

# 民爆光电（301362.SZ）

## 拟收购厦芝精密，切入高端 PCB 钻针赛道

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

**证券分析师：陈伟奇** 0755-81982606  
**证券分析师：王兆康** 0755-81983063  
**证券分析师：邹会阳** 0755-81981518  
**证券分析师：李晶**

### ◆ 家用电器 · 照明设备 II

chenweiqi@guosen.com.cn  
 wangzk@guosen.com.cn  
 zouhuiyang@guosen.com.cn  
 lijing29@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：优于大市（首次）

执证编码：S0980520110004  
 执证编码：S0980520120004  
 执证编码：S0980523020001  
 执证编码：S0980525080003

### 事项：

公司发布公告，公司拟发行股份购买厦门麦达持有的厦芝精密 49% 股权，同时现金收购其 51% 股权（两交易不互为前提）。厦芝精密聚焦微型钻针的研发、生产与销售，深耕 PCB 制造核心耗材领域，为全球 PCB 龙头客户提供专业的微孔加工技术解决方案。

### 国信家电观点：

**厦芝精密深耕高端 PCB 钻针领域，有望充分受益于 AI 浪潮下高端 PCB 需求的爆发。**此次民爆光电拟收购的厦芝精密深耕钻针领域三十余载，核心产品为 PCB、FPC、载板以及 AI 服务器板加工用钨钢微钻，月产能达到 1500 万支左右，产能位居行业前列。2025 年厦芝精密营收 1.4 亿元/+8.2%，净利润 0.11 亿元/+21.6%。厦芝精密定位高端 PCB 钻针，与胜宏科技、深南电路、奥特斯（AT&S）、沪电股份、景旺电子、南亚电路、日本名幸电子等国内外知名制造商建立了长期稳定的合作关系，是业内少数能够实现 AI 服务器板用钻针及高端载板极小径钻针批量稳定供应的厂商，构筑了显著的技术与工艺壁垒，在 AI 服务器板领域具备先发优势。同时，厦芝精密还具备行业相关上游设备的生产能力，有效解决行业内的定制进口设备周期长、成本高的难题，为公司后续扩产打下坚实基础。

**AI 算力拉动高端 PCB 需求，PCB 钻针迎量价齐升。**受益于 AI 服务器等需求增长，高多层板及 HDI 板等高端 PCB 板增长迅速，带动 PCB 钻针规模加速增长。量方面，高端 PCB 板层数增加，板厚增厚，孔位增加，对钻针的损耗增大，单个 PCB 所需的钻针数量随之增加；价方面，PCB 板层数越多，孔径变小，要求钻探深度变深、精度更高，因此高精度微型钻针、高长径比钻针及涂层钻针等高性能钻针需求明显提升。弗若斯特沙利文数据显示，2024 年全球 PCB 钻针市场销售额达到 45 亿元，2020-2024 年复合增长 6.5%。随着钻针需求结构性升级，2024-2029 年 PCB 钻针销售额复合增速有望达到 15.0%。

**民爆光电：工商业 LED 照明出口龙头。**民爆光电专业从事 LED 绿色照明灯具产品的研发、生产和销售，业务涵盖商业照明和工业照明两大业务板块，同时向植物照明、应急照明、美容照明及防爆照明等特种照明领域布局。公司以服务境外区域性客户为主，主要以 ODM 方式提供差异化定制产品，2024 年公司境外收入占比 95.6%。公司 2024 年实现收入 16.4 亿元/归母净利润 2.3 亿元，2018-2024 年复合增速均为 11.1%。

**照明出口行业近期有所承压，行业格局分散。**海关总署数据显示，我国照明出口行业在 2021 年及之前实现较快增长，2021 年出口额达到 3190 亿元；此后受行业需求及国际贸易形势影响，我国照明行业出口额小幅波动。2025 年我国灯具、照明装置及其零件出口额达到 2644 亿元，同比下降 11.9%。由于 LED 下游应用领域众多且进入门槛相对较低，行业参与者众多且分散。我国照明出口的头部企业如立达信、得邦照明等照明产品收入规模不足 50 亿元，头部企业的市占率预计均在 5% 以下，行业格局分散。

**民爆光电：打造柔性定制化生产销售体系，精准匹配客户需求。**公司差异化定位于境外区域品牌商，避开标准化产品的激烈竞争，打造出研发、产品设计、生产、销售等全维度的差异化运营体系。研发端，公司持续保持较大力度的研发投入，为客户提供灯具外观定制化设计、照明光效设计、应用功能集成等服务，并开发符合客户个性化需求的产品。生产端，公司探索出“以单定产”的柔性生产模式，为客户提供多批次、小批量产品，并实现快速交货。品质上，公司从产品设计、部件采购到生产均重视产品质量控制，产品已通过美国 UL 和 FCC 认证、欧

盟 CE 认证等相关国际认证。销售端，公司建立起完善的销售体系及客户服务体系，实现对客户需求的快速响应。

**投资建议：**公司收购厦芝精密，有望打造出高端 PCB 钻针第二增长曲线，享受 AI 浪潮下 PCB 钻针行业发展带来的成长红利。厦芝精密也有望借助公司的资本优势，加速扩充产能，为其后续的研发投入及全面产业布局提供资金保障。预计民爆光电 2025-2027 年营收 16.3/17.1/17.8 亿元，同比分别-0.4%/+4.8%/+4.2%；归母净利润分别为 2.0/2.2/2.4 亿元，同比分别-12.8%/+9.5%/+7.4%；对应 EPS 为 1.92/2.10/2.26 元，对应 PE 为 58.6/53.5/49.8 倍。（注：考虑到本次交易尚未完成，盈利预测未考虑厦芝精密并表的影响。）考虑到公司与厦芝精密合作后有望加速厦芝精密在钻针行业的发展，充分受益于 AI 浪潮下 PCB 钻针行业的成长红利，首次覆盖，给予“优于大市”评级

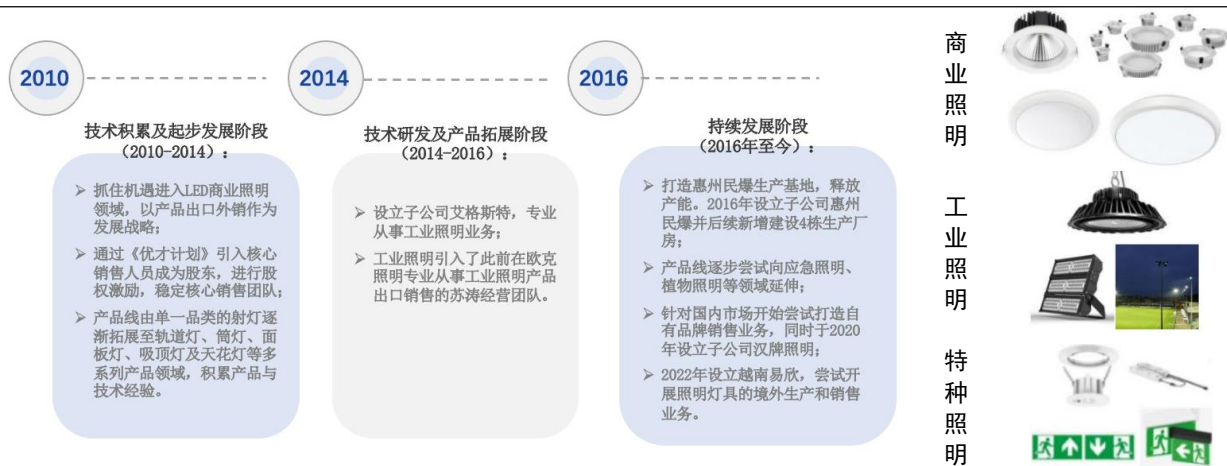
**风险提示：**行业竞争加剧；国际贸易环境不确定性风险；原材料及汇率大幅波动；收购进展不及预期；技术替代风险；收购整合风险。

## 评论：

### 民爆光电：工商业 LED 照明出口龙头

民爆光电专业从事 LED 绿色照明灯具产品的研发、生产和销售，业务涵盖商业照明和工业照明两大业务板块，同时向植物照明、应急照明、美容照明及防爆照明等特种照明领域布局。公司以服务境外区域性客户为主，主要以 ODM 方式提供差异化定制产品，2024 年公司境外收入占比 95.6%。公司采用“以单定产”的生产模式，公司根据客户需求设计产品，经客户认可后，组织生产交付。凭借柔性化生产、对客户需求的快速响应和丰富的产品开发经验，公司跻身于我国工商业照明行业出口企业前列。

图1：民爆光电业务涵盖商业照明、工业照明和特种照明

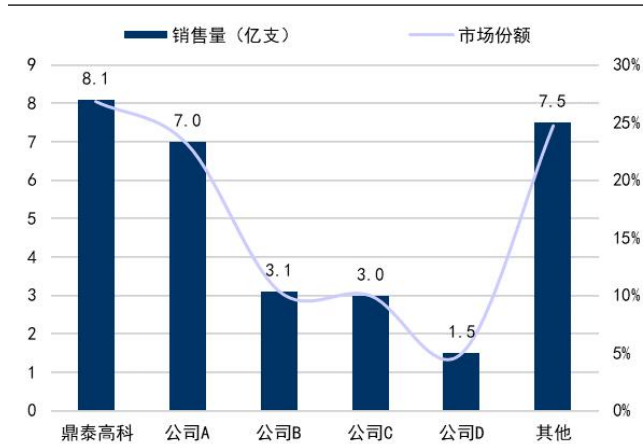


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 厦芝精密聚焦高端 PCB 钻针领域，产能规模位居行业头部

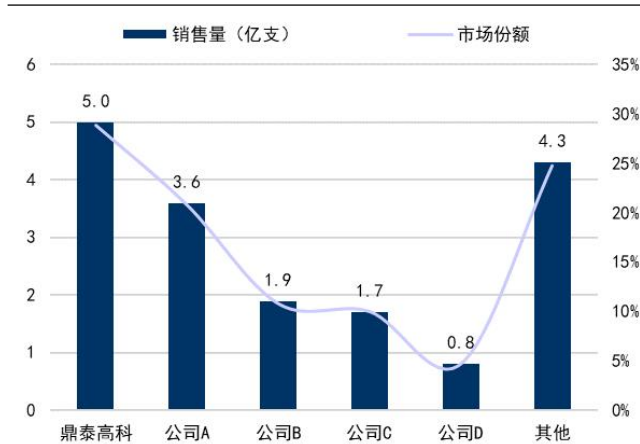
此次公司拟收购的厦芝精密聚焦 PCB 等微型钻针领域，系我国微型钻针头部企业。厦门厦芝精密科技有限公司于 1995 年 1 月由日本东芝泰珂洛株式会社主要出资设立，2014 年被刘光达等全资收购。厦芝精密自成立以来，公司深耕钻针领域三十余载，核心产品为 PCB、FPC、载板以及 AI 服务器板加工用钨钢微钻，尺寸覆盖 0.09mm-0.35mm，尤其擅长 0.20mm 以下极小径微钻的研发与制造。厦芝精密现已形成福建厦门、江西鹰潭两大生产基地联动格局，月产能达到 1500 万支左右。后续公司将加速产能扩充与战略布局升级，按规划未来 2-3 年月产能将突破 5000 万支。参考鼎泰高科 H 股招股说明书的披露，2024 年全球 PCB 钻针企业第 5 销售量约 1.5 亿支，厦芝精密折合年产量 1.8 亿支，预计产量规模位居行业前列。

图2：2024年PCB钻针企业前五销量超1.5亿支



资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，国信证券经济研究所整理  
注：公司A于1986年成立，为一家总部位于中国深圳的公司，提供用于PCB制造的钻针、铣刀、专用精密刀具及精密模具。  
公司B于1960年成立，为一家于东京证券交易所上市的公司，总部位于日本，提供PCB钻针、铣刀、测量仪器等。  
公司C于1996年成立，为一家于台湾证券交易所上市的公司，总部位于中国台湾，提供PCB钻针及钻针加工解决方案。  
公司D于1988年成立，为一家总部位于中国台湾的公司，提供PCB钻针及铣刀。下同

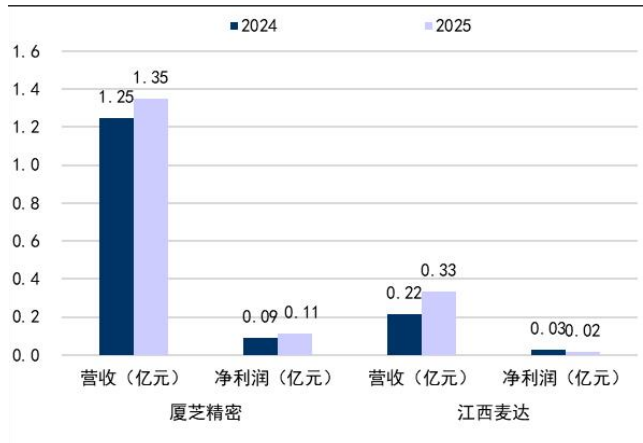
图3：2025H1 PCB钻针企业前五销量在0.8亿支以上



资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，国信证券经济研究所整理

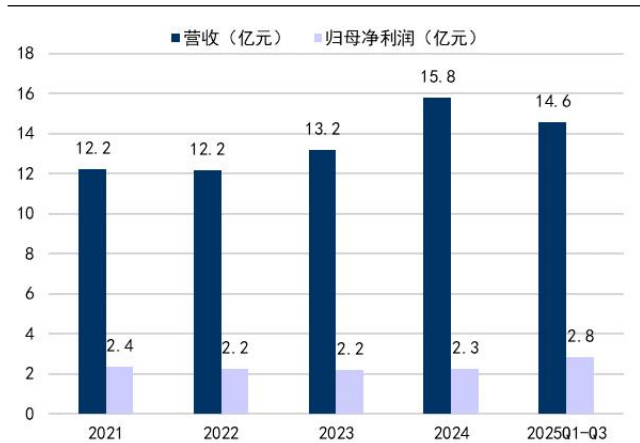
**厦芝精密收入体量尚小，公司对厦芝精密的收购估值低于鼎泰高科当前估值。**2025年公司营收1.35亿元，同比增长8.2%；净利润为0.11亿元，同比增长21.6%；其全资子公司江西麦达2025年营收0.33亿元，同比增长53.1%；净利润为161万元，同比下降39.2%。2025年底厦芝精密净资产为0.40亿元，江西麦达为0.10亿元。公司预计标的股权的现金转让（51%股权）对价预计不超过2.5亿元，即标的总估值预计不超过4.9亿元，对应2025年PE为38.1倍，PB为9.9倍。2024年PCB钻针行业龙头鼎泰高科实现收入15.8亿元，其中钻针等刀具收入11.9亿元；实现归母净利润2.3亿元。鼎泰高科预计2025年归母净利润为4.1-4.6亿，以2026年3月6日鼎泰高科786亿市值计算，其对应2025年PE为171-192倍，PB(LF)为31.5倍。民爆光电收购厦芝精密的估值倍数均低于鼎泰高科。

图4：此次拟收购的厦芝精密与江西麦达财务情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：鼎泰高科营收及利润体量相对较大



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

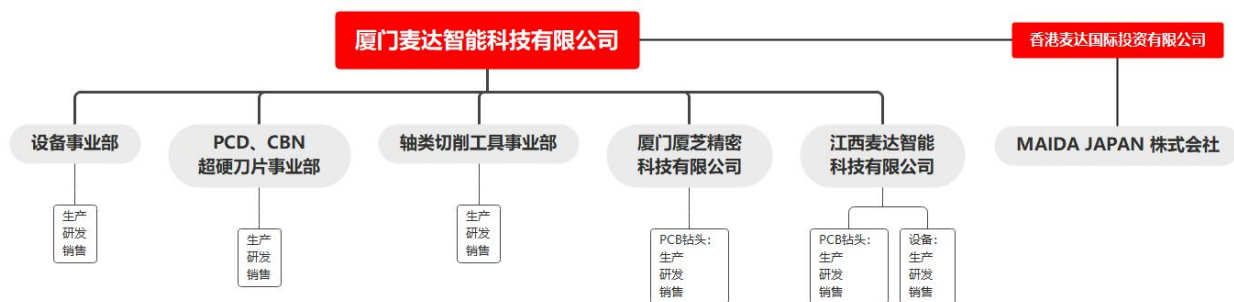
**厦芝精密定位高端PCB钻针，与国内外头部客户合作稳定。**公司产品凭借精湛工艺实现了超高精度与卓越的品质，广泛服务于通信、消费电子、汽车电子及快速增长的AI服务器等高端领域。目前已与华通电脑、

胜宏科技、深南电路、奥特斯（AT&S）、瀚宇博德、沪电股份、方正科技、景旺电子、南亚电路、日本名幸电子等国内外知名制造商建立了长期稳定的合作关系。

公司是业内少数能够实现 AI 服务器板用钻针及高端载板极小径钻针批量稳定供应的厂商，构筑了显著的技术与工艺壁垒，在 AI 服务器板领域具备先发优势。在高端载板领域，公司已获得全球领先的半导体封装载板制造商奥特斯（AT&S）的供应商资格，跻身其核心供应链。在快速增长的 AI 服务器板领域，公司的钻针产品已成功导入胜宏科技、深南电路、方正科技、景旺电子、沪电股份等核心客户的供应体系，并持续保持联合开发、互利共赢的深度合作。此外，公司是国内少数具备 50 倍径钻针量产能力的企业，目前已与胜宏科技、深南电路、景旺电子在 AI 板高端钻针方面展开合作并得到客户认可。

除从事钻针业务外，公司还具备行业相关上游设备的生产能力。公司将多年对生产加工环节的经验运用在了生产设备的制造上，具备自主研制多工位复合段差机及多工位磨削设备等 PCB 钻针生产核心设备的能力，依托成熟的生产与品质管控体系，不仅确保产品的高精度与品质批量稳定性，更构建起强大的持续供货能力，有效解决行业内的定制进口设备周期长、成本高的难题，为后续顺利扩产打下了基础。被民爆光电收购后，公司有望借助民爆光电资金的优势，快速扩充产能，依托公司此前维系的客户关系和设备优势实现快速成长。

图6: 厦芝精密业务涵盖 PCB 钻针，江西麦达业务涵盖 PCB 钻针及上游设备



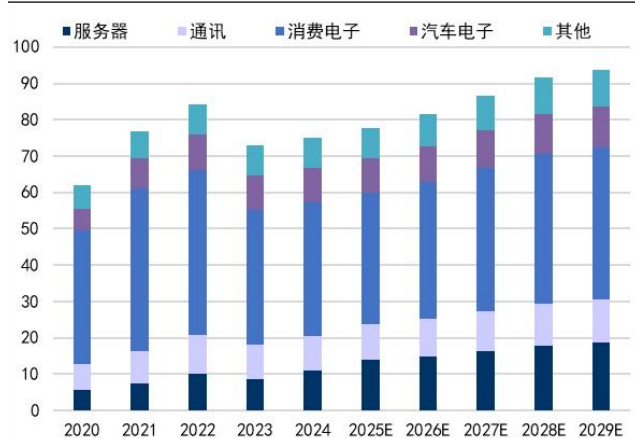
资料来源：麦达智能官网，国信证券经济研究所整理

注：2026 年 1 月 23 日，厦门麦达将其所持江西麦达 100% 的股权转让给厦芝精密，故此次收购包含江西麦达

## AI 算力拉动高端 PCB 需求，PCB 钻针迎量价齐升

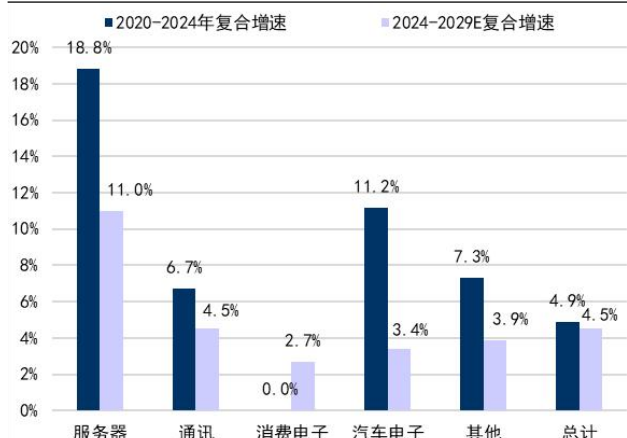
AI 算力等需求驱动 PCB 行业规模稳健增长。PCB 是在基板上按预定设计形成线路图形的电路板，是电子设备中承载并连接电子元器件的基础部件，被誉为电子工业之母。PCB 主要应用于消费电子、通讯基站、服务器、汽车电子及其他领域，发展已较为成熟。2024 年全球 PCB 销售额 750 亿美元，2020-2024 年复合增长 4.9%。未来随着 AI 算力、数据中心、通信技术、汽车智能化等方面需求的增长，PCB 行业规模有望保持 4.5% 的复合增长。其中预计与 AI 算力等相关的服务器增长贡献最大。

图7: 2024 年之后 PCB 行业销售额重回稳健增长 (10 亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 服务器需求是驱动 PCB 销售额增长的主要动力



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

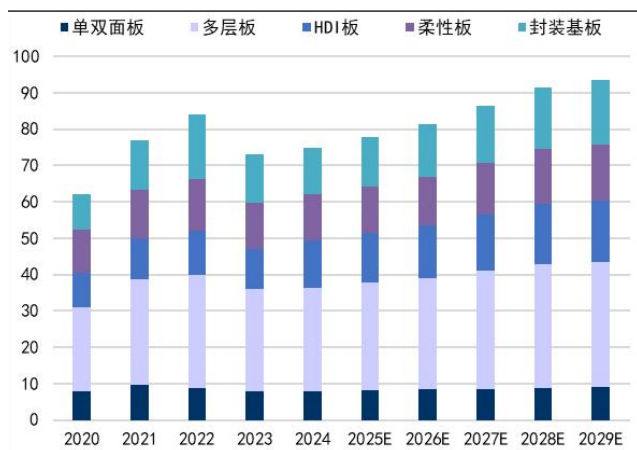
受益于 AI 服务器等需求增长, PCB 中高多层板及 HDI 板增长迅速, 结构升级趋势有望延续。按照产品类型划分, PCB 可分为单双面板、多层板、HDI 板、柔性板及封装基板。根据弗若斯特沙利文数据, 2024 年我国单双面板、多层板、HDI 板、柔性板及封装基板销售额占比分别为 11%、38%、17%、17%、17%。受益于 AI 服务器对并行数据处理的大幅提升, 高多层板及 HDI 板增长相对较快。根据 Prismark 预测, 2025 年预计 18 层以上多层板产值同比增速高达 42%, HDI 板为 10%。随着高性能 AI 服务器需求增长、及电子产品向小型、轻薄、高性能等方面发展, PCB 的结构也在持续升级, 未来高多层板、HDI 板、封装基板等需求有望实现更快增长。

表1: PCB 包含单双面板、多层板、HDI 板、柔性板及封装基板

PCB 类型	介绍	应用场景
单双面板	仅在 PCB 基板的一侧布有电路, 双面板两面均布有线路	小型家用电器、计算机、电视、汽车电子等
多层板	多层板 (4 层及以上) 包含多个导电层, 因此在有限的空间内可放置更多的组件, 从而支持更多的功能; 其中高多层 PCB (8 层及以上) 具备高速信号传输、高集成度、高可靠性等优势	服务器、网络交换机、5G 基站等高性能领域
HDI 板	通过盲孔和埋孔的方式, 增加布线面积, 从而实现高密度的线路连接, 具有高密度、高频、高速等性能优势	服务器、5G 基站、汽车电子、智能电子设备等
柔性板	由柔性基材, 或柔性及刚性基材结合制成, 其主要特点是重量轻、可弯曲, 普遍应用于内部空间紧凑的高端电子产品	智能手机、平板计算机、可穿戴设备等
封装基板	基于 HDI 板发展而来, 但封装基板具有更高的精度和更复杂的结构, 适用于处理器芯片、存储芯片、微机电系统器件、射频模块等集成电路的封装和固定	

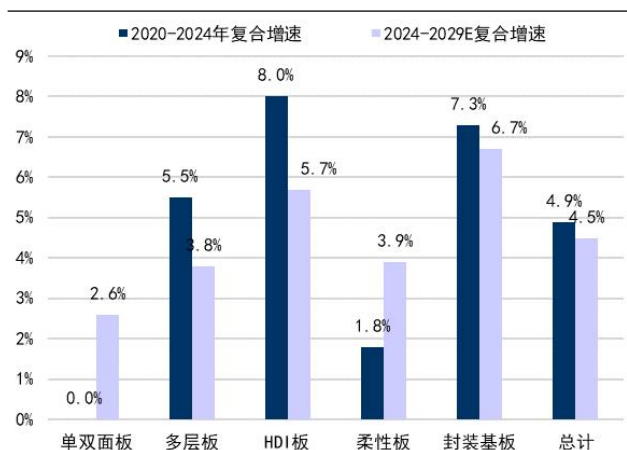
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: PCB 中多层板等占比持续提升 (销售额, 10 亿美元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 2024-2029 年预计 HDI 板、封装基板等销售额增长更快



资料来源: 弗若斯特沙利文, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

随着 PCB 结构的升级, PCB 钻针迎来量价齐升。PCB 钻针作为 PCB 制造的核心工具, 主要用于机械钻孔环节。其性能与质量决定了 PCB 成品的精度、可靠性与最终质量, 下游多元化的应用场景也对钻针的技术参数提出了不同的需求。随着高多层板、HDI 板等结构占比提升, PCB 钻针迎来量价双重驱动: 1) 量方面, PCB 板层数增加, 板厚增厚, 孔位增加, 对钻针的损耗增大, 单个 PCB 所需的钻针数量随之增加。2) 价方面, PCB 板层数越多, 孔径变小, 要求钻探深度变深、精度更高。因此, 高精度微型钻针、高长径比钻针及涂层钻针等高性能钻针需求明显提升。此外, 高长径比钻针在加工过程中更容易发生断裂和偏摆, 也推动钻针数量的增长。

根据弗若斯特沙利文数据, 2024 年全球 PCB 钻针市场销售额达到 45 亿元, 2020-2024 年复合增长 6.5%。但随着 AI 服务器、小型化等驱动 PCB 结构升级, 高端钻针需求有望显著增长, 2024-2029 年 PCB 钻针销售额复合增速预计达到 15.0%。在高端钻针需求快速增长的背景下, 定位高端 PCB 钻针的厦芝精密有望充分分享行业成长的红利。

表2: 高性能 PCB 板对钻针要求明显提高

应用场景	单面及双面 PCB 板、低层数 PCB 板	高多层 PCB 及 HDI 板	封装基板
钻针类型	标准钨钢钻针 (通常为白刀)	微小钻、高长径比钻针、高端涂层钻	极小径微钻和高端涂层钻针
断针率要求	通常 ≤ 0.1 %	通常 < 0.01 %	通常 < 0.01 %
关键特性与需求	用于单/双面板或低层数板, 钻孔直径较大, 强调成本效益和通用性	适用于高频高速板, 需耐高温、高耐磨。钻孔密集度高, 孔径小, 断针率控制严格以确保良率	用于封装基板, 钻孔精度要求极高。断针率最低以防损坏昂贵基板, 由于技术壁垒和定制化生产单价高
典型应用领域	传统消费电子、简单工业控制设备、基础通信设备	数据中心服务器、5G 通信基站、汽车电子、高端消费电子	半导体封装、高端医疗设备、航空航天电子、高性能计算模块

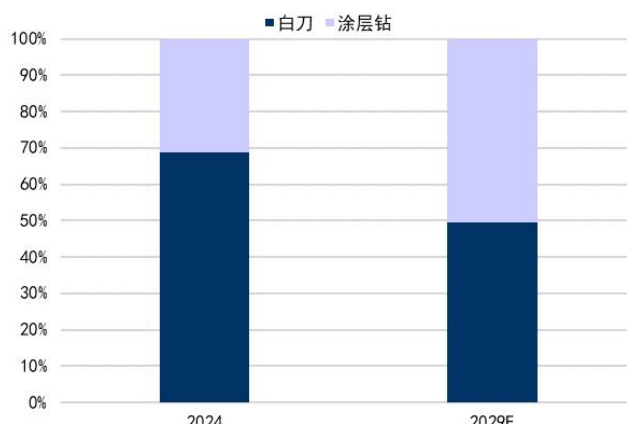
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 2024-2029年PCB钻针销售额复合增长预计达到15%



资料来源:弗若斯特沙利文,公司公告,国信证券经济研究所整理

图12: PCB钻针结构有望实现显著升级



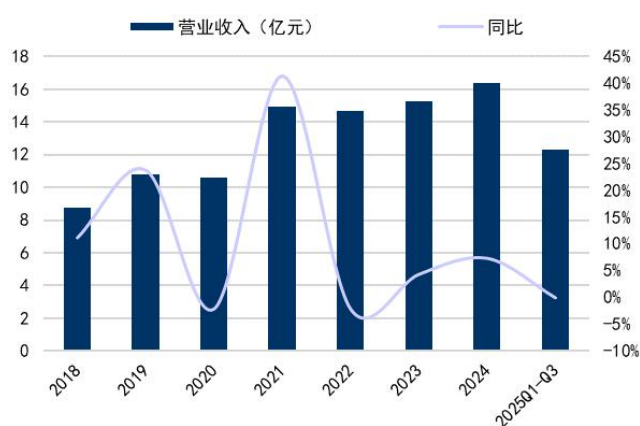
资料来源:弗若斯特沙利文,公司公告,国信证券经济研究所整理

## 民爆光电: 收入稳健增长, 盈利能力良好

**民爆光电收入实现稳健增长, 海外收入占比超95%。**公司2024年收入16.4亿元, 2018-2024年复合增长11.1%, 实现较快成长。2022年公司收入出现下滑, 主要系海外去库存影响。2025年前三季度, 公司收入12.3亿元, 同比持平。分品类, 公司以商业照明和工业照明为主, 2024年收入占比分别为57.2%/38.0%; 特种照明尚处于发力期, 收入占比4.7%。分区域, 公司以海外收入为主, 2024年占比95.6%; 其中欧洲占比最高, 其次为亚洲(除中国外)、大洋洲及美洲。

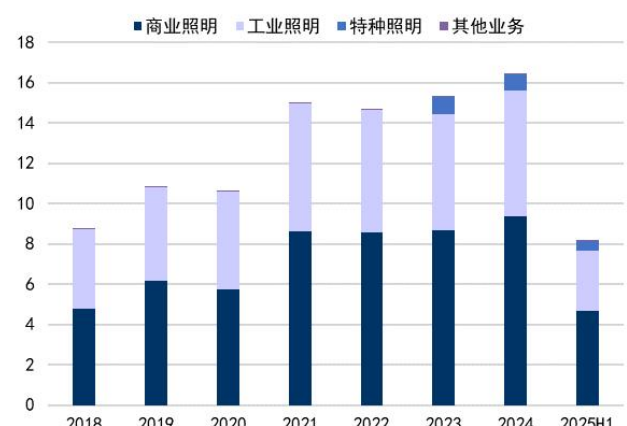
**公司净利率有所波动, 但整体维持11%以上的良好水平。**公司2024年实现归母净利润2.3亿元, 2018-2024年复合增长11.1%, 与收入增长基本同步。公司毛利率相对稳定, 2022-2023年在32%以上, 2024年受价格调整影响毛利率下降至30.2%。公司销售及研发投入有所加大, 管理费用率稳中有降, 2024年实现净利率13.9%, 保持良好的盈利水平。2025年前三季度, 公司净利率下降至12.0%, 主要受美国关税及公司海外生产基地影响。

图13: 公司收入稳健增长



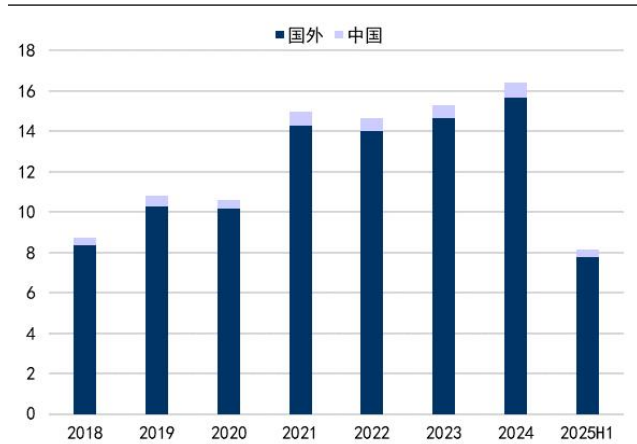
资料来源:wind,公司公告,国信证券经济研究所整理

图14: 公司收入以工商业照明为主 (亿元)



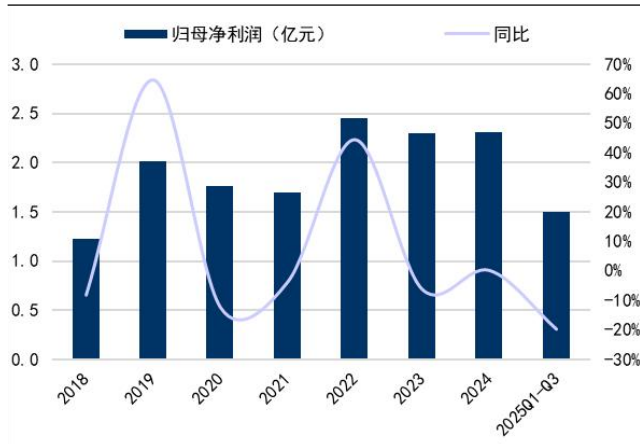
资料来源:wind,公司公告,国信证券经济研究所整理

图15: 公司收入主要来自于海外 (亿元)



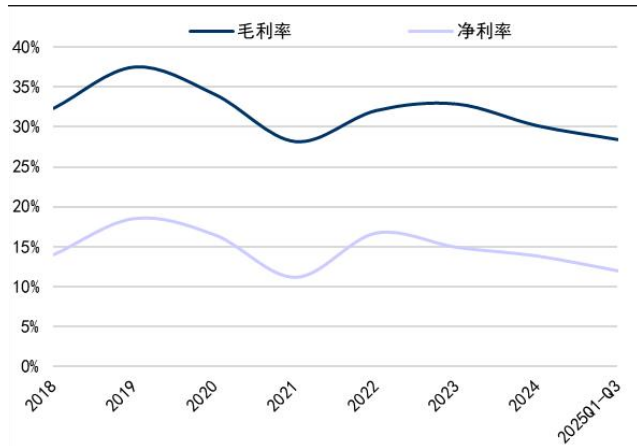
资料来源:wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司 2022 年以来净利润规模基本稳定



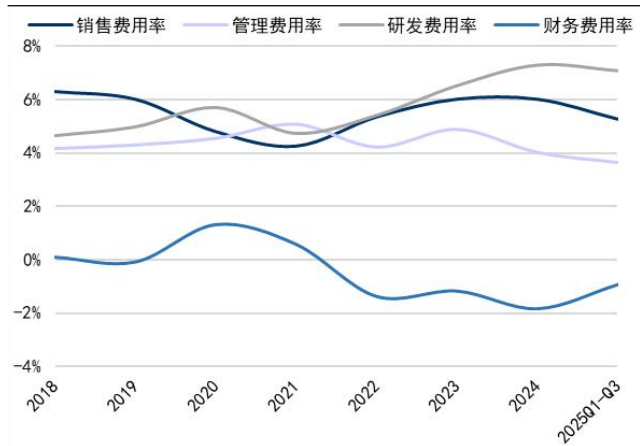
资料来源:wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 公司盈利能力小幅下滑、但保持在良好水平



资料来源:wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 公司销售及研发费用率有所提升



资料来源:wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 照明出口行业近期有所承压, 行业格局分散

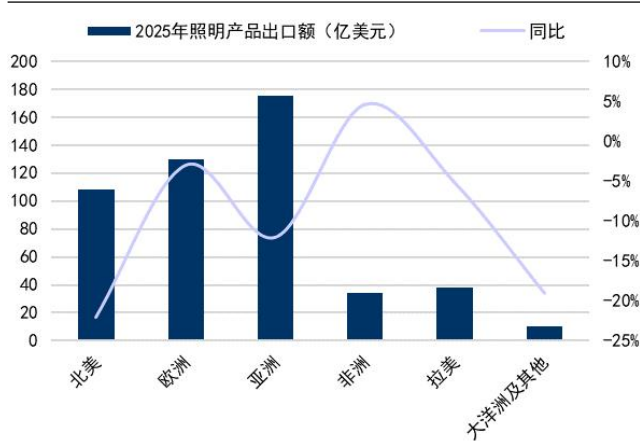
我国照明出口行业接近 3000 亿规模, 2025 年有所承压。海关总署数据显示, 我国照明出口行业在 2021 年及之前实现较快增长, 出口额在 2021 年达到 3190 亿元; 此后, 受行业需求及国际贸易形势影响, 我国照明行业出口额基本稳定。2025 年我国灯具、照明装置及其零件出口额达到 2644 亿元, 同比下降 11.9%。分区域看, 我国照明出口以亚洲、北美、欧洲为主, 2025 年出口额占比分别为 35.1%/21.6%/26.1%; 非洲及拉美占比 7%左右。2025 年上述区域除非洲外, 我国照明产品向其的出口额均有所下降。

图19: 2025 年我国照明行业出口额有所下降



资料来源:海关总署, 国信证券经济研究所整理

图20: 2025 年我国照明行业对主要区域出口额普遍有所下降



资料来源:中国照明电器协会, 国信证券经济研究所整理

我国 LED 照明出口行业的竞争格局较为分散，头部公司市占率预计不足 5%。由于 LED 下游应用领域众多且进入门槛相对较低，参与者众多且分散，市场竞争激烈。我国照明出口的头部企业如立达信、得邦照明等照明产品收入规模不足 50 亿元，以我国照明产品出口额 2500-3000 亿元计算，头部企业的市占率均在 5% 以下，行业格局较为分散。

表3: 与照明行业出口规模接近 3000 亿相比，我国主要 LED 照明出口企业营收规模普遍较低

名称	2024 年收入	简介
立达信	2024 年总营收 68.1 亿元, 其中照明产品及配件业务合计收入 43.6 亿元, 公司海外收入 60.7 亿元。	成立于 2015 年, 2021 年上市, 专注于绿色照明、智能家居及智慧建筑等物联网领域的高新技术企业, 主要从事 LED 照明产品、智能家居和智慧建筑等物联网领域产品的研发、制造、销售及服务, 致力于成为一流的家居和商业空间综合的物联网解决方案提供商。在绿色照明领域, 立达信以直销为主, 主要为境外客户提供 ODM 产品。
光莆股份	2024 年总营收 8.0 亿元, 其中半导体光应用业务收入 5.9 亿元, 海外收入 5.0 亿元。	成立于 1994 年, 2017 年上市, 主要从事半导体光应用产品的研发、制造和销售。通过为客户代工和少量自主品牌的方式销售照明产品。其销售模式采用直销为主, 且以境外市场为主。
阳光照明	2024 年总营收 31.8 亿元, 以照明产品为主, 其中出口收入 25.3 亿元。	成立于 1975 年, 2000 年上市, 主营业务为照明电器的研发、生产和销售, 主要产品为普通照明用的绿色照明产品。阳光照明以外销为主, 通过为境外照明批发商、境外连锁型终端超市等客户代工和自营方式销售照明产品, 国内市场销售模式为经销模式。
得邦照明	2024 年总营收 44.3 亿元, 其中通用照明收入 36.7 亿元, 出口收入 36.3 亿元。	成立于 1996 年, 2017 年上市, 得邦照明始终专注于通用照明行业, 并积极向汽车零部件行业拓展, 是一家集研发、生产、销售和服务于一体的综合性高新技术企业。产品涵盖民用照明产品、商用照明产品及车载系列产品。
联域股份	2024 年总营收 14.7 亿元, 以照明产品为主, 海外收入 14.1 亿元。	成立于 2012 年, 2023 年上市, 联域股份是一家专注于中、大功率 LED 照明产品研发、生产与销售的高新技术企业, 主要产品包括 LED 灯具和光源, 产品主要应用于户外、工业照明领域, 同时覆盖植物照明、体育照明、防爆照明等特种照明领域。
民爆光电	2024 年总营收 16.4 亿元, 以照明产品为主, 海外收入 15.7 亿元。	成立于 2010 年, 专注于绿色照明业务领域的高新技术企业, 主要从事 LED 照明产品的研发、设计、制造、销售及服务, 始终专注于服务境外区域性品牌商和工程商, 并为客户提供商业照明和工业照明领域的 ODM 产品。

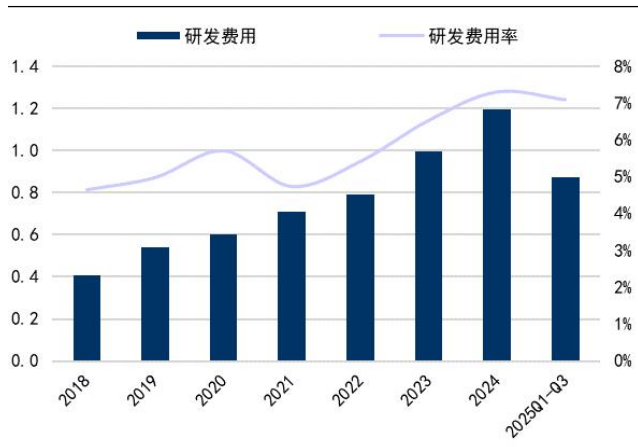
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 民爆光电：打造柔性定制化生产销售体系，精准匹配客户需求

公司持续保持较大力度的研发投入，不断开发新技术、新产品以满足客户需求。公司下游客户较为多元，面对的需求是个性化、定制化的，因而公司持续进行研发投入，为客户提供灯具外观定制化设计、照明光效设计、应用功能集成等服务，并开发符合客户个性化需求的产品。公司已搭建起完整的 LED 照明技术开发体系，拥有专业的研发技术团队，能实现对客户需求的快速响应。公司的核心技术研发人员在公司均有

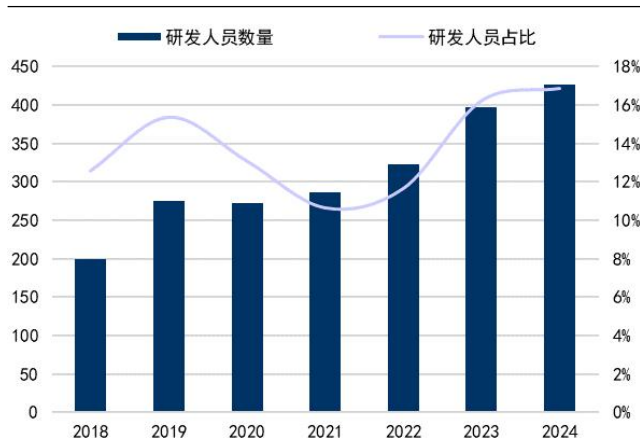
长期稳定的任职，也通过股权激励进行绑定。完整的技术开发体系+成熟专业的研发团队，保证公司在面临下游客户个性化需求的时候，能实现快速应变，研发出符合客户要求的产品。

图21: 公司研发投入持续加大



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

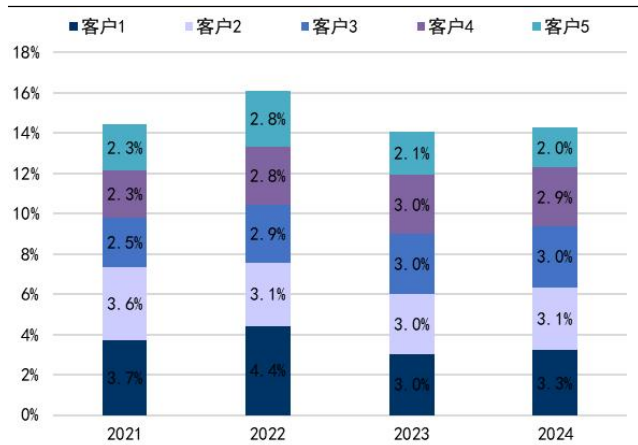
图22: 公司研发人员数量及占比提升



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

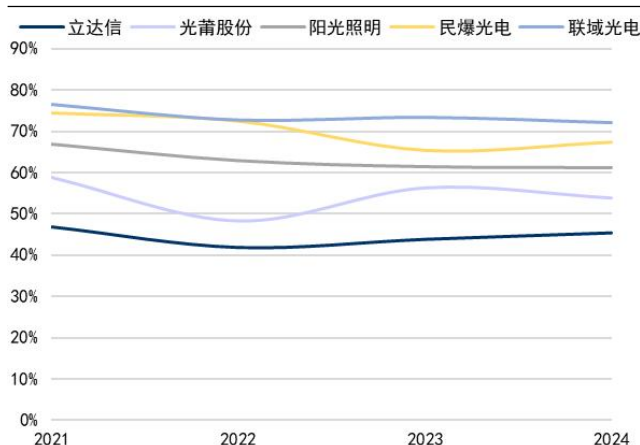
公司下游客户多、订单小批量，难以大规模生产，公司通过多年的积累，探索出“以单定产”的柔性生产模式。公司创立之初，差异化定位于境外区域品牌商，从而避开标准化产品的激烈竞争，形成目前以海外ODM直销为主的销售模式。为更好的满足境外区域品牌商、工程商多批次、小批量的订单诉求，公司接单不设置起订量门槛，以承做中小订单为主。为了应对订单量较小的情况，公司生产工序中除灯板制造工序中使用部分机械化设备生产以外，电源制造、成品组装、成品包装等工序均以人工组装生产为主，可以进行规格型号多、批量小的组装生产。公司自2010年设立以来，一直通过该种生产方式为客户提供多批次、小批量产品，积累了丰富的生产经验、品质管理经验，有序组织生产，实现快速供货。

图23: 公司前5大客户营收占比低、客户数量较多



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 公司生产人员占比位居行业较高水平



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司已通过全球多国认证，拥有全流程的质量控制体系保证产品品质。海外市场对照明灯具的准入资格有着严格的要求，以确保其进口LED照明灯具的质量和安全性，且各国之间的认证标准都存在一定的差异。目前公司已取得全球主要国家/地区的市场准入许可，产品已通过美国UL和FCC认证、澳大利亚SAA和C-TICK认证、欧盟CE认证、德国TUV认证、日本PSE认证和CB等相关国际认证，且通过了各销售地的安全检测，为公司产品销往全球各地打下良好基础。公司重视产品品质和客户黏性，在前期研发设计阶段便开始着重保证产品品质，进行样机测试；在生产过程中，从零部件的采购到成品的组装，均需要进行多项测试，并对产成品的可靠性和耐候性进行测试。

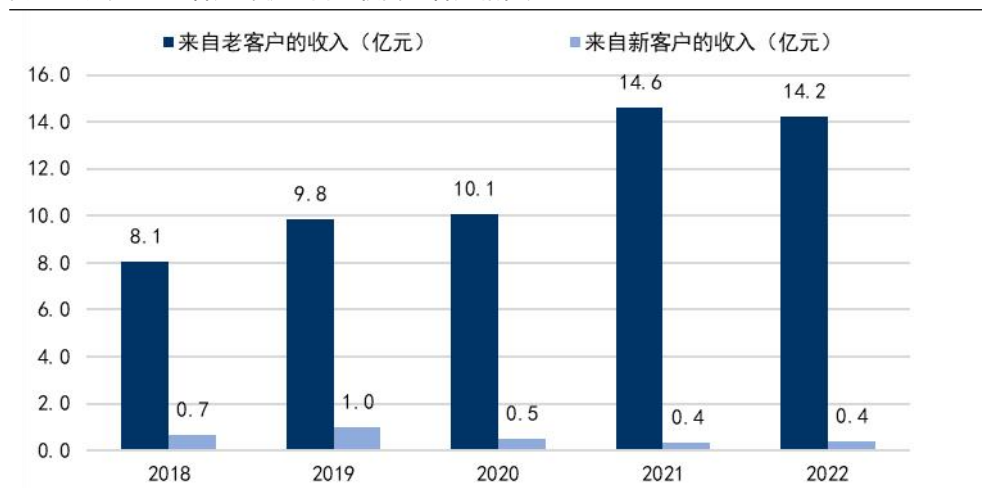
表4: 公司已通过全球主要市场的 LED 照明认证

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

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**公司对客户需求能快速响应, 建立起完善的销售体系及客户服务体系。**公司下游客户数量及需求均较为多元, 因此公司在售前、售后均建立起一整套机制进行对接, 以实现和客户长期稳定的供应关系。在售前服务层面, 由于 LED 照明产品的更新换代不断加快, 公司会根据客户的特定需求进行产品的设计开发。在售后服务层面, 公司制定了客户投诉及满意度管理机制, 确保公司能够及时了解和反馈客户的诉求, 快速有效的解决产品的质量问題, 与客户建立快捷、畅通的沟通渠道。凭借丰富的产品开发经验和对市场需求的准确把握, 灵活的设计方式和开发政策, 公司可以满足客户的各种产品需求, 能够快速帮助客户实现新产品的开发和推广上市, 获取市场先机和竞争优势。

图25: 公司来自老客户的收入占比较高、客户粘性强



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

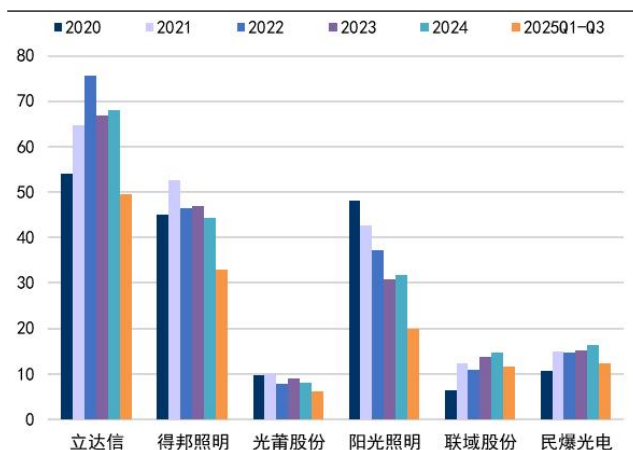
注: 新客户是指当年新增客户, 老客户是指当年之前已经合作客户。老客户合并范围内的关联方与本公司发生的当期新增交易视同老客户收入。

## 财务分析

### 成长性分析

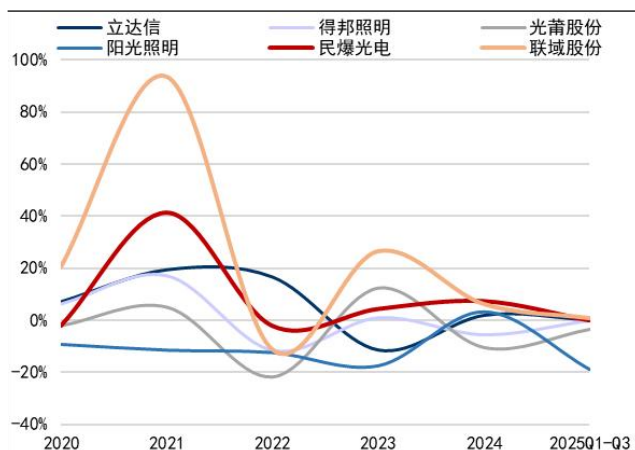
**公司收入规模尚低, 增速相对较快。**我们选取业务以照明产品出口为主的立达信、得邦照明、光莆股份、阳光照明、联域股份作为可比公司。2024 年民爆光电营收 16.4 亿, 在可比公司中位于中偏低的水平。从收入增速看, 公司收入增速在可比公司中较为领先, 2020-2024 年的收入复合增速达到 11.6%。

图26: 公司收入规模在可比公司中处于行业头部水平 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图27: 公司收入增速相对较快

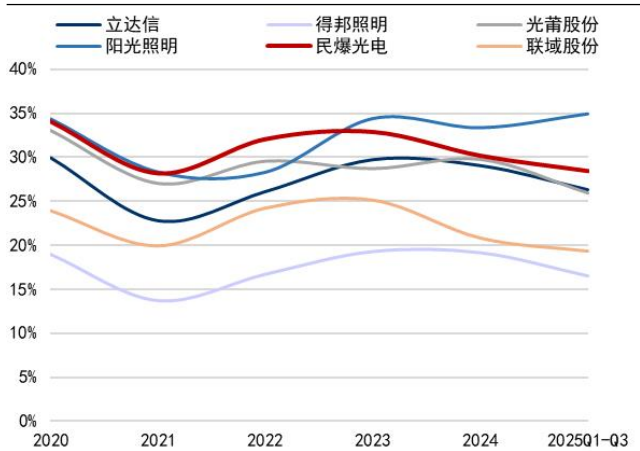


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利能力分析

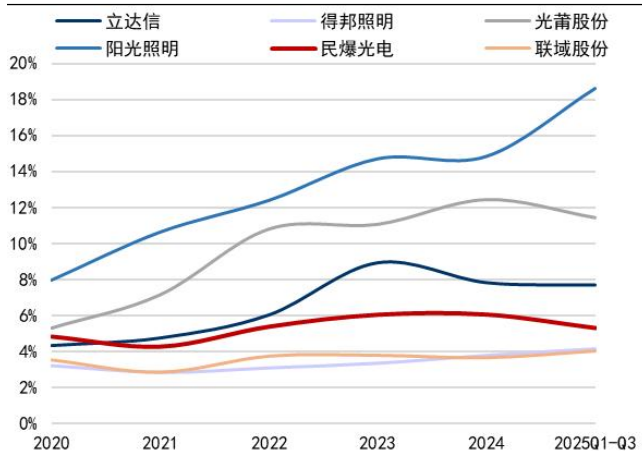
公司毛利率处于行业靠前水平, 研发费用投入较大、管理及销售费用率处于中下水平。公司 2020-2024 年毛利率平均为 31.5%, 与可比公司相比, 公司毛利率位居行业前二。费用方面, 公司销售及管理费用率控制较好, 研发投入较大。

图28: 公司毛利率处于行业较高水平



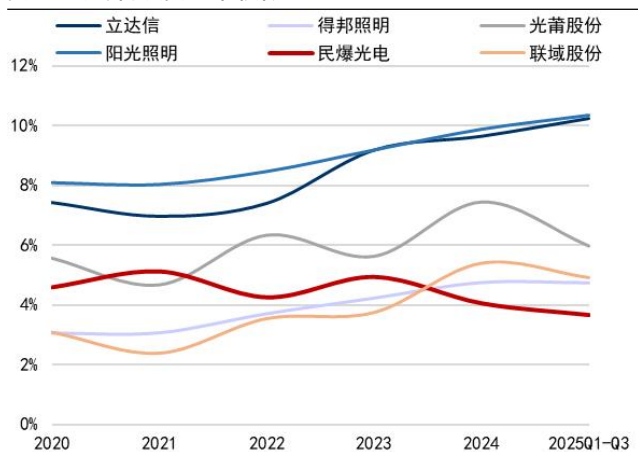
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图29: 公司销售费用率位于行业中下水平



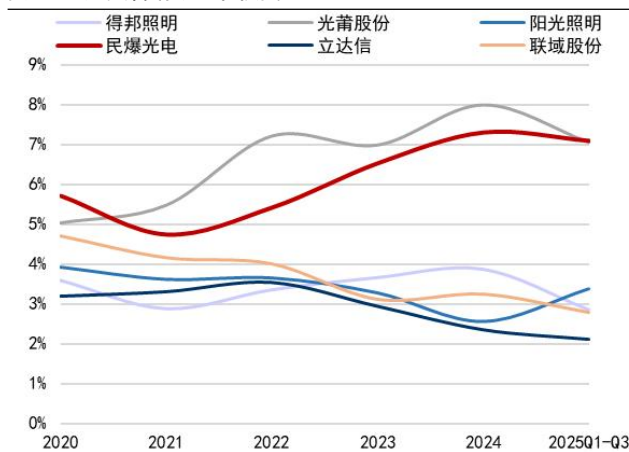
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图30: 公司管理费用率较低



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

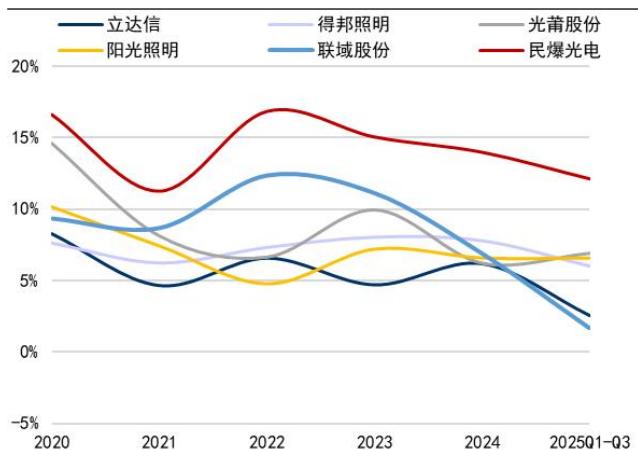
图31: 公司研发费用率较高



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

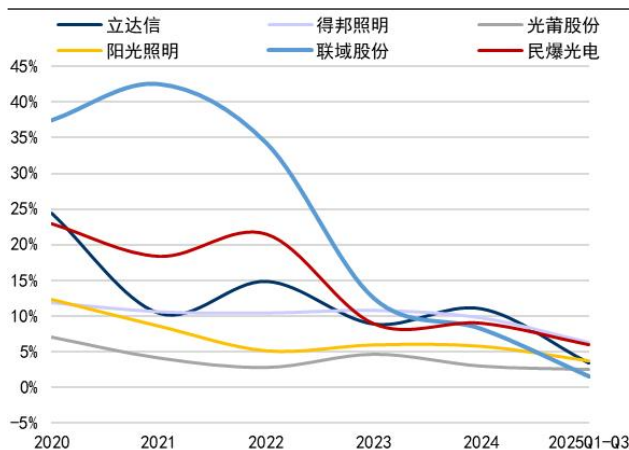
公司盈利能力较为优异。公司 2019-2024 年净利率平均为 14.7%，在行业中持续领先。以摊薄 ROE 来看，公司 ROE 也位于行业靠前水平。

图32: 公司净利率处于行业领先水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图33: 公司 ROE 在行业内靠前



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

**商业照明:** 商业照明的下游领域主要包含店铺、商超、办公场景等, 产品刚需属性较强。2025 年受海外关税及需求影响, 预计公司商业照明收入小幅下降, 此后恢复至稳健增长, 预计 2025-2027 年商业照明收入同比分别-3%/+3%/+3%。毛利率方面, 2025 年受国际贸易形势影响, 预计毛利率较为承压, 此后随着公司产品结构调整等应对措施逐步到位, 预计毛利率稳步修复, 假设 2025-2027 年公司商业照明毛利率分别为 25.0%/25.5%/26.0%。

**工业照明:** 工业照明的下游领域主要包含仓库厂房、广场、场馆、港口和路灯等应用场景, 产品同样较为刚需, 与经济发展较为相关。预计该业务 2025 年销量保持良好增长, 但价格受竞争拖累; 2026 年之后价格有望逐步企稳, 销量延续小幅增长态势。预计 2025-2027 年公司工业照明收入同比分别

+2.8%/+6.0%/+5.0%。毛利率方面，2025年预计公司工业照明毛利率同样受国际贸易形势拖累，此后保持稳定，假设2025-2027年公司工业照明毛利率分别为32.0%/32.0%/32.0%。

**特种照明：**公司特种照明主要包含植物照明、应急照明、美容照明、防爆照明等品类，预计随着公司向特种照明多品类的布局日益强化，特种照明收入有望实现较快增长。假设2025-2027年公司工业照明收入同比分别+5%/+15%/+10%，毛利率保持41.5%的水平。

表5: 民爆光电业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>商业照明</b>						
收入（亿元）	8.6	8.7	9.4	9.1	9.4	9.7
增速	-0.6%	1.2%	8.2%	-3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	28.1%	27.8%	26.4%	25.0%	25.5%	26.0%
<b>工业照明</b>						
收入（亿元）	6.1	5.8	6.2	6.4	6.8	7.1
增速	-4.4%	-4.6%	7.8%	2.8%	6.0%	5.0%
毛利率	37.7%	39.2%	34.4%	32.0%	32.0%	32.0%
<b>特种照明</b>						
收入（亿元）		0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
增速			-4.6%	5.0%	15.0%	10.0%
毛利率		42.2%	41.5%	41.5%	41.5%	41.5%
<b>其他</b>						
收入（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
增速	81.5%	-2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	-4.9%	16.0%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
<b>合计</b>						
收入（亿元）	14.7	15.3	16.4	16.3	17.1	17.8
增速	-2.1%	4.3%	7.3%	-0.4%	4.8%	4.2%
毛利率	32.1%	32.9%	30.2%	28.6%	28.9%	29.3%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理和预测

注:考虑到收购存在不确定性,本文中盈利预测均未考虑厦芝精密并表的影响

综上所述,预计公司2025-2027年营收16.3/17.1/17.8亿元,同比分别-0.4%/+4.8%/+4.2%,毛利率分别为28.6%/28.9%/29.3%。

### 费用及其他收益假设:

**销售费用：**公司销售费用率在行业内保持较低水平,并在2025年前三季度实现进一步下降,我们假设公司销售费用率稳中有降,预计2025-2027年销售费用率为5.3%/5.1%/5.0%。

**管理费用：**公司管理费用率稳中有降,位于行业较低水平,预计公司后续管理费用率基本稳定,假设2025-2027年管理费用率均为4.0%。

**研发费用：**公司研发费用率近年来有所提升,且在行业内保持领先。预计随着特种照明等新产品逐步放量,公司研发费用有所下降,假设2025-2027年研发费用率分别为7.0%/6.9%/6.8%。

**财务费用：**公司财务费用率持续为负,预计2025-2027年财务费用率分别为-1.3%/-1.6%/-1.6%。

### 未来3年业绩预测

根据上述假设,我们预计公司2025-2027年营收16.3/17.1/17.8亿元,同比分别-0.4%/+4.8%/+4.2%;归母净利润分别为2.0/2.2/2.4亿元,同比分别-12.8%/+9.5%/+7.4%;对应EPS为1.92/2.10/2.26元。

表6: 公司盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,529	1,641	1,634	1,712	1,784
同比	4.3%	7.3%	-0.4%	4.8%	4.2%
归母净利润 (百万元)	230	231	201	220	237
同比	-6.2%	0.2%	-12.8%	9.5%	7.4%
EPS (元)	2.20	2.20	1.92	2.10	2.26
ROE	9.0%	9.0%	7.7%	8.3%	8.8%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

## 投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

公司收购厦芝精密，有望打造出高端 PCB 钻针第二增长曲线，享受 AI 浪潮下 PCB 钻针行业发展带来的成长红利。厦芝精密也有望借助公司的资本优势，加速扩充产能，为其后续的研发投入及全面产业布局提供资金保障。预计民爆光电 2025-2027 年营收 16.3/17.1/17.8 亿元，同比分别-0.4%/+4.8%/+4.2%；归母净利润分别为 2.0/2.2/2.4 亿元，同比分别-12.8%/+9.5%/+7.4%；对应 EPS 为 1.92/2.10/2.26 元，对应 PE 为 58.6/53.5/49.8 倍。考虑到公司与厦芝精密合作后有望加速厦芝精密在钻针行业的发展，充分受益于 AI 浪潮下 PCB 钻针行业的成长红利，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们预计工商业照明在 2025 年相对承压后，在 2026 年迎来改善，可能存在对行业发展及竞争情况判断过于乐观，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司在 2025 年毛利率下降后，2026 年及此后毛利率稳中有升，可能存在对价格展望、行业竞争形势判断过于乐观，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

### 经营风险

**境外经营风险：**公司以境外销售为主，面临较大的境外销售风险。近年来，随着国际照明市场竞争日趋激烈，贸易摩擦日益增多，境外市场的销售风险也在逐步增加。

**国际贸易环境不确定性风险：**全球贸易环境受地缘政治波动影响加剧，面临出口关税壁垒升级及局部冲突导致的压力。若贸易环境发生负面变化，可能影响运输成本及关税费用。

**汇率波动风险：**公司境外销售主要以美元结算，美元对人民币汇率波动直接影响到公司以人民币计价的销售收入，同时还会形成汇兑损益。由于公司应收账款有一定的账期，因此在美元对人民币汇率上升时，收到的美元折合为人民币金额会大于原确认收入时折合的人民币金额，形成汇兑收益，反之则形成汇兑损失。

**市场竞争加剧的风险：**随着全球经济的持续发展，用户的消费层次不断升级，对商业照明、工业照明产品应用端的需求不断增加，服务于酒店、商场及其他大型公共设施等专业领域的照明企业大量应运而生，同时随着商业照明、工业照明领域逐步向专业化发展，传统照明企业也通过收购兼并等方式快速进入这一市场，加剧了市场竞争。境外市场的竞争格局也在发生变化，公司客户主要为中小型区域品牌商及工程师，其面临的竞争压力在逐步加大。如果未来客户市场地位发生不利变化，或公司在产品质量控制、交货周期、产品开发、供应价格等方面不能持续满足客户需求，提升市场竞争力和客户满意度，随着产品竞争的不断加剧，公司将面临不利的市场竞争地位。

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

**人工成本上升的风险：**公司的产品以技术开发和人工生产为主，对专业技术人员和生产人员的需求量较大。因此如果国内人工成本持续上升，将对公司盈利能力产生不利影响

### 与本次收购交易相关的风险

**本次交易被暂停、中止或取消的风险：**在本次交易推进过程中，市场环境可能会发生变化，从而影响本次交易的条件。此外，在本次交易审核过程中，交易各方可能需要根据监管机构的要求及各自的诉求不断调整和完善的交易方案，如交易各方无法就调整和完善的交易方案的措施达成一致，本次交易各方均有可能选择中止本次交易。

**本次交易的审批风险：**本次交易尚需满足多项条件后方可实施，能否取得上述批准或核准、以及获得相关批准或核准的时间均存在不确定性。

**交易作价尚未最终确定的风险：**本次交易相关的审计、评估工作尚未完成，本次交易标的资产的预估值及拟定价尚未确定。

**商誉减值的风险：**公司收购厦芝精密系非同一控制下的企业合并，根据《企业会计准则》相关规定，形成

的商誉不作摊销处理，但需要在未来每年年终进行减值测试。如果厦芝精密未来经营状况未达预期，将产生商誉减值的风险，从而对公司未来经营业务产生不利影响。

**收购整合的风险：**公司通过收购厦芝精密，主营业务将延伸至 PCB 钻针领域。伴随主营业务、资产规模及组织架构的变更，公司内部管控复杂度提升，对管理能力提出了更高要求。尽管公司将依据厦芝精密的行业特性，着力加强管理与完善制度以适应整合需要，但双方在业务与管理模式上的差异可能导致整合计划未能高效执行，致使公司管理水平难以同步支撑重组后的运营规模，进而对业务推进与盈利实现造成不利影响。

**技术替代风险：**PCB 钻孔工艺主要分为机械钻孔和激光钻孔，厦芝精密钻针产品属于机械钻孔工艺的耗材。机械钻孔所适用的板材类型、钻孔直径范围较广，几乎覆盖所有 PCB 钻孔领域，激光钻孔工艺虽亦应用于 PCB 领域，但目前主要在 0.15mm 以下直径的微孔领域配合机械钻孔进行钻孔加工，特别用在盲孔、埋孔加工。激光钻孔工艺存在钻机价格高昂且维修更换成本高、孔型不规则、烧蚀过程会导致 PCB 性能不稳定、无法对 PCB 的各类复合材料基材同时达到加工要求等劣势，导致激光钻孔的大批量应用受限，在短期内难以得到突破，不会大幅替代机械钻孔。如果厦芝精密未来无法在 PCB 钻孔工艺领域持续保持技术创新能力，或因技术升级迭代无法保持持续的技术先进性，公司将面临核心技术竞争力降低的风险。

**钨等原材料涨价风险：**钻针等以钨钢作为主要原材料，若外部环境发生变化，原材料的价格会受到一定影响，进而导致公司生产成本发生相应波动，给公司的盈利水平带来不确定性。此外，如果主要供应商因突发因素导致生产经营突发重大变化，或供货质量、时限未能满足公司要求，或与公司业务关系发生变化，或与公司约定的信用政策发生改变，将可能对公司的生产经营或资金情况产生不利影响。

**市场竞争及产品降价风险：**目前刀具行业在法律法规及政策方面并无针对性准入门槛的规定，未来市场竞争将会愈加激烈。尽管下游优质的 PCB 厂商往往会选择供应量稳定、生产工艺成熟、产品质量稳定的供应商进行采购，而且一经确定通常不会轻易更换，但随着行业内竞争者的增加，若未来公司无法在生产工艺改进、人才引进方面持续投入，提升自身产品竞争力，满足下游厂商产品需求，将对公司产品市场地位造成一定的不利影响。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	912	1084	1124	1163	1213	营业收入	1529	1641	1634	1712	1784
应收款项	229	252	241	257	267	营业成本	1026	1146	1168	1217	1261
存货净额	234	272	265	280	291	营业税金及附加	11	14	14	15	15
其他流动资产	31	41	31	36	39	销售费用	92	99	87	87	89
<b>流动资产合计</b>	<b>2239</b>	<b>2462</b>	<b>2478</b>	<b>2554</b>	<b>2626</b>	管理费用	174	186	178	185	190
固定资产	274	304	324	320	310	财务费用	(18)	(30)	(22)	(28)	(29)
无形资产及其他	35	34	33	31	30	投资收益	4	37	34	27	29
投资性房地产	508	298	298	298	298	资产减值及公允价值变动	(8)	(23)	(17)	(15)	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	17	14	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>3057</b>	<b>3098</b>	<b>3132</b>	<b>3203</b>	<b>3264</b>	营业利润	256	255	229	250	272
短期借款及交易性金融负债	19	23	22	21	22	营业外净收支	0	(4)	(0)	(1)	(2)
应付款项	258	304	287	309	321	<b>利润总额</b>	<b>256</b>	<b>251</b>	<b>228</b>	<b>249</b>	<b>270</b>
其他流动负债	149	169	163	172	178	所得税费用	28	24	24	26	30
<b>流动负债合计</b>	<b>426</b>	<b>496</b>	<b>473</b>	<b>502</b>	<b>521</b>	少数股东损益	2	3	3	3	3
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>230</b>	<b>231</b>	<b>201</b>	<b>220</b>	<b>237</b>
其他长期负债	69	58	54	49	43						
<b>长期负债合计</b>	<b>69</b>	<b>58</b>	<b>54</b>	<b>49</b>	<b>43</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>494</b>	<b>554</b>	<b>527</b>	<b>552</b>	<b>564</b>	净利润	230	231	201	220	237
少数股东权益	(5)	(5)	(3)	(2)	(0)	资产减值准备	(3)	(17)	0	0	0
股东权益	2568	2549	2609	2653	2700	折旧摊销	29	33	30	35	38
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3057</b>	<b>3098</b>	<b>3132</b>	<b>3203</b>	<b>3264</b>	公允价值变动损失	8	23	17	15	15
						财务费用	(18)	(30)	(22)	(28)	(29)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(92)	179	1	(11)	(11)
每股收益	2.20	2.20	1.92	2.10	2.26	其它	5	17	2	2	1
每股红利	0.47	1.91	1.35	1.68	1.81	<b>经营活动现金流</b>	<b>176</b>	<b>466</b>	<b>251</b>	<b>260</b>	<b>280</b>
每股净资产	24.53	24.35	24.93	25.35	25.80	资本开支	(52)	(20)	(65)	(45)	(42)
ROIC	15%	10%	10%	12%	13%	其它投资现金流	(636)	19	(4)	1	(0)
ROE	9%	9%	8%	8%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(689)</b>	<b>(1)</b>	<b>(69)</b>	<b>(44)</b>	<b>(42)</b>
毛利率	33%	30%	29%	29%	29%	权益性融资	10	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	12%	12%	12%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	14%	13%	14%	15%	支付股利、利息	(49)	(200)	(141)	(176)	(189)
收入增长	4%	7%	-0%	5%	4%	其它融资现金流	1256	106	(1)	(1)	1
净利润增长率	-6%	0%	-13%	10%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1168</b>	<b>(294)</b>	<b>(142)</b>	<b>(177)</b>	<b>(188)</b>
资产负债率	16%	18%	17%	17%	17%	<b>现金净变动</b>	<b>655</b>	<b>172</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>50</b>
息率	0.4%	1.7%	1.2%	1.5%	1.6%	货币资金的期初余额	257	912	1084	1124	1163
P/E	51.2	51.1	58.6	53.5	49.8	货币资金的期末余额	912	1084	1124	1163	1213
P/B	4.6	4.6	4.5	4.4	4.4	企业自由现金流	85	370	134	166	187
EV/EBITDA	48.3	53.9	56.5	50.6	46.6	权益自由现金流	1341	476	157	190	213

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

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

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

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

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

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032