

LED 驱动电源深度布局，逆境中蓄势待云开雾散

投资要点

- **推荐逻辑:** 1、LED 照明行业经历 2021 年周期高点回落后,目前下游库存较 2021 年高点普遍下滑 30%-40%,行业需求复苏在即;2、公司深耕植物照明领域,2022 年市场规模 13.4 亿美元,未来 5 年 CAGR12.7%,下游应用前景广阔;3、公司开辟新能源赛道,发展光伏储能业务,协同自身 LED 驱动电源集成化应用,打开第二增长曲线。
- **深度布局 LED 驱动电源,不断开拓海外业务。**公司成立于 2011 年,主要从事中大功率 LED 驱动电源的生产、研发和销售。公司产品应用于工业照明、户外照明、植物照明、专业照明等领域。近年来,公司不断开拓海外市场,海外直销占比不断提升,海外销售渠道逐步丰富。受行业需求波动以及公司自身费用投入增加影响,截止 2023 年三季报,公司实现营收 5.6 亿,同比增长 2.0%,实现归母净利润 1900 万元,同比下滑 74.9%,其中第三季度营收同比略有回暖,利润环比略有下滑。
- **植物照明切入多领域经济作物,行业需求有望迎来复苏。**LED 驱动电源是 LED 照明灯具稳定电流电压转换的重要器件。据集邦咨询统计,2022 年全球 LED 照明行业市场规模达 614 亿美元,其中,植物照明市场规模为 13.4 亿美元,同比增长 20%,预计到 2027 年市场规模将达到 24.4 亿美元,具有较大提升空间。随着 LED 植物照明广泛切入大麻、花卉、粮食等作物,其应用价值和经济价值将更加凸显,有望带动行业重回高景气。
- **新能源业务协同发展,海外市场渗透打开未来成长空间。**当前公司正积极布局光伏储能相关产品协同 LED 驱动电源集成化应用,以“光储充照一体化”为例的相关集成产品已处于试验及应用阶段。长期来看,光储+LED 驱动电源产品逐步放量后有望形成公司的第二成长曲线。发展规划上,公司坚定落实全球化发展战略,布局海外销售网络。2022 年公司外销收入同比增长 82.42%,海外业务发展态势良好。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 7.7 亿元、8.7 亿元和 10.2 亿元,归母净利润分别为 2172 万元、5634 万元和 1.1 亿元, EPS 分别为 0.18 元、0.46 元和 0.91 元。参考行业可比公司平均 PE25 倍,公司作为 LED 驱动电源龙头企业,有望受益行业需求复苏,给予公司 2025 年 25 倍 PE 估值,对应目标价 22.75 元,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济恢复不及预期风险、下游需求下行风险、产品研发进度不及预期风险。

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 743.96 | 770.36 | 867.49 | 1021.69 |
| 增长率 | -32.42% | 3.55% | 12.61% | 17.77% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 77.95 | 21.72 | 56.34 | 111.57 |
| 增长率 | -39.62% | -72.13% | 159.34% | 98.04% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.63 | 0.18 | 0.46 | 0.91 |
| 净资产收益率 ROE | 9.20% | 2.77% | 6.79% | 12.19% |
| PE | 29 | 100 | 39 | 20 |
| PB | 2.70 | 2.78 | 2.63 | 2.38 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 叶泽佑
执业证号: S1250522090003
电话: 13524424436
邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 1.23 |
| 流通 A 股(亿股) | 0.58 |
| 52 周内股价区间(元) | 17.73-26.18 |
| 总市值(亿元) | 22.87 |
| 总资产(亿元) | 14.86 |
| 每股净资产(元) | 6.20 |

相关研究

目 录

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 1 LED 驱动电源领先企业，切入多领域延伸产品布局 | 1 |
| 1.1 专注 LED 驱动电源十余年 | 1 |
| 1.2 股权结构稳定，股权激励彰显信心 | 2 |
| 1.3 营收利润短期承压，长期有望走出阴霾 | 3 |
| 2 LED 驱动电源市场规模不断扩大，应用潜力持续释放 | 4 |
| 2.1 LED 照明产品核心部件，市场规模持续扩大 | 4 |
| 2.2 应用场景持续拓展，未来将进一步进军新兴应用领域 | 7 |
| 2.3 储能应用场景广泛，市场需求或将爆发 | 10 |
| 3 新能源领域不断开拓，研发投入增强竞争力 | 12 |
| 3.1 持续丰富自身产业线，拓展新领域释放发展动能 | 12 |
| 3.2 高度重视研发投入，巩固核心技术壁垒 | 14 |
| 3.3 发力海外市场，推进可转债募投项目 | 16 |
| 4 盈利预测与估值 | 17 |
| 4.1 盈利预测 | 17 |
| 4.2 相对估值 | 18 |
| 5 风险提示 | 18 |

图 目 录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 1 |
| 图 2: 公司产品主要应用领域..... | 1 |
| 图 3: 公司股权结构..... | 2 |
| 图 4: 近年来公司营业收入 (百万元) 及增速..... | 3 |
| 图 5: 近年来公司归母净利润 (百万元) 及增速..... | 3 |
| 图 6: 2018 年至今公司主营业务占比情况..... | 3 |
| 图 7: 2019 年至今公司内外销占比情况..... | 3 |
| 图 8: 2019 年以来公司三费率变动情况..... | 4 |
| 图 9: LED 驱动电源产品示例..... | 4 |
| 图 10: LED 驱动电源生产工艺..... | 4 |
| 图 11: 2020-2023 年全球 LED 照明行业市场规模..... | 6 |
| 图 12: 2017-2022 年中国照明行业市场规模..... | 6 |
| 图 13: 下游 LED 照明企业库存情况 (亿元)..... | 6 |
| 图 14: 2019-2023 年中国 LED 照明产品出口规模..... | 7 |
| 图 15: 中国 LED 照明产品出口市场..... | 7 |
| 图 16: LED 户外照明实例 (重庆洪崖洞路灯)..... | 7 |
| 图 17: 中国户外 LED 驱动电源市场规模..... | 7 |
| 图 18: 中国智慧灯杆市场规模 (亿元)..... | 8 |
| 图 19: LED 工业照明示例 (美国工矿灯照明)..... | 9 |
| 图 20: 中国 LED 工业照明产值规模..... | 9 |
| 图 21: LED 植物照明示例..... | 9 |
| 图 22: 全球 LED 植物照明市场规模..... | 9 |
| 图 23: 美国加州现代植物工厂..... | 10 |
| 图 24: LED 专业照明示例 (体育照明)..... | 10 |
| 图 25: 全球 LED 体育照明系统市场规模..... | 10 |
| 图 26: 储能应用场景—光储充一体化..... | 11 |
| 图 27: 全球储能市场规模 (千兆瓦时)..... | 11 |
| 图 28: 户用储能运行图..... | 11 |
| 图 29: 户外便携式储能电源产品示例..... | 13 |
| 图 30: 移动储能产品户外应用实例..... | 13 |
| 图 31: 公司智慧照明产品..... | 14 |
| 图 32: 智慧灯杆示意图..... | 14 |
| 图 33: 公司与同行企业研发费用率对比..... | 14 |
| 图 34: 公司研发人员数量..... | 14 |
| 图 35: 公司与农科院签订战略合作协议..... | 16 |
| 图 36: 崧盛总部产业创新研发中心..... | 16 |

表 目 录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 表 1：公司股权激励计划 | 2 |
| 表 2：LED 驱动电源的特点示例 | 5 |
| 表 3：LED 驱动电源相关政策 | 5 |
| 表 4：LED 路灯与高压钠灯对比 | 8 |
| 表 5：2025 全球主要地区户用储能潜在装机规模测算 | 12 |
| 表 6：公司产品矩阵 | 12 |
| 表 7：公司掌握技术示例 | 15 |
| 表 8：分业务收入及毛利率 | 17 |
| 表 9：可比公司估值 | 18 |
| 附表：财务预测与估值 | 19 |

1 LED 驱动电源领先企业，切入多领域延伸产品布局

1.1 专注 LED 驱动电源十余年

崧盛股份总部位于广东深圳，公司成立于 2011 年，2016 年完成股份制改制，2021 年创业板上市，2022 年下半年中山小榄基地完成搬迁，目前已形成“深圳研发+中山生产”的布局模式。公司作为一家年轻高成长的企业，为国内领先的中、大功率 LED 驱动电源供应商之一，主要从事大、中、小功率 LED 驱动电源产品的研发、生产、销售业务，围绕植物照明、户外照明、工业照明、智慧照明等领域逐渐形成了系列产品，并获得“优秀 LED 电源品牌”、“深圳知名品牌”、“广东省高成长中小企业”等多项荣誉。

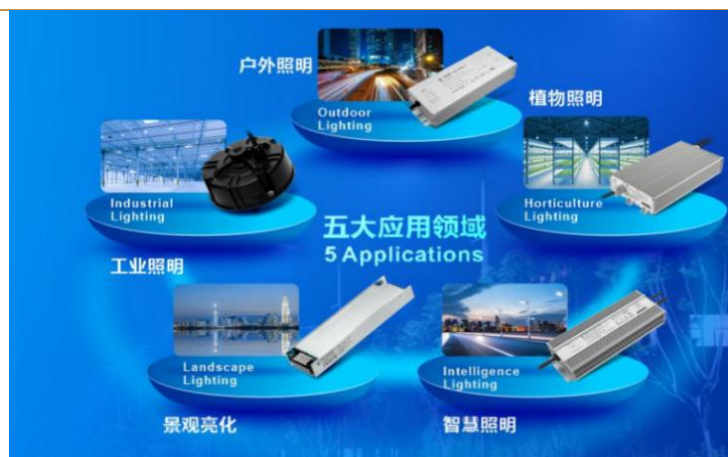
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司业务“多点开花”，积极开展业务布局。公司主营产品为 LED 驱动电源产品，以产品应用领域划分，公司主要产品可分为植物 LED 驱动电源、户外 LED 驱动电源、工业 LED 驱动电源及其他 LED 驱动电源产品。公司正积极推动主要应用于移动储能、家用储能及工商业储能等领域的光伏、储能产品的研发，目前“光储充照一体化”相关设备及解决方案已处应用及试验阶段。公司将紧跟行业态势，把握下游需求，聚焦“植物照明+工业照明+户外照明+专业照明”的主要产品应用，不断向市场更新迭代新产品。

图 2：公司产品主要应用领域

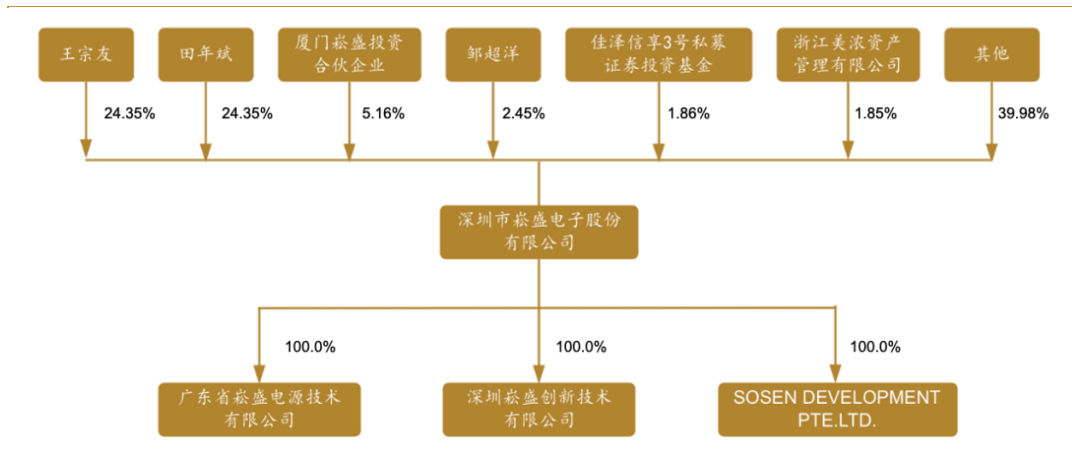


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 股权结构稳定，股权激励彰显信心

股权结构清晰稳定,子公司分工明确。截止至 2023 年 9 月 30 日,公司前五大股东分别为王宗友、田年斌、厦门崧盛投资合伙企业、邹超洋、佳泽信享 3 号私募证券投资基金,持股份额分别为 24.35%、24.35%、5.16%、2.45%、1.86%。其中,董事长田年斌先生、总经理王宗友先生为公司实际控制人,二人分工明确,王宗友先生是公司研发、生产、供应链管理负责人,田年斌先生则主抓公司市场营销管理。公司子公司包括广东崧盛和崧盛创新两家公司,广东崧盛业务主要负责 LED 驱动电源生产、研发与销售等业务,崧盛创新主要负责新业务技术研究和产品研发等业务。公司管理体系清晰,为公司业务发展提供了充分支持。

图 3：公司股权结构



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权激励彰显发展信心，核心员工与公司共同成长。2023 年 6 月 19 日，公司以该日作为首次授予日，拟以 10.3 元/股价格向公司部分董事、高级管理人员及核心技术或业务人员等 47 名激励对象授予 172.5 万股限制性股票，此次激励将深度绑定核心员工与公司利益，充分调动核心员工积极性，助力公司长远发展。随着行业需求回暖、公司稼动率不断提升及外销业务的持续强化，公司有望陆续实现激励要求和目标。

表 1：公司股权激励计划

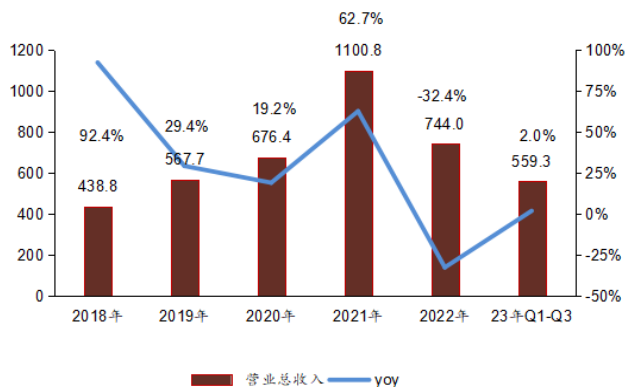
| 归属期 | 考核年度 | 对应考核年度 | 相较于 2022 年的营收增长率 (A) | | 相较于 2022 年的净利润增长率 (B) | |
|------|--------|--------|----------------------|-----|-----------------------|-----|
| | | | 目标值 | 触发值 | 目标值 | 触发值 |
| 首次授予 | 第一个归属期 | 2023 | 20% | 10% | 10% | 5% |
| | 第二个归属期 | 2024 | 40% | 25% | 20% | 15% |
| | 第三个归属期 | 2025 | 68% | 45% | 40% | 30% |
| 预留授予 | 第一个归属期 | 2024 | 40% | 25% | 20% | 15% |
| | 第二个归属期 | 2025 | 68% | 45% | 40% | 30% |

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 营收利润短期承压，长期有望走出阴霾

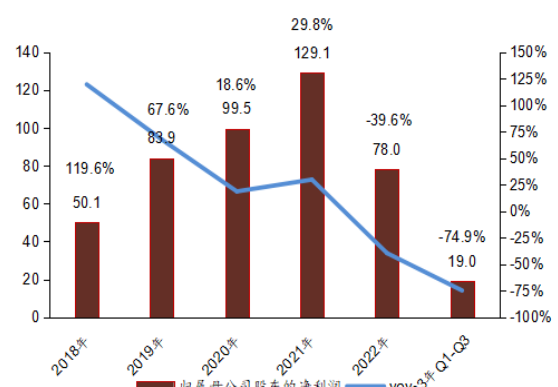
营收利润短期承压，行业步入复苏周期。2018-2022 年，公司分别实现营业收入 4.4 亿元、5.7 亿元、6.8 亿元、11.0 亿元、7.4 亿元，归母净利润 0.5 亿元、0.8 亿元、1.0 亿元、1.3 亿元、0.8 亿元。2022 年受行业需求疲软影响及北美大麻政策变更致使小规模大麻种植发展受限，公司营业收入和归母净利润双下滑，营业收入为 7.4 亿元，同比下降 32.4%，归母净利润为 0.8 亿元，同比下降 39.6%。截至 2023 年前三季度，公司实现营收 5.6 亿元，同比增长 2.0%，实现归母净利润 1900 万元，同比下滑 74.9%。随着行业进入复苏周期，公司有望步入成长通道。

图 4：近年来公司营业收入（百万元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

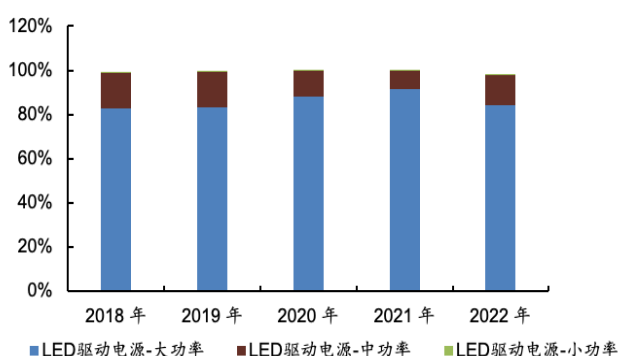
图 5：近年来公司归母净利润（百万元）及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

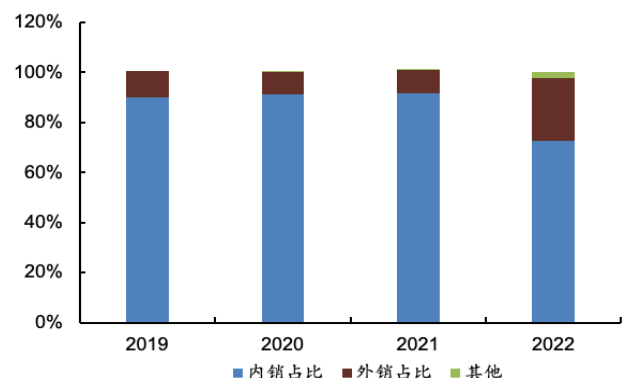
公司主要营收是大功率 LED 驱动电源产品，外销占比提升。2018-2022 年，大功率 LED 驱动电源占公司整体营业收入的比重分别为 82.6%、83.3%、88.2%、91.7%、84.2%，连续 5 年保持在 80% 以上，大功率 LED 驱动电源产品始终为公司业务重点。外销方面，2019-2022 年，公司外销占比分别为 10.4%、8.9%、9.2%、24.9%。2022 年，公司加大海外市场开拓力度，持续推进与海外客户的合作，外销收入占比故实现翻倍增长。

图 6：2018 年至今公司主营业务占比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

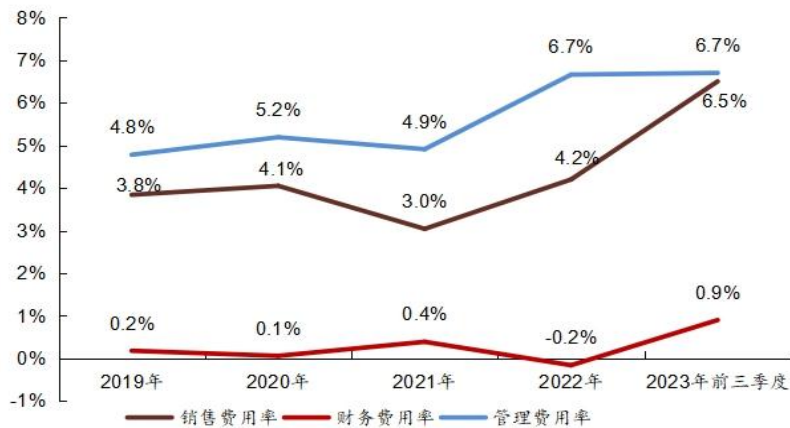
图 7：2019 年至今公司内外销占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

三费控制得当，2022 年费用率略有增长。2019-2022 年，公司销售费用率分别为 3.8%、4.1%、3.0%、4.2%，财务费用率分别为 0.2%、0.1%、0.4%、-0.2%，管理费用率分别为 4.8%、5.2%、4.9%、6.7%。2022 年，公司销售费用、财务费用、管理费用分别为 31.3 万元、-1.17 万元、49.6 万元，分别同比下降 6.7%、8.3%、127.0%，三费率略有增长主要原因系该年公司营收下滑。2022 年 Q4 至 2023 年 Q3，公司财务费用率及销售费用率相对平稳，管理费用率走高主要系公司生产基地搬迁导致设备搬运费、员工补偿费、管理费用支出增多。

图 8：2019 年以来公司三费率变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 LED 驱动电源市场规模不断扩大，应用潜力持续释放

2.1 LED 照明产品核心部件，市场规模持续扩大

LED 驱动电源是 LED 照明产品的核心部件。LED 驱动电源是指把外部电源供应转换为特定的电压电流以驱动 LED 照明产品发光的电源转换器，通常与 LED 光源、壳体等配套组合成为 LED 照明产品。按驱动方式划分，LED 驱动电源可划分为稳压式、恒流式、脉冲驱动、交流驱动等类型，按电路结构划分，LED 驱动电源可划分为电阻、电容降压方式、电阻降压方式、常规变压器降压方式、电子变压器降压方式等多类。

图 9：LED 驱动电源产品示例



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 10：LED 驱动电源生产工艺



数据来源：公司公告，西南证券整理

LED 驱动电源显著影响照明产品的稳定性和可靠性。LED 驱动电源是灯具产品重要组成部分情况下，在 LED 照明产品的整体成本中占比约为 20%-30%，在中、大功率 LED 照明产品的整体成本中占比相对较高。作为 LED 照明产品的核心部件，LED 驱动电源具有节能、环保的显著优势，可以在保证 LED 照明产品高效性能的同时降低功耗，提高能源利用效率。同时 LED 驱动电源直接决定了 LED 灯具的质量，深刻影响着 LED 灯具的稳定性、可靠性和使用寿命。

表 2：LED 驱动电源的特点示例

| 特点 | 详情 |
|------|--|
| 高可靠性 | LED 产品主要是由 LED 芯片和电源、散热外壳和控制电路等组成。其中 LED 电源的好坏直接影响了产品的好坏。特别是 LED 路灯的驱动电源，由于装在高空，维修不方便，维修的花费也大。 |
| 高效率 | LED 是节能产品，驱动电源的效率要高。对于电源安装在灯具内的结构，散热非常重要。电源的效率，它的耗损功率小，在灯具内发热量就小，也就降低了灯具的温升。对延缓 LED 的光衰有利。 |
| 保护功能 | 这种电源除了有常规的对 LED 灯的保护功能外，还可以对 LED 灯的温度进行反馈，可以有效防止 LED 灯温度过高，从而保证了照明的安全和 LED 灯的使用寿命。 |
| 防护功能 | 很多 LED 灯都是安装在户外，有的环境更加复杂，电源就需做到防水、防潮、耐高温等要求，但是 LED 驱动电源可以完全满足这些要求。 |

数据来源：知乎，百度，西南证券整理

海内外节能减排政策助力 LED 驱动电源长远发展。节能减排是当今世界发展的主流趋势，随着当今世界各国对环境问题的重视程度逐渐提升，具有高效节能优势的 LED 照明产品备受瞩目。近年来，全球许多国家陆续出台了若干条指导性政策予以支持，给 LED 驱动电源的发展带来了巨大的发展机会，为行业的持续健康发展创造了良好的政策环境，LED 驱动电源有望充分受益于政策支持而持续发展。

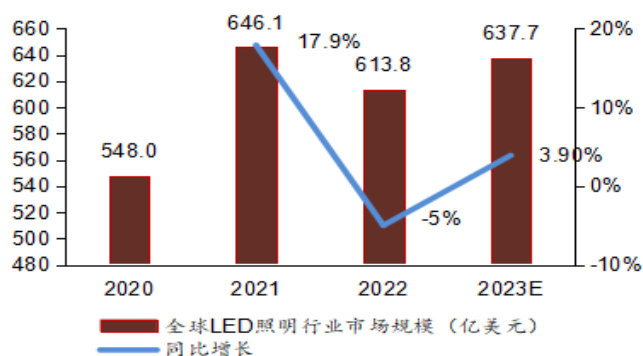
表 3：LED 驱动电源相关政策

| 发布时间 | 文件名称 | 主要内容 |
|---------|----------------------------------|---|
| 2022.06 | 中国《关于印发城乡建设领域碳达峰实施方案》 | 推进城市绿色照明，加强城市照明规划、设计、建设运营全过程管理，控制过度亮化和光污染，到 2030 年 LED 等高效节能灯具使用占比超过 80%，30%以上城市建成照明数字化系统；推进绿色低碳农房建设、推广使用高能效照明、灶具等设施设备。 |
| 2019.10 | 中国《产业结构调整指导目录《2019 年本》》 | 将“半导体照明设备”、“半导体照明衬底、外延、芯片、封装及材料等”、“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。 |
| 2017.12 | 中国《“十三五”城市绿色照明规划纲要》 | 提出积极推进 LED 等绿色照明产品在城市照明中的应用，到“十三五”期末，城市道路照明装灯率应当达到 90%。 |
| 2016.12 | 中国《“十三五”节能环保产业发展规划》 | 明确指出推动半导体照明节能产业发展水平提升。 |
| 2021 | 美国基础设施法案 | 根据该法案，美国联邦政府将在未来 5 年将资金用于公路、桥梁、公共交通、铁路、机场、港口和航道等基础设施的改善和建设，LED 照明产品作为新基建不可或缺的配套产品，市场需求广阔。 |
| 2019.12 | 欧洲单一照明法规 (SLR) (EU) 2019/2020 指令 | 最大类别的含汞光源线性荧光灯于 2023 年 9 月前被禁止使用，另外 ROSH 指令也逐渐在 2023 年淘汰传统光源产品。 |

数据来源：公司年报，中商产业研究院，西南证券整理

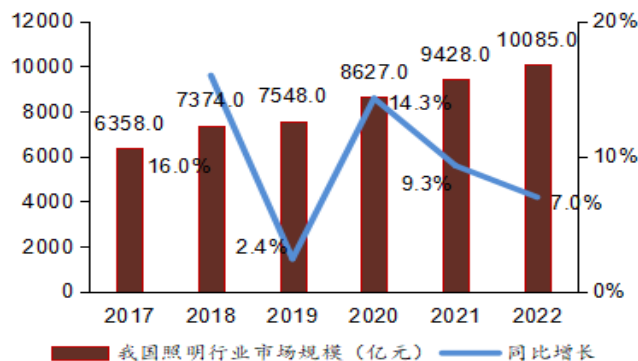
LED 照明行业市场规模总体呈持续扩张态势。随着全球 LED 照明产业的迅速发展，其行业市场规模也随之不断扩张。2020-2023 年，全球及我国 LED 照明行业市场规模整体呈现持续扩大态势，虽然 2022 年受下游库存高压影响，全球 LED 照明产业规模下滑至 613.8 亿美元，但预计 2023 年行业仍保持较强成长韧劲。据 TRENDFORCE 预计，2023 年全球 LED 照明行业市场规模达 637.7 亿美元，同比增长 3.9%。据华经产业研究院统计，我国照明行业 2022 年市场规模增长至 10085 亿元，同比增长 9.3%。

图 11：2020-2023 年全球 LED 照明行业市场规模



数据来源：TRENDFORCE，西南证券整理

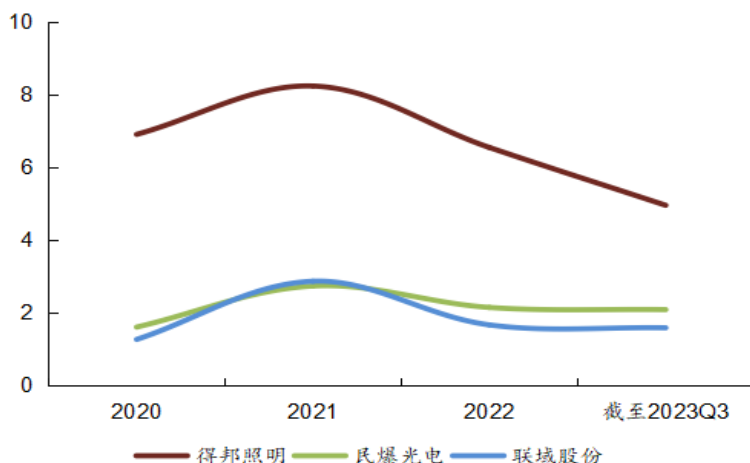
图 12：2017-2022 年中国照明行业市场规模



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

下游企业库存见底，行业拐点或将至。2022 年，LED 照明企业库存情况整体处于较高水位，导致备货需求小，行业成长性受阻。随着 2023 年 LED 照明行业企业库存的逐步消化，存货较 2021 年高位下降 30%-40%，加之全球宏观经济的持续复苏，我们认为相关企业或将提振备货信心，市场需求有望逐步恢复，带动上游 LED 驱动电源企业订单量回升。

图 13：下游 LED 照明企业库存情况（亿元）

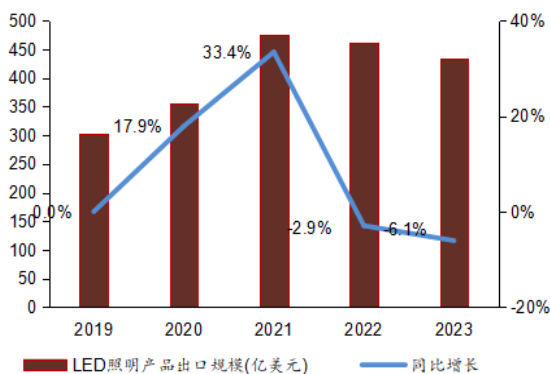


数据来源：Wind，西南证券整理

海外市场需求空间巨大，LED 驱动电源迎来巨大发展机遇。从出口规模看，由于 LED 照明技术日渐成熟和产业高速发展，LED 产业链正呈现加速向我国转移趋势，我国 LED 照明产品出口规模也随之壮大。据中国照明电器协会的统计，2022 年我国 LED 照明产品出口规模为 461 亿美元，同比下降 2.9%，2023 年出口规模为 433 亿美元，同比下降约 6.1%，

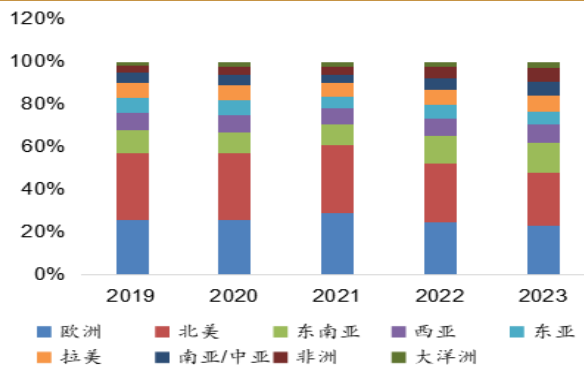
主要系需求端行业需求下滑，供给端 2021 年非理性囤货造成库存压力所致。但作为 LED 照明产品第一大出口国，在全球 LED 照明行业市场需求空间持续扩大的趋势下，中国 LED 照明行业的出口市场仍将迎来更广阔的市场需求空间。从出口市场看，欧美是我国 LED 照明产品主要出口地区，2023 年欧洲、北美等地区在我国 LED 照明产品出口中所占比例分别为 23%、25%，东南亚市场出口占比从 2021 年的 9.9% 提高到 2023 年的 14.2%，增速较快。

图 14：2019-2023 年中国 LED 照明产品出口规模



数据来源：中国照明电器协会，西南证券整理

图 15：中国 LED 照明产品出口市场



数据来源：立鼎产业研究院，西南证券整理

2.2 应用场景持续拓展，未来将进一步进军新兴应用领域

➤ 户外

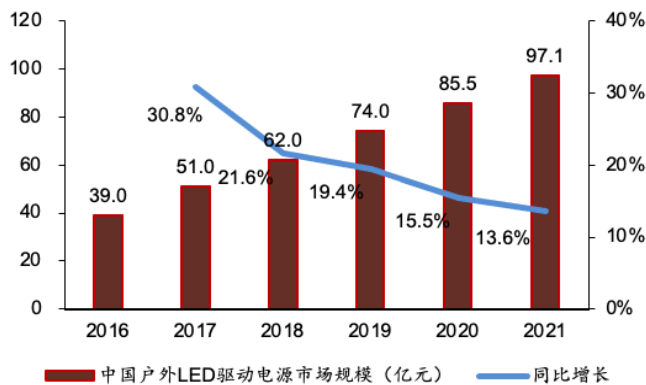
更新换代市场大，未来发展前景广阔。凭借节能、使用寿命长的优点，LED 照明户外产品正在隧道、公路、桥梁等交通运输公共基础设施具体应用领域加速替代传统照明产品，且在新建项目中逐渐被投入使用。因此，户外 LED 驱动电源产品具有良好的发展前景，该领域具有巨大更新换代的市場空间，将越来越被重视和应用。2021 年，我国户外 LED 驱动电源的市場规模已达 97.1 亿元，随着 LED 路灯产品技术性能和经济性价比的不断提高，未来户外 LED 驱动电源市場规模将进一步扩大。

图 16：LED 户外照明实例（重庆洪崖洞路灯）



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 17：中国户外 LED 驱动电源市场规模



数据来源：智研咨询，西南证券整理

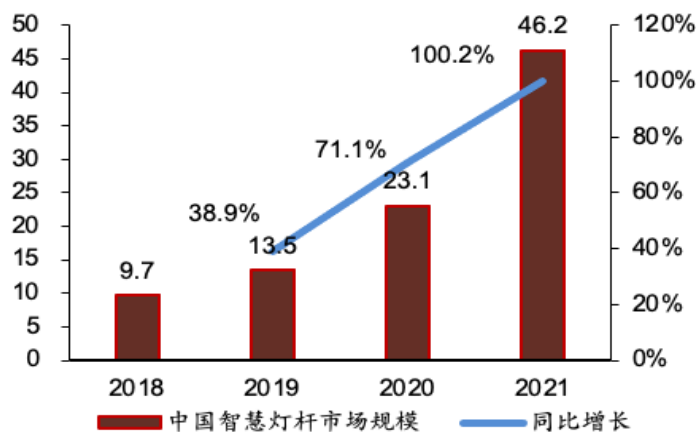
LED 路灯+智慧灯杆需求逐步起量，打开户外照明成长空间。LED 路灯是城市照明中极具节能效果的道路照明产品，在户外照明中占比最高，但其目前渗透率仍保持较低水平，根据中国照明电器协会统计数据，LED 路灯在中国存量路灯中的占比仅为 30%。同时，近年来，在行业技术水平持续提高的加持下，LED 路灯自身技术性能、品质高、运行成本低等优势在不断强化。因此，LED 路灯产品发展前景广阔，具有较大提升空间。此外，数据显示，当前我国智慧灯杆市场规模整体呈现持续扩大态势，由 2019-2021 年由 13.5 亿元增加到 46.2 亿元，年复合增长率超过 80%，预计 2025 年市场规模有望达到 160 亿元。LED 路灯驱动电源和智慧灯杆未来将迎来存量替换和增量市场的快速发展阶段，带动户外 LED 驱动电源市场需求量增长。

表 4：LED 路灯与高压钠灯对比

| 对比项目 | LED 路灯 | 高压钠灯 |
|--------|---------------------------|-------------------|
| 光效 | 高，光衰小 | 低，光衰严重 |
| 功耗 | 低（比高压钠灯节电 60%以上） | 高 |
| 环保性 | 无汞污染，无紫外线辐射 | 汞污染，紫外线辐射 |
| 光源使用寿命 | 长，50000h-100000h，光衰小于 30% | 短，小于 5000h，光衰>60% |
| 启动时间 | 瞬时启动，无延时 | 5-10 分钟 |
| 显色指数 | 65-95 | 20-25 |
| 发热量 | 发热量小，仅为高压钠灯的 30% | 发热量大 |

数据来源：高维咨询，西南证券整理

图 18：中国智慧灯杆市场规模（亿元）



数据来源：观研报告网，西南证券整理

> 工业

工业生产中优良照明设备，市场需求不断增长。工业 LED 照明产品延续了 LED 照明产品高效节能、可靠稳定的特点，可有效满足工业生产领域降低单位能耗、提高资源利用率的要求，因此拥有广阔的市场需求空间。例如，LED 工矿灯作为 LED 工业照明产品中最主要的产品，具有较传统工矿灯节电约 60%、使用寿命可达 5 万小时以上、易于调光等显著优势，是工矿灯的首选，目前正迎来良好的应用阶段。从全球情况来看，据高工产研 LED 研究所统计，2021 年全球工业 LED 照明市场规模约 106 亿美元。从我国情况来看，2021 年我国

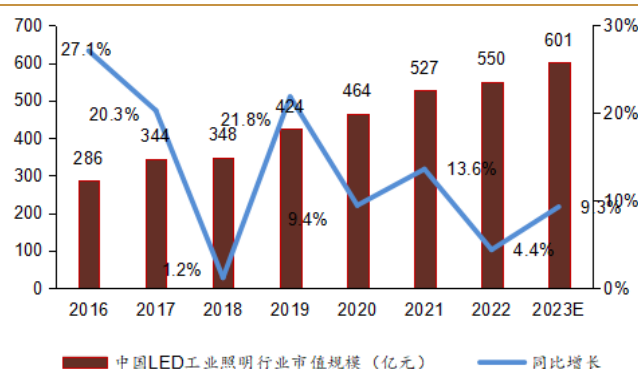
工业 LED 照明市场规模超过 500 亿元，同比增长 13.6%；预计 2023 年，中国工业 LED 照明市场规模有望突破 600 亿元大关。

图 19：LED 工业照明示例（美国工矿灯照明）



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 20：中国 LED 工业照明产值规模



数据来源：观研报告网，西南证券整理

➤ 植物

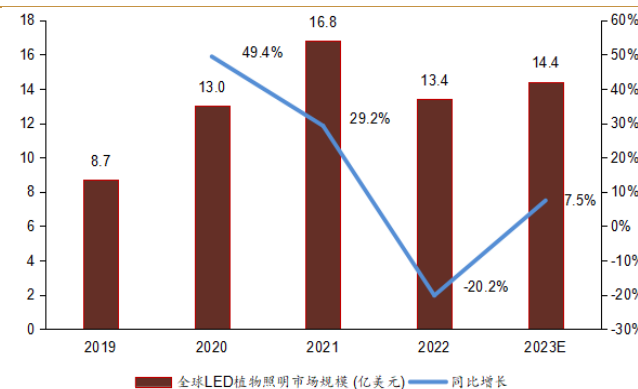
缩短生长周期+单位面积产量倍增，植物照明应用潜力巨大。植物生长离不开光，LED 植物照明是指通过使用 LED 植物灯给植物提供光合作用，其不仅具有 LED 驱动电源的高效节能等环保性能，而且还具有光谱可调、波长类型丰富等突出优势，可通过更贴切地匹配植物生长所需的光照强度、光质、光效及光周期，有效促进植物生长，大幅缩短植物生长周期，实现单位面积产量倍增，因此在粮食生产、果蔬培育、花卉种植具有巨大应用潜力。据 TrendForce 集邦咨询研究数据显示，预计 2023 年 LED 植物照明市场规模为 14.4 亿美元，2027 年将达到 24.5 亿美元，2022-2027 年年复合成长率为 13.5%，未来市场规模将进一步扩大。

图 21：LED 植物照明示例



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 22：全球 LED 植物照明市场规模



数据来源：TrendForce 集邦咨询，西南证券整理

现代化设施农业重要发展方向，植物照明有望改善民生问题。目前 LED 植物照明的应用尚在初期阶段，多应用于大麻、花卉等高附加值作物，随着 LED 产品的进一步推广普及和使用，未来 LED 驱动电源植物照明产品有望进入粮食领域，被大规模应用于各类粮食种植场景中以充分改善民生问题。中国农业科学院都市农业研究所通过将 LED 以不同的光谱配方，针对不同作物进行精准供光，创造出光强、光质、光周期可调的人工光环境条件，提

升了光能利用效率，降低了生产能耗，成功实现在植物工厂环境下较传统生产方式能够减少一半生长周期即 60 天左右收获水稻的重要突破。随着移动植物工厂、模块化植物工厂等新型种植科技的普及应用，当 LED 植物照明应用于植物工厂时，能够打破植物成长的地域性和季节性限制，实现普通作物在严寒酷暑地区的种植，对于解决粮食危机、粮食安全具有重要意义。

图 23：美国加州现代植物工厂



数据来源：公司官网，西南证券整理

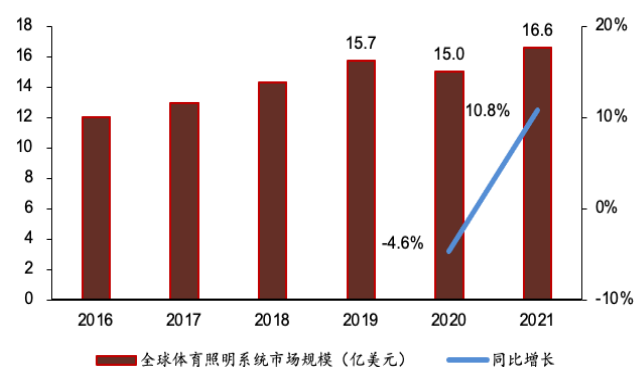
专业照明领域逐步兴起，不断打开新发展空间。随着 LED 照明工艺和技术的持续发展，LED 照明产品进一步在体育照明、防爆照明、渔业照明等细分 LED 专业照明领域不断延伸，相关领域的应用逐步兴起，正日益带来新的市场需求增长点。以体育照明为例，2020 年，全球体育照明系统市场规模下降至 14.9 亿美元，同比减少 4.9%，主要是受疫情影响。而在 2021 年，市场规模则回升至 16.6 亿美元。我们认为，随着对新兴领域进一步探索和投入加大，LED 专业照明市场有望迎来新发展机遇。

图 24：LED 专业照明示例（体育照明）



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 25：全球 LED 体育照明系统市场规模



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 储能应用场景广泛，市场需求或将爆发

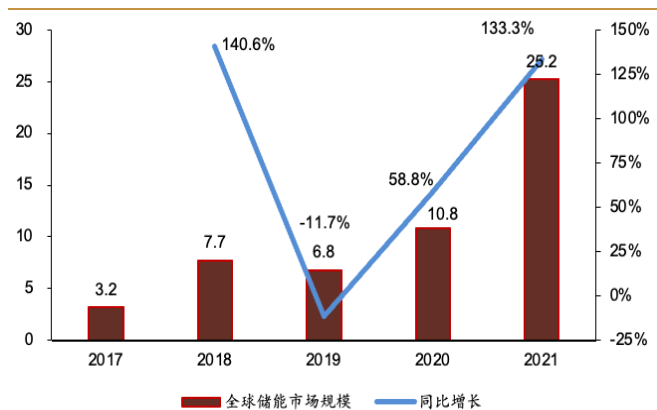
全球能源危机之下，储能市场正迎新机遇。储能是指将能源在相应储存装置中存储起来，以便需要时使用，具有节省运营成本、提高电网灵活性、整合多元化资源、减少环境影响等重要优势。以应用场景划分，储能可分为户用储能、工商业储能、便携式储能等多类别。受益于全球储能技术进步及绿色低碳发展意识的持续增强，储能行业正迎来新机遇，市场规模也随之加速扩大，2021 年，按新增装机容量统计全球储能市场规模达到 25.2 千兆瓦时。

图 26：储能应用场景—光储充一体化



数据来源：搜狐网，西南证券整理

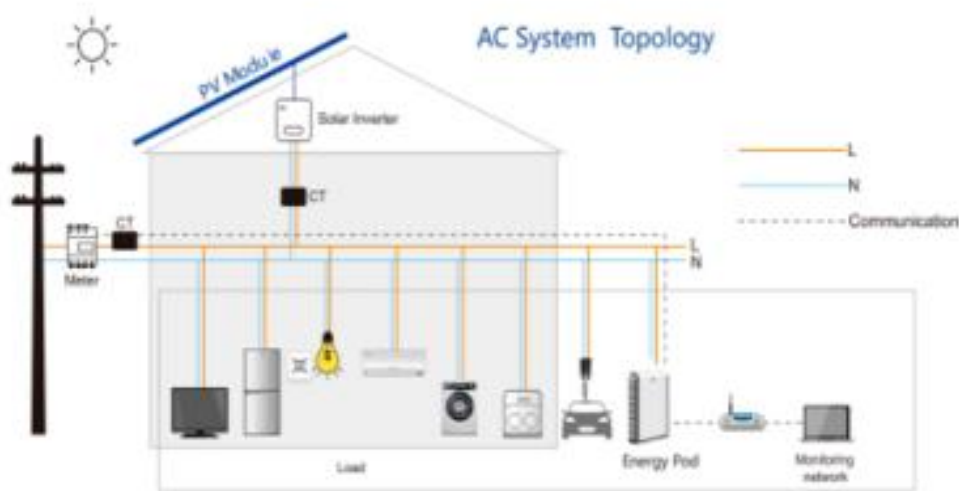
图 27：全球储能市场规模（千兆瓦时）



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

家庭储能加速发展，潜在提升空间巨大。储能行业的快速发展推动储能系统逐渐进入家用领域。家庭储能又称户用储能，是把储能系统安装于家庭住宅内以备家庭后续使用的储能系统，其主要作用是提高家庭供电可靠性、降低家庭用电成本，并促进可再生能源的利用等，在遇到停电、断电等突发情况时，家庭储能更能有效满足家庭用户的用电需求，目前家庭储能已逐渐引起重视，潜在市场需求正快速释放。据立鼎产业研究院从有效屋顶数量出发，按照海外发达国家 50% 的有效屋顶比例，国内 40%、其他地区 30% 进行估算，未来全球家庭储能存量装机规模有望达到 2000GWh 左右，我国家庭储能存量装机规模有望达到 377GWh 左右，潜在空间巨大。

图 28：户用储能运行图



数据来源：高工储能公众号，西南证券整理

表 5：2025 全球主要地区户用储能潜在装机规模测算

| 测算 | 欧洲 | 美国 | 日本 | 中国 | 非洲 | 其他地区 |
|---------------|-----|-----|-----|------|------|------|
| 人口数量（亿人） | 5.8 | 3.3 | 1.3 | 14.1 | 12.2 | 42.5 |
| 户均人数（人） | 2.4 | 2.5 | 2.3 | 3 | 4.7 | 3.8 |
| 家庭户数（亿户） | 2.4 | 1.3 | 0.5 | 4.7 | 2.6 | 11.1 |
| 屋顶数/户数（%） | 53% | 77% | 57% | 34% | 30% | 30% |
| 适宜安装比例（%） | 50% | 50% | 50% | 40% | 30% | 30% |
| 有效屋顶数（亿个） | 0.6 | 0.5 | 0.2 | 0.6 | 0.2 | 1 |
| 户用储能装机量（KWh） | 6 | 8 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 户用储能存量空间（GWh） | 386 | 409 | 93 | 377 | 140 | 601 |

数据来源：立鼎产业研究院，西南证券整理





3 新能源领域不断开拓，研发投入增强竞争力

3.1 持续丰富自身产业线，拓展新领域释放发展动能

聚焦中大功率产品，覆盖多个应用领域。公司所主营产品 LED 驱动电源产品涵盖 10W-1500W 的区间范围,以功率范围划分,可分为输出功率在 100W 及以上的大功率 LED 驱动电源、输出功率在 25W-100W（含 25W）的中功率 LED 驱动电源和输出功率在 25W 以下的小功率 LED 驱动电源三种类型，且中、大功率产品为公司主要产品，可匹配应用于户外照明、工业照明、植物照明、专业照明等应用领域，充分满足下游客户多样需求。同时，公司密切关注市场步伐，以市场为导向，在发展主营业务的基础上不断进军行业新兴应用领域，持续丰富自身产品结构。

表 6：公司产品矩阵

| 产品类型 | 外观 | 产品介绍 | 应用领域 | 应用案例 |
|---------------|---|---|---|---|
| 户外 LED 驱动电源产品 |  | 公司户外照明驱动电源产品种类丰富,涵盖 20W-1800W 功率范围区间,能满足市场主流户外照明灯具的需求,可以稳定运行于高温、低温、雨雪、风沙、雷击、盐雾等各种复杂的户外自然环境。 | 主要应用于公路灯、隧道灯、高杆灯、投射灯等大型户外功能性照明设施,以大功率和中功率产品为主,少量的小功率产品主要应用于园区内小路灯、隧道灯等小型户外照明设施。 |  北京大兴国际机场路灯项目  广深高速深圳段路灯项目 |
| 工业 LED 驱动电源 |  | 公司的工业照明驱动电源专为工业照明设计,涵盖 20W-480W 的功率范围,具有多国的市场认证,其中部分机型拥有北美 UL 的 Class P 认证,在灯具获得认证之后,客户可自行更换同规格且有 UL 认证的 Class P 型 LED 驱动电源,无需再 | 应用于工厂车间、仓库、矿井、矿场、场馆等室内工业（商业）照明设施,主要为中、大功率产品。 |  美国 Pactiv 加州仓库工矿灯项目 |

| 产品类型 | 外观 | 产品介绍 | 应用领域 | 应用案例 |
|-------------|---|---|---|---|
| | | 次进行灯具报备认证手续,为灯具客户节省了认证成本、缩短了认证周期,具有突出的产品优势。 | |  马来西亚 KVC 汽车公司工矿灯项目 |
| 植物 LED 驱动电源 |  | 公司生产的 LED 植物照明驱动电源具有高可靠性、高稳定性的良好品质,在恶劣环境下能够稳定运行,质保期限长达 8 年,在组装于植物照明灯具后可应用于不同的植物照明种植。 | 应用于植物工厂、温室补光、育苗工厂园艺照明、药用植物栽培、植物保护等照明设施。 |  “中科三安”某模块化植物工厂应用 |
| 专业 LED 驱动电源 |  | 公司 NS-V 系列大功率球场灯专用电源功率覆盖 1200W—1800W,满足全部电网应用,一秒钟可高达 40 次爆闪,可实现低纹波电流和转播赛事无频闪,具备高可靠性、高散热性能及耐候性等特点。 | 应用于体育照明、防爆照明、渔业照明及 UV LED 等 LED 专业照明领域。 |  |

数据来源:公司招股说明书,公司公众号,西南证券整理

推动光伏、储能业务加速落地,储备前瞻性技术构建第二增长曲线。公司结合光伏、储能、新能源等行业发展前景,逐步布局储能光伏逆变器、便携式移动电源等光伏储能相关产品及技术,产品主要应用于移动储能、家用储能及工商业储能。目前,公司研发生产的“光储充照一体化”相关设备及解决方案已在中国农业科学院都市农业研究所相关项目中应用及试验。我们认为,依托公司雄厚的研发实力和强大的技术优势,随着光伏储能项目的持续推进,相关新产品将逐步放量,公司有望进一步把握市场机遇,构建新增长极。

图 29: 户外便携式储能电源产品示例



数据来源:电池行业纪录公众号,西南证券整理

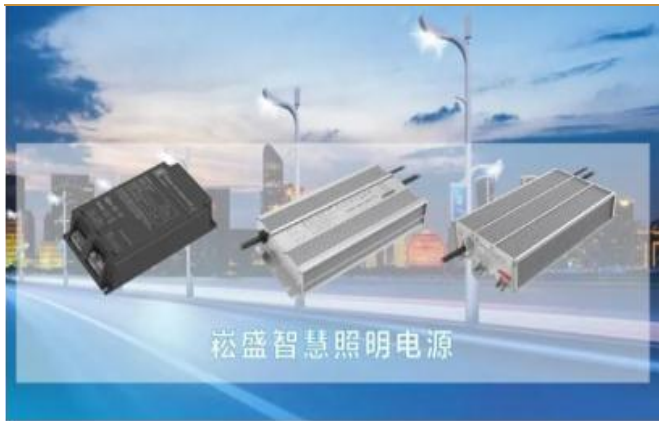
图 30: 移动储能产品户外应用实例



数据来源:电池行业纪录公众号,西南证券整理

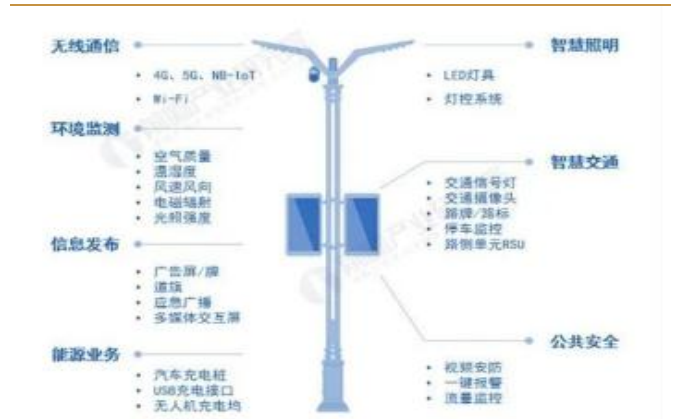
积极布局智慧照明,把握新兴领域市场机遇。作为智慧城市建设的不可或缺的部分,目前我国 LED 智慧灯杆普及率仍较低,不及 1%,但在行业政策持续优化、城镇化进程加快、智慧城市建设需求的增加、5G 网络高速发展等多因素共同催化的背景下,智慧路灯市场规模将日益发展壮大。目前,公司紧跟市场需求,积极推进智慧照明产品的研发和生产以抓住市场机遇,为公司长远发展赋能。

图 31：公司智慧照明产品



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 32：智慧灯杆示意图

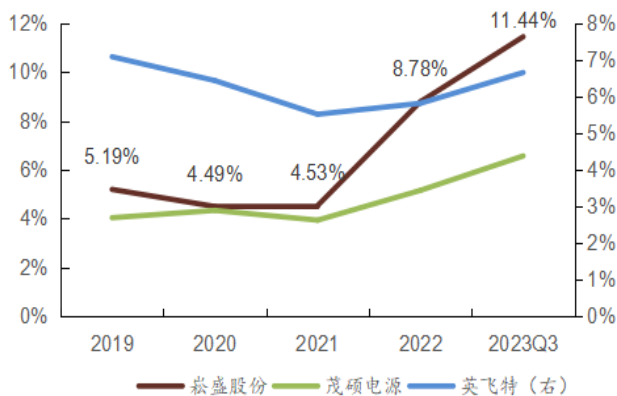


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

3.2 高度重视研发投入，巩固核心技术壁垒

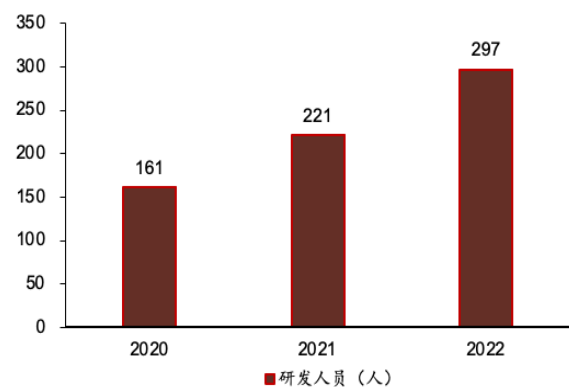
持续提升研发能力，研发费用率在同行处于领先水平。自成立以来，公司始终高度重视研发投入。2019-2023 年 Q3 公司研发费用分别为 29.5、30.3、49.9、65.4、64.0 百万元，研发费用率分别为 5.2%、4.5%、4.5%、8.8%、11.4%。此外，公司积极扩充研发团队，引进高素质研发人才，不断提升公司研发能力。2020-2022 年公司研发人员分别为 162、221、297 人，研发人员数量不断增加，将持续提升公司研发投入力度以提高产品品质和客户满意度的能力。

图 33：公司与同行企业研发费用率对比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 34：公司研发人员数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

掌握产品核心技术，打造较高行业壁垒。中、大功率产品具有较高的技术壁垒，掌握核心技术和产品研发能力，是响应市场需求并研发出匹配产品的关键因素。截止 2023 年 Q3，公司及子公司已拥有已授权专利 222 项，且公司产品兼容多国的安规认证，取得了包括国内 CCC 和境外 UL 等 200 余项的产品认证证书。公司致力于主营产品的设计研发和技术突破，不断夯实产业研发能力，现已自主掌握 LED 驱动电源的恒功率驱动技术、多功能的调光技术、雷击浪涌抑制技术、可编程技术等多项技术，公司完善的技术体系将帮助其筑高筑牢核心技术护城河，巩固其在行业内的核心竞争力。

表 7：公司掌握技术示例

| 名称 | 技术概述 | 技术水平 | 技术来源 | 创新类型 |
|-----------|--|------|------|------|
| 恒功率驱动电源技术 | 本技术应用于电源输出端的恒功率控制。通过对输出端的电压信号进行采样，并对串联在 LED 负端的电流采样电阻进行电流信号采样，恒功率控制单元分别与恒流控制单元和恒压控制单元连接，并对输出端的电压与电流采样信号进行交叉调节，从而实现电源的输出功率恒定控制。本技术通过智能控制技术，进行模块化设计，实现更低的整体成本，满足电源的模块化、标准化、智能化与高可靠性的需求。 | 国内先进 | 自主研发 | 原始创新 |
| 多功能的调光技术 | 通过将一种或多种调光通信技术集成在电源内部，实时与外界进行通信，可实现电源智能化的实时与远程调光控制。本技术在电源内部通过隔离技术将外部控制信号进行物理隔离，并将各种不同的数字控制信号或模拟信号转换成为 IC 可识别的 0-10V 控制信号，控制电源输出端的电流，从而实现实时、连续、可视化的调光效果。 | 国内先进 | 自主研发 | 原始创新 |
| 雷击浪涌抑制技术 | 该技术用于提升电源在极限环境中的可靠性。通过在 LED 驱动电源内部增加防雷保护电路，分别与火线，零线以及防雷地线进行连接，在遭遇雷击时对雷击产生的差模信号进行强制钳位吸收，对雷击产生的共模信号进行对地有效泄放。在户外使用不但可以有效抑制雷击浪涌保护驱动电源和负载，同时还可以保护与之相连接的其它电器。该技术的使用，可以极大的提升了 LED 驱动电源在雷电频繁地区与复杂电磁干扰环境中的应用范围，增强了 LED 驱动电源的可靠性，有效的保护了 LED 灯具与控制器，传感器等仪器设备，实用性非常广泛。 | 国内先进 | 自主研发 | 原始创新 |
| 可编程电路设计技术 | 在电源内部集成微电脑控制器（MCU）与外部数据接口，通过编写智能化的控制程序，实现在 LED 驱动电源的智能化控制。MCU 接口可实现数据的双向传输，通过传感器对外部环境信息（如电参数，光参数，温、湿度，声音，视频，位置等）进行采集，可向控制中心反馈实时的信息，控制中心根据反馈的信息进行分析与处理，可向 MCU 发送命令（调光，调色，通讯，记录，广播等）进行有效的控制。且程序可以通过用户终端进行实时的修改，程序可以自行学习与适应不同的场景。 | 国内先进 | 自主研发 | 原始创新 |

数据来源：公司招股书，西南证券整理

深度绑定农科院，加速推进植物照明技术和产品突破。植物照明为公司业务发展的重要方向之一，公司坚持深耕 LED 植物照明的发展规划，持续布局植物照明业务，于 2022 年 5 月与中国农业科学院都市农业研究所签署了战略合作协议。公司将与农科院通过深度的产学研合作，共同研发“植物工厂微电网系统解决方案”合作项目，进一步促进 LED 驱动电源及相关技术在未来农业领域的“生根发芽”。与农科院的绑定将推动公司在 LED 植物照明电源及相关产品技术领域研究与探索，助力公司在 LED 植物照明领域的长远进步。

图 35：公司与农科院签订战略合作协议



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3 发力海外市场，推进可转债募投项目

公司坚定落实全球化发展战略，推动海外子公司建设。公司大力拓展海外市场，计划在海外设立分子公司以扩充海外战略客户，增强与客户的合作与交流，及时了解客户需求，为客户提供针对性产品。同时，公司积极提升管理水平和人员配置，引入一批具有国际化背景的高精尖高素质优质人才，为海外市场拓展赋能，以提高客户满意度和公司口碑，树立公司在海外市场的品牌形象和市场地位，实现公司海外销售业务的突破，增强公司未来发展潜力。

公司于 2023 年积极推进并完成可转换公司债券募投项目“崧盛总部产业创新研发中心建设项目”的建设。该创新研发中心有望凭借粤港澳大湾区的显著区位优势，吸引集聚各类优秀人才，提升公司研发实力和技术实力。同时，研发中心将在立足于公司主营业务的基础上，面向 LED 植物照明和 5G 智慧灯杆照明两大方向，深度挖掘行业新兴领域发展机遇，推动相关产品的加速落地，为公司实现营收增加贡献力量，提升公司在全行业内的整体实力和地位。

图 36：崧盛总部产业创新研发中心



数据来源：公司公众号，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1: LED 中、大功率产品为公司主营产品，营收体量较大，在全球 LED 照明行业市场规模持续扩大的产业趋势下，我们预计公司大功率和中功率 LED 驱动电源 2023-2025 年销量增速均为 5%、15%和 30%，平均价格保持逐年小幅递减，其中大功率均价下跌 1%、2%、10%；中功率产品降价 7%、5%、11%。

假设 2: 考虑到公司 2023 年费用端投入较大，预计未来随着储能等其他业务逐步贡献营收，公司管理费用呈现逐步下降态势。

假设 3: 随着公司储能等新能源业务逐步贡献营收，我们假设新能源收入在达到一定营收规模后增速保持稳健态势，2023-2025 年营收增速分别为 15%、20%、25%，毛利率预期保持变化幅度小。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|-----|---------|--------|--------|--------|
| 大功率驱动电源 | 收入 | 626.4 | 653.0 | 736.3 | 868.2 |
| | 增速 | -38.0% | 4.3% | 12.7% | 17.9% |
| | 成本 | 447.3 | 466.1 | 520.7 | 604.7 |
| | 毛利率 | 28.6% | 28.6% | 29.3% | 30.3% |
| 中功率驱动电源 | 收入 | 99.6 | 96.5 | 106.1 | 122.0 |
| | 增速 | 13.7% | -3.2% | 10.0% | 15.0% |
| | 成本 | 71.9 | 70.4 | 76.7 | 87.0 |
| | 毛利率 | 27.8% | 27.0% | 27.7% | 28.7% |
| 小功率驱动电源 | 收入 | 0.7 | 1.0 | 1.3 | 1.6 |
| | 增速 | -41.7% | 41.4% | 30.0% | 30.0% |
| | 成本 | 0.5 | 0.7 | 0.9 | 1.2 |
| | 毛利率 | 33.4% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 其他 | 收入 | 17.3 | 19.9 | 23.8 | 29.8 |
| | 增速 | 602.40% | 15.00% | 20.00% | 25.00% |
| | 成本 | 10.4 | 12.9 | 15.5 | 19.4 |
| | 毛利率 | 39.60% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 合计 | 收入 | 743.9 | 770.4 | 867.5 | 1021.7 |
| | 增速 | -32.4% | 3.5% | 12.6% | 17.8% |
| | 成本 | 530.1 | 550.1 | 613.8 | 720.8 |
| | 毛利率 | 28.7% | 28.6% | 29.2% | 29.5% |

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 7.7 亿、8.7 亿和 10.2 亿元，归母净利润分别为 2172 万元、5634 万元和 1.1 亿元，EPS 分别为 0.18 元、0.46 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 100 倍、39 倍和 20 倍。

4.2 相对估值

我们选取了行业中与崧盛股份业务最为相近的两家公司，分别为茂硕电源和英飞特，2025 年两家公司平均 PE 为 22 倍。考虑到崧盛股份在研发投入，市场竞争力方面的优势，崧盛股份作为 LED 驱动电源龙头企业，有望受益行业需求复苏，我们给予公司 2025 年 25 倍 PE，目标价 22.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|-----------|------|-------|--------|-------|------|------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E |
| 002660.SZ | 茂硕电源 | 9.28 | 0.27 | 0.26 | 0.28 | 0.32 | 34.37 | 35.69 | 33.14 | 29 |
| 300582.SZ | 英飞特 | 10.56 | 0.68 | -0.27 | 0.51 | 0.70 | 15.52 | -39.11 | 20.71 | 15.08 |
| 平均值 | | | | | | | 24.95 | | 26.92 | 22.04 |
| 301002.SZ | 崧盛股份 | 18.61 | 0.63 | 0.18 | 0.46 | 0.91 | 29.33 | 100.29 | 38.67 | 19.53 |

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

宏观经济恢复不及预期风险、下游需求下行风险、产品研发进度不及预期风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 743.96 | 770.36 | 867.49 | 1021.69 | 净利润 | 77.95 | 21.72 | 56.34 | 111.57 |
| 营业成本 | 530.07 | 550.14 | 613.76 | 712.22 | 折旧与摊销 | 28.16 | 56.35 | 56.35 | 56.35 |
| 营业税金及附加 | 5.20 | 3.94 | 4.56 | 5.91 | 财务费用 | -1.17 | 28.17 | 25.50 | 23.22 |
| 销售费用 | 31.27 | 50.07 | 43.37 | 40.87 | 资产减值损失 | -2.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 154.74 | 115.55 | 121.45 | 122.60 | 经营营运资本变动 | 111.93 | -31.82 | -48.51 | -78.57 |
| 财务费用 | -1.17 | 28.17 | 25.50 | 23.22 | 其他 | -13.16 | -2.50 | 2.73 | 3.72 |
| 资产减值损失 | -2.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 201.54 | 71.91 | 92.40 | 116.29 |
| 投资收益 | 2.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -366.91 | -1.00 | -2.00 | -3.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.17 | 0.11 | 0.12 | 0.12 | 其他 | -36.17 | 11.64 | -15.06 | -6.15 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -403.08 | 10.64 | -17.06 | -9.15 |
| 营业利润 | 82.03 | 22.59 | 58.97 | 116.99 | 短期借款 | 33.70 | -95.83 | 0.00 | -10.00 |
| 其他非经营损益 | -0.19 | 0.22 | 0.17 | 0.14 | 长期借款 | 73.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 81.84 | 22.81 | 59.15 | 117.13 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 3.89 | 1.08 | 2.81 | 5.56 | 支付股利 | -18.90 | -40.96 | -11.07 | -25.59 |
| 净利润 | 77.95 | 21.72 | 56.34 | 111.57 | 其他 | 286.44 | -94.73 | -24.70 | -22.42 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 374.58 | -231.51 | -35.77 | -58.01 |
| 归属母公司股东净利润 | 77.95 | 21.72 | 56.34 | 111.57 | 现金流量净额 | 173.21 | -148.96 | 39.58 | 49.13 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 246.94 | 97.98 | 137.56 | 186.69 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 352.71 | 369.13 | 415.28 | 488.03 | 销售收入增长率 | -32.42% | 3.55% | 12.61% | 17.77% |
| 存货 | 102.36 | 107.56 | 119.86 | 139.37 | 营业利润增长率 | -43.04% | -72.46% | 161.05% | 98.38% |
| 其他流动资产 | 295.86 | 254.72 | 283.41 | 316.13 | 净利润增长率 | -39.62% | -72.13% | 159.34% | 98.04% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | -32.55% | -1.75% | 31.48% | 39.58% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 579.22 | 527.67 | 477.12 | 427.57 | 毛利率 | 28.75% | 28.59% | 29.25% | 30.29% |
| 无形资产和开发支出 | 24.82 | 21.74 | 18.66 | 15.58 | 三费率 | 10.71% | 25.16% | 21.94% | 18.27% |
| 其他非流动资产 | 23.13 | 30.91 | 38.69 | 46.47 | 净利率 | 10.48% | 2.82% | 6.49% | 10.92% |
| 资产总计 | 1625.04 | 1409.70 | 1490.58 | 1619.84 | ROE | 9.20% | 2.77% | 6.79% | 12.19% |
| 短期借款 | 135.83 | 40.00 | 40.00 | 30.00 | ROA | 4.80% | 1.54% | 3.78% | 6.89% |
| 应付和预收款项 | 215.89 | 211.14 | 234.00 | 275.34 | ROIC | 8.28% | 4.70% | 7.89% | 12.85% |
| 长期借款 | 73.34 | 73.34 | 73.34 | 73.34 | EBITDA/销售收入 | 14.65% | 13.90% | 16.23% | 19.24% |
| 其他负债 | 352.39 | 301.04 | 313.78 | 325.73 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 777.44 | 625.51 | 661.12 | 704.41 | 总资产周转率 | 0.53 | 0.51 | 0.60 | 0.66 |
| 股本 | 122.88 | 122.88 | 122.88 | 122.88 | 固定资产周转率 | 3.02 | 2.03 | 2.65 | 3.72 |
| 资本公积 | 442.53 | 442.53 | 442.53 | 442.53 | 应收账款周转率 | 2.25 | 2.88 | 2.97 | 3.04 |
| 留存收益 | 238.02 | 218.78 | 264.05 | 350.03 | 存货周转率 | 3.83 | 5.13 | 5.31 | 5.41 |
| 归属母公司股东权益 | 847.60 | 784.19 | 829.46 | 915.44 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 90.41% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 847.60 | 784.19 | 829.46 | 915.44 | 资产负债率 | 47.84% | 44.37% | 44.35% | 43.49% |
| 负债和股东权益合计 | 1625.04 | 1409.70 | 1490.58 | 1619.84 | 带息债务/总负债 | 58.68% | 57.61% | 54.51% | 49.74% |
| | | | | | 流动比率 | 2.22 | 2.80 | 2.89 | 3.02 |
| | | | | | 速动比率 | 1.99 | 2.43 | 2.52 | 2.65 |
| | | | | | 股利支付率 | 24.25% | 188.54% | 19.64% | 22.94% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.63 | 0.18 | 0.46 | 0.91 |
| | | | | | 每股净资产 | 6.90 | 6.38 | 6.75 | 7.45 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.64 | 0.59 | 0.75 | 0.95 |
| | | | | | 每股股利 | 0.15 | 0.33 | 0.09 | 0.21 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | |
| EBITDA | 109.02 | 107.11 | 140.82 | 196.56 | | | | | |
| PE | 27.95 | 100.29 | 38.67 | 19.53 | | | | | |
| PB | 2.57 | 2.78 | 2.63 | 2.38 | | | | | |
| PS | 2.93 | 2.83 | 2.51 | 2.13 | | | | | |
| EV/EBITDA | 21.05 | 21.81 | 16.20 | 11.28 | | | | | |
| 股息率 | 0.87% | 1.88% | 0.51% | 1.17% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 卞黎旸 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 龙思宇 | 销售经理 | 18062608256 | 18062608256 | lsyu@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 阙钰 | 销售经理 | 17275202601 | 17275202601 | kyu@swsc.com.cn |
| | 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |

| | | | | | |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| | 张鑫 | 销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈紫琳 | 销售经理 | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |