

民爆光电

LED 照明出口商

核心观点

专注 LED 照明，定位于服务区域性客户的 ODM 制造商。公司主要为境外区域性品牌商和工程商提供差异化、定制化为主的 LED 照明产品，目前已累计为客户开发并销售了超 40000 种产品，服务客户超 4000 家，销售范围覆盖大洋洲、欧洲、日本、北美等以及国内市场，合作的品牌客户包括远藤照明、岩崎电气、美国科锐、蓝格赛、盖维斯以及欧普照明等境内外企业。公司 2020-2022 年营收/归母净利润复合增速为 17.6%/17.9%。据中国照明电器协会，2019 年民爆光电在我国 LED 灯具出口企业中排名第四，市场份额 0.57%。

LED 照明行业：下游应用领域众多，我国是主要生产基地。LED 照明产品制造处于行业中游，上游主要是电子元器件、结构件等原材料行业，下游为渠道商、工程商等以及终端消费用户，需求领域广泛。Frost&Sullivan 数据显示，2016-2019 年，全球 LED 照明市场以年均复合增长率达 6.3%，市场规模从 564 亿美元增长至 677 亿美元，预计未来 LED 照明市场将以 3.5% 的速度增长，预计在 2026 年市场规模达到 820.4 亿美元。LED 照明行业较为分散，因此壁垒主要体现在满足客户差异化需求的产品开发壁垒、配套服务壁垒以及海外市场资质认证壁垒。

民爆光电：产品为基、销售主导，深耕 LED 照明行业。1) 公司持续保持较大力度的研发投入，拥有专业快速响应的研发团队，不断开发新技术、新产品以满足客户需求。公司建立起完整的 LED 照明技术开发体系，拥有专利技术超 600 余项，产品的光效、寿命等性能指标领先行业。2) 公司打造出柔性高效的组装式生产模式，以应对客户多批次、小批量的订单，生产及品质管理经验丰富。3) 公司通过全球多国认证，拥有全流程的质量控制体系保证产品品质。4) 公司较早建立了客户管理系统，核心销售人员也通过股权等获得激励。公司拟公开发行不超过 2617 万股，占发行后总股本 25.00%。**IPO 募集资金 11.02 亿元**将用于三个募投项目，其中 5.90 亿元用于提升产能，3.12 亿元用总部大楼及研发中心建设项目，2.00 亿元将用于补充流动资金。

风险提示：行业及公司发生不可预知变化导致盈利预测及估值分析不准确风险；汇率波动风险；技术风险；经营风险；内控风险；财务风险；法律风险；发行失败风险；募集资金投资项目风险；上述风险因素无法定量分析风险。

上市后远期整体公允价值区间为 45.18-51.37 亿元。不采用超额配售情况下，公司的远期公允价值区间为 45.18-51.37 亿元。按发行后总股本计，**对应 2022 年归母净利润的静态市盈率 18.41-20.93 倍，市盈率上下限算术平均值为 19.67 倍**，2022 年扣除非归母净利润 PE 值 21.28-24.19 倍，2023 年预计 PE 值 22.59-25.69 倍。截至 2023 年 7 月 11 日，C38 电气机械及器材制造业最近一个月行业平均静态市盈率 21.66 倍。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,497	1,465	1,544	1,679	1,809
(+/-%)	41.4%	-2.1%	5.42%	8.73%	7.72%
净利润(百万元)	170	245	200	224	242
(+/-%)	-3.8%	44.4%	-18.36%	11.82%	8.06%
摊薄每股收益(EPS)(元)	2.16	3.13	1.91	2.14	2.31
EBIT Margin	13.6%	16.3%	15.4%	15.7%	15.8%
净资产收益率(ROE)	18.4%	21.5%	8.3%	8.5%	8.5%
市盈率(PE)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA	2.3	1.67	2.04	1.93	1.85
市净率(PB)	-	-	-	-	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 投资价值分析

证券分析师：陈伟奇
0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康
0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：邹会阳
0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

本次公开发行对象为符合资格及条件的战略投资者、询价对象和在深圳证券交易所开立账户符合创业板投资者适当性管理要求的投资者（国家法律、法规禁止购买者除外）。投资者应自主判断发行人的投资价值，自主作出投资决策，自行承担股票依法发行后因发行人经营与收益变化或者股票价格变动引致的投资风险。

内容目录

风险提示	6
公司概况：专注 LED 照明出口的 ODM 商	14
专注 LED 绿色照明业务，定位于服务境外区域性客户的 ODM 制造商	14
收入利润波动上行，差异化产品助增盈利能力	15
股权结构集中稳定，核心骨干激励充分	18
LED 照明行业：下游应用领域众多，我国是主要生产基地	19
行业发展：下游细分应用领域众多，全球 LED 照明市场增长稳健	19
产业分布：我国是全球第一大生产基地，发达国家是主要出口地	21
竞争格局：格局高度分散，民爆光电在出口企业中处于领先地位	22
公司分析：产品为基、销售主导，深耕 LED 照明行业	25
建立完整的 LED 照明技术体系，涵盖设计研发检测认证等全环节	25
以 ODM 海外直销为主，客户较为分散	26
竞争优势：产品品质好、销售体系强大，逐渐扩大客户覆盖面	27
募投项目扩充产能，提升研发实力	31
未来发展战略：规模化、集群化、数据化、现代化、国际化的绿色照明企业	32
可比公司分析	33
经营规模比较分析	33
盈利能力比较分析	34
期间费用比较分析	35
盈利预测	37
盈利预测假设	37
盈利预测结果	46
估值与投资建议	48
绝对估值法：远期整体公允价值区间为 43.39-51.37 亿元	48
相对估值法：远期整体公允价值区间为 45.18-53.15 亿元	50
远期整体合理公允价值区间为 45.18-51.37 亿元	53
附表：财务预测与估值	55

图表目录

图1: 公司发展历程: 始终专注于 LED 照明领域, 商业照明与工业照明双轮发展	14
图2: 2017-2022 年公司营收 CAGR 达 13.3%	16
图3: 我国是全球 LED 照明产品第一大出口国	16
图4: 2017-2022 年公司归母净利润 CAGR 约 13.0%	16
图5: 公司毛利率波动主要受到汇率、原材料影响	16
图6: 商业照明与工业照明收入占比稳定	17
图7: 公司国外收入占比超 95%	17
图8: 公司毛利率一直维持较高水平	17
图9: 2017-2022 年公司期间费用率稳中有降	17
图10: 公司销售商品收到的现金占营收比例在 90%以上	18
图11: 公司经营性现金流净额占净利润比重在 90%-110%	18
图12: 民爆光电股权结构 (发行前)	18
图13: LED 照明产品产业链	19
图14: LED 照明下游应用领域广泛	19
图15: 全球 LED 照明市场规模稳健增长	20
图16: 2019 年商业领域、家居领域已成为全球 LED 照明最大的应用市场	20
图17: 我国是全球 LED 照明产品第一大出口国	21
图18: 2016-2022 年中国 LED 照明出口占全球 LED 照明消费市场的比重	21
图19: 欧洲、北美以及东南亚是全球 LED 照明主要出口地	22
图20: 2021 年中国 LED 照明产品出口前十地	22
图21: 2019 年中国 LED 灯具出口 TOP20 企业中民爆光电排名靠前	24
图22: 公司以 ODM 出口直销为主 (亿元)	27
图23: 公司的研发投入位于行业中上水平	28
图24: 公司的专利数量处于行业中游	28
图25: 公司研发人员数量稳步提升, 占比保持稳定	29
图26: 公司的生产人员占总员工比例处于行业较高水平	29
图27: 公司生产人员人均创收存在提升空间	29
图28: 公司来自老客户的收入占比较高且增长较为稳定	30
图29: 小满客户管理系统	31
图30: 公司销售人员数量稳步增长	31
图31: 公司收入 (万元) 体量较小但增速较高	34
图32: 公司归母净利润 (万元) 体量处于中等水平且增速高	34
图33: 公司毛利率略高于行业, 整体走势趋同	35
图34: 公司净利率保持行业领先	35
图35: 公司期间费用率处于可比公司较低水平	36
图36: 公司销售费用率低于阳光照明和光莆股份	36
图37: 公司管理费用率处于行业较低水平	36

图38: 公司研发费用率接近行业平均水平	36
图39: 公司财务费用率与行业水平相当	36
图40: 公司商业照明和工业照明产能利用率处于较高状态	38
图41: 募投项目“LED 照明灯具自动化扩产项目”进度安排	38
图42: 灯具照明装置及其零件出口额在 2023 年 1-5 月重新回到正增长	38
图43: 公司 2021-2022 年新客户每年的收入贡献约为 3%	39
图44: 除 2020 年外，公司商业照明 2018-2022 年收入增速均高于行业增速	40
图45: 公司工业照明 2018-2022 年收入增速均高于行业增速	43
图46: 公司 2018-22 年收入和利润复合增速高于可比公司	52
图47: 公司盈利能力指标优于可比公司	52
图48: 公司收入和利润体量小于可比公司（2022 年）	52
图49: 公司研发费用绝对值（万元）低于可比公司	52
表1: 公司主要产品介绍	15
表2: 海外主要市场 LED 照明行业竞争玩家	22
表3: 国内主要 LED 照明出口企业	24
表4: 全球主要 LED 照明灯具进口市场的准入资质要求	25
表5: 公司核心技术使得产品具备更优异的性能	25
表6: 公司收入来源分散	27
表7: 公司核心技术人员在公司均有 7 年以上的任职经验	28
表8: 公司已通过全球主要市场的 LED 照明认证	30
表9: 公司的产能利用率基本超过 100%	31
表10: 公司的产销率基本在 100% 左右	31
表11: 公司募投项目情况	32
表12: 可比公司对比	33
表13: 截至 2023 年 3 月公司在手合同的情况	39
表14: 全球 LED 照明市场规模未来远期的预测分情景情况	40
表15: 公司商业照明历史产能利用率和产销率均保持高位，但产能利用率的弹性较高	40
表16: 公司商业照明销量预测	41
表17: 商业照明业务盈利预测假设	41
表18: 截至 2023 年 3 月公司的子公司艾格斯特在手合同的情况	42
表19: 公司工业照明历史产能利用率和产销率整体低于商用，但仍保持高位且有一定弹性	43
表20: 公司工业照明销量预测	43
表21: 工业照明业务盈利预测假设	44
表22: 盈利预测假设基础	44
表23: 公司收入规模的季节性	45
表24: 公司历史收入和业绩情况	46
表25: 盈利预测利润表简要结果	46
表26: 情景分析（乐观、中性、谨慎）	47
表27: 民爆光电的可比公司 Beta 值计算	48

表28: FCFF 估值中公司经营活动主要假设	49
表29: 绝对估值法假设条件	49
表30: FCFF 估值表	49
表31: 针对折现率和永续增长率的敏感性分析计算得出的每股价值（横/纵轴: 折现率/永续增长率）	50
表32: 民爆光电可比公司基本情况	50
表33: 民爆光电及可比公司经营情况对比（单位: 百万元）	51
表34: 可比公司估值	53
表35: 绝对估值中针对折现率和永续增长率的敏感性分析计算出的市值区间（横/纵轴: 折现率/永续增长率）	53

风险提示

1、盈利预测及估值风险

1.1、行业及公司发生不可预知变化导致当前盈利预测及估值分析不准确的风险

对行业和公司的分析判断是我们盈利预测及估值分析的前提条件与假设基础，如果行业及公司发生不可预知变化，则可能导致我们当前盈利预测的假设条件不成立进而导致当前盈利预测结果及估值分析不准确。我们从定性、定量两方面来分析：

定性来看，行业发展及公司业务未来可能产生的变化及不确定性要素主要包括：

- 1) 公司的主要收入来源于商业及工业照明，行业需求较为个性化，需要公司根据客户的需求定制化研发设计新产品，且需要根据市场需求偏好自主开发多样化的产品供客户选择，帮助客户进行产品导入，获取竞争优势。如果公司不能准确把握市场和产品的发展趋势，维持和提高产品开发的领先性，满足客户消费需求的变化，将对公司的经营业务和竞争地位带来不利影响；
- 2) 公司以境外销售为主，如果国际贸易环境恶化、关税增加，将导致公司的竞争力或盈利能力下降，最终对业绩造成负面影响；
- 3) 工商业照明需求与宏观经济形势密切相关，如果海外经济形势恶化，将导致终端市场需求降低，若公司未能开发更多的客户弥补需求的下降，将对公司的业绩产生负面影响。

综上所述，1) 悲观情况：若以上因素综合作用导致公司新接订单大幅减少，将会导致公司业绩增速出现大幅放缓甚至下滑，我们的公司盈利预测值远高于实值，对应的预测估值远低于实际估值；2) 乐观情况：若以上外部因素综合作用使得公司当前新接订单大幅持续增长，将会导致公司未来业绩增速出现超预期增长，我们的公司盈利预测值远低于实际值，对应的预测估值远高于实际估值。

定量来看，考虑如下三种情况对公司经营情况的影响分析，分析结果如下：

三种情况对公司经营情况的影响分析，分析结果如下：

- 1) 中性情况：基于后文“盈利预测”章节我们得出以下盈利预测结果。我们预计公司的2023-2025年收入分别是15.44/16.79/18.09亿元，同比增长5.42%/10.15%/9.13%，归母净利润分别为2.00/2.24/2.42亿元，同比变化-18.36%/11.82%/8.06%。
- 2) 谨慎情况：相比中性情况，营收增速下降5pct，营业成本率提升0.5pct，即2023-2025年营收增速分别为0.42%/3.73%/2.72%，营业成本率为68.59%/68.61%/68.67%。对应2023-2025年归母净利润分别1.84/1.96/2.01亿元，相比中性情况归母净利润下降8%~17%。
- 3) 乐观情况：相比中性情况，营收增速提升5pct，营业成本率下降0.5pct，即2023-2025年营收增速分别为10.42%/13.73%/12.72%，营业成本率为67.59%/67.61%/67.67%。对应2023-2025年归母净利润分别为2.17/2.55/2.89亿元，相比中性情况归母净利润增长9%~19%。

1.2、公司市盈率估值偏高的风险

截至 2023 年 7 月 11 日，公司所属“C38 电气机械及器材制造业”最近一个月行业平均静态市盈率 21.66 倍。不采用超额配售情况下，预计公司的远期公允价值区间为 45.18–51.37 亿元。按发行后总股本计，对应 2022 年归母净利润 PE 值为 18.41–20.93 倍，市盈率上下限算术平均值为 19.67 倍。2022 年扣非归母净利润 PE 值 21.28–24.19 倍，2023 年预计 PE 值 22.59–25.69 倍。如果公司后续发展不及预期，则存在公司的市盈率水平可能不可持续的风险。

2、经营风险

2.1、经营业绩下滑风险

公司主要为客户提供差异化、个性化的 ODM 照明灯具，受竞争产品的冲击、美元汇率波动以及客户消费需求变化等因素影响，产品的毛利率面临逐步下滑的压力。公司产品毛利率主要取决于产品的销售价格和成本。销售价格主要受细分市场需求变化、美元汇率波动以及市场竞争等多方面因素影响；产品成本则受到出口税收政策、材料价格波动、人工成本上升和固定资产投入增加带来的制造费用上升影响。

报告期内公司的主营业务毛利率分别为 34.11%、28.19% 和 32.09%，整体上略有呈现波动下滑的趋势。尤其是 2020 年下半年以来，随着公司产品所需的主要原材料结构件受铝材、塑胶等材料采购价格的上涨而波动上涨，以及受人民币升值趋势的影响，产品成本持续上涨而销售价格调整相对滞后，导致 2021 年毛利率降幅较大。

同时，公司工业照明产品的毛利率较高，报告期内分别为 36.77%、32.61% 和 37.74%，随着同行业竞争对手阳光照明、光莆股份等逐步进入及开拓该市场，竞争程度将不断加强，工业照明产品的高毛利率未来将逐步与商业照明产品毛利率水平趋同。

未来如果市场竞争持续加剧、下游客户需求发生较大变化、出口税收政策发生重大变化、美元汇率波动加剧、主要材料价格、人工成本大幅上升，公司经营管理上不能及时采取措施调整应对，公司产品的毛利率将面临下降导致业绩下滑的风险。

2.2、国际贸易环境变化带来的业绩下滑风险

国际贸易环境自 2020 年初以来渐趋复杂严峻，全球多数国家和地区的灯具产品供需结构均受到了不同程度的影响。2020 年上半年，国内受局部地区阶段性停工的影响，公司的采购和生产活动产生了一定程度的波动，后续随着国内经济形势的稳定，公司采购与生产经营活动已重回正轨。但销售环节持续受到国际贸易环境变化的影响，报告期内公司以外销为主，三年平均境外销售收入占主营业务收入的比例为 95.76%。自 2020 年二季度以来，国际贸易环境及物流运输面临严峻挑战，公司销售的主要区域北美、欧洲、亚洲等地因短期内供需结构变化的影响，市场需求的变化导致照明灯具销售订单呈现“V”字型波动：2020 年初，下游消费市场的灯具需求有所下降，导致公司 2020 年二、三季度的订单额下滑了 18.04%；自 2020 年四季度以来，随着下游市场的复苏以及境外灯具生产制造供应链尚未得到恢复，导致境外的生产订单逐步向境内转移，公司承接的销售订单同比稳定增长，至 2021 年末公司的销售情况持续向好，承接的订单金额同比 2020 年末增长了 48.42%。2022 年随着境外供应链恢复，向境内转移的部分订单量逐步回归到境外，加之全球经济面临下行压力，受此影响下游客户的采购需求有所回落，2022

年末公司承接的订单金额同比 2021 年末下降了 22.52%。

报告期内，上述国际贸易环境变化对公司的影响已经逐步得到消化，目前国际贸易形势趋于稳定，对公司的生产经营活动未造成重大不利影响，公司所处的经营环境、主要客户、主要供应商尚未发生重大不利变化，公司经营模式、产品结构未发生重大不利变化，产品出口销售的总体趋势仍然较好。但随着未来全球经济形势和国际贸易环境不断发生新的变化，对全球各地区的经济发展、对公司境外客户的经营活动，都会造成长期的影响，欧洲、北美、澳大利亚、亚洲等主要灯具销售市场将面临经济衰退、消费需求下降等挑战，将会加大上游供应链的产品竞争和经营风险。

如果未来国际贸易环境变化呈复杂、严峻的局面且无法得到改善、下游照明灯具消费市场景气度持续低迷，将导致：（1）公司获取订单量减少或无法获取新订单，导致经营业绩存在下滑风险；（2）下游客户经营情况可能出现恶化，从而导致应收账款回收困难，造成坏账损失增加的风险；（3）影响上游供应链和用工稳定，生产人员招聘困难，将导致公司面临停工停产的风险；（4）下游客户需求减少，产品价格竞争加剧，将导致公司产品毛利率下滑的风险。

2.3、境外经营风险

报告期内，公司以境外销售为主，将面临较大的境外销售风险。近年来，随着国际照明市场竞争日趋激烈，贸易摩擦日益增多，境外市场的销售风险也在逐步增加。我国与境外主要进口国之间的照明灯具出口政策风险，主要是中美之间的贸易摩擦。自 2018 年中美贸易摩擦以来，受美国 301 关税政策变化的影响，公司的 LED 照明灯具出口美国市场被加征高额关税，由于上述加征的关税由客户来承担，将会提高客户的采购成本，降低公司产品的竞争能力，对公司扩大在美国市场的销售规模造成不利影响。

报告期内，公司向美国客户销售产品的收入维持稳定，得益于公司采取调整产品档次及价格、优化工艺降低产品成本等积极应对措施，维持了产品的竞争力。但如果未来美国或者其他进口国家、地区的贸易政策持续发生重大变化，对出口产品继续加征高额关税或实施反倾销、反补贴等政策，导致产品竞争能力大幅下降、市场环境发生重大不利变化，将会对公司的生产经营造成重大不利影响。

2.4、市场竞争风险

随着全球经济的持续发展，用户的消费层次不断升级，对商业照明、工业照明产品应用端的需求不断增加，服务于酒店、商场及其他大型公共设施等专业领域的照明企业大量应运而生，同时随着商业照明、工业照明领域逐步向专业化发展，传统照明企业也通过收购兼并等方式快速进入这一市场，加剧了市场竞争。境外市场的竞争格局也在发生变化，公司客户主要为中小型区域品牌商及工程商，其面临的竞争压力在逐步加大。如果未来客户市场地位发生不利变化，或公司在产品质量控制、交货周期、产品开发、供应价格等方面不能持续满足客户需求，提升市场竞争力和客户满意度，随着产品竞争的不断加剧，公司将面临不利的市场竞争地位。若是公司不能持续跟踪挖掘客户需求并提供高品质的 ODM 产品定制，帮助区域性中小品牌商、工程商开展与国际品牌、连锁商超之间的差异化竞争，公司将面临客户流失、市场份额下降的风险。

2.5、原材料价格波动风险

报告期内，直接材料成本占公司营业成本的比例较高，三年平均达到了 79.57%，因此原材料采购价格的波动将对公司营业成本产生重大影响。公司的原材料主要

由灯珠、散热器和电源等构成，其中灯珠和电源随着技术的进步、公司采购规模的上升，同种类材料的采购价格整体上呈现逐步下降趋势；而散热器由于主要使用铝制材料，其市场价格受到铝材交易价格变动的影响，报告期内存在一定的波动。

公司产品的定价方式是以“成本加成”为基础，虽然公司在承接客户订单时会综合考虑原材料价格波动等因素进行报价和定期协商调价，但相关传导机制存在一定的滞后性和不充分性，如果未来原材料的市场供应情况和采购价格出现大幅波动上涨，而公司又不能及时、灵活的调整产品销售价格时，将会对公司经营业绩产生不利影响。

2.6、人工成本上升的风险

人工成本的上升是国内企业共同面临的问题。随着我国工业化、城市化进程的推进，以及城市消费水平的提升，员工工资水平的持续提升有利于企业的长期发展，也是企业社会责任的体现。报告期内，公司的产品以技术开发和人工生产为主，对专业技术人员和生产人员的需求量较大。因此如果国内人工成本持续上升，将对公司盈利能力产生不利影响。

2.7、产品开发风险

由于全球经济的发展和城镇化建设带动了商业企业的快速发展，商业理念和经营环境的改变推动了照明应用需求不断提升，专业照明领域的个性化需求日益突出。公司不仅需要根据客户的个性化需求不断研发和设计符合市场需求的新产品，而且还能根据市场需求偏好自主开发多样化的产品供客户选择，帮助客户进行产品导入，获取竞争优势。

随着照明技术的不断革新、新材料的应用以及照明产品智能化的深入，未来新产品开发的风险在增加。如果公司不能准确把握市场和产品的发展趋势，维持和提高产品开发的领先性，满足客户消费需求的变化，公司将面临业绩下滑的风险。

2.8、技术替代风险

长期以来，公司专注于LED照明产品的研发、设计、制造、销售及服务，经过多年积累，独立研发了一批具有一定竞争优势的核心技术，技术路径符合行业的发展方向，并与下游主要客户建立了良好的合作关系。若未来公司不能准确判断技术及产品发展趋势，或未能对具有较大市场潜力的技术投入较多的科研开发力度，则可能出现技术落后的风险，降低公司的竞争优势与市场占有率；如果行业内出现重大替代性技术而公司无法及时掌握，则会导致公司核心技术体系被替代、淘汰的风险，对公司未来业务拓展和行业地位造成不利影响。

2.9、产品质量控制风险

公司的LED照明产品以外销为主，除了满足客户对产品功能和外观方面的要求，还需要满足进口国对产品质量的要求。公司已通过了ISO9001质量管理体系认证和ISO14001环境管理体系认证，公司的产品也通过了UL认证（美国）、SAA认证（澳大利亚）、CE认证（欧盟）、PSE认证（日本）等安规认证，但公司的照明产品以外购材料进行人工组装为主，某一个生产环节出现问题，都会影响到产品的质量。如果未来公司的产品出现不符合进口国安规的情况，将面临主管机关处罚以及产品赔偿损失，甚至还会对公司的形象及产品准入资格产生重大不利影响，从而导致公司面临经营业绩下滑的风险。

2.10、子公司经营风险

公司的子公司汉牌照明、越南易欣和欧拓圃尚处于经营初期，处于亏损状态。未来若汉牌照明、越南易欣和欧拓圃的销售规模未能持续增长，以覆盖相关成本费用投入，其产生的亏损将对公司的经营业绩造成不利影响。

3、财务风险

3.1、汇率波动风险

公司境外销售主要以美元结算，美元对人民币汇率波动直接影响到公司以人民币计价的销售收入，同时还会形成汇兑损益。由于公司应收账款有一定的账期，因此在美元对人民币汇率上升时，收到的美元折合为人民币金额会大于原确认收入时折合的人民币金额，形成汇兑收益，反之则形成汇兑损失。2020-2022年公司实现汇兑损失1207万、657万和汇兑收益2169万元，波动较大，若未来人民币兑美元汇率发生大幅波动，则可能造成公司财务费用出现较大波动。

美元汇率受中美贸易关系及国家经济发展等多重因素的影响，报告期内美元对人民币的汇率都在1:6.2至1:7.2的区间内波动，将会持续对公司的经营业绩造成一定的波动影响。未来随着公司大力开拓海外市场，海外销售规模将进一步扩大，如果美元对人民币汇率出现大幅贬值，导致以人民币计价的产品销售收入下降，或者出现较大的汇兑损失，公司经营业绩面临下滑的风险。

3.2、高新技术企业税收优惠政策变化风险

公司2020年度、2021年度和2022年度因高新技术企业税收优惠政策而增加的净利润分别为1719.81万元、1802.56万元和2197.47万元，分别占同期净利润的9.87%、10.73%和8.99%。如果以后国家高新技术企业优惠政策发生变化，或者公司无法达到高新技术企业标准，将会影响公司未来经营业绩带来不利影响。

3.3、出口税收政策变化风险

报告期内公司享受的出口退税金额分别为7799.95万元、13167.42万元和9881.38万元，扣除所得税后占当期净利润的比例分别为38.21%、67.06%和34.09%。公司所在的照明灯具制造行业为国家重点支持发展的行业，报告期内公司出口产品一直享受国家出口退税优惠政策，但若未来国家对灯具产品的出口退税率进行较大幅度的下调，而公司不能及时相应调整产品价格，则会在一定程度上影响公司的盈利能力。

3.4、应收账款回收风险

报告期内，公司主要是通过中信保对境外客户进行背景及资信情况调查，公司给予长期合作且资信情况良好的客户一定的销售信用期，并采取一定的销售保护性措施：（1）购买中信保的商业保险，对境外交易进行投保；（2）公司在中信保对客户设置的交易额度内与境外客户进行交易。

虽然公司针对外销客户的应收账款向中信保进行了投保，但投保金额无法完全覆盖期末外销客户的应收账款余额，同时中信保对客户违约的不同情况约定了不同的赔偿比例，但都无法全额赔偿，且中信保约定的最高理赔额度也无法全额覆盖期末外销客户的应收账款余额。因此虽然各期实际发生的理赔金额占各期末应收账款余额的比例较低，但如果未来发生大量客户违约，公司将面临部分应收账款无法收回的风险。

3.5、存货计提减值风险

报告期内，公司的存货账面价值分别为16048.48万元、27303.00万元和21409.82

万元，占公司总资产比重分别为 14.72% 和 19.12% 和 13.57%，存货属于公司的重要资产。公司的产品种类丰富，并会根据客户需求及外部环境的变化进行备货。报告期内公司的存货管理情况良好，各期的存货周转率分别为 4.83、4.96 和 4.09，存货的周转速度高于行业平均水平。同时公司存货计提的减值准备比例各期分别为 9.21%、9.87% 和 14.07%，也高于行业内可比公司。

但受国际贸易形势变化的影响，报告期内铝材、塑胶等材料的采购价格波动上涨，以及芯片供应的短缺，而下游出口销售市场因境外供应链产品供应不足的影响，导致订单向境内转移，需求旺盛促使公司加大了对上述原材料的库存规模。如果未来出现公司经营团队未准确把握下游客户需求变动、产品技术出现更新替代、市场竞争加剧、存货管理不善，或者下游客户经营困难，导致产品库存积压、损坏或滞销，则公司需要对存货计提相应的跌价准备，将对公司的经营产生不利影响。

3.6、政府补助政策变化风险

公司从事的 LED 照明灯具业务属于国家政策支持的行业，政府主管部门对于行业内企业的相关生产、研发会予以一定的补贴支持。由于政府补助发放的时间及金额存在一定不确定性，如果国家调整政府补助政策，可能会减少公司收到的政府补助金额，将会对公司的经营情况产生不利影响。

3.7、投资理财风险

报告期内，公司本着安全性、流动性和收益性的原则，对于暂时闲置的流动资金，通过购买银行理财产品进行理财。公司理财产品的期限主要在 12 个月内，报告期内未出现偿付风险事项。但若未来金融环境出现不利变化，或理财产品发行主体自身发生不利变化，将会引发理财产品违约风险。

3.8、交易金融衍生工具的风险

报告期内发行人以出口销售为主，且多数交易以美元结算，发行人报告期内采取远期结售汇业务的方法对冲风险。报告期内发行人交割远期结售汇产生的投资收益分别为 -59.87 万元、15.21 万元和 13.93 万元；公允价值变动收益分别为 154.25 万元、7.38 万元和 59.28 万元。公司开展的外汇远期结售汇业务遵循锁定汇率风险的原则，不做投机性和套利性的交易操作，但远期结售汇业务依然存在如下风险：(1) 内部控制风险：远期结售汇交易属于外汇衍生品交易，专业性较强，复杂程度高，可能会由于实际执行人员缺乏专业判断以及内控制度的不完善造成风险；(2) 客户违约风险：如果客户应收账款发生逾期，货款无法在预测的回款期内收回，会造成远期结汇无法按期交割导致公司损失；(3) 回款预测风险：公司业务部根据客户订单和预计订单进行回款预测，实际执行过程中，客户可能调整自身订单和预测，造成公司回款预测不准确，导致远期结汇延期交割风险。

4、内控风险

4.1、公司实际控制人不当控制的风险

公司的控股股东、实际控制人是谢祖华，自公司成立以来，谢祖华一直作为公司的实际控制人经营和管理本公司，其直接持有公司 3892.50 万股股份，占本次发行前公司总股本的 49.59%，通过立勤投资、睿赣合伙、立鸿合伙分别间接控制民爆光电 37.07%、4.44% 和 4.44% 的股权，因此谢祖华合计控制发行前公司总股本的 95.54%，处于绝对控股地位；本次发行结束后，谢祖华仍然继续处于绝对控股地位。鉴于公司存在的股份集中状况，公司实际控制人或将通过其于公司的绝对控

股地位对公司施加较大的影响。虽然公司已建立一整套公司治理制度，避免实际控制人利用其在公司的股权优势及控制地位损害公司和其他股东的利益，但公司实际控制人仍有可能利用其控制地位，通过其个人影响力对公司的经营、人事、财务、投资决策等实施不当控制，做出不利于本公司的决定，可能损害公司和其他少数权益股东的利益，存在因股权集中及实际控制人不当控制带来的控制风险。

4. 2、核心技术销售和人员流失的风险

公司的境外销售依赖于优秀的设计和研发能力以及完善的销售服务能力，因此优秀研发和销售团队是维持公司业务稳定和发展的核心资源。如果公司缺乏良好的激励机制和人才培养计划，保持核心技术人员和销售团队的稳定高效，将会带来客户流失的风险，对公司经营的稳定性产生不利影响。

4. 3、资产和业务扩张引发的管理风险

公司通过长期的实践积累，虽然已制定了符合公司现有生产体系的排产机制，能够根据客户对不同产品的需求进行柔性化生产，但若本次发行成功并募足资金，公司资产规模和业务将进一步扩张，对公司管理人员的管理能力将提出更高要求。如果公司未来不能在管理方式上及时调整，以适应公司生产规模扩张的需要，将面临交货期延长、竞争力削弱等风险。

5、法律风险

5. 1、劳务用工合规性风险

报告期内，公司存在未足额缴纳社会保险及住房公积金、劳务派遣用工人数短期内超过 10%等不规范事项。针对该等不规范行为，公司已逐步整改并取得相关主管机关出具的无违法违规证明，劳务用工取得了主管部门不予行政处罚的证明，且控股股东、实际控制人已经出具相关承诺就可能对公司造成的损失由其全额承担。

虽然目前公司进行了整改规范，但若仍出现劳务用工不合规的情况，将面临被劳动监察主管部门处罚的风险，以及若出现违反劳动保障等相关法律法规的情况，将面临被人力资源和社会保障局及住房公积金管理中心等国家行政部门追缴未缴纳社会保险、住房公积金并进行处罚的风险。如果发生上述风险，公司生产经营与财务状况将受到不利影响。

5. 2、租赁厂房无产权证明的风险

截至报告期末，公司之子公司艾格斯特租赁用于生产、仓储、办公及宿舍的物业未取得相关不动产权证明(面积合计 19511 平方米，其中用于生产及仓储的面积 14708 平方米)，公司之子公司依炮尔租赁主要用于办公的物业未取得相关不动产权证明(面积 1150 平方米)，公司之子公司易欣光电租赁主要用于办公及宿舍的物业未取得相关不动产权证明(用于办公的面积 2550 平方米)。

上述房产未取得产权证明是历史原因造成，公司已经取得深圳市宝安区城市更新和土地整备局出具的相关不动产权证明，上述生产及仓储的物业尚未纳入城市更新拆除重建范围之内。如果未来上述物业被列入拆迁范围，则艾格斯特、依炮尔和易欣光电需要搬迁生产经营场所，对业务的稳定性造成不利影响。经测算上述生产经营场所搬迁当年搬迁费用对公司的影响金额约为 380.22 万元，占发行人 2022 年扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润 21234.36 万元的比例为 1.79%，搬迁不会对公司生产经营产生重大不利影响。

6、募集资金投资项目风险

6.1、募投项目实施风险

公司本次募集资金拟投资项目是基于当前经济形势、市场需求、生产技术等综合因素作出的可行性研究分析，并对产品方案、设备选择和工程施工方案进行了细致的论证。但在实施过程中，项目组织管理、厂房建设工期、生产设备安装调试和市场开发等方面都还存在一定风险，同时募投项目的实施与行业竞争情况、公司人才储备等密切相关，如果不能按计划顺利实施，将会影响项目的投资回报和公司的预期收益。

6.2、募投项目产能消化风险

本次发行募集资金主要用于 LED 照明灯具自动化扩产、总部大楼及研发中心建设项目和补充流动资金。虽然公司已结合市场环境、客户需求和行业发展等因素对募集资金投资项目进行了充分的可行性研究，但项目的成功实施有赖于市场、资金、技术、管理等各方面因素的协同配合，上述任一因素的重大变化都可能导致募投项目无法按原计划顺利实施，这将有可能造成项目成本增加、投产后无法实现预期的市场回报等不利情况的出现，使公司面临募集资金投资项目无法达到预期收益的风险。

6.3、净资产收益率下降风险

报告期内公司的加权平均净资产收益率分别为 26.00%、20.26% 和 23.94%。本次发行后，公司股本和净资产规模将大幅增加，而募集资金投资项目效益的实现需要一定的时间，因此公司短期内存在净资产收益率下降的风险。

6.4、经营业绩下降风险

募投项目实施后，公司的固定资产将大幅增加，折旧费用增加将导致产品生产成本提高，公司经营业绩存在下降的风险。

6.5、发行失败风险

本次公开发行前，公司股份并未在国内 A 股公开市场交易。公司本次申请首次公开发行股票并在深圳证券交易所创业板上市，在取得相关审批后将进行市场化发行。成功的市场化发行取决于公开发行时国内外宏观经济环境、国内资本市场行情、发行时的股票行情、投资者对于公司股价未来走势判断以及投资者对于创业板企业的预计估值。如上述因素出现不利变动，公司首次公开发行存在因认购不足导致发行失败的风险。

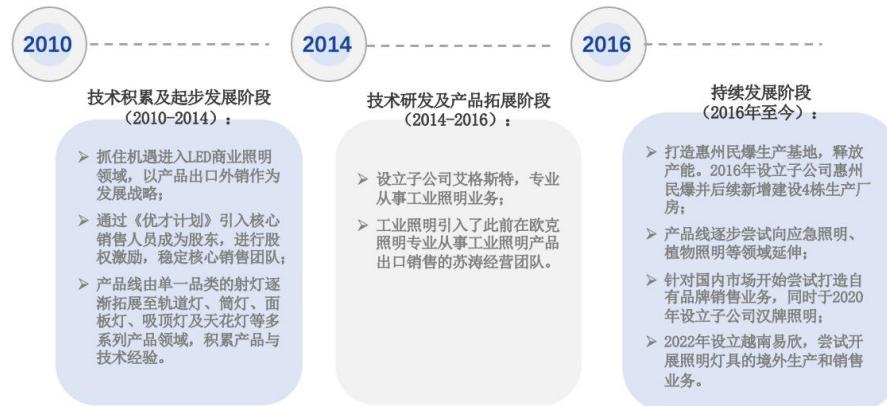
公司概况：专注 LED 照明出口的 ODM 商

专注 LED 绿色照明业务，定位于服务境外区域性客户的 ODM 制造商

民爆光电是一家专注于绿色照明业务领域的高新技术企业，主要从事 LED 照明产品的研发、设计、制造、销售及服务，致力于成为行业内一流的绿色照明产品制造商。成立十余年来，公司始终专注于服务境外区域性品牌商和工程商，并为客户提供商业照明和工业照明领域的 ODM 产品。

公司以服务境外区域性客户为主，以 ODM 方式提供差异化定制产品。有别于昕诺飞、欧司朗等国际照明品牌在全球市场上布局标准产品，公司立足于成为区域性品牌商、工程商客户稳定可靠的产品供应商，以 ODM 方式为境外客户提供差异化、个性化的定制产品，与国际照明品牌进行差异化竞争。凭借着丰富的产品开发制造经验和对各区域市场需求动态的精准把握，公司在产品整体开发方案、外观结构设计、照明光效设计、应用功能管理等方面具备坚实的基础和良好的竞争优势。目前公司已累计为客户提供开发并销售的产品超过了 40000 种，服务的客户超过了 4000 家，销售范围覆盖大洋洲、欧洲、日本、北美洲等境外主要发达国家和地区市场以及国内市场，合作的品牌客户包括远藤照明、岩崎电气、美国科锐、蓝格赛、盖维斯以及欧普照明等境内外知名企业，逐步成长为我国照明灯具出口行业排名前列的照明企业。

图1：公司发展历程：始终专注于 LED 照明领域，商业照明与工业照明双轮发展



资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司产品主要为 LED 照明灯具，应用于商业照明和工业照明领域。其中：

- 1) 商业照明：**民爆光电专业从事商业照明业务。产品包括吸顶灯、面板灯、天花灯、支架灯等，主要用于店铺、商场、办公等场所照明。2020-2022 年公司商业照明收入占比均在 54%-59% 之间。
- 2) 工业照明：**子公司艾格斯特专业从事工业照明业务，是工业照明出口领域的领军企业之一，旗下的工矿灯、泛光灯和路灯等主要产品出口排名均位居行业前茅。产品包括工矿灯、泛光灯、路灯等，主要应用于工业企业和道路设施的照明。2020-2022 年公司工业照明收入占比均在 41%-45% 之间。
- 3) 此外公司也逐步尝试在国内开展自有品牌“upshine”产品的销售，并于 2020 年设立了子公司汉牌照明，致力于为国内客户打造专业化的智能照明方案设计、**

灯具销售、售后维护等一站式照明服务。

表1：公司主要产品介绍

类别	产品名称	技术参数	产品用途	图例
商业照明	筒灯	功率:5-50W; 工作电压:100-240V; 色温:2,200-6,500K; 显指:80、90; 光效:80-120LM/W; 防护等级:IP54	主要用于店铺照明、商场照明等场所照明	
	吸顶灯	功率:10-35W; 工作电压:100-240V; 色温:2,200-6,500K; 显指:80、90; 光效:80-130LM/W; 防护等级:IP54	主要用于店铺照明、商场照明、办公照明等场所照明	
	面板灯	功率:10-60W; 工作电压:100-240V; 色温:2,200-6,500K; 显指:80、90; 光效:80~120LM/W; 防护等级:IP40	主要用于店铺照明、商场照明、办公照明等场所照明	
	天花灯	功率:5-25W 工作电压:100-240V 色温:2,200-6,500K 显指:80、90 光效:80-120LM/W 防护等级:IP54	主要用于店铺照明、商场照明等场所照明	
工业照明	支架灯	功率:10-45W; 工作电压:100-240V; 色温:2,200-6,500K; 显指:80、90; 光效:80-130LM/W; 防护等级:IP54	主要用于店铺照明、商场照明、办公照明等场所照明	
	工矿灯	功率:50-300W; 工作电压:100-240V/100-277V; 色温:2,200-6,500K; 显指:70、80、90; 光效:95~150LM/W; 防护等级:IP65	主要用于仓库、厂房、车间、体育馆、展览馆、收费站、港口、汽车站、高大厂房等场合照明	
	泛光灯	功率:30-240W; 工作电压:100-240V/100-277V; 色温:2,200-6,500K; 显指:70、80; 光效:105-160LM/W; 防护等级:IP65	主要用于广场、公园、港口、体育馆、展览馆、立交桥等场合照明	
	路灯	功率:30-150W; 工作电压:100-240V/100-277V; 色温:2,200-6,500K; 显指:70、80; 光效:100-135LM/W; 防护等级:IP66	主要用于主干道、高速路、桥梁、人行道等场合照明	

资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

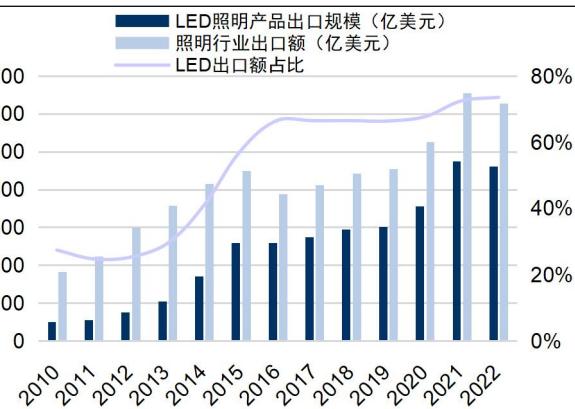
收入利润波动上行，差异化产品助增盈利能力

公司营收在波动中稳步增长。公司2020-2022年营收分别为10.59/14.97/14.65亿，同比分别-2.13%/+41.43%/-2.15%，年均复合增长率达13.27%。**2021年收入大幅增长主要受益于：**1)2021年我国LED照明行业出口额持续增长，同比达33.3%;2)2021年公司利用生产及供应链环节具备的优势，增加了生产线及扩大了人员招聘，同时惠州民爆四栋新厂房建成并达到投产条件，提高了生产能力;3)老客户采购规模稳定扩大，公司老客户收入占比保持在95%以上。2022年公司营收微降，主要系随着海外供应能力逐步恢复部分订单量逐步回归到境外，同时海外需求在高库存以及经济下行双重压力下有所回落。随着海外库存压力逐步消除，2023Q1公司营收回归双位数正增长，实现收入3.49亿/+11.30%。

公司2021年以来收入规模的表现变动趋势与行业基本一致。中国照明电器协会发布的《2020年中国照明行业出口情况报告》、《中国照明行业2021年出口综述及2022年展望》以及中国照明电器协会发布的《数字化回顾2022中国照明之外贸篇》显示，国内LED照明产品出口额2021-2022年分别同比增长33%、下滑2.8%，与公司收入规模的变动趋势较为吻合。

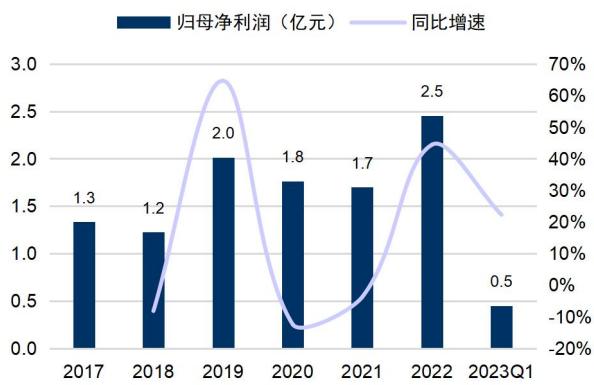
图2: 2017-2022年公司营收CAGR达13.3%


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 我国是全球LED照明产品第一大出口国


资料来源: 中国照明电器协会, 国信证券经济研究所整理

2022年以来公司净利润实现快速增长。2020-2022年公司归母净利润分别为1.77/1.70/2.45亿，同比分别-12.43%/-3.76%/+44.43%，年均复合增长率达12.97%。公司利润一方面受收入规模变化影响，此外汇率、原材料价格等因素亦产生重要影响，因此2021-2022年公司收入与利润增速存在一定背离。2021年在汇率、原材料价格双重压制下公司综合毛利率下滑5.93pct，同时股份支付、折旧摊销等带来管理费率提升0.53pct，导致2021年公司净利润增速下滑；2022年负面影响逐步消除叠加产品提价，公司净利润实现超40%的增长；2023Q1公司净利润延续较好增长态势，同比+22.26%至0.45亿。

图4: 2017-2022年公司归母净利润CAGR约13.0%


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率波动主要受到汇率、原材料影响


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

按产品分，公司收入主要来自商业照明及工业照明产品。2017-2022年公司商业照明收入占比稳步提升、工业照明收入占比略有下滑，2022年商业照明、工业照明占比分别为58.54%、41.37%，贡献公司主要收入来源。从绝对收入水平看，虽然2020-2022年公司照明产品均价有所波动，但整体看销量仍是驱动收入变化的主要因素。

分地区看，公司产品以外销为主，海外收入占比超95%。公司自成立以来就以出口销售作为发展战略，外销以海外发达国家和地区为主，2022年欧洲、大洋洲、亚洲（不含内销）以及美洲收入占比分别为43.84%、16.10%、21.27%、13.30%，虽然海外市场竞争激烈，但公司的无采购数量门槛要求及产品定制设计开发、快速供货能力使得在细分化、差异化领域上较强的满足了区域性品牌商和工程商客

户的需求，因此近年来外销整体实现了波动增长。内销方面，公司收入占比较低，保持在 5%以内，主要是面向欧普照明等国内照明企业以及境外客户在国内的代理采购商，此外还包含少量电商销售收入。

图6：商业照明与工业照明收入占比稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司国外收入占比超 95%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力：小批量、定制化的特点使公司具备较强盈利能力。2020-2022 年公司毛利率分别为 34.09%、28.16%、32.06%，由于公司以外销为主，产品销售以美元计价，因此美元对人民币汇率变动对毛利率的影响较大，**2021 年公司主营业务毛利率同比-5.92pct，其中汇率波动影响约 4.23pct、原材料价格上涨影响 1.47pct**，若剔除上述影响，公司毛利率整体保持在 30%以上；2022 年受益于调价及汇率正向影响公司毛利率+3.90pct 至 32.06%。

费用率方面，公司销售、管理、研发费用率整体稳定，2022 年分别为 5.35%、4.22%、5.41%，财务费用率波动较大，主要是受销售收款汇差下的汇兑损益波动影响，2022 年受人民币贬值影响财务费用率转负为-1.37%。

净利率方面，公司净利率主要随毛利率变化而波动，除 2021 年外整体保持在 14%以上，**净利润率水平与公司的业务模式相关**，尽管公司以 ODM 业务为主，但由于公司的客户主要为区域性品牌商和工程商，其对产品的定制化和差异化要求较高，而公司的研发设计、小批量供应能力均能够与客户需求进行较好的匹配，因此一方面能够获得高于传统通用照明代工行业的毛利率，另一方面相对稳定的客户关系也对费用率起到了稳定作用，进而保障了净利润率水平。

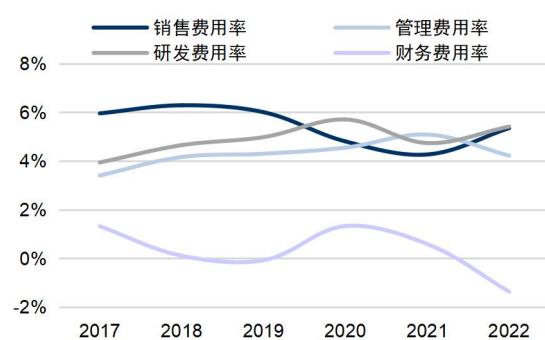
图8：公司毛利率一直维持较高水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：公司 2020 年毛利率下滑主要系受会计准则调整下的运费核算口径影响

图9：2017-2022 年公司期间费用率稳中有降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司现金流状况稳定。2020–2022年公司经营性现金流净额2.01/1.58/2.71亿元，经营性现金流净额与净利润的比值保持在90%–110%的水平，销售商品收到的现金占营收比例近三年均维持在90%–100%的稳定较高水平，公司整体经营性现金流状况良好。

图10：公司销售商品收到的现金占营收比例在90%以上



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：公司经营性现金流净额占净利润比重在90%–110%

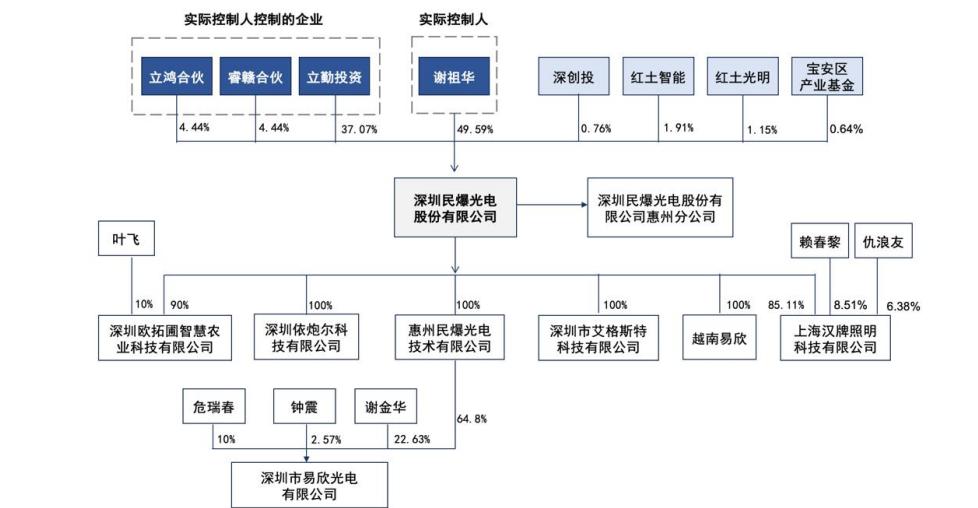


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

股权结构集中稳定，核心骨干激励充分

实际控制人谢祖华合计持股55.71%。截至2023年5月，谢祖华直接持有公司3892.50万股股份，占发行前公司总股本的49.59%，并通过公司员工持股平台立勤投资、睿赣合伙、立鸿合伙分别间接持有民爆光电0.02%、3.03%和3.07%的股权，合计持股55.71%，此外谢主明（系谢祖华之兄弟）通过睿赣合伙间接持有公司0.09%的股份。为了绑定核心销售人员以及合伙团队，公司共实施了两次股权激励，第一次股权激励在2013年–2015年实施完毕，主要通过代持股权赠予、直接向员工1元或1元/股转让股权方式实施；第二次股权激励主要在2018年实施，定价参考每股净资产价格，通过向员工转让睿赣合伙、立鸿合伙的合伙份额方式实施。

图12：民爆光电股权结构（发行前）



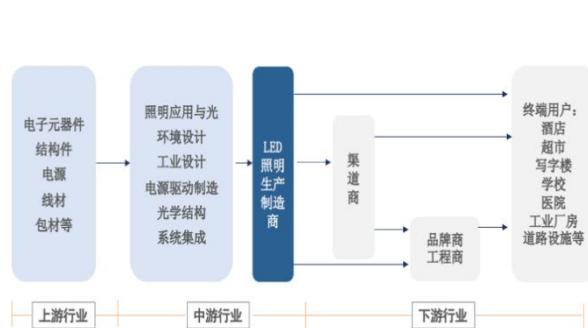
资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

LED 照明行业：下游应用领域众多，我国是主要生产基地

行业发展：下游细分应用领域众多，全球 LED 照明市场增长稳健

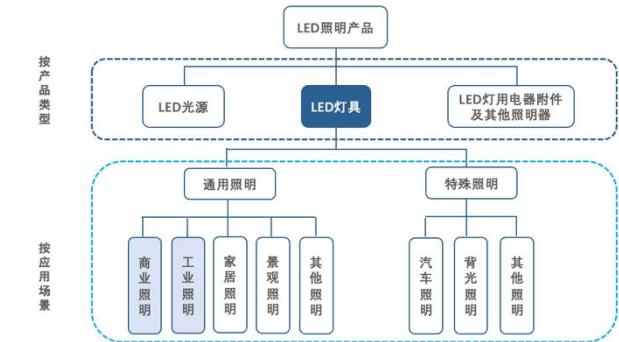
LED 照明产品制造处于行业中游，上游主要是电子元器件、结构件等原材料行业，下游为渠道商、工程商等客户以及终端消费用户。按产品类型分主要是 LED 光源、LED 灯具和 LED 灯用电器附件及其他照明器三大类，其中 LED 灯具的应用领域包括商业照明、家居照明、工业照明、汽车照明等多个细分领域，整体看 LED 照明下游应用领域较为广泛。

图13: LED 照明产品产业链



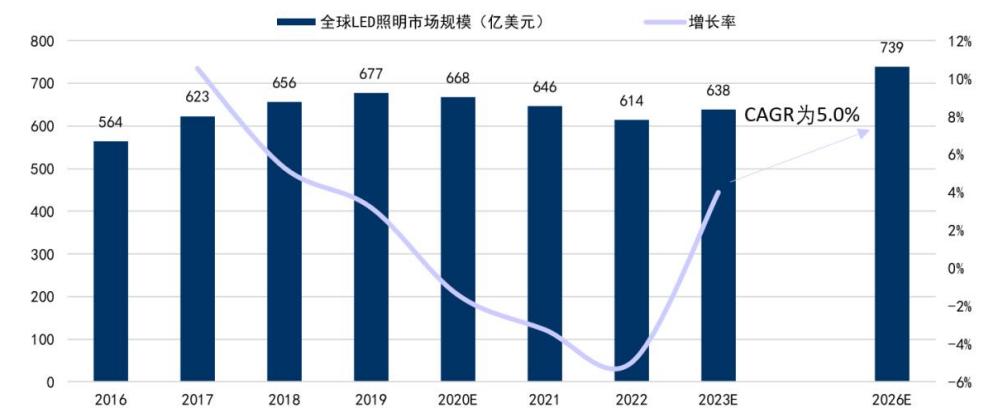
资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

图14: LED 照明下游应用领域广泛



资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

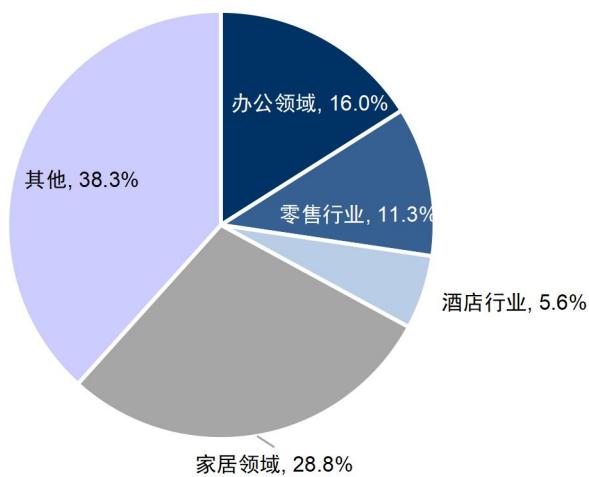
替代传统照明产品，近年全球 LED 照明市场实现稳健增长。为了提高能效、保护环境以及应对全球气候变化，2010 年以来各国加速淘汰高能耗的白炽灯，同时大力支持节能环保的 LED 节能照明产品的发展，美国、日本、韩国等多国相继推出国家半导体照明计划加大研发扶持力度。随着 LED 照明技术提升和价格的不断下降，LED 照明产品的市场规模实现快速增长，渗透率持续提升。Frost&Sullivan 数据显示，2016–2022 年全球 LED 照明市场以年均复合增长率达 6.3%，市场规模从 563.8 亿美元增长至 677.2 亿美元。根据 TrendForce 集邦咨询数据，2022 年全球 LED 照明行业规模达到 614 亿美金，同比下降 5%；2023 年受到全球健康节能照明产品需求增加等拉动，预计全球 LED 照明市场规模成长 4% 至 638 亿美元，2023–2026 年规模复合增长 5% 至 739 亿美金。

图15: 全球 LED 照明市场规模稳健增长


资料来源: Frost&Sullivan, TrendForce 集邦咨询, 民爆光电招股说明书, 国信证券经济研究所整理

注: 2016-2020 年数据来源于 Frost&Sullivan, 2020 年数据为 Frost&Sullivan 预估值; 2021-2026 年数据来源于 TrendForce 集邦咨询

分应用领域看, 商业领域、家居领域已成为全球 LED 照明最大的应用市场。据 Frost&Sullivan 数据, 2019 年商业照明的三个主要应用场景办公领域、零售行业以及酒店行业占全球 LED 照明市场的比重分别约为 16.03%、11.30%、5.58%, 合计达 32.91%, 整体市场规模约 222.85 亿美元; 家居领域占全球 LED 照明市场的比重为 28.77%, 市场规模约 194.82 亿美元, 整体看商业及家居市场规模大且增长稳健。

图16: 2019 年商业领域、家居领域已成为全球 LED 照明最大的应用市场


资料来源: Frost&Sullivan, 民爆光电招股说明书, 国信证券经济研究所整理

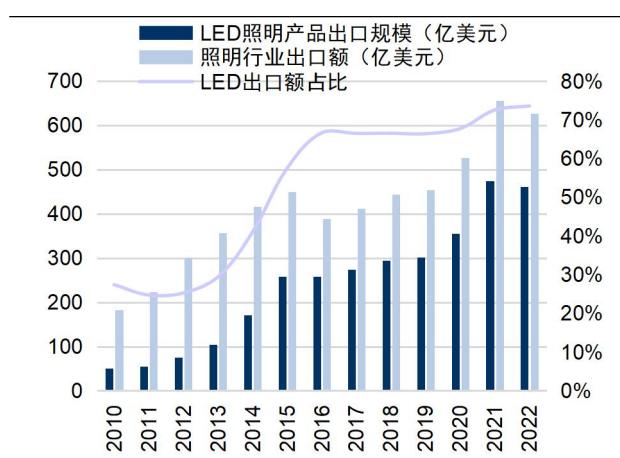
新兴细分应用场景催生差异化需求, 有望进一步打开市场潜力。随着 LED 通用照明领域渗透率持续提升, 工业照明、景观照明、健康照明等新兴细分市场解决方案也相继涌现, 当前 LED 照明个性化市场规模初具、渗透率处较低水平, 未来有望赋予照明行业新的增长点。以工业照明为例, 据 dialight 披露数据, 全球 LED 照明市场大约 500 亿英镑, 其中工业领域市场占比约 7%, 渗透率远不如室内、商业、办公等应用领域, 而当前工业照明中广泛应用高能耗光源 (如金卤灯、高压汞灯、白炽灯等), 节能减排、使用寿命更长的 LED 灯具有望对其形成替换, 此外健康照明、数字化工厂持续推进下的工业智能照明也成为行业新趋势, 长期看 LED 工业照明设备替换的广度和深度有望不断扩大, 未来发展前景广阔。

产业分布：我国是全球第一大生产基地，发达国家是主要出口地

全球 LED 照明产业已初步形成以北美、欧洲、亚洲为中心的产业格局。以美国、日本、德国等为代表的发达经济体具有 LED 照明先进装备和较完备的产业链体系，但受限于较高的人工、物流、供应链成本并未形成规模效应；在亚洲新兴市场国家中，以印度、越南等为代表的较晚发展 LED 照明产业的国家虽然具备一定产品制造能力，但是其产业链配套不完善，且还面临国家政治经济形势复杂、社会效率低下等问题，短期较难形成竞争力。

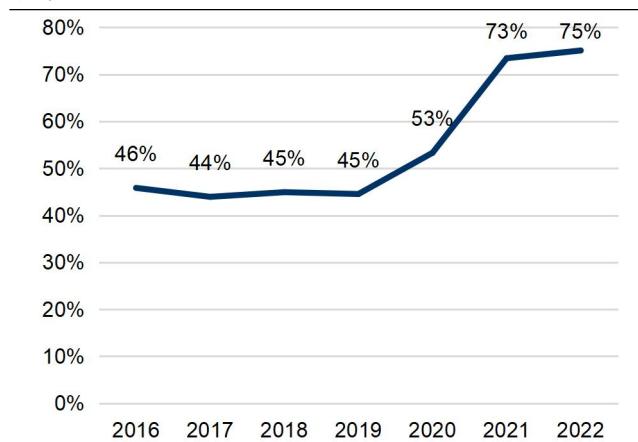
从全球产业分布看，当前我国已成为全球 LED 照明产品第一大生产基地。据中国照明电器协会数据，近年我国 LED 照明产品出口额逐年增加，从 2010 年约 50 亿美元增长至 2022 年的 461 亿美元，LED 照明产品出口额占照明电器行业出口额的比重由 2010 年的不足 30% 增加至 2022 年的 73.52%，已成为我国照明产品外销的主力军。2016 年至 2019 年，中国 LED 照明产品出口占全球 LED 照明产品消费市场（包括中国市场）的比重平均为 44.93%；2020 年国内疫情率先得到有效管控，全球 LED 照明产业向中国转移，2020 年中国 LED 照明产品出口占全球 LED 照明产品消费市场的比重提升至 53.31%，2022 年达到 75.08%。中国作为全球第一大 LED 照明产品生产国和出口国地位稳固。

图17：我国是全球 LED 照明产品第一大出口国



资料来源：中国照明电器协会，国信证券经济研究所整理

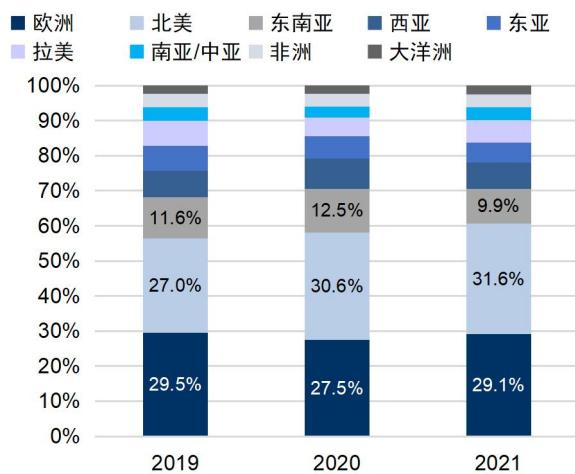
图18：2016-2022年中国LED照明出口占全球LED照明消费市场的比重



资料来源：中国照明电器协会，Frost&Sullivan，TrendForce 集邦咨询，国信证券经济研究所整理

注：2016-2019 年数据来源于中国照明电器协会，2020-2022 年数据由我国 LED 照明产品出口规模/全球 LED 照明市场规模计算得出

发达国家市场是我国 LED 照明产品的主要出口地。我国 LED 照明产品出口地以发达经济体和有潜力的新兴经济体为主，2021 年欧洲、北美以及东南亚的出口占比分别为 29.1%、31.6% 与 9.9%，为全球 LED 照明产品主要消费市场，需求维持强劲且稳定。从出口国家分布来看，2021 年传统出口地美国、欧洲依旧处于重要地位，美国市场仍是最大体量的单一照明外销市场，出口市场之首的地位不可动摇，2021 年增幅接近 35%；德国、英国、荷兰、加拿大、日本、法国和韩国也常年位居前列；值得注意的是，东南亚及中东等新兴经济体需求旺盛，中东地区的沙特市场、东南亚地区的越南市场需求快速增长。

图19: 欧洲、北美以及东南亚是全球 LED 照明主要出口地


资料来源：中国照明电器协会，国信证券经济研究所整理

图20: 2021 年中国 LED 照明产品出口前十地


资料来源：中国照明电器协会，国信证券经济研究所整理

竞争格局：格局高度分散，民爆光电在出口企业中处于领先地位

全球 LED 照明企业数量众多，竞争格局高度分散。由于 LED 下游应用领域众多且进入门槛相对较低，全球参与者众多且分散，市场竞争激烈。分层次看，美国、欧洲、日本等发达国家 LED 照明技术较为领先，诞生了较多照明行业的百年巨头（如昕诺飞、日亚化学等），且主要深耕于高端市场。近年随着我国 LED 照明产业核心技术不断突破，我国本土企业竞争优势凸显，欧美企业纷纷退出中国地区通用照明业务，内资照企通过并购整合进一步构筑自身核心竞争力并参与全球市场。

海外市场主要以国际知名品牌、国际连锁渠道商以及进口国区域品牌商为竞争主体。以民爆光电主要的境外销售区域欧洲、澳大利亚、日本等发达国家/地区来看，海外 LED 照明行业的竞争玩家分为两类：

- 1) 昕诺飞、欧司朗等为代表的国际品牌商和宜家、家得宝、沃尔玛等为代表的国际连锁渠道商，批量生产产品后通过全球销售渠道进行推广销售，产品更多体现常规、通用性特点，但与终端用户尤其是商业照明、工业照明用户对产品的多样化、个性化诉求存在差距。
- 2) 进口国的区域品牌商，如美国科锐、法国蓝格赛、日本岩崎电气等，产品销售聚焦本地市场及终端客户，通过产品多样化、个性化特点与国际品牌商等进行差异化竞争，但整体产品销售量相较国际知名品牌较小。

表2: 海外主要市场 LED 照明行业竞争玩家

出口国	所在国照明市场情况	所在国照明工业代表性公司	公司介绍
日本	日本本土的照明产品制造业非常发达，产业链配套完善，制造工艺先进。下游应用厂商方面，除了享誉全球的松下、东芝之外，光源方面包括日电、日立、夏普、三菱等，被誉为 HID 专	远藤照明	远藤照明于 1967 年在日本大阪成立，是一家拥有 40 多年历史的照明设备制造公司，在商业设施领域已经成为日本最大的照明厂家。营业点以东京为首遍布日本，共有 26 家，工厂设在泰国和中国昆山。近年来在商业设施、公共设施、办公楼、住宅、景观等各个领域，远藤照明都以其卓越的技术和极高的品质而得到广大用户的认可和市场的认同。

	家的岩崎电气；灯具方面，远藤照明、小泉、大山等各具特色。	岩崎电气	岩崎电气是一家全球照明产品和工业系统供应商。
		Dynalite	Dynalite 公司成立于 1989 年，并已成为一个杰出的照明控制公司，同时，拥有能源管理、建筑自动化、建筑照明控制、家庭自动化，以及住宅应用的照明解决方案。该公司在澳大利亚、英国、中国和迪拜都设有办事处，拥有约 130 名员工。
澳大利亚	澳大利亚本土照明制造业并不发达，澳大利亚照明协会的会员单位也绝大部分来自当地的照明经销商。因此澳大利亚的照明产品大量依赖进口，其中绝大多数产品来自中国。澳大利亚本土的照明产品厂商，具有代表性的是被飞利浦收购的 Dynalite 公司和为 GE 收购的 Daintree 公司。	Daintree	Daintree 公司创建于 2003 年，设计研发出的可进行光线及温度调控的开源、标准化无线系统 Controlscape，已经应用于美国的 1000 多家中小商业建筑，大客户包括亚利桑那国家银行、United Stationer 等。
		科锐	科锐成立于 1987 年，是美国上市公司，集全球 LED 外延、芯片、封装、LED 照明提供解决方案、化合物半导体材料、功率器件和射频于一体知名制造商。科锐于 2019 年向 IDEAL INDUSTRIES 出售了其照明产品业务部门（“Cree Lighting”），包括用于商业、工业和消费者应用的 LED 照明灯具、灯泡以及企业照明解决方案业务。
美国	美国本土照明制造业也很发达，产业链配套亦相当完善。下游应用厂商方面，在全球营收前十的照明公司中，美国即占据了半壁江山，包括从中上游借势进入下游的 CREE，几大传统灯具公司 Acuity Brands, Hubbell Lighting 和 Cooper Lighting (被 Eaton 工业集团收购)，以及通用电气 GE，和体育场馆照明专家玛斯柯 (MUSCO)。	GE	美国通用电气公司 (GE) 是世界上最大的多元化服务性公司，从飞机发动机、发电设备到金融服务，从医疗造影、电视节目到塑料，GE 公司致力于通过多项技术和服务创造更美好的生活。
		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，飞利浦照明在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。
德国	德国本土照明制造业很发达，产业链配套相当完善，以设备水平发达和制造工艺精湛著称。下游应用方面，拥有享誉全球的两大照明公司之一的 OSRA；灯具方面，代表企业有 ERCO 和 BEGA。	MUSCO	自 1976 年以来，Musco Lighting 一直专注于设计和制造世界各地的体育和交通/基础设施照明解决方案。
		OSRAM	OSRAM 始创于 1919 年，总部位于德国慕尼黑，2013 年从西门子分拆出来独立 IPO，其早先拥有五大事业部：CLB (传统照明及镇流器)、LLS (LED 照明及系统)、LSS (照明解决方案与系统)、SP (特种照明) 和 OS (光电半导体)。2016 年，其将 CLB 和 LLS 两个通用照明事业部拆成立新公司朗德万斯，以 5 亿欧元卖给了木林森牵头的中国资本。
法国	/	ERCO	ERCO 是国际领先的建筑照明专家，采用 100% 的 LED 技术。这家家族企业总部位于德国的吕登沙伊德，现在作为一家全球性企业，在全球 55 个国家/地区拥有独立的销售组织和合作伙伴。ERCO 成立于 1934 年，在 1960 年代率先在整个欧洲开展建筑照明，ERCO 全球约有 1,000 名员工。
		BEGA	70 多年来，BEGA 一直在为建筑领域开发和生产高质量的灯具。
		蓝格赛	蓝格赛是全球性的能源产品和服务专业经销商，主要服务于工业应用、商业应用和民用市场。蓝格赛的业务遍及全球 25 个国家，拥有 2,200 多个销售网点，共有 3 万多名员工。2020 年蓝格赛全球总销售额达到了 125.9 亿欧元。

资料来源：中国照明电器协会报告《日本照明市场分析》《澳大利亚照明市场浅析》《美国照明市场分析》《德国照明市场分析》；各公司官网，民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

注：其中日本远藤照明和岩崎电气、美国科锐、德国朗德万斯以及法国蓝格赛等均是民爆光电的境外主要客户

基于国内完善的 LED 照明产业链，国内厂商主要以 ODM/OEM 方式参与全球竞争。
基于 LED 照明灯具行业高度分散化的竞争格局，国内照企近年来亦持续拓展境外市场，但经营模式各有差异。

- 1) **阳光照明、立达信**等企业资金实力雄厚且较早进入了国际品牌商、国际连锁渠道商的供应链体系，为其提供 ODM/OEM 代工产品，产品销售额规模较大，且大客户的占比相对较高；
- 2) 以**民爆光电**为代表的照企则以服务海外的区域性客户为主，客户较为分散，通过 ODM 方式提供差异化定制产品来开展差异化竞争。

表3：国内主要LED照明出口企业

名称	2022年收入	简介
立达信	2022年总营收75.57亿元；其中照明产品及配件业务合计收入50.53亿元，占比66.86%。	成立于2015年，2021年上市，专注于绿色照明、智能家居及智慧建筑等物联网领域的高新技术企业，主要从事LED照明产品、智能家居和智慧建筑等物联网领域产品的研发、制造、销售及服务，致力于成为一流的家居和商业空间综合的物联网解决方案提供商。在绿色照明领域，立达信以直销为主，主要为境外客户提供ODM产品。
光莆股份	2022年总营收8.26亿元；其中半导体光应用业务收入5.77亿元，客户代工和少量自主品牌的方式销售照明产品。占比69.82%。	成立于1994年，2017年上市，主要从事半导体光应用产品的研发、制造和销售。通过为客户提供代工和少量自主品牌的方式销售照明产品。其销售模式采用直销为主，且以境外市场为主。
阳光照明	2022年总营收37.31亿元；其中LED灯具产品收入27.14亿元，占比72.74%。	成立于1975年，2000年上市，主营业务为照明电器的研发、生产和销售，主要产品为普通照明用的绿色照明产品。阳光照明以外销为主，通过为境外照明批发商、境外连锁型终端超市等客户代工和自营方式销售照明产品，国内市场销售模式为经销模式。
民爆光电	2022年总营收14.65亿元。	成立于2010年，专注于绿色照明业务领域的高新技术企业，主要从事LED照明产品的研发、设计、制造、销售及服务，始终专注于服务境外区域性品牌商和工程商，并为客户提供商业照明和工业照明领域的ODM产品。

资料来源：民爆光电招股说明书，各公司公告，国信证券经济研究所整理

民爆光电在我国LED照明灯具出口型企业中居于领先地位。据中国照明电器协会数据，2019年我国LED灯具出口企业中立达信、阳光照明以及民爆光电均排名前四，出口金额分别约为3.02亿、2.48亿、1.4亿美元，在行业中的占比分别为1.23%、1.01%、0.57%。作为我国LED照明灯具出口领先企业之一，民爆光电多年来在照明灯具的出口排名、主要商业/工业照明灯具单项产品的出口排名中也均居于前列。根据中国照明电器协会组织开展的“2022年度中国照明电器行业企业评价”，民爆光电位列“2022中国照明电器行业竞争力20强企业”。

图21：2019年中国LED灯具出口TOP20企业中民爆光电排名靠前


资料来源：中国照明电器协会《2019年中国照明行业运行情况报告》，民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

随着LED相关技术日益成熟，当前LED照明产品的性能和成本已基本满足照明需求，技术壁垒已大幅降低，而与此同时下游细分领域各不同的使用场景也提出了更高的差异化和个性化需求。展望未来，拥有快速响应与客户服务能力的企业有望进一步积累客户并开拓海外市场，因此进入海外市场的壁垒更多体现在满足客户差异化需求的产品开发壁垒、配套服务壁垒以及海外市场的资质认证壁垒。

1) 产品开发壁垒：商业及工业照明产品的设计和开发需要建立在充分了解客户对产品定位和功能特点的基础上，结合客户应用场景、文化习俗和消费行为等特征

进行针对性的产品差异化设计，因此要求在照明产品设计方面具备一定技术、经验和人才储备以及对下游行业经营特点有长期的经验积累。

2) 配套服务壁垒：商业及工业照明客户注重差异化产品的配套服务，产品定位、方案设计、应用场景分析、销售的过程服务和售后质量保障等因素都是影响客户对产品提供商选择的重要考量指标。行业潜在进入者往往因缺乏经验造成配套服务能力不足，导致其服务质量在市场竞争中处于劣势，进而面临服务能力壁垒。

3) 资质认证壁垒：欧洲、美国、日本、澳大利亚等海外市场一直是我国 LED 照明产品出口企业的主要市场，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。随着 LED 照明技术的日渐成熟，LED 照明产品应用将越来越普遍，不同国家和地区对其相应的法规和认证标准也将更为严苛。

表4：全球主要 LED 照明灯具进口市场的准入资质要求

国家/地区	资质认证
美国	UL 认证、FCC 认证
加拿大	UL 认证
日本	PSE 认证
欧洲	CE 认证、TUV 认证
澳大利亚	C-TICK 认证、SAA 认证
沙特阿拉伯	CB 认证

资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司分析：产品为基、销售主导，深耕 LED 照明行业

建立完整的 LED 照明技术体系，涵盖设计研发检测认证等全环节

公司从单一的射灯产品做起，逐步渐拓展至轨道灯、筒灯、工矿灯等工商业照明产品，建立起完整的 LED 照明技术开发体系。公司深耕工商业照明领域，需要提供差异化、个性化的定制产品，因而研发创新对企业发展较为关键。公司打造了一支对行业技术发展和境外各区域市场产品特点有深入理解的专业研发团队，并建立通过 SGS 认证和 TUV 认证的专业 CTF 照明检测实验室，拥有发明专利 21 项，实用新型专利 340 项，外观设计专利 336 项。在 LED 照明的设计、研发、测试及认证等技术环节，公司均建立了完整的技术体系，研发出灯具系统的热量管理、灯具系统的二次光学设计等核心技术，提升产品的光效、寿命等性能。

表5：公司核心技术使得产品具备更优异的性能

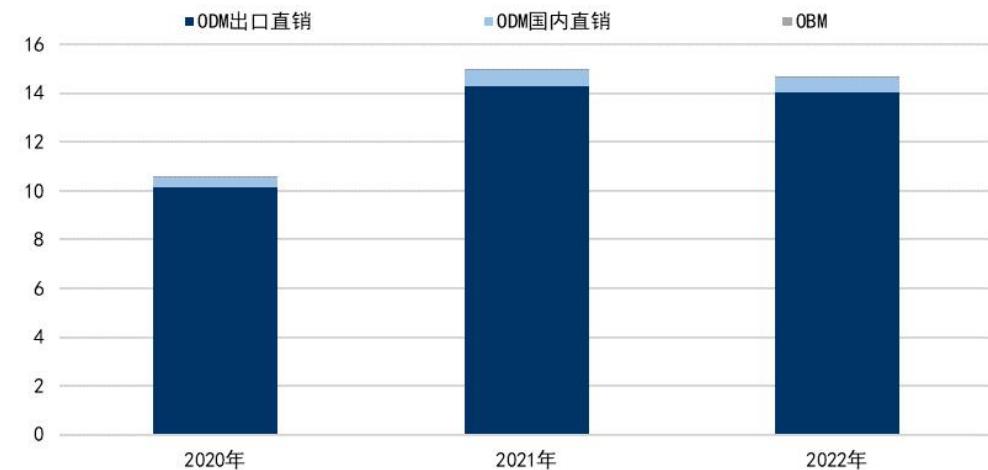
序号	核心技术	技术特性	技术来源	先进性		所处阶段	应用与贡献情况
				公司参数	行业标准参数		
1	灯具系统的热量管理	LED 是温度敏感器件，当温度上升时，其效率急剧下降，所以系统结构设计及散热技术开发也是 LED 应用需面对的课题。由于强制空气冷却通常在光源中是不可取的，所以随着输入电功率的提高，散热片和其他增强自然对流冷却的方法就在 LED 灯设计中发挥日益重要的作用，能大力提高 LED 灯的散热效率，延长 LED 灯的寿命	自主研发	1、在使用环境 45℃度的情况下，LED 负极温度低于 85℃ 2、在 25℃环境下使用寿命远大于 50,000 小时	1、在使用环境 40℃度的情况下，LED 负极温度低于 90℃ 2、在 25℃环境下使用寿命 50,000 小时	量产阶段	所有产品

2 灯具系统的 二次光学设 计	公司的 LED 灯具系统摒弃传统灯具加上 LED 发光模组的组装方式, 充分考虑其光学特性, 为 LED 发光模组专门设计不同的灯具。光学系统设计内容主要包括: ①根据照明环境的需求, 设计不同的角度光学系统②将若干个 LED 发光二极管组合设计成点光源、环形光源或面光源的“二次光源”, 根据组合成的二次光源, 进行模拟仿真, 得出最优的光学系统	自主研发	1、光斑更加均匀 2、出光效率达 93% 以上 3、眩光小, UGR<16	1、出光效率 88% 2、UGR 在 19-25 之间	量产阶段	筒灯、射灯、轨道灯
3 大功率灯具 高温环境散 热设计	温度直接影响灯具的使用寿命, 特别是在极端高温场合, 灯具使用寿命受到极大限制。公司针对在 70°C 环境下使用的灯具, 对光源和电源采用分离及加强散热, 保证光源及电源在高温下的长寿命	自主研发	功率 200W, 使用环境为-30°C 至 70°C 度的情况下, LED 光源和电源使用寿命大于 60,000 小时	功率 200W, 使用环境 50°C 的情况下, LED 光源和电源使用寿命大于 50,000 小时	量产阶段	工矿灯
4 大功率工矿 灯高光效设 计	市场上提高灯具光效的方式, 大多是通过降低光源的使用电流提高光效。公司在此基础上, 通过二次光学设计来控制光的方向, 减少杂散光的损耗、同时在光源板和光学器件之间增强反射, 使光尽可能多的射出灯具, 从而提高出光效率	自主研发	功率 200W, 在 25°C 环境下, 透镜出光效率 94%, 光效 200LM/W	功率 200W, 在 25°C 环境下, 光效 135LM/W	量产阶段	工矿灯
5 灯具测算仿 真设备及技 术	该技术通过公司建立的专业光学实验室(含大型分布光度计积分球等测试设备), 测试得出 LED 灯具的光色参数(如光通量、色温、显指、功率、色坐标、颜色分布、颜色饱和度、逼真度、眩光、自主研 CO1、光谱分布等)和灯具的三维空间的光分布等。然后通过专业的场景灯光设计软件对场景进行灯光设计, 模拟灯具安装后的灯光效果	自主研发	通过软件配合测算设备, 测算仿真灯具安装后的真实灯光效果	根据灯具光通量初步计算所需灯具参数	量产阶段	所有产品
6 IOT 智能调 光调色电路	通过无线组网技术对灯具进行连接, 采用融合网关、动能开关、场景面板、触屏控制器、传感器组成照明物联网, 实现照明的智能控制电路。①以无中心、自由组网、无线形式进行“物”与“物”之间直接通信; ②通过融合网关, 实现照明物联网与内部 IP 网的互联互通; ③IOT 云端管理服务器、监控大屏、管理计算机或移动管理终端, 实现对照明灯具的远程管理与控制	自主研发	1、智能照明系统实现多种传感器与灯具联动 2、非隔离方案实现低成本, 小体积 3、稳定性好, 可实现 30m 以内控制	1、只与光感和红外感应器联动 2、体积较大, 无线成本较高 3、平均控制距离为 10m 左右	量产阶段	面板灯、筒灯、吸顶灯

资料来源: 民爆光电招股说明书, 国信证券经济研究所整理

以 ODM 海外直销为主, 客户较为分散

公司以直销方式进行买断式销售, ODM 出口占比 96%, 国内 DOM 占比 4%, 还有少部分 OBM 业务。公司创立之初, 差异化定位于境外区域品牌商, 从而避开标准化产品的激烈竞争, 形成目前以海外 ODM 直销为主的销售模式。1) 在海外 ODM 销售模式中, 公司采用买断式销售的方式为客户提供定制产品, 贴客户的品牌或者无牌出口给客户自行贴牌, 不通过中间商环节, 向境外客户直接销售照明灯具产品。2) 国内 ODM 销售客户主要为欧普照明, 公司为其定制开发用于出口欧洲市场的商业照明灯具, 此外还销售给部分境外客户的国内代理采购商。3) OBM 销售模式通过国内电商平台销售公司自有品牌“upshine”和“HANPAI”的产品, 均处于起步阶段, 2022 年营收占比 0.04%。

图22: 公司以ODM出口直销为主(亿元)


资料来源: 民爆光电招股说明书, 国信证券经济研究所整理

公司的下游客户为工商业照明的品牌商及工程商、渠道商, 客户数量非常多。公司定位于区域性中小品牌商、工程商, 购买门槛低, 客户群体众多。公司多年来录入销售系统的客户数量高达4万家, 其中仍有邮件沟通的高达8000家, 2020-2022年发生交易的客户超过4000家。因而公司对单一客户的依赖度并不高, 2022年公司前五大客户为岩崎电气、GSS、依沃特、TECNOLITE、远藤照明, 营收占比分别为4.4%/3.1%/2.9%/2.8%/2.8%, 占比较为分散。

表6: 公司收入来源分散

期间	客户名称	销售内容	销售金额(万元)	占比
2022年	岩崎电气及其关联公司	工矿灯、泛光灯、路灯、线性厂房灯等	6,501.34	4.44%
	GSS及其关联公司	工矿灯、泛光灯、路灯、线性厂房灯等	4,584.60	3.13%
	依沃特及其关联公司	面板灯、筒灯、吸顶灯、天花灯等	4,249.22	2.90%
	TECNOLITE及其关联公司	面板灯、筒灯、吸顶灯、天花灯等	4,144.69	2.83%
	远藤照明及其关联公司	面板灯、筒灯、吸顶灯、天花灯、工矿灯、泛光灯、路灯等	4,117.09	2.81%
	合计		23,596.94	16.11%
2021年	GSS及其关联公司	面板灯、筒灯、吸顶灯、天花灯等	5,599.86	3.74%
	依沃特及其关联公司	面板灯、筒灯、吸顶灯、天花灯等	5,379.55	3.59%
	朗德万斯及其关联公司	泛光灯	3,718.74	2.48%
	远藤照明及其关联公司	工矿灯、泛光灯、路灯、线性厂房灯等	3,481.87	2.33%
	LITED	面板灯、筒灯、吸顶灯、天花灯等	3,439.52	2.30%
	合计		21,619.54	14.44%
2020年	AURA LIGHT	工矿灯、线性厂房灯等	3,877.16	3.66%
	GSS及其关联公司	面板灯、筒灯、吸顶灯、天花灯、工矿灯、泛光灯、路灯、线性厂房灯等	3,572.87	3.38%
	依沃特及其关联公司	面板灯、筒灯、吸顶灯、天花灯等	3,522.59	3.33%
	岩崎电气及其关联公司	工矿灯、泛光灯、路灯、线性厂房灯等	2,950.90	2.79%
	NIKKEN	灯管、轨道灯等	2,470.42	2.33%
	合计		16,393.94	15.49%

资料来源: 民爆光电招股说明书, 国信证券经济研究所整理

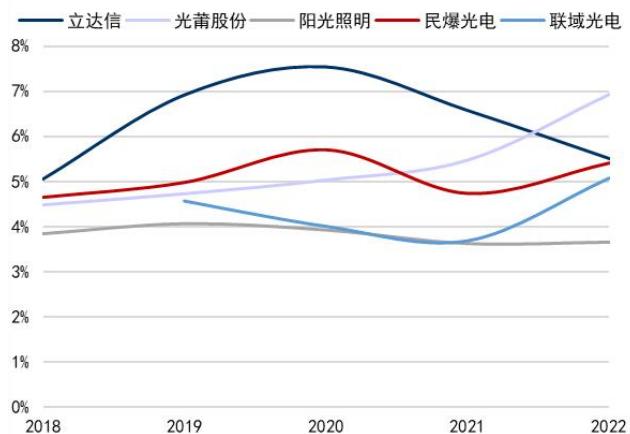
竞争优势: 产品品质好、销售体系强大, 逐渐扩大客户覆盖面

1、研发投入力度较大, 拥有专业快速响应的研发团队

公司持续保持较大力度的研发投入, 不断开发新技术、新产品以满足客户需求。公司下游客户较为多元, 面对的需求是个性化、定制化的, 因而公司持续进行研

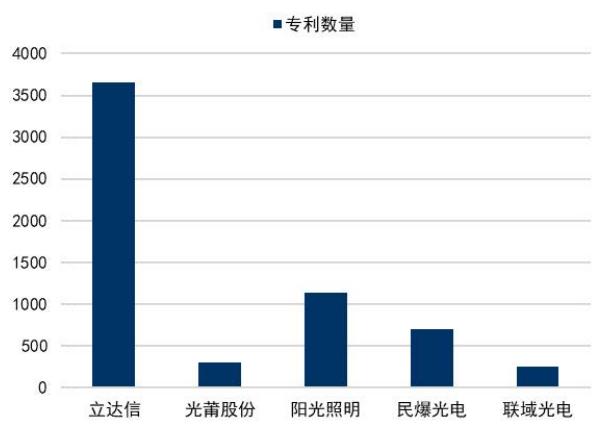
研发投入，为客户提供灯具外观定制化设计、照明光效设计、应用功能集成等服务，并开发符合客户个性化需求的产品。多年来，公司已累计开发并销售超过 4 万种产品，在出口型照明企业中处于领先地位；客户遍布欧洲、北美、大洋洲及日本等全球市场，拥有专利技术超 600 项。2022 年公司研发费用率达到 5.4%，处于行业中上游水平。

图23: 公司的研发投入位于行业中上水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图24: 公司的专利数量处于行业中游



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司已搭建起完整的 LED 照明技术开发体系，拥有专业的研发技术团队，能实现对客户需求的快速响应。公司的照明技术开发体系能支撑从设计、测试到认证的完整流程：1) 在设计阶段，公司能够进行产品的工业设计、结构设计、光学设计、散热设计、LED 灯板设计、LED 驱动电源设计、LED 智能控制系统设计、模具设计；2) 在测试阶段，公司能够进行产品的光学参数测试和验证、电学参数的测试和验证、辐射和抗辐射性能的测试和验证、可靠性测试和验证、耐候性的测试和验证；3) 在认证阶段，公司已经搭建国际知名第三方检测机构德国 TUV 实验室授权的 CTF 实验室，可以在公司内部对产品进行国际通用标准的测试和验证，从而大幅加快产品的开发速度。其次，公司的核心技术研发人员在公司均有长期稳定的任职，也通过股权激励进行绑定。**完整的技术开发体系+成熟专业的研发团队，保证公司在面临下游客户个性化需求的时候，能实现快速应变，研发出符合客户要求的产品。**

表7: 公司核心技术人员在公司均有 7 年以上的任职经验

姓名	职位	工作履历
苏宗才	研发经理	1986 年 8 月出生，本科学历。2010 年 12 月至 2011 年 11 月任深圳北极科技有限公司电子工程师；2011 年 11 月至 2012 年 8 月任深圳市莱帝亚照明有限公司电子工程师；2012 年 10 月至今任公司研发经理。苏宗才先生是公司多项专利发明人之一，同时为“深圳市宝安区高层次人才”。
魏小兵	产品经理	1983 年 11 月出生，大专学历。2006 年 7 月至 2007 年 12 月任东莞长安沙头义辉电器制品厂助理工程师；2008 年 1 月至 2010 年 8 月任轻子灯饰（深圳）有限公司结构工程师；2010 年 8 月至 2012 年 5 月任深圳市友亿成照明有限公司研发主管；2012 年 6 月至 2013 年 6 月任深圳市洲明科技股份有限公司高级工程师；2013 年 6 月至今任公司产品经理。魏小兵先生是公司多项专利发明人之一。
苏涛	董事、副总经理	1985 年 9 月出生，本科学历。2009 年 12 月至 2010 年 4 月任广州万晶半导体照明科技有限公司外贸销售员；2012 年 8 月至 2015 年 12 月，任深圳市欧克照明有限公司执行董事、总经理；2010 年 7 月至 2016 年 5 月担任 OK LED LIGHTING LIMITED 董事；2016 年 1 月至今任公司副总经理；2017 年至今兼任依炮尔监事；2014 年至今兼任艾格斯特监事。

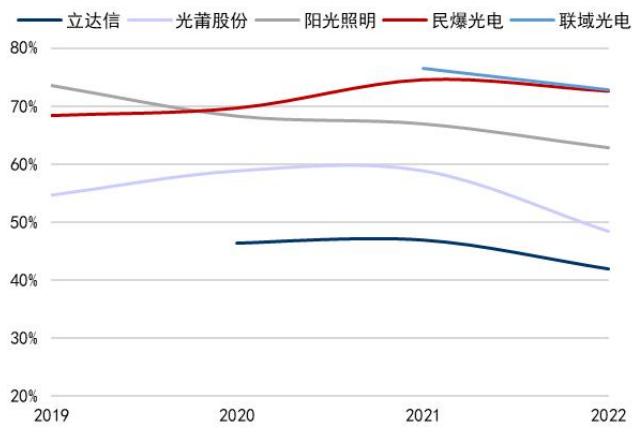
资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

图25: 公司研发人员数量稳步提升, 占比保持稳定

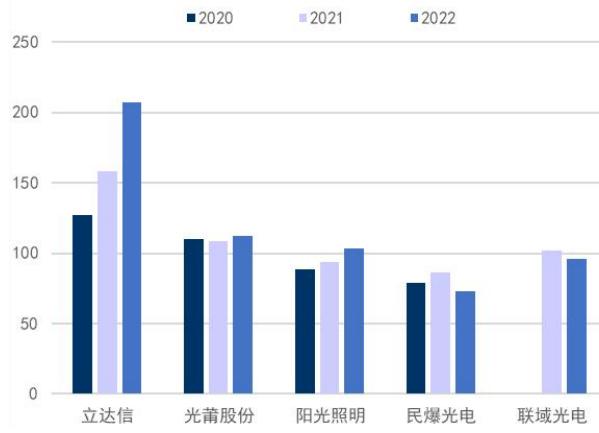

资料来源: 民爆光电招股说明书, 国信证券经济研究所整理

2、打造出柔性高效的组装式生产模式

公司下游客户多、订单小批量, 难以大规模生产, 公司通过多年的积累, 探索出“以单定产”的柔性生产模式。为更好的满足境外区域品牌商、工程商多批次、小批量的订单诉求, 公司接单不设置起订量门槛, 以承做中小订单为主。为了应对订单量较小的情况, 公司生产工序中除灯板制造工序中使用部分机械化设备生产以外, 电源制造、成品组装、成品包装等工序均以人工组装生产为主。人工组装生产能够灵活切换生产线, 不受单批次起始生产量限制, 可以进行规格型号多、批量小的组装生产。公司自 2010 年设立以来, 一直通过该种生产方式为客户提供多批次、小批量产品, 积累了丰富的生产经验、品质管理经验, 有序组织生产, 实现快速供货。

图26: 公司的生产人员占总员工比例处于行业较高水平


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图27: 公司生产人员人均创收存在提升空间


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 生产人员人均创收=营业收入/(前年生产人员数量+当年生产人员数量)/2)

3、通过全球多国认证, 拥有全流程的质量控制体系保证产品品质

海外市场对照明灯具的准入资格有着严格的要求, 以确保其进口 LED 照明灯具的质量和安全性, 且各国之间的认证标准都存在一定的差异。目前公司已取得全球

主要国家/地区的市场准入许可，产品已通过美国 UL 和 FCC 认证、澳大利亚 SAA 和 C-TICK 认证、欧盟 CE 认证、德国 TUV 认证、日本 PSE 认证和 CB 等相关国际认证，且通过了各销售地的安全检测，公司产品销往海外不存在障碍。

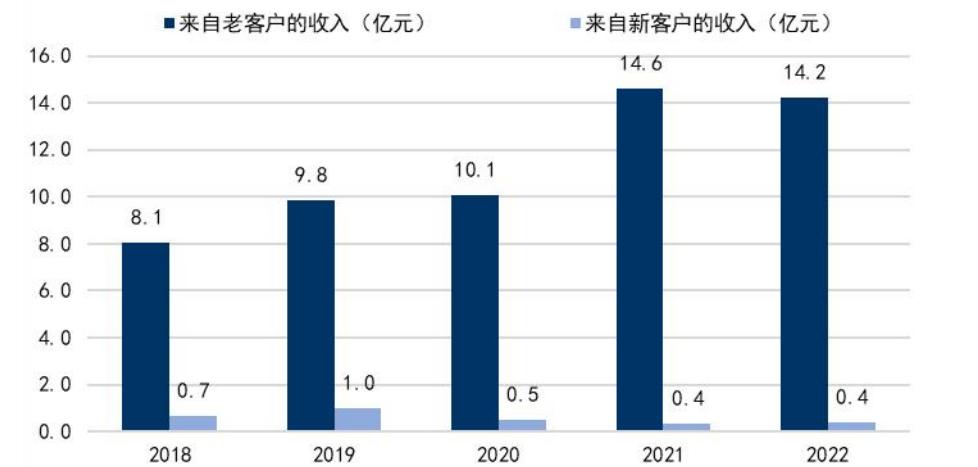
表8：公司已通过全球主要市场的 LED 照明认证

国家/地区	资质认证	公司是否通过
美国	UL 认证、FCC 认证	是
加拿大	UL 认证	是
日本	PSE 认证	是
欧洲	CE 认证、TUV 认证	是
澳大利亚	C-TICK 认证、SAA 认证	是
沙特阿拉伯	CB 认证	是

资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

海外 LED 灯具安装成本高，对质量要求严格，公司通过全流程的质量控制，保障产品的品质，与客户建立长期合作。公司的产品主要销往发达国家，这些地区人工成本较高，而 LED 照明灯具需要专业电工进行安装，如产品质量出现问题，售后维护和更换的成本较高，所以境外客户较为注重产品品质和优质的售后保障。公司在前期研发设计阶段便开始着重保证产品品质，进行样机测试；在生产过程中，从零部件的采购到成品的组装，均需要进行多项测试，并对产成品的可靠性和耐候性进行测试，保证产品在较为复杂的条件下依然能稳定长时间运行。公司对品质的保证也赢得了诸多客户的信赖，2020 年以来，虽然国内外交流不畅，但公司来自老客户的订单连续不断，老客户收入占比均在 95%以上。

图28：公司来自老客户的收入占比较高且增长较为稳定



资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

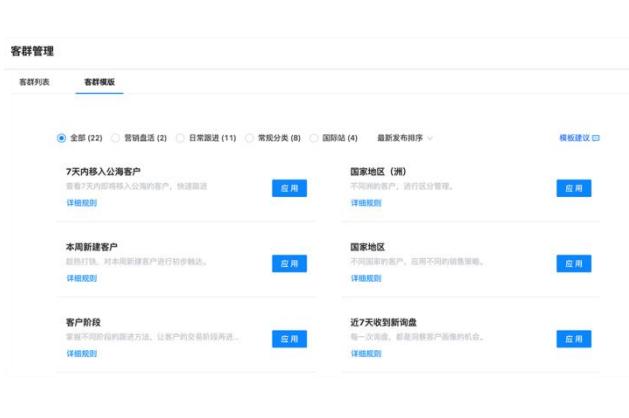
注：新客户是指当年新增客户，老客户是指当年之前已经合作客户。老客户合并范围内的关联方与本公司发生的当期新增交易视同老客户收入。

4、管理精细化，销售团队激励充分

公司下游客户数量多，开发及维护客户的需求较大，因而公司较早建立了客户管理系统，同时也对销售人员进行充分激励。公司采用小满客户管理系统对客户进行开发、录入、维护和管理，通过 10 年的累计，系统中共有客户数量超 4 万家，其中超 8000 家仍有密切的邮件往来。深厚的客户积累及完备的销售系统为销售人员的客户开拓提供了良好条件。为了充分利用上述客户资源，公司对销售人员进行了大力度的股权激励措施，公司在设立初期通过《优才计划》引入核心销售人

员成为股东，对 7 名核心销售人员进行激励，后续又通过睿赣合伙、立鸿合伙两个员工持股平台对 20 余名销售人员进行激励。

图29: 小满客户管理系统



资料来源：小满 OKKI CRM 官网，国信证券经济研究所整理

图30: 公司销售人员数量稳步增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

募投项目扩充产能，提升研发实力

公司产能利用率和产销率基本在 100%左右。截至 2022 年底，公司共有商业照明产能 960 万套、工业照明产能 102 万套，2022 年产能利用率为 103.65%和 99.48%，产销率分别为 104.18%和 100.68%，产能有所紧张。

表9: 公司的产能利用率基本超过 100%

产品 (万套)	2022 年度			2021 年度			2020 年度		
	产量	产能	产能利用率	产量	产能	产能利用率	产量	产能	产能利用率
商业照明	995	960	103.65%	1,307	1,110	117.71%	857	792	108.16%
工业照明	101	102	99.48%	135	127	106.44%	85	81	105.02%
合计	1,097	1,062	103.25%	1,442	1,237	116.55%	942	873	107.87%

资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

表10: 公司的产销率基本在 100%左右

产品 (万套)	2022 年度			2021 年度			2020 年度		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
商业照明	995	1,037	104.18%	1,307	1,226	93.81%	857	816	95.28%
工业照明	101	102	100.68%	135	125	92.66%	85	85	100.07%
合计	1,097	1,139	103.85%	1,442	1,351	93.70%	942	901	95.72%

资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

募投项目将用于提升产能及建设总部大楼和研发中心。公司拟公开发行不超过 2617 万股，占发行后总股本 25.00%。IPO 募集资金 11.02 亿元将用于三个募投项目，其中 5.90 亿元用于提升产能，3.12 亿元用总部大楼及研发中心建设项目，2.00 亿元将用于补充流动资金。具体为：1) LED 照明灯具自动化扩产项目为公司现有主要业务的扩产，主要目标是巩固和扩大公司的生产规模，进一步提升公司核心竞争力，提高生产自动化水平，进一步提升公司市场占有率，巩固并提高公司的行业地位。2) 总部大楼及研发中心建设项目将实现公司客户服务水平、企业形象、运营管理水、技术研发及试验检测能力的进一步提升；为新技术与新产

品的开发提供研发平台，并达到缩短产品研发周期，提升产品质量的目标，进一步提高公司产品的技术水平和利润水平。3) 补充流动资金项目将有利于公司进一步扩大市场份额，增强公司核心市场竞争力，同时还可有效改善公司财务状况，进而降低经营风险。

表11：公司募投项目情况

序号	投资项目	投资总额（万元）	募集资金投入（万元）	建设期（月）
1	LED 照明灯具自动化扩产项目	59,020.56	59,020.56	36
2	总部大楼及研发中心建设项目	31,151.36	31,151.36	24
3	补充流动资金项目	20,000.00	20,000.00	-
合计		110,171.92	110,171.92	-

资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

1) **LED 照明灯具自动化扩产项目：**投资 5.90 亿元，建设期 36 个月。计划在惠州扩产现有业务产品，建设国际一流的 LED 照明灯具产品生产基地，以更好地满足市场对 LED 照明产品的需求。

2) **总部大楼及研发中心建设项目：**投资 3.12 亿，建设期 24 个月。计划在购置研发及总部大楼，用于提升公司的运营效率及研发实力。目前公司的主要办公场所系通过租赁方式取得，基于公司业务规模不断扩大的需求，为实现公司的战略目标和经营目标，配合公司业务拓展，总部大楼及研发中心项目有助于提升公司办公环境、服务水平、企业形象及技术研发能力，强化公司核心竞争力。

未来发展战略：规模化、集群化、数据化、现代化、国际化的绿色照明企业

公司以“聚一流人才，创一流价值”为使命，致力于为客户提供产品开发、设计服务并提供配套生产制造，将公司打造成为规模化、集群化、数据化、现代化、国际化的绿色照明企业。

1、产品开发计划：公司通过对光学、散热和驱动等多领域技术进行系统性的整合与设计，应用光学、电子、材料、智能控制等多门学科高新技术，积极布局 LED 照明技术与智能硬件、互联网、物联网技术的深度融合，推动智能照明的发展；LED 照明技术与农业、安全等领域的深度融合，推动植物照明、应急照明的发展。

2、产能扩充和品质提升计划：公司未来三年将在现有生产布局的基础上，通过自有资金、银行融资、公开发行股票等方式增加资金来源，建设位于广东省惠州市仲恺区的 LED 照明灯具产品生产基地，实现生产线技术升级改造及生产设备自动化，提升生产效率，大幅度减少人工操作，降低生产成本，提升产品品质，以更好地满足市场对 LED 照明产品的需求，解决市场需求旺盛与公司产能不足的矛盾。

3、研发中心建设计划：公司研发中心具备国内领先的技术基础，引进了众多国际先进水平的研发设备及仪器，为加快产品的开发周期，公司搭建了国际知名第三方检测机构德国 TUV 实验室授权的 CTF 实验室，可以在公司内部对产品进行国际通用标准的测试和验证。公司将在现有研发中心的基础上，建设新一代研发中心、引进一系列国内外先进研发设备及检测设备，以此推动建立以公司为主体，产学研用相结合的协同创新体系，促进科研与生产紧密结合，加快先进技术研发成果的产业化应用，从而推动公司整体技术研发实力的提升。

4、研发团队建设计划：公司将以研发中心为平台，大力引进高水平的复合型人才，并优化人才结构，逐步形成多元化的科技研发队伍，全面增强公司的自主研发创新能力，并制定了一系列创新激励制度与措施，奖励发明创造，鼓励改善提案。

5、市场业务计划：在继续深耕现有海外市场的基础上，公司将利用品质优势、产品设计开发服务、快速反应优势和已经积累的信誉，充分挖掘新兴国家市场需求，进一步加大对新兴国家市场的开拓力度，以确保公司销售额持续稳定增长，同时也可以使公司的客户分布更分散，从而减轻因某一国家或地区经济、贸易政策等的变化而对公司销售、利润的不利影响。未来三年，公司将加大国内市场营销方面的投入，致力于打造自主品牌，通过线上线下多渠道开拓国内市场，提升产品在国内市场的占有率。

6、人力资源计划：公司以“聚一流人才，创一流价值”为使命，未来三年，为适应业务发展需要，公司将在现有人员基础上，按需引进各类人才，优化人才结构，重点引进具有实践经验的技术、管理、市场营销等方面的行业专家及国际化经营管理人才，并通过绩效激励等形式确保人才的稳定性。与此同时，公司将大力实施人才培训计划，建立和完善培训体系，对全体员工进行相关技术培训，同时，根据业务发展需要，对部分人员重点进行培养，使他们成为精通多个岗位技术操作的多面手。并通过个性化管理为员工制定个性化的职业发展计划，建立一支高素质人才队伍，确保公司竞争实力不断增强。

7、收购兼并计划：公司将按照总体发展战略的安排，围绕公司核心业务，设立专门机构、组成专业团队、制定取舍标准、布局资金来源，着力研究行业周期、市场动向、寻求机遇、主动出击、循序渐进，开展以价值型为主、增长型为辅的境内外兼并收购，扩充公司产品系列，提高市场占有率，延长公司产业链，进一步扩大公司规模效益及实现公司业务的升级。

可比公司分析

公司主要从事 LED 照明产品的研发、设计、制造、销售及服务，因此主要以专注于 LED 商业照明和工业照明领域的灯具制造公司作为可比公司，由于非上市公司未公开披露详细的财务及业务数据，且同行业上市公司中工业照明业务规模较小且未披露工业照明相关数据，因此我们选取已上市的立达信、光莆股份和阳光照明作为可比公司进行分析。

表12：可比公司对比

可比公司	细分市场		销售方式	销售区域	生产模式	销售模式
	相同市场	不同市场				
光莆股份	商业照明	家居照明、工业照明等及其他	境外业务 直销为主	外销为主	自制为主	ODM/OEM 为主
立达信	商业照明	家居照明等及其他	直销	外销为主	自制为主	ODM 为主
阳光照明	商业照明	家居照明等及其他	境外业务 直销为主	外销为主	自制为主	代工+自营品 牌
民爆光电	商业照明	工业照明	直销	外销为主	自制为主	ODM 为主

资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

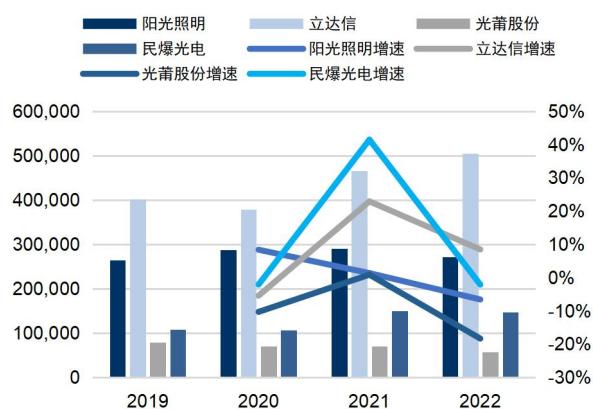
经营规模比较分析

公司营收规模相对较小，利润规模与可比公司差距小于收入规模。1) 收入端，考虑到可比公司的业务并非完全一致，因此以 LED 灯具相关业务收入进行比较，2022 年民爆光电实现总营收 14.65 亿，对比阳光照明 LED 灯具产品收入、立达信照明产品及配件收入和光莆股份 LED 收入分别为 27.17 亿、50.53 亿、5.77 亿，公司总营收分别是阳光照明、立达信相关业务收入的 53.99%、28.99%，收入规模相较于可比公司较小。从收入增速看整体介于可比公司之间，其中 2021 年公司收入增速达 41.43%，较阳光照明、立达信、光莆股份相关业务收入增速 1.31%、

22.88%、0.84%更高，主要系经营模式及业务内容存在一定差异，阳光照明以自主品牌拓展海外同时代工业务易受大客户销售波动影响，立达信大客户较为集中且受国际品牌及连锁商超销售影响较大，而民爆光电下游客户更为分散，2021年受益于老客户业务体量爬升和新客户开拓、叠加相对更低的基数实现了高于可比公司的增长。

3) 利润端，2022年公司实现归母净利润2.45亿/+44.43%，利润体量和增速与可比公司更为接近。可比公司阳光照明、立达信、光莆股份净利润及增速分别为1.84亿/-41.78%、4.94亿/+64.04%、0.53亿/-34.84%。民爆光电收入规模和利润规模与可比公司的差异主要在于：由于公司的客户主要为区域性品牌商和工程商，整体规模虽然较小，但客户对产品的定制化和差异化要求较高，因此产品的盈利能力更强，进而使公司的归母净利润体量在可比公司中处于中等水平。

图31：公司收入（万元）体量较小但增速较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：此处选取各公司与LED灯具相关的部分收入作为对比，其中阳光照明为LED灯具产品收入；立达信为照明产品及配件收入，且2019-2022年取自LED光源、LED灯具和CFL节能灯照明产品收入之和；光莆股份为LED业务收入

图32：公司归母净利润（万元）体量处于中等水平且增速高

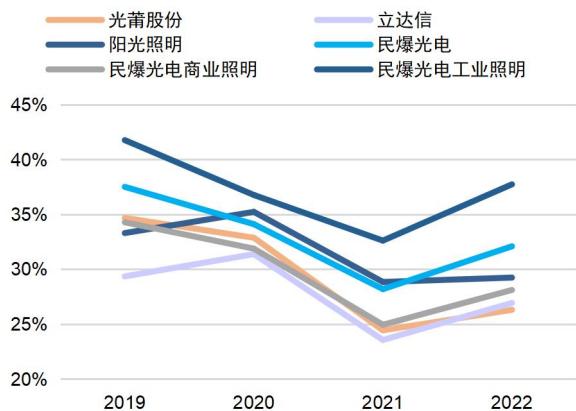


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：剔除2023Q1阳光照明净利润增速（1663%）数据

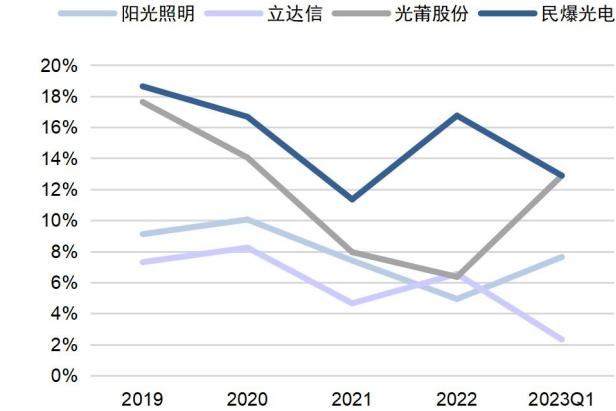
盈利能力比较分析

公司毛利率与净利率均处于行业领先。近三年公司毛利率维持在28%-35%左右，阳光照明与公司毛利率水平相当，立达信和光莆股份毛利率处于24%-30%区间。公司毛利率略高于行业，主要是由于业务结构和经营特点差异导致，可比公司LED照明产品主要为商业照明、家居照明，公司商业照明产品毛利率与同行业可比公司水平相当，但工业照明由于产品壁垒、定制化程度更高导致毛利率较高，且工业照明产品收入占比接近50%，从而拉高了公司整体毛利率水平。同时由于公司业务主要以ODM为主，相比自有品牌业务的费用支出更少，且客户订单规模爬坡后带来的规模效应也有利于稳定整体费用率的稳定，因此得益于毛利率较高和相对稳定的费用率控制，2020-2022年公司净利率分别为16.68%/11.35%/16.75%，相较可比公司阳光照明、立达信10%以内的净利率水平更高。

图33: 公司毛利率略高于行业, 整体走势趋同


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 阳光照明以商业照明和家居照明等 LED 照明业务为主, 因此选取其 LED 光源及灯具产品毛利率; 立达信主要经营照明业务和物联网业务, 此处毛利率为其照明产品及配件毛利率

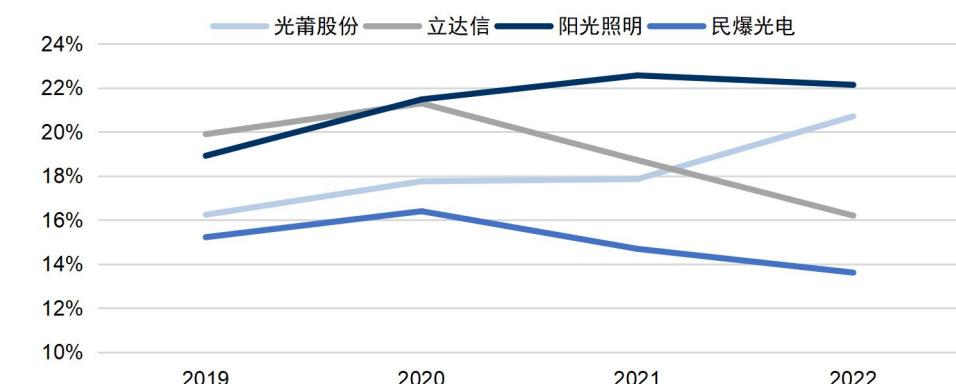
图34: 公司净利润率保持行业领先


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

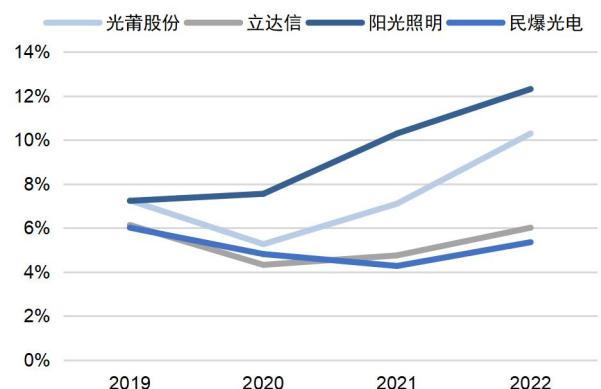
期间费用比较分析

公司期间费用率稳中有降。民爆光电 2020–2022 年期间费用率分别为 16.40%/14.69%/13.61%，对比阳光照明、立达信和光莆股份 16%–22% 的期间费率，公司期间费用率始终低于可比公司，拆分原因如下：

- 1) 管理与销售费用率:**公司 2020–2022 年销售费用率为 4.81%、4.27%、5.35%，与立达信水平相当，但低于大力拓展自主品牌下销售费率逐年上升的阳光照明和光莆股份；公司剔除股份支付费后的管理费用率分别为 3.59%、3.78%、3.90%，近三年管理费用率处于行业较低水平，主要是由于公司业务规模相对较小，组织架构较为扁平且管理人员薪酬水平相对较低。其中公司管理费用率在 2021 年的提升主要由于 2020 年起，股权激励形成的股份支付费用在 2020–2022 年分别确认为 1017 万、1947 万和 469 万元，对管理费用率的影响约为 0.96pct/1.31pct/0.32pct。
- 2) 研发费用率:**公司研发费用率近三年保持稳定，2020–2022 年研发费用率分别为 5.71%、4.74%、5.41%，与行业平均水平较为接近。
- 3) 财务费用率:**2020–2022 年公司财务费用率分别为 1.33%、0.59%、-1.37%，呈逐渐下降趋势，由于公司境外销售以美元结算，因此财务费用波动主要系受汇兑损益波动影响，2022 年由于人民币相对美元贬值导致财务费用率转负为正贡献，整体与行业内可比公司走势趋同且水平相当。

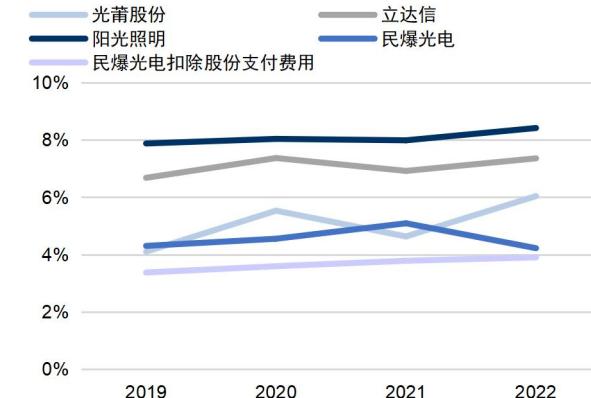
图35: 公司期间费用率处于可比公司较低水平


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

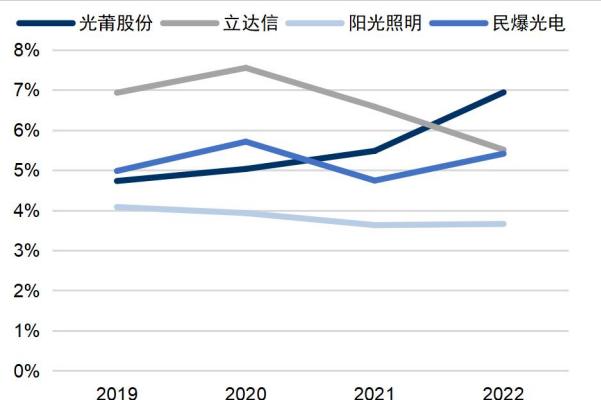
图36: 公司销售费用率低于阳光照明和光莆股份


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

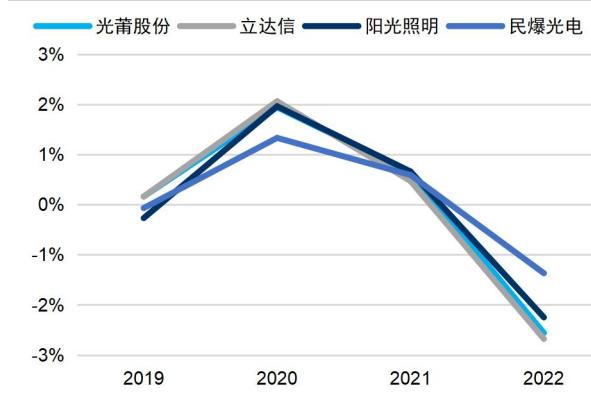
注: 2020 年、2021 年阳光照明未执行新收入准则, 将运输装卸费仍计入销售费用, 为了进行可比, 此处将阳光照明 2020 年、2021 年的销售费用剔除了运输装卸费。

图37: 公司管理费用率处于行业较低水平


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 公司研发费用率接近行业平均水平


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图39: 公司财务费用率与行业水平相当


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

盈利预测假设

我们预计公司 2023-2025 年收入分别是 15.44/16.79/18.09 亿元，同比增长 5.42%/8.73%/7.72%，归母净利润分别为 2.00/2.24/2.42 亿元，同比变化 -18.36%/11.82%/8.06%。主要预测假设和逻辑如下：

1、公司收入预测核心假设：

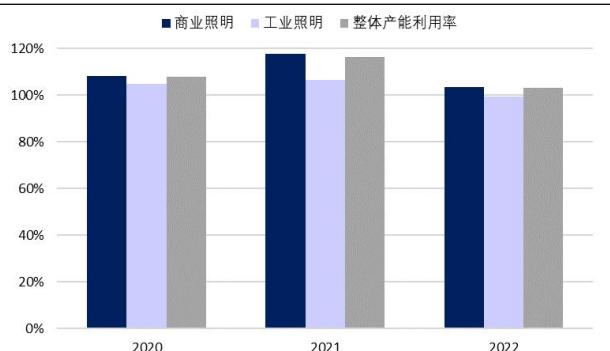
民爆光电业务主要包括工业、商业 LED 照明产品及配件，其中商业照明收入占比 59%、工业照明占比 41%。

考虑到公司的商业模式是以商品设备为主，由于下游客户和应用领域广，因此在做分部业务拆分时的预测依据主要是公司和行业整体业务发展趋势，关于行业及公司未来收入的预测，我们的分析逻辑如下：

行业基本情况：LED 照明有着需求广泛、传统领域稳定、新兴领域快速增长的特点。LED 照明产品制造处于行业中游，上游主要是电子元器件、结构件等原材料行业，下游为渠道商、工程商等客户以及终端消费用户，产品刚需属性较强。Frost&Sullivan 数据显示，2016-2019 年全球 LED 照明市场以年均复合增长率达 6.3%，市场规模从 563.8 亿美元增长至 677.2 亿美元。根据 TrendForce 集邦咨询数据，2022 年全球 LED 照明行业规模达到 614 亿美金，同比下降 5%；2023 年受到全球健康节能照明产品需求增加及中国市场放开的影响，预计全球 LED 照明市场规模成长 4% 至 638 亿美元，2023-2026 年规模复合增长 5% 至 739 亿美金。在刚需属性基础上，新兴细分应用场景如工业照明、景观照明、健康照明等近年持续涌现，这些领域仍处于较低渗透率水平，有望进一步拉动行业增长。

公司基本情况：民爆光电作为照明出口的细分头部企业，通过多年的发展，公司在产品研发、生产和客户拓展等方面均完成了一定积累，也建立了行业知名度和竞争地位。2018-2022 年公司收入复合增速 14%，增速超过 LED 灯具出口行业的整体增速；归母净利润复合增速 19%。基于我们对公司业务布局及经营能力的判断，同时考虑到公司当前在照明出口领域不足 1% 的份额仍存在拓展空间，我们认为公司未来的规模增速有望超过行业整体增速，因此我们认为给予未来如下收入预测是合理的，即 2023-2025 年收入分别增长 5.4%/10.2%/9.1% 至 15.4/17.0/18.6 亿元；

产能利用率和新增产能情况：公司 2022 年商业照明和工业照明的产能利用率分别达到 103.65%、99.48% 的相对饱和状态，尽管此次募投项目建设期为 36 个月，但考虑到公司 2021 年商业照明的产能利用率曾达到 117.72%，因此预计公司可通过调整配置人员数量、生产工时和组装效率等方式，在 2022 年产能基础上进一步提升实际产量。

图40: 公司商业照明和工业照明产能利用率处于较高状态


资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

图41: 募投项目“LED 照明灯具自动化扩产项目”进度安排

进度阶段	建设期(月)											
	3	6	9	12	15	18	21	24	27	30	33	36
清理场地	■											
工程及设备招标		■										
基础建设及装修工程			■	■	■	■	■					
设备采购及安装调试				■	■	■	■	■	■	■	■	
人员招聘及培训										■	■	■
试生产												
验收竣工												■

资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

2、各业务模块收入预测：基于公司未来的整体经营趋势，参考公司历史收入结构分布和量价情况，我们将两大主要业务模块的收入做如下预测：

2. 1、商业照明：商业照明的下游领域主要包含店铺、商超、办公场景等，产品刚需属性较强。从公司历史产品销量来看：

商业照明产品销量：商用主要产品销量近三年呈先升后降、整体上升趋势，其中2021年销量提升较高主要由于面板灯、筒灯和支架灯的销量增长率较高，一方面由于2021年海外下游需求有所回暖，另一方面则是公司产品竞争力的提升和新客户的开拓拉动。而2022年销量下滑则由于2021年较高的基数叠加下游的需求承压，其中面板灯、筒灯在产品力和客户关系优势下下滑幅度低于20%，而吸顶灯、天花灯和支架灯下滑幅度超过20%。

因此，在2023年预测方面，**行业角度看：**在经历2022年海外需求承压后，2023年1-5月国内灯具照明装置及其零件的出口额已经实现了0.5%的同比正增长，行业整体呈现出了回暖的趋势。

图42: 灯具照明装置及其零件出口额在2023年1-5月重新回到正增长


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司角度：公司2020-2022年商业照明产品销量约13%的复合增速高于行业，这主要来自于面板灯和支架灯产品竞争力的持续提升，以及筒灯在澳大利亚对依沃特、RAPID、等客户的拓展。而参考截至2023年3月，公司签订的尚在履行的或将要履行的框架协议中的客户方均为公司近三年的前五大客户，且这些合同的期

限绝大部分均为自动循环续期，因此我们认为公司和老客户的稳定关系优势依然延续。

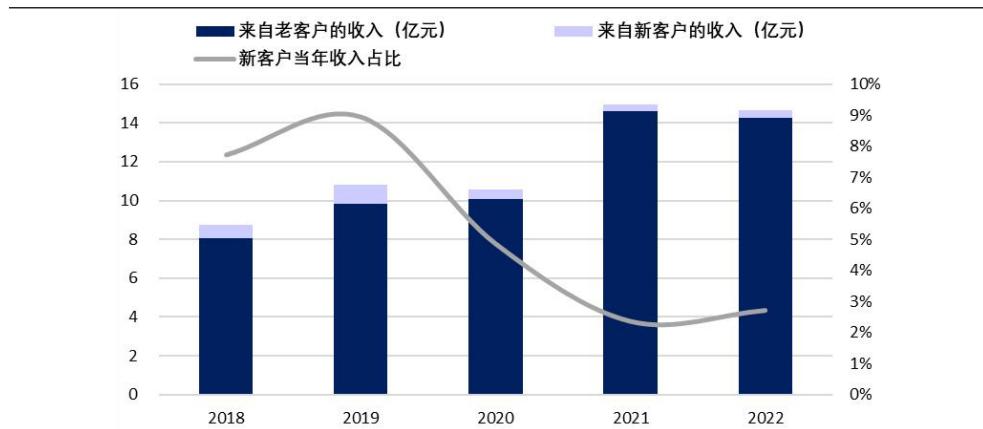
表13: 截至 2023 年 3 月公司在手合同的情况

合同卖方	合同买方	生效日期	合同期限
民爆光电	EVOLT PTY LTD (依沃特)	2023. 3	无固定期限
民爆光电	NIKKEN	2020. 5	3年
民爆光电	AURA LIGHT	2020. 1	自签署日起 3 年，如任何一方未至少提前 3 个月书面终止，则自动续期 1 年
民爆光电	GLOBAL SUPPLY SOLUTIONS COMPANY (GSS)	2019. 11	自签署日起 5 年，如任何一方未至少提前 3 个月书面终止，则自动续期 1 年
民爆光电	欧普照明股份有限公司	2021. 1	2025. 12. 31 到期，期满双方无书面异议则自动延续一年，直至交易终止
民爆光电	LEDVANCE GmbH (朗德万斯)	2020. 1	2021. 12. 31 到期，如任何一方未提前 6 个月书面终止，则自动循环续期 1 年
民爆光电	ENDO LIGHTING CORPORETION (远藤照明)	2015. 1	2015. 12. 31 到期，如任何一方未提前 2 个月书面终止，则自动循环续期 1 年
民爆光电	ILUMINACIÓN ESPECIALIZADA DE OCCIDENTE S. A. DE C. V. (TECNOLITE)	2017. 6. 1	自签署日起 3 年，如任何一方未至少提前 60 天书面终止，则自动循环续期 1 年

资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

注：公司在手合同包含商业和工业产品，其中工业照明产品的销售主体主要为全资子公司艾格斯特，因此此处主要选取合同卖方为民爆光电的合同，以作为商用产品的参考

图43: 公司 2021-2022 年新客户每年的收入贡献约为 3%



资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

注：新客户是指当年新增客户，老客户是指当年之前已经合作客户。老客户合并范围内的关联方与本公司发生的当期新增交易视同老客户收入

综合考虑行业 2023 上半年的正增长态势和 2023 年下半年相对不高的基数、且公司在市占率相对不高的背景下产品和客户端的优势依然延续，我们假设 2023 年商用产品老客户的需求同样随行业保持恢复性正增长，且假设新客户的拓展仍带来约 3% 的收入贡献这一历史水平，则预计 2023 年商业照明产品销量与 **2022 年相比实现约 5% 的恢复性增长**。

2024-2025 年预计商用产品 2024-2025 年销量分别增长 8.0%/6.7%，我们认为公司商用产品在未来保持相对稳定增长的主要假设和理由如下：

(1) 行业层面，参考 TrendForce 集邦咨询和数据，预计 2022-2026 年全球照明行业增长中枢约为 4.7%，同时结合近年行业发展历史来看，2019 行业规模达到高峰后，2020-2022 受突发事件和宏观经济影响行业规模有所收窄，但考虑到行业的刚需属性以及公共卫生事件带来的供需压力逐步好转，若以保守视角假设行业

2025 年恢复至 2019 年的水平，则行业 2022-2025 年仍能够实现约 3.3% 的同比增速。

表14: 全球 LED 照明市场规模未来远期的预测分情景情况

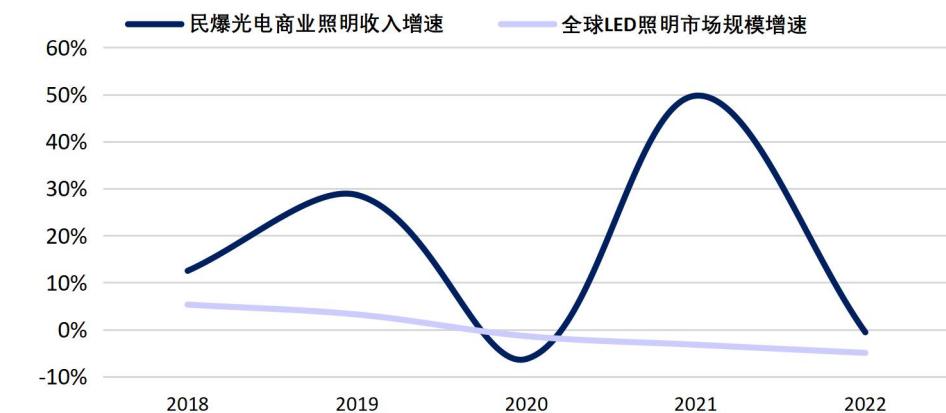
	2025 年全球 LED 照明市场规模预测值 (亿美元)						中性	谨慎
	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
市场规模	623	656	677	668	646	614	705	677
增长率/预测复合增长率	10.5%	5.3%	3.2%	-1.4%	-3.2%	-5.0%	4.7%	3.3%

资料来源: 资料来源: Frost&Sullivan, TrendForce 集邦咨询, 民爆光电招股说明书, 国信证券经济研究所整理

注: 2016-2020 年数据来源于 Frost&Sullivan, 2020 年数据为 Frost&Sullivan 预估值; 2021-2026 年数据来源于 TrendForce 集邦咨询

(2) **公司层面**, 2018-2022 年公司商业照明收入增速除 2020 年受国际贸易和供应链的一次性波动带来的影响外, 均高于全球 LED 照明行业增速, 其中在 2022 年行业整体承压的背景下公司商业照明的收入降幅仍小于行业约 4pct, 这主要来自于: 1) 公司产品矩阵的持续扩充、2) 新客户的拓展和 3) 原有客户三方面带来的销量的贡献。而未来随着公司 2025 年新产能的逐步投放, 1) 产品矩阵仍能够得到支撑和丰富; 2) 同时结合公司近三年新客户的获取能力来看, 2020-2022 当年获取的新客户分别为 353/404/424 家, 呈增加状态, 而新客户的爬坡往往需要 1-3 年时间, 因此新客户拓展带来的贡献有望维持; 3) 另外根据公司主要合作的老客户的合同续期特点来看, 大部分均为自动循环续期, 因此我们认为公司历史规模增速高于行业的特点在 2024-2025 年仍有望延续。

图44: 除 2020 年外, 公司商业照明 2018-2022 年收入增速均高于行业增速



资料来源: 民爆光电招股说明书, Frost&Sullivan, TrendForce 集邦咨询, 国信证券经济研究所整理

同时在产能方面, 公司历史产销率均保持在 90% 以上, 而 2022 年商业照明的产能利用率达到 103.65% 相对饱和的状态, 此次募投项目建设期为 36 个月, 但考虑到公司 2021 年商业照明的产能利用率曾达到 117.72%, 因此预计公司可通过调整配置人员数量、生产工时和组装效率等方式在 2022 年产能利用率现对较高的水平上进一步提升实际产量。

表15: 公司商业照明历史产能利用率和产销率均保持高位, 但产能利用率的弹性较高

	2020	2021	2022
商业照明产能 (万套)	792	1110	960
商业照明产量 (万套)	857	1307	995
商业照明产能利用率	108%	118%	104%
商业照明销量 (万套)	816	1226	1037
商业照明产销率	95%	94%	104%

资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

综合未来行业和公司的发展趋势来看，若行业 2022–2025 年采用谨慎预测增速 3.3%，预计公司 2024–2025 年商业照明产品销量增速有望延续此前高于行业规模增速的特点，参考 2022 年公司增速高于行业约 4pct，因此预测 2024–2025 年商业照明销量复合增速约为 7.3%，增速逐年略收窄，对应年增速为 8.0%/6.7%。

因此我们预计 2023–2025 年公司商业照明产品销量同比增长 5.0%/8.0%/6.7% 至 1088/1176/1254 万套。

表16: 公司商业照明销量预测

	实际值			预测值		
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
商业照明产能（万套）	792	1110	960	1008	1089	1162
商业照明产量（万套）	857	1307	995	1045	1128	1204
商业照明产能利用率	108%	118%	104%	104%	104%	104%
商业照明销量（万套）	816	1226	1037	1088	1176	1254
商业照明产销率	95%	94%	104%	104%	104%	104%
商用销量同比	50%	-15%	5.0%	8.0%	6.7%	

资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理及预测

商业照明产品价格：假设公司主要以美元定价为主，因此参考 2020–2022 年平均人民币兑美元汇率来看商用产品销售均价分别为 10.2/10.9/12.3 美元/件，价格稳步提升主要与公司产品结构升级和原材料提升后向下游传导有关。因此结合 2023 年产品结构升级延续但原材料价格整体回落的情况，我们假设 2023–2025 年公司美元口径售价略有回落后保持小幅提升，同时假设美元汇率 2023–2025 年整体趋稳，因此预计商用产品人民币口径 2023–2025 年略增至 87 元。

因此结合量价趋势，预计商业照明业务 2023–2025 年收入增速分别为 6%/10%/9%。

毛利率方面，考虑到公司定价模式更接近成本加成，因此汇率和产品结构则会对毛利率产生更大的影响。考虑到近五年商业照明毛利率为 29.7%，考虑到目前公司毛利率相对较低的面板灯、筒灯的增速相对更稳健，而高毛利率的吸顶灯、天花灯和支架灯波动相对更大，因此预计 2023 年在大品类占比提升和美元对人民币汇率仍保持强势的一正一反影响下，商业照明的毛利率略降至 27.9%，而 2024–2025 年在结构升级的拉动下，预计毛利率略恢复至 28.0% 的水平。

表17: 商业照明业务盈利预测假设

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
商业照明						
营业收入（亿元）	5.76	8.63	8.58	9.11	10.04	10.93
同比增速	-6%	50%	-1%	6%	10%	9%
商业照明销量（万件/套）	816	1226	1037	1088	1176	1254
商业照明售价（人民币元）	71	70	83	84	85	87
成本（亿元）	3.92	6.48	6.17	6.57	7.23	7.87
毛利（亿元）	1.84	2.15	2.41	2.55	2.81	3.06
毛利率(%)	31.88%	24.94%	28.11%	27.93%	28.00%	28.00%

资料来源：Wind，民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理及预测

2.2、工业照明：工业照明的下游领域主要包含仓库厂房、广场、场馆、港口和路灯等应用场景，同样具备下游应用丰富、刚需性较强的特点，从公司历史产品销量来看：

工业照明销量：工业产品主要产品销量近三年整体呈先升后降、整体上升趋势，其中 2021 年销量提升较高主要由于工矿灯、泛光灯和路灯的销量增长率较高，主要由于公司泛光灯、路灯等开拓新产品后集中爬坡，叠加下游客户区域扩张和备货等因素贡献了销量；2022 年销量下滑则由于 2021 年较高的基数叠加下游的需求承压，其中工矿灯和泛光灯由于产品和客户基础较好下滑幅度相对较小，路灯销量下滑幅度 33% 相对更大。

因此，在 2023 年销量预测方面，**行业层面**，2023 年 1-5 月国内灯具照明装置及其零件的出口额已经实现了 0.5% 的同比正增长，行业整体呈现出了回暖的趋势。**公司层面**，考虑到工业照明产品的客户对产品力要求更高，客户粘性较好，同时结合老客户的销售合同大部分为自动续期、2020-2022 年新客户的收入占比平均为 3%，因而在老客户订单基本随行业波动、新客户每年个位数收入增量贡献的背景下，预计公司工业照明收入的增速同样能延续略好于行业的状态。2023 年全球照明行业预计增长 4%，预计 2023 年工业产品销量同比实现 4% 的恢复性增长。

表18：截至 2023 年 3 月公司的子公司艾格斯特在手合同的情况

合同卖方	合同买方	生效日期	合同期限
艾格斯特	EVOLT PTY LTD	2023. 3	无固定期限
艾格斯特	NIKKEN	2020. 5	3 年
艾格斯特	岩崎电气株式会社	2021. 8	2022. 3. 31 到期，未解约则自动循环续期 1 年
艾格斯特	AURA LIGHT	2020. 1	自签署日起 3 年，如任何一方未至少提前 3 个月书面终止，则自动续期 1 年
艾格斯特	GLOBAL SUPPLY SOLUTIONS COMPANY	2019. 11	自签署日起 5 年，如任何一方未至少提前 3 个月书面终止，则自动续期 1 年

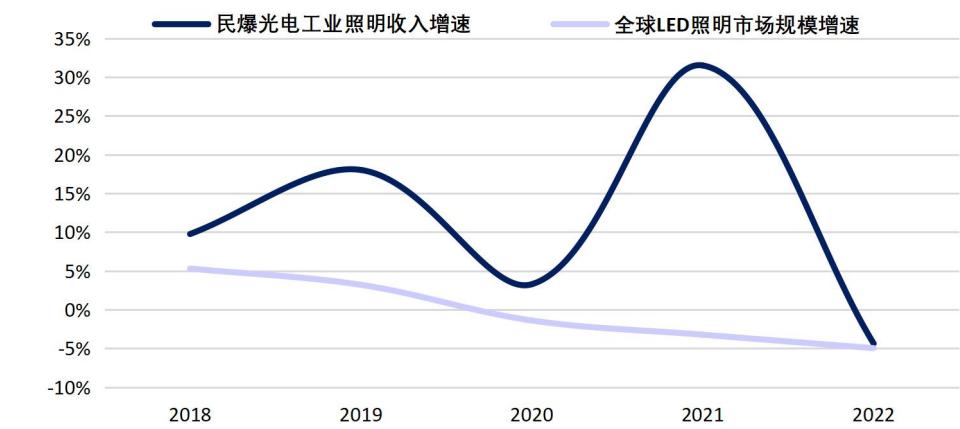
资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

注：公司在手合同包含商业和工业产品，其中工业照明产品的销售主体主要为全资子公司艾格斯特，因此此处主要选取合同卖方为子公司艾格斯特的合同，以作为工业产品的参考

2024-2025 年预计工业产品 2024-2025 年销量分别增长 4.6%/4.0%，我们认为公司商用产品在未来保持相对稳定增长的主要假设和理由如下：

(1) 行业层面，参考前文“盈利预测假设”中商业照明销量预测中的行业预测部分，我们保守预计全球 LED 照明市场规模在 2022-2025 年保持约 3.3% 的复合增速，此处我们仍以此为行业情况的主要参考。

(2) 公司层面，2018-2022 年公司工业照明收入增速始终保持高于全球 LED 照明行业增速，这主要来自于：1) 公司工业照明产品矩阵的持续扩充、2) 新客户的拓展和 3) 原有客户三方面带来的销量贡献。而未来随着公司 2025 年新产能的逐步投放，1) 产品矩阵仍能够得到支撑和丰富；2) 同时结合公司近三年新客户的获取能力来看，2020-2022 当年获取的新客户分别为 353/404/424 家，呈增加状态，而新客户的爬坡往往需要 1-3 年时间，因此新客户拓展带来的贡献有望维持；3) 另外根据公司主要合作的老客户的合同续期特点来看，大部分均为自动循环续期，因此我们认为公司历史规模增速高于行业特点在 2024-2025 年仍有望延续。

图45: 公司工业照明 2018–2022 年收入增速均高于行业增速


资料来源：民爆光电招股说明书，Frost&Sullivan，TrendForce 集邦咨询，国信证券经济研究所整理

同时在产能方面，公司工业照明产品的历史产销率均保持在 90%以上，而 2022 年商业照明的产能利用率达到 103.65%相对饱和的状态，考虑到产能利用率和产销率的弹性相比商业照明略小但同样具有弹性，因此我们假设未来 2024–2025 年产能利用率的弹性峰值可达到 2021 年约 106%的水平，产销率峰值约为 2022 年 101%的水平。

表19: 公司工业照明历史产能利用率和产销率整体低于商用，但仍保持高位且有一定弹性

	2020	2021	2022
工业照明产能 (万套)	81	127	102
工业照明产量 (万套)	85	135	101
工业照明产能利用率	105%	106%	99%
工业照明销量 (万套)	85	125	102
工业照明产销率	100%	93%	101%

资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

综合未来行业、公司的发展趋势以及工业照明产品的产能利用率和产销率情况，若行业 2022–2025 年采用谨慎预测增速 3.3%，预计公司 2024–2025 年工业照明产品销量增速有望延续此前高于行业规模增速的特点，参考 2022 年公司增速高于行业约 1pct，因此预测 2024–2025 年商业照明销量复合增速约为 4.3%，增速逐年略有收窄，对应年增速为 4.6%/4.0%，这一假设下公司的产能利用率和产销率并未超过历史峰值。

因此我们预计 2023–2025 年公司工业照明产品销量同比增长 4.0%/4.6%/4.0%至 106/111/116 万套。

表20: 公司工业照明销量预测

	实际值			预测值		
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
工业照明产能 (万套)	81	127	102	106	111	115
工业照明产量 (万套)	85	135	101	106	110	115
工业照明产能利用率	105%	106%	99%	99%	99%	99%
工业照明销量 (万套)	85	125	102	106	111	116
工业照明产销率	100%	93%	101%	101%	101%	101%
工业照明销量同比		47%	-18%	4.0%	4.6%	4.0%

资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理及预测

工业照明产品价格：假设公司主要以美元定价为主，因此参考2020–2022年平均人民币兑美元汇率来看工业产品销售均价为82.1/78.3/88.4美元/件，2021年销售均价下降主要系：1) 照明技术的进步使得工业产品所使用的原材料成本降低；2) 受到市场竞争的影响，高售价的产品在逐渐回落。2022年销售均价上涨主要是因为公司销售的高功率工业照明灯种占比有所增加且部分主要原材料价格上涨。考虑到2023年原材料价格延续2022年下半年开始的下降趋势但降幅明显趋缓，预计2023–2025年公司工业产品美元口径售价回落至接近2021年的水平后，随结构升级实现小幅回升，同时假设美元汇率2023–2025年整体趋稳，因此2023–2025年工业产品美元口径售价同比分别-3.1%/+2.0%/+2.0%至85.7/87.4/89.1美元/件，对应人民币口径售价约为595/606/619元/件。

因此结合量价趋势，预计工业照明业务2023–2025年收入增速分别为4%/7%/6%。

毛利率方面，公司类成本加成的定价模式下，同样汇率和产品结构对毛利率影响更大。考虑到近五年工业照明毛利率为37.0%，考虑到工业主要产品工矿灯、泛光灯和路灯毛利率水平基本相当，因此预计2023–2025年毛利率整体保持稳定在37.7%的水平。

表21：工业照明业务盈利预测假设

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
工业照明						
营业收入（亿元）	4.82	6.34	6.06	6.32	6.74	7.15
同比增速	3%	31%	-4%	4%	7%	6%
工业照明销量（万件/套）	85	125	102	106	111	116
工业照明售价（人民币元）	566	506	593	595	606	619
成本（亿元）	3.05	4.27	3.77	3.93	4.20	4.45
毛利（亿元）	1.77	2.07	2.29	2.38	2.54	2.70
毛利率(%)	36.77%	32.61%	37.74%	37.74%	37.74%	37.74%

资料来源：Wind，民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理及预测

综合公司商业照明和工业照明两大主要模块的收入预测，我们预计公司2023–2025年收入分别增长5.42%/8.73%/7.72%至15.4/16.8/18.1亿元。毛利率为32.0%/32.0%/31.9%。

表22：盈利预测假设基础

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
商业照明						
营业收入（亿元）	5.76	8.63	8.58	9.11	10.04	10.93
同比增速	-6%	50%	-1%	6.3%	10.2%	8.8%
商业照明销量（万件/套）	816	1226	1037	1088	1176	1254
商业照明售价（人民币元）	71	70	83	84	85	87
成本（亿元）	3.92	6.48	6.17	6.57	7.23	7.87
毛利（亿元）	1.84	2.15	2.41	2.55	2.81	3.06
毛利率(%)	31.88%	24.94%	28.11%	27.93%	28.00%	28.00%
工业照明						
营业收入（亿元）	4.82	6.34	6.06	6.32	6.74	7.15
同比增速	3%	31%	-4%	4%	7%	6%
工业照明销量（万件/套）	85	125	102	106	111	116
工业照明售价（人民币元）	566	506	593	595	606	619
成本（亿元）	3.05	4.27	3.77	3.93	4.20	4.45
毛利（亿元）	1.77	2.07	2.29	2.38	2.54	2.70
毛利率(%)	36.77%	32.61%	37.74%	37.74%	37.74%	37.74%
其他						
营业收入（亿元）	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
同比增速	15%	59%	81%	0.00%	0.00%	0.00%

成本（亿元）	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
毛利（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率(%)	-5.32%	-32.54%	-4.84%	-4.84%	-4.84%	-4.84%
营业收入						
营业收入（亿元）	10.59	14.97	14.65	15.44	16.79	18.09
增速	-2%	41%	-2%	5.4%	8.7%	7.7%
营业成本（亿元）	6.98	10.76	9.95	10.50	11.43	12.32
毛利率	34.1%	28.2%	32.1%	32.0%	32.0%	31.9%
毛利（亿元）	3.61	4.22	4.70	4.94	5.37	5.77

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

参考招股说明书中披露的关于公司 2023 年 1-3 月的财务数据以及 2023 年上半年的预测财务数据，公司 2023 年 1-3 月营业收入同比增长 11.30% 至 3.49 亿元，2023 年上半年收入预计为 7.00 亿元至 7.50 亿元，较上年同期变动-6.06% 至 0.65%。考虑到公司 2022 年第一、第二季度因 2021 年承接的订单多，销售规模偏高导致收入基数较高，而公司 2018-2021 四年中有三年均为下半年收入高于上半年，因此从季节性角度考虑，我们认为对 2023 年全年收入增速 5.4%、收入绝对值 15.44 亿元的预测是具有谨慎性的。

表23：公司收入规模的季节性

	2018	2019	2020	2021	2022
H1 收入（万元）	36,015.89	46,953.3	54,682.93	60,143.1	74,475.09
H1 收入占比	41.25%	43.43%	51.68%	40.19%	50.88%
H2 收入（万元）	51,311.67	61,172.7	51,132.38	89,503.91	71,905.42
H2 收入占比	58.75%	56.57%	48.33%	59.81%	49.12%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

期间费用方面，我们预计公司 2023-2025 年期间费用率分别为 14.59%/14.64%/14.07%。根据公司近三年期间费用率逐步降低的趋势来看，若剔除受汇率影响较大的财务费用率后，公司管理、研发和销售费用合计的费用率在历史收入水平波动增长的背景下，均稳定在 14-15% 的水平。因此在预测方面，一方面考虑到随着公司规模的扩大和业务扩张，销售费用率在市场开拓和规模效应的双重作用下，预计在 2023-2025 年维稳在 5.4%/5.2%/5.0%；管理费用率预计在短期人员扩张拉动下略有提升，随后随着收入规模的扩大逐步降低，2023-2025 年管理费用率预计为 4.3%/4.2%/4.1%；研发费用率维稳于 5.4%/5.4%/5.4%。财务费用率则考虑到 2022 年受人民币汇率短时间内大幅贬值带来汇兑收益，而由于汇率变动存在不确定性，因此我们结合公司在手现金水平，保守采用了近五年的财务费用率的平均值 0.1% 作为预测基准，假设 2023 年汇兑正贡献降低，对应财务费用率 2023-2025 分别为 0.1%/0.1%/0.2%。

另外，公司历史投资收益主要来自于理财产品持有期间的投资收益以及大额存单持有期间的投资收益，考虑到公司未来扩产计划对现金的需求有所增加，用于理财的资金或有所波动，因此参考 2018-2020 年的投资收益相对稳定的时期的均值作为 2023 年度的预测，而未来年度的投资收益采用加权移动平均的方式进行假设和预测。

结合公司近三年以及上半年的业绩变化情况来看，2020-2022 年公司归母净利润-12.4%/-3.8%/+44.4%，2023 年上半年预计归属母公司股东的净利润预计为 9,000 万元至 10,000 万元，同比变动-22.63% 至 -14.03%。公司 2020-2021 年利润下滑主要受到行业在突发事件影响下承压导致的公司收入增速波动，以及受到 2021 年起原材料成本影响下毛利率的下滑，同时结合行业和公司发展情况，我们预计 2023 年上半年预测业绩的下滑来自于 2022 年相对较高的收入基数导致的收入下滑，叠

加部分偏刚性的费用支出使期间费用率提升，进而导致归母净利润率下滑幅度高于收入增速。因此我们认为公司在2023年业绩承压后，行业和公司收入利润基数有望摆脱历史一次性因素的影响，在2024-2025年及未来仍有望保持稳定增长。

表24: 公司历史收入和业绩情况

	2020	2021	2022	2023Q1	2023H1 (E)
营业总收入 (亿元)	10.59	14.97	14.65	3.49	7.00-7.50
收入增速	-2.13%	41.43%	-2.15%	11.30%	-6.06%~0.65%
毛利率	34.09%	28.16%	32.06%	-	-
期间费用率	16.3%	14.6%	13.5%	-	-
销售+管理+研发费用率	14.9%	14.0%	14.9%	-	-
归母净利润 (亿元)	1.77	1.70	2.45	0.45	0.90-1.00
利润增速	-12.43%	-3.76%	44.43%	22.26%	-22.63%~-14.03%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 期间费用率采用销售、管理、研发和财务费用率相加

盈利预测结果

根据以上假设，我们得出以下盈利预测结果。

表25: 盈利预测利润表简要结果

利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1465	1544	1679	1809
营业成本	995	1052	1144	1233
营业税金及附加	11.2	11.8	12.8	13.8
销售费用	78	90	95	100
管理费用	141	153	165	176
财务费用	-20.0	1.2	1.4	4.5
投资收益	15.5	7.6	9.2	8.9
资产减值及公允价值变动	-19.3	-18.9	-19.0	-19.0
其他收入	19.8	2.0	2.0	2.0
营业利润	275	227	254	274
营业外净收支	2.6	1.6	1.8	2.0
利润总额	278	228	255	276
所得税费用	33	27	31	33
少数股东损益	-0.9	0.7	0.8	0.9
归属于母公司净利润	245	200	224	242

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

我们预计公司2023-2025年收入分别是15.44/16.79/18.09亿元，同比增长5.42%/10.15%/9.13%，归母净利润分别为2.00/2.24/2.42亿元，同比变化-18.36%/11.82%/8.06%。

以上盈利预测以我们对行业和公司的分析判断为假设基础，如果行业发展和公司业务情况发生不可预知变化，则可能导致我们当前盈利预测的假设条件不成立进而导致当前盈利预测结果不准确。定量来看，考虑如下三种情况对公司经营情况的影响分析，分析结果如下：

1) 中性情况：基于“盈利预测”章节我们得出以下盈利预测结果。我们预计公司2023-2025年收入分别是15.44/16.79/18.09亿元，同比增长5.42%/10.15%/9.13%，归母净利润分别为2.00/2.24/2.42亿元，同比变化-18.36%/11.82%/8.06%。

2) 谨慎情况: 相比中性情况, 营收增速下降 5pct, 营业成本率提升 0.5pct, 即 2023-2025 年营收增速分别为 0.42%/3.73%/2.72%, 营业成本率为 68.59%/68.61%/68.67%。对应 2023-2025 年归母净利润分别 1.84/1.96/2.01 亿元, 相比中性情况归母净利润下降 8%~17%。

3) 乐观情况: 相比中性情况, 营收增速提升 5pct, 营业成本率下降 0.5pct, 即 2023-2025 年营收增速分别为 10.42%/13.73%/12.72%, 营业成本率为 67.59%/67.61%/67.67%。对应 2023-2025 年归母净利润分别为 2.17/2.55/2.89 亿元, 相比中性情况归母净利润增长 9%~19%。

表26: 情景分析 (乐观、中性、谨慎)

	2022A	2023E	2024E	2025E
乐观预测				
营业收入(百万元)	1,465	1,618	1,840	2,074
(+/-%)	-2.15%	10.42%	13.73%	12.72%
净利润(百万元)	245	217	255	289
(+/-%)	44.43%	-11.38%	17.03%	13.48%
摊薄 EPS(元)	3.13	2.08	2.43	2.76
中性预测				
营业收入(百万元)	1,465	1,544	1,679	1,809
(+/-%)	-2.15%	5.42%	8.73%	7.72%
净利润(百万元)	245	200	224	242
(+/-%)	44.43%	-18.36%	11.82%	8.06%
摊薄 EPS(元)	3.13	1.91	2.14	2.31
谨慎预测				
营业收入(百万元)	1,465	1,471	1,526	1,568
(+/-%)	-2.15%	0.42%	3.73%	2.72%
净利润(百万元)	245	184	196	201
(+/-%)	44.43%	-25.09%	6.57%	2.53%
摊薄 EPS(元)	3.13	1.76	1.87	1.92

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

绝对估值法：远期整体公允价值区间为 43.39-51.37 亿元。

我们采用 FCFF 来对公司股权价值进行绝对估值，估值核心要素的假设及理由如下：

1、收入增速的预测和理由：

对于 2023-2025 年增长期：参考“盈利预测”章节的盈利预测结果，我们预计 2023-2025 年公司收入分别是 15.44/16.79/18.09 亿元，同比增长 5.42%/10.15%/9.13%，归母净利润分别为 2.00/2.24/2.42 亿元，同比变化 -18.36%/11.82%/8.06%。

对于 2026-2032 年过渡期：行业角度，考虑到 LED 照明有着需求广泛、传统领域稳定、新兴领域快速增长的特点，同时参考 TrendForce 数据，2023 年起受到全球健康节能照明产品等新兴领域的需求增加拉动，预计全球 LED 照明市场规模 2023-2026 年规模复合增长 4.2% 至 739 亿美金，同时根据上文“盈利预测假设”部分的测算，行业 2022-2025 年的保守增速仍有望达到 3.3%。公司角度，民爆光电作为照明出口的细分头部企业，在产品研发、生产和客户拓展等方面均完成了一定积累，下游合作伙伴囊括商业、工业等多领域客户，建立了较好的客户基础和竞争地位。一方面老客户表现出了稳定持续贡献收入的特点，另一方面，考虑到公司新客户持续拓展，叠加 2025 年起募投产能逐步释放，有利于对客户需求起到进一步的支撑作用。因此假设公司 2025-2032 年过渡期营业收入 GAGR 为 4.3%，保持略高于我们预测的 2022-2025 年的行业复合增速 1pct，且增长率逐步收窄。

对于 2033 年起的永续增长期：根据 Frost&Sullivan 和 TrendForce 数据，2016-2022 年全球 LED 照明市场在经历了宏观经济和突发事件的影响后，规模仍保持了 1.4% 的复合增长，因此 LED 照明行业作为刚需产业，一方面具更新替代的自然使用周期需求，另一方面全球 LED 照明技术的迭代升级也为产品供给端的持续提升带来了保障，行业的长期发展逻辑在目前时点来看是能够成立。因此预计未来仍能够在更新替代和产品升级的拉动下保持正增长，出于保守考虑，假设公司永续增长率为 1.0%。

2、毛利率和费用率：随着收入规模的扩大，规模化效应带动毛利率在 2025 年小幅提升，后续过渡期毛利率假设与 2025 年约 32% 的水平上维持稳定，研发、管理费用率和销售费用率与 2025 年相比保持稳定；

3、税率：公司作为高科技企业，可享受 15% 的企业所得税税率，另外考虑到研发投入的加计扣除，公司的所得税率近年低于 15%，我们认为短期来看，公司整体低于 15% 的税率仍可持续，中期有望回归到约 15% 的水平；

4、行业 Beta 值：选取 3 家可比公司立达信、阳光照明和光莆股份的近 2 年 Beta 值，通过算术平均得出平均值为 0.96；

表27：民爆光电的可比公司 Beta 值计算

可比公司	立达信	阳光照明	光莆股份	算术平均值
近 2 年 beta 值	1.08	0.80	0.99	0.96

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 5、无风险利率：选取近 2 年 10 年期国债收益率来评估；
6、风险溢价：选取道琼斯指数过去 20 年的复合增长率 7.11%；
7、Kd：为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考；

按此假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC（即无杠杆自由现金流对应的折现率）为 9.61%，采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值区间为 41.46-49.08 元/股，市值区间为 43.39-51.37 亿元。

表28: FCFF 估值中公司经营活动主要假设

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	-2.1%	5.4%	8.7%	7.7%	7.0%	7.0%	4.0%	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%
营业成本/营业收入	67.9%	68.1%	68.1%	68.2%	68.2%	68.2%	68.2%	68.2%	68.2%	68.2%	68.2%
管理费用/营业收入	9.5%	9.8%	9.7%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
销售费用/销售收入	5.4%	5.9%	5.7%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
营业税及附加/营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
所得税税率	11.9%	12.0%	12.0%	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	13.5%	10.0%	10.0%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表29: 绝对估值法假设条件

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.96	计算 3 家可比公司的均值
无风险利率	2.81%	10 年期国债收益率
股票风险溢价	7.11%	道琼斯指数过去 20 年的复合增长率
发行在外股数（百万股）	104.67（假设）	参考招股说明书
股票市值（E）	4367	参考相对估值法的市值中枢
债务总额（D）（百万元）	15	
Kd	3.88%	AA 级中债企业债收益率
T	15.00%	所得税税率
Ka	9.63%	
有杠杆 Beta	0.96	
Ke	9.63%	
E/(D+E)	99.65%	
D/(D+E)	0.35%	
WACC	9.61%	无杠杆自由现金流对应的折现率

资料来源：国信证券经济研究所预测

表30: FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	237.4	262.8	286.7	306.9	328.4	341.6	355.3	366.0	373.4	380.9	
所得税税率（%）	12.00%	12.00%	12.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	208.9	231.3	252.3	260.8	279.2	290.4	302.0	311.1	317.4	323.7	
折旧与摊销	35.1	53.3	73.1	90.9	104.0	114.1	121.9	128.4	133.7	138.1	
营运资金净变动	82.3	22.1	42.3	55.6	34.2	46.8	42.4	43.1	43.0	41.6	
资本性投资	(300.0)	(350.0)	(320.0)	(180.0)	(144.0)	(115.2)	(92.2)	(82.9)	(66.4)	(53.1)	
FCFF	26.3	(43.3)	47.7	227.3	273.3	336.0	374.2	399.6	427.7	450.3	5,284.4
PV(FCFF)	24.0	(36.1)	36.2	157.5	172.8	193.8	196.9	191.8	187.3	179.9	2,111.5
核心企业价值	3,415.8										

减: 净债务	(1, 277. 1)
股票价值	4, 692. 9
每股价值	44. 84

资料来源: 国信证券经济研究所预测

我们以 44. 84 元/股作为估值中枢对公司远期公允价值进行敏感性分析, 假设折现率变化区间为 8. 6%-10. 6%, 永续增长率变化区间为 0. 0%-2. 0%, 得到的股价区间为 38. 70-54. 58 元/股。以折现率和永续增长率上下浮动 0. 5pct 作为合理浮动范围来计算, 得出公司合理估值区间为 41. 46-49. 08 元/股, 估值中枢为 44. 84 元/股; 对应远期公允市值区间为 43. 39-51. 37 亿元, 远期公允市值中枢为 46. 93 亿元。

表31: 针对折现率和永续增长率的敏感性分析计算得出的每股价值 (横/纵轴: 折现率/永续增长率)

每股价值 (元/股)	8. 6%	9. 1%	9. 6%	10. 1%	10. 6%
2. 0%	54. 58	50. 89	47. 71	44. 94	42. 50
1. 5%	52. 40	49. 08	46. 19	43. 64	41. 39
1. 0%	50. 50	47. 49	44. 84	42. 49	40. 40
0. 5%	48. 85	46. 08	43. 63	41. 46	39. 51
0. 0%	47. 38	44. 83	42. 56	40. 53	38. 70

资料来源: 国信证券经济研究所预测

相对估值法: 远期整体公允价值区间为 45. 18-53. 15 亿元

民爆光电主营 LED 照明产品的研发、设计、制造、销售及服务, 主要为境外区域性品牌商和工程商, 提供商业照明和工业照明领域的 ODM 产品。同行业中可比上市公司有: **立达信**、**光莆股份**、**阳光照明**, 其中**立达信**主要业务为为境外客户提供商业照明、家居照明等及其他产品的 ODM 服务, 其 2022 年 LED 照明类业务占收入比例约为 67%; **光莆股份**以商业照明、家居照明、工业照明等 ODM/OEM 业务为主, 同时有部分 FPC (柔性电路板) 以及医疗美容业务, 但照明类业务 2022 年收入占比约 70%, 仍是公司的收入主要来源; **阳光照明**主要为境外照明批发商、境外连锁型终端超市等客户代工和自营方式销售照明产品, 2022 年 LED 灯具产品收入占营业收入的比重为 73%。同时考虑到以上公司均属于“C3872 照明灯具制造行业”, 这也与招股说明书中可比公司的选取一致, 因此我们认为可比公司的选取和后续的估值分析均是可比的。具体同行业公司主要产品和业务情况如下表所示:

表32: 民爆光电可比公司基本情况

公司名称	股票代码	简介	主要产品和销售模式
光莆股份	300632. SZ	成立于 1994 年, 2017 年上市, 主要从事半导体光应用产品的研发、制造和销售。通过为客户代工和少量自主品牌的方式销售照明产品。其销售模式采用直销为主, 且以境外市场为主。	商业照明、家居照明、工业照明及其他, ODM/OEM 为主
立达信	605365. SH	成立于 2015 年, 2021 年上市, 专注于绿色照明、智能家居及智慧建筑等物联网领域的高新技术企业, 主要从事 LED 照明产品、智能家居和智慧建筑等物联网领域产品的研发、制造、销售及服务, 致力于成为一流的家居和商业空间综合的物联网解决方案提供商。在绿色照明领域, 立达信以直销为主, 主要为境外客户提供 ODM 产品。	商业照明、家居照明等及其他, 代工和自营品牌为主, ODM 为主
阳光照明	600261. SH	成立于 1975 年, 2000 年上市, 主营业务为照明电器的研发、生产和销售, 主要产品为普通照明用的绿色照明产品。阳光照明以外销为主, 通过为境外照明批发商、商业照明、家居照明等及其他, 境外连锁型终端超市等客户代工和自营方式销售照明产品, 国内市场销售模式为经代工和自营品牌为主销模式。	商业照明、家居照明等及其他, 代工和自营品牌为主

民爆光电 A20402.SZ 成立于 2010 年，专注于绿色照明业务领域的高新技术企业，主要从事 LED 照明产品、商业照明、工业照明产品、ODM 的研发、设计、制造、销售及服务，始终专注于服务境外区域性品牌商和工程商，为主并为客户提供商业照明和工业照明领域的 ODM 产品。

资料来源：民爆光电招股说明书，各公司公告，国信证券经济研究所整理

表33：民爆光电及可比公司经营情况对比（单位：百万元）

公司名称	主要对比指标			主要可比业务情况及收入占比
	2022 年 LED 照明类业务收入	2022 年 LED 照明类业务毛利率	2022 年归母净利润	
光莆股份	576.88	26.30%	52.51	2022 年光莆股份实现营业收入 8.26 亿元，其中半导体光应用业务收入 5.77 亿元，占营业收入比重 69.82%
立达信	5052.94	26.93%	494.26	2022 年立达信实现营业收入 75.57 亿元，其中照明产品及配件业务合计收入 50.53 亿元，占营业收入的比重为 66.86%
阳光照明	2713.68	29.24%	183.87	2022 年阳光照明实现营业收入 37.31 亿元，其中 LED 灯具产品收入为 27.14 亿元，占营业收入的比重为 72.73%
民爆光电	1463.81	32.09%	245.40	2022 年民爆光电 LED 照明业务占营业收入 91.7%

资料来源：民爆光电招股说明书，国信证券经济研究所整理

注：阳光照明以商业照明和家居照明等 LED 照明业务为主，此处选取其 LED 光源及灯具产品的收入和毛利率进行列示。立达信主要经营照明业务和物联网业务，此处选取其照明产品及配件的收入和毛利率进行列示。

截至 2023 年 7 月 11 日，C38 电气机械及器材制造业最近一个月行业平均静态市盈率 21.66 倍。我们以 2023 年 7 月 11 日的股价作为基础，测算三家可比公司的市盈率。三家可比公司 2022 年的静态市盈率算数平均值为 39.38 倍，若剔除极值光莆股份后（其中由于光莆股份切入医美业务，且 2023 年成立数字能源技术全资子公司，新业务导致其市盈率水平较高）2022 年静态市盈率算术平均值为 21.99 倍。若以 2023 年预计归母净利润为基础，可比公司中仅有立达信具有 2023 年盈利预测，其 2023 年市盈率为 16.99 倍。

考虑到剔除极值后的可比公司数量相对较少，且可比公司规模均大于民爆光电，又剔除极值后的可比公司 2022 年静态市盈率算术平均值为 21.99 倍与 C38 电气机械及器材制造业最近一个月行业平均静态市盈率 21.66 倍较为接近，所以我们选取两者孰低值即 21.66 倍作为相对估值方法的估值上限，估值下浮 15% 作为公司 2022 年市盈率的下限，即 18.41-21.66 倍，具体理由是：

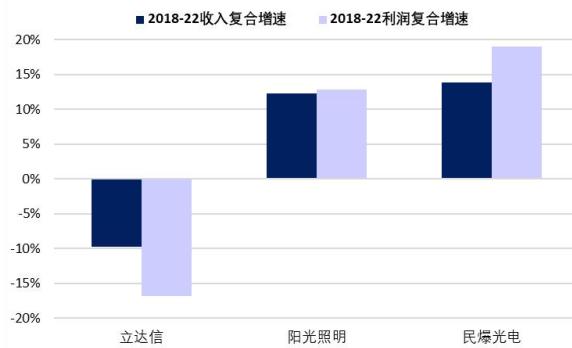
市盈率上限为 21.66 倍，给予可比公司平均估值作为上限的主要考虑是：

(1) 民爆光电的增速优势：公司 2018-2022 年收入、归母净利润复合增速分别达到 14%、19%，高于行业可比公司，主要由于公司 2021 年受益于老客户业务体量爬升和新客户开拓、叠加相对更低的基数实现了高于可比公司的增长，同时公司采取差异化竞争策略，其主要客户为区域性品牌商和工程商，对产品的定制化要求较高，因此合作关系确立后老客户粘性较强，进而保证了盈利能力的相对稳定，进而使利润增速与收入的增速方向相对更为匹配。尽管公司规模小于行业可比公司，但由于公司实现增长采用了差异化客户和产品的策略，这一策略与可比公司以通用类照明产品为主的特点在客户、产品方面均存在差别，且过去五年均保持了差异化竞争的状态，我们认为公司差异化策略带来的高于可比公司增速的特点在未来仍有望延续，因此收入增速高于行业可比公司有望为贡献估值溢价的因素。

(2) 盈利能力优势：民爆光电的毛利率、净利润率和 ROE 均高于可比公司，主要由于公司产品壁垒、定制化程度更高的工业照明业务贡献更高的毛利率，以及公司老客户的稳定关系带来的相对更低的销售费用率。而更高的净利润率也有助于

提升公司 ROE 水平，进而提升股东回报，进而使公司的估值水平较可比公司具备更高溢价。

图46: 公司 2018-22 年收入和利润复合增速高于可比公司



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图47: 公司盈利能力指标优于可比公司

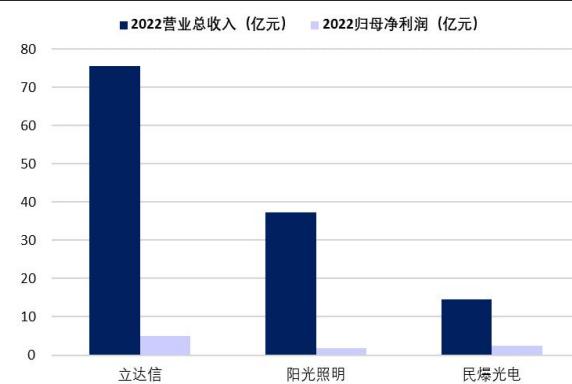


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 阳光照明选取其 LED 光源及灯具产品毛利率进行列示。立达信选取其照明产品及配件毛利率进行列示。

市盈率下限约为 18.41 倍，给予下浮 15% 的主要原因是：民爆光电的收入和利润体量较可比公司更小，其规模效应的发挥较可比公司仍有一定空间，同时研发投入也会低于可比公司。而在上文 LED 照明行业分析中，行业对于参与者的产品开发、配套服务要求较高。因此若未来行业竞争加剧，则公司规模方面的劣势或会影响公司在产品、服务的竞争优势和成长性，进而导致公司业绩增速的预期下降，使公司的市盈率低于可比公司的平均水平。

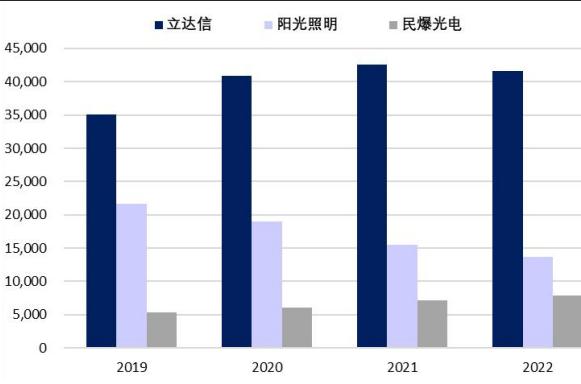
图48: 公司收入和利润体量小于可比公司 (2022 年)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 此处选取各公司与 LED 灯具相关的部分收入作为对比，其中阳光照明为 LED 灯具产品收入；立达信为照明产品及配件收入

图49: 公司研发费用绝对值 (万元) 低于可比公司



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

因此根据市盈率 18.41-21.66 倍的区间，我们预计在相对估值下，民爆光电的远期整体公允价值区间为 45.18-53.15 亿元。假设不采用超额配售选择权的情况下，对应每股价区间为 43.17-50.78 元/股。

- (1) 以发行后总股本、2022 年归母净利润计算对应的市盈率区间为 18.41-21.66 倍；
- (2) 以发行后总股本、2022 年扣非归母净利润计算对应的市盈率区间为 21.28-25.03 倍；

(3) 以发行后总股本、2023 年预测归母净利润计算对应的市盈率区间为 22.59-26.58 倍。

截至 2023 年 7 月 11 日, C38 电气机械及器材制造业最近一个月行业平均静态市盈率 21.66 倍。

表34: 可比公司估值

股票代码	公司简称	市值(亿人民币) 20230711	归母净利润				PE			
			2022 扣非	2022A	2023E	2024E	2022 扣非	2022A	2023E	2024E
600261.SH	阳光照明	52.53	1.43	1.84	—	—	36.74	28.55	—	—
605365.SH	立达信	76.26	5.17	4.94	4.49	5.33	14.75	15.44	16.99	14.31
300632.SZ	光莆股份	39.31	0.4	0.53	—	—	98.27	74.16	—	—
							算数平均值	49.92	39.38	16.99
							算数平均值(不含光莆股份)	25.74	21.99	16.99
								25.74	21.99	16.99
A20402.SZ	民爆光电	—	2.12	2.45	2.00	2.24	—	—	—	—
								25.74	21.99	16.99
									25.74	21.99
									25.74	21.99

资料来源: Wind, 民爆光电招股说明书, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 立达信 2023-2024 年归母净利润预测值采用 Wind 一致预期

远期整体合理公允价值区间为 45.18-51.37 亿元

根据绝对估值法的测算, 我们将折现率及永续增长率上下浮动 0.5pct 得到的公司远期公允价值区间为 43.39-51.37 亿元; 根据相对估值法, 公司的远期公允价值区间为 45.18-53.15 亿元。我们选取绝对估值法和相对估值法交集作为综合的远期公允价值区间, 即预计公司的远期公允价值区间为 45.18-51.37 亿元。选取两种估值方法的交集作为公司的远期公允价值区间, 主要是考虑到绝对估值是以公司未来的预期现金流折现得到定量的估值结果, 相对更为准确客观; 而相对估值则反应出市场及同行业可比公司对估值的影响, 采用绝对估值和相对估值的交集能更好体现出两个方式的优势。

表35: 绝对估值中针对折现率和永续增长率的敏感性分析计算出的市值区间 (横/纵轴: 折现率/永续增长率)

市值(亿元)	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%
2.0%	57.13	53.27	49.94	47.04	44.48
1.5%	54.85	51.37	48.35	45.68	43.32
1.0%	52.86	49.71	46.93	44.47	42.29
0.5%	51.13	48.23	45.67	43.39	41.36
0.0%	49.59	46.92	44.55	42.42	40.51

资料来源: 国信证券经济研究所预测

预计公司远期公允价值区间为 45.18-51.37 亿元, 对应三种口径下市盈率区间分别如下:

- 以发行后总股本、2022 年归母净利润计算对应的市盈率区间为 18.41-20.93 倍, 市盈率上下限算术平均值为 19.67 倍;
- 以发行后总股本、2022 年扣非归母净利润计算对应的市盈率区间为 21.28-24.19 倍, 市盈率上下限算术平均值为 22.74 倍;
- 以发行后总股本、2023 年预测归母净利润计算对应的市盈率区间为 22.59-25.69 倍, 市盈率上下限算术平均值为 24.14 倍。

截至 2023 年 7 月 11 日, C38 电气机械及器材制造业最近一个月行业平均静态市

盈率 21.66 倍。

公司 2022 年扣非后市盈率上限高于行业平均静态市盈率,但剔除极值后的可比公司 2022 年扣非市盈率为 25.74, 高于民爆光电 2022 年扣非后市盈率上限。考虑到短期内行业的估值会受到市场情绪的影响, 拉长时间维度来看, C38 电气机械及器材制造业最近六个月及最近一年的行业平均静态市盈率为 27.62 和 30.78, 均高于上述三个市盈率区间的上限。公司 2020-2022 年归母非经常性收益分别为 2680/1319/3306 万元, 主要为政府补助及委托理财的收益, 2021 年非经常性损益较低主要系股份支付费用 1038 万元计入非经常性损益, 若不考虑股份支付费用的影响, 公司 2020-2022 年归母非经常性收益分别为 2680/2357/3306 万元, 相对较为稳定。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	110	257	1315	1277	1308	营业收入	1497	1465	1544	1679	1809
应收款项	256	202	230	256	275	营业成本	1076	995	1052	1144	1233
存货净额	273	214	242	262	270	营业税金及附加	8	11	12	13	14
其他流动资产	12	17	18	17	20	销售费用	64	78	90	95	100
流动资产合计	1105	886	2054	2051	2113	管理费用	147	141	153	165	176
固定资产	237	238	468	731	942	财务费用	9	(20)	1	1	5
无形资产及其他	29	31	30	28	27	投资收益	15	16	8	9	9
投资性房地产	58	422	422	422	422	资产减值及公允价值变动	(29)	(19)	(19)	(19)	(19)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	11	20	2	2	2
资产总计	1428	1578	2974	3232	3505	营业利润	191	275	227	254	274
短期借款及交易性金融负债	21	25	15	20	20	营业外净收支	1	3	2	2	2
应付款项	345	220	292	306	307	利润总额	192	278	228	255	276
其他流动负债	138	130	148	152	163	所得税费用	24	33	27	31	33
流动负债合计	504	375	456	479	490	少数股东损益	(2)	(1)	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	170	245	200	224	242
其他长期负债	5	67	100	133	175						
长期负债合计	5	67	100	133	175						
负债合计	509	442	556	611	666						
少数股东权益	(3)	(4)	(3)	(2)	(1)	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股东权益	922	1139	2421	2623	2841	净利润	170	245	200	224	242
负债和股东权益总计	1428	1578	2974	3232	3505	资产减值准备	20	(10)	17	17	18
						折旧摊销	22	26	35	53	73
						公允价值变动损失	29	19	19	19	19
						财务费用	9	(20)	1	1	5
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(73)	(336)	82	22	42
每股收益	2.16	3.13	1.91	2.14	2.31	其它	(21)	9	(16)	(16)	(17)
每股红利	0.43	0.42	0.19	0.21	0.23	经营活动现金流	146	(46)	337	319	377
每股净资产	11.74	14.51	23.13	25.06	27.14	资本开支	(23)	4	(300)	(350)	(320)
ROIC	44%	29%	20%	18%	17%	其它投资现金流	(19)	257	(51)	10	(2)
ROE	18%	22%	8%	9%	9%	投资活动现金流	(42)	260	(351)	(340)	(322)
毛利率	28%	32%	32%	32%	32%	权益性融资	(4)	1	1102	0	0
EBIT Margin	14%	16%	15%	16%	16%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	18%	18%	19%	20%	支付股利、利息	(34)	(33)	(20)	(22)	(24)
收入增长	41%	-2%	5%	9%	8%	其它融资现金流	19	(2)	(9)	5	(0)
净利润增长率	-4%	44%	-18%	12%	8%	融资活动现金流	(53)	(67)	1072	(17)	(24)
资产负债率	35%	28%	19%	19%	19%	现金净变动	51	147	1058	(38)	31
股息率	-	-	-	-	-	货币资金的期初余额	59	110	257	1315	1277
P/E	-	-	-	-	-	货币资金的期末余额	110	257	1315	1277	1308
P/B	-	-	-	-	-	企业自由现金流	103	(96)	26	(43)	48
EV/EBITDA	2.3	1.7	2.0	1.9	1.9	权益自由现金流	122	(97)	33	(22)	64

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032