

舞台灯光设备小巨人，重塑全球行业格局

投资要点

- 事件：**7月15日，我们对公司进行了调研，就行业和公司经营情况进行了交流。
- 公司是全球舞台灯光设备行业领先企业，海外疫情消退、需求复苏带来业绩拐点。**公司主要从事舞台灯光设备的研发、生产、销售，是影视灯光设备行业“制造业单项冠军培育企业”，规模全球前三，产品主要定位于海外高端市场。当前随着海外疫情消退，外国政府陆续取消了对演艺集会活动的行政禁令，公司订单预计将随着行业需求的恢复快速回暖，公司业绩有望迎来拐点。
- 行业千亿市场，整合空间巨大。**舞台灯光设备主要应用于舞台、剧院、演播厅，举办者对最佳节目效果的追求产生了稳定的设备更新需求。调研显示，行业规模预计为500-1000亿人民币，历史增速约10%-20%。公司目前聚焦的高端市场规模在100-200亿元，目前海外品牌虽凭借先发优势主导市场，但其近年多数面临股东频繁更迭的窘况；且它们多数仅是品牌渠道商，在疫情复苏、供应链紧张的背景下，产品交付能力很难保障。而国内舞台灯光公司多聚焦国内市场，或是扮演海外品牌的ODM或OEM的角色，缺乏自主品牌和渠道能力。整体看，行业中实力强的综合性厂商很少，整合空间巨大。
- 综合实力行业翘楚，有望重塑行业格局。**公司是业内少有的兼有研发制造和品牌渠道能力的综合性厂商。凭借珠三角的产业聚集效应，公司在研发人才和供应链配套方面形成优势，研发制造能力全球领先；目前供应链紧张格局下，公司对产品交付有更强的把控力。同时公司前瞻布局，2014年通过整合法国雅顿补强公司高端品牌渠道，成为国内唯一拥有国际一线品牌的全球化公司。中期看，作为当前业内唯一实现独立上市的企业，公司有实力不断整合资源、提升市占率、重塑行业格局。长期看，公司有望凭借技术复用和规模优势进军市场空间更大的中高端领域，预计2025年公司有望实现30亿以上的营收。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2021-2023年归属母公司净利润分别为1.1亿、2.2亿、2.7亿元，对应PE为46/24/19倍。鉴于公司优良的质地和在行业内较大的整合发展潜力，我们给予公司2022年30倍PE的目标估值，对应目标价77.40元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**疫情反复导致海外需求恢复不及预期，上游芯片等原材料涨价影响盈利能力，上游芯片等原材料供应紧张影响产品交付。

西南证券研究发展中心

分析师：邵桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tgl@swsc.com.cn

联系人：赵千里
电话：021-58351929
邮箱：zhaoql@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.84
流通A股(亿股)	0.21
52周内股价区间(元)	37.87-68.71
总市值(亿元)	51.57
总资产(亿元)	18.69
每股净资产(元)	20.93

相关研究

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	399.69	497.29	861.67	1091.72
增长率	-52.70%	24.42%	73.27%	26.70%
归属母公司净利润(百万元)	88.13	111.17	217.74	271.90
增长率	-55.09%	26.15%	95.86%	24.87%
每股收益EPS(元)	1.05	1.32	2.58	3.22
净资产收益率ROE	5.02%	6.12%	10.69%	11.96%
PE	59	46	24	19
PB	2.90	2.79	2.52	2.27

数据来源：Wind, 西南证券

目 录

1 公司概况：舞台灯光设备行业小巨人.....	1
2 行业分析：千亿市场，整合空间巨大.....	2
3 公司分析：竞争优势明显，有望重塑行业格局.....	3
3.1 主营业务分析：整体毛利率水平较高，业绩有望迎来拐点	3
3.2 竞争优势：研发、供应链、规模、品牌形成竞争壁垒	4
3.3 发展战略：机遇期重塑行业格局，品类下沉做大规模	5
4 盈利预测与估值.....	5
4.1 盈利预测.....	5
4.2 相对估值.....	7
5 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司 2020 年主营业务结构情况	1
图 2：公司 2020 年主营业务毛利结构情况	1
图 3：公司 2015 年以来营业收入及增速	1
图 4：公司 2015 年以来归属母公司净利润及增速	1

表 目 录

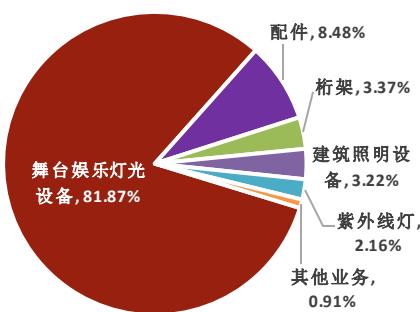
表 1：全球舞台灯光设备行业内的主要企业	2
表 2：主营业务收入结构变动	3
表 3：主营业务毛利率结构变动	4
表 4：分业务收入及毛利率	6
表 5：可比公司估值	7
附表：财务预测与估值	8

1 公司概况：舞台灯光设备行业小巨人

广州市浩洋电子股份有限公司是一家集舞台娱乐灯光设备、建筑照明设备和桁架等产品的研发、生产与销售为一体的高新技术企业。公司的主要产品包括舞台娱乐灯光设备、建筑照明设备和桁架、紫外线灯等。公司是工信部认定的影视灯光设备行业“制造业单项冠军培育企业”、国家文化出口重点企业、国家文化产业示范基地和 AEO 高级认证企业。目前公司的舞台娱乐灯光设备规模全球前三，下游客户以海外为主，2020 年销售收入中出口占比 72.4%。

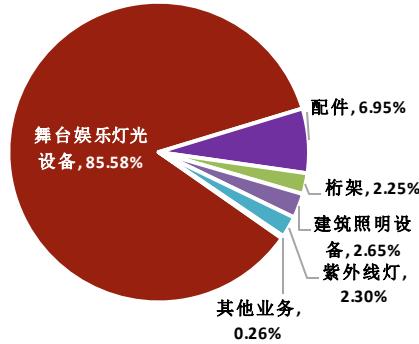
2020 年，公司收入规模为 4 亿元，归属母公司净利润为 8813 万元。舞台娱乐灯光设备是公司最主要产品，2020 年度营收和毛利占比分别为 81.9%、85.6%。

图 1：公司 2020 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

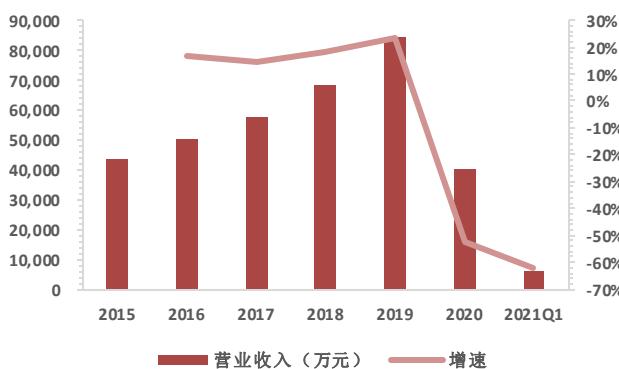
图 2：公司 2020 年主营业务毛利结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

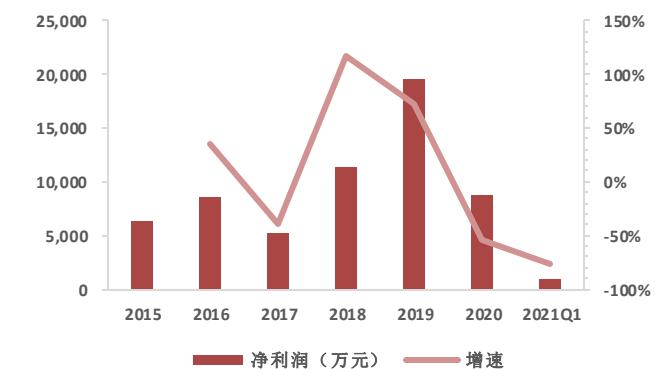
2015 年到 2019 年，公司规模增长较快，营业收入规模从 4.3 亿元增长至 8.5 亿元，复合增长率为 18.2%；归属母公司净利润从 6342 万元增长至 2 亿元，复合增长率为 32.8%。2020 年和 2021 一季度，受海外疫情影响，公司营业收入规模分别同比下滑 52.7%、62.4%；归属母公司净利润分别下滑 55.1%、77.5%。未来随着海外疫情消退，外国政府陆续对户外演出集会解除了行政禁令，预计舞台灯光的海外需求将逐步恢复。调研结果显示，公司预计随着行业需求的进一步复苏，在手订单有望快速恢复到疫情前水平；我们预计从今年二季度开始，公司的业绩亦有望出现较为明显的复苏迹象。

图 3：公司 2015 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2015 年以来归属母公司净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：千亿市场，整合空间巨大

舞台灯光主要包括图案灯、染色灯和光束灯等，应用于大型活动舞台、剧院、电视演播厅等场所，其主要功能是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。舞台演出中，不同节目需要特定的灯光效果配合，灯光的运用在很大程度上影响演出效果；灯光效果创新成为舞台演出创新、保持生命力并获得观众认可的重要因素。除了新场馆的建设带来的新增需求之外，表演项目与剧场的更新、大型活动的举办等，会对舞台灯光设备有稳定的更新需求，目前客户更新的周期约为2-3年，而且高端产品的更新频率要更高。目前关于行业市场空间尚无权威统计数据，根据我们调研的结果，新增和更新需求支撑下的行业规模大概在500-1000亿人民币，行业的历史增长速度约10%-20%，随着经济发展和文化娱乐消费需求不断提升，预计未来行业仍维持较快增长。

从需求和产品来看，舞台灯光行业有比较明显的分层：高端产品、中高端产品、中低端产品。其中公司聚焦的高端产品市场市场规模相对较小，约100-200亿人民币，主要用在高档剧院、世界级演出等场合，竞争较为有序，客户对品牌、设计原创性等都有较高要求，对价格不敏感；中高端产品主要用在电视台、地方性演出等场合；中低端产品主要用于酒店、酒吧等场所。从区域分布来看，国内市场需求分层相对偏低，需求分层不明显，市场竞争激烈；海外市场分层明晰，高端需求也主要分布在发达国家市场。

目前公司聚焦的高端市场集中度相对较高，以海外品牌为主，领先品牌包括ROBE、Clay Paky、Martin、High End Systems等，公司虽然起步相对较晚，但是目前规模已经位列前三，也是行业内唯一独立上市的公司。从经营模式看，公司和捷克的ROBE是少有的兼有设计制造和品牌渠道能力的综合性舞台灯光设备公司，多数一线品牌公司已经成为品牌商和渠道商，生产制造环节交给国内公司代工，目前中国珠三角地区也已经成为全球行业的生产基地。近年来，一线品牌多数相对发展不顺利，股东更迭频繁：意大利的Clay Paky公司2014年被卖给欧司朗，隶属于数字照明系统业务，2021年欧司朗整个数字照明系统北美业务被出售给美国公司Acuity Brands，未来其亚太和欧洲地区业务也可能被陆续出售；丹麦的Martin2012年和2014年先后被卖给了哈曼国际和三星集团；High End Systems2008年和2017年先后被卖给了巴可和剧院电控公司。股东更迭对生产经营造成了一定的影响，行业内一线品牌现在多成为大型国际集团旗下的子品牌，集团层面重视程度以及自主灵活性均相对较差。整体来看，海外品牌虽然具有一定先发优势，但尚未有统治性企业出现，全球疫情反复和海外供应链恢复缓慢的背景下，行业格局有望迎来重构，那些为需求复苏做好充分准备、在国内拥有自主产能并可以保障供应链和产品交付的企业有望迎来战略机遇期；财务健康、家底厚实的企业也有望获得行业整合的机会。

表1：全球舞台灯光设备行业内的主要企业

企业名称	成立时间	总部	简介
Clay Paky	1976年	意大利	Clay Paky是专业照明系统行业世界级的标杆品牌，2014年被欧司朗收购。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，年销售额6000万欧元。
ROBE Lighting	1994年	捷克	ROBE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，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100多个国家。

企业名称	成立时间	总部	简介
ADJ 集团	1985 年	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 亿美金。
Martin	1987 年	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。哈曼国际是一家顶尖世界的灯光与视频系统设计方案提供者，已成立逾 30 年。公司 2018 年销售收入约 4000 万美元。
High End Systems	1987 年	美国德州 奥斯汀市	2008 年被全球性技术公司巴可（欧洲证券交易市场布鲁塞尔证券交易所上市，股票代码：BAR，总部位于比利时）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）。
浩洋电子股份有限公司	2005 年	广州市	公司是一家集舞台娱乐灯光设备、建筑照明设备和桁架等产品的研发、生产与销售为一体的高新技术企业。公司旗下自主品牌“TERBLY”（特宝丽）、Ayrton（雅顿）在国际上享有较高的知名度，是具国际竞争力和影响力的民族文化装备品牌之一。

数据来源：浩洋股份招股说明书，西南证券整理

3 公司分析：竞争优势明显，有望重塑行业格局

3.1 主营业务分析：整体毛利率水平较高，业绩有望迎来拐点

2018-2020 年，公司营业收入分别为 6.9 亿、8.4 亿、4 亿元人民币。分业务来看，舞台娱乐灯光设备是公司绝对主业，收入三年占比分别为 84.1%、86.5%、81.9%，该业务在疫情之前有较快的增长，2020 年受疫情影响占比有所下滑。配件、桁架为舞台灯光的辅助配套业务，近三年合计占比分别为 11.2%、10.5%、11.9%，占比较为稳定。建筑照明设备业务体量较小，且规模呈现下滑态势。紫外线灯则是 2020 年公司在疫情期间积极响应市场需求新开发的业务，当年销售体量较小。

表 2：主营业务收入结构变动

项目	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）
舞台娱乐灯光设备	3.27	81.75	7.31	86.61	5.77	84.11
配件	0.34	8.5	0.47	5.57	0.36	5.25
桁架	0.13	3.25	0.41	4.86	0.41	5.98
建筑照明设备	0.13	3.25	0.15	1.78	0.21	3.06
紫外线灯	0.09	2.25	-	-	-	-
其他业务	0.04	1.00	0.09	1.07	0.07	1.02
其他主营业务	-	-	0.01	0.12	0.04	0.58
合计	4.00	100.00	8.44	100.00	6.86	100.00

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产品定位高端，综合毛利率水平较高，2018-2020 年分别为 42.6%、48.2%、46.1%，公司的 OBM 业务增长较快，拉高了整体业务的毛利率水平；2020 年疫情期间公司营收规模受影响较大，但毛利率仍然维持较高的水平，这源于公司强大的产品力支撑的生意

特点。分业务看，公司主业舞台娱乐灯光设备毛利率水平较高，三年分别为 43.4%、49.7%、48.2%；配件、桁架、建筑照明等业务毛利率水平相对较低；新产品紫外线灯毛利率也较高，为 49.1%。

表 3：主营业务毛利率结构变动

项目	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	毛利率 (%)	变动 (%)	毛利率 (%)	变动 (%)	毛利率 (%)	变动 (%)
舞台娱乐灯光设备	48.15	-1.54	49.69	6.33	43.36	1.45
配件	37.77	0.73	37.04	0.88	36.16	-3.14
桁架	30.74	-9.62	40.36	1.45	38.91	0.82
建筑照明设备	37.97	-4.13	42.10	4.43	37.67	-4.56
紫外线灯	49.08	49.08	-	-	-	-
其他业务	13.37	-17.57	30.94	-24.83	55.77	31.61
其他主营业务	-	-	59.40	38.73	20.67	-37.81
合计	46.06	-2.13	48.19	5.64	42.55	1.77

数据来源：公司公告，西南证券整理

根据调研结果，随着海外疫情消退，外国政府陆续取消了对演艺集会活动的行政禁令，公司订单预计将随着行业需求的恢复快速回暖，公司业绩有望迎来拐点。

3.2 竞争优势：研发、供应链、规模、品牌形成竞争壁垒

舞台灯光设备涉及多个学科，涵盖设计、电子、光学、热学、机械结构及控制系统等技术领域，新产品的研发是一个复杂的系统性工程。公司拥有超过 100 人的技术团队，并持续在专业舞台灯光、智能照明设备等产品与相关技术上研发投入，通过研发公司大大提高了产品的控制精度、防水性能、散热效率和颜色一致性等。截至 2020 年 12 月 31 日，公司及子公司共拥有境内有效专利 488 项，其中：发明专利 50 项、实用新型专利 264 项、外观设计专利 174 项；拥有软件著作权 279 项；海量的发明专利池较好的保障了公司在海外高端市场的技术领先。反观，国外竞争对手多是几十人的设计和技术团队，产品更新换代也相对较慢。公司在疫情期间也持续进行大量研发，在需求复苏的战略机遇期推出激光光源灯、SMART 系列舞台灯等重磅新品，进一步巩固公司在产品上的领先性，抢占市场份额。

通常来说，单个舞台灯光设备需要的零部件多达 1000 余个，复杂的设备零部件数量更是超过 2000 个，供应链管理成为行业内企业的重要能力，国内尤其是珠三角地区发达的制造业体系提供了全球其他地区难以复制的供应链齐全性优势。全球疫情状况下，中国供应链体现出相对海外供应链更强大的抗压能力。此外，整个珠三角的产业聚集效应，也汇集了一批业内的优秀人才队伍。在这个背景下，全球大部分的舞台灯光设备制造都聚集于珠三角地区。公司相对于 ROBE、Clay Paky 等制造端在海外等公司，拥有供应链和人才等产业聚集效应导致的优势。当前，行业需求复苏背景下，公司在供应链保障和产品交付上优势进一步凸显，有望在当下这个战略机遇期抢占更多市场份额。

作为欧司朗和飞利浦公司特殊光源事业部的最重要客户之一，公司享受规模领先优势下更深入的供应商共同研发合作、更低的供货成本和更优先的供货保障。舞台灯光设备和上游

光源的研发是同步的，欧司朗等公司进行光源研发时，也需要与公司合作做舞台环境实验，这种与上游供应商研发同步性是公司技术领先的重要保障。

目前同处于珠三角的国内同行，尚未跟公司形成同一维度上的竞争。以珠江灯光为代表的国内一线企业，聚焦于国内市场，在海外市场尚未形成气候。其他国内企业多数是欧美品牌的 ODM 或者 OEM 厂商，在海外没有自主品牌和渠道。公司战略眼光前瞻，通过积极的自有品牌和渠道建设，已拥有主要覆盖亚洲、非洲等地区的特宝丽品牌。在 2014 年和 2017 年，公司陆续整合海外一线品牌雅顿的股权，其主要定位欧美等发达国家和地区的高端市场。雅顿品牌的并购在公司发展史上具有里程碑式的意义，补强了公司在高端品牌渠道上面的能力，也有效提升了公司利润率，雅顿品牌产品相对公司的 ODM 产品毛利率提升 20% 左右。这次成功的海外并购也体现了公司管理层前瞻的战略眼光以及卓越的国际化并购和管理能力。我们预计未来，在海外品牌受疫情冲击相对较大的背景下，作为业内唯一独立 IPO 的企业，创始人团队也正年富力强，公司将凭借强大的综合实力对行业进行资源整合，提高市占率，重塑行业格局。

3.3 发展战略：机遇期重塑行业格局，品类下沉做大规模

我们预计 2021 年到 2023 年公司主要面对海外需求持续恢复的战略机遇期，公司主要目标是提升在高端市场中的市场占有率。疫情期间公司积极进行新品研发储备，在需求复苏的背景下积极推出新品，保证产品领先；此外公司也进行产线升级，目前公司产能已经较 2019 年水平提升超过 50%，预计可以支撑 13-15 亿产出体量，满足 2023 年及之前的产能需求。

2023 年以后公司着手主推品类下沉，从高端市场向中高端市场进行拓展，在技术复用和规模优势基础上继续做大规模，同时保持较高的毛利水平。目前公司已经推出 SMART 系列产品，试水国内中高端市场，未来公司在海外中高端市场也将陆续投放产品和资源；同时公司也考虑凭借已有的高美誉度品牌和渠道优势进行产品品类的横向拓展。公司 IPO 募投项目“演艺灯光设备生产基地升级扩建项目”里面主体产能的建设可能在 2023 年末完毕，设计产能预计为现有产能的 2-3 倍。如果战略执行顺利，预计公司 2025 年产值规模可达 30 亿以上。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着海外需求从疫情中恢复，公司舞台娱乐灯光设备业务 2021 年迎来逐步复苏，2022 年收入规模基本恢复 2019 年水平，2023 年预计仍有较快增长；2021-2023 年该业务板块营业收入为 3.9 亿 (+20%)、7.3 亿 (+85%)、9.4 亿元 (+30%)，毛利率也将稳中向好，分别为 49.0%、50.5%、51.0%；

假设 2：随着海外需求从疫情中恢复，公司配件业务 2021 年、2022 年逐步复苏，2023 年恢复到 2019 年水平，配件业务恢复和增长态势预计弱于舞台娱乐灯光设备主业，2021-2023 年该业务板块营业收入为 4064 万 (+20%)、4877 万 (+20%)、5365 万元 (+10%)，毛利率预计维持在 37.0%；

假设 3：随着海外需求从疫情中恢复，公司桁架业务 2021 年、2022 年逐步复苏，2023 年恢复到 2019 年水平，该业务恢复和增长态势预计弱于舞台娱乐灯光设备主业，2021-2023 年该业务板块营业收入为 2500 万 (+86%)、4250 万 (+70%)、4675 万 (+10%)，毛利率预计也有所恢复，三年分别为 35.0%、40.0%、40.0%；

假设 4：随着行业需求从疫情中恢复，公司建筑照明设备业务将迎来复苏，但增长潜力相对有限，预计 2021-2023 年该业务板块营业收入为 2000 万 (+55%)、2000 万 (+0%)、2000 万元 (+0%)，毛利率预计维持在 40.0%；

假设 5：公司于 2020 年推出新产品紫外线灯，预计随着产品推广该业务也将迎来快速增长，由于基数较小，所以增速相对较快；预计 2021-2023 年该业务板块营业收入为 1200 万 (+39%)、1500 万 (+25%)、1800 万元 (+20%)，毛利率预计维持在 50.0%；

假设 6：随着行业需求从疫情中复苏，预计公司其他业务也将迎来恢复性增长，预计 2021-2023 年该业务板块营业收入为 700 万 (+93%)、900 万 (+29%)、900 万元 (+0%)，毛利率预计维持在 30.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
舞台娱乐灯光设备	收入	327.21	392.65	726.41	944.33
	增速	-55%	20%	85%	30%
	毛利率	48.2%	49.0%	50.5%	51.0%
配件	收入	33.87	40.64	48.77	53.65
	增速	-29%	20%	20%	10%
	毛利率	37.8%	37.0%	37.0%	37.0%
桁架	收入	13.45	25.00	42.50	46.75
	增速	-68%	86%	70%	10%
	毛利率	30.7%	35.0%	40.0%	40.0%
建筑照明设备	收入	12.87	20.00	20.00	20.00
	增速	-15%	55%	0%	0%
	毛利率	38.0%	40.0%	40.0%	40.0%
紫外线灯	收入	8.64	12.00	15.00	18.00
	增速	-	39%	25%	20%
	毛利率	49.1%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	收入	3.63	7.00	9.00	9.00
	增速	-61%	93%	29%	0%
	毛利率	13.4%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	399.69	497.30	861.68	1,091.73
	增速	-52.7%	24.4%	73.3%	26.7%
	毛利率	46.1%	46.7%	48.8%	49.5%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取四家公司作为可比公司，其中大丰实业是文体科技装备整体方案解决商，宋城演艺主要从事主题公园和文化演艺的投资、开发、经营，锋尚文化主要从国内外文化演艺活动的策划、艺术创意设计、制作；银都股份从事商用厨房设备的研发、生产、销售、服务，也是兼有ODM和OBM生意模式的出口型企业。2021年四家公司平均PE为20.8倍，2022年平均PE为15.3倍，2023年平均PE为12.5倍。

预计公司2021-2023年归属母公司净利润分别为1.1亿、2.2亿、2.7亿元，对应PE为46/24/19倍。鉴于公司优良的质地和在行业内较大的整合发展潜力，我们给予公司2022年30倍PE的目标估值，对应目标价77.40元，首次覆盖给予“买入”评级。

表5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
603081.SH	大丰实业	10.74	0.78	0.91	1.06	1.20	13.90	11.76	10.08	8.95
300144.SZ	宋城演艺	14.73	-0.67	0.41	0.62	0.78	-26.44	36.23	23.66	18.88
300860.SZ	锋尚文化	47.30	3.61	3.04	3.84	4.66	36.16	15.55	12.33	10.14
603277.SH	银都股份	19.66	0.76	1.00	1.29	1.62	16.26	19.63	15.27	12.13
平均值(剔除负值)							22.11	20.79	15.34	12.53

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

疫情反复导致海外需求恢复不及预期，上游芯片等原材料涨价影响盈利能力，上游芯片等原材料供应紧张影响产品交付。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	399.69	497.29	861.67	1091.72	净利润	89.12	114.47	221.00	275.10
营业成本	215.58	265.01	441.59	551.86	折旧与摊销	11.45	12.73	12.73	23.57
营业税金及附加	3.83	4.86	8.35	10.59	财务费用	-30.93	-30.96	-32.95	-34.16
销售费用	35.06	42.37	70.57	89.41	资产减值损失	-7.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	40.94	41.99	60.49	76.64	经营营运资本变动	-61.46	58.20	-124.37	-84.77
财务费用	-30.93	-30.96	-32.95	-34.16	其他	55.09	-26.08	0.07	0.08
资产减值损失	-7.52	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	55.75	128.38	76.48	179.82
投资收益	-0.06	-0.06	-0.07	-0.08	资本支出	-85.45	-70.00	-70.00	-70.00
公允价值变动损益	0.75	0.00	0.00	0.00	其他	41.90	30.18	-0.07	-0.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-43.55	-39.82	-70.07	-70.08
营业利润	96.51	139.15	267.88	333.25	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.56	-0.80	-0.78	-0.76	长期借款	18.45	-18.45	0.00	0.00
利润总额	102.07	138.35	267.10	332.49	股权融资	997.71	0.00	0.00	0.00
所得税	12.95	23.88	46.10	57.39	支付股利	0.00	-17.63	-22.23	-43.55
净利润	89.12	114.47	221.00	275.10	其他	8.08	35.64	25.25	34.16
少数股东损益	0.99	3.30	3.26	3.20	筹资活动现金流净额	1024.25	-0.44	3.02	-9.39
归属母公司股东净利润	88.13	111.17	217.74	271.90	现金流量净额	1036.82	88.12	9.43	100.35
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
货币资金	1404.96	1493.07	1502.50	1602.85	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
应收和预付款项	106.61	89.84	155.28	196.80	成长能力				
存货	136.63	133.56	227.75	291.99	销售收入增长率	-52.70%	24.42%	73.27%	26.70%
其他流动资产	30.93	0.67	1.27	1.56	营业利润增长率	-60.05%	44.18%	92.52%	24.40%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-55.79%	28.45%	93.06%	24.48%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-67.69%	56.99%	104.81%	30.28%
固定资产和在建工程	77.55	136.56	195.57	243.75	获利能力				
无形资产和开发支出	68.78	67.27	65.75	64.23	毛利率	46.06%	46.71%	48.75%	49.45%
其他非流动资产	16.76	16.53	16.31	16.08	三费率	11.28%	10.74%	11.39%	12.08%
资产总计	1842.21	1937.50	2164.43	2417.26	净利润率	22.30%	23.02%	25.65%	25.20%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	5.02%	6.12%	10.69%	11.96%
应付和预收款项	39.77	54.20	89.25	109.97	ROA	4.84%	5.91%	10.21%	11.38%
长期借款	18.45	0.00	0.00	0.00	ROIC	14.76%	22.27%	36.76%	34.60%
其他负债	8.29	13.76	6.87	7.43	EBITDA/销售收入	19.27%	24.32%	28.74%	29.55%
负债合计	66.51	67.96	96.12	117.40	营运能力				
股本	84.33	84.33	84.33	84.33	总资产周转率	0.30	0.26	0.42	0.48
资本公积	1133.60	1133.60	1133.60	1133.60	固定资产周转率	6.45	9.21	20.05	7.76
留存收益	536.77	630.32	825.83	1054.18	应收账款周转率	4.52	6.23	8.89	7.87
归属母公司股东权益	1757.71	1848.24	2043.75	2272.11	存货周转率	1.37	1.79	2.44	2.12
少数股东权益	17.99	21.29	24.55	27.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.43%	—	—	—
股东权益合计	1775.70	1869.53	2068.30	2299.86	资本结构				
负债和股东权益合计	1842.21	1937.50	2164.43	2417.26	资产负债率	3.61%	3.51%	4.44%	4.86%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	带息债务/总负债	27.75%	0.01%	0.00%	0.00%
EBITDA	77.02	120.92	247.66	322.66	流动比率	38.40	26.98	20.55	18.51
PE	58.51	46.38	23.68	18.96	速动比率	35.27	24.89	18.07	15.93
PB	2.90	2.79	2.52	2.27	股利支付率	0.00%	15.85%	10.21%	16.02%
PS	12.90	10.37	5.98	4.72	每股指标				
EV/EBITDA	48.37	30.24	14.70	10.97	每股收益	1.05	1.32	2.58	3.22
股息率	0.00%	0.34%	0.43%	0.84%	每股净资产	21.06	21.92	24.24	26.94
					每股经营现金	0.66	1.52	0.91	2.13
					每股股利	0.00	0.21	0.26	0.52

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn