

2022 年 11 月 03 日

恒太照明：工业照明出口龙头，高天棚灯美国市场独揽四分之一份额

——北交所新股申购报告

北交所研究团队

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 工业照明出口龙头，2021 年营收 7.6 亿元，募投扩产一倍

江苏恒太照明成立于 2013 年 12 月，地处南通是一家专注于绿色环保、智能照明灯具的高新技术企业。主要销售市场在美国，为美国数十家知名企业提供 OEM 服务。2021 年工矿灯出口企业中，恒太照明出口份额排名第一；2021 年 Q1-Q3，美国单一市场占有 1/4 的市场份额。下属 3 家全资子公司分处内地、中国香港与境外，辅助公司主业发展，同时分散潜在的贸易摩擦风险，降低成本。2019-2021 年 LED 照明产品的销售收入分别为 50,974.92 万元、49,464.24 万元、76,321.53 万元。现有产能 500 万套 LED 照明灯具。募投项目通过购置设备等新增一倍产能，扩大生产规模；改造生产工序保障安全生产，提高生产效率与综合竞争力。

● 我国 LED 照明出口与美国市场增长显著，细分赛道具备成长性

LED 照明行业的经营模式主要包括 OEM、ODM 和 OBM 模式。2019-2021 年我国照明出口平均增长率 12.95%。其中 2021 年 LED 照明产品出口额 474.45 亿美元，屡次刷新照明行业出口的历史记录。2020 年美国 LED 照明市场规模达到 128.78 亿美元，预计 2025 年将达到 218.21 亿美元，市场空间广阔。2019-2021 年行业净利润平均 28,040.20 万元、29,469.06 万元、21,580.35 万元。

● 工业照明出口龙头，为客户提供定制的智能感应控制方案

恒太照明境内外的主要客户多为 LED 照明行业的知名企业，多数主要客户成立较早、市场地位领先。2021 年前三季度工矿灯出口额为 5.4 亿美元，同比增长达 63.9%。已获得 NOA 质量管理体系认证证书及 NOA 环境管理体系认证证书，持续推动公司产品通过美国及加拿大等国家的主流市场标准产品认证，为更好地开发北美市场及其他市场储备了技术能力。智能高天棚灯毛利率近 30% 高于同类及普通产品。

● 发行后 PE 17.3X 低于可比公司中值

选取得邦照明、立达信、佛山照明、阳光照明、三雄极光作为估值对比公司。截止 2022 年 10 月 26 日，可比公司市值均值 66 亿元，市盈率 TTM 中值 28.7X。本次发行方案中发行底价为 6.28 元/股，公司当前总股本为 19,800.38 万股，预计发行股数不超过 2,220.00 万股（未考虑超额配售选择权），按 2021 年的归母净利润计算，对应的发行后市盈率为 17.3X，低于可比公司。公司毛利率具备优势，高天棚灯产品处于市场领先地位，募投项目扩大一倍产能。

● 风险提示：出口业务风险、汇率变动风险、毛利率下滑的风险

相关研究报告

《“健康消费”趋势不减，筋膜枪厂商挖掘“手持消费”新场景—北交所行业主题报告》-2022.11.1

《IPO 跟踪（2022.10.22~10.28）：康比特北交所成功过会—北交所策略专题报告》-2022.10.30

《雅葆轩：专精电子装联 PCBA，汽车电子、消费电子、工控三大领域齐发展—北交所新股申购报告》-2022.10.27

目 录

1、 公司情况：照明业务结构稳定、境外子公司分散风险.....	4
1.1、 发展历程：2013 年成立，工矿灯出口美国 2021Q1-Q3 占 1/4 市场.....	4
1.2、 股权结构：控制权稳定，下设境外子公司对冲贸易摩擦风险.....	4
1.3、 主营业务：三类 LED 照明灯具形成稳定的营收与利润结构.....	6
1.4、 商业模式：马来恒太分担生产销售压力，2021 年产能饱和.....	9
1.5、 募投项目：聚焦主营，扩增一倍产量，降低生产风险.....	11
2、 行业情况：市场增长规模犹存，需优选细分赛道与出口地.....	12
2.1、 概念释义：工业照明进入门槛较高，三大经营模式概况生产厂商.....	12
2.2、 市场分析：我国 LED 照明出口与美国市场增长趋势卓著.....	13
2.3、 同行对比：可比公司营收净利润趋势承压，恒太照明逆势上扬.....	16
3、 公司看点：工业照明出口龙头，发行后估值 17X 较低.....	19
3.1、 客户优势：境外客户市场领先，工业照明 2021 年出口排名第一.....	19
3.2、 资质优势：技术扎实，推动公司通过如 UL、ETL 等多项北美认证.....	21
3.3、 估值对比：可比公司 PE TTM 中值 28.7X，公司发行 PE 17.3X	23
风险提示	23

图表目录

图 1： 成立于 2013 年，LED 灯具业务专注出口	4
图 2： 南通恒久、南通恒阳为李彭晴先生一致行动人，控股股东控制权稳定	5
图 3： 2019-2021 年主营业务突出，销售收入占比超 99%	8
图 4： 三类产品占约 45%、30%、20% 比例，结构稳定	8
图 5： 高天棚灯贡献毛利最大，2021 年超 8000 万元	8
图 6： 三类产品占约 45%、30%、20% 比例，结构稳定	10
图 7： 高天棚灯贡献毛利最大，2021 年超 8000 万元	10
图 8： 2019-2021 年母公司直接发货客户占比 94.16%、86.81%、75.79%，逐步降低	10
图 9： 产能产量近 3 年无变化，分别为 122/113/250 万套	11
图 10： 产能利用率 2021 年达到饱和	11
图 11： 智能灯具在原有 LED 节能基础上再可提升 30%-50%，具有发展潜力	13
图 12： 全球照明市场规模 2018 年 1,377.26 亿美元，预计 2025 年增至 1,493.51 亿美元	14
图 13： 2021 年我国照明行业出口同比增长达 24.50%，出口规模庞大	14
图 14： LED 灯具生产商一般通过中间品牌商/贸易商供给终端客户	15
图 15： 2018 年产值正式突破 7000 亿元，2021 年行业修复，实现正增长	15
图 16： 2020 年美国 LED 照明市场规模 128.78 亿美元，未来增长趋势明显	16
图 17： 2021 年我国 LED 照明出口北美、欧洲占 31.6%、29.1%，为前二大目的地	16
图 18： 2021 年营收平均 74,546.36 万元（单位：万元）	17
图 19： 恒太照明净利润逆势增长（单位：万元）	17
图 20： 2019-2021 年行业平均毛利率为 27.49%、27.12%、21.96%	18
图 21： 恒太照明销售费用率低于可比 2.11%-2.67%	18
图 22： 财务费用率与人民币对美元汇率趋势一致	18
图 23： 研发费用率 2019-2021 年行业平均 4%	19
图 24： 管理费用率 2019-2021 年行业平均 5%	19
图 25： 2021 年外销收入 73,352.76 万元，恢复良好	20

图 26: 2019-2021 年前五大客户收入集中度约 40%	20
图 27: 2021 年 Q1-Q3, 美国占工矿灯出口总额比重 37%, 处于领先	21
图 28: 2021 年 Q1-Q3, 工矿灯出口份额恒太照明排名第一	21
图 29: 2021 年智能高天棚灯收入初具规模 (单位: 万元)	22
图 30: 智能高天棚灯毛利率高于其他智能/普通产品	22
 表 1: 中国香港子公司协助销售, 马来西亚子公司协助生产	5
表 2: 公司主要生产的 LED 灯具细分为高天棚灯、线条灯、灯盘灯, 种类齐全	6
表 3: 三类产品应用场景覆盖工厂、仓库、生产车间、零售商超等工业与商业照明领域	7
表 4: 包含编组互联、人本照明等多场景智能控制方案一览, 体现智能性	9
表 5: 募集资金投入项目涵盖扩产、研发与生产技改, 均与主营业务密切相关	11
表 6: 可从产品、销售模式等属性解析同行业可比公司	17
表 7: 公司境外客户具备竞争力	19
表 8: 主要核心技术自主研发, 达到成熟应用阶段	22
表 9: 可比公司 PE TTM 中值 28.7X	23

1、公司情况：照明业务结构稳定、境外子公司分散风险

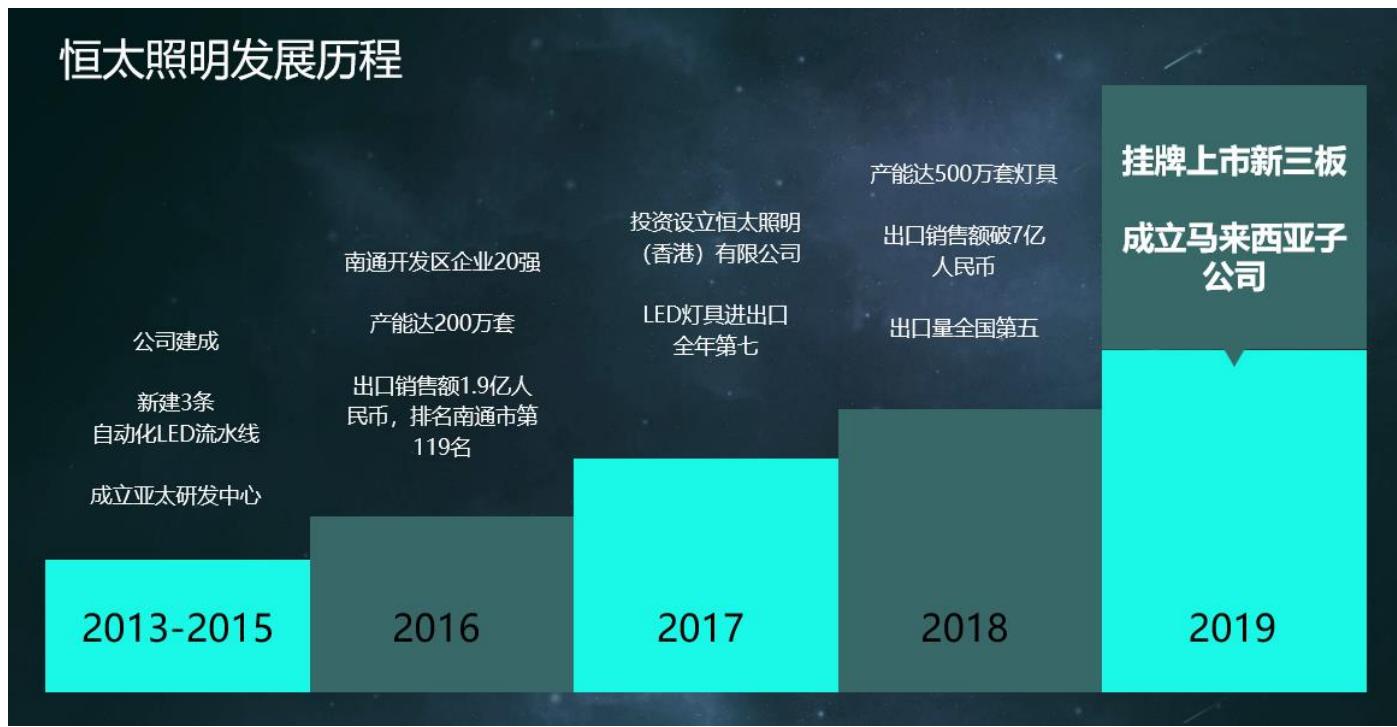
1.1、发展历程：2013年成立，工矿灯出口美国 2021Q1-Q3 占 1/4 市场

江苏恒太照明股份有限公司成立于 2013 年 12 月，地处南通，是一家专注于绿色环保、智能照明灯具的高新技术企业，主要从事工业照明和商业照明产品研发、制造、销售及服务。经过数年的发展，恒太照明已拥有员工近 400 名，厂房建筑面积达到 3.6 万平方米，致力于成为一流的工业和商业空间综合的照明解决方案提供商，为客户提供全方位的照明解决方案和专业服务。

公司的主要销售市场在美国，为美国数十家知名企业提供 OEM 服务。2021 年工矿灯出口企业中，恒太照明出口份额排名第一；2021 年 Q1-Q3，美国单一市场，公司占有 1/4 的市场份额（中国照明电器协会、招股说明书）。

作为高新技术企业，恒太照明注重技术创新和产品创新，具有自主创新能力，拥有自主知识产权，被南通市委和南通市人民政府认定为南通市工程技术研究中心、南通市优秀民营企业。自成立以来，秉承创新驱动发展的理念，始终专注技术创新、模式创新与推动科技成果转化，以期在行业中保持竞争地位。

图1：成立于 2013 年，LED 灯具业务专注出口



资料来源：公司官网、开源证券研究所

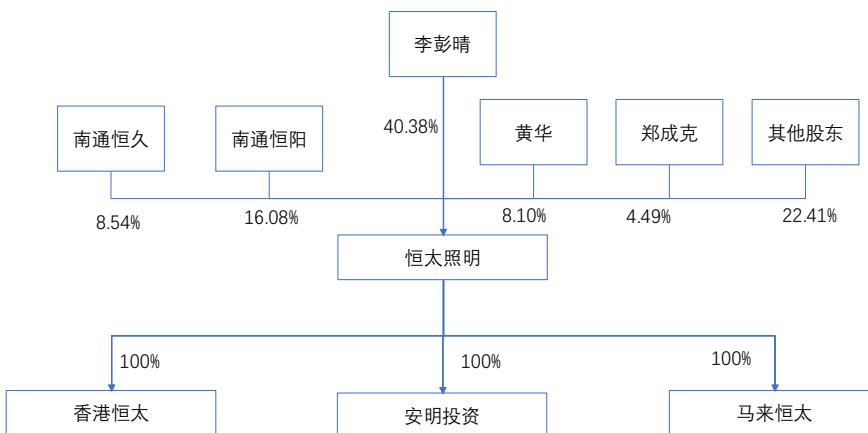
1.2、股权结构：控制权稳定，下设境外子公司对冲贸易摩擦风险

李彭晴，男，1984 年 8 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，在恒太照明担任董事长、总经理。

李彭晴先生直接持有发行人 79,962,861 股股份，占公司总股本的 40.38%，间接持有发行人 1,862,676 股股份，占公司总股本的 0.94%，合计持有发行人 41.32% 的股份为公司的控股股东、实际控制人。此外，南通恒阳、南通恒久为控股股东、

实际控制人的一致行动人，南通恒阳持有公司 31,830,701 股股份，占总股本的 16.08%；南通恒久持有公司 16,910,116 股股份，占总股本的 8.54%。

图2：南通恒久、南通恒阳为李彭晴先生一致行动人，控股股东控制权稳定



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

恒太照明共有 3 家全资子公司，分别为：江苏恒太照明（香港）有限公司、恒太照明（马来西亚）有限公司、江苏安明产业投资管理有限公司，安明投资同时持股无锡安特源科技股份有限公司 3.05%，共同辅助公司主业发展。

表1：中国香港子公司协助销售，马来西亚子公司协助生产

公司名称	注册资本	注册地	主营业务	与恒太照明业务关系
江苏恒太照明 (香港)有限公司	港币 780,000.00 元	中国香港	LED 灯具销售	母公司主营业务的组成部分
恒太照明 (马来西亚)有限公司	4,193,475 元林吉特币	马来西亚	生产灯具	母公司主营业务的组成部分
江苏安明产业投资管理 有限公司	1,000 万元人民币	江苏南通	对外投资	根据公司业务布局，在照明行业及相关领域 进行对外投资
无锡安特源科技 股份有限公司	1312.6263 万元人民币	江苏无锡	灯具及配件的设计、销售； LED 驱动电源的生产等	部分货物采购

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

中国香港恒太为境外销售服务平台，主要负责与客户进行沟通对接、订单下达及货款支付等；马来恒太为境外生产基地，主要负责 LED 照明灯具生产，公司在马来西亚设立子公司是长远规划与布局，近年来随着各国贸易摩擦愈发频繁，以及东南亚地区人工成本优势进一步凸显。在此趋势下于 2019 年在马来西亚设立子公司，基于行业和自身的长远规划与布局，有多重战略目的：(1) 利用马来西亚当地相对低廉的劳动力成本，有效实现增加产能、降低生产成本的目的；(2) 设立马来西亚子公司从事生产能够有效抵御中美贸易摩擦带来的可能不利影响，增强公司抗风险的能力。

实际操作过程中，由恒太照明、中国香港恒太分别与客户签订订单，部分订单由马来恒太进行生产加工，生产加工完成后按照客户的需求交付并实现最终销售。

1.3、主营业务：三类 LED 照明灯具形成稳定的营收与利润结构

公司主要产品为 LED (Lighting Emitting Diode) 照明即发光二极管照明，是一种半导体固体发光器件。业务覆盖工业照明和商业照明两类。

工业照明主要为高天棚灯（工矿灯）产品，指应用于工厂、仓库等生产作业区中使用的灯具的总称。

商业照明包括线条灯、灯盘灯。其中线条灯指外观形状为线条状的照明灯具；灯盘灯指将 LED 模组和驱动安装在灯盘外壳内的照明灯具。

表2：公司主要生产的 LED 灯具细分为高天棚灯、线条灯、灯盘灯，种类齐全

产品类别	产品类型	产品图例	产品介绍
工业照明	高天棚灯		<p>LED HIGH BAY (高天棚灯): 大功率，亮度高。 适用于工厂、电厂、钢厂、车间、仓库、体育馆等大型宽敞场所的照明灯具</p>
			<p>LED WRAP (封装灯): 亮度高。 主要适用于办公室等商用建筑内照明。</p>
			<p>LED VAPOR TIGHT (三防灯): 防水、防尘、防爆。 一般用于停车场、地下室等</p>
商业照明	线条灯		<p>LED LINEAR STRIP (线条灯): 细长型灯具。 结构简单，安装方便，适用于商场、过道、走廊等。</p>
			<p>LED STRIP RETROFIT KIT (改装套件灯): 改造式灯具。 多用于商场内。</p>
	灯盘灯		<p>LED TROFFER (嵌入式天花板灯): 嵌入式表面安装照明灯具。 采用高亮度 LED 作为光源，适用于办公室、会议室、医院等室内照明，可以直接替代原有的普通荧光灯，且其亮度更高</p>
			<p>LED TROFFER RETROFIT KIT (改装套件面板灯): 改造式灯具。 可以对传统荧光灯快速改装，通用性好，快速简单，多用于商场和办公场所。</p>

资料来源：公司官网、招股说明书

表3：三类产品应用场景覆盖工厂、仓库、生产车间、零售商超等工业与商业照明领域

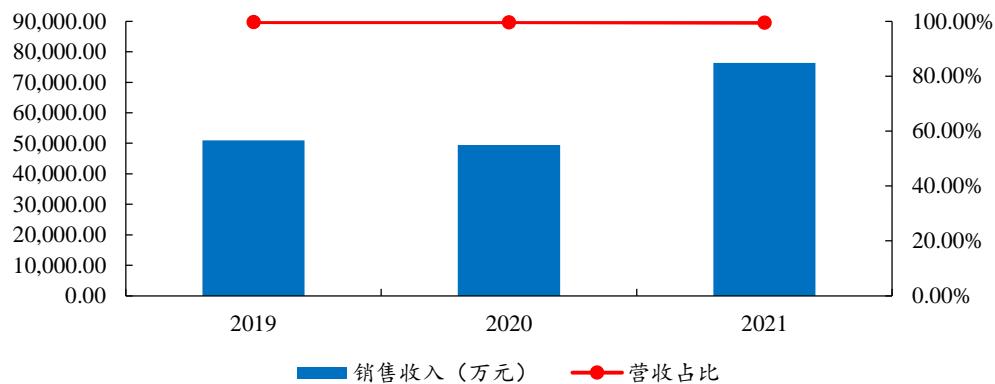
产品类型	应用场景
高天棚灯	 工厂  仓库
	 流水线车间  零售商超
线条灯	 仓库  生产车间  商场  零售商店
	 工作室  办公室  展示橱窗  陈列柜
灯盘灯	 TROFFER 
	 PANEL

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

经过多年的发展运营，恒太照明已经形成稳定的盈利，主要通过销售 LED 照明

产品获取收入和利润。2019年、2020年、2021年公司LED照明产品的销售收入分别为50,974.92万元、49,464.24万元、76,321.53万元，占营业收入的比重分别为99.70%、99.64%、99.50%，主营业务突出。

图3：2019-2021年主营业务突出，销售收入占比超99%

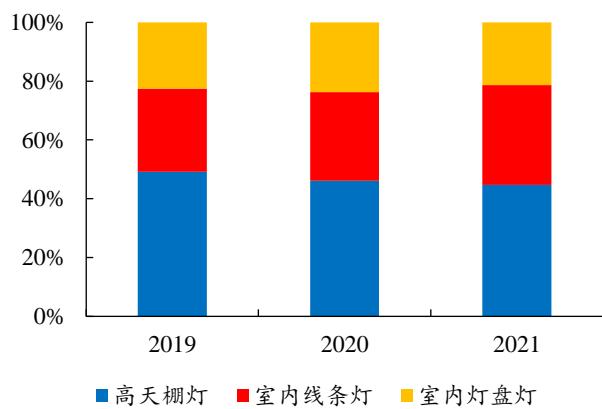


数据来源：Wind、开源证券研究所

2019-2021年各产品销售占比较为稳定，高天棚灯、线条灯、灯盘灯各占比约45%、30%、20%。2020年受疫情影响，总体销售收较上年略有减少，各产品销售收入同比变化不大；2021年全球疫情对消费端影响减弱，但由于生产尚未完全恢复，全球LED灯总产量下降，随着美国工矿灯、商用LED灯市场需求反弹，同时与主要客户具有的稳定良好的长期合作关系，全年订单量增长（恢复）有序进行，各产品线条销售均实现同比较大增幅。

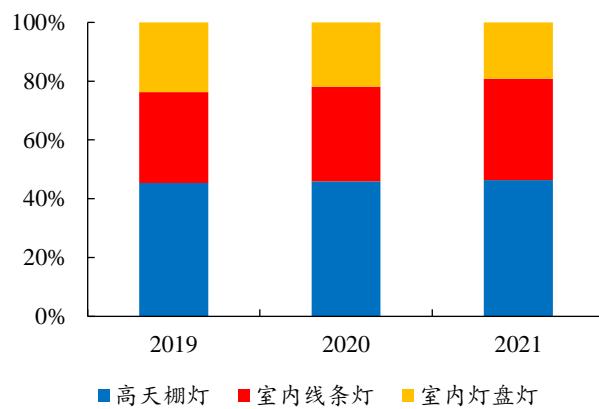
毛利率方面，主营业务毛利与主营业务营收占比结构相当，三种类型产品毛利率不存在明显差异，均约25%。

图4：三类产品占约45%、30%、20%比例，结构稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：高天棚灯贡献毛利最大，2021年超8000万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

恒太照明的LED灯具产品在功能实现方面，除普通照明功能外，还可为客户提供定制的智能感应控制方案。在智能灯具领域积极布局、整合优质资源，采用Zigbee、Wi-Fi、蓝牙、DALI等主流的物联网通讯技术，使得智能照明产品在LED照明产品基础上通过集成通信模块，实现远程控制、时序控制、场景配置、编组互联、节律照明、人本照明等多场景，根据空间、时间、日光、季节等因素智能控制照明灯具的色温、亮度以及灯具的开关，从而达到节能、舒适的使用体验。

表4：包含编组互联、人本照明等多场景智能控制方案一览，体现智能性

场景名称	智能控制方案介绍
远程控制	可通过 APP 远程智能控制 LED 照明产品
时序控制	可通过 APP 制定照明时间计划
场景配置	可通过 APP 制定不同场景的照明需求
编组互联	可通过 APP 对照明产品进行编组控制
节律照明	照明产品可根据季节变化调整照明方案
人本照明	照明产品可根据对时间及空间的探测，为使用者提供更舒适的照明体验，如色温、亮度等

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

1.4、商业模式：马来恒太分担生产销售压力，2021年产能饱和

定价模式：恒太照明产品总体定价结合了成本与目标毛利，最终报价计算在原材料、加工成本和人力成本等基础上加成一定比例的利润。议价能力由公司根据产品市场竞争状况、客户品牌知名度、订单规模等因素综合评定。随着产品成本因材料价格变动、汇率变动、人工成本变动而发生变更，公司会对最新底价进行重新核定，保持一定毛利。

销售模式：直销模式。不直接向终端用户销售，而是将产品提供给 LED 灯具品牌商/贸易商，出于以下考量：

第一，公司已申请“恒太照明”商标，逐步加强自有品牌建设及市场认可度，但由于目前公司自主品牌的影响力较小，公司仅对 LED 灯具进行设计和生产，灯具所贴品牌为公司客户指定的品牌。

第二，为节省市场开拓成本，迅速扩大客户群体，提升影响力。海外市场区域分散，公司构建营销网络成本高、风险大，通过 ODM 模式（销售自主设计加工的产品，贴客户指定的品牌）来获得批量订单、增加生产、积累技术经验以及了解终端客户的需求，能够进一步增强市场影响力。

第三，充分发挥公司的研发、制造优势、ODM 客户的销售渠道和品牌优势，提升盈利能力。客户为降低生产成本、加快产品的生产交货周期，以及弥补其产品制造技术能力的不足，将其产品以 ODM 的方式进行生产。而公司具备按照客户的要求或自有标准设计生产产品的能力，双方优势互补，提升产品的整体竞争优势，达到双赢的效果。

此模式一方面是基于自身情况快速扩张的需要，另一方面是与客户优势互补，双向选择的结果，符合正常的商业逻辑。

母公司与中国香港、马来西亚子公司的业务协同，共同造就了恒太照明四种细分销售模式：

第一种，客户向母公司下达采购订单，母公司直接发货给客户并收款；

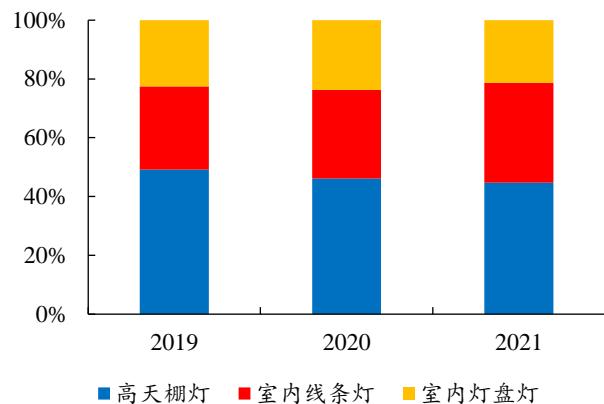
第二种，客户向中国香港恒太下达采购订单，母公司直接发货至客户，中国香港恒太负责销售并向客户收款；

第三种，客户向中国香港恒太下达采购订单，母公司发货至马来进行加工后，货物由马来发货至客户，中国香港恒太负责销售并向客户收款；

第四种，客户向马来恒太下达采购订单，母公司发货至马来恒太进行加工后，由马来恒太对外销售，货物由马来恒太发货至客户并收款。

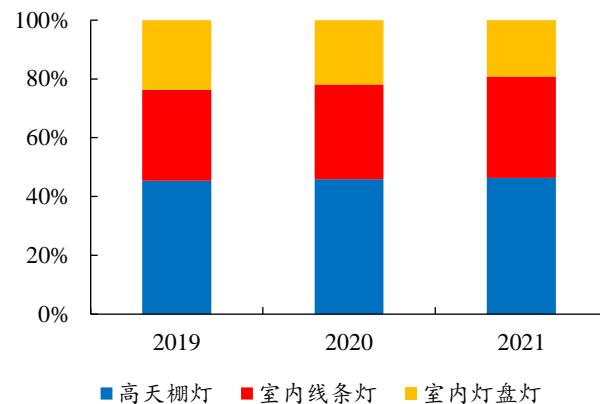
母公司为主要生产经营场所，2019-2021 年通过母公司直接发货至客户的销售收入占比分别为 94.16%、86.81%、75.79%，随着 2020 年 8 月马来恒太的投产，江苏恒太直接发货至客户的销售收入占比逐步降低。

图6：三类产品占约 45%、30%、20%比例，结构稳定



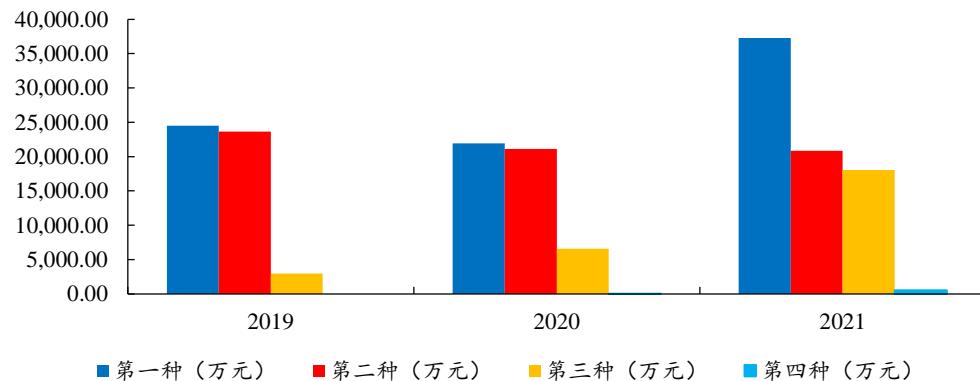
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：高天棚灯贡献毛利最大，2021 年超 8000 万元



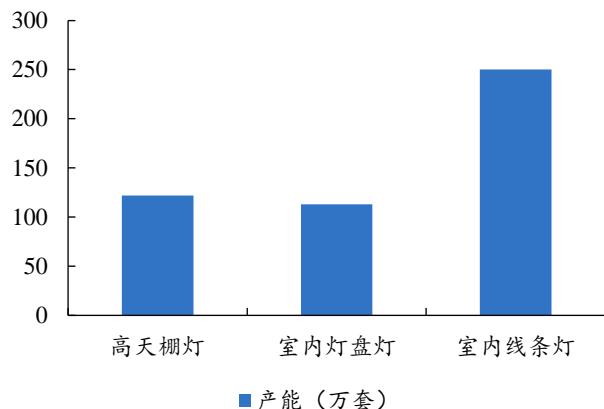
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2019-2021 年母公司直接发货客户占比 94.16%、86.81%、75.79%，逐步降低

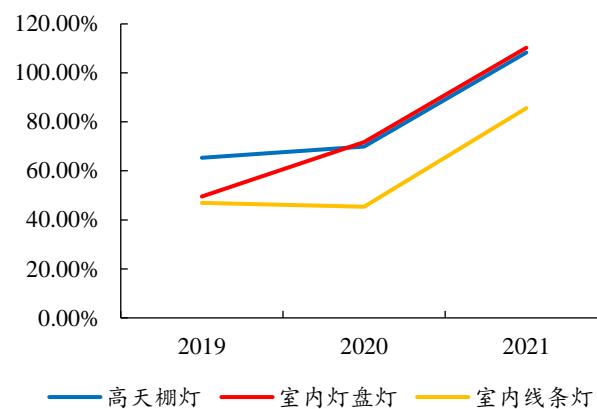


数据来源：Wind、开源证券研究所

生产模式：公司采取“以销定产”的生产模式，即根据销售订单进行生产。除直接生产外，基于生产设备资金投入及生产效率的原因，公司在 SMT 贴片工序、组装工序采取了外协加工方式生产。

图9：产品产能近3年无变化，分别为122/113/250万套


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：产能利用率2021年达到饱和


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、募投项目：聚焦主营，扩增一倍产量，降低生产风险

本次募集资金将全部用于公司主营业务相关投资项目：

表5：募集资金投入项目涵盖扩产、研发与生产技改，均与主营业务密切相关

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金	项目建设期
1	年产 500 万套 LED 照明灯具项目	15,705.50	15,705.50	24 个月
2	研发中心升级项目	2,100.00	2,100.00	12 个月
3	智能化生产设备技改项目	2,114.30	2,114.30	12 个月

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

(1) 年产 500 万套 LED 照明灯具项目

随着国外订单的增多，以及国内市场的逐步增长，如不能及时扩大生产规模，提高产能，形成整体规模效益，提供具有高性价比和高品质的产品，未来可能会在行业竞争中错失良好的发展机会。

恒太照明现有产能 500 万套 LED 照明灯具。该项目通过建设生产厂房及智能立体仓库，购置装配输送线、防静电工作台、智能检测老化线、半自动螺丝机等生产设备，以及智能立体仓库所需货架、堆垛机、输送机、移载机等设备，建成后将新增年产 500 万套 LED 照明灯具。项目的实施将扩大公司的生产规模，有利于提高公司产品的生产效率，提升公司仓储供应链能力，进而增强公司的综合竞争力。

(2) 研发中心升级项目

公司目前客户主要集中在北美的工业照明和商业照明领域，国外客户对产品的环保、节能等产品特性要求严格，产品要达到 UL、FCC、DLC 等国际认证才能进入客户的采购名录。同时，随着客户类型的多样化，对产品的性能、外观要求不断发生变化，需要提前对相关产品进行研发，加强 IOT 智能互联、植物灯、UV 灯具等产品的研发，必须密切关注客户的需求变化趋势，进一步提升新产品开发设计实力，满足不同需求端快速更新迭代的市场需求。

此项目计划通过购置研发设备，招聘核心技术研发人员，打造优秀的研发技术团队。主要研发内容包括：高校光电学院战略合作、LED 植物灯和 UV 灯具的开

发、LED 产品研发中心、IOT 智能互联 LED 照明系统等。通过项目实施，进一步增强公司在 LED 照明灯具行业的技术研发实力，为公司的可持续发展奠定坚实的技术基础。

(3) 智能化生产设备技改项目

公司生产部分工序如冲制车间的冲压、折弯和压弯工序，基于安全考虑和生产效率因素，计划通过购置机械手，代替目前由人工操作且安全系数较低的生产工序，不但可以提高生产效率，更重要的是可以解决安全生产问题，满足国外客户对生产安全和品质控制的要求，提升客户满意度。

通过对冲制车间生产线进行设备技术改造，购置冲床、折弯机、压弯机、机械手、送料平台、伺服送料机等生产设备，进一步提升公司的生产设备技术水平，提高生产效率，降低人工成本。

2、行业情况：市场增长规模犹存，需优选细分赛道与出口地

2.1、概念释义：工业照明进入门槛较高，三大经营模式概况生产厂商

#LED

LED (Lighting Emitting Diode) 照明即发光二极管照明，是一种半导体固体发光器件。其利用固体半导体芯片作为发光材料，在半导体中通过载流子发生复合放出过剩的能量而引起光子发射，直接发出红、黄、蓝、绿色的光，在此基础上，利用三基色原理，添加荧光粉，可以发出红、黄、蓝、绿、青、橙、紫、白色等任意颜色的光。

LED 具有电光转化效率高、绿色环保、使用寿命长、工作电压低、反复开关无损寿命、体积小、发热少、亮度高、坚固耐用、易于调光、色彩多样、光束集中稳定、启动无延时等优势，可以广泛应用于各种指示、显示、装饰、背光源、通用照明等领域。LED 灯具就是利用 LED 作为光源制造出来的照明器具。

#工业照明

工业照明主要应用于工业厂区、仓库、车间等大型应用场所，下游应用涵盖钢铁、电力、化工和建材等多门类行业，工业环境复杂，需在高低温、强腐蚀、强冲击、电磁干扰等环境下提供稳定照明，且对精细作业需具备更高的光品质、视觉舒适性，同时基于减排指标对散热、节能技术要求更高，进入门槛较高。从行业发展的趋势来看，LED 替换进程较晚，当前 LED 照明市场工业领域渗透率较低。工业照明主要产品包含工矿灯、泛光灯和路灯等。

#工矿灯

工矿灯属于工业照明产品，主要产品类型为高天棚灯(LED HIGH BAY)，产品特征为大功率、亮度高。适用于工厂、电厂、钢厂、车间、仓库、体育馆等大型宽敞场所的照明灯具。

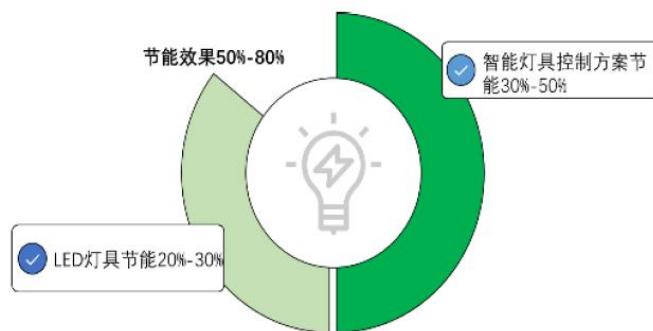
#智能照明

智能照明产品较非智能照明产品在原材料上的差异主要为智能照明产品增加了感应器，以完成对照明产品的智能控制。随着互联网、物联网、云计算等新一代信

信息技术的广泛应用，以及人类对便捷生活的不断追求，智能照明发展成为趋势，应用于智能家居乃至智慧城市，其理念推动了 LED 照明行业向前发展。

由于感应器的价格较高，使智能产品的单位成本和销售价格均高于同类非智能产品。而由于感应器价格的波动性，使产品毛利率波动较大。

图11：智能灯具在原有 LED 节能基础上再可提升 30%-50%，具有发展潜力



资料来源：招股说明书

#OEM、ODM、OBM 三大经营模式

目前，LED 照明行业的经营模式主要包括 OEM、ODM 和 OBM 模式。

OEM 模式 (Original Equipment Manufacturer, 原始设备制造商模式)，即受托厂商按来样厂商之需求与授权，按照厂家特定的条件而生的一种代工生产方式。该模式中，品牌生产者不直接生产产品，而是利用自己掌握的关键的核心技术负责设计和开发新产品，控制销售渠道，具体的加工任务通过合同订购的方式委托其他厂家生产。

ODM 模式 (Original Design Manufacturer, 原始设计制造商模式)，即 LED 照明生产商主要完成产品开发和设计，并根据客户订单进行产品生产，客户利用自身品牌和销售渠道进行产品销售。

OBM 模式 (Original Brand Manufacturer, 自主品牌制造商模式)，即生产商自主设计、开发产品，并以自主品牌进行销售。OBM 模式要求生产商除拥有研发设计能力和生产制造能力外，还要拥有较强的品牌号召力和渠道网络。

2.2、市场分析：我国 LED 照明出口与美国市场增长趋势卓著

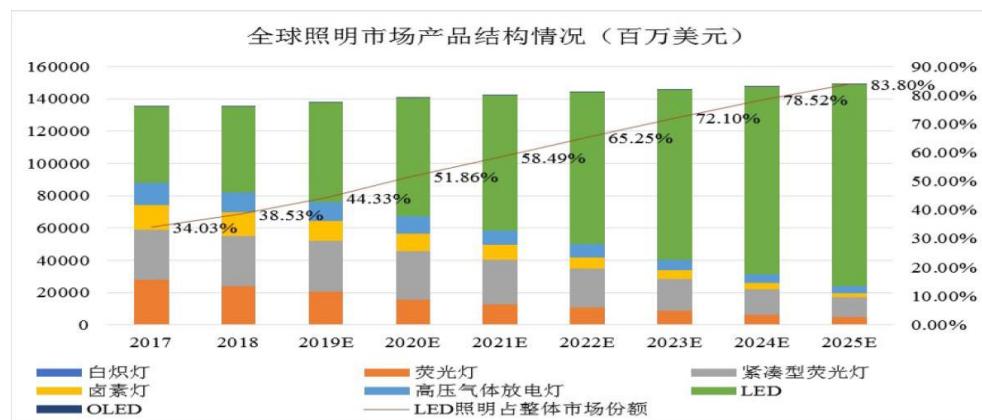
目前，照明行业按照发光机制，主要的电光源可以分为热辐射光源、气体放电光源以及半导体光源三大类。其中，热辐射光源主要包括传统白炽灯及卤素灯，气体放电光源主要包括传统荧光灯、紧凑型荧光灯（节能灯）和高压气体放电灯等，半导体光源则主要以 LED 灯为主。HIS 数据显示，全球照明市场规模预计由 2018 年的 1,377.26 亿美元增至 2025 年的 1,493.51 亿美元，期间年复合增速为 1.16%。

为提高能效、保护环境、应对全球气候变化，作为新型高效节能照明产品，LED 照明产品是世界各国节能照明重点推广产品，世界各国已陆续明确了淘汰白炽灯的时间表。其中，欧盟、澳大利亚、日本、美国等国家/地区淘汰计划启动相对较早，并相继推出国家半导体照明计划，加大研究开发和扶持力度。中国国家发改委也于 2011 年发布白炽灯淘汰路线图。

近年来，LED 照明产品渗透率不断提升，已逐渐成为目前主要的通用照明品

类，预计将由 2018 年的 530.66 亿美元增至 2025 年的 1,251.50 亿美元，年复合增长率为 13.04%，远高于全球照明整体市场的增速水平，2025 年将占据全球整体照明市场 83.80% 的份额。

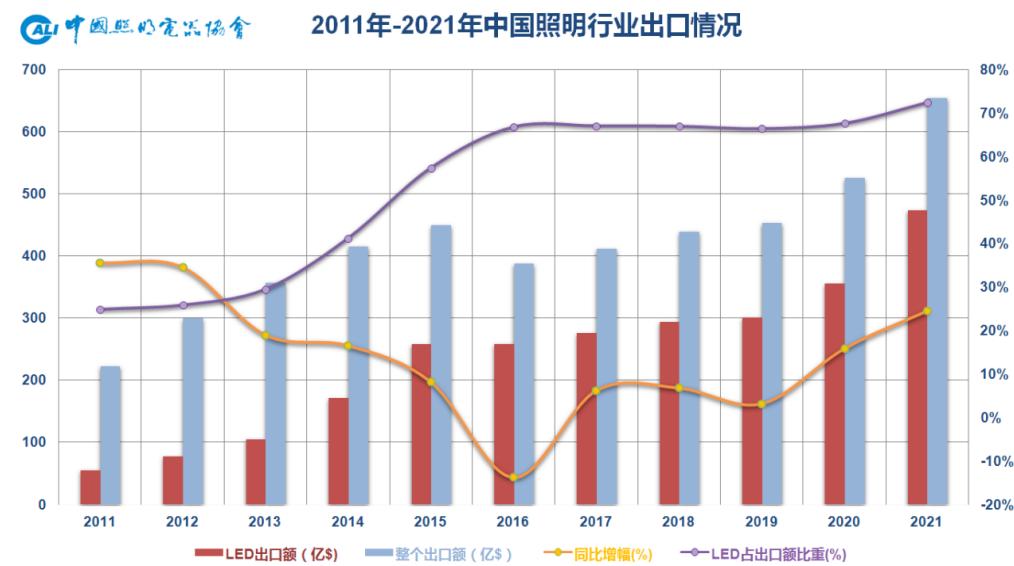
图12：全球照明市场规模 2018 年 1,377.26 亿美元，预计 2025 年增至 1,493.51 亿美元



数据来源：招股说明书、HIS

2021 年我国照明行业共完成出口总额 654.70 亿美元，同比增长达 24.50%，比 2019 年增长 44.09%，两年平均增长率 12.95%。其中 LED 照明产品出口额 474.45 亿美元，同比增长达 33.33%，比 2019 年增长 57.33%，两年平均增长率 16.31%。占出口总额比重也从 10 年前的 25% 提升至目前的逾 70%。照明产品出口总额和 LED 照明产品出口额继 2020 年之后再度刷新了照明行业出口的历史记录。

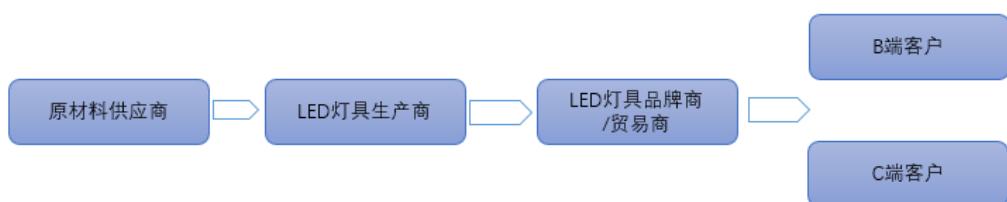
图13：2021 年我国照明行业出口同比增长达 24.50%，出口规模庞大



数据来源：招股说明书、中国照明电器协会

LED 灯具产业链上游由原材料供应商组成，公司处于产业链中游，为 LED 灯具生产商，一般需通过 LED 灯具品牌商/贸易商触达终端客户，包含 B 端如渠道商、工程商、电商等企业用户商家与 C 端个人消费者。

图14：LED 灯具生产商一般通过中间品牌商/贸易商供给终端客户

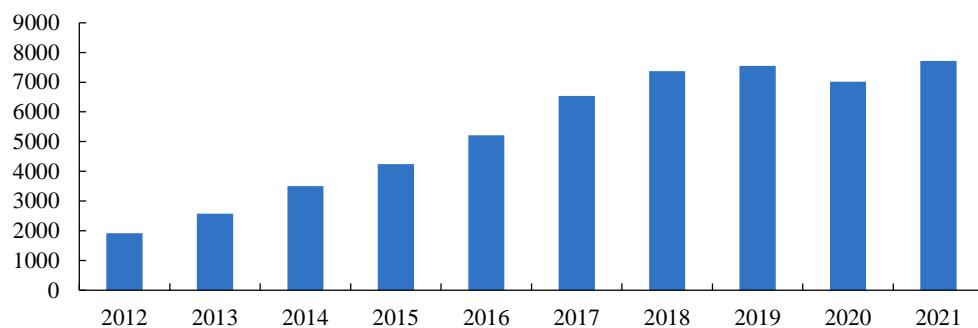


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

我国 LED 照明总产值从 2012 年 1,920 亿元增长至 2021 年的 7,713 亿元，实现快速增长。2020 年产值出现一定下滑，主要系国内外宏观经济下调。2021 年度 LED 照明行业整体回温，实现正增长。

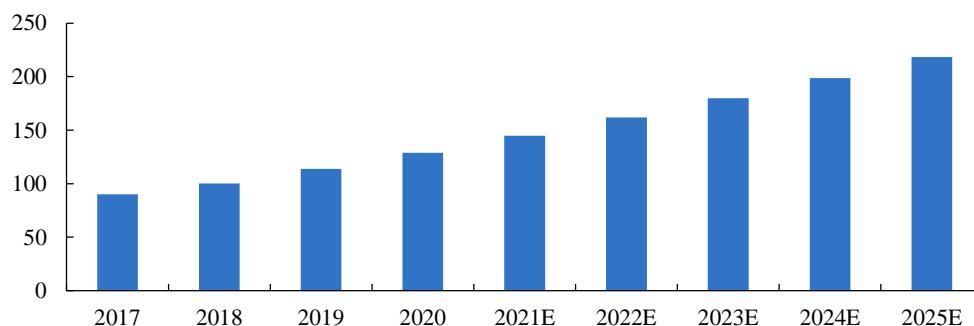
图15：2018 年产值正式突破 7000 亿元，2021 年行业修复，实现正增长

2012-2021年我国LED照明产值（亿元）



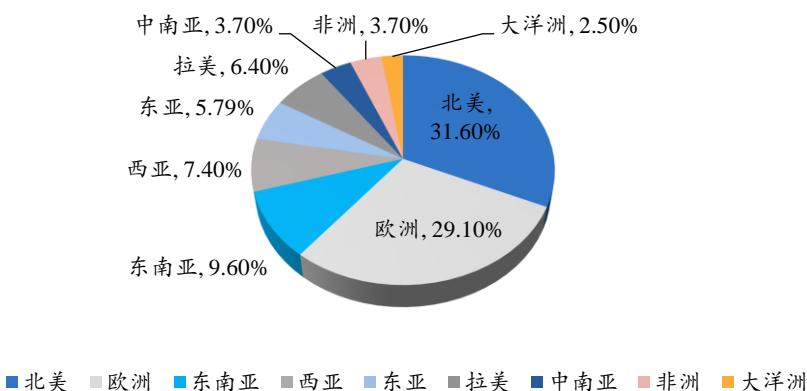
数据来源：Wind、CSA Research、开源证券研究所

以美国为代表的北美地区照明产业历史悠久，具备众多知名品牌商，在 LED 照明产业链上主要侧重于渠道建设、品牌运营，具备领先优势。根据 MarkNtelAdvisors 数据显示，2020 年美国 LED 照明市场规模达到 128.78 亿美元，预计 2025 年将达到 218.21 亿美元，市场空间广阔。

图16：2020年美国LED照明市场规模128.78亿美元，未来增长趋势明显
2017-2025年美国LED照明市场规模及预测（亿美元）


数据来源：Wind、CSA Research、开源证券研究所

基于上述渠道和品牌优势，北美地区照明厂商一般通过ODM、OEM等模式向我国企业采购LED照明产品，进行全球化布局。2021年北美地区占我国LED照明产品出口总额的占比为31.6%，为我国LED照明产品最大的出口目的地，美国也是我国最大体量的单一照明产品外销市场，出口额超过100亿美元。

图17：2021年我国LED照明出口北美、欧洲占31.6%、29.1%，为前二大目的地


数据来源：中国照明电器协会、开源证券研究所

2.3、同行对比：可比公司营收净利润趋势承压，恒太照明逆势上扬

行业内国外企业主要为昕诺飞与欧司朗。

#昕诺飞

昕诺飞前身为飞利浦照明，是飞利浦公司旗下从事照明业务子公司，创立于1891年。2016年5月阿姆斯特丹泛欧交易所挂牌上市，2018年更名为昕诺飞。目前，昕诺飞旗下拥有众多不同照明领域的子品牌，形成了以专业照明（包括商业照明、工业照明、传统照明、照明电子和控制等）和家居照明为主的照明产品体系。2019年昕诺飞营业收入为62.47亿欧元，2020年营业收入为65.02亿欧元，2021全年实现销售额68.6亿欧元，其主要销售市场为欧洲和美洲。

#欧司朗

欧司朗成立于1919年，总部设于德国慕尼黑，于2012年在法兰克福和慕尼黑

证券交易所上市。目前主要产品包括 LED 照明光源、LED 通用照明和特殊照明灯具及照明系统解决方案，主要应用于商业照明、工业照明、汽车照明等领域。2019 年欧司朗营业收入为 34.64 亿欧元，2020 年营业收入为 30.39 亿欧元，2021 年营业收入为 43.76 亿欧元。其主要销售市场为美国、中国和德国。

同行国内可比公司主要按产品、销售方式、销售区域和销售模式进行区分。联域光电销售模式和恒太照明基本一致，以 ODM 为主，三雄极光和佛山照明以自有品牌为主且主要为国内销售，阳光照明销售模式为 OEM 和自主品牌 OBM，其他公司主要以 ODM 海外销售为主，同时兼有自主品牌销售，与公司类似。

表6：可从产品、销售模式等属性解析同行业可比公司

可比公司	主要产品	销售方式	主要销售区域	销售模式
三雄极光	照明灯具、照明控制及其他	经销为主	内销	自有品牌为主
立达信	LED 照明产品（占比超 70%）、IoT 产品	直销为主	外销	ODM 为主、自主品牌经销和自主品牌直销
佛山照明	LED 产品（占比超 75%）、传统照明产品、电工产品	经销为主	内销	自有品牌为主
得邦照明	节能灯、LED 灯具/灯泡、工程施工、工程塑料	直销为主	外销	ODM 为主，兼有自有品牌经销业务
阳光照明	LED 光源产品及 LED 灯源产品	直销为主	外销	OEM 和自主品牌 OBM
民爆光电	LED 灯具及配件	直销为主	外销	ODM 为主，自有品牌 OBM
联域光电	LED 灯具、LED 光源和相关配件	直销为主	外销	ODM 为主
恒太照明	LED 灯具	直销为主	外销	基本均为 ODM

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

营收与净利润：2019-2021 年行业营收平均 315,144.36 万元、321,771.45 万元、374,546.36 万元，恒太照明为 51,129.60 万元、49,644.3 万元、76,708.88 万元。2021 年行业归母净利润平均 21,580.35 万元，恒太照明 7,985.10 万元。2019 年以来行业净利润趋势下滑，但恒太照明快速地从疫情和贸易摩擦中恢复，利润上行。由于公司在工业照明领域和商业照明领域起步相对较晚，发展时间较短，目前仍处于业务快速发展阶段，与同行业可比公司相比，收入和利润规模相对较小。

图18：2021 年营收平均 74,546.36 万元（单位：万元）

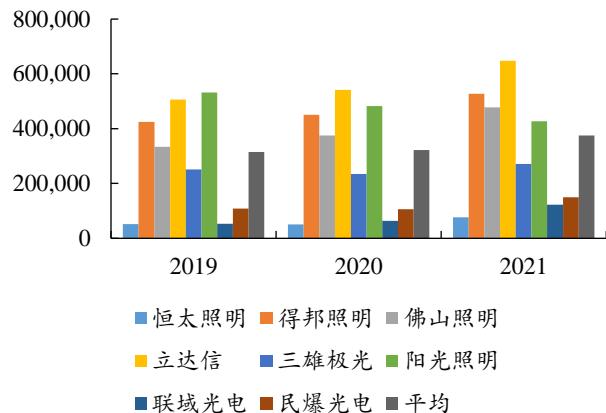
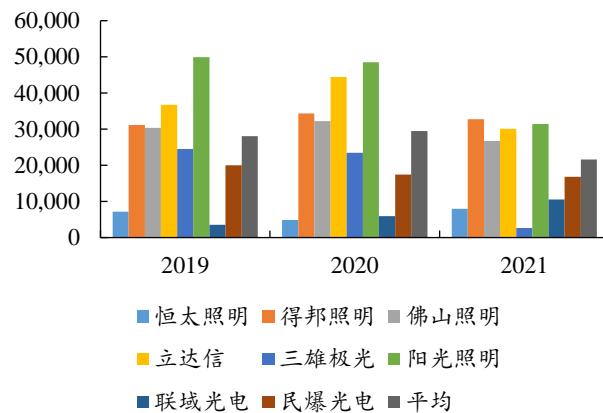


图19：恒太照明净利润逆势增长（单位：万元）

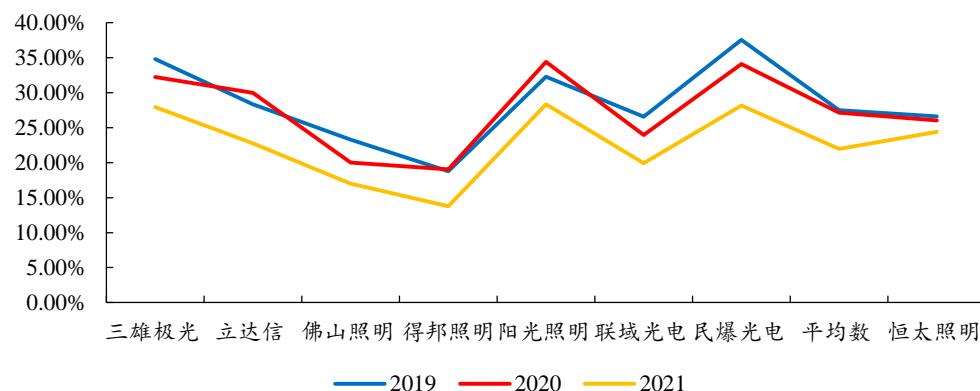


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率：2019-2021 年，各同行业可比上市公司平均毛利率水平差异较小，但不同公司间存在一定的差异，归因于产品结构。

图20：2019-2021年行业平均毛利率为27.49%、27.12%、21.96%



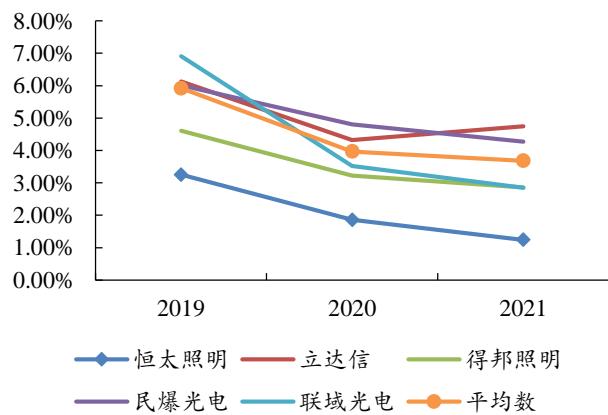
数据来源：Wind、开源证券研究所

销售费用率：2019-2021年可比公司均值分别为5.92%、3.97%、3.68%，恒太照明销售费用率低于同行业可比公司2.11%-2.67%，主要由于销售模式、经营业务、销售区域集中度和售后维护方式方面的影响有一定的差异：①销售模式方面。公司基本采用ODM模式，而可比公司大多为ODM模式为主，兼有自主品牌，ODM模式业务推广和广告主要由客户负责，自主品牌的销售需要较多的销售人员、业务推广等费用；②恒太照明销售区域集中在北美销售占比为85%以上，销售区域集中，同行业可比公司除联域光电2021年北美销售占比达86%以外，其他在北美市场销售占比低于50%，公司销售区域的集中使得销售维护人员较少；③主要经营的工业照明领域出现售后问题直接进行质量扣款冲减销售收入，户外照明等领域销售费用较高。

财务费用率：受汇兑损益影响，同行业可比公司中，不同公司间受外汇汇率影响程度及自身债务结构差异较大，因此财务费用率均存在较大差异。恒太照明财务费用率变动情况与人民币对美元汇率趋势一致。

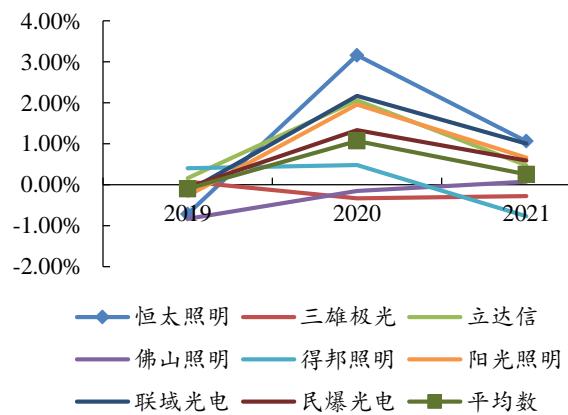
此外，管理费用率与研发费用率同行业差异不大。

图21：恒太照明销售费用率低于可比2.11%-2.67%

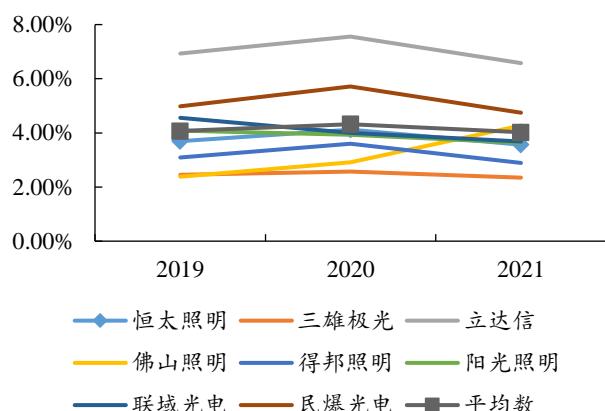


数据来源：Wind、开源证券研究所

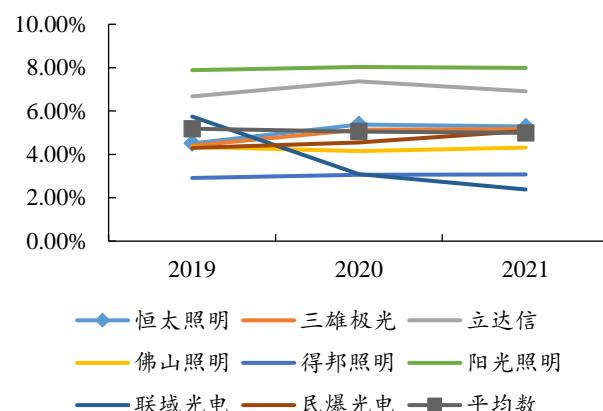
图22：财务费用率与人民币对美元汇率趋势一致



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：研发费用率 2019-2021 年行业平均 4%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：管理费用率 2019-2021 年行业平均 5%


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、公司看点：工业照明出口龙头，发行后估值 17X 较低

3.1、客户优势：境外客户市场领先，工业照明 2021 年出口排名第一

恒太照明境内外的主要客户多为 LED 照明行业的知名企业，多数主要客户成立较早、市场地位领先。在激烈的市场竞争中，作为行业领先者更容易保持营业规模的稳定，且由于主要客户的品牌优势和渠道优势，营业收入更容易获得高于行业平均水平的增长率，因此订单需求也更为持续和稳定，与这些客户的合作具有可持续性。同时，主要客户对供应商的选择需经过多重筛选标准，十分严格，为保持产品质量的稳定性，在长期合作过程中不会轻易更换供应商，为公司的稳定持续发展奠定坚实的基础。

经过多年发展，公司承接的北美地区海外市场业务，在产品开发设计能力、生产能力和产品可靠性等方面得到了客户一定认可。在保持与核心大客户长期稳定合作的同时，建立了与其他大型企业良好的信息沟通机制，存在新客户主动联络公司建立商业合作的情形，接受意向企业的资质认证和产品检验，不断开发新的市场资源。

表7：公司境外客户具备竞争力

客户名称	产品品牌	经营情况	公司行业地位
BEST LIGHTING PRODUCTS INC.		2019- 2021 年销售 收入分别为 147,000,000 美元、 113,000,000 美元、 115,000,000 美元	成立于 1997 年，公司主营业务为销售商业、工业照明产品。提供应急照明产品、应急镇流器和嵌入式照明产品及附件，例如泡沫防护罩、电线防护罩、远程灯头和改装套件等。公司总部位于美国俄亥俄州帕塔斯卡拉，是美国最大的应急照明产品供应商。
EIKO GLOBAL, LLC		2019-2021 年销售 收入分别为 84,000,000 美元、 78,000,000 美元、 73,000,000 美元	成立于 1978 年，是美国注册的中大型企业。EIKO 在美国、加拿大、欧洲和亚太地区设有办事处。40 多年来，公司通过提供高质量照明产品组合来满足各种细分市场中最终用户的照明需求。2021 年 10 月 7 日，EIKO GLOBAL 宣布将通过收购 Premise LED Inc 实现扩张。Premise LED Inc 是一家总部位于加拿大的照明制造商和市场领导者，致力于提供高质量的节能照明产品以及无与伦比的客户服务。EIKO 和 Premise LED 结合后，将更好地服务于加拿大的工业和商业改造和翻新市场。

客户名称	产品品牌	经营情况	公司行业地位
KEYSTONE TECHNOLOGIES, LLC	 KEYSTONE SINCE 1945 LIGHT MADE EASY®	2019-2021 年销售 收入分别为 300,000,000 美元、 250,000,000 美元、 350,000,000 美元	自 1945 年以来, Keystone 一直为行业领先的照明灯具制造商和批发分销商制造质量驱动的照明解决方案。Keystone 提供完整的照明产品目录, 包括以下产品线: LED 灯管和灯具、LED 灯具、商业和住宅 LED 灯泡、LED 改造套件、应急 LED 系统、荧光灯、HID 和 UV 镇流器、变压器和传感器。Keystone 在美国各地的 20 多个运营中心开展业务。
MAXLITE, INC	 MaxLite® A NEW WAVE OF LIGHT	2019-2021 年销售 收入分别为 205,000,000 美元、 200,000,000 美元、 210,000,000 美元	成立于 1993 年, MAXLITE 是业内率先进入 LED 技术领域的先行者之一, 提供了众多优质的、经过认证的室内和室外 LED 灯具和灯具。MAXLITE 因其行业领导地位, 五次获得能源之星年度合作伙伴奖, 凭借其位于新泽西州、印第安纳州和加利福尼亚州的团队和设施的创新研发能力, 继续走在全球范围内节能技术的前沿。MAXLITE 是全国少数民族供应商多元化委员会(NATIONAL MINORITY SUPPLIER DIVERSITY COUNCIL) 认证的全国少数民族企业(MBE)。
NICOR, INC		2019-2021 年销售 收入均超 100,000,000 美元	Nicor Inc 成立于 1982 年, 现已从一家经济实惠的吊扇公司发展成为一家固态 LED 照明供应商。自 2012 年以来, NICOR 通过推出 LED 产品, 销售额共增长了 296%。产品范围从住宅和商业到户外和危险场所照明。

资料来源: 公司公告、各公司官网、中国出口信用保险公司报告、开源证券研究所

恒太照明外销收入占比 95% 以上, 境外客户遍布美国、加拿大、韩国、中国香港等全球多个国家和地区, 其中美国是公司主要销售地区, 2019 年、2020 年、2021 年销售收入占比分别为 86.63%、85.25%、85.41%。2021 年度销售金额增长较大, 体现了良好的疫情后业务恢复态势。

2019-2021 年, 公司前五大客户销售收入占营业收入的比例分别为 42.52%、33.74% 和 42.91%, 集中度较高, 有助于减少维护客户关系的支出费用。

图25: 2021年外销收入 73,352.76 万元, 恢复良好

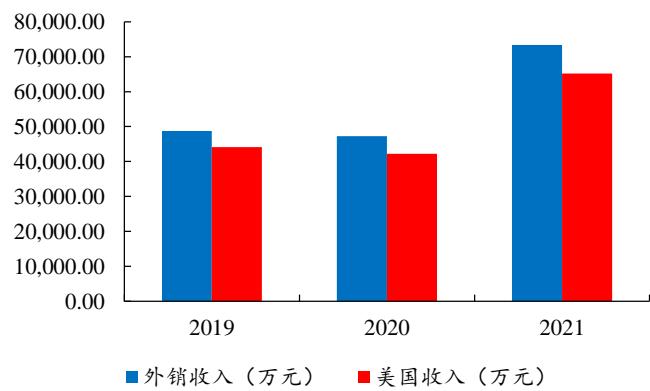
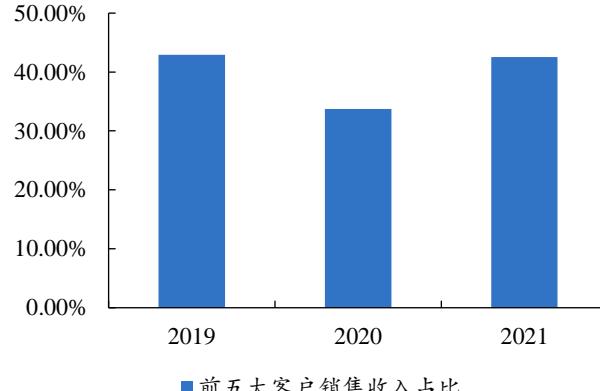


图26: 2019-2021 年前五大客户收入集中度约 40%



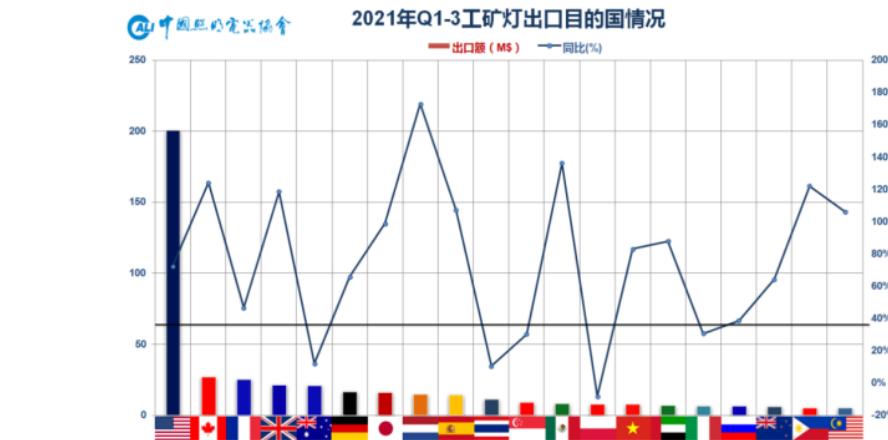
数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 外销收入包含美国

数据来源: Wind、开源证券研究所

依托与优质客户的合作, 根据中国照明电器协会《2021 年前三季度重点大功率灯具出口情况 (路灯、工矿灯、泛光灯、植物灯)》信息显示, 2021 年前三季度工矿灯出口额为 5.4 亿美元, 同比增长达 63.9%, 出口企业中, 恒太照明排名第一。工矿灯产品出口目的国中, 发达经济体占据绝对优势, 前二十市场占工矿灯出口市场的

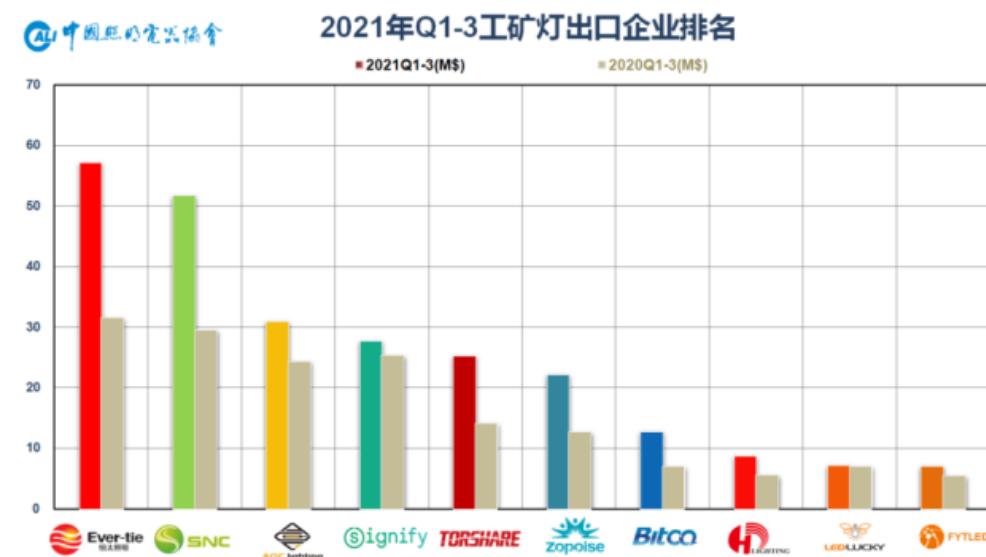
82%，市场集中度较高，其中美国遥遥领先，占工矿灯出口总额比重达到了 37%，在美国单一市场中，恒太照明也占据优势，独揽逾 1/4 的市场份额。2021 Q4，工业照明出口约 15 亿人民币，恒太照明出口排名仍保持第一。

图27：2021年Q1-Q3，美国占工矿灯出口总额比重37%，处于领先



数据来源：中国照明电器协会

图28：2021年Q1-Q3，工矿灯出口份额恒太照明排名第一



数据来源：中国照明电器协会

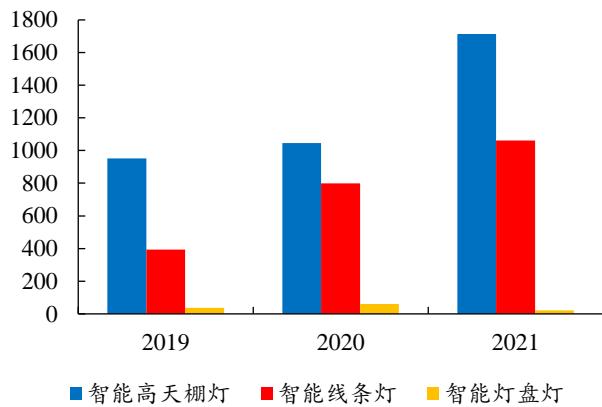
3.2、资质优势：技术扎实，推动公司通过如 UL、ETL 等多项北美认证

恒太照明在品质管控方面按照产品目标市场的质量标准进行严苛的质量控制，先后通过了 ISO9001、ISO14001 等一系列质量和环境管理体系，建立完善的质量控制体系。

同时为了提升开发能力，建有多个专门实验室，包括 LED 驱动可靠性检测实验室、PC 及 PMMA 材料性能测试实验室、LED 光电测试实验室、电磁兼容性测试实验室、热学管理测试实验室、灯具 IP/IK 测试实验部门以及智能产品测试实验部门、综合检测实验室，在产品开发和品质管控方面的不断投入，有力地保障了产品质量的可靠性和稳定性。整合优质资源，为进一步开拓智能产品奠定了坚实的基

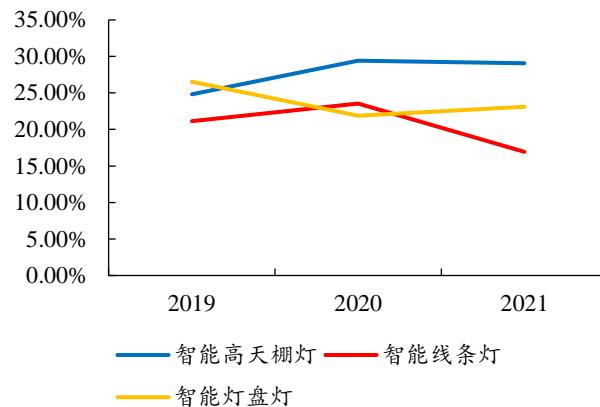
础，公司在智能灯具领域已初步实现商业化应用。

图29：2021年智能高天棚灯收入初具规模（单位：万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：智能高天棚灯毛利率高于其他智能/普通产品



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司高度重视技术研发工作，2019-2021年合计投入研发费用6,679.36万元，截至2021年12月31日，取得专利权57项，其中发明专利4项，拥有的主要核心技术包括“LED产品虚拟化构成要素系统技术”、“交互式产品设计技术”、“防眩光式健康节能光学设计技术”、“通用性电子光学设计生产工艺技术”和“LED通用式改装应用技术”等，先进性较高、性能稳定、质量优良、故障率低的特点。

表8：主要核心技术自主研发，达到成熟应用阶段

序号	技术名称	技术特色	核心产品	对应专利数量
1	LED产品虚拟化构成要素系统技术	通过统筹分析LED产品中外观构造、光学照度、热学、电子组合等几大构成关系要素，建立虚拟化系统模型进行模拟测试，从而实现最优化产品配置及产品性能的平衡。该技术可提高灯具的散热能力，增加光学效率，实现高效定向配光。在缩小了灯具尺寸前提下，保持产品性能符合DLC的要求。	LED HIGH BAY（高天棚灯）、 LED TROFFER (嵌入式天花板灯)	5
2	交互式产品设计技术	通过判断LED照明主流方向以及研究人类对照明和照明工具的交互式需求，根据使用者操作及使用习惯、心理、安装方式，研发出美观、组装替换方便、快捷的商业照明和工业照明LED灯具，使LED照明产品兼具了占用空间小、超薄、可快速安装、可调光源角度及高效定向配光等良好优势。	LED TROFFER (嵌入式天花板灯)、 LED TROFFER RETROFIT KIT (改装套件面板灯)、 LED HIGH BAY（高天棚灯）	8
3	防眩光式健康节能光学设计技术	该技术充分利用光学中的光源输出，将光线投射到规定的目标方向，使配光曲线即光空间分布满足DLC针对不同应用场合的要求的同时，确保光强分布对人体造成眩光影响最低，使光的利用率最大化，从而达到节能的目的。利用该技术将光学理论与实际应用相结合，使产品兼具发光角度可控、光面均匀度的优势。	LED HIGH BAY（高天棚灯）、 LED LINEAR STRIP（线条灯）、 LED RETROFIT KIT (改装套件面板灯)、 LED TROFFER (嵌入式天花板灯)	4
4	通用性电子光学设计生产技术	以电子光学设计技术为基础，结合热学和工艺材料技术，优化和降低线路板成本的同时，提高了可调模组的通用性和方便性，提高了企业生产效率的同时，保障了灯具品质的稳定性。该技术已成熟应用于产品的生产工艺中。	LED HIGH BAY（高天棚灯）、 LED WRAP（封装灯）、 LED TROFFER (嵌入式天花板灯)、 LED LINEAR STRIP（线条灯）、 LED STRIP RETROFIT KIT	3

序号	技术名称	技术特色	核心产品	对应专利数量
5	LED 通用式改装应用技术	针对荧光灯进行 LED 改造时, 存在安装过程繁杂且通用性不强的缺点, 同时, 安装过程中存在安全隐患且效率低下。该技术可以对不同宽度的传统荧光灯进行快速改装, 不仅保证了安装的范围广, 也避免了在运输过程中对支架的挤压变形, 提高了安装的效率以及缩短了安装时间, 降低安装成本, 提高安装人员安全性。	(改装套件灯)	
			LED STRIPR ETROFIT KIT (改装套件灯)、 LED TROFFER RETROFIT KIT (改装套件面板灯)	3

资料来源：公司公告、开源证券研究所

资质认证是 LED 照明产品实现全球销售的前提条件, 目前不同国家/地区对进入本地区销售的 LED 照明产品有着不同的标准要求, 欧洲、美国、日本、澳大利亚等作为我国 LED 照明产品出口企业的主要市场, 拥有较为严格的资质认证要求。

上述资质体系从质量管理体系、产品设计标准、生产和检验设备配套及专业人员配套等方面进行全面考察和评估, 通常只有整体实力较为突出的厂商能够实现核心资质体系的覆盖, 这对行业新进入者形成较高的壁垒, 也是衡量照明企业核心竞争力的关键指标之一。

公司通过了 NOA 质量管理体系认证证书及 NOA 环境管理体系认证证书, 并持续推动产品通过美国及加拿大等国家的主流市场标准产品认证, 具体包括 UL 认证、ETL 认证、CUL 认证、FCC 认证、DLC 认证, 为更好地开发北美市场及其他市场储备了技术能力。

3.3、估值对比：可比公司 PE TTM 中值 28.7X，公司发行 PE 17.3X

从估值来看, 可比公司市值均值 66 亿元, 市盈率 TTM 均值 53.7X, 市盈率 TTM 中值 28.7X。恒太照明本次发行底价为 6.28 元/股, 当前总股本为 19,800.38 万股, 预计发行股数不超过 2,220.00 万股(未考虑超额配售选择权), 对应的发行后市盈率为 17.3X, 低于当下可比公司平均估值。考虑到毛利率具备优势, 工矿灯(高天棚灯)产品处于市场领先地位, 募投项目扩大一倍产能, 可适当关注。

表9：可比公司 PE TTM 中值 28.7X

公司名称	股票代码	市值 /亿元	PE TTM	2021 年营收/亿元	2021 年归母净利润/万元	三年营收 CAGR	三年归母净利润 CAGR	2021 年毛利率	2021 年研发费用率
得邦照明	603303	82.13	27.21	52.73	32773.03	9.69%	9.82%	13.75%	2.89%
立达信	605365	88.25	21.54	64.77	30130.53	10.78%	-0.38%	22.77%	6.58%
佛山照明	000541	82.81	28.72	47.73	25009.20	7.87%	-12.83%	16.98%	4.27%
阳光照明	600261	46.26	33.86	42.64	31584.48	-8.77%	-6.35%	28.35%	3.63%
三雄极光	300625	30.93	157.35	27.09	2635.63	3.65%	-47.32%	27.93%	2.35%
均值		66.08	53.73			4.64%	-11.41%	21.96%	3.94%
中值		82.13	28.72			7.87%	-6.35%	22.77%	3.63%
恒太照明	873339	14.20	11.96	7.67	7985.10	1.77%	-9.27%	24.39%	3.57%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 20221026

风险提示

出口业务风险、汇率变动风险、毛利率下滑的风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn