其于被全资收购前后推出诸多毛利率较高的新品，因此公司的毛利率获得了显著提升，2017年-2022年前三季度，公司毛利率从40.78%提升至51.13%。第二，营收结构改善，高毛利的外销业务收入、OBM收入占比提升，公司通过自主品牌进军高端市场的战略获得显著成效，公司OBM收入占比自2017年的31%提升至2022H1的64%。

图 32：2017-2022H1 分业务模式收入及 OBM 收入占比



资料来源：公司公告

图 33：2020-2021H1 分业务模式毛利及毛利率



资料来源：公司公告

公司各业务线已初步形成具有影响力的完整品牌矩阵。舞台娱乐灯光设备方面，公司具有自主品牌“Terbly”，及全资子公司法国雅顿下的自主品牌“AYRTON”。桁架方面，公司于2012年通过入股、增资持有了智构桁架51.25%的股权，智构桁架也变为中外合资企业，并逐步培育出国际化桁架品牌“WTC”。紫外线消毒设备方面，2020年公司顺应疫情需求，推出紫外消毒品牌GOLDENSEA UV（浩洋紫外），其获得了全球首张商用UV紫外杀菌灯ETL证书，以及欧盟生产产品安全标准必需的CE认证。建筑照明设备方面，公司全新打造户外灯品牌“GSARC”，涵盖了投光灯DOT和REC、洗墙灯TEX、矩阵灯PIX、以及景观照明埋地灯POT和VIC六大科技创新型产品系列。

图 34：公司的品牌矩阵



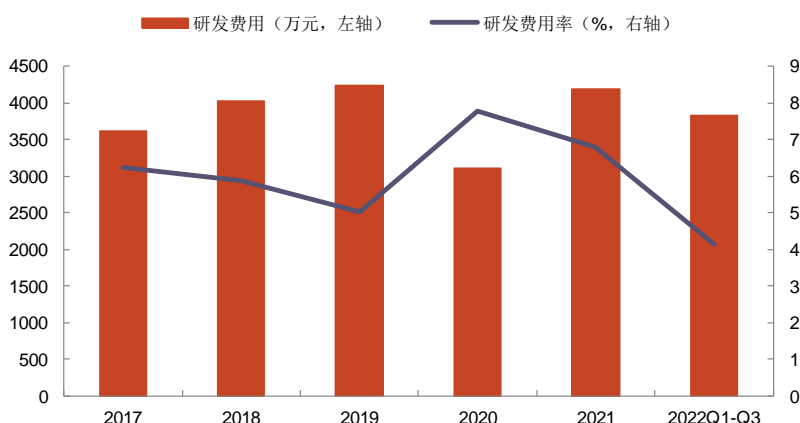
资料来源：微信公众号【浩洋股份 GoldenSea】，光大证券研究所整理

4.2、盈利：新品研发能力为核心，享受高毛利空间

公司重视研发，具备较高的研发投入水平。尽管近几年公司收入规模增速较快，但公司研发费用率仍维持较高水平。2017年-2021年，公司研发费用率均处于5%以上，2022前三季度，公司营收实现136%的同比高速增长，研发费用率仍处于4%以上。2021年，公司研发投入4190.60万元，且全部费用化处理；研

发人员数量为 136 人，占比 14.24%。公司副总经理、研发总监黄前程曾在欧司朗（中国）照明、美的照明等公司担任研发经理、研发总监等职位。

图 35：2017-2022 前三季度公司研发费用及研发费用率



资料来源：Wind

不断适应市场需求的新品研发能力，是公司的核心能力。2020 年，海外的演艺灯光设备市场需求受到较大影响。公司根据疫情情况，推出了更适应市场的 SMART 系列产品；同时，还推出了适应杀菌消毒需求的紫外线消毒灯，产品自主研发，并取得了欧盟 CE 认证与美国 ETL 认证，在海外进行销售。2022H1，公司新增授权专利超过 80 项，包括境内外发明专利 5 项。核心专利技术包含光束和图案效果的舞台灯光学系统及投光装置、移动式送风热学系统、内循环散热系统、调节 LED 灯亮度的方法等项目均完成研发，并应用于产品的试产或量产中，较好地提高了产品的控制精度、防水性能、散热效率和光色一致性等性能，并成功推出了超大功率 LED 舞台灯系列及激光舞台灯系列等产品，公司的超大功率 LED 系列产品，可替代传统高能耗气泡光源舞台灯，节能 50% 以上。

图 36：北京环球度假区运用 1000 多台公司灯具



资料来源：微信公众号【浩洋股份 GoldenSea】

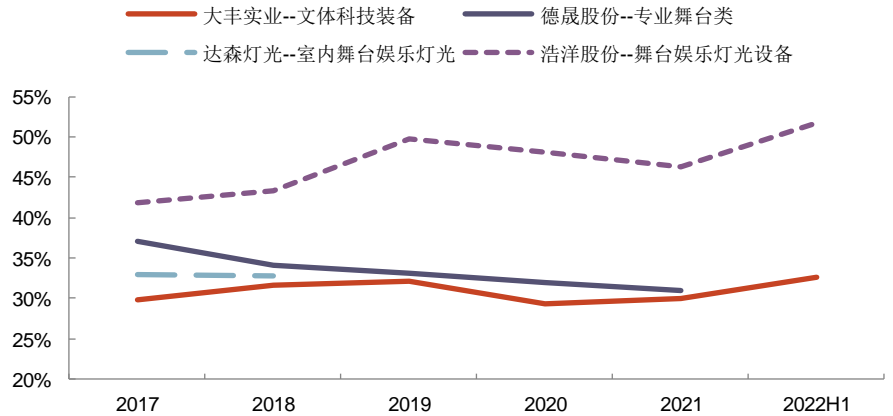
图 37：公司的 Terbly GLZ300IP 激光防水光束灯用于日本演唱会



资料来源：微信公众号【浩洋股份 GoldenSea】

高研发能力使得公司产品相比国内同类舞台装备产品，具备更高盈利空间。当前 A 股上市公司中，与公司业务直接可比的上市公司较少。与 A 股上市公司大丰实业，及新三板挂牌公司德晟股份、曾在新三板挂牌的公司达森灯光的同类业务对比，同行业公司类似业务的毛利率近年多处于 25%-35% 这一区间，而近年公司的舞台娱乐灯光装备产品毛利率均在 40% 以上，且 2019-2022H1 均处于 45% 以上；此外，公司的舞台娱乐灯光设备毛利率近年整体维持上升趋势。以上均说明公司产品相较国内同类产品具备更强的市场竞争力、更高的盈利空间。

图 38: 2017-2022H1 公司舞台娱乐灯光设备与同业公司类似业务毛利率对比

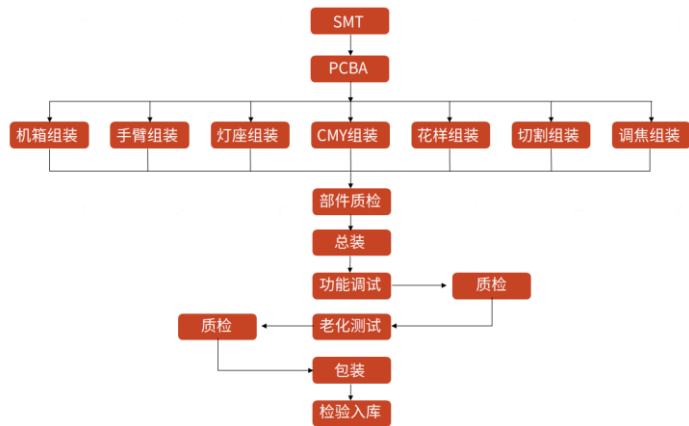


资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所绘制

4.3、 产能：首发募投项目建设，助力突破产能制约

公司生产模式为订单式生产、非订单式生产结合，并采用外协加工的方式。公司主要产品包括舞台娱乐灯光设备、建筑照明设备和桁架，其中舞台娱乐灯光设备分为订单式生产和非订单式生产，而建筑照明设备与桁架基本为订单式生产。订单式生产是根据业务部门的订单进行生产；非订单式生产则是公司根据相关产品的实际产能与生产周期以及市场需求状况进行预测判断，进而安排预生产。加工模式方面，公司采用外协加工，主要集中于技术含量低、生产环节有一定污染、需要专用加工设备投入的金属表面处理的环节，不涉及公司的核心技术，且市场上存在较多具有可替代性的外协厂商。

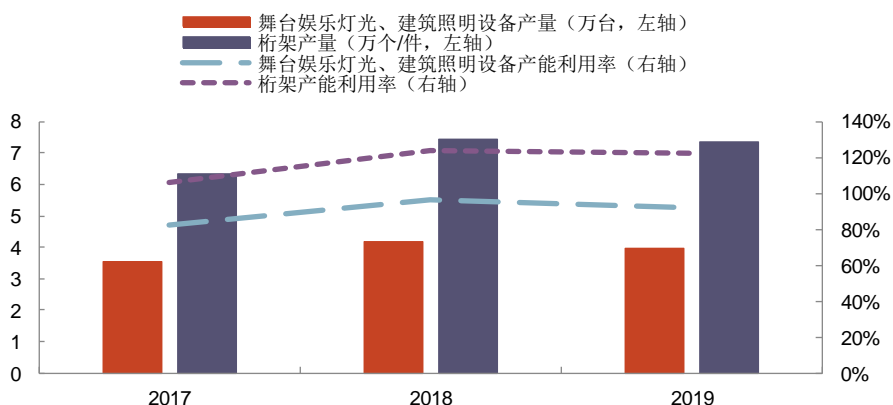
图 39: 舞台娱乐灯光设备工艺流程图



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所绘制

海外市场需求恢复，公司业务量大幅增加，当前产能对公司形成一定制约。据公司招股说明书披露，截至 2019 年，公司舞台娱乐灯光设备、建筑照明设备的产能为年产 4.3 万台，桁架产能为年产 6 万个/件；产能利用较为饱和，二者产能利用率分别高达 91.86%、122.33%。2020 年，由于海外疫情未能得到及时有效控制，市场需求降低，海外订单延期，公司业务量下降，生产量相应减少。但 2021 年下半年起，伴随海外市场需求逐步恢复，公司业务量上涨，在手订单大幅增加。2022H1 的舞台娱乐灯光设备产品收入已达到 5.18 亿元，达到 2019 年该业务全年收入水平的 71%。为保证对客户订单的整体交付能力，公司采取了新增租赁场地、对公司内部的产线与仓库进行优化调整等措施。

图 40: 2017-2019 年公司舞台娱乐灯光设备、建筑照明设备及桁架产量及产能利用率



资料来源: 公司招股说明书

首发募投项目建成预计为公司新增产能 7 万台/年, 有望助力公司突破产能制约。公司 2020 年上市时募投项目包括建设演艺灯光设备生产基地升级扩建项目、演艺灯光设备生产基地二期扩建项目等 2 个扩产项目, 其中, 演艺灯光设备生产基地升级扩建项目预计增加各类照明产品产能合计 3 万台/年, 所在地为广州市番禺区; 二期扩建项目预计增加舞台娱乐灯光设备等年产能 4 万台/年。原定两项目建设周期均为 2 年。但由于疫情影响, 当前项目生产建设进度不及预期。为应对欧美地区新冠疫情防控常态化带来的演艺设备市场需求恢复, 公司加快了募投项目建设进度, 截至 2022H1, 公司募投项目“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。预计募投项目投产将助力公司突破此前的产能限制, 抓住海外现场演出市场复苏的机遇, 进一步提升在全球的市占率, 也为国内业务的开拓提供更多的灵活性。

表 10: 演艺灯光设备生产基地升级扩建项目建成后预计产品品类及产能

| 序号 | 产品名称 | 单位 | 产能设计 |
|----|--|----|-------|
| 1 | BLW1000: 1000W 的 WASH/BEAM 产品, P20 | 台 | 2000 |
| 2 | BLW1000IP:1000W 的 WASH/BEAM 户外版本, IP65 | 台 | 2000 |
| 3 | 激光摇头灯 (户内版本) | 台 | 1200 |
| 4 | 激光摇头灯 (户外版本) | 台 | 1200 |
| 5 | 带 IP 功能的防水染色灯 1 | 台 | 1200 |
| 6 | 带 IP 功能的防水染色灯 2 | 台 | 1200 |
| 7 | 带 IP 功能的防水染色灯 3 | 台 | 1200 |
| 8 | 20W 商业照明 | 台 | 8000 |
| 9 | 80W 商业照明 | 台 | 8000 |
| 10 | 四合一的条状灯条 | 台 | 4000 |
| 合计 | | 台 | 30000 |

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所整理

5、盈利预测

5.1、关键假设及盈利预测

公司业务可分为舞台娱乐灯光设备、建筑照明设备、配件、桁架、紫外线灯及其他产品等几个大类。其中，舞台娱乐灯光设备收入在 2019-2021 年的收入占比分别为 86.52%、81.87%、88.77%，为公司最核心的业务。

表 11：浩洋股份分项业务预测（单位：亿元）

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 舞台娱乐灯光设备 | | | | | |
| 收入 | 3.27 | 5.49 | 11.19 | 14.66 | 19.80 |
| 增速(%) | -55.25 | 67.70 | 104.00 | 31.00 | 35.00 |
| 成本 | 1.70 | 2.95 | 5.37 | 6.99 | 9.58 |
| 毛利 | 1.58 | 2.54 | 5.82 | 7.67 | 10.22 |
| 毛利率(%) | 48.15 | 46.22 | 52.00 | 52.30 | 51.60 |
| 建筑照明设备 | | | | | |
| 收入 | 0.13 | 0.07 | 0.14 | 0.18 | 0.22 |
| 增速(%) | -14.95 | -42.19 | 90.00 | 25.00 | 22.00 |
| 成本 | 0.08 | 0.05 | 0.08 | 0.10 | 0.12 |
| 毛利 | 0.05 | 0.03 | 0.06 | 0.08 | 0.09 |
| 毛利率(%) | 37.97 | 36.33 | 42.00 | 42.50 | 43.00 |
| 配件 | | | | | |
| 收入 | 0.34 | 0.27 | 0.50 | 0.59 | 0.71 |
| 增速(%) | -28.51 | -20.98 | 85.00 | 20.00 | 20.00 |
| 成本 | 0.21 | 0.16 | 0.30 | 0.35 | 0.42 |
| 毛利 | 0.13 | 0.11 | 0.20 | 0.24 | 0.29 |
| 毛利率(%) | 37.77 | 40.38 | 40.00 | 40.50 | 40.80 |
| 桁架 | | | | | |
| 收入 | 0.13 | 0.27 | 0.48 | 0.63 | 0.82 |
| 增速(%) | -67.56 | 101.98 | 78.00 | 30.00 | 30.00 |
| 成本 | 0.09 | 0.17 | 0.29 | 0.38 | 0.49 |
| 毛利 | 0.04 | 0.10 | 0.19 | 0.25 | 0.33 |
| 毛利率(%) | 30.74 | 37.49 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 紫外线灯及其他产品 | | | | | |
| 收入 | 0.13 | 0.08 | 0.09 | 0.09 | 0.09 |
| 增速(%) | 27.44 | -37.39 | 10.18 | 5.08 | 2.03 |
| 成本 | 0.08 | 0.05 | 0.06 | 0.06 | 0.06 |
| 毛利 | 0.05 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.03 |
| 毛利率(%) | 38.59 | 32.33 | 32.11 | 32.11 | 32.11 |
| 总收入 | | | | | |
| 收入 | 4.00 | 6.18 | 12.40 | 16.16 | 21.64 |
| 增速(%) | -52.70 | 54.66 | 100.67 | 30.27 | 33.93 |
| 成本 | 2.16 | 3.38 | 6.10 | 7.89 | 10.68 |
| 毛利 | 1.84 | 2.80 | 6.30 | 8.27 | 10.96 |
| 毛利率(%) | 46.06 | 45.29 | 50.80 | 51.17 | 50.64 |

资料来源：wind，光大证券研究所预测

1、舞台娱乐灯光设备：公司主要业务收入来源为外销，并以欧美市场为主。2020年，受新冠疫情不可抗力因素的影响，国内外的演艺活动与大型聚集活动均受到不同程度的限制，尤其2020H2欧美疫情的蔓延，使得舞台灯光的市场需求大幅下降，进而导致2020年该业务营收同比降低55.25%。2021年，伴随海外疫情得到控制，该业务复苏迅速，收入同比增长67.7%；但由于上游原材料价格上涨，该业务毛利率同比下滑1.93pct至46.22%，公司在2021H2向下游客户逐步完成了产品提价，逐步将上游原材料成本的上涨传导到下游。2022H1，全球新冠疫情防控进入了常态化，限制大型聚集活动的政策进一步放松，演艺活动与演艺灯光设备市场有了进一步的恢复，2022H1该业务收入5.18亿元，同比高增217.58%；同时由于高毛利率的OBM业务收入占比提升，以及2021年下半年提价效果的显现，该业务毛利率较上年同期大幅提升7.02pct至51.81%。

我们预计，伴随海外现场演出市场的复苏，2022年该业务营收有望实现104%的同比提升；毛利率方面，一方面，Live Nation售票数据、Pollstar的全球Top100演唱会巡演数据等均显示，当前现场演出票价较疫情前显著提升，现场演出的高端化趋势仍在持续，另一方面，考虑到公司高毛利的OBM产品的收入占比持续提升，以及新品推出对OBM、ODM毛利率的整体带动作用，我们预计2022年公司毛利率有望提升至52%。2023、2024年，公司扩产项目有望相继建成，为公司新增产能7万台/年，从而助力公司突破此前的产能限制，抓住海外现场演出市场复苏的机遇，进一步提升在全球的市占率，也为国内业务的开拓提供更多的灵活性，因此，我们预计2023、2024年该业务收入分别有望同比提升31%、35%。毛利率方面，我们认为公司高毛利的OBM收入占比提升的趋势有望延续，因此预计2023年该业务毛利率有望进一步提升至52.3%；2024年，考虑到两期新产能投产带来的折旧影响，我们假设该业务毛利率同比小幅下降，为51.6%。

2、建筑照明设备、配件及桁架：该三类产品在公司营收中的占比较小，整体受益于全球新冠疫情防控常态化背景下的需求增长，及产品高端化带来的毛利率修复。2022H1，公司建筑照明设备、配件及桁架收入分别为659.98万元、1866.54万元、2118.35万元，分别达到21年全年的88.7%、69.7%、77.9%。2022-2024年，我们预计建筑照明设备收入分别有望同比提升90%、25%、22%，毛利率分别有望提升至42%、42.5%、43%；预计配件收入分别有望同比增长85%、20%、20%，毛利率分别达到40%、40.5%、40.8%；预计桁架收入分别有望同比增长78%、30%、30%，毛利率修复至疫情前的40%。

3、紫外线灯及其他产品：该项收入中主要为紫外线灯产品，该产品为公司于2020年疫情背景下推向市场，并开始贡献收入。2021年伴随疫情情况改善，该产品收入有所下降。我们认为，考虑到国内疫情防控政策的优化，未来此类消毒产品收入有望维持增长，因此，2022-2024年，我们假设该项业务收入分别实现10.18%、5.08%、2.03%的同比小幅增长，毛利率假设保持2021年相当水平，假设为32.11%。

费用假设：

2021年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为8.25%、8.19%、6.78%。2022年前三季度，公司营收快速增长的同时，公司的销售费用率、管理费用率、研发费用率分别下滑至6.79%、6.72%、4.13%，参考该水平，我们预计2022年公司的销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为6.65%、6.60%、4.00%。2023年，我们认为，随着公司营收规模的进一步提升，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率有望分别进一步下降到6.20%、6.10%、3.80%。2024年，公司IPO募投的两期扩产项目有望建设完毕，同时，伴随海内外业务开拓，预计公司员工规模及研发投入将进一步提升，我们假设管理费用率、销售费用率、研发费用率分别提升至6.45%、6.30%、4.10%。

综上，我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别有望达到 12.40、16.16、21.64 亿元，增速分别为 100.67%、30.27%、33.93%，毛利率分别为 50.80%、51.17%、50.64%；公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.01、5.07、6.39 亿元，对应 EPS 分别为 4.75、6.01、7.58 元。

5.2、估值分析与投资评级

相对估值：浩洋股份目前是唯一一家主营舞台娱乐灯光设备的 A 股上市公司。首先，基于公司下游为现场演出市场，选取锋尚文化、风语筑两家公司作为可比公司，其中，锋尚文化主营业务包括大型文化演艺活动、景观艺术照明及演艺、文化旅游演艺；风语筑的主导业务为文化及品牌数字化体验空间业务，2021 年该业务营收占比 58%，主要打造主题馆、博物馆、科技馆、文化馆等公共文化空间以及沉浸式文旅体验场景，受文化及旅游产业景气度影响较大。其次，基于公司的全球细分领域龙头、外销收入为主的特点，选取共创草坪作为可比公司，共创草坪是全球产销规模最大的人造草坪生产企业，2021 年 88% 收入来自外销。

截至 12 月 14 日，根据 wind 一致预期，2023 年 3 家可比公司的平均 PE 估值为 18x，而浩洋股份的 PE 估值仅为 14x。我们认为，考虑浩洋股份作为细分领域唯一上市的龙头的稀缺性，及全球演艺市场回暖带来的较高成长性，应给予高于可比公司平均水平的估值水平，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应公司股价 120 元。

表 12：可比公司盈利预测与估值（收盘价及市值数据截至 12 月 14 日）

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS (元) | | | | PE (X) | | | |
|-----------|------|---------|----------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 300860.SZ | 锋尚文化 | 51.53 | 70.77 | 0.67 | 0.54 | 2.81 | 3.42 | 77 | 96 | 18 | 15 |
| 603466.SH | 风语筑 | 12.46 | 74.57 | 1.04 | 0.27 | 0.62 | 0.79 | 12 | 46 | 20 | 16 |
| 605099.SH | 共创草坪 | 22.90 | 92.01 | 0.94 | 1.19 | 1.50 | 1.85 | 24 | 19 | 15 | 12 |
| | | | | | | | | 38 | 54 | 18 | 14 |
| 300833.SZ | 浩洋股份 | 84.88 | 71.58 | 1.61 | 4.75 | 6.01 | 7.58 | 53 | 18 | 14 | 11 |

资料来源：wind；锋尚文化、风语筑、共创草坪的 22-24 年 EPS 为 wind 一致预期，浩洋股份的 22-24 年 EPS 为光大证券研究所预测

绝对估值：

- 1、长期增长率：公司为全球演艺灯光设备龙头，具有稀缺的海外舞台灯品牌资源，且扩产推进将突破其产能制约，我们认为长期来看公司有望在全球市场中占据稳定份额，假设长期增长率为 2%；
- 2、β 值选取：采用中信指数行业类（2021）中的工业-机械制造-专用机械-其他专用机械的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 14.66%。

表 13: 绝对估值核心假设表

| 关键性假设 | 数值 |
|----------------------------|---------|
| 第二阶段年数 | 8 |
| 长期增长率 | 2.00% |
| 无风险利率 Rf | 3.17% |
| β (β levered) | 0.93 |
| Rm-Rf | 4.33% |
| Ke(levered) | 7.21% |
| 税率 | 14.66% |
| Kd | 3.72% |
| Ve (百万元) | 3,393.7 |
| Vd (百万元) | 12.6 |
| 目标资本结构 | 0.37% |
| WACC | 7.20% |

资料来源: 光大证券研究所预测

表 14: 现金流折现及估值表

| | 现金流折现值 (百万元) | 价值百分比 |
|----------------|--------------|---------|
| 第一阶段 | 1,014.07 | 9.72% |
| 第二阶段 | 3,093.21 | 29.66% |
| 第三阶段 (终值) | 6,322.01 | 60.62% |
| 企业价值 AEV | 10,429.29 | 100.00% |
| 加: 非经营性净资产价值 | 726.35 | 6.96% |
| 减: 少数股东权益 (市值) | 40.54 | -0.39% |
| 减: 债务价值 | 12.56 | -0.12% |
| 总股本价值 | 11,102.53 | 106.46% |
| 股本 (百万股) | 84.33 | - |
| 每股价值 (元) | 131.66 | - |
| 23 年 PE (隐含) | 21.92 | - |
| 23 年 PE (动态) | 14.13 | - |

资料来源: 光大证券研究所预测

表 15: 敏感性分析表 (元)

| WACC/长期增长率 | 1.50% | 1.75% | 2.00% | 2.25% | 2.50% |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 6.70% | 137.23 | 141.43 | 146.07 | 151.23 | 157.00 |
| 6.95% | 130.70 | 134.41 | 138.50 | 143.02 | 148.05 |
| 7.20% | 124.75 | 128.04 | 131.66 | 135.64 | 140.05 |
| 7.45% | 119.30 | 122.24 | 125.46 | 128.98 | 132.86 |
| 7.70% | 114.29 | 116.93 | 119.80 | 122.93 | 126.37 |

资料来源: 光大证券研究所预测

表 16: 估值结果汇总 (元)

| 估值方法 | 估值结果 | 估值区间 | 敏感度分析区间 |
|------|--------|---------------|----------------------------------|
| FCFF | 131.66 | 114.29-157.00 | 贴现率 \pm 0.5%, 长期增长率 \pm 0.5% |

资料来源: 光大证券研究所预测

根据绝对估值结果, 浩洋股份的估值区间为 114.29-157.00 元。

投资评级：浩洋股份为全球演艺灯光设备龙头，充分受益海外演出市场复苏，及国内演艺产业及演艺设备升级，业绩有望维持高速增长。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.01、5.07、6.39 亿元，对应 EPS 分别为 4.75、6.01、7.58 元。根据相对估值法及绝对估值法，基于谨慎原则，我们给予公司 120 元的目标价（对应 23 年 PE 20x），首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险分析

新冠疫情反复风险。公司主要产品为舞台娱乐灯光设备，设备需求易受下游文艺演艺活动影响，而文艺活动具有人群聚集特点。若全球新冠疫情得不到有效控制，各国为应对新冠疫情，可能根据本国情况出台一系列限制人员流动和人员聚集的政策，从而对演艺设备需求市场形成不利影响，进而影响公司盈利能力。

国际贸易摩擦风险。公司主要营业收入和部分原材料进口均来自国外。在全球单边贸易保护主义抬头和中美贸易摩擦预期依旧存在的大背景下，若全球贸易摩擦进一步加剧，则可能导致国外客户订单可能减少、公司营业成本上升，公司经营可能受到不利影响。

汇率波动风险。公司以外销为主，主要结算货币包括美元、欧元等。若未来人民币出现大幅升值，将导致公司汇兑损失增加和削弱公司在国外的产品价格优势，可能对公司经营业绩造成不利影响。

扩产进度不及预期风险。首发募投项目建成预计为公司新增产能 7 万台/年，有望助力公司突破产能制约。但是，当前全球新冠疫情反复背景下，扩产项目的建设进度及投产时间可能推迟，对公司业务开展形成制约。

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 400 | 618 | 1,240 | 1,616 | 2,164 |
| 营业成本 | 216 | 338 | 610 | 789 | 1,068 |
| 折旧和摊销 | 11 | 12 | 11 | 14 | 18 |
| 税金及附加 | 4 | 4 | 12 | 16 | 22 |
| 销售费用 | 35 | 51 | 82 | 100 | 140 |
| 管理费用 | 41 | 51 | 82 | 99 | 136 |
| 研发费用 | 31 | 42 | 50 | 61 | 89 |
| 财务费用 | -31 | -35 | -54 | -35 | -30 |
| 投资收益 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 97 | 162 | 479 | 603 | 758 |
| 利润总额 | 102 | 162 | 470 | 594 | 749 |
| 所得税 | 13 | 24 | 69 | 87 | 110 |
| 净利润 | 89 | 138 | 401 | 507 | 639 |
| 少数股东损益 | 1 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 88 | 136 | 401 | 507 | 639 |
| EPS(元) | 1.05 | 1.61 | 4.75 | 6.01 | 7.58 |

| 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 56 | 61 | 220 | 356 | 434 |
| 净利润 | 88 | 136 | 401 | 507 | 639 |
| 折旧摊销 | 11 | 12 | 11 | 14 | 18 |
| 净营运资金增加 | -98 | 150 | 311 | 233 | 347 |
| 其他 | 55 | -236 | -503 | -398 | -569 |
| 投资活动产生现金流 | -44 | -469 | -89 | -79 | -104 |
| 净资本支出 | -14 | -34 | -82 | -87 | -87 |
| 长期投资变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -30 | -436 | -7 | 8 | -17 |
| 融资活动现金流 | 1,024 | -48 | -17 | -158 | -213 |
| 股本变化 | 21 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 18 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 无息负债变化 | -52 | 147 | 109 | 41 | 112 |
| 净现金流 | 1,037 | -464 | 113 | 119 | 118 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 46.1% | 45.3% | 50.8% | 51.2% | 50.6% |
| EBITDA 率 | 24.6% | 25.3% | 34.4% | 35.9% | 34.6% |
| EBIT 率 | 21.7% | 23.4% | 33.6% | 35.1% | 33.8% |
| 税前净利润率 | 25.5% | 26.2% | 37.9% | 36.7% | 34.6% |
| 归母净利润率 | 22.0% | 22.0% | 32.3% | 31.4% | 29.5% |
| ROA | 4.8% | 6.6% | 15.9% | 17.6% | 18.9% |
| ROE (摊薄) | 5.0% | 7.3% | 18.4% | 20.3% | 22.1% |
| 经营性 ROIC | 15.8% | 18.9% | 33.8% | 35.3% | 34.7% |

| 偿债能力 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 4% | 10% | 13% | 12% | 14% |
| 流动比率 | 38.40 | 10.28 | 7.68 | 7.55 | 6.61 |
| 速动比率 | 35.27 | 8.91 | 6.24 | 5.95 | 4.97 |
| 归母权益/有息债务 | 95.24 | 132.72 | 152.67 | 174.64 | 202.30 |
| 有形资产/有息债务 | 95.45 | 143.18 | 170.28 | 195.04 | 230.47 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产 | 1,842 | 2,083 | 2,521 | 2,876 | 3,383 |
| 货币资金 | 1,405 | 945 | 1,058 | 1,177 | 1,295 |
| 交易性金融资产 | 30 | 475 | 480 | 470 | 485 |
| 应收账款 | 89 | 184 | 224 | 278 | 363 |
| 应收票据 | 10 | 4 | 4 | 6 | 8 |
| 其他应收款 (合计) | 5 | 10 | 19 | 24 | 32 |
| 存货 | 137 | 251 | 416 | 529 | 724 |
| 其他流动资产 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 流动资产合计 | 1,679 | 1,874 | 2,224 | 2,494 | 2,921 |
| 其他权益工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 59 | 58 | 88 | 126 | 167 |
| 在建工程 | 18 | 37 | 70 | 97 | 117 |
| 无形资产 | 61 | 60 | 61 | 62 | 62 |
| 商誉 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 其他非流动资产 | 5 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| 非流动资产合计 | 163 | 209 | 297 | 382 | 463 |
| 总负债 | 67 | 209 | 318 | 359 | 470 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 24 | 121 | 214 | 237 | 320 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 流动负债合计 | 44 | 182 | 290 | 330 | 442 |
| 长期借款 | 18 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 4 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 非流动负债合计 | 23 | 27 | 28 | 28 | 28 |
| 股东权益 | 1,776 | 1,874 | 2,203 | 2,517 | 2,913 |
| 股本 | 84 | 84 | 84 | 84 | 84 |
| 公积金 | 1,174 | 1,176 | 1,176 | 1,176 | 1,176 |
| 未分配利润 | 497 | 597 | 930 | 1,244 | 1,640 |
| 归属母公司权益 | 1,758 | 1,855 | 2,184 | 2,498 | 2,894 |
| 少数股东权益 | 18 | 19 | 19 | 19 | 19 |

| 费用率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 8.77% | 8.25% | 6.65% | 6.20% | 6.45% |
| 管理费用率 | 10.24% | 8.19% | 6.60% | 6.10% | 6.30% |
| 财务费用率 | -7.74% | -5.74% | -4.37% | -2.15% | -1.40% |
| 研发费用率 | 7.78% | 6.78% | 4.00% | 3.80% | 4.10% |
| 所得税率 | 13% | 15% | 15% | 15% | 15% |

| 每股指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 0.40 | 0.80 | 2.28 | 2.88 | 3.64 |
| 每股经营现金流 | 0.66 | 0.73 | 2.61 | 4.22 | 5.15 |
| 每股净资产 | 20.84 | 21.99 | 25.90 | 29.62 | 34.32 |
| 每股销售收入 | 4.74 | 7.33 | 14.71 | 19.16 | 25.66 |

| 估值指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 81 | 53 | 18 | 14 | 11 |
| PB | 4.1 | 3.9 | 3.3 | 2.9 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 60.2 | 38.3 | 14.2 | 10.4 | 8.1 |
| 股息率 | 0.5% | 0.9% | 2.7% | 3.4% | 4.3% |

行业及公司评级体系

| | 评级 | 说明 |
|---------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上 |
| | 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| | 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%； |
| | 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%； |
| | 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明： | | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE