

民爆光电 (301362)

证券研究报告

2024年01月03日

工商业 LED 照明领先者，有望受益于行业渗透提升

民爆光电：商业&工业 LED 照明领先企业

公司专注于商业&工业 LED 照明领域，是相关领域外销 ODM/OEM 领先企业，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，让公司逐步成长为我国照明灯具出口行业排名前的照明企业，净利率及 ROE 常年维持较高水平。

海外市场仍存渗透率提升空间，公司制造水平业内领先

从市场规模来看，商业、工业照明领域空间广阔，而海外上述领域 LED 渗透率仍有提升空间：商业照明方面，其中根据 Frost & Sullivan 数据 2019 年全球商业 LED 照明市场空间可达 222.85 亿美元；工业照明方面，根据 Mordor Intelligence 数据，2020 年全球工业照明市场规模达到 61.76 亿美元，预计到 2026 年市场规模将达到 81.68 亿美元（约合人民币 600 亿元）。

从产业链结构来看，海外市场下游品牌方连锁通用品牌与专业品牌并存，对于 ODM/OEM 企业客户需求呈现“小批量、多批次”的特征，对企业柔性生产和需求的快速相应能力有较高要求，公司作为工商业照明领先企业，生产制造能力及对于需求的快速响应能力较强。

北美市场有望加速拓展，新业务矩阵逐渐成型

后续来看，除行业层面的渗透率提升外，我们认为还有以下方向有望为公司贡献营收业绩增量：从区域角度，公司过往重点经营欧洲等市场，北美地区营收规模仍相对偏低，而北美市场作为我国照明出口第一大目的地，有较大拓展空间。从品类角度，公司针对不同品类的品牌矩阵逐渐成型，后续在植物照明、应急照明、美容照明等领域有望创造增量。

投资建议：公司深耕海外 LED 商业/工业照明领域，盈利能力常年保持领先，后续有望充分受益于海外市场商业&工业场景 LED 渗透率提升，同时叠加自身疫后加速对美国市场开拓进展，我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 2.46、2.92、3.42 亿元，对应 23-25 年市盈率分别为 16.3x/13.7x/11.7x，根据相对估值法给予公司 24 年 17x PE，对应目标价 47.4 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：商业&工业照明领域 LED 渗透率提升不及预期的风险；美国市场拓展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；新品类拓展不及预期的风险；公司流通市值较小。

投资评级

行业	家用电器/照明设备 II
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	38.31 元
目标价格	47.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	104.67
流通 A 股股本(百万股)	24.02
A 股总市值(百万元)	4,009.91
流通 A 股市值(百万元)	920.24
每股净资产(元)	24.09
资产负债率(%)	15.44
一年内最高/最低(元)	69.89/35.78

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,497.14	1,465.02	1,504.51	1,736.66	2,007.20
增长率(%)	41.43	(2.15)	2.70	15.43	15.58
EBITDA(百万元)	332.92	380.21	308.89	384.13	439.69
归属母公司净利润(百万元)	169.91	245.40	245.59	292.06	342.20
增长率(%)	(3.76)	44.43	0.07	18.93	17.16
EPS(元/股)	1.62	2.34	2.35	2.79	3.27
市盈率(P/E)	23.60	16.34	16.33	13.73	11.72
市净率(P/B)	4.35	3.52	2.84	2.35	1.96
市销率(P/S)	2.68	2.74	2.67	2.31	2.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	8.52	7.30	5.96

资料来源：Wind，天风证券研究所

内容目录

1. 民爆光电：商业&工业 LED 照明领先企业	4
1.1. 业务：专注于商业和工业 LED 照明海外 ODM 业务	4
1.2. 管理：股权结构集中，高管团队经验丰富	5
1.3. 财务：营收利润稳健、盈利能力良好	6
2. 海外市场仍存渗透率提升空间，公司制造水平业内领先	9
2.1. 工业与商业照明领域 LED 渗透率仍有提升空间	9
2.2. 海外市场格局：专业品牌与连锁品牌并存	11
2.3. 中国为全球第一大 LED 出口国，民爆在非民用领域出口份额领先	11
3. 北美市场有望加速拓展，新业务矩阵逐渐成型	12
3.1. 北美市场空间广阔，有望贡献后续营收增量	12
3.2. 业务矩阵初步成型，有望加速拓展新兴照明赛道	13
4. 盈利预测与估值	14
5. 投资建议	15
6. 风险提示	15

图表目录

图 1：公司股权结构（23 年三季报）	5
图 2：公司营业收入及增速（亿元）	6
图 3：扣非归母净利润及增速（亿元）	6
图 4：民爆光电营收分业务结构	7
图 5：民爆光电营收分地区结构	7
图 6：营收拆分-分销售模式（百分比）	8
图 7：公司分产品毛利率	8
图 8：公司四费费用率	9
图 9：2018-23 年前三季度公司销售净利率水平	9
图 10：2018-23 年前三季度公司 ROE 水平	9
图 11：2016-2026 年全球 LED 照明行业市场规模增长情况（含预测）	10
图 12：2019 年商业照明三大应用场景占全球 LED 照明市场比重	10
图 13：美国市场工业及商业 LED 照明渗透率及预测	10
图 14：2019 年中国 LED 灯具出口 top20 企业	12
图 15：2019 年全球 LED 照明行业分地区市场分布结构	12
图 16：2021 年中国 LED 照明产品出口前十目的地	12
图 17：公司美洲及欧洲市场营收规模及占比（右轴）	13
图 18：工商业 LED 照明主要企业北美地区营收规模（亿元）	13
图 19：全球应急照明市场规模及增速（含预测）	14

图 20: 全球植物照明市场规模及增速 (含预测)	14
表 1: 公司主要产品和业务	4
表 2: 公司管理层履历	6
表 3: 商业与工业照明海外市场主要品牌商	11
表 4: 民爆光电及其子公司业务矩阵	13
表 5: 公司分业务盈利预测 (亿元, %)	14
表 6: 可比公司估值 (统计日期: 2023 年 12 月 28 日)	15

1. 民爆光电：商业&工业 LED 照明领先企业

公司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，民爆光电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。

1.1. 业务：专注于商业和工业 LED 照明海外 ODM 业务

公司主要生产 LED 照明灯具，应用领域主要是商业照明和工业照明市场。其中民爆光电专业从事商业照明业务，子公司艾格斯特专业从事工业照明业务。商业照明包括筒灯、吸顶灯、面板灯、天花灯、支架灯，主要应用场景为商场休息区、会议厅、购物中心、超市等。工业照明包括工矿灯、泛光灯、路灯，主要应用场景为篮球场、网球场、公路、铁路、工厂等。

表 1：公司主要产品和业务

产品类型	产品名称	产品示例	技术参数	用途
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
	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
工业照明	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：公司公告，天风证券研究所

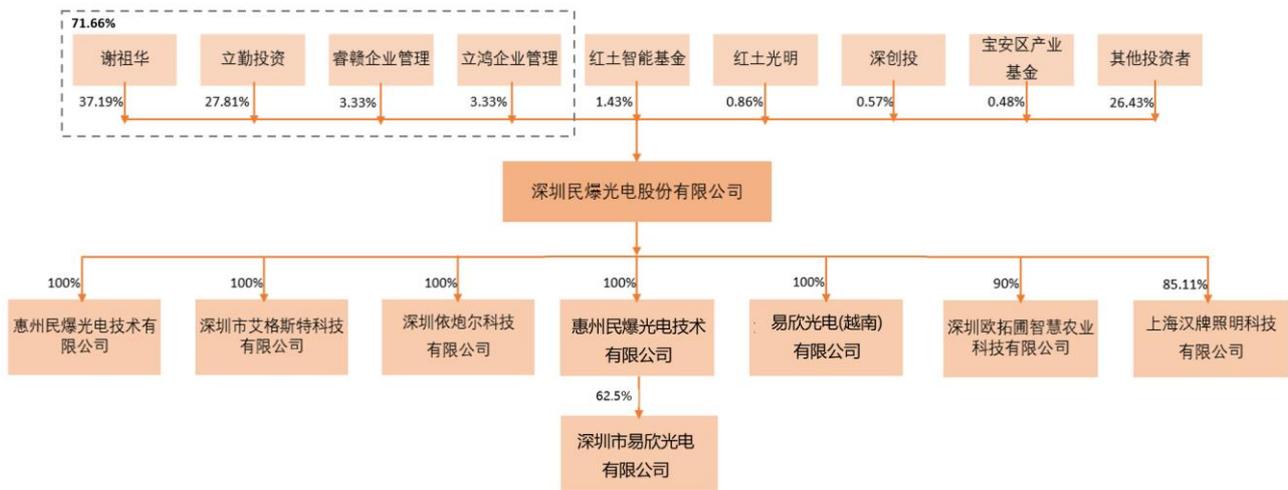
公司不参与标准化产品的竞争，以 ODM 方式服务于境外区域性品牌商和工程商，为其提供差异化、个性化的定制产品。公司的境外客户以经营进口国区域性市场为主，有别于昕诺飞、欧司朗等国际照明品牌在全球市场上布局标准产品，更贴近进口国当地市场，满足终端用户在不同商业/工业应用场景下对特定照明光效以及外观、应用功能等方面的需求，协助境外区域性品牌商和工程商，与国际照明品牌进行差异化竞争。

公司以销售为主导，以产品定制开发为中心驱动销售。针对客户小批量、多批次、差异化的产品需求特点，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。公司已累计为客户开发并销售超过 40,000 种产品，服务超过 4,000 家客户，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，让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，逐步成长为我国照明灯具出口行业排名前的照明企业。

1.2. 管理：股权结构集中，高管团队经验丰富

股权结构集中，控制权稳定。公司实际控制人为谢祖华，直接持有公司股份 37.19%，并通过立勤投资、睿赣企业管理、立鸿企业管理分别间接控制民爆光电 27.81%、3.33%和 3.33%的股权。

图 1：公司股权结构（23 年三季报）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

管理层：管理层履历构成多元化，管理经验丰富，分工明确。高管团队履历涉及销售、管理、财务多个领域，且具有丰富的照明行业经验，分工明确，各司其职。

表 2：公司管理层履历

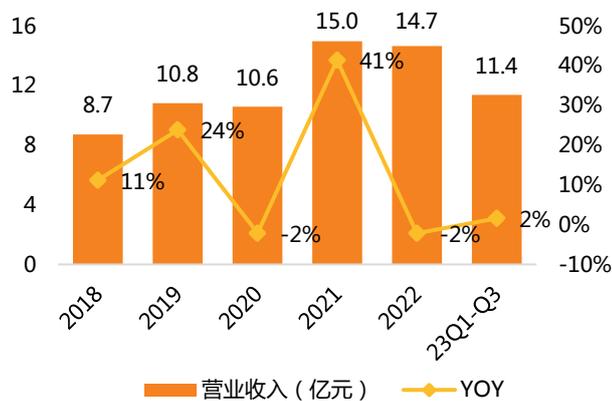
姓名	任职情况	简介
谢祖华	总经理	男，董事长、总经理，1980 年 5 月出生，大专学历，中国国籍，无境外居留权。2010 年创办本公司，现任民爆光电董事长兼总经理；兼任惠州民爆总经理；依炮尔的执行董事、总经理；汉牌照明执行董事；欧拓圃执行董事兼总经理；睿赣合伙执行事务合伙人；立鸿合伙执行事务合伙人；立勤投资执行事务合伙人。
苏涛	副总经理	男，董事、副总经理，1985 年 9 月出生，本科学历，中国国籍，无境外居留权。2009 年 12 月至 2010 年 4 月任广州万晶半导体照明科技有限公司外贸销售员；2012 年 8 月至 2015 年 12 月，任深圳市欧克照明有限公司执行董事、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；现任公司董事。
黄金元	副总经理、董事会秘书	男，董事、董事会秘书、副总经理，1976 年 10 月出生，大专学历，中国国籍，无境外居留权。1998 年 9 月至 2010 年 3 月就职于宁波波导股份有限公司，先后担任多家省级公司总经理；2011 年至 2013 年任深圳市德元科技有限公司总经理；2014 年至 2019 年任深圳市存在科技有限公司监事；2017 年 2 月至今担任民爆光电副总经理。现任公司董事、董事会秘书。
曾敬	副总经理	女，副总经理，1980 年 2 月出生，本科学历，中国国籍，无境外居留权。2003 年至 2004 年任武汉橄榄枝生物工程有限公司会计，2005 年至 2006 年任宁波登煌五金制造有限公司会计；2006 年至 2007 年任广州市广园机械设备有限公司财务主管；2008 年 3 月至 2012 年 8 月任深圳市越宏电子有限公司财务负责人。2012 年 8 月至 2021 年 10 月任民爆光电财务总监，2021 年 11 月至今任民爆光电副总经理。
刘俊	财务总监	男，财务总监，1988 年出生，本科学历，中国国籍，无境外居留权，中国注册会计师。2013 年 3 月至 2013 年 12 月任广东华三行工程机械有限公司（原广东华南三一工程机械有限公司）会计，2013 年 12 月至 2015 年 12 月任天健会计师事务所（特殊普通合伙）高级审计员，2015 年 12 月至 2016 年 8 月任瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）项目经理、2016 年 10 月至 2017 年 6 月任大华会计师事务所（特殊普通合伙）项目经理，2017 年 7 月至 2020 年 7 月任天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）项目经理。2020 年 8 月至 2021 年 10 月任民爆光电财务部核算总监，2021 年 11 月至今，任公司财务总监。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务：营收利润稳健、盈利能力良好

收入利润波动上行，呈现良好态势。公司营收在波动中稳步增长，2020-2022 年营收分别为 10.59/14.97/14.65 亿，同比分别-2.1%/+41.4%/-2.2%，2023 年前三季度也呈现了增长态势。2020-2022 年公司扣非归母净利润分别为 1.50/1.57/2.12 亿，同比分别-20%/+5%/+35%。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。

图 2：公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

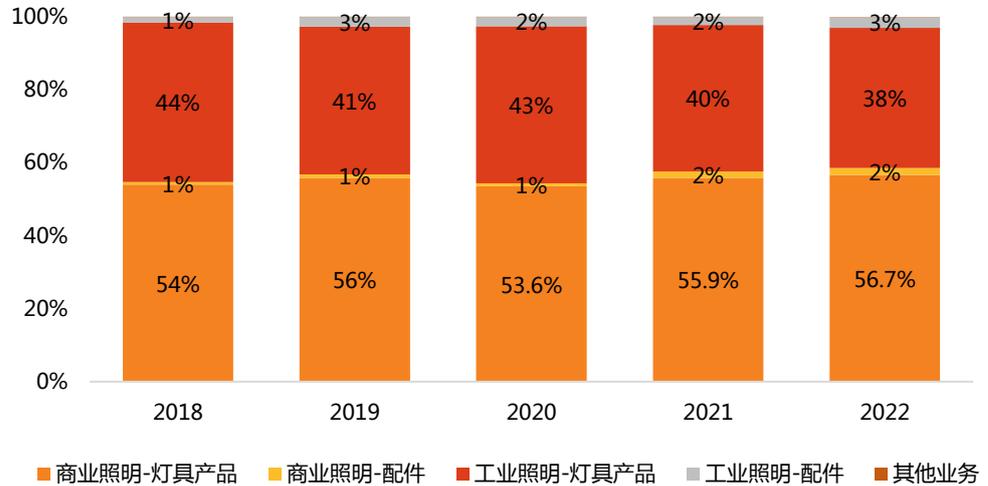
图 3：扣非归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

分业务看：公司收入主要来自商业照明及工业照明灯具产品。2022 年商业照明灯具、工业照明灯具占比分别为 56.7%、38.5%，贡献公司主要收入来源。

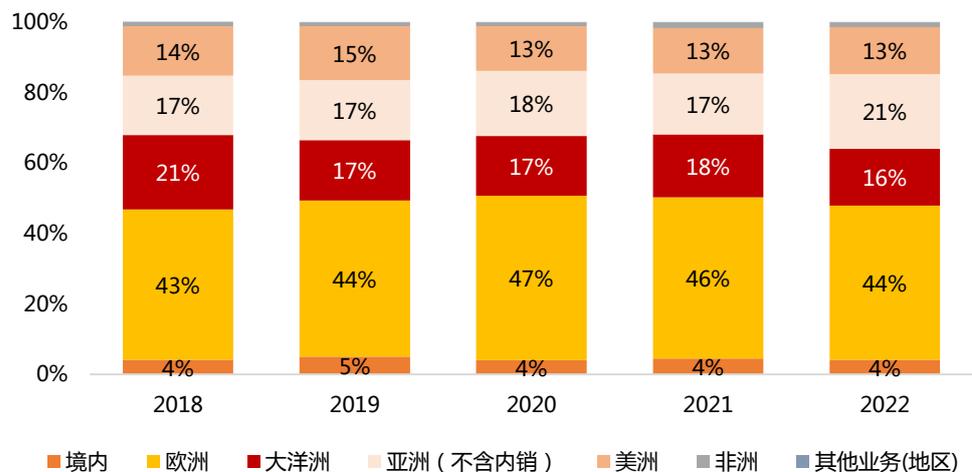
图 4：民爆光电营收分业务结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

分地区看：公司产品以外销为主，境内销售比重小，海外收入占比超 95%。外销以发达国家和地区为主，主要客户不仅包括境外上市企业，还包括进口国当地知名的品牌商和工程商，2022 年欧洲、大洋洲、亚洲（不含内销）以及美洲收入占比分别为 43.8%、16.10%、21.3%、13.30%。内销方面收入占比较低，保持在 5%以内，主要客户是欧普照明，公司主要为其定制开发用于出口欧洲市场的商业照明灯具，内销客户还包括境外客户在国内的代理采购商。

图 5：民爆光电营收分地区结构

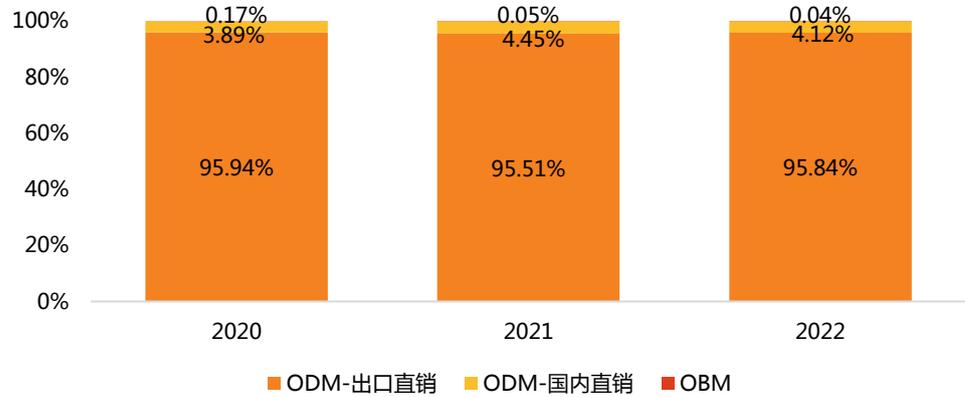


资料来源：Wind，天风证券研究所

分销售模式看：公司采用 ODM 模式和 OBM 模式，以 ODM 为主，均采用直销的方式。公司 ODM 销售模式分为国内直销和境外直销，以出口直销为主，近三年公司 ODM 出口

直销营收占比 95%以上。公司 OBM 销售模式均为国内直销，通过国内电商销售平台，以贴公司自有品牌“upshine”和“HANPAI”的方式，直接向终端用户进行买断式销售。该业务尚处于起步阶段，收入规模均较小。ODM 和 OBM 模式均采用买断式销售的方式，不通过经销、分销等渠道。

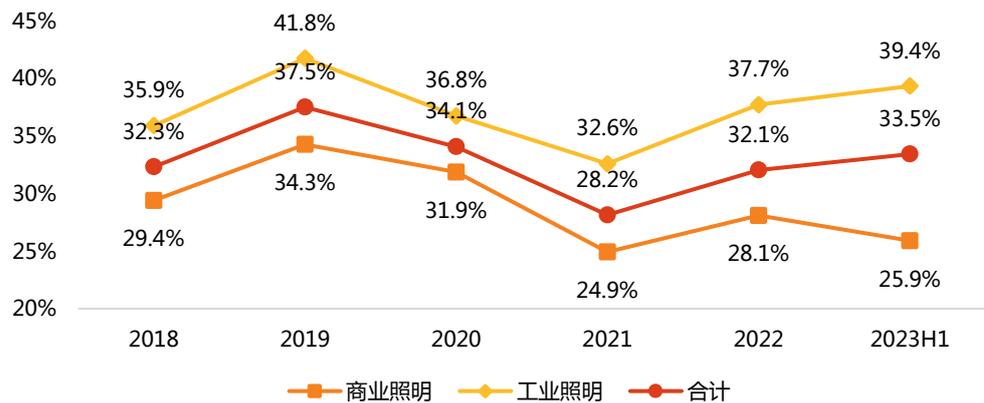
图 6：营收拆分-分销售模式（百分比）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司毛利率维持较高水平，原材料成本及汇率波动影响盈利能力。2021 年至 2023H1，公司毛利率由 28.19%提升至 33.45%，由于公司以外销为主，美元对人民币汇率波动对毛利率的影响较大，2021 年公司主营业务毛利率同比下降最大，主要受汇率波动和原材料价格变动影响。

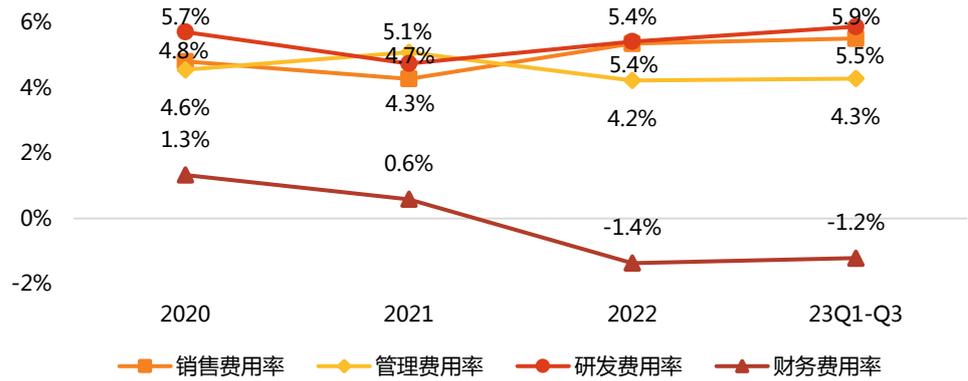
图 7：公司分产品毛利率



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

费用率方面：公司销售、管理、研发费用率相对比较稳定，2023Q1-Q3 分别为 5.5%、4.3%、5.9%，财务费用率占比小、波动大、且呈现下降趋势，2022 年和 23Q1-Q3 财务费用率为负，主要是受销售收款汇差下的汇兑损益波动影响。

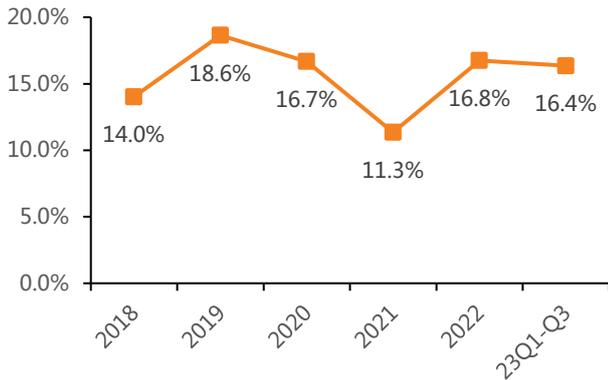
图 8：公司四费费率



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

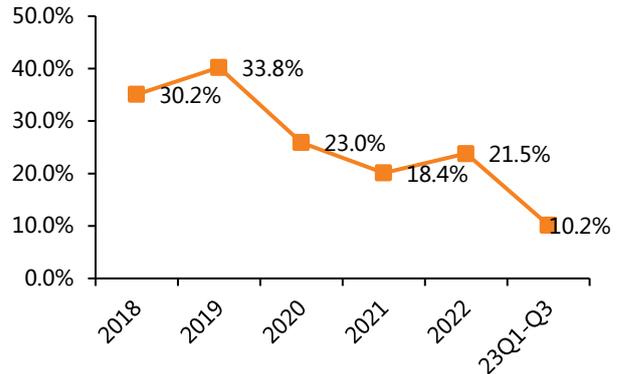
净利率：细分赛道盈利能力较强。公司归母净利率常年维持在 15%左右，我们认为从行业性质来看公司所处的工业及商业 LED 照明细分领域专业程度相对通用照明行业更高，带来更强的盈利能力水平。

图 9：2018-23 年前三季度公司销售净利率水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2018-23 年前三季度公司 ROE 水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

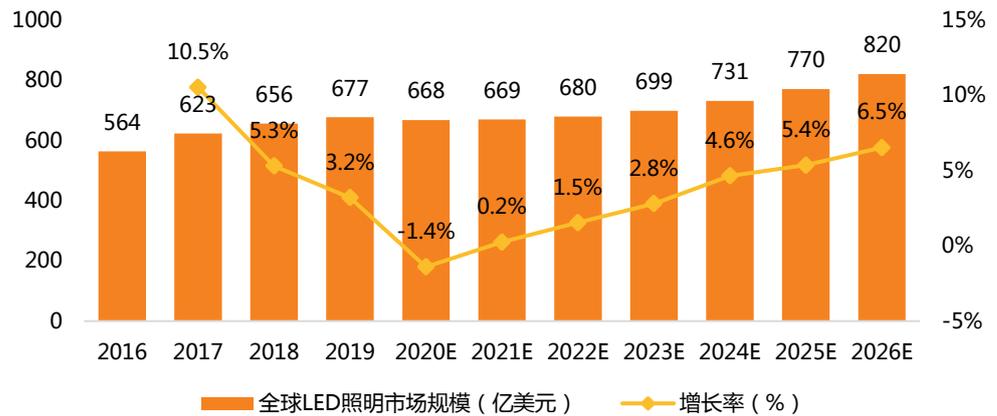
2. 海外市场仍存渗透率提升空间，公司制造水平业内领先

从市场规模来看商业与工业照明领域空间广阔，而海外上述领域 LED 渗透率仍有提升空间。从产业链结构来看，海外市场下游品牌方连锁通用品牌与专业品牌并存，对于 ODM/OEM 企业客户需求呈现“小批量、多批次”的特征，对企业柔性生产和需求的快速相应能力有较高要求。

2.1. 工业与商业照明领域 LED 渗透率仍有提升空间

LED 照明产品正快速实现对传统照明产品的替代，市场规模不断扩大。为提高能效、保护环境、应对全球气候变化，在淘汰高耗能照明方式的同时，各国政府大力支持节能环保的 LED 照明产品，随着 LED 照明技术提升和价格的不断下降，LED 照明产品渗透率不断提升。据 Frost & Sullivan 数据显示,2016-2019 年，全球 LED 照明市场以年均复合增长率 6.30% 增长，市场规模从 563.77 亿美元增长至 677.15 亿美元。

图 11：2016-2026 年全球 LED 照明行业市场规模增长情况（含预测）



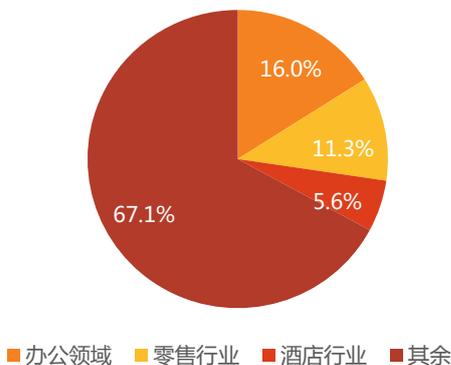
资料来源：Frost & Sullivan 《2020 Annual Update of Global LED Lighting Market》，公司公告，天风证券研究所

工业与商业照明领域市场前景广阔，LED 渗透率仍有提升空间。LED 应用领域从疏散指示标志灯、路灯、景观照明等领域，扩展到室内功能性照明，工业照明、景观照明、健康照明的新兴细分市场也相继涌现。其中：

商业照明：据 Frost & Sullivan 发布的《2020 Annual Update of Global LED Lighting Market》报告显示，2019 年全球商业照明的三个主要应用场景占比全球 LED 照明市场合计达到 32.91%，其中办公领域占 16.03%，零售行业占 11.30%，酒店行业占 5.58%。根据 Frost & Sullivan 数据显示，2019 年全球 LED 照明市场规模预测为 677.15 亿美元，以商业照明 32.91% 的渗透率测算，2019 年全球 LED 商业照明的市场规模预计为 222.85 亿美元。随着 LED 商业照明灯具的节能效益以及性价比优势日渐凸显，LED 商业照明市场渗透率将有望进一步提高。

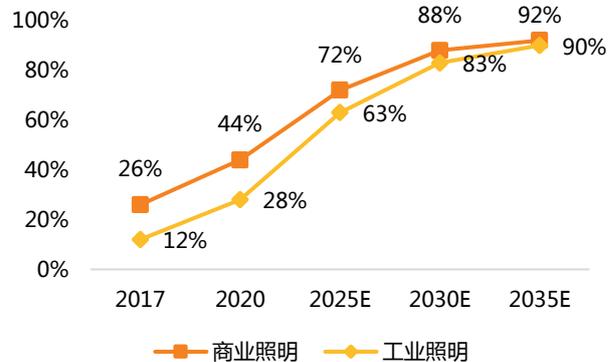
工业照明：在工业照明领域，由于产品应用场景的特殊性，工业照明对产品性能的要求较高，导致 LED 灯具的生产成本相对较高，替换进程要晚于商业领域。近年来，全球 LED 工业照明产品的产量呈现逐年增长态势，渗透率将有望进一步提高，未来随着国家和行业政策的推动，LED 工业照明设备替换的广度和深度有望不断扩大。根据 Mordor Intelligence 数据，2020 年全球工业照明市场规模达到 61.76 亿美元，预计到 2026 年市场规模将达到 81.68 亿美元（约合人民币 600 亿元）。

图 12：2019 年商业照明三大应用场景占全球 LED 照明市场比重



资料来源：公司招股说明书，Frost & Sullivan，天风证券研究所

图 13：美国市场工业及商业 LED 照明渗透率及预测



资料来源：The European Commission's Science and Knowledge Service 《Update on the Status of LED-Lighting world market since 2018》，天风证券研究所

2.2. 海外市场格局：专业品牌与连锁品牌并存

商业、工业照明板块海外市场主要参与企业分为两类：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，产品特点为常规化、通用化。2) 进口国区域品牌商，此类厂商有美国科锐、蓝格赛（法国）、岩崎电气（日本）等，产品特点是多样化、个性化。我们认为针对客户小批量、多批次、差异化的产品需求特点，公司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，形成了较强的工业制造能力和较快的需求响应能力，得以使其在细分领域份额位居前列。

表 3：商业与工业照明海外市场主要品牌商

企业类别	企业名称	业务简介
国际品牌商	昕诺飞	主营业务为生产和销售专业照明（包括商业照明、工业照明、传统照明、照明电子和控制等）和家居照明业务产品。
	欧司朗	主营业务为生产和销售 LED 照明光源、LED 通用照明和特殊照明灯具及提供照明系统解决方案。
区域品牌商	远藤照明(日本)	日本最大的商业领域照明厂家，在商业设施、公共设施、办公楼、住宅、景观等各个领域得到日本市场认可。
	岩崎电气(日本)	一家全球照明产品和工业系统供应商。
	科锐(美国)	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的知名制造商。
	玛斯柯MUSCO(美国)	体育场馆照明专家，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。
	ERCO(德国)	国际领先的建筑照明专家，采用 100%的LED 技术，率先在整个欧洲开展建筑照明。
	蓝格赛(法国)	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。

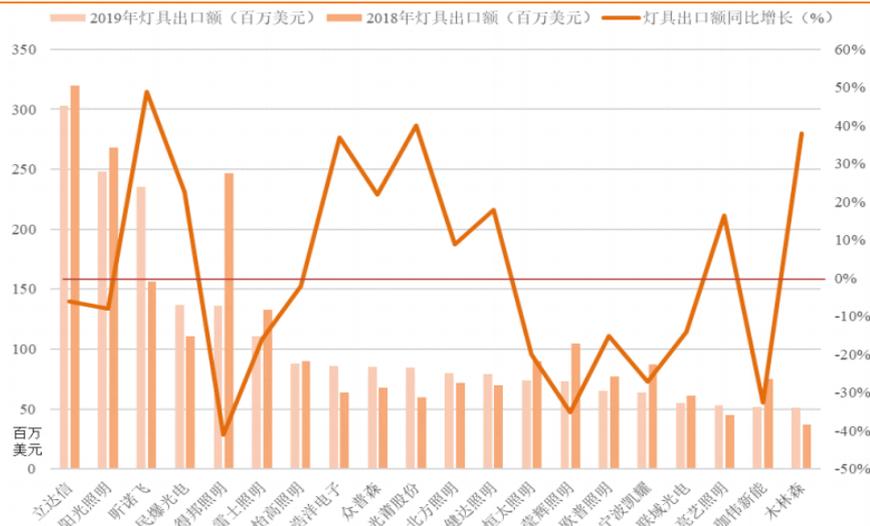
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 中国为全球第一大 LED 出口国，民爆在非民用领域出口份额领先

中国是全球第一大 LED 照明产品生产国和出口国。据中国照明电器行业协会数据显示，我国 LED 照明产品出口额从 2010 年的约 50 亿美元增长至 2021 年的 474.45 亿美元，占照明电器行业出口额的比重由 2010 年的不足 30%增加至 2021 年的 72.47%。2016 年至 2019 年占全球 LED 照明产品消费市场（包括中国市场）的比重平均为 44.93%。

非家居照明领域，民爆光电的灯具出口规模位居前列。根据中国照明电器协会发布的《2019 年中国照明行业运行情况报告》显示，2019 年，民爆光电在中国 LED 灯具出口企业中排在第四位，金额约为 1.4 亿美元，占比 0.57%。同行业可比公司立达信排在第一位，金额约为 3.02 亿美元，占比 1.23%；阳光照明排在第二位，金额约为 2.48 亿美元，占比 1.01%；光莆股份排在第十位，金额约为 0.8 亿美元，占比 0.33%。其中立达信、阳光照明等企业业务主要为家居照明和商业照明，而民爆光电在非家居照明领域出口份额位居前列。

图 14：2019 年中国 LED 灯具出口 top20 企业



资料来源：中国照明电器协会，公司招股说明书，天风证券研究所

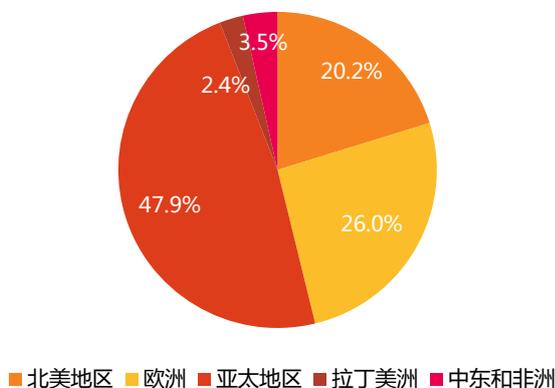
3. 北美市场有望加速拓展，新业务矩阵逐渐成型

后续来看，除行业层面的渗透率提升外，我们认为还有以下方向有望为公司贡献营收业绩增量：从区域角度，公司过往重点经营欧洲等市场，北美地区营收规模仍相对偏低，后续有望拓展贡献业绩。从品类角度，公司针对不同品类的品牌矩阵逐渐成型，后续在植物照明、应急照明、美容照明等领域有望创造增量。

3.1. 北美市场空间广阔，有望贡献后续营收增量

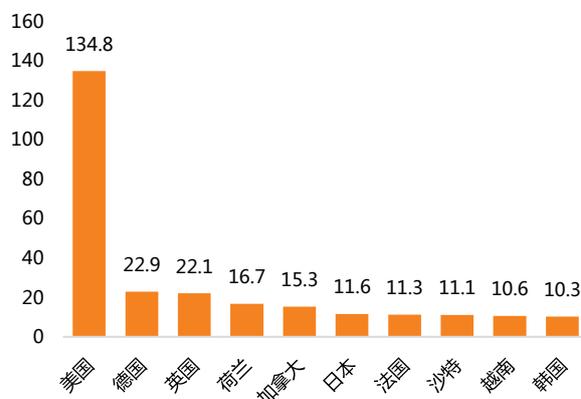
北美市场占全球 LED 照明行业比重达 20%，美国为我国 LED 照明产品出口第一大目的地。根据 Frost & Sullivan 数据显示，2019 年全球 LED 照明行业分地区市场分布中，北美地区占比达到 20.2%；而根据中国照明电器协会数据，2021 年我国对美国 LED 照明产品出口金额达到 134.79 亿美元，是我国 LED 照明产品出口第一大目的地，市场空间相对广阔。

图 15：2019 年全球 LED 照明行业分地区市场分布结构



资料来源：Frost & Sullivan《2020 Annual Update of Global LED Lighting Market》，公司公告，天风证券研究所

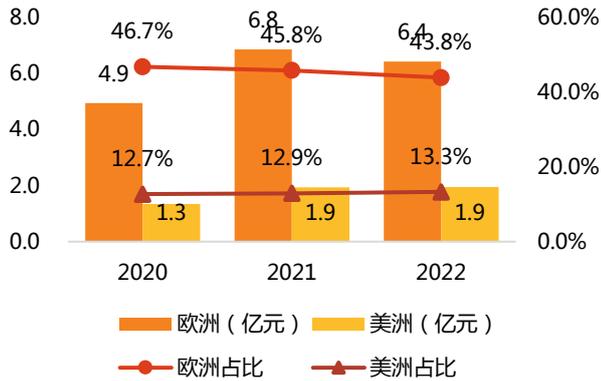
图 16：2021 年中国 LED 照明产品出口前十目的地



资料来源：中国照明电器协会《中国照明行业 2021 年出口综述及 2022 年展望》，公司公告，天风证券研究所

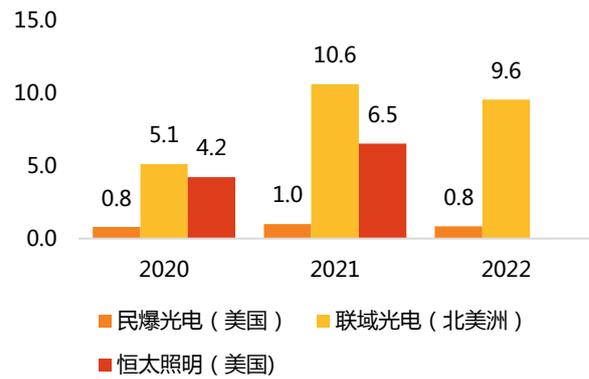
公司美洲市场占比偏低，后续易欣光电开拓可期。公司过往业务专注于欧洲等市场，北美市场营收占比相对较低（2022 年欧洲市场占总营收比重为 43.84%，美洲市场为 13.3%），同时与工商业 LED 照明领域部分可比公司相比，公司北美地区营收规模相对偏低。针对北美市场，公司于 2018 年成立易欣光电提升销售能力，公司计划在上市后，将进一步加大研发投入力度，开发种类更多、应用领域更广的满足北美市场需求产品体系；加大销售团队的构建，加强市场开发力度，加快推动北美市场的开发拓展，提升北美市场的市场占有率。

图 17：公司美洲及欧洲市场营收规模及占比（右轴）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：工商业 LED 照明主要企业北美地区营收规模（亿元）



资料来源：民爆光电招股书，联域光电招股书，Wind，天风证券研究所
注：各公司披露口径存在差异，北美地区收入量级对比仅供参考

3.2. 业务矩阵初步成型，有望加速拓展新兴照明赛道

公司下设业务矩阵强化 B 端客户品牌专业度认知。公司下设一众子公司及孙公司负责照明市场不同细分领域业务，以强化 B 端客户对于其品牌专业性的认知：如艾格斯特专注于 LED 工业照明领域、依炮尔负责应急照明领域、欧拓圃负责植物照明领域。除按产品划分外，公司也按地区进行下属公司业务划分，如易欣光电负责北美市场照明产品销售，而汉牌照明则主要经营国内市场自主品牌建设。

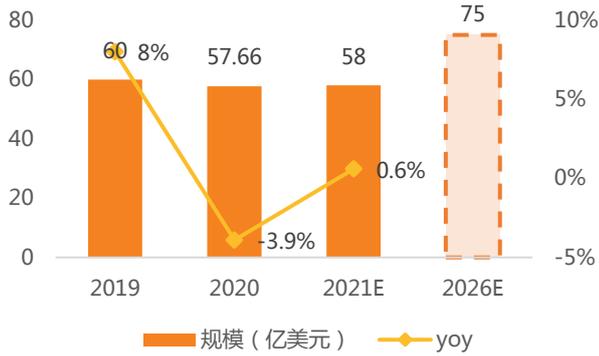
表 4：民爆光电及其子公司业务矩阵

名称	与公司关系	业务范围	主要经营产品
民爆光电		LED 商业照明	面板灯、吸顶灯、支架灯等
艾格斯特	子公司	LED 工业照明	工矿灯、泛光灯、线性灯、路灯、防爆灯等
依炮尔	子公司	应急照明	应急灯等
欧拓圃	子公司	植物照明、美容照明	植物灯、家用美容仪、红蓝光理疗灯等
易欣光电	孙公司	北美市场照明	壁灯等
汉牌照明	子公司	内销自主品牌照明	筒灯、轨道灯等

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

新兴照明业务仍处于初始阶段，中长期维度有望贡献增长新动能。新兴照明如植物照明、应急照明等领域仍有增长空间，根据前瞻经济学人的预测，2026 年全球应急照明市场规模有望达到 75 亿美元，而根据集邦咨询的预测，2026 年全球植物灯市场规模有望达到 28.9 亿美元，除此之外，公司未来在美容照明等赛道亦有望实现拓展。我们认为参照艾格斯特拓展工业照明领域的先例，其余子公司亦有望在其相应领域实现拓展，中长期维度贡献公司增长新动能。

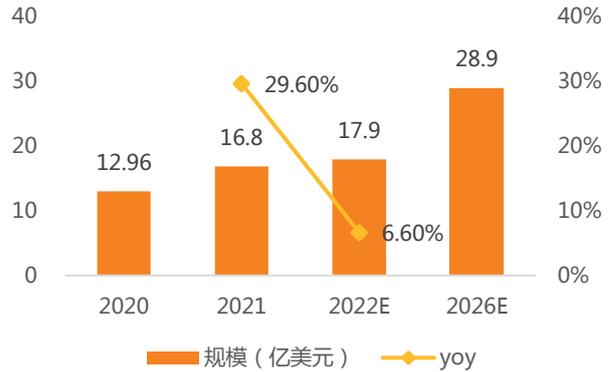
图 19：全球应急照明市场规模及增速（含预测）



资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

注：此处 2019 年数据为“近 60 亿美元”，后续年份为在此基础估算而得。

图 20：全球植物照明市场规模及增速（含预测）



资料来源：中顺半导体微信公众号，集邦咨询，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

商业照明：我们预计伴随 LED 商业照明灯具的节能效益以及性价比优势日渐凸显，LED 商业照明市场渗透率将有望进一步提高，同时公司有望凭借完善研发体系、专业研发团队，以市场需求为驱动，以研发带动份额提升。预计 23-25 年业务收入增速分别为 1%/12%/12%，毛利率分别为 29%/29%/29%。

工业照明：我们预计随着行业整体渗透率提升，同时植物照明等新业务后续有望逐渐贡献增量，工业照明品类增长动能充分。预计 23-25 年业务收入增速分别为+5%/+20%/+20%，毛利率分别为 39%/39%/39%。

表 5：公司分业务盈利预测（亿元，%）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
商用照明	4.78	6.15	5.76	8.63	8.58	8.66	9.70	10.87
yoy		28.6%	-6.3%	49.7%	-0.6%	1%	12%	12%
毛利率	29.4%	34.3%	31.9%	24.9%	28.1%	29%	29%	29%
毛利	1.41	2.11	1.84	2.15	2.41	2.47	2.81	3.15
净利率						8%	7%	7%
净利润						0.66	0.70	0.76
工业照明	3.95	4.67	4.82	6.34	6.06	6.36	7.64	9.16
yoy		18.0%	3.3%	31.5%	-4.4%	5%	20%	20%
毛利率	35.9%	41.8%	36.8%	32.6%	37.7%	39%	39%	39%
毛利	1.42	1.95	1.77	2.07	2.29	2.45	3.00	3.60
净利率						27%	27%	27%
净利润						1.71	2.06	2.47
其他业务	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04
yoy		155.1%	15.1%	58.9%	81.0%	50%	50%	50%
毛利率	-64.8%	100.0%	-5.3%	-32.6%	-4.9%			
毛利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
净利率								
净利润								
总营收	8.73	10.82	10.59	14.97	14.65	15.05	17.37	20.07
yoy		23.8%	-2.1%	41.4%	-2.1%	2.7%	15.4%	15.6%
毛利率	32.3%	37.5%	34.1%	28.2%	32.1%	32.7%	33.5%	33.6%
毛利	2.82	4.06	3.61	4.22	4.70	4.92	5.82	6.75
净利率						15.7%	15.9%	16.1%
净利润					2.45	2.36	2.76	3.24
yoy						-3.5%	16.8%	17.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

可比公司估值：选取与公司同属照明行业的得邦照明、佛山照明、立达信、欧普照明为可比公司，24 年可比公司平均 PE 为 17x。

表 6：可比公司估值（统计日期：2023 年 12 月 28 日）

	股票代码	营收（亿元）			归母净利润（亿元）			PE
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2024E
得邦照明	603303.SH	50.4	57.8	66.1	3.8	4.6	5.5	13.0
佛山照明	000541.SZ	95.2	126.5	145.0	3.1	4.4	5.1	22.7
立达信	605365.SH	70.1	77.2	83.5	3.2	4.5	5.5	20.0
欧普照明	603515.SH	79.2	87.5	96.1	9.5	10.7	11.9	12.0
平均								16.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 投资建议

公司深耕海外 LED 商业/工业照明领域，盈利能力常年保持领先，后续有望充分受益于海外市场商业&工业场景 LED 渗透率提升，同时叠加自身疫后加速对美国市场开拓进展，我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 2.46、2.92、3.42 亿元，对应 23-25 年市盈率分别为 16.3x/13.7x/11.7x，根据相对估值法给予公司 24 年 17x PE，对应目标价 47.4 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

6. 风险提示

商业&工业照明领域 LED 渗透率提升不及预期：海外市场商业及工业领域 LED 渗透率提升不及预期则将影响公司营收进一步增长。

美国市场拓展不及预期：易欣光电拓展美国市场进度不及预期则将对公司收入增长造成负面影响。

行业竞争加剧：行业竞争加剧将对公司盈利能力造成负面影响。

新品类拓展不及预期：植物照明、应急照明等新品类拓展不及预期则将影响公司收入中长期增长空间。

公司流通市值较小：公司流通市值较小，且曾出现交易异动。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	109.79	257.00	862.46	675.30	842.89
应收票据及应收账款	237.47	185.48	119.46	321.16	236.40
预付账款	8.67	9.44	7.44	11.55	11.23
存货	273.03	214.10	226.90	284.46	322.72
其他	475.79	220.47	390.39	368.34	329.82
流动资产合计	1,104.76	886.49	1,606.65	1,660.81	1,743.05
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	236.86	231.66	255.08	342.49	385.91
在建工程	0.03	6.04	6.04	6.04	6.04
无形资产	28.50	30.90	29.49	28.07	26.66
其他	57.73	422.44	164.91	207.52	259.37
非流动资产合计	323.12	691.04	455.52	584.13	677.99
资产总计	1,427.88	1,577.54	2,062.17	2,244.94	2,421.04
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	345.24	219.64	342.91	313.45	56.52
其他	102.50	97.38	289.26	204.09	288.54
流动负债合计	447.74	317.03	632.18	517.54	345.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.59	67.01	24.29	31.97	41.09
非流动负债合计	4.59	67.01	24.29	31.97	41.09
负债合计	508.77	441.85	656.47	549.51	386.15
少数股东权益	(2.70)	(3.56)	(5.51)	(7.83)	(10.54)
股本	78.50	78.50	104.67	104.67	104.67
资本公积	277.73	283.17	283.17	283.17	283.17
留存收益	565.58	777.86	1,023.44	1,315.51	1,657.70
其他	0.00	(0.28)	(0.07)	(0.09)	(0.11)
股东权益合计	919.11	1,135.69	1,405.70	1,695.43	2,034.89
负债和股东权益总计	1,427.88	1,577.54	2,062.17	2,244.94	2,421.04

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	167.93	244.52	245.59	292.06	342.20
折旧摊销	23.30	30.02	28.00	34.00	38.00
财务费用	5.26	(8.03)	(15.05)	0.87	2.01
投资损失	(15.28)	(15.51)	(14.32)	(15.04)	(15.04)
营运资金变动	(86.91)	(330.66)	531.63	(420.33)	(168.29)
其它	64.18	350.58	(1.21)	(1.58)	(1.98)
经营活动现金流	158.48	270.91	774.63	(110.02)	196.89
资本支出	30.19	(33.50)	92.72	112.33	70.88
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(90.59)	(33.27)	(293.93)	(193.70)	(97.86)
投资活动现金流	(60.40)	(66.76)	(201.22)	(81.38)	(26.98)
债权融资	12.50	23.40	5.67	4.25	(2.29)
股权融资	18.72	5.16	26.38	(0.02)	(0.02)
其他	(82.44)	(87.56)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(51.22)	(58.99)	32.05	4.23	(2.32)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	46.86	145.15	605.46	(187.17)	167.59

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,497.14	1,465.02	1,504.51	1,736.66	2,007.20
营业成本	1,075.50	995.28	1,012.60	1,155.16	1,331.91
营业税金及附加	7.51	11.20	11.43	13.20	15.25
销售费用	63.92	78.43	87.26	92.04	106.38
管理费用	76.13	61.85	61.69	69.47	80.29
研发费用	70.95	79.32	82.75	92.04	106.38
财务费用	8.82	(20.00)	(15.05)	0.87	2.01
资产/信用减值损失	(29.45)	(19.93)	(19.65)	(23.01)	(20.86)
公允价值变动收益	0.07	0.59	0.74	0.74	0.74
投资净收益	15.28	15.51	14.32	15.04	15.04
其他	17.40	(12.18)	(16.04)	(20.80)	(23.89)
营业利润	190.99	274.95	275.28	327.45	383.79
营业外收入	4.24	4.95	4.58	4.59	4.70
营业外支出	2.96	2.38	3.00	2.78	2.72
利润总额	192.28	277.52	276.86	329.26	385.77
所得税	24.35	33.00	33.22	39.51	46.29
净利润	167.93	244.52	243.64	289.75	339.48
少数股东损益	(1.98)	(0.89)	(1.95)	(2.32)	(2.72)
归属于母公司净利润	169.91	245.40	245.59	292.06	342.20
每股收益(元)	1.62	2.34	2.35	2.79	3.27

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	41.43%	-2.15%	2.70%	15.43%	15.58%
营业利润	-4.47%	43.96%	0.12%	18.95%	17.21%
归属于母公司净利润	-3.76%	44.43%	0.07%	18.93%	17.16%
获利能力					
毛利率	28.16%	32.06%	32.70%	33.48%	33.64%
净利率	11.35%	16.75%	16.32%	16.82%	17.05%
ROE	18.43%	21.54%	17.40%	17.15%	16.73%
ROIC	69.35%	70.31%	80.63%	901.27%	68.48%
偿债能力					
资产负债率	35.63%	28.01%	31.83%	24.48%	15.95%
净负债率	-9.63%	-20.45%	-60.26%	-38.62%	-40.43%
流动比率	2.19	2.36	2.54	3.21	5.05
速动比率	1.65	1.79	2.18	2.66	4.12
营运能力					
应收账款周转率	8.22	6.93	9.87	7.88	7.20
存货周转率	6.91	6.01	6.82	6.79	6.61
总资产周转率	1.19	0.97	0.83	0.81	0.86
每股指标(元)					
每股收益	1.62	2.34	2.35	2.79	3.27
每股经营现金流	1.51	2.59	7.40	-1.05	1.88
每股净资产	8.81	10.88	13.48	16.27	19.54
估值比率					
市盈率	23.60	16.34	16.33	13.73	11.72
市净率	4.35	3.52	2.84	2.35	1.96
EV/EBITDA	0.00	0.00	8.52	7.30	5.96
EV/EBIT	0.00	0.00	9.37	8.00	6.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com