



Research and
Development Center

智能基地投产降本增效，出海战略剑指世界舞台

— 崧盛股份（301002.SZ）深度报告

2024年01月12日

江宇辉 地产行业首席分析师

执业编号：S1500522010002

联系电话：+86-18621759430

邮箱：jiangyuhui@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

深度报告

崧盛股份(301002.SZ)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	20.71
52周内股价	18.12-26.18
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	5.18
总股本(亿股)	1.23
流通A股比例(%)	47.41
总市值(亿元)	25.45

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心。注: 股价为2024年01月12日收盘价

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

智能基地投产降本增效, 出海战略剑指世界舞台

2024年01月12日

本期内容提要:

◆**公司概况:**深耕LED驱动电源,下游应用场景逐步拓宽,同时延伸至储能领域形成多元化发展。崧盛股份成立于2011年,是一家集中大功率LED驱动电源的研发、生产、销售与服务为一体的国家高新技术企业。崧盛股份目前已形成“植物照明+工业照明+户外照明+专业照明”四大主要应用领域产品业务体系,并逐步向专业照明如体育照明领域拓宽。同时公司基于生产工艺、下游客户需求延伸至储能领域,形成多元化发展。

◆**经营战略:**国内龙头走向世界大舞台。公司判断2022年应积极把握全球LED驱动电源市场良好发展的市场机遇,做大做强公司的LED驱动电源业务。在2022年,公司积极落实加快布局海外市场的战略目标,加大与海外战略客户的合作,实现海外战略客户的销售突破,扩大直接外销比例。2022年实现LED驱动电源外销收入1.85亿元,同比增长82%;LED驱动电源外销收入占主营业务收入的比例由2021年的9.23%攀升至2022年的25.23%。

◆**行业格局:**大行业,小公司,未来市占率有望进一步集中。LED驱动电源为LED照明产品重要组件,其性能和质量直接影响到LED照明产品的光效、寿命和稳定性。Global Industry Analysts数据显示,2021年全球LED驱动电源市场规模约为163亿美元,2022年市场规模已达210亿美元,同比增长28.8%,有望于2030年达到981亿美元,年复合增长率为21.2%。公司作为国内LED功率电源龙头,全球市占率不足1%。随着公司中山智能化工厂的产能爬坡、海外市场扩展,我们认为公司市占率有望进一步提升。

◆**推荐理由:**中山高端智能制造基地于2022年底建成投产,降本增效的同时为海外市场拓展及储能业务延伸提供生产支持。公司位于中山的高端智能制造基地面积为70000m²,配置全流程自动化生产设备、智能仓储等,同时建立了信息化、数字化全流程打通,实现了智慧运营。最大可容纳自动化大功率LED驱动电源生产线23条,达产后将新增大功率LED驱动电源产能1215万只/年。在智能制造基地的赋能之下,2022年公司单位直接人工成本从2021年的6.55元/个降至6.16元/个,单位制造费用从5.59元/个下降至5.25元/个。2023-24年,我们预计随着产能与产量提高,单位制造成本有望持续降低。

◆**盈利预测与投资评级:**我们预测公司2023-2025E归母净利润分别为0.86/0.91/1.05亿元,EPS为每股0.70/0.74/0.85元,1月12日收盘价对应2023-2025E的PE为29.62/27.81/24.24倍。2024年国内经济复苏叠加设备更新周期,大功率户外及工商业LED照明渗透率或持续提升。全球主要国家央行加息趋缓,公司直销业务加力,我们预计国内与海外需求将推动行业进入上行周期,并提振公司业绩。2023年公司产能利用率偏低,估值较行业平均更低。因此首次覆盖我们给予“买入”评级。

◆**风险因素:**(1)市场风险:宏观经济下行。(2)主营业务风险:电子元器件、照明设备价格波动。新品种LED驱动电源产品研发进展不及预期。公司海外市场拓展进度不及预期。(3)融资风险:增资扩股事项推进不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,101	744	799	872	967
增长率YoY%	62.7%	-32.4%	7.4%	9.1%	10.9%
归属母公司净利润(百万元)	129	78	86	91	105
增长率YoY%	29.8%	-39.6%	10.2%	6.5%	14.8%
毛利率%	25.8%	28.8%	28.7%	28.7%	28.7%
净资产收益率ROE%	17.3%	9.2%	9.8%	9.5%	9.8%
EPS(摊薄)(元)	1.05	0.63	0.70	0.74	0.85
市盈率P/E(倍)	19.49	32.28	29.62	27.81	24.24
市净率P/B(倍)	3.38	2.97	2.91	2.63	2.38

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心预测。注: 股价为2024年01月12日收盘价

目录

投资聚焦	5
1 公司概况：深耕 LED 照明领域，业务边界逐步拓宽	6
1.1 发展历程：深耕 LED 照明领域，公司治理不断完善	6
1.2 公司治理：股权集中架构完善，管理层加持助力平稳发展	8
2 LED 驱动电源：应用场景广阔，行业或步入上行周期	11
2.1 行业格局：大功率、工业照明等领域渗透率仍有提升空间	11
2.2 主要产品：中大功率驱动电源营收占比高、涉足四大应用领域	14
2.3 商业模式：采购方式灵活应对、以国内直销为主	16
3 投资运营：前瞻布局植物光照，进入新能源储能领域	18
3.1 投资强度：2022 年资本开支有所下降，产能持续扩张	18
3.2 布局领域：立足自主研发，拓宽专业照明等应用领域	19
3.3 增资扩股：上市后扩大融资规模，储能领域加速布局	20
4 业绩与估值：2022 年营收利润下滑，未来或加速改善	22
4.1 业绩表现：2021 年后收入增速放缓，积极扩张业绩或加速改善	22
4.2 盈利与估值：业务规模保持扩张，估值有望持续修复	23
盈利预测：预计 2023-25 年 EPS 为 0.70/0.74/0.85 元/股，给予“买入”评级	25
风险因素	27

图表目录

图表 1：崧盛股份历史沿革	6
图表 2：2021-22 年，崧盛股份发展战略变化	7
图表 3：2003-2023 年，国家及广东省对照明行业的支持政策	7
图表 4：崧盛股份组织结构（截至 2022H1）	9
图表 5：崧盛股份股权结构（截至 2023Q3）	9
图表 6：崧盛股份管理层基本情况	9
图表 7：LED 照明上下游产业链及相关上市公司	11
图表 8：国内 LED 照明行业发展历程	12
图表 9：LED 光源在发光效率、寿命等方面具备优势	12
图表 10：2015-21 年国内 LED 照明市场产值	12
图表 11：2015-21 年国内 LED 照明驱动源市场规模	12
图表 12：2021 年国内 LED 照明市场渗透率较高	13
图表 13：2017 年全球 LED 照明渗透率仍然较低	13
图表 14：2018 年美国多场景 LED 渗透率仍处低位	13
图表 15：2020 年全球 LED 照明行业市场增速放缓	14
图表 16：国内 LED 照明出口地区份额	14
图表 17：2022 年大功率 LED 驱动电源收入最高	14
图表 18：2022 年三类产品均价相比 2021 年增长	14
图表 19：2022 户外 LED 驱动电源收入最高	15
图表 20：植物照明产品应用场景	15
图表 21：体育照明产品应用场景	15
图表 22：国内照明灯具出口总额增速下滑	16
图表 23：2017 年公司 LED 海外市场收入占比趋势提升	16
图表 24：崧盛股份和茂硕电源直销收入占比较高	17
图表 25：崧盛股份全球布局情况	17
图表 26：2019 年 LED 驱动电源产能持续扩张	18
图表 27：2023H1 LED 驱动电源产能利用率回升	18
图表 28：2022 年小功率 LED 驱动电源产能利用率较高	18
图表 29：2023 年崧盛股份资本开支有所下降	18

图表 30: 2021 年毛利率小幅下行, 此后保持稳定	19
图表 31: 2021 年后制造费用占总营业成本比重上升	19
图表 32: 公司已授权专利数量持续上升	19
图表 33: 2023 年研发费用率持续上升	19
图表 34: 崧盛中山募投项目智能立体库	20
图表 35: 2022 年公司单位直接人工成本与制造费用下降	20
图表 36: 2023Q3 崧盛股份与英飞特营收同比增长	20
图表 37: 2021 年崧盛股份总资产规模快速上升	20
图表 38: 2023Q3 崧盛股份销售毛利率保持稳定	21
图表 39: 2023Q3 崧盛股份权益乘数保持稳定	21
图表 40: 2021 年以来公司融资端持续发力	21
图表 41: 2023Q3 公司累计营收增速转正	22
图表 42: 归母净利润增速有望筑底回升	22
图表 43: 2023 年净利率有所下滑	23
图表 44: 2022Q4 至今销售费用率有所上升	23
图表 45: 2023Q1 后管理费用率触顶回落	23
图表 46: 2023Q1 后管理费用率触顶回落	23
图表 47: 2019 年后崧盛股份 ROE 与市净率下行	24
图表 48: 崧盛股份累计收益率逐步筑底	24
图表 49: 可比公司 ROE 变化情况	24
图表 50: 可比公司累计收益率情况	24
图表 51: 公司主营业务销售及营收预测	25
图表 52: 可比公司每股收益与市盈率情况	26

投资聚焦

报告亮点:

本篇报告详细介绍与分析崧盛股份的发展历程、经营情况与竞争优势，采用可比公司估值法对公司进行估值预测。

投资逻辑:

- **经营战略方面**，2022 年公司积极落实加快布局海外市场的战略目标，实现海外战略客户销售突破，扩大直接外销比例。2022 年实现 LED 驱动电源外销收入持续增长。LED 驱动电源外销收入占主营业务收入的比例提高至 25% 左右。
- **行业格局方面**，Global Industry Analysts 数据显示，2021 年全球 LED 驱动电源市场规模约为 163 亿美元，2022 年市场规模已达 210 亿美元，同比增长 28.8%，有望于 2030 年达到 981 亿美元，年复合增长率为 21.2%。公司作为国内 LED 功率电源龙头，全球市占率不足 1%。随着公司中山智能化工厂的产能爬坡、海外市场的扩展，我们认为公司市占率有望进一步提升。
- **短期催化因素方面**，中山高端智能制造基地于 2022 年底建成投产，降本增效的同时，有望为海外市场拓展及储能业务延伸提供生产支持。公司位于中山的高端智能制造基地配置全流程自动化生产设备、智能仓储等，同时建立了信息化、数字化全流程打通，实现了智慧运营。在智能制造基地的赋能之下，公司单位直接人工和单位制造费用持续下降。提高产能的同时，实现生产制造成本的降低。
- 2024 年国内经济复苏叠加设备更新周期，大功率户外及工商业 LED 照明渗透率或持续提升。全球主要国家央行加息趋缓，公司直销业务加力，我们预计国内与海外需求将推动行业进入上行周期，并提振公司业绩。

1 公司概况：深耕 LED 照明领域，业务边界逐步拓宽

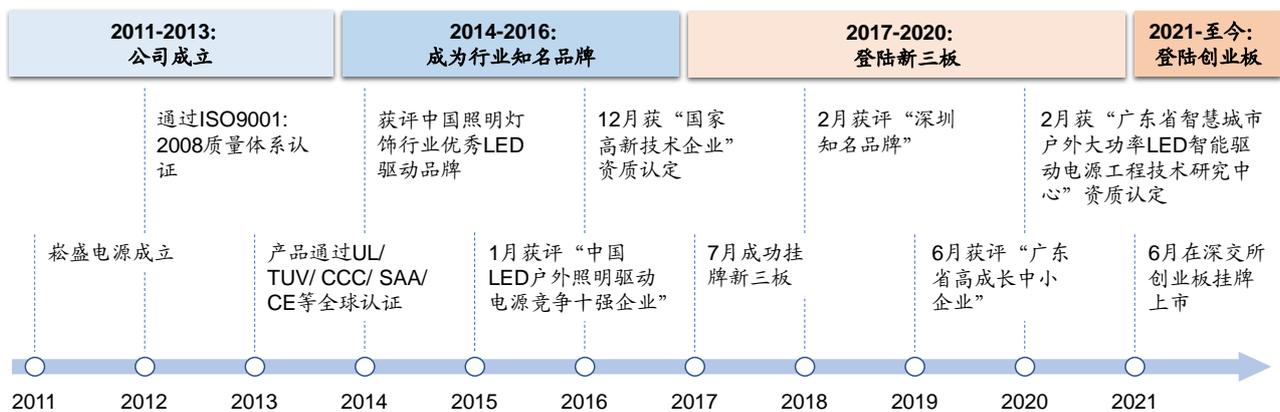
1.1 发展历程：深耕 LED 照明领域，公司治理不断完善

1.1.1 历史沿革：十年发展成就 LED 驱动电源知名品牌

2011 成立于深圳，第一个十年圆满收官。崧盛股份成立于 2011 年，是一家集中、大功率 LED 驱动电源的研发、生产、销售与服务为一体的国家高新技术企业，产品广泛应用于国内外户外照明、工业照明、植物照明、体育照明等领域。总部位于被誉为全球创新之城的深圳，在广东省中山市小榄镇拥有 7 万多平方米的智能制造生产基地。

2021 年顺利登陆创业板，开启“第二个十年”旅程。公司于 2021 年 6 月首次公开发行股票并在创业板上市。2022 年在深交所顺利发行可转债“崧盛转债”。崧盛股份已形成“植物照明+工业照明+户外照明+专业照明”的四大主要应用领域产品业务体系，同时不断挖掘新兴市场应用的增量空间机会。在上市后公司有望打开融资渠道，继续巩固竞争优势，开启“第二个十年”旅程。

图表 1：崧盛股份历史沿革



数据来源：崧盛股份官网，信达证券研发中心

1.1.2 经营战略：迈向驱动电源卓越品牌

稳步推进经营战略，做大做强驱动电源主业。2021 年为公司首发上市元年，同时也是“首个十年”发展征程的收官之年。在年报展望部分中，公司认为 2022 年应积极把握全球 LED 驱动电源市场良好发展的市场机遇，做大做强公司的 LED 驱动电源业务。在经营计划方面，提升研发聚焦精细度、打造专业化客户服务团队、加快建设首发生产基地项目、发挥“两化（生产自动化和信息化）融合+业财（业绩财务）一体”供应链管理体系统作用、强化专业人才梯队建设等 5 大方向，向“创驱动电源卓越品牌”愿景稳步迈进。

设备更新等产业政策支持，有望助力公司发展。2023 年 2 月，国家发改委发布《照明设备更新改造和回收利用实施指南》，6 月广东省四部门发布了关于照明节能增效的有关计划。近年来在国内大力推进设备更新改造和节能设备替代、助力实现低碳目标的背景下，LED 照明等节能设备对高能耗白炽灯、高压钠灯的替换成为大势所趋，同时也为公司所在的 LED 驱动电源行业开辟了广阔的增长空间。

图表 2: 2021-22 年, 崧盛股份发展战略变化

报告期	2021 年	2022 年
过往年份回顾	2021 年, 是我国“十四五”规划和 2035 年远景目标的开局之年, 也是公司首发上市的元年暨公司“首个十年”发展征程的圆满收官之年, 总体上, 伴随着复杂多变的国内外经济环境, “十四五”实现良好开局, 我国 LED 照明行业及其配套的中、大功率 LED 驱动电源行业整体发展也同样呈现出较强的增长潜力, 公司整体业务经营发展取得了良好成效。	2022 年是公司“第二个十年”发展征程的开端之年, 这一年我们经历了行业需求收缩、国际局势动荡等变革, 在此背景下, 公司始终坚持发展大功率 LED 驱动电源的产品战略, 积极把握全球 LED 驱动电源市场良好发展的市场机遇, 博采众长整合各方面资源, 多渠道吸纳行业精英人才, 高标准提升公司数字化智能制造水平, 旨在夯实公司制造实力、业务实力及聚焦发挥自身优势的同时, 探究属于公司的可持续发展之路。
经营计划实现情况	LED 照明及其配套的中、大功率 LED 驱动电源行业整体呈现出良好的发展态势, LED 照明整体行业出口情况继续保持较高增长。 在有利的行业发展背景下, 公司持续聚焦中、大功率 LED 驱动电源产品业务, 秉承以科技的力量推动 LED 照明生产技术及应用新变革之理念, 充分把握新兴市场发展机遇, 积极发力 LED 植物照明驱动电源业务, 不断发挥公司在 LED 植物照明应用领域的突出先发优势, 成功打造公司业务新增长点, 现已形成“植物照明+工业照明+户外照明”的三大应用领域产品业务体系, 不断挖掘新兴市场应用的增量空间机会, 推动了公司业务快速增长。	(一) 提升研发聚焦精细度, 围绕三大领域快速迭代输出新品 (二) 首发募投项目投产助力产能升级, 可转债募投项目储备未来业务方向 (三) 发挥“两化融合+业财一体”供应链管理体系作用, 夯实精细化管理 (四) 加强品牌服务能力及品牌形象推广建设, 全面推进全球化战略布局 (五) 强化专业人才梯队建设, 保持公司活力与创造力 (六) 打通产业链, 储备新业务方向
下一年度经营计划	2022 年, 作为公司“第二个十年”发展征程的开端之年, 公司将继续坚持发展大功率 LED 驱动电源的产品战略, 积极把握全球 LED 驱动电源市场良好发展的市场机遇, 充分整合并扩大各方面资源, 努力做大做强公司的 LED 驱动电源业务, 追求实现“创驱动电源卓越品牌”的发展愿景: (1) 提升研发聚焦精细度, 增强新产品新技术孵化能力 (2) 打造专业化客户服务团队, 提升市场品牌形象 (3) 加快建设首发生产基地项目, 实现产能升级 (4) 发挥“两化融合+业财一体”供应链管理体系作用, 夯实精细化管理 (5) 强化专业人才梯队建设, 助力公司可持续发展	(一) 全面推进全球化进程, 以产品匹配市场 (二) 加快产品智能化、数字化技术升级 (三) 深耕 LED 驱动电源领域, 布局行业增长点 (四) 完成可转债募投项目建设, 提升公司整体研发实力 (五) 持续搭建专业人才梯队, 优化绩效考核机制

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 3: 2003-2023 年, 国家及广东省对照明行业的支持政策

时间	发布部门	政策或文件名称	重点内容
2003/6	科技部	“国家半导体照明工程”	成立了国家半导体照明工程协调领导小组, 紧急启动“国家半导体照明工程”, 成立了国家半导体照明工程研发及产业联盟, 同时在“十五”科技攻关计划、863 计划中进行了先期项目部署, 实现了国内功率型芯片从无到有的突破, 光效达到 30 流明/瓦 (lm/W), 并建设了 5 个国家半导体照明产业化基地
2009/3	深圳市人民政府	关于印发深圳市促进半导体照明产业发展若干措施的通知	市政府设立半导体照明产业促进领导小组。自 2009 年起连续 3 年, 集中财力支持半导体照明产业发展, 市科技研发、技术进步、知识产权、标准战略资金和拓展国内外市场资金等各专项资金, 每年集中 1 亿元资金专项用于支持半导体照明产业。重点扶持中高端半导体照明产业核心技术研发及半导体照明产业终端产品销售及市场拓展
2009/9	发改委、科技部、工信部、住建部、财政部、质检总局等 6 部委	半导体照明节能产业发展意见	支持 MOCVD 装备、新型衬底、高纯 MO 源 (金属有机源) 等关键设备与材料的研发; 开展氮化镓材料、OLED 材料与器件的基础性研发; 支持半导体照明应用基础理论研究, 包括光度学、色度学、测量学等; 攻克半导体照明产业化共性关键技术, 包括大功率芯片和器件、驱动电路及标准化模组、系统集成与应用等技术。
2011/11	国家发改委、商务部、海关总署、工商总局、质检总局	中国逐步淘汰白炽灯路线图	从 2012 年 10 月 1 日起逐步禁止进口 (含从海关特殊监管区域和保税监管场所进口) 和销售普通照明白炽灯。淘汰普通照明白炽灯产品, 但反射型白炽灯和特殊用途白炽灯除外
2012 年	科技部	半导体照明科技发展“十二五”专项规划	系统布局半导体照明技术创新链和产业链, 以应用促发展, 优化创新体系和发展环境。《规划》的总体目标是以培育战略性新兴产业为目标, 以跨计划、跨领域组织为手段, 以产学研紧密合作、体制机制创新的战略联盟为实施主体, 优化产业链, 提升价值链。“十二五”中期考核产业化指标达到

			130 lm/W，研发指标达到 147 lm/W，具有自主知识产权的硅衬底功率型 LED 器件光效超过 120lm/W
2012/8	科技部、财政部、发改委 3 部委	“半导体照明产品检测标准及体系建设”座谈会	加强部门间以及地方标准化工作的联动。积极参与国标委等六部门半导体照明标准领导小组和专家组工作，探索新兴产业标准化工作新机制；以先进技术标准支撑财政部、发改委、科技部三部委半导体照明财政补贴招标工作；积极参与国家发改委、国家标准委“百项能效标准推进工程”，积极开展半导体照明综合标准化试点工作；加强与广东、江苏、浙江、福建等产业发达地区的标准化联动
2017/7	国家发改委、教育部、科技部、工信部、财政部、住建部、交通部、农业部、商务部、卫计委、质检总局、国管局、能源局	半导体照明产业“十三五”发展规划	到 2020 年，我国半导体照明关键技术不断突破，产品质量不断提高，产品结构持续优化，产业规模稳步扩大，产业集中度逐步提高，形成 1 家以上销售额突破 100 亿元的 LED 照明企业，培育 1~2 个国际知名品牌，10 个左右国内知名品牌；推动 OLED 照明产品实现一定规模应用；应用领域不断拓宽，市场环境更加规范，为从半导体照明产业大国发展为强国奠定坚实基础。
2019/11	国家发改委	产业结构调整指导目录(2019 年本)	将“高效节能电光源（高、低气压放电灯和固态照明产品）技术开发、产品生产及固汞生产工艺应用”、“城市照明智能化、绿色照明产品及系统技术开发与应用”列入鼓励类产业
2021/3	国家发改委	十四五规划纲要	加快智能家居数字化应用场景落地，应用感应控制、语音控制、远程控制等技术手段，发展智能家电、智能照明等。加快发展方式绿色转型，大力发展绿色经济，建立统一的绿色产品标准、认证、标识体系，完善节能家电、高效照明产品等推广机制
2023/2	国家发改委	照明设备更新改造和回收利用实施指南（2023 年版）	到 2025 年能达到节能水平（能效 2 级）及以上的高效节能照明设备市场占有率进一步提升。推广节能低碳先进技术，积极稳妥实施照明设备更新改造。鼓励生产企业开发适合各类应用场景的智能照明设备，提升中高端 LED 照明设备生产比重。逐步淘汰低效落后照明设备
2023/6	广东省发改委、工信厅、能源局	广东省照明节能增效行动计划（2023-2025）	计划到 2025 年，LED 等高效节能灯具使用占比超过 80%，有序消除盲点暗区，有效治理安全隐患；全省各地级以上城市和县级城市基本完成城市照明专项规划的编制或修编；建成一批高质量、高规格智慧多功能灯杆，20%以上城市建成照明数字化系统

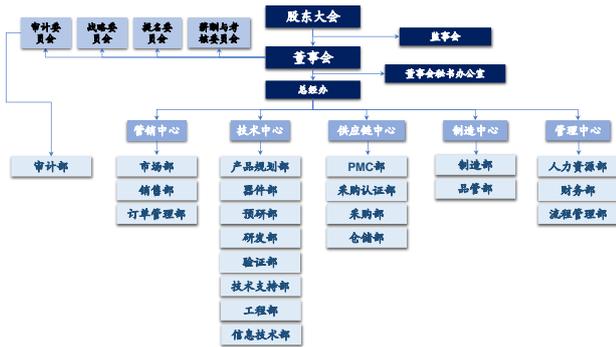
资料来源：科技部、中国政府网、CSA 标委会、国家发改委、广东省住建厅、深圳市人民政府、新华社、信达证券研发中心

1.2 公司治理：股权集中架构完善，管理层加持助力平稳发展

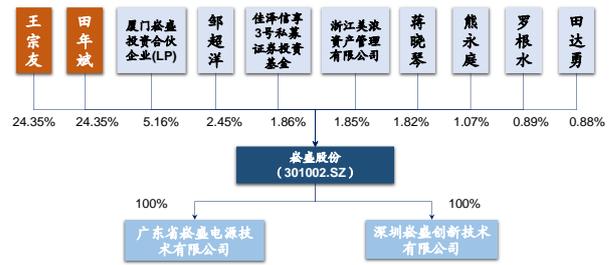
1.2.1 组织结构：股权相对集中，新设子公司巩固并拓宽业务范围

围绕制造与技术中心设置组织结构，公司股权结构相对集中。崧盛股份围绕技术与制造两大中心，设置营销、技术、制造、管理四大中心，建立起完善的内部治理体系。从公司股权结构来看，田年斌董事长与王宗友总经理持股比例最高，均为 24.35%。合计持股比例 48.70%，为公司的实控人。除此之外，厦门崧盛投资合伙（LP）为公司股权激励直接持股主体。

崧盛股份拥有 2 家境内全资子公司，扩张现有业务产能，并积极探索新型产品。子公司广东崧盛位于中山小榄镇，为公司大功率 LED 智慧驱动电源生产基地的运营主体，满足公司产能扩充需求。崧盛创新为公司 2022 年新设的全资子公司，主要布局储能逆变器、便携式移动电源等新能源、储能相关产品及技术。

图表 4: 崧盛股份组织结构 (截至 2022H1)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 5: 崧盛股份股权结构 (截至 2023Q3)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.2.2 管理层: 创始人掌舵加持, 股权激励巩固各方权益

公司创始人长期掌舵, 护航公司平稳发展。2011 年, 田年斌先生与王宗友先生共同出资创立深圳崧盛电子有限公司。田年斌先生曾任职于深圳龙岗锋林、柯爱亚、兴宝亨等电子厂商。2016 年 12 月至今, 田年斌担任公司董事长。王宗友先生曾任东莞三基电子工程师、雅新科达科技研发经理。自公司创立以来, 王宗友先生担任总经理, 2019 年和 2022 年还分别担任全资子公司广东崧盛、崧盛创新总经理。创始人掌舵加持下, 保证了公司的长期平稳发展。

2023 年推出股权激励计划, 联结公司高层与股东利益。2023 年公司推出股权激励计划。激励标的为公司第二类限制性股票, 激励股数 192.50 万股, 占总股本比例 1.57%。首次授予涉及的激励对象共计 47 人, 授予 172.5 万股, 行权价格 10.33 元/股。

图表 6: 崧盛股份管理层基本情况

姓名	职务	简介	最新持股数 (万股)
田年斌	董事长、董事	1998 年 8 月至 2004 年 3 月, 担任深圳市龙岗区龙岗锋林电子厂品质课长; 2004 年 3 月至 2006 年 8 月, 担任深圳市柯爱亚电子有限公司业务经理; 2009 年 6 月至 2011 年 3 月, 担任深圳市兴宝亨电子有限公司业务经理。2011 年 7 月与王宗友先生共同投资创立深圳市崧盛电子有限公司; 2011 年 7 月至 2016 年 12 月, 担任崧盛有限监事; 2016 年 12 月至今, 担任公司董事长; 2019 年 10 月至今, 担任公司全资子公司广东省崧盛电源技术有限公司执行董事; 2022 年 1 月至今, 担任公司全资子公司深圳崧盛创新技术有限公司执行董事	2,992.29
王宗友	总经理、董事	2004 年 11 月至 2006 年 10 月, 担任东莞市三基电子有限公司工程师; 2010 年 7 月至 2010 年 9 月, 担任深圳市雅新科达科技有限公司研发经理。2011 年 7 月与田年斌先生共同投资创立崧盛有限; 2011 年 7 月至 2016 年 12 月, 担任崧盛有限执行董事, 总经理; 2016 年 12 月至今, 担任公司董事, 总经理; 2019 年 10 月至今, 担任公司全资子公司广东崧盛总经理; 2022 年 1 月至今, 担任公司全资子公司崧盛创新总经理	2,992.29
邹超洋	董事	2009 年 11 月至 2011 年 6 月, 担任丰艺电子(上海)有限公司 FAE 课长; 2011 年 8 月至 2013 年 4 月, 担任飞思普电子科技(深圳)有限公司 Senior AE(资深客户主任); 2013 年 5 月至 2016 年 12 月, 担任崧盛有限副总经理; 2016 年 12 月至今, 担任公司董事, 副总经理	300.93
汤波兵	董事	2003 年 10 月至 2006 年 2 月, 担任雅达电子有限公司电源工程师; 2006 年 2 月至 2012 年 7 月, 担任深圳市核达中远通电源技术有限公司项目经理; 2012 年 8 月至 2014 年 2 月, 担任飞思普电子科技(深圳)有限公司高级电源工程师; 2014 年 3 月至 2016 年 12 月, 担任崧盛有限研发经理; 2016 年 12 月至 2019 年 12 月, 担任公司职工代表监事, 研发总监; 2019 年 12 月至今, 担任公司董事, 副总经理, 研发部总监	0.00
卜功桃	独立董事	中国注册会计师。1986 年 8 月至 1988 年 10 月, 担任南京船舶工业学校教师; 1988 年 11 月至 2001 年 11 月, 担任深圳中华会计师事务所合伙人; 2001 年 12 月至 2002 年 12 月, 担任深圳南方民和会计师事务所总审计师; 2003 年 1 月至 2008 年 12 月, 担任深圳信永中和会计师事务所, 深圳中天华正会计师事务所, 深圳信德会计师事务所高级管理人员; 2009 年 1 月至 2009 年 12 月, 担任深圳注册会计师协会主任干事; 2012 年 8 月至 2018 年 8 月, 担任人人乐连锁商业集团股份有限公司董事; 2013 年 6 月至 2019 年 6 月, 担任新亚电子制程(广东)股份有限公	0.00



		司董事；2014年1月至今，担任深圳泓信联合会计师事务所(普通合伙)经理；2019年10月至今，担任陕西瑞科新材料股份有限公司独立董事；2019年12月至今，担任公司独立董事	
王建优	独立董事	管理学博士，经济学博士后，教授级研究员。1985年7月至1991年8月，担任江苏水利工程专科学校团总支部书记；1994年7月至1997年8月，担任扬州大学社会科学系教师；2000年11月至2012年9月，担任南京栖霞建设股份有限公司副总经理，董事会秘书；2009年4月至今，担任南京茶巴拉通信科技发展有限公司监事；2012年10月至今，担任朗姿股份有限公司副总经理，董事会秘书；2012年12月至2019年1月，担任深圳市蓝海华腾技术股份有限公司董事；2018年7月至2021年9月，担任广州若羽臣科技股份有限公司董事；2019年4月至今，兼任金埔园林股份有限公司董事；2019年12月至今，担任公司独立董事；2020年7月至今，兼任深圳市核达中远通电源技术股份有限公司独立董事；2022年1月至今，兼任北京纯聚科技股份有限公司独立董事；2022年3月至今，兼任深圳市汇春科技股份有限公司独立董事；2022年10月至今，兼任鑫元基金管理有限公司独立董事	0.00
温其东	独立董事	男，中国国籍，无境外居留权，1982年1月出生，本科学历，高级工程师。2006年9月至2007年3月，担任北京李晓斌律师事务所律师助理；2007年3月至今，任职于中国照明电器协会，现任副秘书长；2019年12月至今，担任公司独立董事；2020年6月至今，担任上海飞乐音响股份有限公司独立董事；2021年5月至今，担任广东三雄极光照明股份有限公司独立董事	0.00

数据来源：公司公告，信达证券研发中心。注：公司高管信息截至2023H1，持股数截至2023Q3

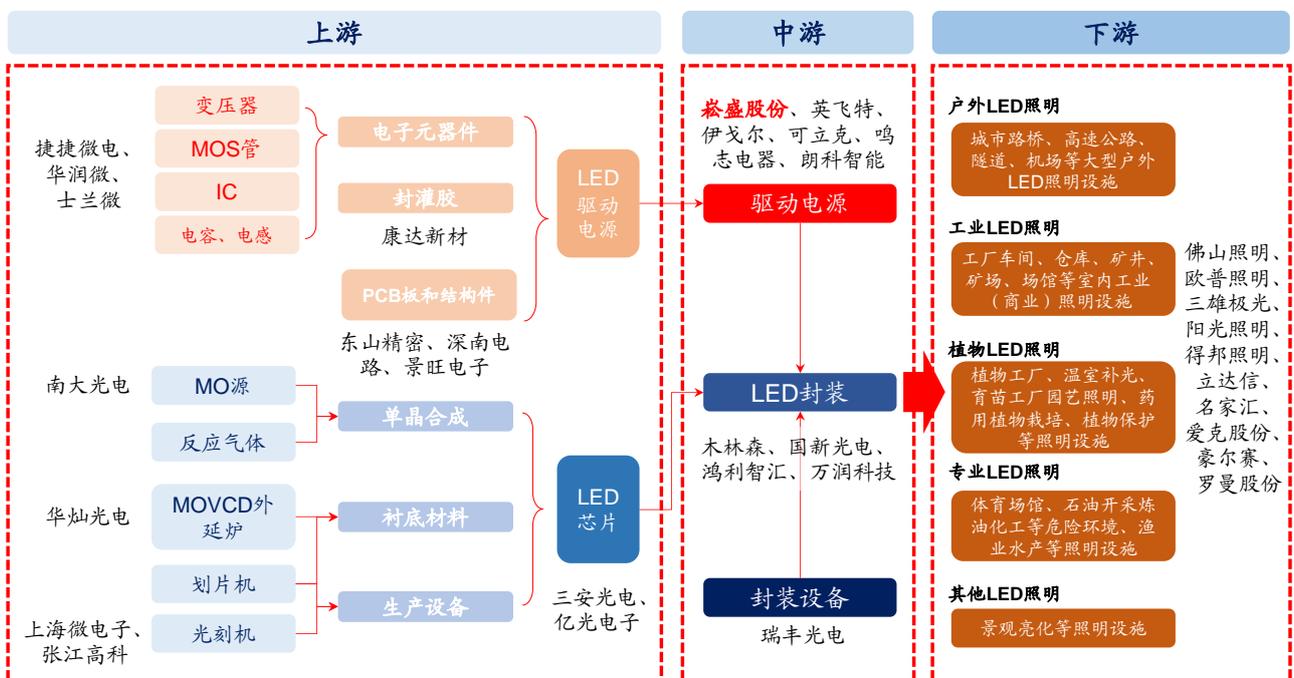
2 LED 驱动电源：应用场景广阔，行业或步入上行周期

2.1 行业格局：大功率、工业照明等领域渗透率仍有提升空间

LED 驱动电源为 LED 照明产品重要组件。LED 照明即发光二极管照明，是以 LED 灯具来进行照明的电子元器件。LED 驱动电源是把电源供应转换为特定的电压电流以驱动 LED 发光的电源转换器。LED 驱动电源的输入端为高压工频交流等电流，输出端则多为可随 LED 正向压降值变化而改变电压的恒定电流源。LED 驱动电源是 LED 照明产品的核心部件之一，其性能和质量直接影响到 LED 照明产品的光效、寿命和稳定性。

LED 照明产业链较长，不同环节分工明确。上游主要包括单晶合成、衬底制作、芯片制作以及生产设备供应四个环节；中游为 LED 的封装环节；下游主要应用于通用照明、显示屏、背光应用、汽车照明、信号指示等领域。从 LED 照明应用结构情况来看，通用照明是 LED 照明行业最大的应用领域，2020 年市场占比达 46%，其次为显示屏和景观照明，占比分别为 15%和 12%。

图表 7：LED 照明上下游产业链及相关上市公司



资料来源：崧盛股份招股书（2021 年）、崧盛股份 2022 年年报，信达证券研发中心

我国 LED 照明行业可分为四个发展阶段。第一，2000-2009 年，快速替代时期。为提高能效、保护环境，2010 年至今，美国、欧洲、日本等全球主要国家和地区相继出台政策，LED 照明逐步替代传统白炽灯，LED 市场规模不断扩大。

第二，2010-2015 年，效能提升时期。LED 照明技术持续发展，行业成本不断下行。截至 2018 年产业化高功率白光 LED 光效超 180 lm/W（流明每瓦）。与此同时，上游芯片技术提升、产能扩张和生产流程改进导致原材料成本下行，60W LED 灯泡价格趋势下降。

第三，2016-2020 年，加速创新时期。随着 LED 照明技术的发展，其产品稳定性、寿命、显指与光效等性能指标提升。与此同时，出现了全光谱、植物照明、汽车照明、IR/UR、Micro/ MiniLED、LiFi 等相关技术和产品。

图表 8: 国内 LED 照明行业发展历程

2000-2009年: 快速发展阶段	2010-2015年: 替代传统阶段	2016-2020年: 加速创新阶段	2021-至今: 新发展阶段
随着中国照明产业规模的扩大, 国内民营LED照明企业加大投入, 节能照明产品发展速度较快	LED与传统照明相比, 外观更漂亮、体积小, 但能效高, 价格定位也能被市场接受。应用范围逐步从装饰性扩大到功能性和专业性照明	对LED发光机理和数字化控制技术的研究继续深入, 出现全光谱、健康照明、植物照明、汽车照明、IR/UR、Micro/ MiniLED、LiFi等相关产品及技术解决方案	

资料来源: 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

图表 9: LED 光源在发光效率、寿命等方面具备优势

光源类型	发光效率(lm/W)	寿命(小时)	有毒物质	反应速度	显色指数
白炽灯	10-15	1,000	磷	快	98-100
卤素灯	15-20	4,000	磷	快	98-100
荧光灯	50-80	7,000-24,000	汞	慢	50-90
节能灯	50-80	10,000	汞	相对荧光灯较快	65-88
高压钠灯	60-80	16,000-24,000	汞	受镇流器影响	25
LED 灯	80-120	25,000-50,000	无	反应快	70-90

资料来源: 英飞特招股书 (2016 年), 信达证券研发中心

2017 年后国内 LED 照明市场规模持续增长, 但增速有所放缓。2012-2014 年产能快速扩张, 产品价格不断下跌。除少数有品牌、技术和渠道的公司外, 企业价格竞争加剧, 行业毛利率下行。2016-17 年、2021 年 LED 照明市场均出现阶段性高点。根据公司公告, 截至 2021 年国内 LED 照明市场产值有望达到 3860 亿元, 同比增长 5.8%。2021 年 LED 照明驱动电源产值也有望达到 292 亿元, 同比增长 4.7%。

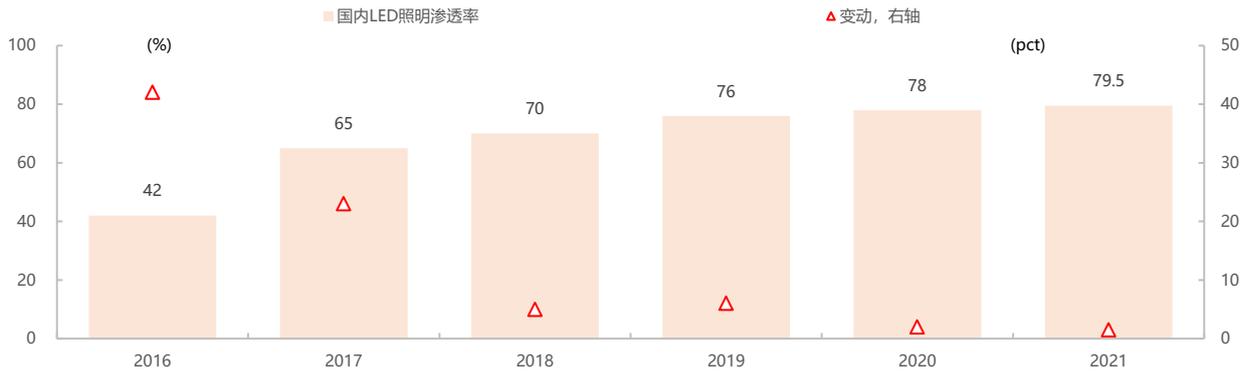
国内 LED 渗透率较高, 海外市场仍有一定提升空间。根据 CSA 数据, 2021 年国内 LED 照明渗透率为 80%, 较 2020 年提高 2pct。当前国内 LED 照明对传统照明的替代已接近尾声, 但全球 LED 渗透率仍然较低, 海外国家照明市场具有较大的替换消费潜力。

图表 10: 2015-21 年国内 LED 照明市场产值

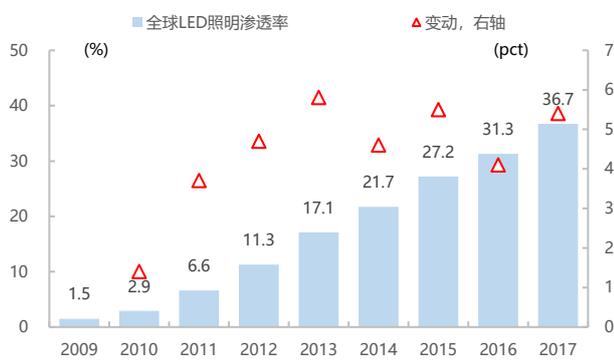

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 11: 2015-21 年国内 LED 照明驱动电源市场规模

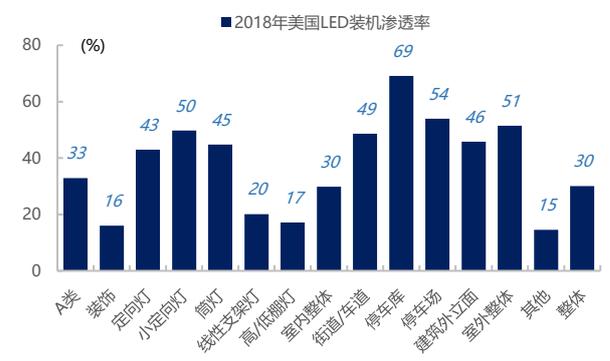

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 12: 2021 年国内 LED 照明市场渗透率较高


资料来源: 中照网、国家半导体照明工程研发及产业联盟 (CSA)、中商产业研究院, 信达证券研发中心

图表 13: 2017 年全球 LED 照明渗透率仍然较低


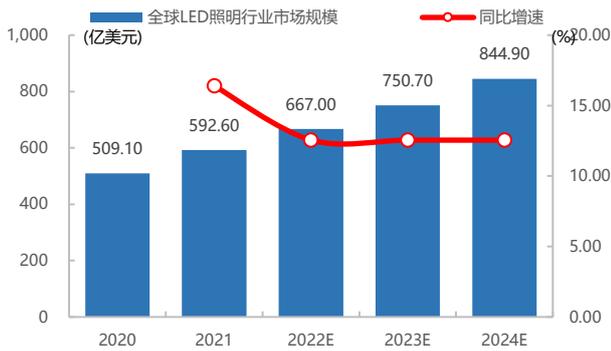
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 14: 2018 年美国多场景 LED 渗透率仍处低位


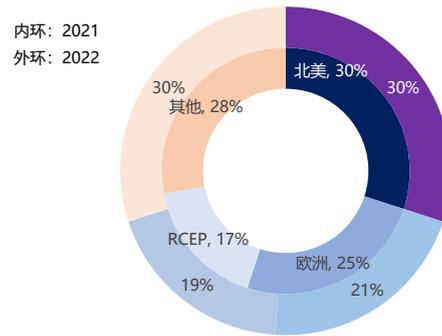
资料来源: 美国能源部“Adoption of Light-Emitting-Diodes in Common Lighting Applications” (2020 年), 信达证券研发中心

全球目前已形成北美、欧洲、亚洲三大区域为中心的 LED 照明产业区域格局。美国、日本、德国等国家和地区 LED 照明全产业链较完善, 在渠道运营、品牌建设等方面具备先发优势, 在发达经济体高端市场占据较大市场份额。但其规模效应并不显著, 可能受到人工、物流、供应链成本较高的限制。亚洲 LED 照明厂商则主要承接欧美地区转移而来的产品制造环节, 以代工制造为主。

随着全球 LED 照明产业的快速发展, 行业市场规模也随之不断扩张。2020 年受疫情影响, 产业规模有所下滑。根据英飞特援引 GVR 数据, 2021 年全球 LED 照明行业市场规模达 592.6 亿美元, 同比增长 16.40%, 实现稳步复苏。Global Industry Analysts 数据显示, 2021 年全球 LED 驱动电源市场规模约为 163 亿美元。2022 年市场规模已达 210 亿美元, 同比增长 28.8%。2030 年规模有望达到 981 亿美元, 年复合增长率 21.2%。公司作为国内 LED 功率电源龙头, 按 2022 年营收 7.44 亿元推算的全球市占率不足 1%。随着公司中山智能化工厂的产能爬坡、海外市场的扩展, 我们认为公司产品在全球市场的占有率有望进一步提升。

图表 15: 2020 年全球 LED 照明行业市场增速放缓


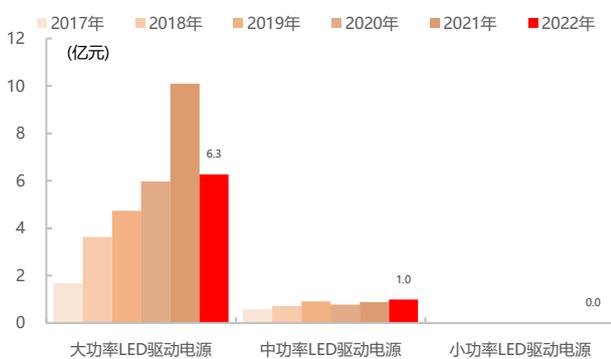
资料来源: 英飞特公告、Grand View Research, 信达证券研发中心

图表 16: 国内 LED 照明出口地区份额


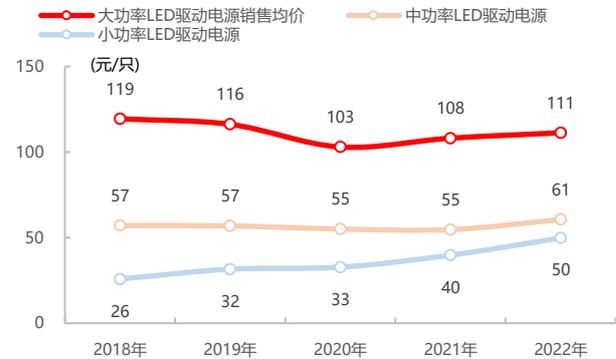
资料来源: 中国照明电器协会, 信达证券研发中心。注: 截至 2022 年

2.2 主要产品: 中大功率驱动电源营收占比高、涉足四大应用领域

公司主要产品以中大功率 LED 驱动电源为主。LED 驱动电源可以按照功率分类为大功率、中功率、小功率,也可按照内部构造分类为开关恒流、线性 IC、阻容降压电源等。2022 年公司大功率 LED 驱动电源营业收入达到 6.3 亿元, 占总营业收入比例 84.19%; 中功率 LED 驱动电源营业收入 1.0 亿元, 占比 13.39%。公司为国内中、大功率 LED 驱动电源主要供应商之一。公司产品覆盖 100W-1000W 的超大功率范围, 实现相对全面的细分市场应用需求覆盖。为适应客户需求, 2023 年公司成功推出多款超过 1000W 的超大功率明星系列产品, 产品族群最大功率达到 1800W。

图表 17: 2022 年大功率 LED 驱动电源收入最高


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 18: 2022 年三类产品均价相比 2021 年增长


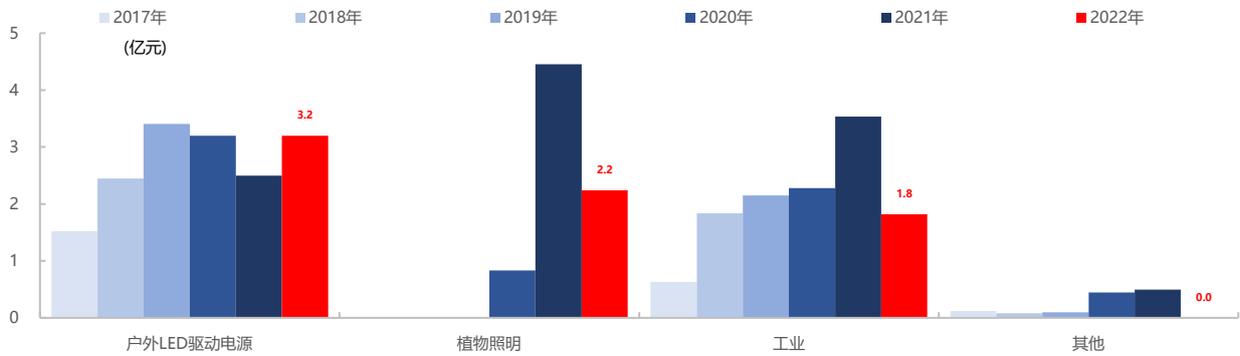
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

在应用领域方面, 公司不断实现新应用领域业务板块的产品和销售突破, 形成专业照明 LED 驱动电源产品体系。植物照明、工业照明、智慧照明、专业照明市场渗透率处于相对较低阶段, 行业集中度较低, 行业成长空间仍较大。政策推动下全球 LED 照明行业稳步发展, 照明产品新技术规范和要求加快传统光源产品的淘汰及技术革新进程, 中大功率 LED 照明产品渗透率和集中度有望进一步提升。

按使用场景分类, 目前公司形成四大应用领域产品体系。围绕深耕十二年的 LED 驱动电源产品领域, 崧盛股份目前已形成“户外照明+工业照明+植物照明+专业照明”四大主要应用领域产品业务体系。2022 年户外、植物和工业 LED 驱动电源收入分别为 3.2/ 2.2/ 1.8 亿元。

在 LED 照明各主要细分市场中，主要面向家居照明、商业照明、景观亮化的中小功率 LED 照明领域，进入门槛较低、竞争激烈、利润空间较小。而主要面向植物照明、户外照明、工业照明的中大功率 LED 照明领域，以及背光显示等专业性 LED 照明领域，产品在恒压、恒流技术方面，在高可靠性、安全性和应对恶劣应用环境等方面的要求较高，其技术壁垒、市场集中度和行业利润空间也相对较高。

图表 19: 2022 户外 LED 驱动电源收入最高



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

前瞻布局植物照明领域，有望继续巩固先发优势。植物光照光源主要包括荧光灯、高压钠灯和 LED。LED 光源相对于荧光灯、高压钠灯等类型光源，具备无污染、光谱广泛、能效高等显著优势，2020 年以来市场规模逐步扩大。针对植物照明 LED 驱动电源领域，崧盛股份早在 2018 年就已进行前瞻性地研发布局，2019 年即推出可专用于 LED 植物照明的系列产品，从而在 2020 年以来 LED 植物照明快速起步并迅速发展之际，率先抓住了市场发展机遇，形成了突出的市场先发优势地位。经过近几年的快速布局，公司已推出 VP、M、VA、LV 系列等多个植物灯专用电源明星系列产品。在 LED 植物照明领域，目前其全球的市场渗透率仍处于相对较低的阶段，并且市场目前仍主要集中在日本、美国、荷兰等少数国家和地区。

图表 20: 植物照明产品应用场景



资料来源：崧盛股份官网，信达证券研发中心

图表 21: 体育照明产品应用场景



资料来源：崧盛股份官网，信达证券研发中心

近年来，工业生产领域面临降低单位能耗、提高资源利用率的深刻变革，高光效、低功耗的新型 LED 照明产品正在工业生产中不断替代传统灯具。此外，LED 照明产品在 UV LED 等新兴领域的应用都处于快速拓展阶段，在光固化、工业用曝光相关的 UV LED 应用均具有较大的潜在市场空间。在工业照明领域，崧盛股份的工业 LED 驱动电源产品主要为中、大

功率产品，广泛应用于工厂车间、仓库、矿井、矿场、场馆等室内工矿（商业）照明设施。在户外道路照明和工矿照明两大应用领域，崧盛股份已形成超 30 个系列、超 500 个畅销产品型号，主要的中大功率产品覆盖 25W-600W 的功率范围。其中，针对工矿照明就有 15 个系列可选，是工矿照明 LED 驱动电源领域产品规格高度齐全的品牌之一。工业照明领域，工矿灯电源是公司第一个十年阶段高速增长的推动器之一，在市场中也占据了一批出口头部的客户。

近年来，在公路、桥梁、隧道、机场等交通运输公共基础设施等具体应用领域，户外 LED 照明产品正加速替代传统照明产品，其更新替换存量市场和新建项目增量市场的需求都呈不断增长趋势。作为户外 LED 照明产品的“心脏”，户外 LED 驱动电源行业也具有良好的市场需求发展空间。户外照明领域，公司也在针对终端客户需求，不断布局更大功率、更智能的产品。面向新的发展阶段，公司新项目有望加速落地。同时，智慧灯杆也是公司可转债募投项目的主要研发方向之一。

2.3 商业模式：采购方式灵活应对、以国内直销为主

进入 2023 年上半年，受全球经济政治环境、产业链外溢等影响，全球 LED 照明行业发展整体回落，行业竞争加剧。2023 年上半年中国照明产品出口总额约 277 亿美元，同比下降约 5%，给 LED 照明产业链厂商带来更多挑战。

在 2022 年，公司积极落实加快布局海外市场的战略目标，加大与海外战略客户的合作，实现海外战略客户的销售突破，扩大直接外销比例。2022 年海外市场收入 1.95 亿元，增长 82%；实现 LED 驱动电源外销收入 1.85 亿元，同比增长 85%。LED 驱动电源外销收入占主营业务收入的比例由 2021 年的 9.23%，攀升至 2022 年的 25.23%。

图表 22：国内照明灯具出口总额增速下滑



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图表 23：2017 年公司 LED 海外市场收入占比趋势提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

海外直销或为未来发力方向。通常情况下，考虑到海外市场本身具备的高毛利特征，行业外销毛利率均总体高于内销毛利率。2022 年外销 LED 驱动电源毛利率 37.71%，较 2021 年度上升约 3.32pct。例如美国本土照明制造业发达，产业链配套亦相当完善，但国内 LED 制造商具备生产成本优势。尽管海外国家市场空间广阔、毛利空间较高，但可能面临政策等风险。例如 2018 年中美贸易摩擦直接导致国内照明产品被加征高额关税。我们预计海外直销或成为公司未来业务的发力方向。

销售端主要采用直销模式。直销模式下，一方面，客户集中度相对较高，公司销售费用率保持低位。随着产品的品牌地位提升，业务收入增长很大一部分来自于已有客户的收入增长，以及公司业务在客户内部市场份额的提升。另一方面，公司拓展和开发新市场、新客户的活动相对较少。内销方面，公司拥有专业内贸团队，为公司多年来沉淀的优质业务精英。

公司国内直销模式已相对成熟。

图表 24: 崧盛股份和茂硕电源直销收入占比较高



资料来源: 崧盛股份 2022 年年报、茂硕电源 2022 年年报、英飞特 2022 年年报, 信达证券研发中心

图表 25: 崧盛股份全球布局情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

采购方面, 原材料主要采用“采购订单模式”(Purchasing Order)。2019 年, 公司进一步加强原材料采购和供应链的精细化管理, 根据原材料灵活选用不同采购方式, 推动原材料采购价格降低。例如 MOS 管、PCB、变压器、电感的采购由 PO 模式切换到 JIT (Just In Time, 通知到货) 模式, 电解电容、贴片电容电阻的采购由 PO 模式切换到 VMI (Vendor Managed Inventory, 供应商管理库存) 模式, 提升采购的及时性, 减少因临时采购而进行高价格采购情况的发生。

除此之外, 积极通过集采等方式降低原材料购买成本。充分利用采购量优势促成集中采购, 降低采购价格。同时, 随着原材料供货相对紧张的局面缓解, 提高采购付款效率, 向供应商争取合理的原材料采购价格空间。

3 投资运营：前瞻布局植物光照，进入新能源储能领域

3.1 投资强度：2022 年资本开支有所下降，产能持续扩张

公司上市后投资力度整体加大，LED 驱动电源产能持续扩张。2021 年 LED 驱动电源产能 1406 万只，同比增长约 52%。崧盛股份同年于创业板上市，IPO 募资计划主要用于建设“大功率 LED 智慧驱动电源生产基地”项目和“智慧电源研发中心”项目。在项目建成达产后，每年将新增大功率 LED 驱动电源产能 1215 万只。截至 2023 年 6 月，IPO 募投项目“大功率 LED 智慧驱动电源生产基地项目和智慧电源研发中心项目”已全面运营，实现 70000+平方米高端制造的产能空间升级。2023 年 6 月半年报口径产能 709 万只，同比增长 12.7%，产能持续扩张也有助于公司抓住行业上行期的发展机遇。

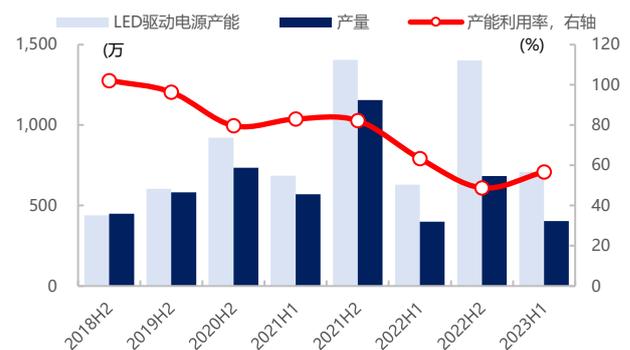
2023 年上半年产能利用率回升，“以销定投”资本开支有所收缩。2021 年公司 LED 驱动电源产量 1156 万只，产能利用率达到 82%。2022 年受国内多地疫情反复、国际局势不稳及行业需求走弱等不利因素影响，公司业务订单相对于 2021 年同期的高基数而有所下降。2022 年上半年与下半年产能利用率下行至 63%、49%，其中大功率与中功率 LED 驱动电源产能利用率较低。“以销定投”策略下 2023 年公司资本开支有所减少。2023 年上半年，产能利用率回升至 57%。在需求复苏背景下，公司未来投资增速有望持续回升。

图表 26：2019 年 LED 驱动电源产能持续扩张



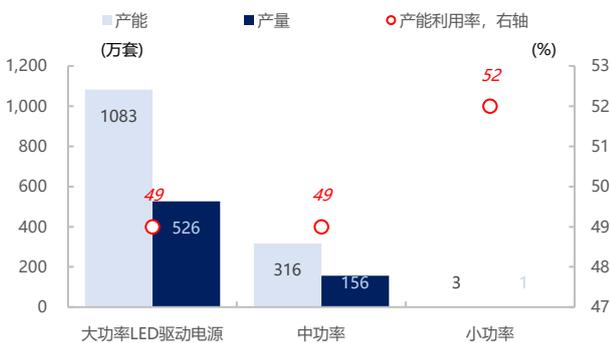
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 27：2023H1LED 驱动电源产能利用率回升



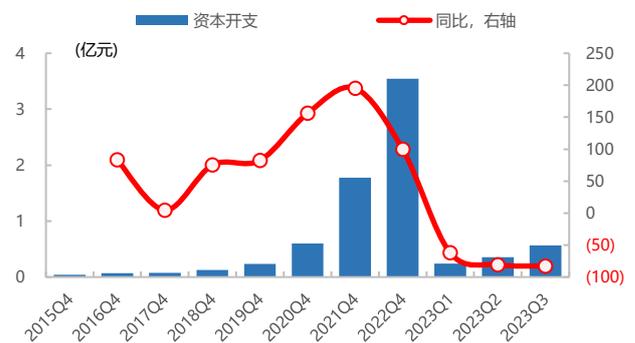
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 28：2022 年小功率 LED 驱动电源产能利用率较高



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 29：2023 年崧盛股份资本开支有所下降



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

直接材料占营业成本比例持续下降。原材料成本在公司主营业务成本中的占比为 85% 左右。公司直接材料中占比较高的原材料，主要包括变压器、MOS 管、电感、控制 IC 等。2022 年以来部分电子元器件、其他原材料因市场供需平衡关系变化发生价格波动，公司毛

利率有所下行。公司建立了较完善的精细化成本管控的供应链管理体系，有助于公司应对上游原材料市场价格的波动变化。

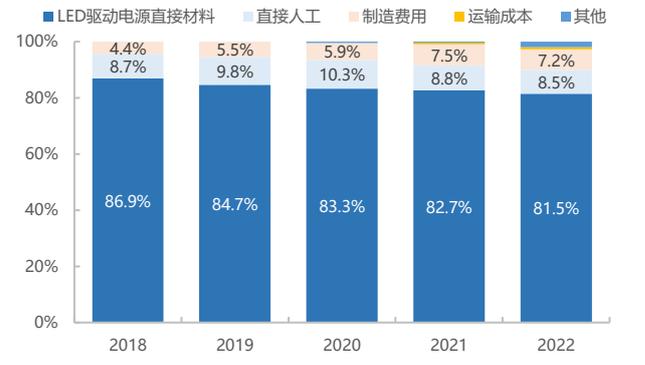
2021-22 年制造费用、运输成本占比上升。从成本拆解来看，制造费用占总营业成本比重从 2020 年的 5.9% 上升至 2021 年的 7.5%，可能是导致 2021 年后毛利率小幅下滑的原因之一。在公司产品迭代过程中，通过优化产品设计和材料选型、加强供应链管理等措施，叠加智能基地投产后，我们认为未来毛利率有望持续修复。

图表 30: 2021 年毛利率小幅下行，此后保持稳定



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图表 31: 2021 年后制造费用占总营业成本比重上升



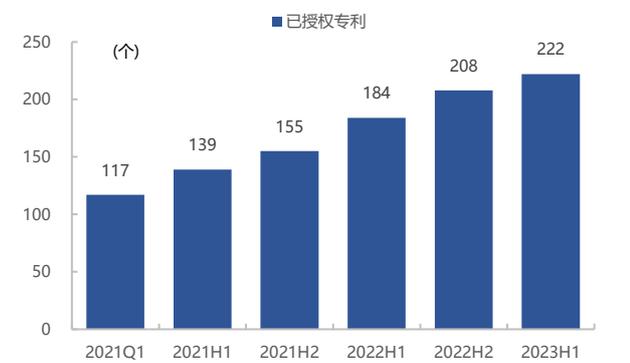
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.2 布局领域: 立足自主研发, 拓宽专业照明等应用领域

公司拥有较强的研发能力, 自主掌握多项核心技术。公司自主掌握 LED 驱动电源的恒功率驱动、多功能调光、雷击浪涌抑制、可编程、安全及防护、大功率高效率植物照明电源驱动、数字化照明控制等多项核心技术。2021 年 4 月, 公司与国际照明巨头欧司朗签署战略合作协议, 将与欧司朗联合建立“欧司朗-崧盛智慧城市智能控制联合研究实验室”, 以联合实验室为载体, 共同研究开发智慧照明领域前沿的智能控制软硬件技术。

应用场景方面, 增加专业照明等应用领域。2023 年公司在传统户外、工业、植物照明的基础上, 增加专业照明应用领域产品业务, 不断扩大产品应用领域。专业照明方面, 积极布局研发新应用领域, 如超大功率及应用 D4i 控制的体育场馆照明驱动电源等, 实现功能集成及智能控制。D4i 是 DALI-2 认证的延伸, 旨在支持智能物联网灯具, 在 DALI-2 照明控制的基础上, 增加了对于数据相关的功能的支持, 包括照明资产、能源和诊断等数据收集和分析。

图表 32: 公司已授权专利数量持续上升



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 33: 2023 年研发费用率持续上升



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

智慧运营助力降本增效。公司位于中山的高端智能制造基地面积超 70000 m², 配置全

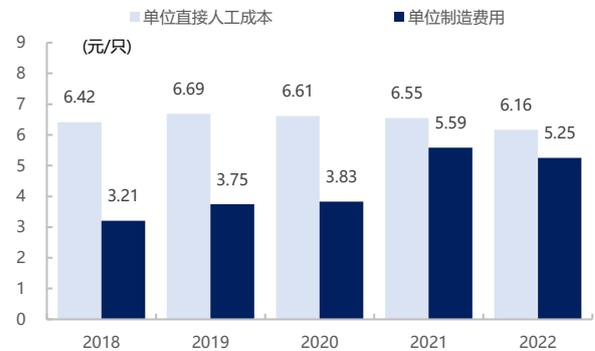
流程自动化生产设备、智能仓储等，同时建立了信息化、数字化全流程打通，实现了智慧运营。最大可容纳自动化大功率 LED 驱动电源生产线 23 条，达产后将新增大功率 LED 驱动电源产能 1215 万只/年。2022 年公司单位直接人工成本从 2021 年的 6.55 元/个降至 6.16 元/个，单位制造费用从 5.59 元/个下降至 5.25 元/个。2023-24 年，我们预计随着产能与产量提高，单位制造成本有望持续降低。

图表 34: 崧盛中山募投项目智能立体库



资料来源: 崧盛股份官网, 信达证券研发中心

图表 35: 2022 年公司单位直接人工成本与制造费用下降



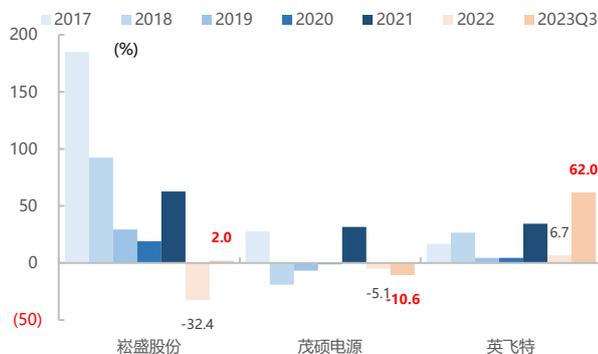
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心。注: 由 LED 驱动电源直接人工、制造费用/销售量计算, 2018-19 年包含非 LED 驱动电源成本项

3.3 增资扩股: 上市后扩大融资规模, 储能领域加速布局

主要竞争对手中, 茂硕电源、英飞特上市时间较早, 总资产与营收规模长期领先。国内知名 LED 驱动电源品牌企业, 包括明纬企业、英飞特、茂硕电源等。茂硕电源 2012 年在深交所主板上市, 2022 年总资产规模达到 19.0 亿元, 营收 15.4 亿元。英飞特在 2016 年即登陆创业板, 2022 年总资产/营收规模分别达到 27.5 亿元/ 15.1 亿元。

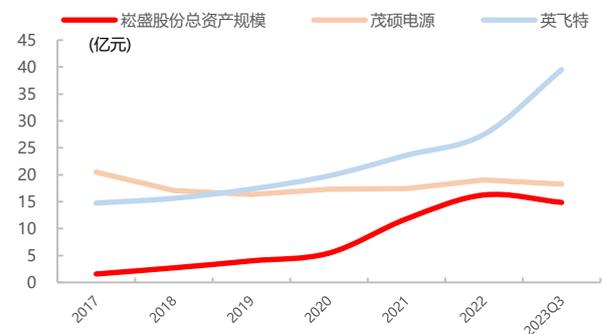
崧盛股份 2021 年上市以来, 股权与债券融资步伐加快, 有助于缩小规模差距。2017 年崧盛股份、英飞特和茂硕电源总资产规模分别为 1.6 亿、14.7 亿和 20.5 亿元, 崧盛股份总资产规模在三者中最小。随着公司上市后加快募资节奏, 尤其是 2021 年 IPO 上市后, 公司总资产快速扩张。2022 年总资产规模达到 16.3 亿元, 尽管规模排名仍然居末, 但与茂硕电源和英飞特的差距已经显著收窄。

图表 36: 2023Q3 崧盛股份与英飞特营收同比增长

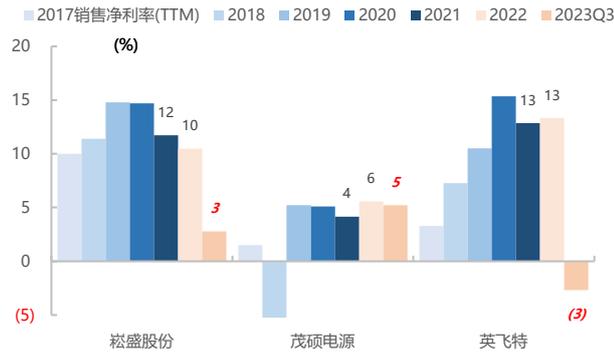


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

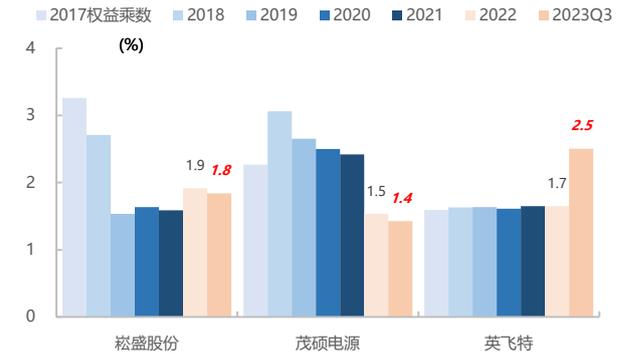
图表 37: 2021 年崧盛股份总资产规模快速上升



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图表 38: 2023Q3 崧盛股份销售毛利率保持稳定


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图表 39: 2023Q3 崧盛股份权益乘数保持稳定


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

2022 年设立子公司崧盛创新，加速布局储能领域。公司 2022 年初设立全资子公司崧盛创新，结合光伏、储能、新能源等行业发展趋势，预研储备新产品和新技术，与总部业务发挥协同联动，储备新增长业务。目前，崧盛创新正在积极进行覆盖逆变器、变换器、便携式移动电源等领域的技术和产品研发储备。加速储能领域布局，有助于扩大公司业务范围，拓展新的收入增长点。

可转债募资投向植物照明项目。公司非常看好植物照明领域，并持续加大植物照明领域投资项目布局。公司 2022 年成功发行可转债，可转债募投项目“崧盛总部产业创新研发中心建设项目”的主要研发方向之一就是植物照明前沿产品技术的储备和落地。

2023 年增资扩股，加大对研发业务支持力度。11 月公司公告，同意全资子公司崧盛创新通过增资扩股方式引入新股东，公司放弃优先认缴出资。公司实际控制人田年斌先生、王宗友先生等主体共同对公司子公司崧盛创新进行增资，充实崧盛创新的资本实力，增资资金将主要用于崧盛创新的日常经营和业务发展，有利于进一步拓展公司的创新业务发展，绑定核心人员利益。我们认为，本次增资也体现了公司对研发和创新业务的重视与支持。

图表 40: 2021 年以来公司融资端持续发力

实施时间	融资类型	融资规模 (亿元)	资金投向
2021/5	IPO	4.42	大功率 LED 智慧驱动电源生产基地项目和智慧电源研发中心项目 (3.41 亿元) 补充流动资金 (0.60 亿元)
2022/9	可转债	2.94	崧盛总部产业创新研发中心建设项目 (2.00 亿元) 补充流动资金 (0.87 亿元)
2023/11	增资扩股	0.08	用于崧盛创新日常经营和业务发展

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

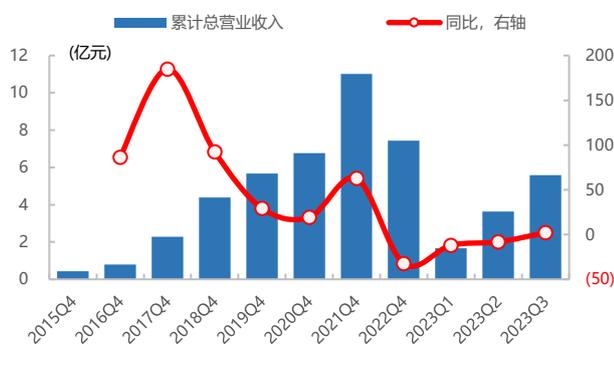
4 业绩与估值：2022 年营收利润下滑，未来或加速改善

4.1 业绩表现：2021 年后收入增速放缓，积极扩张业绩或加速改善

崧盛股份营收规模快速扩张，2015-22 年总营业收入增速 CAGR 达 50%。2015-2022 年，近 7 年公司整体营业收入复合增速为 50.3%。2018-19 年中美贸易摩擦、国际政策环境变化的背景下，公司下游照明灯具等客户的出口受到一定影响，也拖累公司营收表现。2020 年疫情爆发后海外需求有所下降，公司全年营收增速放缓至 19.1%。

在全球疫情带来的粮食危机、海外工业大麻合法化、能源补贴政策改革等一系列的催化因素下，LED 植物照明自 2020 年起呈现出爆发式增长态势。2021 年，全球经济复苏叠加需求旺盛，半导体行业开始出现“缺芯”现象并推动下游补库。2021 年公司收入端放量，实现营收 11 亿元。随后北美加强室内非法大麻种植管控等，2022 年公司营收下滑至 7.44 亿元，但仍保持较高水平。2023 年第三季度，公司累计总营业收入同比增长 2.0%，重新回到增长区间。

图表 41：2023Q3 公司累计营收增速转正



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图表 42：归母净利润增速有望筑底回升



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

2021 年业务规模及配套支出扩张，营业成本与期间费用增速较高。尽管 2021 年公司收入快速增长，但芯片紧缺、原料与运费涨价等因素影响下，公司毛利率和净利率有所下滑。同时随公司业务规模增长，相应的销售人员薪酬、差旅招待费等支出增加，管理人员、租赁厂房等运营支出也有所增加。2021 年公司增加了较多银行借款，财务费用占营收比重也有所上升。2022 年财务费用增速有所下降，在 2022Q2-Q4 财务费用一度转负，主要系人民币汇率变动产生的汇兑收益较多，抵消了银行借款利息。公司 2019 年至 2021 年研发费用平均年增长 30.13%，组建了超过 200 人的研发技术团队。新增较多研发人员并进一步加大研发投入，研发费用占比持续提升。

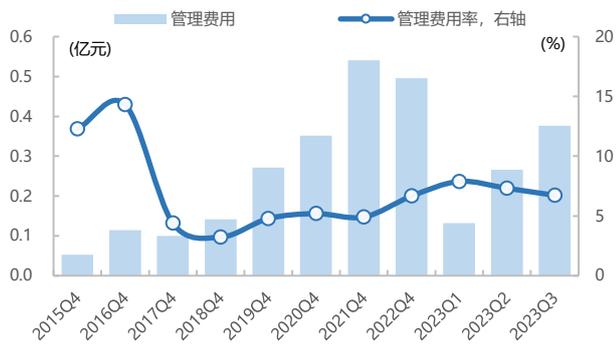
2023 年公司毛利率和净利率均有降低，2023 年公司归母净利率有所承压。2022 年公司销售净利率 10.48%，2023Q1 净利率下行至 2.62%，23Q3 修复至 3.40%。2022-23 年公司人才引入、研发投入、债务利息等支出持续增加，随着人才团队组建完善、产能爬坡阶段完成、产量逐步提升，我们预计 2024 年公司业绩有望迎来拐点。

图表 43: 2023 年净利率有所下滑


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图表 44: 2022Q4 至今销售费用率有所上升


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图表 45: 2023Q1 后管理费用率触顶回落


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

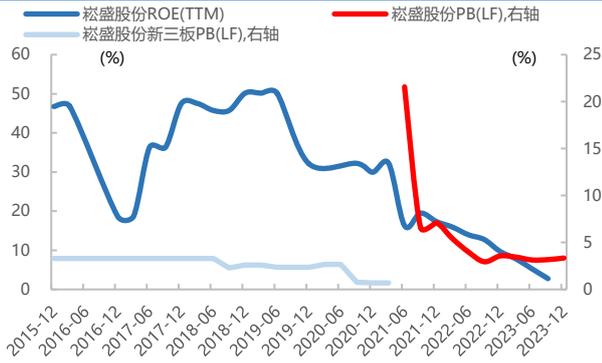
图表 46: 2023Q1 后管理费用率触顶回落


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

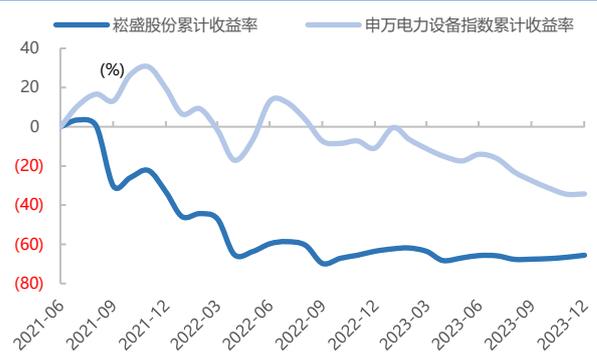
4.2 盈利与估值：业务规模保持扩张，估值有望持续修复

2019 年以来净资产收益率有所下降。2019 年公司净利润和净资产收益率达到高点，2019 年公司全年销售归母净利率为 14.8%，为 2015 年以来最高水平，2019Q2 净资产收益率 (ROE) 也来到 50.2% 的高位。受 2021 年以来净利率下行、2022 年营收增速转负，叠加股权融资及总资产规模快速扩张影响，公司近年来 ROE 有所下降。2021Q4 崧盛股份归母净利率和 ROE 分别下降至 11.7%/17.3%，截至 2023Q3 公司 ROE 进一步降至 2.8%，为上市以来最低水平。

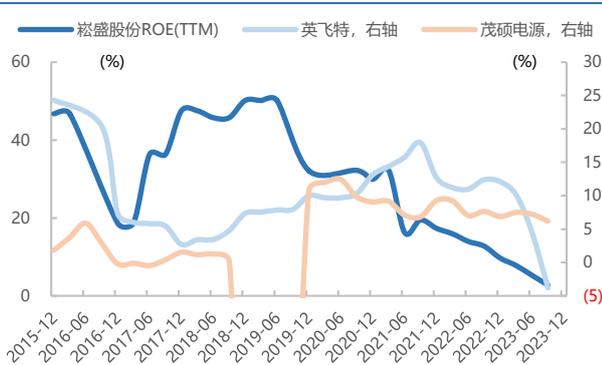
上市至今市净率走低，需求企稳有望带动业绩改善。随着 2022 年后营收增速转弱，市净率从高位回落，公司股价也进入调整期。2022 年 5 月至今，公司市净率保持在 3x-5x 之间，股价整体保持稳定。我们认为，当前公司市净率保持历史较低水平。而公司建设基地投产有助于实现产能和降本增效，海外市场发力或提升产品在全球市场份额，未来随着海外加息趋缓、国内经济复苏，叠加设备更新需求支撑，公司营收增速有望持续修复并带动业绩改善。

图表 47: 2019 年后崧盛股份 ROE 与市净率下行


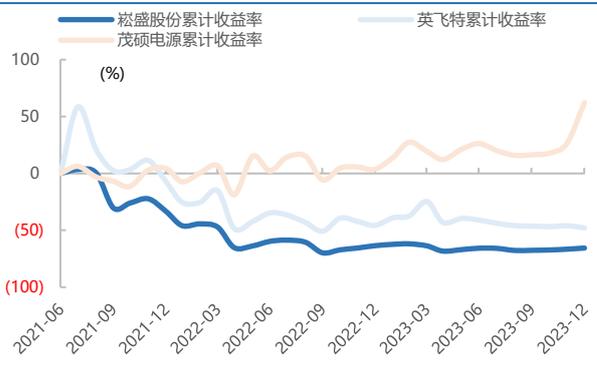
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心。注: 截至 2023/12/31

图表 48: 崧盛股份累计收益率逐步筑底


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心。注: 截至 2023/12/31

图表 49: 可比公司 ROE 变化情况


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心。注: 截至 2023/9/30

图表 50: 可比公司累计收益率情况


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心。注: 截至 2023/12/31

盈利预测：预计 2023-25 年 EPS 为 0.70/0.74/0.85 元/股，给予“买入”评级

我们对公司 2023-2025 年的分业务收入做如下假设：

公司 LED 驱动电源主要包括大功率、中功率和小功率三类。2017-18 年公司 LED 驱动电源营收增速超 100%。我们预计 2023E-2025E 的大功率 LED 驱动电源营收同比增速为 8%/8%/8%；毛利率预计与 2022H2 接近，保持在 29%。

我们预计 2023E-2025E 的中功率 LED 驱动电源营收同比增速为 5%/5%/5%；毛利率保持在 25%（2020-22 年均值）。我们预计 2023E-2025E 的小功率 LED 驱动电源营收同比增速为 3%/3%/3%；毛利率保持在 33%（2022 年水平）。

公司其他主营业务及其他业务收入占比较低，我们预计这两项收入有望保持现有规模，毛利率保持在 2022 年水平。

图表 51：公司主营业务销售及营收预测

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入(亿元)	0.80	2.28	4.39	5.68	6.76	11.01	7.44	7.99	8.72	9.67
同比(%)		185%	92%	29%	19%	63%	-32%	7%	9%	11%
营业成本(亿元)	0.56	1.65	3.23	3.90	4.66	8.16	5.30	5.70	6.22	6.90
同比(%)		197%	96%	21%	19%	75%	-35%	8%	9%	11%
毛利率(%)	31%	28%	27%	31%	31%	26%	29%	29%	29%	29%
LED 驱动电源收入(亿元)		2.27	4.36	5.65	6.75	10.98	7.27	7.82	8.55	9.49
同比(%)			92%	30%	19%	63%	-34%	8%	9%	11%
毛利率(%)						26%	28%	28%	28%	29%
LED 驱动电源-大功率(亿元)	0.29	1.67	3.62	4.73	5.97	10.10	6.26	6.76	7.44	8.33
同比(%)		486%	117%	30%	26%	69%	-38%	8%	10%	12%
毛利率(%)	31%	29%	28%	32%	32%	26%	29%	29%	29%	29%
LED 驱动电源-中功率(亿元)	0.35	0.58	0.72	0.91	0.77	0.88	1.00	1.05	1.10	1.15
同比(%)		66%	24%	26%	-15%	14%	14%	5%	5%	5%
毛利率(%)	31%	24%	22%	29%	26%	23%	28%	25%	25%	25%
LED 驱动电源-小功率(亿元)	0.16	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
同比(%)		-88%	10%	-17%	-41%	15%	-42%	3%	3%	3%
毛利率(%)	0%	36%	21%	9%	0%	-48%	36%	36%	36%	36%
其他主营业务收入(亿元)		0.01	0.02	0.03	0.01	0.02	0.08	0.08	0.08	0.08
同比(%)			151%	6%	-58%	72%	329%	0%	0%	0%
毛利率(%)	0%	0%	0%	0%	0%	96%	43%	43%	43%	43%
其他业务收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.10	0.10	0.10	0.10
同比(%)		225%	38%	-72%	920%	29%	1341%	0%	0%	0%
毛利率(%)	27%	7%	7%	10%	26%	31%	33%	33%	33%	33%

数据来源：iFinD，信达证券研发中心

根据财务模型，我们预测公司 2023-2025E 归母净利润分别为 0.86/ 0.91/ 1.05 亿元，EPS 分别为每股 0.70/ 0.74/ 0.85 元，1 月 12 日收盘价对应 2023-2025E 的 PE 分别为 29.62/ 27.81/ 24.24 倍。2024 年国内经济复苏叠加设备更新周期，大功率工商业 LED 照明渗透率或持续提升。全球主要国家央行加息趋缓，公司直销业务加力，我们预计国内与海外需求将推动行业进入上行周期。2023 年公司产能利用率偏低，估值较行业平均更低。因此首次覆盖我们给予“买入”评级。

图表 52: 可比公司每股收益与市盈率情况

公司名称	证券代码	最新股价(元)	每股盈利(EPS)				市盈率(PE)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
可立克	002782.SZ	13.16	0.24	0.47	0.68	0.95	58.30	28.25	19.25	13.79
鸣志电器	603728.SH	54.01	0.59	0.53	0.84	1.24	91.76	101.39	63.96	43.47
伊戈尔	002922.SZ	15.24	0.64	0.62	0.87	1.13	31.15	24.60	17.60	13.49
均值			0.49	0.54	0.80	1.11	60.40	51.41	33.60	23.58
崧盛股份*	301002.SZ	20.71	0.63	0.70	0.74	0.85	32.64	29.62	27.81	24.24

数据来源: Wind, 信达证券研发中心。注: 崧盛股份 2023-25E 的 EPS 为信达证券研发中心预期, 其余上市公司数据为万得一致预期; (2) 数据根据 2024 年 1 月 12 日收盘价计算。

风险因素

(1) 市场风险：宏观经济下行。

(2) 主营业务风险：电子元器件、照明设备价格波动。新品种 LED 驱动电源产品研发进展不及预期。公司海外市场拓展进度不及预期。

(3) 融资风险：增资扩股事项推进不及预期。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	895	998	896	1,020	1,180	
货币资金	74	247	141	221	322	
应收票据	42	86	61	67	74	
应收账款	382	242	275	300	333	
预付账款	2	7	3	3	4	
存货	171	102	115	125	139	
其他	225	314	301	304	308	
非流动资产	285	627	677	709	725	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	86	406	432	445	444	
无形资产	27	25	35	44	54	
其他	172	197	211	220	228	
资产总计	1,180	1,625	1,573	1,729	1,905	
流动负债	422	449	360	425	496	
短期借款	102	136	56	101	146	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	242	201	193	210	233	
其他	78	112	112	114	117	
非流动负债	14	328	338	338	338	
长期借款	0	73	73	73	73	
其他	14	255	265	265	265	
负债合计	436	777	699	763	834	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东	744	848	875	966	1,071	
负债和股东权益	1,180	1,625	1,573	1,729	1,905	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,101	744	799	872	967	
同比(%)	62.7%	-32.4%	7.4%	9.1%	10.9%	
归母净利润	129	78	86	91	105	
同比(%)	29.8%	-39.6%	10.2%	6.5%	14.8%	
毛利率(%)	25.8%	28.8%	28.7%	28.7%	28.7%	
ROE%	17.3%	9.2%	9.8%	9.5%	9.8%	
EPS(摊薄)(元)	1.05	0.63	0.70	0.74	0.85	
P/E	19.49	32.28	29.62	27.81	24.24	
P/B	3.38	2.97	2.91	2.63	2.38	
EV/EBITDA	30.01	24.89	14.76	12.83	11.06	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,101	744	799	872	967	
营业成本	816	530	570	622	689	
营业税金及附加	4	5	4	4	5	
销售费用	33	31	30	33	36	
管理费用	54	50	45	49	54	
研发费用	50	65	47	52	57	
财务费用	4	-1	19	23	22	
减值损失合计	1	-2	0	0	0	
投资净收益	4	3	3	3	3	
其他	0	18	8	9	10	
营业利润	144	82	95	101	116	
营业外收支	0	0	0	0	0	
利润总额	144	82	95	101	116	
所得税	15	4	9	9	11	
净利润	129	78	86	91	105	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归母净利润	129	78	86	91	105	
EBITDA	171	121	190	216	245	
EPS(当年)(元)	1.56	0.63	0.70	0.74	0.85	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	-3	202	183	187	211	
净利润	129	78	86	91	105	
折旧摊销	27	40	76	92	107	
财务费用	4	-1	32	31	33	
投资损失	-4	-3	-3	-3	-3	
营运资金变动	-164	86	-10	-25	-33	
其它	5	1	3	1	1	
投资活动现金流	-333	-403	-126	-122	-121	
资本支出	-177	-354	-124	-125	-125	
长期投资	-160	-50	0	0	0	
其他	4	1	-2	3	3	
筹资活动现金流	369	375	-164	15	12	
吸收投资	418	289	1	0	0	
借款	127	235	-80	45	45	
支付利息或股息	-121	-25	-93	-31	-33	
现金净增加额	32	173	-106	80	102	

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。