



2022-03-20

公司深度报告

增持/维持

海洋王(002724)

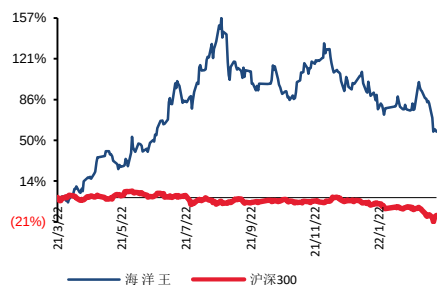
目标价: 16

昨收盘: 12.8

电子 其他电子

产品升级与智能布局，市场潜力可观

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	780/364
总市值/流通(百万元)	9,982/4,664
12 个月最高/最低(元)	20.88/7.90

相关研究报告:

海洋王(002724)《明之辉并表增量明确，关注照明施工与智能运维叠加弹性》——2020/10/25

海洋王(002724)《成长韧性彰显，成本管控与协同增长初见成效》——2020/08/25

海洋王(002724)《疫情遏制短期表现，行业龙头韧性可期》——2020/04/14

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

证券分析师: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

报告摘要

产品质量强劲，深耕下游渠道开发，盈利能力持续提升。公司是以专业开发、生产、销售专业照明设备为事业的高新技术企业，经过多年的销售渠道开发、产品的不断更新迭代，公司确定了四个创造价值板块“采购、生产、技术、销售”，并明确支撑四大创造价值板块目标实现的组织架构，以提升公司整体的服务质量，满足客户个性化产品与服务的需求。

公司在继续深挖工业照明领域潜力市场的同时，亦在不断加快向智能化、服务型企业战略转型升级，不断拓展专业照明领域的横向衍伸及纵向延伸，致力于客户提供专业化照明解决方案和一揽子系统照明服务，随着数字化、智能化的不断深入推进，客户现场及工作需求亦不断升级变化，公司将工作环境照明产品与互联网有机结合，应用物联网装置与新技术赋能传统专业照明，充分发挥 LED 产品+控制器+服务平台的组合优势，推动客户照明系统向信息化、数字化和智能化方向发展。

2020 年公司收购明之辉，主要目的在于明之辉具备多项建筑和工程设计资质，这为公司打通了整个照明施工工程产业链，并实现工业及专业照明的有效互补，在公司升级成为智能城市建设者这一角色中亦是具有重要的战略意义。随着互联网技术的发展，以及未来全国智能城市的建设，照明产品与新型技术结合是必然趋势，特种照明产品会被赋予更高的要求。公司积极布局，打造智能照明工作系统，新光源技术取得突破性进展，销售网络已形成，未来有望贡献新的增量弹性，形成营业收入的进一步增长。

传统照明行业潜力可观，产品升级进一步渗透下游市场。从下游传统行业的需求层面来看，特种照明主要应用在交通运输的探照和巡检，以及电力、石油、化工等重工业领域的防爆照明。去年疫情爆发后从六月开始有缓慢的恢复趋势，在年底开始爆发式增长。今年为国家基础建设全面复苏的关键一年，国家整体政策也在倾斜，预计在 2021 年内，工业增长率依旧保持一个较为高的水平。随着 LED 光源的不断发展，在特种照明行业中，由 LED 替代传统光源的现象越来越普及。目前来看，LED 光源已逐步应用在城市景观照明、市政道路照明、汽车照明和工业照明灯，并进一步满足高速公路、隧道、地铁、机场、航运等对照明产品有更高要求的市场领域。在工业、商业照明以及体育场馆等专业照明领域的门槛较高，未来市场和

执业资格证书编码：S1190119110024

利润空间仍然较大，室内外智能照明市场将保持高速增长，特别是 5G 网络加速建设将推动 LED 多功能灯杆在智能城市中发挥重要的载体作用。

智能照明全布局，核心竞争力大幅加强。公司以工作照明灯具为联接管控对象，结合智能控制技术、无线传输技术全新研发的智能工作照明系统（即控制器产品），实现了对作业环境中工作照明灯具的照度调节、能效监测、故障告警、寿命预测、信息追溯等科学和系统的管理，降低企业能耗和维护成本，从而创建更加安全节能、高效舒适的工作环境。公司数字化、智能化、功能集成化照明系统在油田、网电、铁路等 10 个行业广泛销售，成为公司发展的重要增长支柱。

盈利预测与评级：维持增持评级。公司内部管理的持续优化将带来盈利能力的不断提升，这是公司上市以来持续稳健成长的内在核心，亦将成为公司未来继续进步的重要依托，从行业层面看，十四五期间核心下游的资本支出将继续增长，特殊环境照明领域 LED 灯具的渗透将持续演进，公司主营产品的市场需求具备进一步提升的空间，而“数字化、智能化、功能集成化照明”的创新业务模式，则为公司未来的成长积蓄更强的弹性，预计 2021-2023 年的净利润分别为 3.96、5.05 和 6.69 亿，当前股价对应 PE 25.19、19.85 和 14.93 倍，维持增持评级。

风险提示：（1）新业务模式推广受阻；（2）行业竞争加剧导致盈利能力下滑；（3）因为国内经济下滑导致明之辉无法完成承诺业绩，以及公司与明之辉的协同效应不及预期；（4）新冠疫情反复导致国内宏观经济承压。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1704	2109	2650	3305
(+/-%)	13.98	23.77	25.65	24.72
净利润(百万元)	301	396	503	669
(+/-%)	30.02	26.50	32.45	33.12
摊薄每股收益(元)	0.39	0.51	0.64	0.86
市盈率(PE)	33.19	25.19	19.85	14.93

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

1、	深耕特种照明，紧跟产业步伐.....	5
1.1、	持续进阶的特种照明王者.....	5
1.2、	管理改善增强盈利能力，收购明之辉补强专业照明.....	8
1.3、	深挖客户需求，狠抓产品质量，塑造核心竞争力.....	10
2、	“十四五”定调民生基建，特种照明潜力可观.....	14
3、	功能集成化照明成全新蓝海市场.....	18
4、	盈利预测和投资建议：维持增持评级.....	20
5、	风险提示.....	20

图表目录

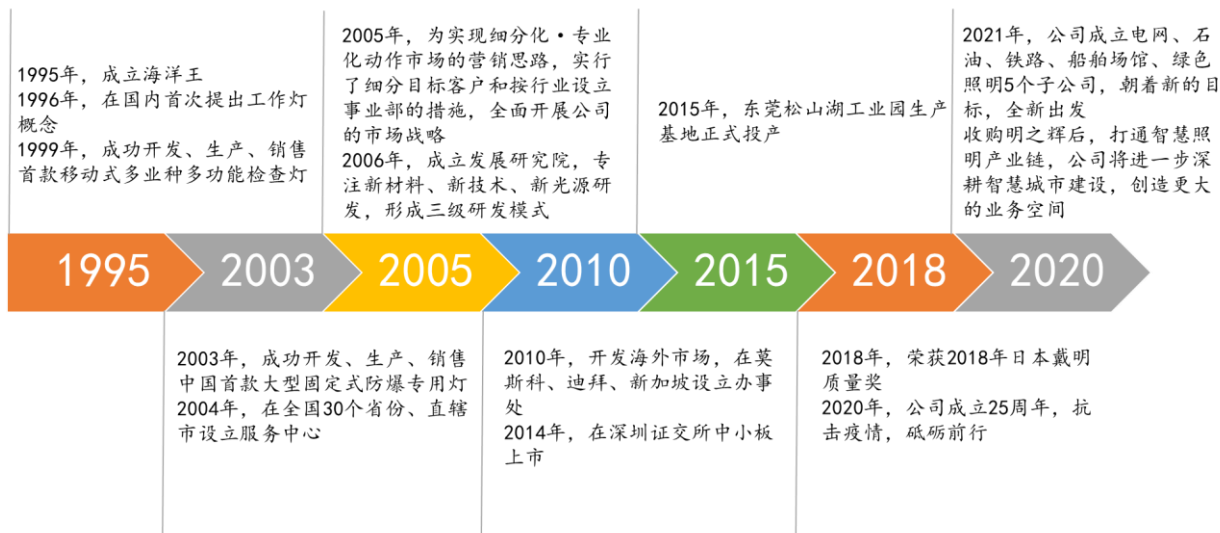
图表 1：公司发展历程：	5
图表 2：公司产品的重要应用领域展示	6
图表 3：公司产品示意图	7
图表 4：公司股权结构及子公司情况	8
图表 5：公司营收情况	9
图表 6：公司归母净利润情况	9
图表 7：公司毛利率、净利率情况	9
图表 8：公司期间费用率情况	9
图表 9：明之辉业绩情况，2021 年和 2022 年为承诺业绩	10
图表 10：特种照明应用领域不同的需求情况	10
图表 11：不同照明环境各项参数对比	11
图表 12：公司与同行业的毛利率情况比较	12
图表 13：公司与同行者过去几年研发投入比较	13
图表 14：2018 年日本戴明质量奖	13
图表 15：2009 年全国质量奖	13
图表 16：我国铁路固定资产投资额	14
图表 17：我国煤炭年产量	15
图表 18：泛在电力物联网技术架构	16
图表 19：我国国防支出	16
图表 20：军费支持占 GDP 比重	16
图表 21：中国 LED 通用照明领域渗透率	17
图表 22：我国 LED 工业照明设备产值现状及前景预测	18
图表 23：智能路灯示意图	19
图表 24：我国智能照明产值规模及预测情况	19

1、深耕特种照明，紧跟产业步伐

1.1、持续进阶的特种照明王者

公司成立于 1995 年，专业从事特殊环境照明设备的研发、生产、销售和服务，成立之初，公司在国内首次提出工作灯概念，同时推出了第一款便携式工作灯，之后，相继于 1999 年和 2003 年成功推出首款移动式多业种多功能检查灯和大型固定式防爆专用灯，经过二十余载的发展成长，公司产品体系不断完善，已囊括三大系列 200 多种型号的产品，是目前国内生产规模最大、产品配套能力最强的专业特种照明设备供应商之一，主要客户包括诸多与国计民生相关的重要基础行业内的公司，如铁路、网电、冶金、石油、石化、大型企业等。

图表 1：公司发展历程：



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

近几年，公司在继续深挖工业照明领域潜力市场的同时，最重要的变化之一便是加快向智能化、服务型企业战略转型升级，不断拓展专业照明领域的横向衍伸及纵向延伸，致力于客户提供专业化照明解决方案和一揽子系统照明服务，如电网应急救援照明解决方案、石化装置区照明解决方案、冶金车间照明解决方案、联合站照明解决方案等。随着数字化、智能化的不断深入推进，客户现场及工作需求亦不断升级变化，公司将工作环境照明产品与互联网有机结合，应用物联网装置与新技术赋能传统专业照明，充分发挥 LED 产品+控制器+服务平台的组合优势，推动客户照明系统向信息化、数字

化和智能化方向发展。

图表 2：公司产品的重要应用领域展示



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

公司传统照明产品囊括固定照明设备、移动照明设备和便携照明设备三大系列，同时可供应部分探测类、控制类和网卡类控制产品：

- **便携类照明手电筒**主要有多功能摄像巡检灯和手提式防爆探照灯，多功能摄像巡检灯主要应用在电力、铁路、冶金、公安、消防、部队、船舶、民航、场馆及工矿企业场所等，具备成熟的信号传输和摄像功能，不仅可以给机车司机发出警示信号，还可以用于巡检人员的地理位置定位，全程记录巡检轨迹，为后期优化巡检路线提供了全程的数据支撑。此外，公司为保证产品摄像功能的品质，向专业制造镜头的厂家学习，通过供应链全过程管理，确保每一套灯具的质量可靠性。手提式防爆探照灯主要用于抢险救援环境，公司通过长时间的深入市场调研以及与一线使用者沟通，不断分析现场作业情况，经过充分的需求梳理识别和专业的设计，生产的产品具有显著高亮度、高防爆等级、携带方便、高防护等级、续航能力长等特点。
- **移动式照明灯具**主要有多功能升降工作灯和防爆移动灯。前者具备自发电功能、并且适应各种恶劣自然环境，高度和照射角度均可调节，便于户外长距离携带和搬运。后者主要应用在石油、化工行业，在前者的基础上额外增加了防爆功能，灯具整体结构采用防爆设计、聚泛光可切换，满足现场不同照明需求。
- **固定式照明灯具**主要有投光灯及防爆平台灯。过去体育场馆照明一直被国外照明巨头飞利浦、GE、索恩、玛斯柯等垄断，公司推出的专门适用体育场馆的照明灯

具已获得国内客户的认可，正不断抢占国内市场份额。

图表 3：公司产品示意图

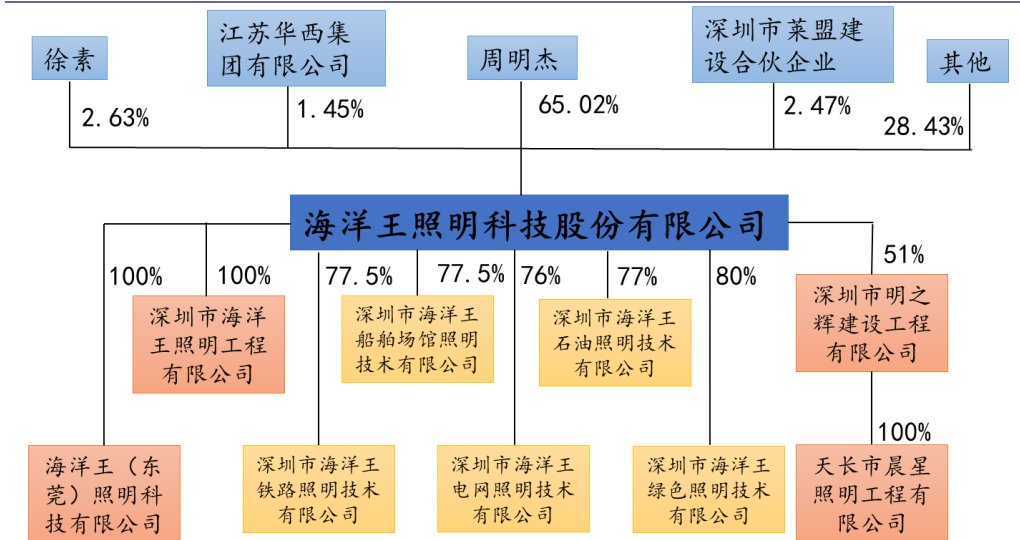
固定照明设备	移动照明设备	便携照明设备	探测及网关产品	控制产品
				
外场强光投光灯	遥控探照灯	多功能摄像巡检灯	亮运探测器	单灯控制器
				
防眩悬挂灯	多功能升降工作灯	强光防爆方位灯	温湿度探测器	红外转发器
				
LED防爆平台灯	防爆移动灯	手提式防爆探照灯	接入路由器	万能转换模块

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

与一般民用、商用的照明设备相比，公司从事的特殊照明须从材质选型、外观设计、配光设计、散热处理等多方面进行考量，从而使得灯具在亮度、可靠性和节能等方面的参数指标能够满足工业场所等特定应用场景严苛的要求。公司拥有 200 多种型号的特殊环境照明系统，能够快速响应客户个性化需求，与国内大部分同行业者相比，公司在技术积累、客户储备和规模方便面已形成一定的优势，可根据客户多样化需求组织生产，在订单竞争中占据优势地位。

公司股权结构较为集中，截止 2021 年前三季度，实际控制人、董事长及轮值总裁周明杰持有公司 65.02% 的股份。公司下游领域主要包括冶金、铁路、网电、油田、石化、煤炭、厂电、军品、船舶场馆、公安消防、工程管理等专业照明领域，客户多为国有事业单位，销售渠道开发难度较大，过往，公司架构采取事业部制度，针对上述行业，在全国设立 11 个专业化的行业事业部，并在事业部下设立服务中心，基本实现全国地域全覆盖。但随着国内经济的发展，传统事业部制组织架构反应迟钝的弊端不断凸显，对公司的成长形成了一定的阻碍，出于更好地响应客户需求、提高市场一线人员快速应变能力的考量，公司在 2020 年开始着手制度改革，与已在铁路、船舶、电网、石油和军工市场深耕多年的专业人才分别合资设立相应的控股子公司，进而加强在响应客户需求方面的灵活性，进一步提升各个行业的市场份额，增强长期发展动能。

图表 4：公司股权结构及子公司情况



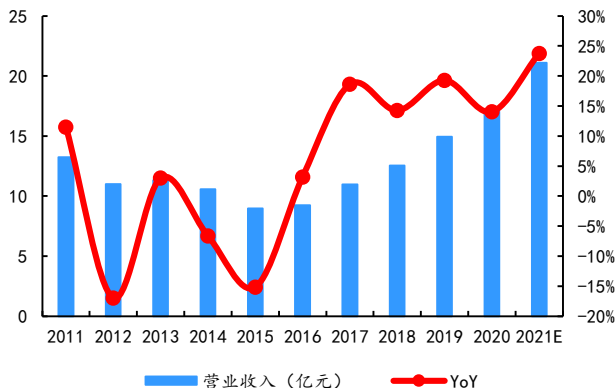
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

1.2、管理改善增强盈利能力，收购明之辉补强专业照明

公司上市前，由于国内经济增速放缓，部分下游行业景气度下行，产能过剩情况加剧，照明行业的竞争格局亦受到影响，发生剧烈变化，公司发展遭遇瓶颈，2011-2015 年间，营业收入及净利润逐年下滑，2015 年，公司借上市契机，重新找准自身定位，规范内部运营机制，调整行业事业部，进行新的市场划分，完善市场布局，自此进入了新一轮成长期，2015-2020 年，公司营业收入从 8.96 亿元增长至 17.04 亿元，年复合增长 13.72%，归母净利润从 0.67 亿元增长至 3.01 亿元，年复合增长 35.05%。

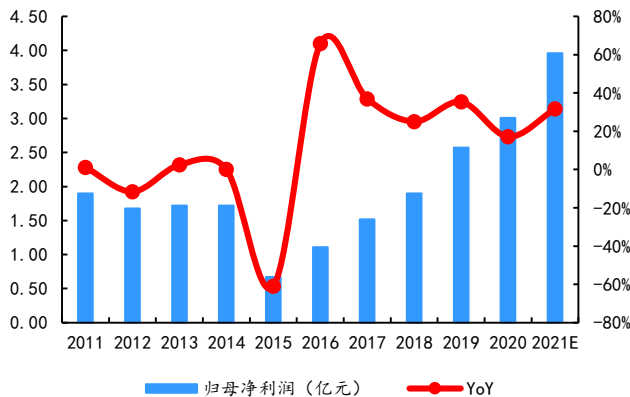
近期，公司发布业绩快报，预计 2021 年实现营业收入 21.09 亿元，同比增长 23.75%，归母净利润 3.96 亿元，同比增长 31.60%。

图表 5：公司营收情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

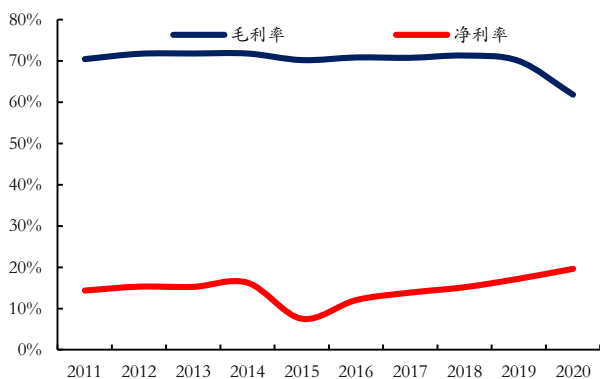
图表 6：公司归母净利润情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

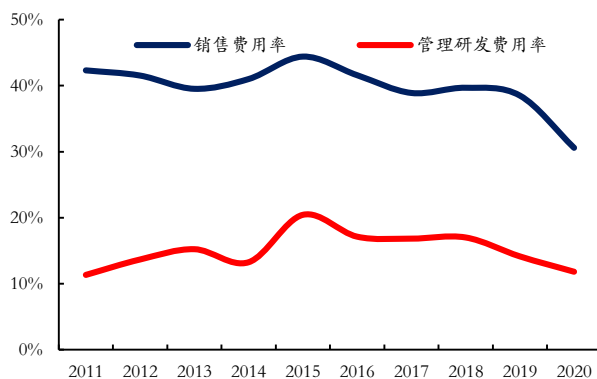
公司收入端的成长动能主要来自于持续深挖客户需求以及结合物联网等新技术提升自身产品附加值，而利润增速远快于收入增速的核心原因则是受益于内部管理改善，上市后，公司整体毛利率维持稳定，管理研发费用占营收的占比逐年降低，销售费用方面，虽然公司不断开拓销售渠道，但费用占整体营业收入的比重得到了较好的控制，基本处于逐年下降趋势（2020 年毛利率、管理研发费用率和销售费用率的大幅变动部分源于明之辉的并表），这说明，公司上市后对自身的定位、管理改善措施是准确且行之有效的，2020 年，公司基于对行业及自身的了解，将组织架构从事业部制转向控股子公司制度，有理由相信，该举措有望进一步加速公司的成长。

图表 7：公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：公司期间费用率情况

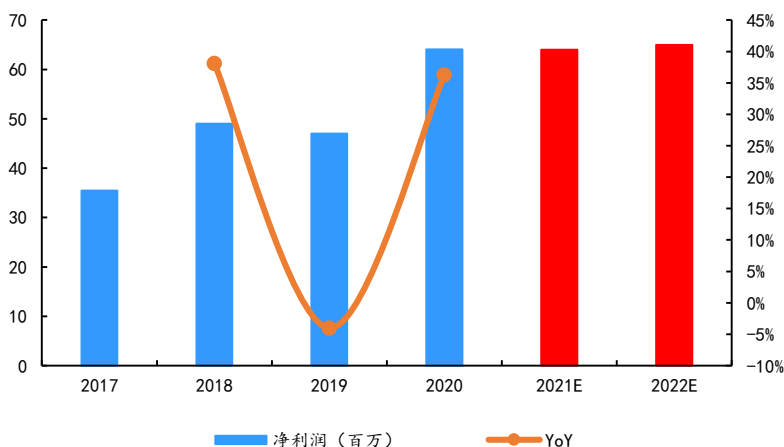


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2020 年，公司完成了对明之辉的收购，明之辉主要从事照明工程施工、设计、维保业务及装饰装修工程业务，是行业内为数不多的已经取得“城市及道路照明工程专业承包一级”、“建筑装饰装修工程专业承包一级”、“建筑装饰工程设计专项甲级”和

“照明工程设计专项甲级”等多项建筑和工程设计资质的企业，已为国内众多大中型项目提供了优质的规划、设计和施工服务。公司对明之辉的收购，一方面可以增厚报表业绩，2020年，明之辉实现利润6407.71万元，已顺利完成第一期承诺业绩，2021和2022年，明之辉承诺业绩分别为6400万和6500万元；另一方面，明之辉的并入，将有效补强上市公司施工工程环节的短板（2019H1，海洋王照明施工工程相关收入占比不足1%），有望与海洋王原有的照明设备、无线控制产品以及智能解决方案业务形成协同效应，实现工业及专业照明的互补，进而大幅提升公司的业务空间，在此情况下，明之辉较大概率完成后续承诺业绩。

图表9：明之辉业绩情况，2021年和2022年为承诺业绩



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.3、深挖客户需求，狠抓产品质量，塑造核心竞争力

与通用照明、景观照明等其他照明设备不同，特种工业照明设备需要在易燃易爆、强振动、强冲击、强腐蚀、高低温、高湿、高压、电磁干扰、宽电压输入等环境下具备一致和稳定的照明性能，能够满足特种配光、信号、应急等特殊照明需求，以及节能、安全、环保、健康等个性化要求，这些在天然上决定了特种照明行业具备产品设计与质量门槛高、渠道特殊等特点。

图表10：特种照明应用领域不同的需求情况

下游应用领域	应用场所	照明差异化需求
煤炭	矿井、煤化工、选煤厂、原煤仓等 煤矿系统	要求产品具备良好的防爆性能，优异的防护性能
油田	石油行业钻探、采油、炼化、联合 站等易燃易爆场所	要求产品具备防爆、防腐性能，对安全性要求较高

石化	炼油、化工等企业生产装置区	要求产品具备防爆、耐腐蚀、抗振动、宽电压等性能
冶金	炼钢、炼铁、铝厂及其他有色金属 矿山企业生产装置区	要求产品具备抗高温、抗粉尘、抗振动，抗电压波动，防腐、节能等性能
厂电	锅炉、汽机房、煤棚等	要求产品具备防尘、防腐、防爆、防振动、抗高温、宽电压等性能
网电	变电站、配电所及巡检系统等	要求产品具备抗电磁干扰、便携和应急等性能
水泥	破碎、原料粉磨、烧成等区域	要求产品防腐、抗震、防粉尘、部分区域需要粉尘防爆
铁路	铁路的车务、机务、工务、电务、 供电等场所	要求产品无电磁干扰、防腐蚀
船舶港口	龙门吊、高杆灯、涂装厂房、油 库、船用、海洋平台等场所	要求产品具备抗振、防爆、防盐雾等性能
公安消防	公安的单警装备、消防的个人防护 装备及现场救援照明设备	要求产品具备可靠、便携、工作时长等性能

资料来源：紫光照明招股说明书，太平洋研究院整理

图表 11：不同照明环境各项参数对比

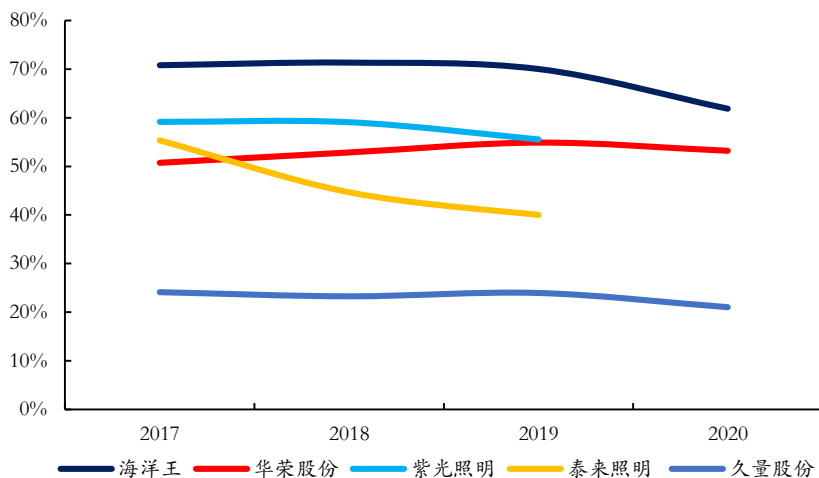
参数	特殊环境照明	商业照明	民用照明	市政园林照明
显色指数	高	高	低	低
照度	高	高	低	中
防眩光	高	高	低	中
防护要求（IP）	高	低	低	高
防爆要求	有	无	无	无
防振要求	高	低	低	中
透明件热剧变	高	低	低	中
安装强度	高	高	低	高
抗冲击要求	高	低	低	中
防腐要求	高	低	低	中
配光	高	中	低	中
使用寿命	高	中	中	中
灯具效率	高	高	高	高
安装维护	高	中	低	中
使用温度要求	高	低	低	中
认证要求	CCC 认证、煤矿安全认证、防爆认证、CRCC 认证（中国铁路产品认证）、船用产品认证、中国消防产品质量认证等	CCC 认证	CCC 认证	CCC 认证

资料来源：公司招股说明书，太平洋研究院整理

公司深耕特种照明行业二十余年，已成为该领域的龙头企业之一，依靠的正是凝聚于

设计与对客户需求的准确理解、质量与工艺严格管控的精益化生产、在行业内多年拼搏所积淀的客户渠道等优势，这些均是非常明确的行业壁垒，也造就了领先于同行业者的高毛利率，是公司未来持续成长的重要依托。

图表 12：公司与同行业的毛利率情况比较

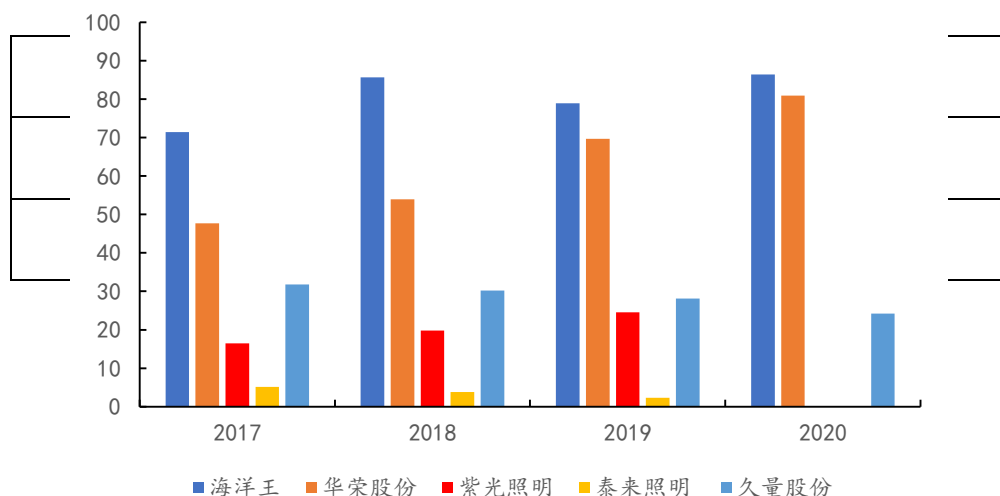


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

注：因为公司毛利率高于明之辉，2020 年毛利率受明之辉并表影响有所
下降

研发设计能力：特种照明技术是融合了光学、电子、化工、材料、环境、职业健康、智能控制等多门学科的综合性技术，因此，公司极为重视研发，过去几年公司整体研发投入规模及研发费用率高居行业前列，当前已获得国家专利 300 余项，拥有自主知识产权核心技术，公司已建立市场部、技术与设计部、发展研究院三级研发体系，分别从短、中、长期维度进行技术规划及产品研发，与中科院、清华大学、复旦大学等科研院校建立长期技术合作关系，在光电技术、配光设计、防爆结构、照明应用等方面处于国内领先水平。

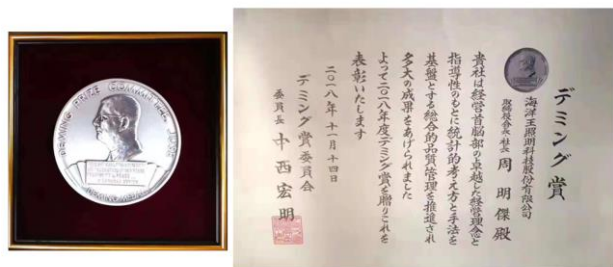
图表 13：公司与同行者过去几年研发投入比较



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

质量与品质管控：特殊环境照明设备的质量对客户的生产效率影响较大，因此，公司在生产过程中，对工艺的管控极为严苛，将产品质量作为立身之本，在质量认证方面通过了挪威船级社（DNV）ISO9001 质量管理体系和 ISO14001 环境管理体系认证，并先后获得欧洲 ATEX、美国 UL、法国船级社（BV）、德国莱茵 TUV、中国船级社以及国家灯具质量监督检验中心的品质认可。可靠的产品为公司挣得了 2009 年的全国质量奖及 2018 年的日本戴明质量奖，尤其是戴明质量奖，是全球三大质量奖之一，每年颁发给在品质方面做出重大改进的个人及企业，公司是国内首家获得这一奖项的企业，这是对公司产品质量的最佳背书。

图表 14：2018 年日本戴明质量奖



资料来源：公司官网，太平洋研究院

图表 15：2009 年全国质量奖



资料来源：公司官网，太平洋研究院

客户需求理解及渠道拓展：制度改革后，公司当前就不同下游行业共设有 5 个子公司及 6 个事业部，下辖超过 150 个专业服务中心及超过 1000 个专业服务部，营销服务网络基本实现全国市场全覆盖，可对客户的需求提供快速、及时的响应，并及时获得

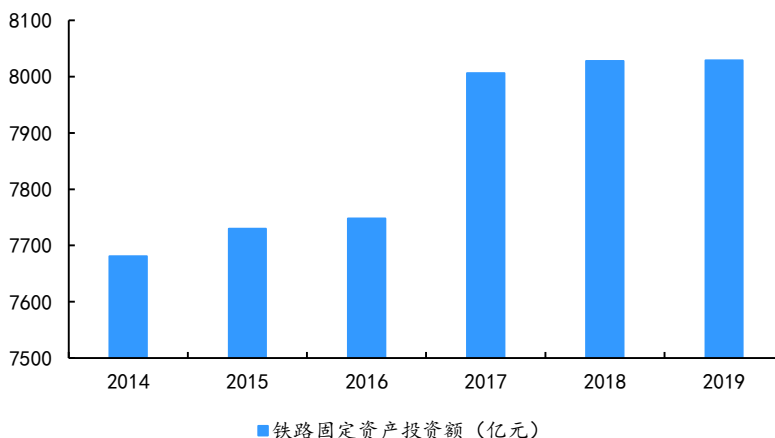
客户产品使用后的反馈，并以此为基础进行持续的产品开发，为后续订单奠定基础，此外，公司已在海外成立销售中心，正积极开发东南亚、中亚、中东及非洲地区的市场。

2、“十四五”定调民生基建，特种照明潜力可观

特殊环境照明的下游行业主要包括电力、冶金、煤炭、铁路、油田、石化和机械制造等与国计民生相关的基础行业，国家整体相关的财政支出政策以及相关公司的资本开支将直接影响特殊环境照明的市场空间，以下将列举部分行业“十四五”投资规划，分析特殊环境照明行业的前景：

铁路：截止 2019 年，我国铁路营业里程数达到 13.9 万公里，2020 年，这一数据继续攀升，国家铁路局局长严贺祥接受采访时表示，预计 2020 年末全国铁路营业里程数将提高至 14.6 万公里，基本实现铁路发展十三五规划中营业里程目标，十四五期间，我国铁路建设里程数将继续提升，在建、获批项目规模已达到 3.19 万亿元，到 2025 年，全国铁路营业里程数将达到 17 万公里，比 2020 年提升 10% 以上。因此，未来五年，我国铁路投资规模有望继续增加，相应地，铁路照明设备的需求量有望进一步提升。

图表 16：我国铁路固定资产投资额

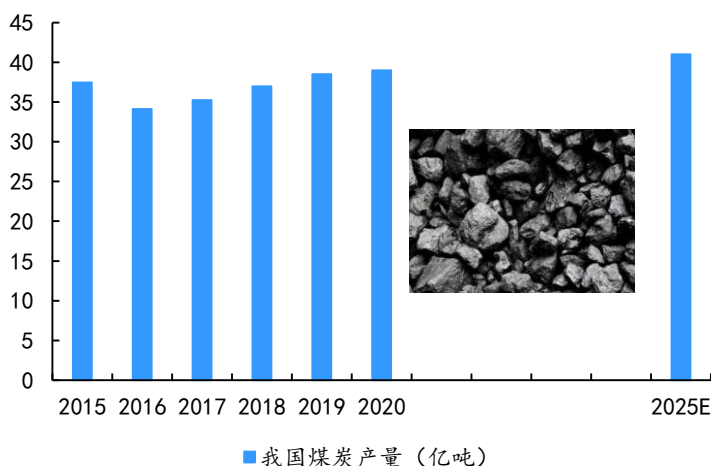


资料来源：国家统计局，太平洋研究院整理

煤炭：“十三五”期间，我国煤炭年产量虽然基本持平，但煤炭行业其实处于“落后产能退出与优质产能释放并行”的状态，老旧的煤矿关停，大型现代化煤矿建成落地，供给体系质量得以提升。近期发布的《2020 煤炭行业发展年度报告》指出，2020 年

我国煤炭产量 39 亿吨，比 2015 年产量增长 4.08%，“十四五”期间，我国煤炭行业仍将维持“十三五”期间的情况，年产量增长有限（预计到十四五末期，国内煤炭年产量预计将控制在 41 吨），但供给质量更上一层楼，为了达到这一目标，煤炭产能置换政策将进一步完善，优质产能有望加快释放，而新的优质产能的建设，将有效提升相关照明设备需求。

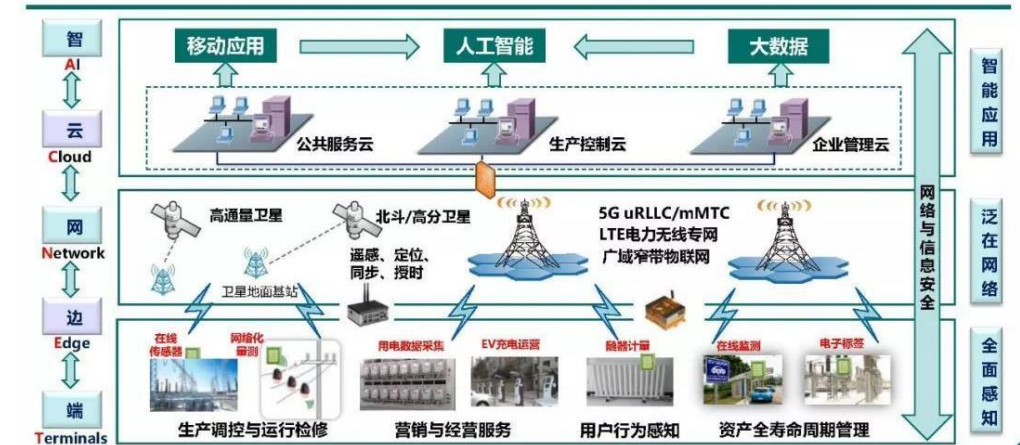
图表 17：我国煤炭年产量



资料来源：国家统计局，太平洋研究院整理

电力：2019 年 10 月 14 日，国家电网公司发布《泛在电力物联网白皮书 2019》，提出分两阶段建设泛在电力物联网：到 2021 年初步建成泛在电力物联网，到 2024 年建成泛在电力物联网，泛在电力物联网的目标是使用数字技术赋能传统电网，提升电网的感知能力、互动水平和运行效率，泛在电力物联网将包含感知层、网络层、平台层和应用层四层结构，其中照明设备以及集成在上面的传感器是感知层的重要组成部分。2019-2024 年期间，为了更好的完成泛在电力物联网的建设，国建电网有望较大幅度增加其资本开支，照明设备市场有望充分受益。

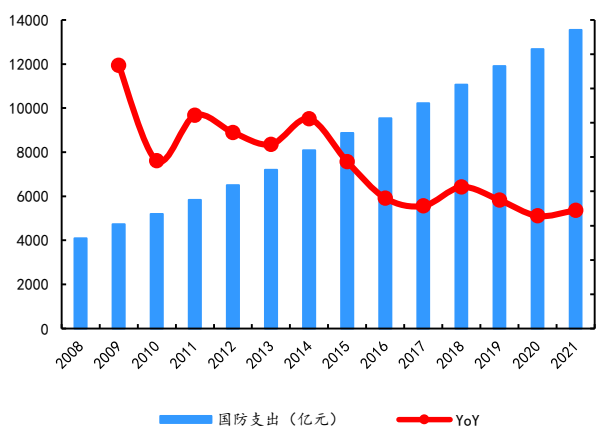
图表 18：泛在电力物联网技术架构



资料来源：国家电网，太平洋研究院整理

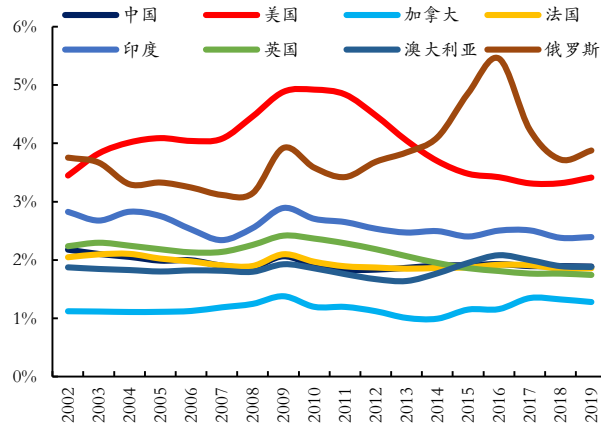
军工：近年来，随着我国经济实力的提升，为了增强国防实力，国防支出稳步增长，国家统计局数据显示，2020 年，我国国防预算支出 1.27 万亿元，“十三五”期间总支出较“十二五”增长近 50%。但即使如此，我国军费支出占 GDP 的比重仍不及美国和俄罗斯等军事强国，世界银行统计数据显示，2010 年以来，我国军费预算占 GDP 的比重基本维持不变，在 1.8-1.9 之间，而同期，美国军费预算占 GDP 的比重则基本维持在 3.3% 以上，俄罗斯维持在 3.6% 以上，即便是印度，该比重亦维持在 2.5 左右，横向比较而言，我国军费开支水平仍具备可观的提升空间。

图表 19：我国国防支出



资料来源：ifind，太平洋研究院整

图表 20：军费支持占 GDP 比重



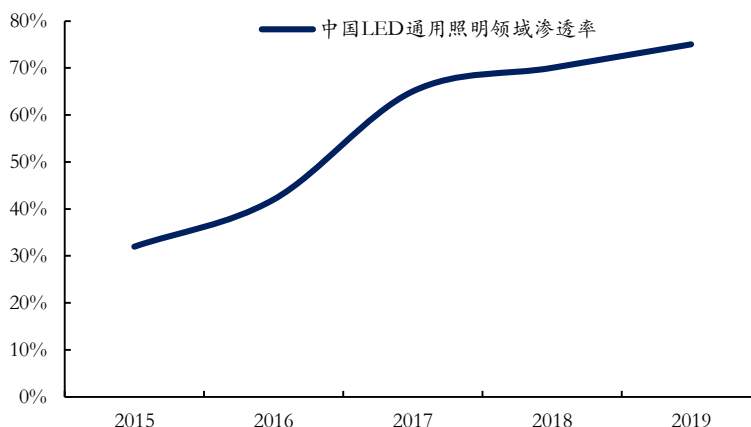
资料来源：ifind，太平洋研究院整

从上述四个领域看，“十四五”期间，我国关系民生的基础行业的开支仍有进一步提升的空间，这为特殊环境照明设备市场空间的增长奠定基调，而在国家提倡碳中和、下游行业提倡优质投资的情况下，高效、节能、环保的照明设备有望成为未来发展的

主流趋势。

LED 的核心应用下游包括通用照明、显示屏、景观照明、背光应用和汽车照明等，其中，通用照明和汽车照明领域均经历了 LED 对传统照明方式的取代过程：（1）在照明市场中，LED 对传统照明灯具的替代最为完善的是通用照明领域，这一过程始于 2010 年前后，2015-2017 年迎来一轮快速渗透周期；（2）在汽车照明领域，LED 对卤素灯、氙灯的替代过程亦开始于 2010 年前后，2018 年，LED 车灯的渗透率已超过 35%。

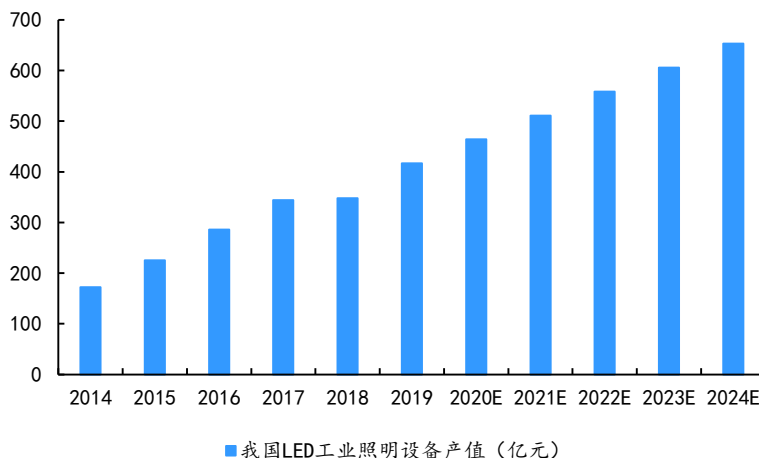
图表 21：中国 LED 通用照明领域渗透率



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋研究院整理

与通用照明和汽车照明类似，过往传统的特种照明行业中，凭借亮度高、可以照射到很远的地方、价格相对低廉等优点，氙灯是最为主流的光源。但与氙灯相比，LED 灯具备更多贴合特种照明应用环境诉求的优势：（1）照明后立即发出稳定的光线，并且几乎不发热；（2）颜色再现性也比氙气光高，在相同瓦数下会感觉更亮；（3）平均的使用寿命为 15 年，远高于传统光源的使用年限。因此，随着 LED 技术的不断成熟，代替传统氙灯光源成为较为明确的趋势，在石油、石化、医药等行业，选用的防爆灯具已逐渐转向 LED 防爆灯。国内几大设计院所，如中国石化工程建设公司、中国石油华东设计院、中国寰球工程公司等其现行设计的所用到的防爆灯具已大规模的选用了 LED 防爆灯。

图表 22：我国 LED 工业照明设备产值现状及前景预测



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋研究院整理

3、功能集成化照明成全新蓝海市场

5G 技术的发展，推动全球向着万物互联的时代迈进，在此机遇下，照明行业亦向着智能照明、以及数字化、智能化、功能集成化的照明时代进发。物联网一般被划分为四个层级：感知层，通讯层，平台层和应用层，其中，感知层正是照明设备可以充分发挥作用的一环，以智能城市为例，智能城市应用落地需要依托大量传感器收集数据，而照明设备则是这些传感器天然的载体之一，这也意味着，未来照明设备将不再是单一的产品，而是集成各类传感器、控制器、无线模块等电子零部件的智能终端，举例而言：

照明+环境监测：在相关路灯上设置监测设备或传感器，可以实现对天气和空气污染情况进行全方位监测，并将监测数据通过路灯上的显示媒介实时发布，以方便市民出行安排及采取适当的自我防护措施。

照明+交通管理：在路灯上集成监控摄像头，对交通流量、流速进行实时监控，有助于判断拥堵点、交通事故肇事等情况，采集到的信息还可通过音频和视频对外发布，便于出行者选择合适的路段，避免交通堵塞。

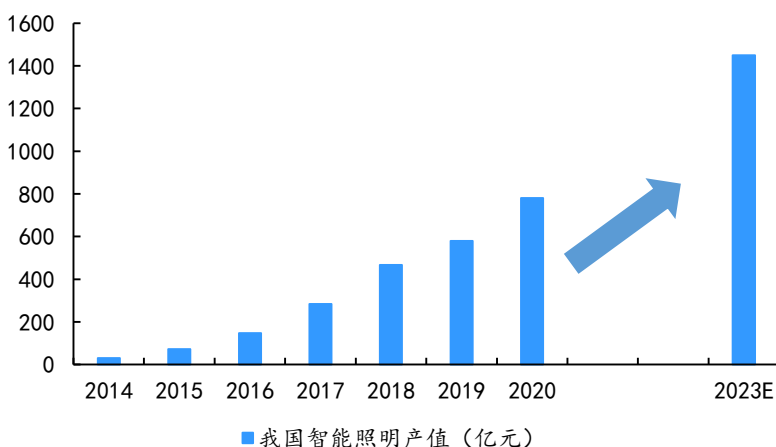
图表 23：智能路灯示意图



资料来源：搜狐，太平洋研究院整理

当然，除了智能城市之外，未来我国还将出现各类“智能工厂”、“智能矿山”、“智能车站”和“智能港口”等，这意味着，特殊环境照明领域亦将从单一的照明模式进入到功能集成化照明模式，在新基建“东风”推动下，智能照明有望开启加速腾飞模式。高工产研 LED 研究所数据显示，2020 年中国的智能照明产值规模已达到 780 亿元，同比增长 34.5%；预计到 2023 年，中国的智能照明产值规模将达到 1450 亿元，市场前景可期。

图表 24：我国智能照明产值规模及预测情况



资料来源：高工产研 LED 研究所，太平洋研究院整理

公司在功能集成化照明业务方面的布局领先行业：公司以工作照明灯具为联接管控对象，结合智能控制技术、无线传输技术，研发出多功能智能工作照明系统。智能照明

灯具系统可对作业环境中的灯具的照度调节、能效监测、故障告警、寿命预测、信息追溯等进行科学和系统的管理，并可对室内温度、有害气体等进行实施监控。未来我国智能照明的发展，将为公司的成长锦上添花，增添更强的动能。

图表 22：公司智能工作照明系统



资料来源：海洋王，太平洋研究院整理

4、盈利预测和投资建议：维持增持评级

公司内部管理的持续优化将带来盈利能力的不断提升，这是公司上市以来持续稳健成长的内在核心，亦将成为公司未来继续进步的重要依托，从行业层面看，十四五期间核心下游的资本支出将继续增长，特殊环境照明领域 LED 灯具的渗透将持续演进，公司主营产品的市场需求具备进一步提升的空间，而“数字化、智能化、功能集成化照明”的创新业务模式，则为公司未来的成长积蓄更强的弹性，预计 2021-2023 年的净利润分别为 3.96、5.05 和 6.69 亿，当前股价对应 PE 25.19、19.85 和 14.93 倍，维持增持评级。

5、风险提示

(1) 新业务模式推广受阻；(2) 行业竞争加剧导致盈利能力下滑；(3) 因为国内经济下滑导致明之辉无法完成承诺业绩，以及公司与明之辉的协同效应不及预期；(4) 新冠疫情反复导致国内宏观经济承压。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	574	694	1,168	1,307	1,855	营业收入	1,495	1,704	2,109	2,650	3,305
应收和预付款项	572	738	927	1,164	1,443	营业成本	448	650	794	992	1,230
存货	165	303	268	446	440	营业税金及附加	25	20	25	31	39
其他流动资产	612	594	596	594	616	销售费用	576	521	644	791	947
流动资产合计	1,922	2,330	2,959	3,512	4,354	管理费用	212	201	225	280	337
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	-3	-2	-17	-38	-53
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	-1	1.2	3.6	3.9
固定资产	408	391	328	262	196	投资收益	23	9	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动	6	19	6	2	2
无形资产	77	228	217	207	196	营业利润	292	390	484	632	845
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	0	-8	-1	8	7
其他非流动资产	31	388	268	327	227	利润总额	292	382	483	640	853
资产总计	2,438	3,337	3,772	4,307	4,973	所得税	35	47	60	80	106
短期借款	0	20	35	23	21	净利润	257	335	423	561	746
应付和预收款项	314	503	525	630	706	少数股东损益	0	34	27	58	78
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	257	301	396	503	669
其他负债	39	28	97	99	105						
负债合计	354	551	657	752	832						
股本	720	780	780	780	780	预测指标					
资本公积	56	320	320	320	320		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1,307	1,536	1,838	2,220	2,729	毛利率	70.02%	61.86%	62.35%	62.56%	62.78%
归母公司股东权益	2,084	2,636	2,938	3,320	3,829	销售净利率	17.22%	19.63%	20.07%	21.15%	22.58%
少数股东权益	0	150	177	235	313	销售收入增长率	19.26%	14.03%	23.75%	25.64%	24.72%
股东权益合计	2,084	2,787	3,115	3,555	4,141	EBIT 增长率	32.28%	29.55%	23.54%	32.55%	33.23%
负债和股东权益	2,438	3,337	3,772	4,307	4,973	净利润增长率	35.46%	30.02%	26.50%	32.45%	33.12%
						ROE	0.12	0.11	0.13	0.15	0.17
						ROA	0.12	0.11	0.12	0.14	0.16
						ROIC	0.26	0.33	0.24	0.33	0.37
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.33	0.39	0.51	0.64	0.86
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	PE (X)	38.79	33.19	25.19	19.85	14.93
经营性现金流	251	304	352	295	565	PB (X)	4.79	3.79	3.4	3.01	2.61
投资性现金流	-26	-243	182	-49	111	PS (X)	6.68	5.86	4.73	3.77	3.02
融资性现金流	-72	58	-60	-106	-128	EV/EBITDA (X)	25.18	22	16.1	12.46	9.11
现金增加额	155	116	474	139	548						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。