

浩洋股份(300833)

报告日期: 2024年02月11日

品牌&制造双轮驱动, 产能释放进入成长新周期

——浩洋股份深度报告

投资要点

□ **全球领先的舞台灯光设备龙头。**浩洋股份是深耕行业二十年的舞台娱乐灯光设备龙头企业, 产品类型多元全面, 受益于文化演出限制解除后的爆发性消费, 21、22年公司营收 yoy 分别+54.66%/+97.80%, 归母净利 yoy 分别+54.28%/+161.97%。分区域看, 欧美发达国家是演艺灯光设备的主要消费市场, 公司以外销为主, 2022年外销占比 94.08%以上, 实现收入 11.50 亿元 (yoy+117.16%)。分销售模式看, 公司采取 ODM 和 OBM 双模式并兼顾国内外市场, 其中 OBM 模式在公司收购法国雅顿后占比持续提高, 2022年 ODM/OBM 分别占 41%/55.7%, 而 OBM 高毛利率随着占比提升推动公司整体毛利率改善, 22年 OBM/ODM 毛利率分别为 52.21%/47.45%。

□ **技术更迭引领行业发展, 品牌为核心竞争维度**

舞台灯光票价占比低, 品牌为影响购买决策的重要因素, 强品牌公司享有一定定价权。根据卫报、Finmodelslab 数据测算, 舞台灯光设备在演唱会票价中占比仅约 6%, 舞台灯光设备价格变动对整体票价影响实际较小, 且众多演唱会热度较高, 往往开售后即被抢空, 消费者对于票价敏感度亦较低。而下游价格敏感性较低, 其决策影响因子中品牌将更加重要, 采用大品牌设备更有利于下游舞台设计公司/租赁商承接业务, 强品牌力公司在产业链中将具有一定议价权。

行业 21-22 年高速修复, 23-24 年进入稳健成长。舞台娱乐灯光设备 20 年受卫生事件影响需求大幅萎缩, 21-22 年, 随世界各国卫生管控相继放松, 长期压抑的“报复性”消费需求驱动行业快速修复。根据 IBIS World, 21/22 年美国音乐会等线下演出市场分别同比+95%/34%, 预计 2023 年达 650 亿美元, 同比+10.9%, 24 年后进入稳健增长阶段, 对应舞台灯光行业 23-24 年进入稳增, 我们测算 23 年全球舞台灯光市场规模 59 亿美元。

海外产业并购频繁/龙头扩张意愿较低/产业链特点影响行业集中, 舞台灯光制造业市场集中度较低。2017 年全球生产规模前三大公司的市场份额为 14.28%, 生产规模前十公司的市场份额为 27.88%, 行业整体较为分散。

整体看, 舞台灯光产业是一个品牌+技术双轮驱动的高端制造业, 产业链价值分布决定了品牌力是欧美市场下游客户决策的重点考量因素之一, 产品高速迭代与 TOB 的商业属性决定了强研发设计制造能力亦是份额提升的关键。由此具备强品牌力同时在中国 (工程师优势、产业集群效应) 具产能的龙头企业份额有望长期提升。

□ **品牌&制造双轮驱动, 浩洋产品力领先**

收购“AYRTON”构筑品牌护城河。法国雅顿是世界第一台 LED 摇头灯的研发和生产者, 品牌力领先。公司自 2010 年开始公司与法国雅顿一直保持 ODM 合作, 2014 年以增资方式取得法国雅顿 41% 股权实现控股, 2017 年实现全资收购。收购后, 基于公司强制造与雅顿强品牌, 公司 OBM 收入占比持续提升, 22 年雅顿占公司收入已从 17 年 14% 提升至接近 50%。演艺灯光设备行业起源于欧洲, 发展于欧美。目前国际知名的专业舞台灯光企业已在发达地区建立了品牌和渠道优势, 中国品牌想要在短时间内以自主品牌进入海外市场存在较大的困难。公司提前布局海外赛道, 是国内当下唯一一家拥有海外头部自主品牌的企业, 其有望依托品牌优势驱动公司份额持续提升。

研发生产制造优势突出, 核心产品性价比优势较明显。公司作为工信部认定的演艺灯光设备行业“制造业单项冠军培育企业”, 自成立以来一直重视技术创新工作, 研发费用大幅领先可比上市公司。公司研发人员数量占比始终保持 10% 以

投资评级: 买入(首次)

收盘价 ¥ 102.53
总市值(百万元) 8,646.05
总股本(百万股) 84.33

股票走势图



相关报告

上，研发团队整体稳定。在雄厚研发实力的加持下，公司在结构、散热、光学等领域自主研发多项核心技术，核心技术产品收入占比于19年已达89.58%，成为公司最主要的收入。持续高研发投入下，雅顿高、中高、中三种定位产品的核心指标/性价比对标行业同级别龙头 ROBE 具有领先优势。

募投项目市场逐步落地驱动成长。公司当前产能瓶颈限制代工业务规模与自主品牌拓展。2020年公司募投项目计划投入五个项目，截至2022年12月31日，公司募投项目均已进入主体结构建设阶段，伴随产能逐步释放公司 OBM/ODM 业务将进入成长快车道。

□ 盈利预测与估值

公司作为舞台娱乐灯光设备龙头企业，制造&品牌双轮驱动下长期成长空间广阔，我们预计公司23-25年实现收入14.08/17.97/22.62亿元，分别同比+15%/+28%/+26%，实现归母净利润4.4/5.6/7.1亿元，分别同比+24%/+27%/+27%，对应PE 20/15/12X，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

海外需求下滑，汇率波动，市场竞争加剧。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,223	1,408	1,797	2,262
(+/-) (%)	97.80%	15.16%	27.64%	25.86%
归母净利润	356	440	560	709
(+/-) (%)	161.97%	23.56%	27.16%	26.72%
每股收益(元)	4.22	5.22	6.64	8.41
P/E	24.27	19.65	15.45	12.19

资料：浙商证券研究所

正文目录

1 舞台娱乐灯光设备龙头，竞争力全球领先	6
1.1 深耕行业近二十年，产品力及盈利能力亮眼	6
1.2 股权结构集中，员工持股调动积极性	8
1.3 OBM 发力驱动盈利能力持续上行	9
2 技术更迭引领行业发展，品牌力决定盈利能力	11
2.1 技术更迭为行业主旋律，舞台设备品牌具议价权	11
2.2 21-23 年需求修复，24 年进入稳增	13
2.3 产业并购频繁，强品牌&强制造龙头份额提升路径顺畅	18
3 品牌&制造双轮驱动，产品力领先	20
3.1 收购“AYRTON”构筑品牌护城河，产品迭代高端化优势显著	20
3.2 研发实力雄厚，核心技术在手	23
3.3 募投项目逐步落地，产能释放驱动成长	26
4 盈利预测及投资建议	27
4.1 盈利预测	27
4.2 投资建议	28
5 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司舞台娱乐灯光产品展示.....	6
图 2: 公司建筑照明设备、桁架产品展示.....	6
图 3: 公司股权结构.....	8
图 4: 公司董事及高管履历.....	8
图 5: 2019 年外销地区收入分布 (单位: 百万元).....	10
图 6: 舞台灯光设备发展历程.....	12
图 7: 舞台灯光产业链结构.....	12
图 8: 舞台灯光占票价比例较低.....	13
图 9: 美国音乐会等线下演出产业市场规模与增速.....	13
图 10: 美国线下演出市场规模拆分 (亿美元).....	14
图 11: 全球 top100 音乐巡回演出票房收入及增速.....	14
图 12: 全球 top100 音乐巡回演出票务销售量及增速.....	14
图 13: 百老汇演出季收入.....	15
图 14: 百老汇演出季演出周数及观众人数.....	15
图 15: 百老汇演出季每周观众人数 (人).....	15
图 16: 全球排名前 25 的主题公园游客数量及增速.....	16
图 17: 北美排名前 20 的主题公园游客数量及增速.....	16
图 18: 我国大型演唱会、音乐节票房收入及增速.....	16
图 19: 2023 年 4 月-7 月演唱会网络热度.....	16
图 20: 23 年 8-10 月重磅演唱会 (部分).....	17
图 21: 23 年 8 月-10 月 livehouse&音乐节/剧场&脱口秀 (部分).....	17
图 22: 我国人均可支配收入.....	18
图 23: 我国居民人均教育文化娱乐支出.....	18
图 24: 全国演出市场规模.....	18
图 25: 全国演出市场行业规模占教育文化娱乐支出的比例.....	18
图 26: 2017 年舞台灯光行业 CR3.....	19
图 27: 2017 年舞台灯光行业 CR10.....	19
图 28: 我国舞台灯光注册企业数量及增速.....	20
图 29: 我国舞台灯光注册企业数量 top10 省市 (截止 2020.2.21).....	20
图 30: “AYRTON” 产品销量占舞台灯光整体销量比例.....	22
图 31: 法国 AYRTON 及公司舞台娱乐灯光产品销售均价.....	22
图 32: “AYRTON” 整合前后产品持续迭代.....	22
图 33: “双反” 期间毛利率不降反升.....	23
图 34: 公司营业收入前五大客户占比.....	23
图 35: 公司及可比公司研发费用及研发费用率.....	24
图 36: 公司研发人员数量及占比.....	24
图 37: 核心技术产品收入及占比.....	25
图 38: AYRTON、ROBE 产品对比.....	26
图 39: 公司产能情况.....	26
图 40: 产能利用率.....	26
表 1: 公司产品参与项目 (部分).....	7

表 2: 公司财务一览.....	7
表 3: 第一期员工持股计划参与人.....	9
表 4: 第一期员工持股计划解锁条件.....	9
表 5: 公司分产品营收及毛利率 (百万元)	9
表 6: 分地区营收及毛利率 (单位: 百万元)	10
表 7: 分业务模式营收及毛利率 (单位: 百万元)	11
表 8: 海外知名公司.....	19
表 9: 国内龙头企业.....	20
表 10: 公司核心客户	21
表 11: 公司及行业可比 2 自主品牌.....	23
表 12: 公司核心技术 (部分)	24
表 13: 公司获多项专利及技术奖项.....	25
表 14: 公司知识产权数量领先其他国内龙头.....	25
表 15: 公司募投项目投资进度 (截至 2022 年 12 月 31 日)	27
表 16: 浩洋股份盈利预测拆分.....	28
表 17: 可比公司估值表 (数据截止 2 月 8 日)	28
表附录: 三大报表预测值.....	30

1 舞台娱乐灯光设备龙头，竞争力全球领先

1.1 深耕行业近二十年，产品力及盈利能力亮眼

公司成立于 2005 年，是一家集舞台娱乐灯光设备、建筑照明设备、桁架和紫外线消毒设备等产品的研发、生产与销售为一体的高新技术企业，经过十余年的积累，在演艺灯光设备的造型、电子、光学、热学、机械结构及控制系统等技术领域拥有多项自主知识产权。

图1：公司舞台娱乐灯光产品展示

	产品类型	产品系列	产品展示
摇头灯	图案灯	PT系列 (HID铂金灯牌)	
		GL系列 (LED)	
	染色灯	V系列 (HID)	
		GLWP系列 (LED)	
		GLW系列 (多个LED)	
	光束灯	PT系列 (HID)	
		G系列 (HID)	
	光束染色灯二合一	G WB系列 (HID)	
	光束图案灯二合一	G HYBRID系列 (HID)	
	光束图案染色灯三合一	G HYBRID 系列 (HID)	
频闪灯	Magic Burst 系列 (LED)		
静态灯	染色灯	LPAR系列 (LED)	
	追光灯	FS系列 (HID)	
	聚光灯	F系列 (LED)	
	成像灯	T系列 (LED)	
		T IP系列 (LED)	

资料：招股说明书，浙商证券研究所

图2：公司建筑照明设备、桁架产品展示

	产品类型	产品系列	产品展示	
建筑照明设备	户内洗墙灯	ALVT系列		
	建筑洗墙灯	ELV系列		
		TEX系列		
	建筑投光灯	DOT系列		
		REC系列		
	建筑矩阵灯	PIX系列		
	景观照明埋地灯	POT系列		
		VIC系列		
	桁架	产品类型	产品展示	
		插销式桁架		
	螺丝式桁架			

资料：招股说明书，浙商证券研究所

产品类型多元丰富，多次参与国内外大型项目。(1) 舞台娱乐灯光设备能够随着演出剧情的发展，以光色及其变化营造环境、渲染气氛、突出中心人物，创造舞台空间感、时

间感，塑造舞台演出的外部形象，主要包括图案灯、染色灯和光束灯等，应用于大型活动舞台、剧院、电视演播厅等。(2) **建筑照明设备**用于渲染建筑物，提高其观赏性，多用于城市景观照明。(3) **桁架**是一种由铝合金杆件彼此在两端连接而成的结构，用于搭建演出舞台、悬挂和固定演艺灯具等。(4) **紫外线消毒设备**即为利用高强度的紫外线杀菌灯照射，破坏细菌和病毒的DNA等内部结构，从而达到杀灭病原微生物的消毒装置。作为国家文化出口重点企业、国家文化产业示范基地、工信部认定的演艺灯光设备行业“制造业单项冠军培育企业”、“专精特新小巨人企业”，海关认定的“AEO高级认证企业”，公司的产品赢得了市场和客户的认可，多次参与国内外有影响力的大型项目。

表1: 公司产品参与项目(部分)

年份	参与项目
2008	北京奥运会
2010	上海世博会
2012	伦敦奥运会
2014	南京青奥会
2016	G20杭州峰会
2017	广州财富论坛
2018	上海合作组织青岛峰会
2019	国庆70周年天安门庆典
2022	卡塔尔世界杯
其他	央视及各大卫视春晚、欧洲歌唱大赛等大型演艺活动；上海中心、深圳平安金融中心等知名建筑项目

资料：公司公告，浙商证券研究所

业绩整体稳定增长，20年受损，21年开启强劲复苏。公司营收从2017年5.79亿元增长至22年12.23亿元，CAGR16.12%；归母净利润从2017年0.52亿元增长至2022年3.56亿元，CAGR46.88%。2020年受外部环境影响，公司主要产品市场需求低迷，营收及利润均下降。2021年，随着欧美等地区的部分国家逐步放松限制演艺活动的相关政策措施，带动公司业绩持续提升，21、22年公司营收yoy分别+54.66%/+97.80%，归母净利yoy分别+54.28%/+161.97%。

表2: 公司财务一览

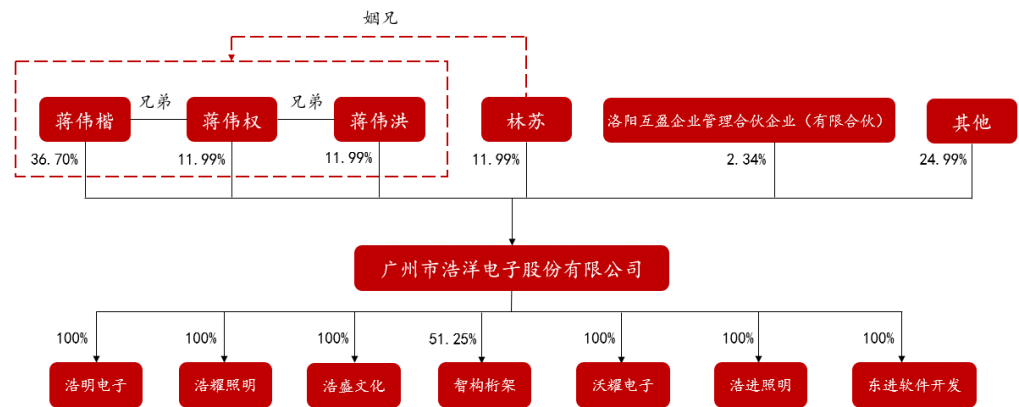
单位: 百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
营业收入	579.08	686.40	845.06	399.69	618.14	1,222.70	709.03
YOY	14.53%	18.53%	23.12%	-52.70%	54.66%	97.80%	24.16%
归母净利润	52.10	113.43	196.25	88.13	135.96	356.17	223.25
YOY	-39.31%	117.72%	73.01%	-55.09%	54.28%	161.97%	27.12%
毛利率	40.78%	42.55%	48.19%	46.06%	45.29%	50.18%	50.64%
归母净利率	9.00%	16.53%	23.22%	22.05%	21.99%	29.13%	31.49%
存货	132.79	152.87	150.84	136.63	251.20	295.56	233.84
较上年同期增减	-4.05	20.09	-2.03	-14.21	114.57	44.36	-74.65
存货周转天数	141.53	130.40	124.86	240.03	206.41	162.21	137.48
较上年同期增减	-17.39	-11.13	-5.54	115.18	-33.62	-44.20	-42.56
应收账款及票据	86.90	66.26	88.64	98.60	187.60	156.83	210.66
较上年同期增减	15.20	-20.65	22.38	9.96	89.00	-30.78	4.85
应收账款周转天数	49.15	39.93	32.79	79.60	79.42	49.83	45.47
较上年同期增减	2.45	-9.21	-7.15	46.82	-0.18	-29.59	-15.43
应付账款及应付票据	71.24	76.21	50.52	24.09	120.64	128.40	196.04
较上年同期增减	5.76	4.97	-25.69	-26.43	96.55	7.75	48.72
应付账款周转天数	71.76	67.31	52.10	62.17	76.95	61.88	55.11
较上年同期增减	6.06	-4.46	-15.21	10.07	14.78	-15.07	-31.08
预收账款(合同负债)	8.05	10.21	3.22	3.23	9.14	12.06	11.86
较上年同期增减	4.18	2.16	-6.99	0.01	5.91	2.92	1.91
经营性现金流净额	90.00	133.39	167.95	55.75	61.45	356.38	258.42
较上年同期增减	15.94%	48.21%	25.91%	-66.80%	10.21%	480.00%	134.99%
筹资性现金流净额	-18.12	-38.55	-2.92	1,024.25	-48.32	-97.77	-196.17
较上年同期增减	53.87%	112.72%	-92.43%	-35214.91%	-104.72%	102.34%	151.91%
资本开支	40.73	13.22	36.15	13.95	33.90	183.19	59.78
较上年同期增减	30.85	-27.52	22.93	-22.20	19.95	149.30	6.16
ROE	14.52%	24.04%	29.39%	5.01%	7.33%	16.60%	10.20%
YOY(±)	-15.36%	10.47%	6.95%	-27.57%	0.96%	10.99%	0.90%
资产负债率	29.23%	24.82%	12.72%	3.61%	10.04%	11.28%	12.20%
净资产	371.98	487.92	687.06	1,775.70	1,873.86	2,166.32	2,208.77

资料：Wind，浙商证券研究所

1.2 股权结构集中，员工持股调动积极性

股权结构集中，家族企业管控力强。公司为家族式企业，蒋伟楷、蒋伟权、蒋伟洪三人为兄弟关系，林苏的配偶与蒋伟楷、蒋伟权、蒋伟洪三人为姐弟关系，四人合计持股比例为 72.67%。公司控股股东为蒋伟楷，与蒋伟权同为实际控制人，二人合计持股 48.69%。公司股权结构稳定，利于管理。公司旗下 7 个控股子公司围绕舞台灯光业务广泛，主要包括照明、电子、桁架等业务。

图3：公司股权结构



资料：Wind，浙商证券研究所

管理层经验丰富，董事长技术起家。董事长蒋伟楷为电子技术高级工程师，曾任多家电子/灯光公司工程师，任职超过 30 年。高管普遍任职近 20 年，拥有丰富的市场、研发、销售、财务、管理、技术经验，管理团队稳定。

图4：公司董事及高管履历

姓名	职位	简历
蒋伟楷	董事长兼总经理	电子技术高级工程师。曾任番禺隆辉电子有限公司工程师、深圳超顺发电机有限公司销售经理、番禺市石基金海五金灯饰厂工程师、番禺区南村金海灯光音响器材厂总经理、番禺市桥沙头金洋灯光音响器材厂总经理。2011年8月起任公司董事长，2016年7月至今任公司董事长兼总经理。
谢诚之	副总经理、生产部总监	曾任浙江昌盛电气股份有限公司执行副总经理。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。
肖翠娟	副总经理、国际业务部销售总监	曾任广州市亚太行科技贸易有限公司外销业务员。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。
黄前程	副总经理、研发总监	光学专业。曾任欧司朗(中国)照明有限公司研发经理、美的照明有限公司研发总监、深圳艾比森广电股份有限公司研发经理、深圳珈玮照明股份有限公司高级项目经理兼产品经理。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。
劳杰伟	董事会秘书	曾任广东明盛律师事务所律师。2012年3月至2016年7月担任公司总经办助理兼法务；2016年7月至今担任公司董事、董事会秘书。
许凯棋	财务总监	曾任番禺隆辉电子有限公司，担任技术员/助理工程师、番禺邦腾化工有限公司会计/科长、番禺迅捷化工有限公司财务经理、番禺宏远家具制造有限公司财务经理、番禺市桥沙头金洋灯光音响器材厂财务部主管。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。

资料：Wind，浙商证券研究所

核心员工持股，有效调动积极性。2022年11月29日公司开启第一期员工持股计划，拟筹集资金总额不超过3000万元，参与员工不超过160人，所有参加对象为对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的核心关键人员。本次计划所获标的股票分三批解锁，分别自公司公告最后一笔标的股票过户至持股计划名下之日起算满12/24/36个月解锁，解锁比例依次为40%/30%/30%。

表3: 第一期员工持股计划参与人

持有人	职务	持有份额上限 (万元)	占本员工持股计划总份额 的比例(%)
许凯祺	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
其他关键前中后台员工 (不超过150人)		2690	89.67
合计		3000	100

资料 : 公司公告, 浙商证券研究所

表4: 第一期员工持股计划解锁条件

解锁安排	解锁时间	解锁比例
第一批解锁	自公司公告最后一笔标的股票过户至持股计划名下之日起算满12个月	40%
第二批解锁	自公司公告最后一笔标的股票过户至持股计划名下之日起算满24个月	30%
第三批解锁	自公司公告最后一笔标的股票过户至持股计划名下之日起算满36个月	30%

资料 : 公司公告, 浙商证券研究所

1.3 OBM 发力驱动盈利能力持续上行

分产品看，公司主要高毛利产品为舞台灯光娱乐设备，产品品类齐全。公司产品分为舞台娱乐灯光设备、建筑照明设备、桁架、配件和其他产品、紫外线灯。其中舞台灯光娱乐设备占比17年后保持在80%以上，22年占比达91.55%；毛利率始终保持在40%以上，22年毛利率达50.73%。

表5: 公司分产品营收及毛利率 (百万元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
舞台娱乐灯光设备	457.15	577.07	731.13	327.21	548.74	1119.35
占比	78.9%	84.1%	86.5%	81.9%	88.8%	91.5%
毛利率	41.91%	43.36%	49.69%	48.15%	46.22%	50.73%
桁架	37.08	40.71	41.48	13.45	27.18	35.10
占比	6.4%	5.9%	4.9%	3.4%	4.4%	2.9%
毛利率	38.1%	38.9%	40.4%	30.7%	37.5%	40.0%
建筑照明设备	20.15	21.43	15.13	12.87	7.44	21.55
占比	3.5%	3.1%	1.8%	3.2%	1.2%	1.8%
毛利率	42.23%	37.67%	42.10%	37.97%	36.33%	45.08%
紫外线灯				8.64	8.02	6.46
占比				2.2%	1.3%	0.5%
毛利率				49.08%	32.21%	30.09%

资料 : Wind, 浙商证券研究所

分销售模式看，公司以外销为主，核心销售区为美洲和欧洲。公司境外收入占比始终维持70%以上，2020-2021年受外部事件影响内外销同步受挫，常态化管控后需求大增，2022年已超越19年水平，当年外销占比94.08%以上，实现收入11.50亿元(yoy+117.16%)。

欧美发达国家是演艺灯光设备的主要消费市场，公司与通过 ODM 以及自有品牌 AYRTON 进入欧美市场。公司 17-19 年海外业务稳健增长，一方面系大力拓展 ODM 业务，另一方面公司通过收购法国雅顿，快速建立起欧美市场的销售渠道，宏观事件影响消退后，近年来增长态势更盛。

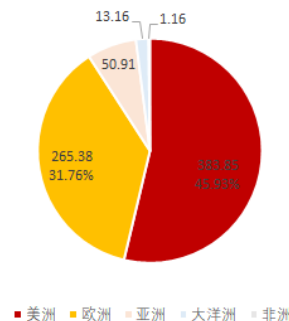
国内市场竞争相对激烈，海外高毛利。自 2017 年全资收购法国雅顿后，公司战略及产能向欧美市场倾斜。国内市场主要以稳定为主，有选择性的销售给知名客户以及能够应用于提高公司知名度的项目，如 2019 年庆祝中华人民共和国 70 周年文艺晚会、央视及各大卫视春晚等。外销毛利率始终高于国内产品，主要受益于法国雅顿自有品牌“AYRTON”品牌，享有品牌溢价。外销占比提高，拉动公司毛利率提升。

表6: 分地区营收及毛利率 (单位: 百万元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
内销	120.09	117.09	121.17	110.38	88.45	72.44
占比	20.7%	17.1%	14.3%	27.6%	14.3%	5.9%
毛利率	32.90%	31.95%	32.72%	32.44%	27.38%	32.53%
外销	431.43	561.97	714.47	289.30	529.69	1150.26
占比	74.5%	81.9%	84.5%	72.4%	85.7%	94.1%
毛利率	44.0%	44.6%	51.0%	51.3%	48.3%	51.3%

资料 : Wind, 浙商证券研究所

图5: 2019 年外销地区收入分布 (单位: 百万元)



资料 : 招股说明书, 浙商证券研究所

分销售模式看，公司采取 ODM 和 OBM 双模式战略，同时兼顾国内外市场。

国内 OBM: 主要客户为电视台、剧场剧院、体育馆、各类型演艺场馆、旅游演艺项目运营企业、具有内部舞台的企事业单位、演艺灯光设备租赁商等终端用户和演艺灯光设备工程综合解决方案的提供商。公司国内客户的开发途径主要包括参加展会、各类型招标平台寻找招标项目等。整体看，公司国内业务基本完全由 OBM 构成，19 年 OBM 占内销收入比例已达 83.27%。

海外 ODM: 产品销售全部以直销方式销售，近年来由于产能限制，主动进行一定客户筛选并将产能用于支撑自主品牌发展，占海外收入比例由 17 年的 75.93% 下降至 19 年的 57.04%，核心客户包括 ADJ、海恩系统、ACT Lighting 等。

海外 OBM: 主要通过海外子公司进行销售，以经销模式为主，直销模式为辅，经销及直销同步发力，19 年占海外收入比例分别提升至 28.00%/12.61%，主要销售对象为全球各地的经销商。国内自主品牌“TERBLY”的海外销售客户主要为亚洲、非洲、南美、中东和东欧等地区有实力的演艺灯光设备采购商，以直销为主；法国雅顿自主品牌“AYRTON”的海外销售客户为全球范围内的专业舞台灯光演艺灯光设备经销商，“AYRTON”品牌的销售基本以经销为主。海外客户开发途径主要包括参加展会、通过行业杂志与网络平台寻找客户、当地拜访等。

OBM 模式占比提高，驱动综合毛利率提升。公司自 17 年收购法国雅顿后，OBM 模式收入占比持续攀升，20 年超越 ODM 后收入占比持续在 55% 以上。OBM 模式销售的产品为母公司和子公司法国雅顿的自主品牌，法国雅顿定位高端，具有强品牌影响力、高产品附加值，22 年 OBM/ODM 毛利率分别为 52.21%/47.45%。

表7：分业务模式营收及毛利率（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ODM	338.06	395.34	408.14	131.40	236.25	501.35
占比	58.4%	57.6%	48.3%	32.9%	38.2%	41.0%
毛利率	41.84%	42.18%	46.75%		46.91%	47.45%
OBM	176.32	243.87	379.59	230.78	355.13	681.11
占比	30.4%	35.5%	44.9%	57.7%	57.5%	55.7%
毛利率	42.0%	45.0%	52.4%		44.6%	52.2%

资料：公司公告，浙商证券研究所

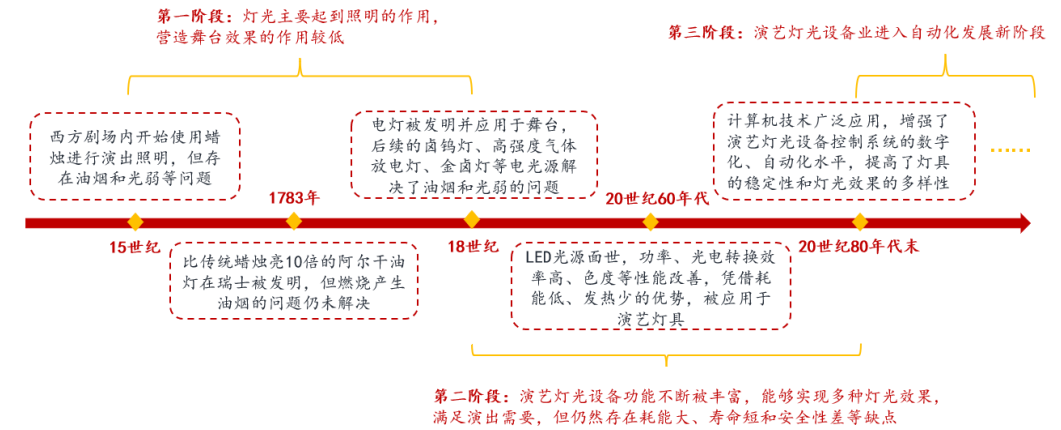
2 技术更迭引领行业发展，品牌力决定盈利能力

2.1 技术更迭为行业主旋律，舞台设备品牌具议价权

技术更迭引领行业成长。舞台灯光设备是用于舞台照明的设备，主要功能是随着演出剧情的发展，以光色及其变化营造环境、渲染气氛、突出中心人物，创造舞台空间感、时间感，塑造舞台演出的外部形象。舞台灯光设备发展历程分三个阶段，从最初单纯的照明功能不断迭代。18 世纪阿尔干油灯的出现大幅改善了亮度不足问题，电灯及其衍生品的问世在进一步改善光照的同时解决了油烟问题。20 世纪 60 年代以来，LED 光源使舞台灯光设备的功率、能耗、热度等性能更上一层楼，计算机技术在数字化、智能化水平等方面助力舞台灯光设备开启新纪元，艺术效果、创新能力成为受众关注的焦点，稳定性、多样性需求层出不穷。

国内发展近 40 年，起步晚更迭快。国内文化娱乐消费需求自 20 世纪 90 年代以来快速提升，刺激演艺专业灯光设备市场第一次飞速发展。行业整合阶段中，产品质量不断提高，市场格局重新确立。早期本土演艺灯光需求由海外企业满足，而本土演艺灯光设备制造商以 08 年北京奥运会为契机打开了国内大型演艺活动市场，并陆续参与国内外大型赛事及庆典活动使得行业整体竞争力不断增强，品牌知名度进一步提升。“十二五”以来，国家高度重视文化产业发展，颁布了一系列支持文化产业发展的政策。受利好政策的支持，我国演出市场进入了迅速发展的新阶段。

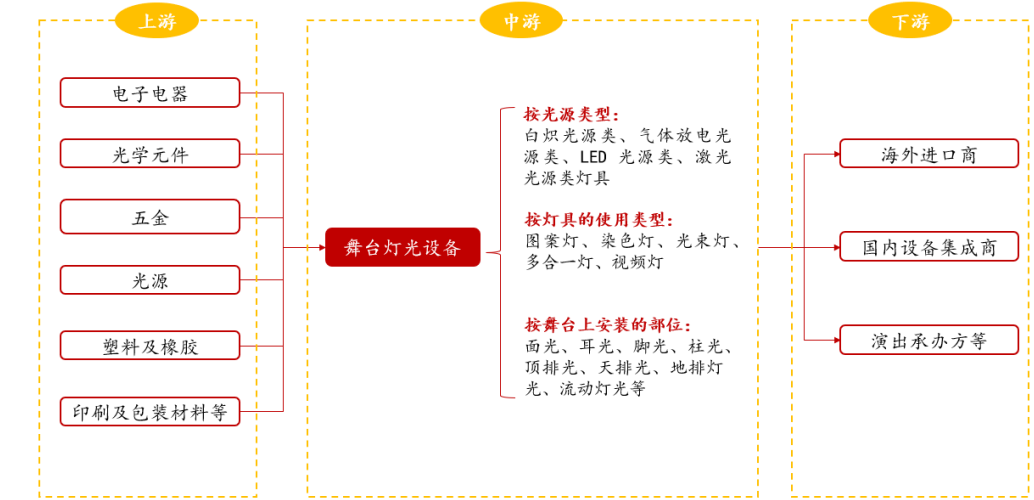
图6: 舞台灯光设备发展历程



资料 : 招股说明书, 浙商证券研究所

上游充分竞争, 下游前景广阔。演艺灯光设备上游行业主要包括电子电器、光学元件、五金、光源、塑料及橡胶、印刷及包装材料等制造业。上游各类原材料制造业均属于充分竞争行业, 供应商数量多, 原材料供给充分, 经营规模较大的企业有较强的议价能力。下游行业的参与者主要包括海外的进口商、国内的演艺灯光设备集成商、演出承办方等。国际采购商在世界主要市场拥有稳定的销售渠道, 是演艺灯光设备制造企业重要的业务 ; 国内巨大的市场增长空间也为演艺灯光设备制造商提供了广阔的发展前景。

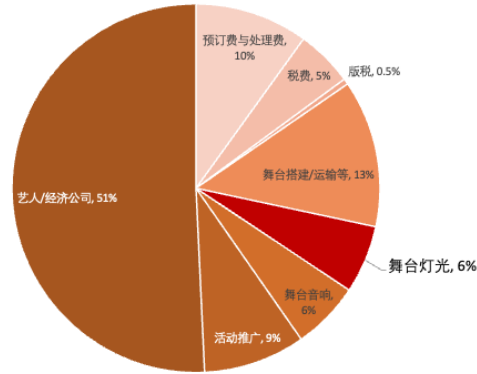
图7: 舞台灯光产业链结构



资料 : 招股说明书, 浙商证券研究所

舞台灯光票价占比低, 强品牌公司享有一定定价权。根据卫报、Finmodelslab 数据测算, 舞台灯光设备在演唱会票价中占比仅约 6%, 舞台灯光设备价格变动对整体票价影响实际较小。而下游价格敏感性较低, 其决策影响因子中品牌将更加重要, 采用大品牌设备更有利于下游舞台设计公司/租赁商承接业务, 强品牌力公司在产业链中将具有一定议价权。

图8：舞台灯光占票价比例较低

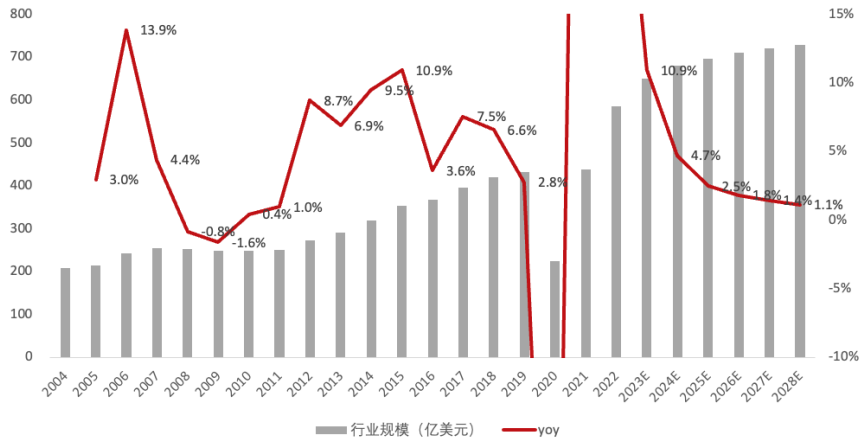


资料：卫报, Finmodelslab, 浙商证券研究所

2.2 21-23 年需求修复，24 年进入稳增

全球市场：音乐演出市场表现亮眼，全市场恢复性需求增量可期。舞台娱乐灯光设备主要应用于音乐演唱会、戏剧演出等。同时，随着全球旅游市场的发展，主题公园也对舞台娱乐灯光设备有着可观的需求。21-22 年，随世界各国放松公开活动限制，各细分下游市场均有不同程度恢复性增长，长期压抑的“报复性”消费贡献良多。**美国市场与全球市场表现趋势相近，根据 IBIS World，21/22 年美国音乐会等线下演出市场分别同比+95%/34%，预计 2023 年达 650 亿美元，同比+10.9%，24 年后进入稳健增长阶段。**

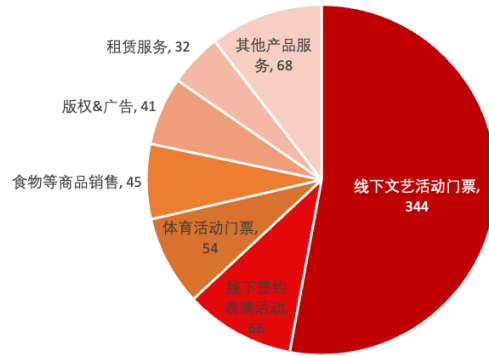
图9：美国音乐会等线下演出产业市场规模与增速



资料：IBIS World, 浙商证券研究所

测算全球舞台灯光市场规模约 59 亿美元。根据 ISBS World 数据，2023 年美国音乐会等线下演出市场 650 亿美元市场规模中，344 亿美元为文艺表演相关门票收入，按照前文测算，预计美国舞台灯光市场规模约 20.6 亿美元，参考 Arizton 北美舞台灯光市场占全球市场 34.82%，对应 23 年全球舞台灯光市场规模约 59 亿美元。

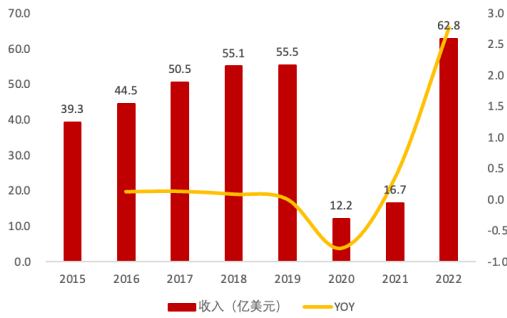
图10: 美国线下演出市场规模拆分(亿美元)



资料 : IBIS World, 浙商证券研究所

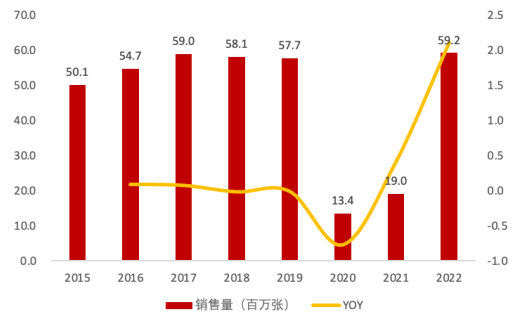
(1) 音乐演出市场: 增长态势亮眼, 总量已超 19 年水平。舞台娱乐灯光设备能够渲染舞台、营造气氛, 是音乐演出达到良好舞台效果必不可少的设备。音乐巡回演出场所的不确定刺激了舞台灯光设备的定制化需求, 进而贡献市场增量。20 年前全球 top100 音乐巡回演出票务销量表现稳健, 带动票房收入从 11 年的 42.4 亿美元稳步攀升至 19 年的 55.5 亿美元, CAGR4.56%。受外部环境影响 20 年、21 年票务销量显著下滑, 20 年票房收入同比下降 77.93%。伴随欧美地区取消管控, “报复性”文旅消费需求激增, 22 年票务销量及收入触底反弹, 分别同比+211%/277%, 超越 19 年水平, 分别为 19 年的 113%/103%。

图11: 全球 top100 音乐巡回演出票房收入及增速



资料 : pollstar, 浙商证券研究所

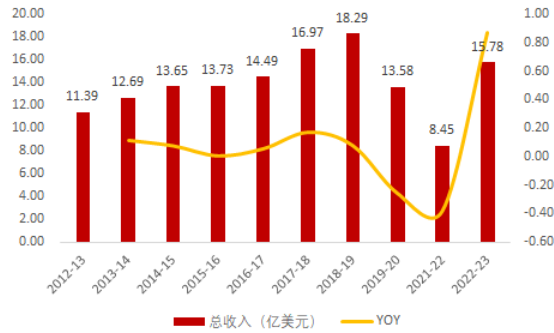
图12: 全球 top100 音乐巡回演出票务销售量及增速



资料 : pollstar, 浙商证券研究所

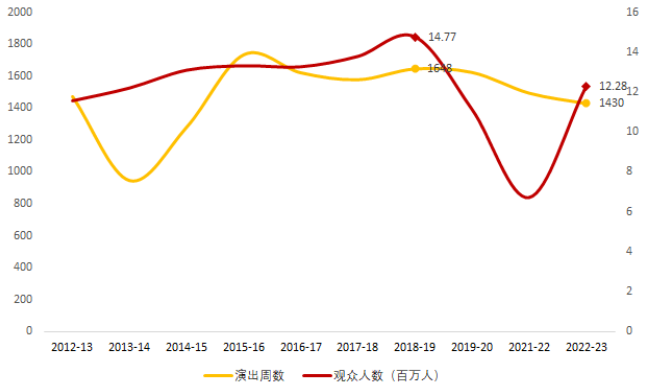
(2) 经典戏剧市场: 百老汇收入触底反弹, 每周观众人数激增。剧场戏剧演出效果受灯光运用效果影响, 不同剧目需要特定的灯光效果配合。灯光效果创新迭代成为传统戏剧演出保持生命力并获得观众认可的重要因素。因此, 为满足各类戏剧演出的需要, 剧场对灯光设备有着稳定的更新需求。百老汇是全球戏剧的代表, 也是各种剧院的聚集地, 20 年前百老汇演出季收入持续稳步提升, 从 12-13 年的 11.39 亿美元增长至 18-19 年的 18.29 亿美元, CAGR8.21%。受外部环境影响 19-20、21-22 演出季收入分别同比-25.75%/-37.78%。随管控放开 22-23 演出季收入向上修复至 15.78 亿美元 (yoy+86.75%), 达历史高点 18-19 演出季收入的 86.28%。百老汇演出周数及观众人数偶有错配现象, 22-23 演出季周数持续下降而观众人数大幅提升。每周观众人数在经历连续两年大幅下跌后显著提升, 恢复至 18-19 演出季的 95.82%。

图13: 百老汇演出季收入



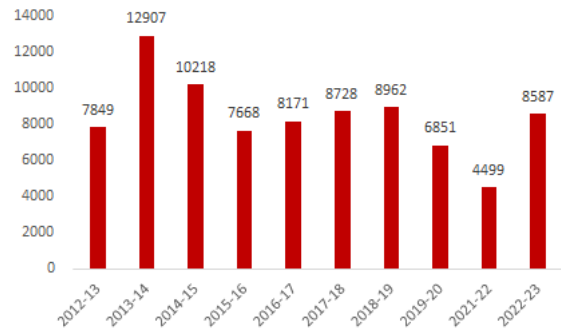
资料 : 百老汇联盟, 浙商证券研究所

图14: 百老汇演出季演出周数及观众人数



资料 : 百老汇联盟, 浙商证券研究所

图15: 百老汇演出季每周观众人数 (人)



资料 : 百老汇联盟, 浙商证券研究所

(3) 全球娱乐/主题公园市场: 全球稳步修复, 北美表现最佳。 娱乐/主题公园满足了游客游玩一体化的需求, 演出活动和建筑景观均需要演艺灯光设备提供灯光效果。其中演出活动需要定制化的灯光效果, 舞台娱乐灯光设备更新频率较高。全球排名前25的主题公园游客量从12年的2.06亿人稳步增长至19年的2.54亿人, CAGR3.04%。20年受外部环境影响游客数显著收缩(yoy-67.20%), 经三年努力回升至22年的1.78亿人, 达19年的70.31%。2021年7月, 北美排名前20位的主题公园全数对外开放, 2021年整体游客量同比上涨136%, 其表现远超全球其他地区。22年北美前20的主题公园游客量达19年高峰水平的88.62%。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/666215023114010045>