

浩洋股份 (300833.SZ) 全球舞台灯光龙头，产能释放技术赋能迎成长空间

2024年04月18日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

骆扬（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

luoyang@kysec.cn

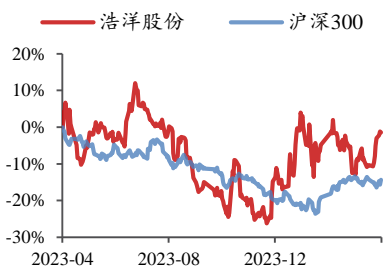
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120029

日期	2024/4/17
当前股价(元)	106.24
一年最高最低(元)	124.44/78.09
总市值(亿元)	89.59
流通市值(亿元)	56.88
总股本(亿股)	0.84
流通股本(亿股)	0.54
近3个月换手率(%)	33.59

股价走势图



数据来源：聚源

● 全球高端舞台灯光龙头，产能扩张成长加速，首次覆盖给予“买入”评级

浩洋股份是全球高端舞台灯光龙头厂商，以 OBM+ODM 双轮驱动，深耕海外市场。公司拥有雅顿、特宝丽两大自主品牌，产品矩阵丰富，2023 前三季度公司实现收入 10.1 亿元 (+8.8%)，归母净利润 3.1 亿元 (+2.8%)。我们认为随着产能扩张以及研发持续投入，公司成长空间有望进一步打开。我们预测 2023-2025 公司归母净利润为 4.3/5.4/6.7 亿元，对应 EPS 为 5.15/6.41/7.95 元，当前股价对应 PE 为 20.7/16.6/13.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 行业：全球现场演出市场景气度回升，舞台娱乐灯光市场前景广阔

疫后全球现场演出行业景气度回升，音乐演出行业复苏领先。根据 Statista 数据，预计 2024 年全球现场演出行业是市场规模为 937 亿美元，对比疫情前 2019 年增长 52%，中高端舞台灯光行业作为现场演出行业的上游行业，根据我们测算，2024 年全球中高端舞台灯光市场规模将达 59.0 亿美元，2022-2024CAGR 为 15.6%。下游市场中，音乐演出市场复苏领先，全球最大音乐会厂商 Live Nation 2023 音乐会收入 187.6 亿美元，已经远超疫情前水平；戏剧演出市场及娱乐/主题公园修复持续，百老汇 2022-2023 演出季收入修复至疫情前 86% 水平，全球前 25 大娱乐/主题公园入园人数恢复至疫情前近 8 成水平。

● 公司亮点：收购海外品牌布局出海，产能扩张技术赋能创成长空间

公司收购海外知名高端品牌雅顿，协同效应有效显现托底主要业务稳步增长；募投项目落地，产能释放在即，订单承接能力进一步加强；研发投入持续产品迭代加速，筑高公司行业竞争壁垒。品牌端：公司 2017 年收购法国高端舞台灯光品牌雅顿，成功布局海外市场，协同效应带动雅顿收入及 OBM 业务占比增长，2017-2019 雅顿收入由 0.82 亿元上升至 2.74 亿元，CAGR 达 83%，海外 OBM 占比由 15.0% 上升至 35.4%。产能端：公司在手订单充沛，两期募投项目预计增加产能 7 万台，2026 年底募投项目全面落地，舞台娱乐灯光及建筑灯光设备总产能预计达 15 万台。研发端：公司持续加大研发投入，完善专利布局，产品迭代加速，2022 年推出新一代激光舞台灯 Cobra，为全球首款量产的舞台激光产品，2023 年 12 月携新一代激光产品亮相美国拉斯维加斯舞台灯光及音响展览会。

● 风险提示：下游需求不及预期风险、汇率波动风险、产能扩张不及预期风险、国际局势变化风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	618	1,223	1,405	1,772	2,164
YOY(%)	54.7	97.8	14.9	26.2	22.1
归母净利润(百万元)	136	356	434	541	670
YOY(%)	54.3	162.0	22.0	24.5	24.0
毛利率(%)	45.3	50.2	49.9	50.1	50.3
净利率(%)	22.0	29.1	30.9	30.5	31.0
ROE(%)	7.4	16.6	18.2	18.9	19.5
EPS(摊薄/元)	1.61	4.22	5.15	6.41	7.95
P/E(倍)	66.1	25.2	20.7	16.6	13.4
P/B(倍)	4.8	4.2	3.8	3.1	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 浩洋股份： 国际灯光龙头， 布局演艺市场劲头再显.....	4
1.1、 ODM+OBM 双轮驱动， 深耕海外市场的高端舞台灯光设备先驱.....	4
1.2、 股权结构稳定集中， 股权激励调动员工积极性.....	5
1.3、 公司业绩稳步提升， 盈利能力持续改善.....	6
2、 行业： 全球现场演出行业复苏， 舞台娱乐灯光市场前景广阔.....	8
2.1、 疫后全球现场演出行业景气度回升， 舞台灯光市场规模上行.....	8
2.2、 全球品牌竞争激烈， 市场集中度较低.....	9
2.3、 舞台设备与下游行业景气高度相关， 音乐演出市场率先复苏.....	11
3、 公司亮点： 收购海外品牌切入海外市场， 产能扩张技术赋能创成长空间.....	12
3.1、 高端舞台灯光品牌赋能 OBM 业务， ODM 业务绑定优质客户.....	13
3.1.1、 OBM： 收购雅顿， 实现品牌与供应商双赢.....	13
3.1.2、 ODM： 海外代工绑定优质客户.....	15
3.2、 在手订单充沛， 募投项目提升产能创成长空间.....	15
3.3、 研发保持高投入， 技术赋能打造核心竞争力.....	16
4、 盈利预测与投资建议.....	18
4.1、 关键假设.....	18
4.2、 相对估值.....	19
5、 风险提示.....	19
附： 财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1： 浩洋股份 2020 年于深交所创业板上市.....	4
图 2： 公司股权结构稳定.....	5
图 3： 2022 年收入快速复苏， 2023 维持向好态势.....	7
图 4： 2023Q1-Q3 实现归母净利润 3.1 亿元（+2.8%）.....	7
图 5： 舞台灯光娱乐设备是公司主要收入来源.....	7
图 6： 2022 年公司海外业务占比达 94.1%.....	7
图 7： OBM 业务占比整体提升.....	7
图 8： 2021 年以来毛利率、净利率上升明显.....	7
图 9： 降本增效及规模效应带动期间费用率下降.....	8
图 10： 预计 2024 全球现场演出行业市场规模为 937 亿美元.....	8
图 11： 舞台设备处于演艺产业链中游.....	11
图 12： Live nation2023 音乐会收入 187.6 亿美元， 远超疫情前水平.....	11
图 13： 音乐演出市场快速复苏， 音乐会数量超疫情前水平.....	11
图 14： 2022/2023 百老汇演出季收入 15.78 亿美元（+86.6%）.....	12
图 15： 2022/2023 百老汇观看演出共 1228 万人次.....	12
图 16： 预计 2025 年全球游乐园市场规模为 892 亿美元.....	12
图 17： 2022 年全球游乐园入园人次显著修复.....	12
图 18： 浩洋股份点亮第一届全国学生（青年）运动会.....	13
图 19： 浩洋股份助力珠海横琴长隆剧院全新马戏大秀.....	13
图 20： 2017 年雅顿成为浩洋股份全资控股子公司.....	13
图 21： 雅顿 2019 年收入 2.7 亿元（+94.3%）.....	14

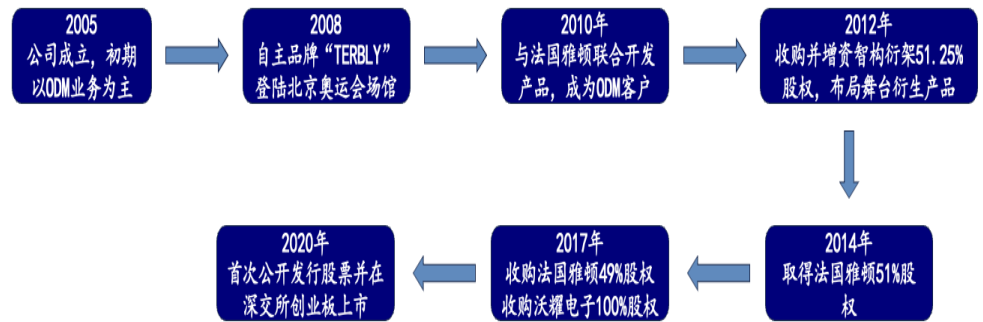
图 22: 雅顿 2019 年归母净利润 0.21 亿元 (+40.8%)	14
图 23: 收购雅顿后海外业务占比显著提升.....	14
图 24: 雅顿舞台灯光设备单价显著高于公司平均水平.....	14
图 25: 公司拥有丰富的 ODM 客户群体	15
图 26: 2022 年公司前五大客户占比为 66.5%.....	15
图 27: 2022 年舞台娱乐灯光及建筑照明设备产量为 7.83 万台 (+93.7%)	15
图 28: 2022 年桁架产量为 4.95 万件 (+3.2%)	15
图 29: 公司保持较高研发投入	16
图 30: 截至 2022 年公司专利总数达 838 项.....	16
表 1: 公司拥有雅顿、特宝丽两大舞台灯光自有品牌及配套产品衍生品牌.....	4
表 2: 公司高管从业经历丰富	5
表 3: 股权激励计划调动员工工作积极性	6
表 4: 预计 2024 年全球中高端舞台灯光市场规模为 59.04 亿美元.....	9
表 5: 全球舞台灯光市场竞争较为激烈	10
表 6: 预计 2026 年 12 月 31 日舞台娱乐灯光及建筑照明设备总产能达 15 万台	16
表 7: 公司最新取得专利情况	16
表 8: 激光产品对比 LED 产品拥有更低能耗及更高色温.....	17
表 9: 预计公司 2022-2025 营业收入 CAGR 为 21%.....	18
表 10: 公司 2024PE 略高于可比公司均值.....	19

1、浩洋股份：国际灯光龙头，布局演艺市场劲头再显

1.1、ODM+OBM 双轮驱动，深耕海外市场的高端舞台灯光设备先驱

ODM 和 OBM 双轮驱动，全球高端舞台灯光领域龙头厂商。公司成立于 2005 年，成立初期主要以为海外灯光设备品牌提供 ODM 服务为主；2010 年起与法国雅顿合作，共同开发产品，成为其 ODM 客户；2014 年至今成功收购雅顿以后，ODM 和 OBM 业务逐步壮大，成为全球舞台灯光设备行业龙头厂商。

图1：浩洋股份 2020 年于深交所创业板上市



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司拥有法国雅顿、特宝丽两大舞台灯光品牌及 GSARC、浩洋紫外、智构桁架等衍生品牌，拥有丰富的产品矩阵。目前公司业务包含舞台娱乐灯光设备、桁架、建筑照明设备、紫外线灯等多个板块，主要以舞台娱乐灯光为主，旗下拥有法国雅顿、特宝丽两大自主品牌，产品涵盖图案灯、染色灯、光束灯、频闪灯等产品，产品矩阵丰富。

表1：公司拥有雅顿、特宝丽两大舞台灯光自有品牌及配套产品衍生品牌

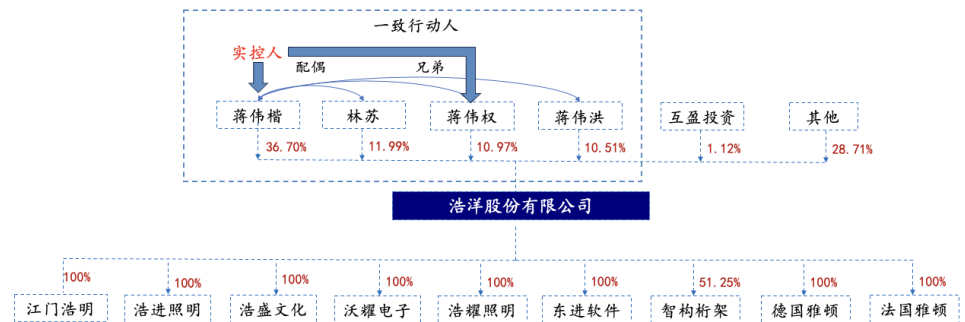
	特宝丽	雅顿	GSARC	浩洋紫外	智构桁架
品类	舞台灯光	演艺以及建筑照明	户外建筑灯	紫外线消毒	桁架
定位	亚太中高端	欧美高端市场	国内建筑灯光市场	紫外线消毒场景	演艺桁架场景
细分种类	摇头灯：图案灯、染色灯、光束灯、频闪灯； 静态灯：染色灯、追光灯、聚光灯、成像灯		洗墙灯、投光灯、矩阵灯、景观照明埋地灯	紫外线消毒灯、 紫外线消毒器	桁架
主要产品					

资料来源：公司官网、各品牌官网、开源证券研究所

1.2、股权结构稳定集中，股权激励调动员工积极性

公司股权结构高度集中，公司管理层从业经验丰富。截至 2023 年 9 月 30 日，公司实际控制人蒋伟楷先生拥有 36.7% 的股份，与其一致行动人合计持有 70.17% 股份。董事长兼总经理蒋伟楷，拥有 30 多年行业经验，持续进行技术钻研积累，现 52 岁重返母校广州工业大学攻读机械专业博士；公司副总经理兼研发总监黄前程，曾就职于欧司朗（中国）照明、美的照明等公司，分别担任研发经理、研发总监，拥有丰富的研发管理经验。

图2：公司股权结构稳定



资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所（截至 2023 第三季度）

表2：公司高管从业经历丰富

人员	职位	简介
蒋伟楷	董事长 总经理	工商管理硕士学位，电子技术高级工程师 1991 年 9 月至 1995 年 12 月就职于番禺隆辉电子有限公司，担任工程师 1996 年 1 月至 1997 年 12 月就职于深圳超顺发电机有限公司，担任销售经理 1998 年 1 月至 2000 年 11 月就职于番禺市石基金海五金灯饰厂，担任工程师 2000 年 12 月至 2004 年 6 月就职于广州市番禺区南村金海灯光音响器材厂，担任总经理 2003 年 6 月至 2010 年 11 月就职于广州市番禺市桥沙头金洋灯光音响器材厂，担任总经理 2005 年 3 月至 2011 年 8 月任公司董事兼总经理 2011 年 8 月至 2016 年 7 月任公司董事长 2016 年 7 月至今，任公司董事长兼总经理
许凯棋	董事 财务总监	本科学历，会计学专业，中级会计师 1991 年 8 月至 1994 年 9 月就职于番禺隆辉电子有限公司，担任技术员/助理工程师 1994 年 9 月至 2005 年 5 月就职于番禺邦腾化工有限责任公司，担任会计/科长 2005 年 5 月至 2006 年 3 月就职于广州市番禺迅捷化工有限公司，担任财务经理 2006 年 7 月至 2006 年 10 月，就职于广州市番禺宏远家具制造有限公司，担任财务经理 2006 年 10 月至 2010 年 2 月就职于广州市番禺市桥沙头金洋灯光音响器材厂，担任财务部主管 2010 年 3 月至 2016 年 7 月，担任公司财务部主管兼信息部主管 2016 年 7 月至今任公司董事、财务总监
陈华娥	监事	本科学历，国际经济与贸易专业 2010 年 12 月至 2013 年 6 月，任公司总经办助理 2013 年 7 月至 2016 年 7 月，任公司总经办助理兼工会委员 2016 年 7 月至今担任公司监事、行政人事副主管兼工会委员
肖翠娟	总经理	硕士研究生学历，项目管理专业，现任公司副总经理、国际业务部销售总监

人员	职位	简介
		2002年4月至2005年8月，就职于广州市亚太行科技贸易有限公司，担任外销业务员 2005年8月至2018年3月，担任公司国际业务部销售总监 2018年3月至今，担任公司副总经理、国际业务部销售总监
谢诚之	副总经理	硕士研究生学历，工商管理专业，现任公司副总经理、生产部总监 2009年7月至2012年2月，浙江昌盛电气股份有限公司，担任执行副总经理 2012年3月至2018年3月，担任公司生产部总监 2018年3月至今担任公司副总经理、生产部总监
黄前程	副总经理	硕士研究生，光学专业，现任公司副总经理、研发总监 2005年7月至2010年4月就职于欧司朗（中国）照明有限公司，担任研发经理 2010年5月至2012年5月就职于美的照明有限公司，担任研发总监 2012年5月至2014年5月就职于深圳艾比森光电股份有限公司，担任研发经理 2014年6月至2015年8月就职于深圳珈玮照明股份有限公司，担任高级项目经理 2015年8月至2018年3月担任公司研发总监 2018年3月至今，担任公司副总经理、研发总监

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司员工持股计划调动核心员工积极性。2022年11月29日，公司首次实施员工持股计划，对象包括董事、监事、高级管理人员、关键前中后台人员，股份数量为33.76万股，金额不超3000万人民币，所获标的股票分三批解锁，解锁时间分别为12月/24月/36月，解锁比例分别为40%/30%/30%，股权激励计划进一步调动了员工的工作积极性，促进公司持续、稳定及健康发展。

表3：股权激励计划调动员工工作积极性

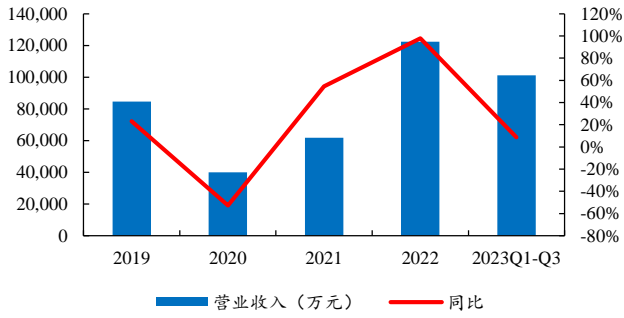
持有人	职务	持有份额上限(万元)	占比(%)
许凯棋	董事/财务总监	50	1.67
劳杰伟	董事/董事会秘书	50	1.67
肖翠娟	副总经理	50	1.67
黄前程	副总经理	50	1.67
谢诚之	副总经理	50	1.67
陈嘉仪	监事	20	0.67
陈华斌	监事	20	0.67
李斌	监事	20	0.67
其他前中后台员工		2690	89.67
合计		3000	100

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、公司业绩稳步提升，盈利能力持续改善

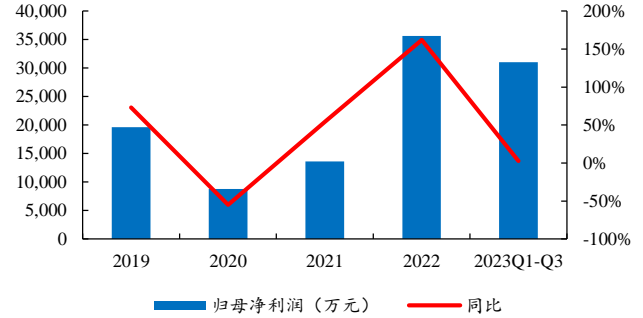
2022年收入业绩实现快速复苏，2023Q3维持持续向好态势。公司2017-2019年收入从5.79亿元上升至8.45亿元，CAGR为20.8%，归母净利润从0.52亿元上升至1.96亿元，CAGR为94.1%，收入业绩稳步成长，2020年受新冠疫情影响，收入业绩均出现大幅下滑，2020年实现收入4.0亿元，同比-52.7%，归母净利润0.9亿元，同比-55.1%，2021年-2023年公司收入业绩实现快速复苏，2021-2023前三季度分别实现收入6.2/12.2/10.1亿元，同比+54.7%/97.8%/8.8%，实现归母净利润1.4/3.6/3.1亿元，同比+54.3%/+161.2%/2.8%。

图3：2022 年收入快速复苏，2023 维持向好态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

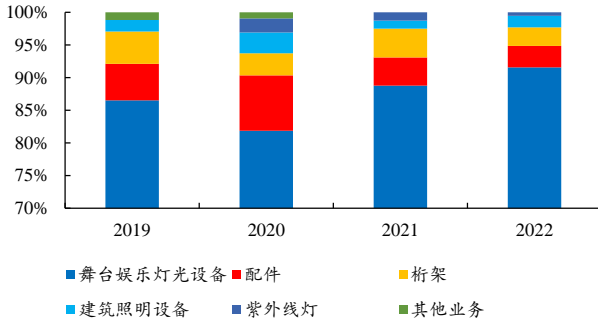
图4：2023Q1-Q3 实现归母净利润 3.1 亿元 (+2.8%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

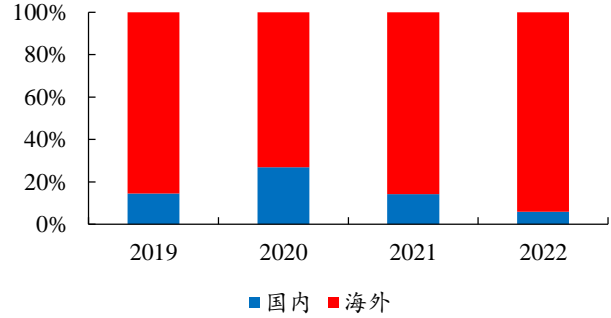
从营收结构来看，舞台娱乐灯光设备是公司营收的主要来源，海外渠道占比持续提升。公司舞台娱乐灯光设备是公司的主要收入来源，营收占比由 2019 年的 86.5% 上升至 2022 年的 91.5%，公司海外市场营收占比持续上升，从 2019 年的 84.5% 上升至 2022 年的 94.1%。

图5：舞台灯光娱乐设备是公司主要收入来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

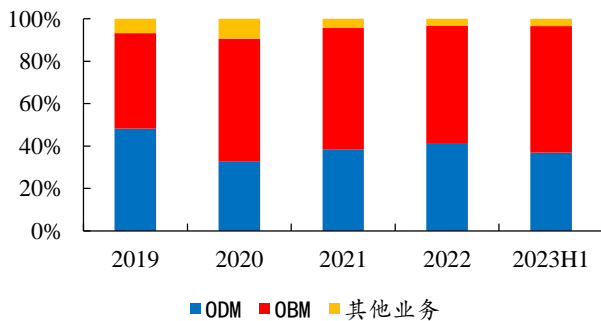
图6：2022 年公司海外业务占比达 94.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

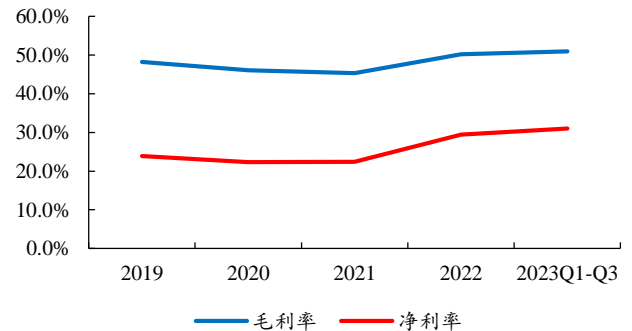
OBM 业务占比持续提升，带动毛净利率上行。公司 OBM 业务营收占比由 2017 年 31.3% 上升至 2023H1 的 59.7%，带动毛净利率持续提升，公司毛利率由 2017 年的 40.8% 上升至 2023Q1-Q3 的 50.9%，净利率由 2017 年的 9.5% 上升至 2023Q1-Q3 的 31.0%。

图7：OBM 业务占比整体提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

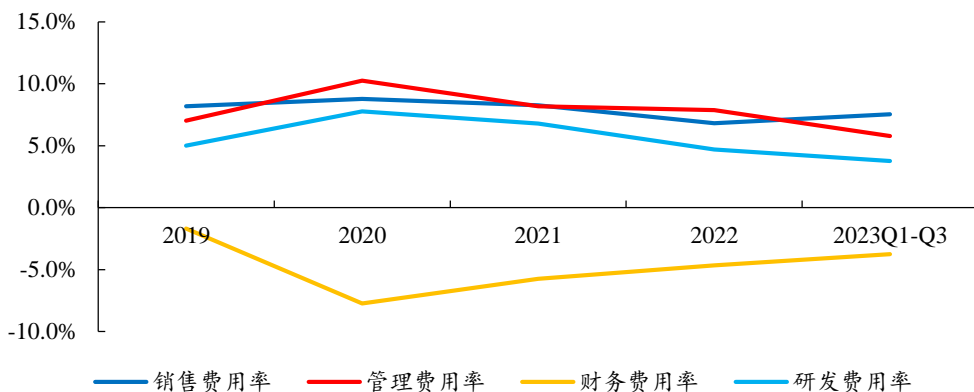
图8：2021 年以来毛利率、净利率上升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

受益于人民币贬值，财务费用保持低位，降本增效及规模效应带动期间费用下降。费用方面，由于公司外销业务占比较大，在人民币贬值背景下，汇兑收益增长使得财务费用率降低，2018-2023Q3 财务费用均为负数；同时公司积极降本增效，叠加规模效应，期间费用率有所下降，销售费用率及管理费用率分别由 2017 年的 10.0%/9.6%下降至 2023Q1-Q3 的 7.5%/5.8%，分别下降 2.5/3.8pct。

图9：降本增效及规模效应带动期间费用率下降



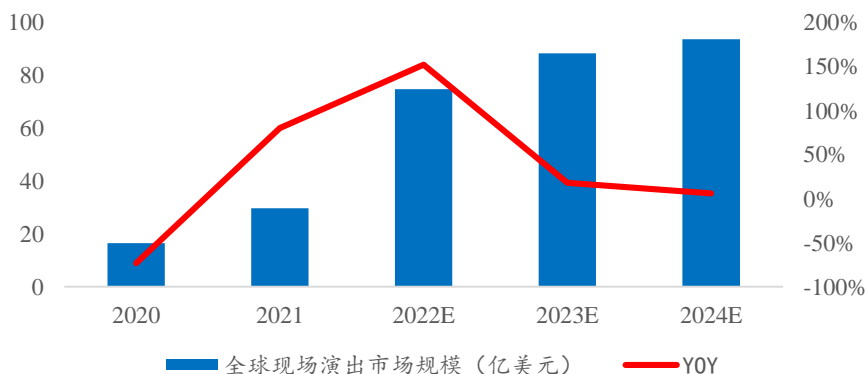
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业：全球现场演出行业复苏，舞台娱乐灯光市场前景广阔

2.1、疫后全球现场演出行业景气度回升，舞台灯光市场规模上行

疫后全球现场演出行业快速复苏。根据 Statista 数据，2019 年全球现场演出行业市场规模为 616 亿美元，其中音乐演出及运动演出为主要规模来源，占比 46%/40%；2020 年受疫情影响，行业规模出现大幅下降，市场规模为 165 亿美元，同比-73%，其中音乐/喜剧/剧院等规模下滑超八成，2021 年开始，海外各国陆续恢复活动开放，下游演艺市场逐步回暖。根据 Statista 预估，2022 年全球现场演出行业市场规模将上升至 749 亿美元，超越疫情前水平，预计 2023-2024 市场规模为 885 亿/937 亿美元，同比分别+18.1%/6.0%。

图10：预计 2024 全球现场演出行业市场规模为 937 亿美元



数据来源：Statista、开源证券研究所

根据我们测算预计 2024 年全球中高端舞台灯光市场规模为 59.0 亿美元。分应用场景来看，中高端舞台灯光设备主要应用于音乐演出、运动演出、剧院等大型现场演出，根据我们测算得 2022-2024 年全球中高端舞台灯光市场规模分别为 44.1 亿/55.3 亿/59.0 亿美元，CAGR 为 15.6%。关键假设如下：

- (1) 我们假设音乐类演出票务收入占总收入的 50%，体育类演出除正常配套服务及周边外，有转播、体育品牌周边等额外收入，票务收入占总收入比更低，我们预计其占总收入比为 30%。
- (2) 参照全球剧院演出龙头麦迪逊广场花园娱乐公司年报，参考其疫情 2023 财年娱乐业务毛利率为 41.29%，我们假设音乐类演出毛利率为 41%，全球体育演出龙头麦迪逊广场体育公司年报，参考其整体毛利率为 38.16%，假设体育类演出毛利率为 38%。
- (3) 参考 FINMODELSLAB，在非大型汽车演唱会中，照明和视觉效果成本约为 9.1%，考虑到在大型演唱会中，明星演出成本占比会进一步提高，我们假设音乐类演出舞台灯光设备成本占比为 8%；在体育类演出中，我们假设灯光设备平均使用时间和使用数量为音乐类演出中的 1/5、1/2，综合体育类演出中舞台灯光设备成本占比为 0.8%。

表4：预计 2024 年全球中高端舞台灯光市场规模为 59.04 亿美元

	2020		2021		2022E		2023E		2024E	
	音乐演出类	运动演出类	音乐演出类	运动演出类	音乐演出类	运动演出类	音乐演出类	运动演出类	音乐演出类	运动演出类
全球现场演出票务收入 (亿美元)	57.0	107.8	77.8	219.2	407.9	341.0	522.3	362.2	559.2	378.2
yoy	-84.7%	-56.0%	36.5%	103.3%	424.3%	55.6%	28.0%	6.2%	7.1%	4.4%
全球现场演出票务占比	50%	30%	50%	30%	50%	30%	50%	30%	50%	30%
全球现场演出收入 (亿美元)	114.0	359.3	155.6	730.7	815.8	1136.7	1044.6	1207.3	1118.4	1260.7
全球现场演出毛利率 (%)	41%	38%	41%	38%	41%	38%	41%	38%	41%	38%
全球现场演出成本 (亿美元)	67.3	222.8	91.8	453.0	481.3	704.7	616.3	748.5	659.9	781.6
舞台灯光设备成本占比	8%	0.80%	8%	0.80%	8%	0.80%	8%	0.80%	8%	0.80%
全球中高端舞台灯光市场规模 (亿美元)	7.16		10.97		44.14		55.29		59.04	
yoy	-81.7%		53.1%		302.5%		25.3%		6.8%	

数据来源：Statista、FINMODELSLAB 等、开源证券研究所

2.2、全球品牌竞争激烈，市场集中度较低

全球舞台灯光市场竞争较为激烈，市场集中度较低。欧美演艺灯光市场发源较早，在品牌力方面具有一定先发优势，根据浩洋股份招股说明书，2017 年全球生产规模前三大公司的市场份额为 14.28%，生产规模前 10 的市场份额约为 27.88%，目前行业内主要的参与者有飞利浦照明、欧司朗、哈曼国际（三星）等。

全球舞台灯光主要参与者扩产动力较低。规模目前市场上舞台灯光主要参与者多为家族企业或大型集团旗下子品牌。家族企业多为小而美的厂商，历史较为悠久，目前大多为二代接手，扩产动力较小；大型集团旗下子品牌管理层或股权变动频繁，且部分集团目标向高科技企业转型，如欧司朗照明将部分业务进行剥离，于2023年3月将旗下 Clay Paky 出售给德国电影摄影器材制造商 ARRI，专注于提供汽车照明解决方案，三星集团以 80 亿美元正式收购哈曼，拟通过合作提供市场所需的更强大的联网汽车和无人驾驶解决方案。

表5：全球舞台灯光市场竞争较为激烈

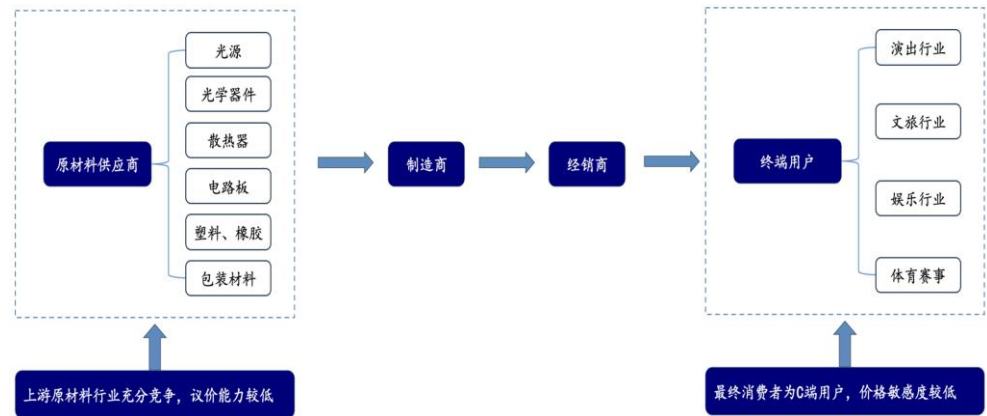
公司	地区	主要市场	简介	优势	劣势
欧司朗	德国	海外	公司是全球最大的照明制造商之一，旗下拥有 Clay Paky、ADB 等品牌，在 2023 年 3 月将 Clay Paky 出售给德国电影摄影器材制造商 ARRI，剥离部分灯光照明业务	公司业务遍布全球、拥有渠道优势，旗下品牌市场认可度高，技术领先	舞台照明业务非公司主要拓展方向，并出售 Clay Paky 正在对舞台照明业务逐步剥离
飞利浦照明	荷兰	海外	公司是照明行业的全球领导者，业务遍布 180 多个国家，全球拥有员工 32130 人，提供各种照明解决方案迎合家庭、政府、城市、办公室、工业、体育场等需求，于思科、沃达丰、SAP、爱立信等拥有战略合作	公司业务遍布全球、拥有渠道优势，旗下品牌市场认可度高，与科技巨头合作，在产品与软件融合上具有智能化优势	为飞利浦事业部之一，没有完全独立自主权，管理层变动相对频繁
ADJ 集团	美国	海外	ADJ 集团旗下拥有 5 个大型优质品牌，于 1985 年始创于美国洛杉矶，现已发展成为全球性企业。ADJ 集团的灯光和音频产品已经成为建筑、舞台、巡回演唱会、活动和娱乐场所的领先品牌。		
哈曼国际	荷兰	海外	韩国三星集团旗下企业，公司成立 1987 年，总部位于丹麦奥胡斯，于 2012 年 12 月被哈曼国际收购，后者于 2017 年 3 月被韩国三星集团收购。哈曼国际是一家顶尖世界的灯光与视频系统设计方案提供者，已成立逾 30 年。	品牌市场认可度高	生产成本较高
雅顿（浩洋子品牌）	法国	海外	法国雅顿有限责任公司成立于 2000 年 2 月，自成立以来一直从事舞台娱乐灯光设备的设计、研发和销售，设计和研发能力较强，是世界第一台 LED 摇头灯的研发和生产者。	品牌市场认可度高，受益于国内制造优势，生产成本较低；规模较大，研发投入高	
浩洋股份	中国	国内海外	公司成立于 2005 年，成立初期主要以为海外灯光设备品牌提供 ODM 服务为主；2010 年起与法国雅顿合作，共同开发产品，成为其 ODM 客户；2014 年至今成功收购雅顿以后，ODM 和 OBM 业务逐步壮大，成为全球舞台灯光设备行业龙头厂商。	产品矩阵丰富、拥有舞台灯光配套产品，研发投入高，技术领先	国内市场竞争激烈
明道灯光	中国	国内	广州市明道灯光科技有限公司创立于 2012 年，是一家集研发、制造、销售、设计、服务于一体的专业演艺灯光高新技术企业。		公司起步较晚，未切入海外市场，国内竞争较为激烈

资料来源：Arizton、公司公告、开源证券研究所

2.3、舞台设备与下游行业景气高度相关，音乐演出市场率先复苏

舞台设备位于演艺产业链的中游，与下游行业景气度高度相关，下游终端消费者价格敏感度相对较低。舞台设备上游供应商主要为提供光源、光学器件、散热器、五金等的原材料厂商，竞争相对充分；下游主要分为固定安装类和设备租赁商，其中固定安装类主要采购固定灯具，多为演出场馆，设备更换周期较长，设备租赁商由于出借频繁，需要进行运输且需要最新设备来吸引下游租赁，所以更换周期较短。

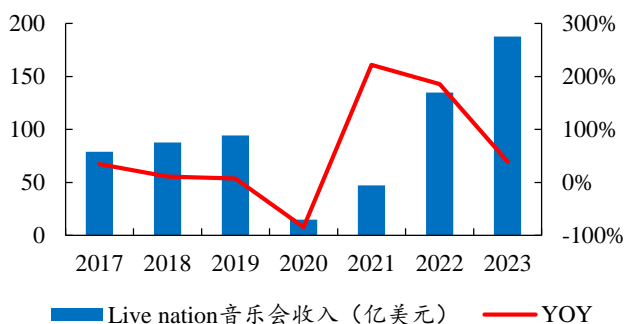
图11：舞台设备处于演艺产业链中游



资料来源：开源证券研究所

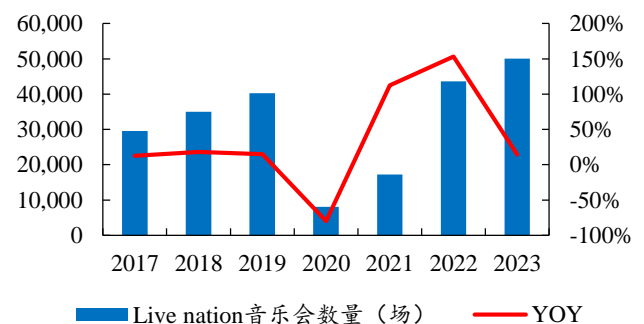
音乐演出市场快速复苏，Live Nation 收入水平超越疫情前水平。音乐演出行业是舞台灯光设备重要的应用场景之一，舞台灯光设备能够起到渲染舞台、营造气氛等作用，是音乐演出达到良好舞台效果的关键设备，高端音乐演出对于舞台灯光设备有着的新增和更新需求。根据全球最大的演唱会举办厂商 Live Nation，疫情前其音乐会收入从 2016 年的 58.7 亿美元增长至 2019 年的 94.3 亿美元，2020 年由于疫情原因，音乐会收入出现下滑，自 2021 年起快速复苏，2023 年全年营收 187.6 亿美元，远超疫情前水平。

图12：Live nation2023 音乐会收入 187.6 亿美元，远超疫情前水平



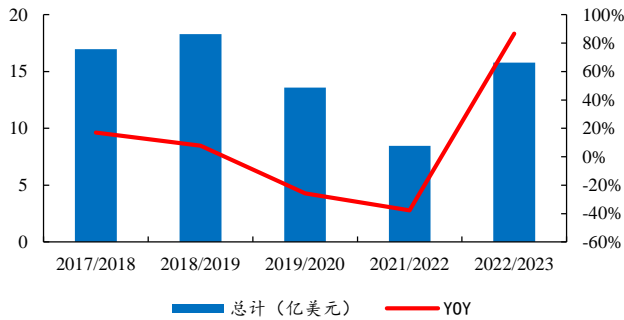
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：音乐演出市场快速复苏，音乐会数量超疫情前水平

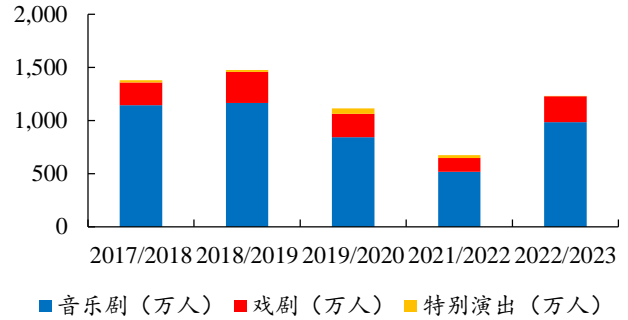


数据来源：Statista、开源证券研究所

戏剧演出市场持续修复，百老汇 2022-2023 演出季收入修复至疫情前 86% 水平。音乐剧及戏剧同样是舞台灯光设备重要应用场景之一，根据百老汇公告，百老汇 2022-2023 演出季共实现收入 15.8 亿美元，观看演出共 1228 万人次，分别修复到疫情前 86%/83% 水平。

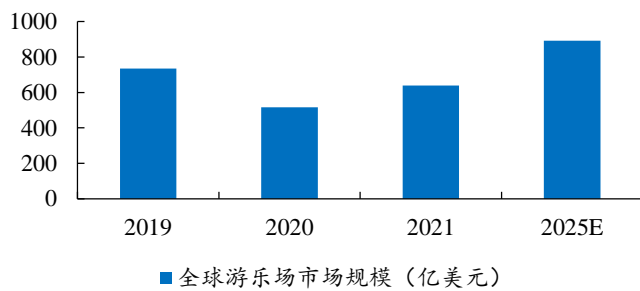
图14: 2022/2023 百老汇演出季收入 15.78 亿美元 (+86.6%)


数据来源: Statista、开源证券研究所

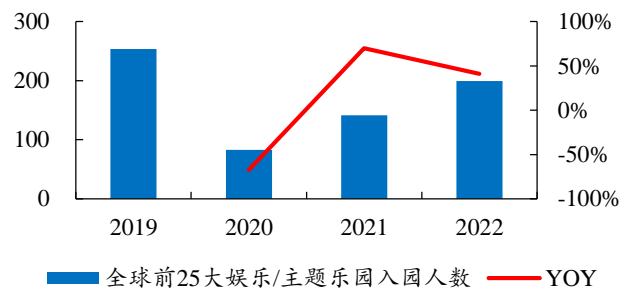
图15: 2022/2023 百老汇观看演出共 1228 万人次


数据来源: Statista、开源证券研究所

娱乐/主题公园修复持续,2022年全球前25大娱乐/主题入园游览量约2亿人次,约恢复为疫情前8成水平。根据 Statista 数据,2022年全球前25大娱乐/主题入园游览量约2亿人次,恢复为疫情前8成水平。根据 Statista 数据,2020年全球游乐园市场规模降至517亿美元,预计2025年将恢复至892亿美元,CAGR为11.5%。

图16: 预计 2025 年全球游乐园市场规模为 892 亿美元


数据来源: Statista、开源证券研究所

图17: 2022 年全球游乐园入园人次显著修复


数据来源: Statista、开源证券研究所

3、公司亮点：收购海外品牌切入海外市场，产能扩张技术赋能成长空间

浩洋股份作为国内舞台灯光龙头厂商,公司产品及品牌价值受到业内广泛认可。公司作为国家文化出口重点企业,国家文化产业示范基地,工信部认定的“制造业单项冠军示范企业”、“专精特新小巨人企业”,海关认定的“AEO 高级认证企业”,参与了国内外众多有影响力的大型项目,如2008年北京奥运会开闭幕式、2010年上海世博会、2012年伦敦奥运会、2014年南京青奥会、2016年G20杭州峰会、2017年广州财富论坛、2018年上海合作组织青岛峰会、2019年国庆70周年天安门庆典、央视及各大卫视春晚及欧洲歌唱大赛、2022年卡塔尔多哈世界杯等国内外大型演艺活动和上海中心、深圳平安金融中心等知名建筑项目。

如何理解浩洋的公司亮点?公司收购海外知名高端品牌雅顿,协同效应有效显现托底主要业务稳步增长;募投项目落地,产能释放在即,订单承接能力进一步加强;研发投入持续产品迭代加速,筑高公司行业竞争壁垒。

图18: 浩洋股份点亮第一届全国学生（青年）运动会



资料来源：浩洋股份 GoldenSea 微信公众号

图19: 浩洋股份助力珠海横琴长隆剧院全新马戏大秀



资料来源：浩洋股份 GoldenSea 微信公众号

3.1、 高端舞台灯光品牌赋能 OBM 业务， ODM 业务绑定优质客户

3.1.1、 OBM：收购雅顿，实现品牌与供应商双赢

为什么浩洋能够成功出海？浩洋和法国雅顿是长期合作伙伴，公司率先发现雅顿品牌价值，利用自身过硬的产品持续赋能雅顿，收购雅顿切入海外市场后协同效应逐步显现，成功实现双赢。

法国雅顿有限责任公司成立于 2000 年 2 月，自成立以来一直从事舞台娱乐灯光设备的设计、研发和销售，设计和研发能力较强，是世界第一台 LED 摇头灯的研发和生产者。经过多年经营，法国雅顿在欧美地区具有较高的品牌影响力和完善的营销渠道。浩洋自 2010 年与雅顿开展合作，成为其 OBM 客户，2011 年推出首款联合开发产品 WildSun，在 2012 年柏林灯光展进行展出，并获得成功，随着合作进一步加深产品矩阵不断丰富。

图20: 2017 年雅顿成为浩洋股份全资控股子公司



资料来源：公司公告、开源证券研究所

完成对雅顿收购，协同效应彰显带动收入及 OBM 占比快速上升。2014 年 2 月公司通过香港浩洋控股以增资方式并购法国 AYRTON 51% 股权，2017 年 1 月完成收购。完成对雅顿收购以后，协同效应逐步显现，雅顿营业收入由 2017 年的 0.82 亿元上升至 2019 年的 2.74 亿元，CAGR 达 83%，海外 OBM 占比由 2017 年的 15.0% 上升至 2019 年的 35.4%，对比提升 20.3pct。

图21: 雅顿 2019 年收入 2.7 亿元 (+94.3%)

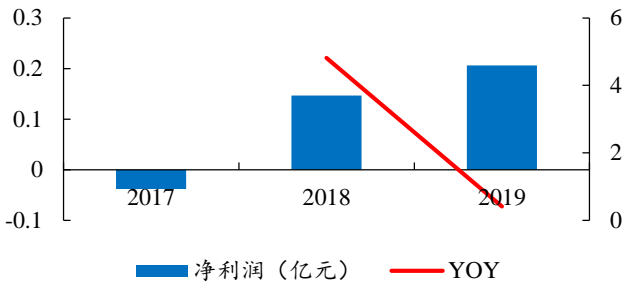
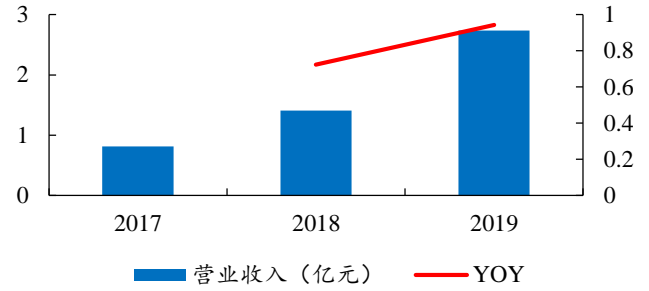


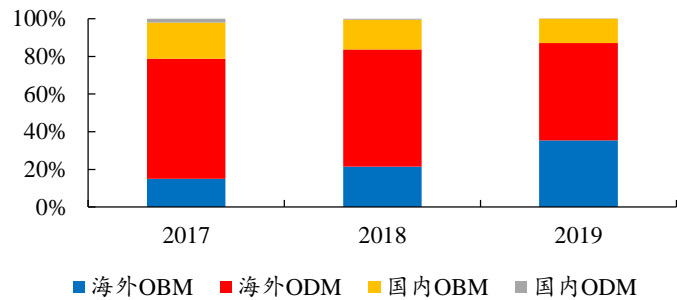
图22: 雅顿 2019 年归母净利润 0.21 亿元 (+40.8%)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

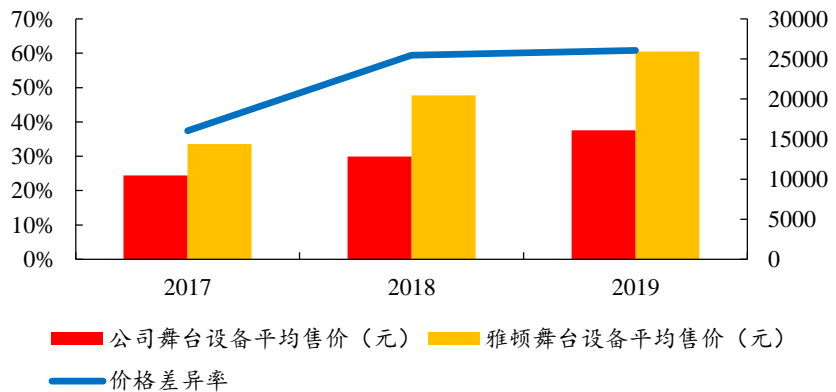
图23: 收购雅顿后海外业务占比显著提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

雅顿作为高端舞台灯光品牌，具有较高品牌溢价。公司在完成对雅顿的收购以后，凭借雅顿卓越的品牌价值叠加公司强劲的产品里，雅顿舞台灯光产品的平均售价不断走高，平均售价由2017年的1.44万元上升至2019年的2.59万元，涨幅远超公司舞台灯光产品平均售价，价格差异率由37.4%上升至60.9%。

图24: 雅顿舞台灯光设备单价显著高于公司平均水平

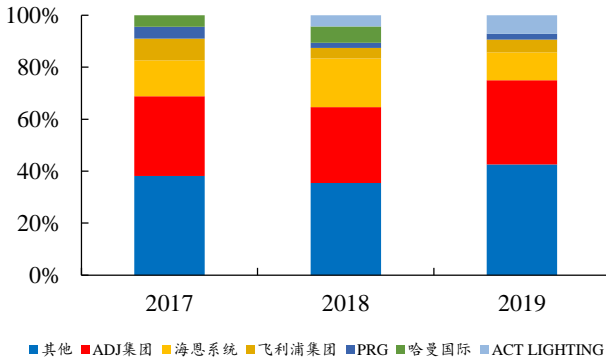


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.1.2、ODM：海外代工绑定优质客户

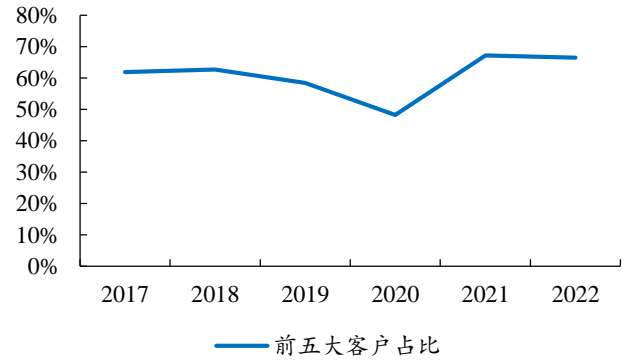
公司以 ODM 业务起家，持续绑定优质客户。公司 ODM 客户包括 ADJ 集团、飞利浦集团、哈曼国际、海思系统等，均为行业龙头公司，公司凭借出色的产品水平拥有较高的客户粘性，ADJ 集团及海思系统是公司最大的 ODM 客户，2019 年占营收比为 32.4%/10.7%，CR5 由 2017 年的 61.8% 上升至 2022 年的 66.5%，大客户绑定持续。

图25：公司拥有丰富的 ODM 客户群体



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：2022 年公司前五大客户占比为 66.5%

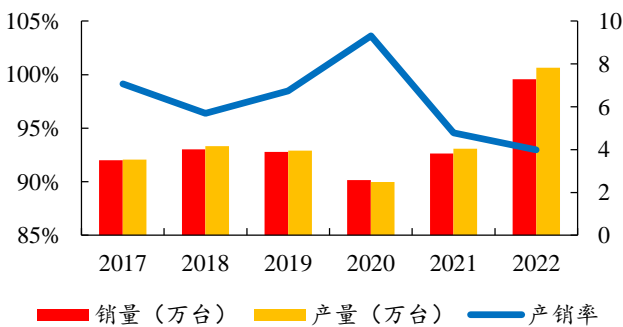


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、在手订单充沛，募投项目提升产能创成长空间

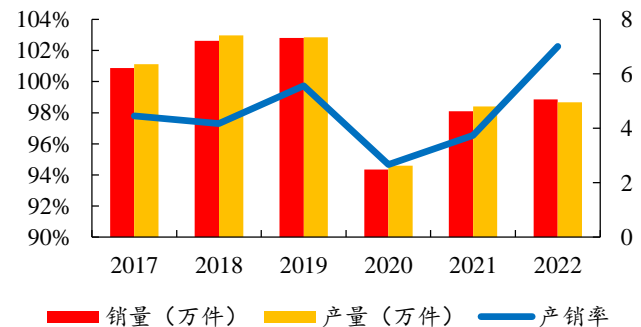
公司在手订单充沛，收入扩张受产能限制。公司主要产品产能利用率趋于饱和，根据招股说明书公司，截至 2019 年，公司舞台娱乐灯光及建筑照明设备产能共 4.30 万台，产能利用率为 91.9%；桁架产能为 6.00 万个，产能利用率为 122.33%，公司扩张受到产能影响严重，2020 年受到疫情影响，产量出现下降，2021 年起开始快速恢复，2022 年通过新增租赁场地、对公司内部的产线与仓库进行优化调整等方式快速扩张产能，2022 年舞台娱乐灯光设备及建筑照明设备产量为 7.83 万台，同比+93.7%。

图27：2022 年舞台娱乐灯光及建筑照明设备产量为 7.83 万台 (+93.7%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：2022 年桁架产量为 4.95 万件 (+3.2%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

募投项目建成后舞台娱乐灯光及建筑照明设备预计增加 7 万台产能，总产能预计达 15 万台。2020 年公司上市拟投资五个项目总投资额共 12.4 亿元，其中两个项目共同投资 8.9 亿元用于演绎灯光设备生产基地升级扩建，二期项目预计扩张 4 万舞台娱乐灯光娱乐及建筑照明设备，目前已于 2024 年初正式投产，产能利用率正逐步提升，演艺灯光设备生产基地升级扩建项目预计扩张 3 万台产能，项目建成后预计共增加产能 7 万台，总产能预计达到 15 万台。

表6：预计 2026 年 12 月 31 日舞台娱乐灯光及建筑照明设备总产能达 15 万台

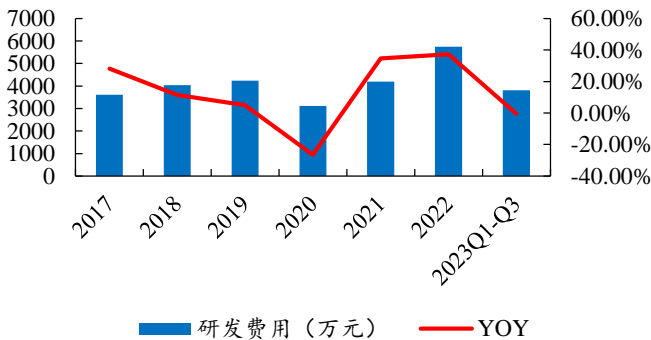
项目名称	地点	预计产能 (万台/年)	产品类型	原计划达到预定可使用状态日期	调整后达到预定可使用状态日期	截至 2023 年 6 月募集资金投入情况
演艺灯光设备生产基地升级扩建项目	广州番禺	3	演绎灯光设备 (1 万台)、建筑照明灯光设备 (2 万台)	2023 年 12 月	2026 年 12 月 31 日	31.93%
演艺灯光设备生产基地二期扩建项目	广东恩平	4	主要为演绎灯光设备	2023 年 12 月	2025 年 12 月 31 日	15.33%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、研发保持高投入，技术赋能打造核心竞争力

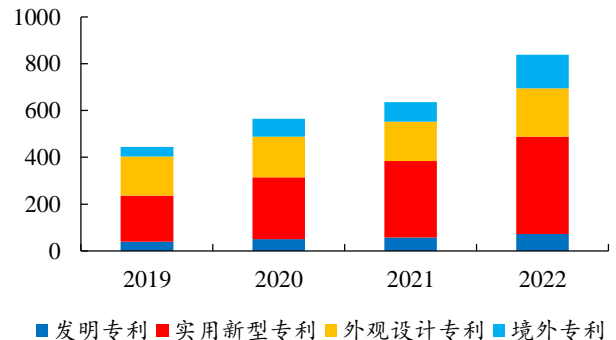
公司持续加大研发创新能力投入，完善专利布局。公司坚持自主研发、创新驱动的发展战略，持续加大研发投入，研发费用从 2017 年的 3617 万上升至 2022 年 5750 万，CAGR 达 9.7%，2023 前三季度，公司研发费用共计 3812 万元，同比基本持平；截至 2022 年 12 月 31 日，公司及子公司共拥有境内有效专利 695 项、境外专利 143 项、软件著作权 377 项。2023H1 新增授权专利 99 项，包括境内外发明专利 19 项。

图29：公司保持较高研发投入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：截至 2022 年公司专利总数达 838 项



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表7：公司最新取得专利情况

专利名称	专利申请日	授权公告日	专利类型	申请国家 (地区)
一种快速设置灯具 DMX 地址的方法	2020.1.14	2023.11.8	发明	欧洲
一种基于机器视觉的摇头电脑灯智能调焦方法	2020.8.27	2023.11.15	发明	欧洲
一种小尺寸的光圈组件及其舞台等	2022.10.9	2023.12.19	发明	美国
一种舞台灯防水灯头结构及其舞台灯	2023.2.28	2023.12.5	发明	美国

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

专利名称	专利申请日	授权公告日	专利类型	申请国家(地区)
一种灯具控制系统及其控制方法	2020.6.5	2024.1.2	发明	中国
一种可视化灯光调节方法及调节系统	2020.12.31	2024.1.2	发明	中国
一种移动式送风灯舞台灯热血系统	2016.8.23	2023.12.1	发明	中国
一种舞台灯色温补偿系统及方法	2017.10.19	2023.12.1	发明	中国
一种色温补偿图案片及其色温补偿系统和色温补偿方法	2018.9.27	2023.11.1	发明	欧洲
一种简易遮光排气装置及其灯舞台灯	2020.1.16	2023.10.3	发明	美国
一种固定灯的始亮登记方法、系统和灯具系统	2022.1.31	2023.10.17	发明	美国
一种透镜倾角自动调节的灯具系统	2022.8.15	2023.10.3	发明	美国

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司产品迭代持续，2022年推出新一代激光舞台灯Cobra。经过多年研发，公司针对激光特有的光学特性和热学特性成功实现二次光学设计和散热设计，2022年率先推出新一代全天候户外防水激光摇头灯COBRA。Cobra是全球首款能够照亮几公里外物体的舞台激光产品，Cobra同时具备LED光源的长寿以及HID光源单位时间高光通率的优点，功率显著低于同类别产品，并获得了2022年PLASA创新大奖，2023年公司有针对性进行进一步改良，优化了各项性能，推出了Cobra二代产品；时隔五年，公司携带全新二代激光产品重新亮相美国拉斯维加斯舞台灯光及音响展览会(LDI)，这是北美最大规模的舞台灯光及音响技术展览会。

表8：激光产品对比LED产品拥有更低能耗及更高色温

产品名称	激光灯	LED灯
产品型号	GLZ300 IP	GL12W IP
		
光源	260W 激光	1200W 白光 LED
灯具色温	7900K	6500K
光源寿命	12000 小时	30000 小时
颜色系统	1 个色片盘：22 个色片+白光，半色效果，色片可任意定位，带双向旋转的彩虹效果	1 个色片盘：6 个不可拔插式色片+白光，半色效果，色片可任意定位，带双向旋转的彩虹效果
图案系统	1 个旋转图案盘：13 个插拔式的旋转图案+白圆，带图案抖动和图案任意定位功能，图案外径：8mm 1 个固定图案盘：26 个不可插拔式的固定图案+白圆，带图案抖动功能	1 个旋转图案盘：6 个旋转图案+白圆 1 个动态效果盘
尺寸重量	产品尺寸：46.8x37.0x71.8cm 净重：36.5kgs	产品尺寸：45.8x34.4x86.9cm 净重：47.6kgs

资料来源：公司官网、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

收入端：

我们预计公司 2023-2025 营业收入分别为 14.1/17.7/21.6 亿元，同比增长 14.9%/26.1%/22.1%，毛利率分别为 49.9%/50.1%/50.3%。

- (1) **舞台娱乐灯光及建筑照明设备：**2022 年全球演出行业市场快速复苏，2023 年有望维持高景气度持续增长，我们预计公司 2023-2025 年舞台娱乐灯光及建筑照明设备收入分别为 13.0/16.4/20.0 亿元，分别同比增加 14.0%/26.1%/22.1%；对应毛利率分别为 50.8%/51.0%/51.2%。
- (2) **配件：**我们预计 2023-2025 年配件收入 0.6/0.8/1.1 亿元，分别同比增加 50%/40%/30%，对应毛利率分别为 40.0%/40.2%/40.4%。
- (3) **桁架：**我们预计 2023-2025 年桁架收入 0.4/0.4/0.4 亿元，分别同比增加 5.8%/10.1%/8.7%。对应毛利率分别为 40.0%/40.0%/40.0%。
- (4) **紫外线灯：**我们预计 2023-2025 年桁架收入 0.1/0.1/0.1 亿元，维持 10% 增速。对应毛利率分别为 30.0%/30.2%/30.4%。

利润端：

我们预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 4.3/5.4/6.7 亿元，同比增加 22.0%/24.5%/24.0%，对应归母净利率分别为 30.9%/30.5%/31.0%。

表9：预计公司 2022-2025 营业收入 CAGR 为 21%

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	8.5	4.0	6.2	12.2	14.1	17.7	21.6
YOY		-52.7%	54.7%	97.8%	14.9%	26.1%	22.1%
毛利率	48.2%	46.1%	45.3%	50.2%	49.9%	50.1%	50.3%
舞台娱乐灯光及建筑照明设备收入（亿元）	7.5	3.4	5.6	11.4	13.0	16.4	20.0
YOY		-54.4%	63.5%	105.1%	14.0%	26.1%	22.1%
毛利率		47.8%	46.1%	50.6%	50.8%	51.0%	51.2%
配件收入（亿元）	0.5	0.3	0.3	0.4	0.6	0.8	1.1
YOY		-28.5%	-21.0%	50.3%	50.0%	40.0%	30.0%
毛利率		37.0%	37.8%	40.4%	40.0%	40.2%	40.4%
桁架收入（亿元）	0.4	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
YOY		-67.6%	102.0%	29.1%	5.8%	10.1%	8.7%
毛利率	40.4%	30.7%	37.5%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
紫外线灯（亿元）		0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
YOY			-7.2%	-19.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率		49.1%	32.2%	30.1%	30.0%	30.2%	30.4%
归母净利率		22.0%	22.0%	29.1%	30.9%	30.5%	31.0%
归母净利润（亿元）	2.0	0.9	1.4	3.6	4.3	5.4	6.7
YOY		-55.1%	54.3%	162.0%	22.0%	24.5%	24.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

4.2、相对估值

舞台灯光行业内各公司的销售范围和下游应用场景有所不同，因此成长性不同，我们参照公司招股说明书，选取与公司主营业务或销售产品上相似的锋尚文化、大丰实业、风语筑作为可比公司，公司作为全球舞台娱乐灯光龙头厂商，品牌影响力及产品力领先于行业，故拥有一定估值溢价，截至 2024 年 4 月 16 日，可比公司 2024 年的平均 PE 为 13.3 倍。

浩洋股份作为全球舞台娱乐灯光龙头厂商，凭借旗下两大舞台灯光自主品牌、配套衍生品牌、强劲的研发优势，随着海外演出市场的高景气度持续，收入业绩有望伴随产能释放维持较高增速，我们预测 2023-2025 公司归母净利润为 4.3/5.4/6.7 亿元，对应 EPS 为 5.15/6.41/7.95 元，当前股价对应 PE 为 20.7/16.6/13.3 倍，首次覆盖授予“买入”评级。

表10：公司 2024PE 略高于可比公司均值

证券简称	归母净利润增速				PE (倍)			
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
锋尚文化	-84.0%	813.9%	156.7%	19.1%	306.7	33.6	13.1	11.0
大丰实业	-26.6%	-36.4%	83.6%	24.3%	13.5	21.2	11.5	9.3
风语筑	-85.0%	396.9%	28.8%	22.4%	98.1	19.7	15.3	12.5
平均					139.4	24.8	13.3	10.9
浩洋股份	162.0%	22.0%	24.5%	24.0%	24.9	20.7	16.6	13.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：锋尚文化、风语筑及大丰实业使用 Wind 一致预期，其中锋尚文化 2023 年报已更新，2023 年归母净利润增速为实际值，数据截至 2024 年 4 月 16 日）

5、风险提示

下游需求不及预期风险：舞台灯光市场与下游演艺行业景气度高度相关，如果下游市场需求不及预期将可能对公司营收业绩产生影响。

汇率波动风险：公司产品主要销往海外，如果汇率发生大幅波动可能对公司营收业绩产生影响。

产能扩张不及预期风险：公司目前有广州番禺及广东恩平两个项目正处于建设期，如果产能扩张不及预期将对公司营收业绩产生影响。

国际局势变化风险：公司产品主要销往海外，如果国际政治局势发生动荡，公司产品的外销可能受到影响，从而对公司营收业绩产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1874	2047	2417	2775	3413
现金	945	1047	1203	1540	1856
应收票据及应收账款	188	157	332	219	492
其他应收款	10	13	14	20	21
预付账款	4	6	6	10	9
存货	251	296	336	458	508
其他流动资产	476	528	526	529	527
非流动资产	209	395	415	454	492
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	58	80	119	166	207
无形资产	60	64	70	72	72
其他非流动资产	91	251	226	217	213
资产总计	2083	2442	2833	3229	3905
流动负债	182	238	372	291	375
短期借款	0	0	91	0	0
应付票据及应付账款	121	128	186	192	277
其他流动负债	62	109	96	99	98
非流动负债	27	38	38	39	40
长期借款	2	0	0	1	2
其他非流动负债	25	38	38	38	38
负债合计	209	275	410	329	415
少数股东权益	19	21	28	36	47
股本	84	84	84	84	84
资本公积	1134	1134	1134	1134	1134
留存收益	639	928	1215	1524	1897
归属母公司股东权益	1855	2145	2394	2863	3444
负债和股东权益	2083	2442	2833	3229	3905

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	61	356	258	510	410
净利润	138	360	442	549	681
折旧摊销	12	13	16	23	32
财务费用	-35	-57	-35	-43	-56
投资损失	-4	1	0	-1	-1
营运资金变动	-104	-13	-171	-29	-264
其他经营现金流	55	52	6	11	19
投资活动现金流	-469	-201	-31	-55	-61
资本支出	34	183	36	62	70
长期投资	-440	-20	0	0	0
其他投资现金流	4	2	5	7	9
筹资活动现金流	-48	-98	-162	-28	-32
短期借款	0	0	91	-91	0
长期借款	-17	-2	0	1	1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-32	-96	-253	62	-33
现金净增加额	-464	72	65	428	316

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	618	1223	1405	1772	2164
营业成本	338	609	704	884	1075
营业税金及附加	4	9	8	11	13
营业费用	51	83	77	106	119
管理费用	51	96	77	97	117
研发费用	42	58	53	71	82
财务费用	-35	-57	-35	-43	-56
资产减值损失	-5	-13	0	0	0
其他收益	7	6	6	6	6
公允价值变动收益	4	15	5	6	8
投资净收益	4	-1	-0	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	162	432	519	642	802
营业外收入	1	0	2	2	1
营业外支出	1	3	1	1	2
利润总额	162	430	520	643	802
所得税	24	70	78	94	121
净利润	138	360	442	549	681
少数股东损益	3	4	7	8	10
归属母公司净利润	136	356	434	541	670
EBITDA	146	411	505	628	783
EPS(元)	1.61	4.22	5.15	6.41	7.95

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	54.7	97.8	14.9	26.2	22.1
营业利润(%)	67.9	166.9	20.1	23.6	25.0
归属于母公司净利润(%)	54.3	162.0	22.0	24.5	24.0
获利能力					
毛利率(%)	45.3	50.2	49.9	50.1	50.3
净利率(%)	22.0	29.1	30.9	30.5	31.0
ROE(%)	7.4	16.6	18.2	18.9	19.5
ROIC(%)	6.1	15.5	16.7	18.0	18.5
偿债能力					
资产负债率(%)	10.0	11.3	14.5	10.2	10.6
净负债比率(%)	-49.4	-47.7	-45.8	-53.0	-53.0
流动比率	10.3	8.6	6.5	9.5	9.1
速动比率	8.9	7.3	5.5	7.9	7.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	4.5	7.2	5.9	6.6	6.2
应付账款周转率	4.7	5.8	5.2	5.5	5.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.61	4.22	5.15	6.41	7.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	4.23	3.07	6.05	4.86
每股净资产(最新摊薄)	21.99	25.44	28.39	33.96	40.84
估值比率					
P/E	66.1	25.2	20.7	16.6	13.4
P/B	4.8	4.2	3.8	3.1	2.6
EV/EBITDA	52.1	18.1	14.6	11.1	8.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

20 / 22

特别声明

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

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所**上海**

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn