

**投资评级：强烈推荐（首次）**
**报告日期：2020年08月10日**
**市场数据**

目前股价	4.56
总市值（亿元）	66.22
流通市值（亿元）	66.22
总股本（万股）	145,210
流通股本（万股）	145,210
12个月最高/最低	4.85/3.28

**分析师**

分析师：邹兰兰 S1070518060001

☎ 021-31829706

✉ zoulalan@cgws.com

联系人（研究助理）：舒迪 S1070119070023

☎ 021-31829734

✉ shudi@cgws.com

**相关报告**

&lt;&lt;需求端春回花开，LED行业盈利提升在望&gt;&gt; 2020-08-05

# 顺势而为发展LED照明自主品牌，盈利能力显著提升迎变局

**——阳光照明（600261）公司深度报告**
**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5616	5316	4722	5137	6120
(+/-%)	11.5%	-5.3%	-11.2%	8.8%	19.1%
净利润（百万元）	385	484	581	632	729
(+/-%)	-4.1%	26.0%	20.0%	8.7%	15.5%
摊薄 EPS（元/股）	0.26	0.33	0.40	0.44	0.50
PE	17	14	11	10	9

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 四十年深耕照明行业，转型发展LED照明自主品牌初见成效：**阳光照明创建于1975年，前身系上虞灯泡厂，2000年上海证券交易所挂牌上市。公司四十年发展历程深耕照明行业，具有多年国际大厂代工经验，技术水平与产品质量过硬。公司LED照明产品以实现多场景应用，品类齐全，并大力发展智能照明、智能楼宇等新一代产品，乘势海外龙头厂商调整期，有望打造全球知名品牌照明企业。公司近年转型逐见成效，管理模式完成了从业务型集团向管控型集团转型，公司规划未来要实现自主渠道和非自主渠道收入比例达到2:1，灯具与光源收入比例达到2:1。公司毛利率从2018年24.28%提升至2020Q1的33.82%，预计随着公司客户结构调整，自主品牌占比提升，公司毛利率有望持续提升。
- 本土LED照明产业趋于成熟，自主品牌建设加速崛起：**随着LED照明产品渗透率逐步提升，LED照明产业进入平稳增长期，照明行业从无序逐渐过渡到有序竞争。LED照明行业经历技术革新以及产能快速扩张期后，LED灯泡价格趋于稳定，供需关系逐渐改善。2019年，我国照明行业规模以上企业数量首次负增长，同比下滑1.60%，LED行业供给端逐渐收缩，产业集中度提升。本土照明行业作为典型轻工业分支，长期受益全球化分工，产业培育充分。随着国际照明大厂近年频繁的整合退出，我国照明行业的品牌升级之路有望获得历史发展窗口。优质的本土LED照明企业有望厚积薄发，充分发挥供应链管理和产品积累优势，在全球照明市场扩大品牌影响力和市场份额。
- 公司四大转型顺应行业大变局，打造国际化品牌影响力：**在照明行业从传统产品过渡到LED产品过程中，公司顺行业大势进行战略转型调整，主要包括：1、技术转型，由传统荧光灯技术向LED固态技术转型；2、产品结构转型，由传统荧光灯光源产品为主向照明灯具产品转型；3、客户结构转型，由以代工模式为主向自主品牌转型；4、管理模式转型，由业务型集团向管控型集团转型。公司战略转型顺应海外大厂退出整合之行业大变局，内生方面加强集团管理、布局智能照明、重视人才激励等构建

集团公司核心竞争力，外延方面大举收购海内外渠道与品牌公司、收缩多年国际大厂代工、加强自主品牌建设力度等有望打造新一代国际化照明行业龙头企业。

- **首次推荐，给与“强烈推荐”评级：**我们看好公司逐步收缩国际大厂代工业务，顺势而为构建自主品牌影响力，预计公司 2020 年-2022 年的归母净利润分别为 5.81/6.32/7.29 亿元，EPS 为 0.40/0.44/0.50 元，对应 PE 分别为 11X、10X、9X，首次推荐，给与“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1.下游需求不及预期；2.渠道拓展不及预期；3.国际贸易摩擦加大的风险；4、汇率波动风险；5、自主品牌建设不及预期。

## 目录

1. 公司简介：本土 LED 照明领军企业.....	5
1.1 四十年深耕照明行业，回购股份拟实施激励措施.....	5
1.2 四大转型初见成效，大力发展 LED 照明自主品牌.....	6
2. 本土 LED 照明产业趋于成熟，自主品牌建设加速崛起.....	8
2.1 LED 产业链概述.....	8
2.2 国际大厂逐步退出全球照明行业，本土照明品牌建设迎历史机遇.....	9
2.3 国内主流照明企业对比.....	12
3. 顺势而为构建自主品牌影响力.....	14
3.1 海内外协同布局，差异化竞争构建自主品牌.....	14
3.2 四大转型顺应行业大变局，打造国际化品牌影响力.....	16
4. 投资建议.....	20
附：盈利预测表.....	22

## 图表目录

图 1: 公司主要产品类别.....	5
图 2: 公司照明产品各类应用场景.....	5
图 3: 公司股权结构图.....	6
图 4: 公司收入结构 (百万元).....	7
图 5: 公司各项业务占比.....	7
图 6: 公司营业收入、增速及毛利.....	7
图 7: 公司归母净利润、净利率及 ROE.....	7
图 8: 公司经营活动现金流量净额及占营收比例.....	7
图 9: 公司总资产及资产负债率.....	7
图 10: LED 产业链概况.....	8
图 11: 全球 LED 照明行业市场规模 (亿美元).....	10
图 12: 中国 LED 通用照明产值规模 (亿元).....	10
图 13: 全球 LED 照明行业各类应用场景占比情况.....	10
图 14: 2019 年中国出口全球各地区 LED 照明占比情况.....	10
图 15: 全球 LED 灯泡平均价格 (美元).....	11
图 16: 中国 LED 照明产品渗透率提升情况.....	11
图 17: 2018 年全球照明市场主要厂商竞争格局.....	11
图 18: 中国照明行业规模以上企业数量变化情况.....	11
图 19: 近年全球照明行业龙头公司收并购事件.....	12
图 20: 中国主流 LED 照明企业 2019 年营收 (亿元).....	13
图 21: 中国主流 LED 照明企业毛利率情况 (%).....	13
图 22: 中国主流 LED 照明企业销售费用率情况 (%).....	13
图 23: 中国主流 LED 照明企业研发费用率情况 (%).....	13
图 24: 公司四大生产基地.....	14
图 25: 公司 2019 年各销售区域收入占比 (%).....	14
图 26: 公司境外子公司以及品牌布局情况.....	15
图 27: 公司历年传统产品与 LED 产品占主营业务比例情况.....	16
图 28: 公司历年光源产品与灯具产品占比情况.....	18
图 29: 公司历年前五大客户占比情况.....	19
图 30: 公司全球管控模式.....	20
图 31: 公司业务拆分以及主要盈利预测假设.....	20

# 1. 公司简介：本土 LED 照明领军企业

## 1.1 四十年深耕照明行业，回购股份拟实施激励措施

阳光照明创建于 1975 年，前身系上虞灯泡厂，1996 年改为股份有限公司，2000 年 7 月，“阳光照明” A 股在上海证券交易所挂牌上市。公司从创立到至今已有着四十多年的发展历史。在这四十多年里，阳光照明一直致力于研发、生产、推广具有行业领先水平的节能照明灯具，其产品线已经涵盖到以 LED 为主的商照照明、家居照明、办公照明、户外照明、教育照明等多种产品类别。

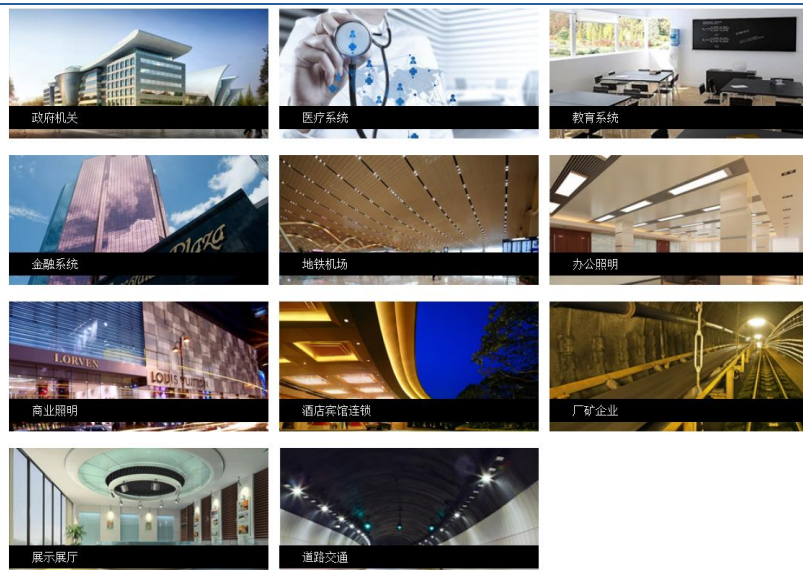
图 1：公司主要产品类别



资料来源：公司官网，长城证券研究所

公司照明产品广泛应用于楼宇、公共基础设施、轨道交通等各类应用场景。公司四十年发展历程深耕照明行业，具有多年国际大厂代工经验，技术水平与产品质量过硬。目前，公司 LED 照明产品以实现多场景应用，品类齐全，并大力发展智能照明、智能楼宇等新一代产品，借力海外龙头厂商调整期，有望打造全球知名品牌照明企业。

图 2：公司照明产品各类应用场景



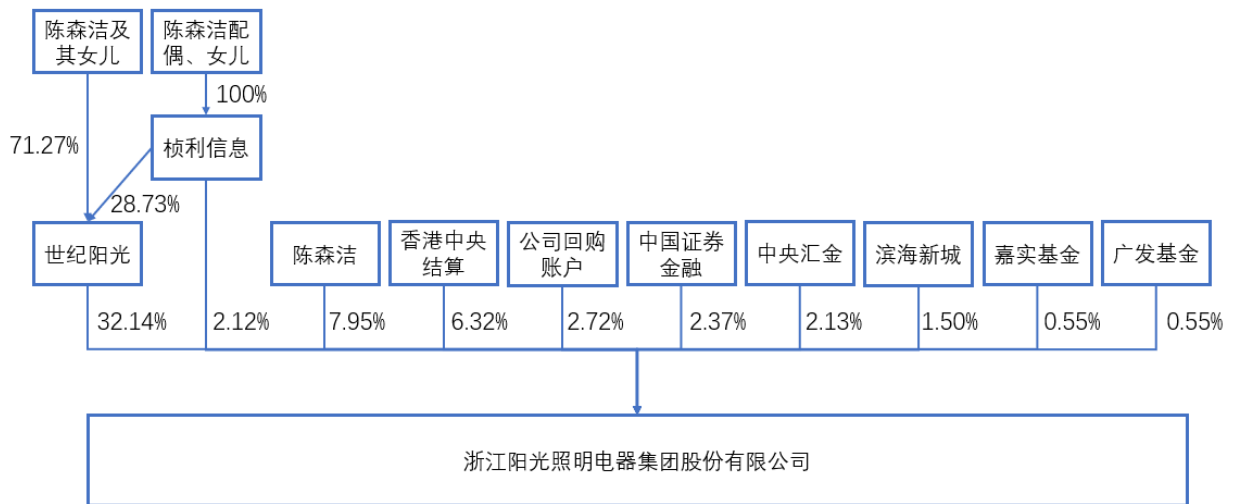
资料来源：公司官网，长城证券研究所

截至 2020 年 3 月 31 日，公司第一大股东为世纪阳光控股集团有限公司，持股比例为 32.14%。公司董事陈森洁直接持股 7.95%，其与配偶、女儿合计持股比例达 42.21%。陈森洁为公司实际控制人，1949 年出生，任职公司董事，历任上虞灯泡总厂厂长、浙江照明电器总公司总经理、公司党委书记。陈森洁之子陈卫，为公司现任董事长。

公司前十大股东中机构股东占比较高，其中，香港中央结算有限公司（陆股通）持股比例 6.32%，中国证券金融股份有限公司持股 2.37%，中央汇金资产管理有限责任公司持股 2.13%，嘉实与广发中证金融资产管理计划分别持股 0.55%。

公司回购专用证券账户持股 2.72%，公司于 2020 年 5 月 15 日完成回购计划，实际回购股份 39478064 股，占总股本 2.72%，回购价格 3.51~4.49 元/股，回购均价 3.96 元/股，总计回购金额 1.56 亿元。此次回购股份的用途，将用于员工持股计划，并在本次股份回购完成之后的 36 个月内实施上述计划。公司如未能在股份回购实施完成之后 36 个月内使用完毕已回购股份，尚未使用的已回购股份将予以注销。

图 3：公司股权结构图



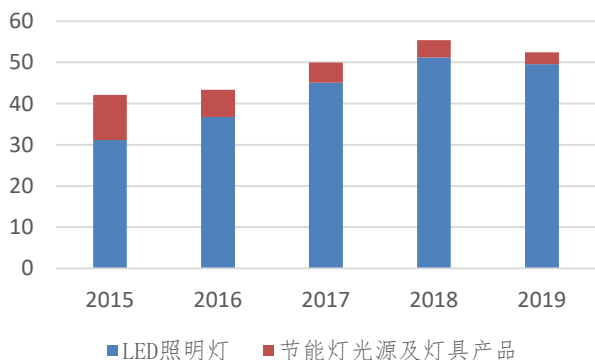
资料来源：公司公告，长城证券研究所

## 1.2 四大转型初见成效，大力发展 LED 照明自主品牌

公司的主营业务为照明电器的研发、生产、销售，同时为客户提供综合照明解决方案。主要产品为 LED 照明产品，涵盖了家居照明、商业照明、办公照明、教育照明、建筑照明和户外照明。公司主要产品为 LED 照明灯及灯具等，2019 年公司 LED 照明产品收入占比约 93%。

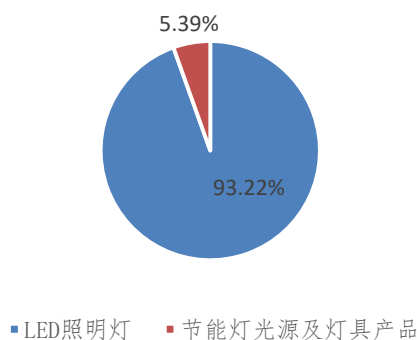


图 4: 公司收入结构 (百万元)



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

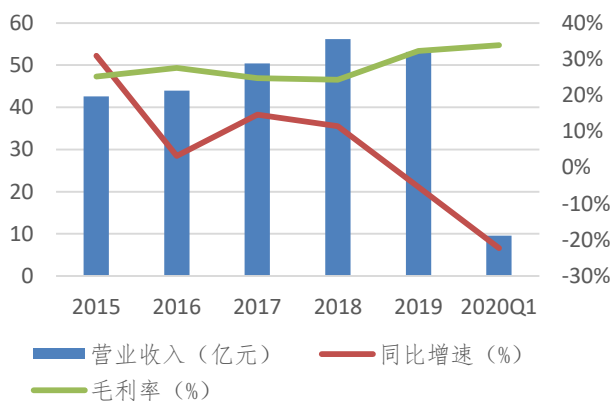
图 5: 公司各项业务占比



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

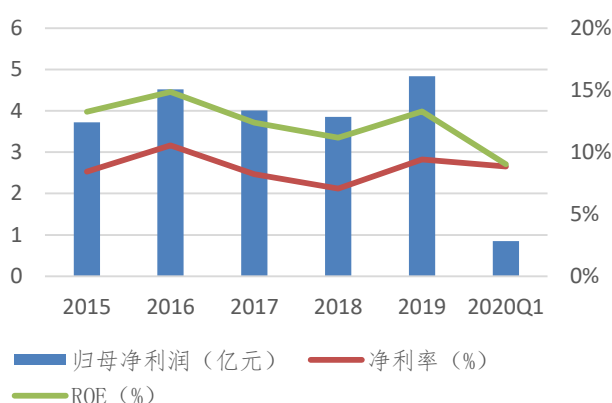
2015-2020Q1 年公司分别实现营业收入 42.58、43.93、50.38、56.16、53.16、9.57 亿元, 2015-2019 年公司分别实现归母净利润 3.72、4.52、4.01、3.85、4.84 亿元, 公司盈利能力稳步增强。2019 年公司实现销售收入 53.16 亿元, 同比下降 5.34%, 归属于上市公司股东的净利润 4.84 亿元, 同比增长 25.96%。2020Q1, 公司实现营业收入 9.57 亿元, 同比减少 22.28%, 归母净利润为 0.85 亿元, 同比减少 46.81%。2020Q1 公司毛利率创历史新高, 达到 33.82%, 净利率 8.85%。

图 6: 公司营业收入、增速及毛利



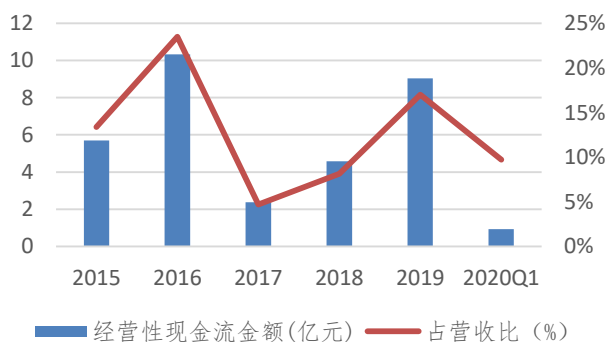
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 7: 公司归母净利润、净利率及 ROE



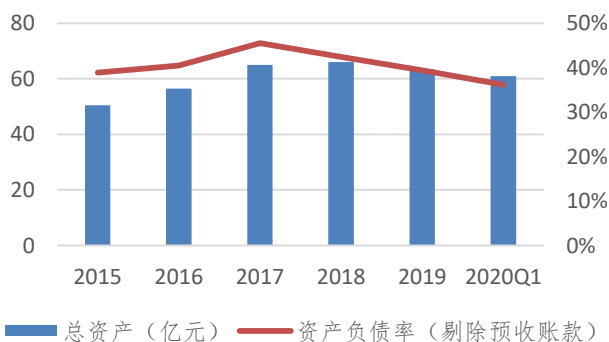
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 8: 公司经营活动现金流量净额及占营收比例



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 9: 公司总资产及资产负债率



资料来源: Wind, 长城证券研究所

公司近年正经历四大转型, 已初见成效:

- 1、技术转型：从节能灯逐渐过渡到以LED为主，目前LED照明灯营收占比已经超过90%；
- 2、产品结构转型：推进产品类型从单一照明光源向以照明灯具为主转型，目前公司灯具业务比例持续上升，达到了49.27%，已经形成了筒灯、平板灯、吸顶灯、支架灯等主力灯具品类；
- 3、客户结构转型：由代工朝着自主品牌方向发展；
- 4、管理模式转型：从业务型集团转型为管控型集团；

公司近年转型逐见成效，管理模式完成了从业务型集团向管控型集团转型，随着公司的规模发展逐渐走向成熟，公司充分认识到经营管理必须从数量型增长向质量型增长转型，推进产品类型从单一照明光源向以照明灯具为主转型，推进市场模式从单一消费照明向消费照明与专业照明并重转型，推进业务模式从代工为主向自主品牌市场转型。公司规划未来要实现自主渠道和非自主渠道收入比例达到2:1，灯具与光源收入比例达到2:1。目前，公司转型已初见成效，毛利率从2018年24.28%提升至2020Q1的33.82%，预计随着公司客户结构调整，自主品牌占比提升，公司毛利率有望持续提升。

## 2. 本土LED照明产业趋于成熟，自主品牌建设加速崛起

### 2.1 LED产业链概述

LED指发光二极管照明，由含镓(Ga)、砷(As)、磷(P)、氮(N)等的化合物制成，当电子与空穴复合时能辐射出可见光，因而可以用来制成发光二极管。

从LED产业链来看，可以分为外延片/芯片制造、封装以及下游应用几个环节。

图 10: LED 产业链概况



资料来源：《UV LED 技术进展与标准分析》高伟，长城证券研究所

- (1) 设备端：LED外延片的生长需要靠生长工艺和设备，主要通过MOCVD单种设备实现，MOCVD设备采购金额一般占LED生产线总投入的一半以上，是LED外延片制造中最重要的设备。MOCVD设备最初为国外垄断，随着国内设备厂商的崛起，国产设备占比大幅提升，目前主要的MOCVD设备厂海外主要有维易科、爱思强，国内龙头为中微公司。

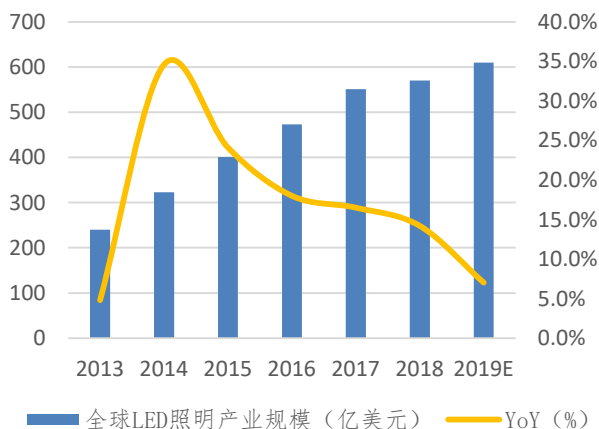


- (2) **外延片/芯片制造**: LED 外延片生长和芯片制造是产业链的核心,也是附加值高的环节,属于技术、资本密集型的产业,需要配置 MOCVD 外延炉、蒸镀机、光刻机、蚀刻机、研磨机等设备,设备价格昂贵,而且技术壁垒高,行业毛利率较高,可达 40% 以上。海外厂商主要有德国的欧司朗、日本日亚、台湾的晶元光电,大陆从事外延片/芯片制造主要企业包括三安光电、华灿光电、澳洋顺昌、聚灿光电、乾照光电。LED 芯片产能近年来向中国大陆转移的趋势明显,2018 年大陆的 LED 芯片企业的收入已经占到全球市场的 67%,2019 年这一比例仍然在继续提升,预计会超过 70%。从行业集中度来看,LED 芯片产能集中度较高,2018 年三安光电、华灿光电和澳洋顺昌三家厂商合计占据约 71% 的大陆 LED 芯片产能。
- (3) **LED 封装**: LED 封装可以提供芯片足够的保护,防止芯片在空气中长期暴露或机械损伤而失效,进而提升 LED 的寿命。LED 封装原材料成本占比较高,传统 LED 封装一般毛利率在 20%-25% 之间。受到中国封装技术提升以及成本优势的影响,大陆在全球 LED 封装的产值占比逐年提升,已经成为全球最大的 LED 封装产地。全球排名靠前的 LED 封装企业包括日亚化学、欧司朗光电半导体、Lumileds、首尔半导体、木林森、三星、亿光、CREE、国星光电等。从行业集中度来看,涉足封装及应用领域的企业较多,但形成规模效应的企业较少,与上游的芯片环节相比产业集中度较低。
- (4) **LED 应用**: LED 下游应用主要包括照明和显示两大类。照明和显示两大行业的景气度直接影响整个 LED 行业水温。其中照明应用分为通用照明、景观照明、汽车照明、特种照明等领域,通用照明市场占整体 LED 应用比高达 44.10%,是 LED 最大的应用领域。显示应用分为背光、显示屏。LED 应用环节盈利能力较好,毛利率在 30% 左右。

## 2.2 国际大厂逐步退出全球照明行业,本土照明品牌建设迎历史机遇

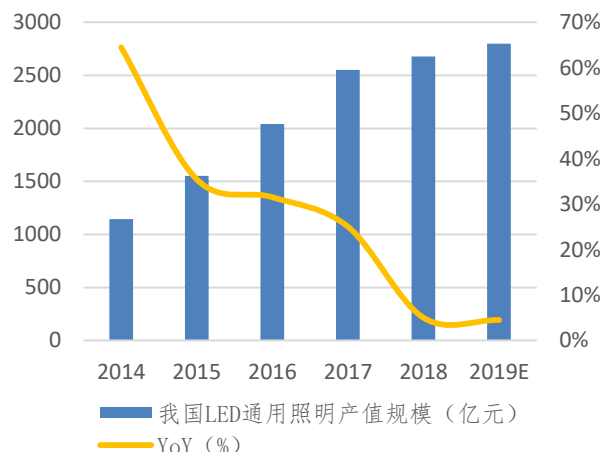
近年,随着 LED 照明产品渗透率逐步提升,全球 LED 照明产业市场进入平稳增长期。据 IHS 数据,2019 年全球 LED 照明产业市场规模超 600 亿美元,我国 LED 通用照明市场规模超 2800 亿元。近五年,我国 LED 通用照明市场规模持续稳定增长,本土 LED 照明产业趋于成熟。

图 11: 全球 LED 照明行业市场规模 (亿美元)



资料来源: IHS, 前瞻产业研究院, 长城证券研究所

图 12: 中国 LED 通用照明产值规模 (亿元)

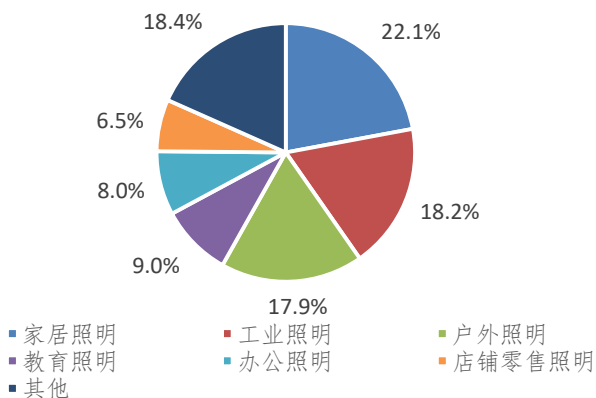


资料来源: CSA, 长城证券研究所

以需求端来看, LED 照明的主要应用场景包括家居照明、工业照明、户外照明、办公照明、店铺零售照明、教育照明等, 其中市场份额最大的种类为家居照明。据 IHS 数据, 2018 年家居照明市场规模达 117.10 亿美元, 占比 22.1%。通用照明领域正逐步趋向高品质化、智能化。此外特种照明, 如紫外 LED 等细分应用市场有望成为新的增长点。

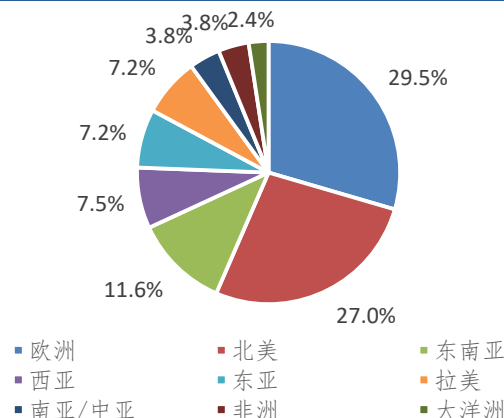
从地域市场来划分, 美国市场仍是我国 LED 照明最大的单一外销市场。2019 年北美占我国 LED 照明出口比例为 27.0%, 同比下降 3 个百分点, 由 2018 年第一下降至第二。欧洲占比达 29.5%, 同比提升 2 个百分点, 反超北美位居第一。美国、德国、英国、荷兰、日本等发达国家为我国照明产品的主要出口目的国。

图 13: 全球 LED 照明行业各类应用场景占比情况



资料来源: IHS, 长城证券研究所

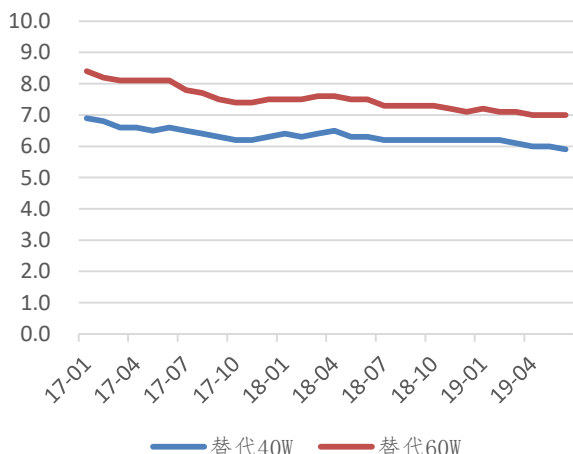
图 14: 2019 年中国出口全球各地区 LED 照明占比情况



资料来源: 中国照明电器协会, 长城证券研究所

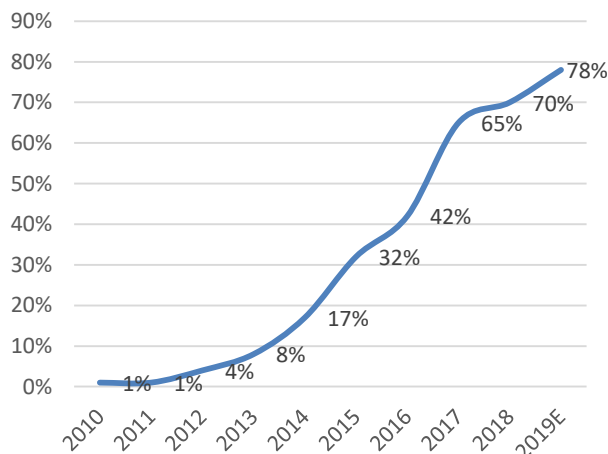
以供给端来看, LED 照明行业经历技术革新以及产能扩张快速期后, LED 灯泡价格趋于稳定, 供需关系逐渐改善。取代 40W 白炽灯的 LED 灯泡全球平均价格于 2015~2019 年价格降幅分别为 14.9%、33.0%、7.3%、3.1%、4.8%, LED 灯泡价格于 2018 年与 2019 年降幅收窄, 整体价格趋于稳中有降。据 CSA 数据, 我国 LED 照明产品渗透率从 2014 年 8% 提升至 2018 年 70%。2018 年后, LED 照明渗透率超 70%, 行业整体增速放缓, 本土照明行业进入结构性调整期, 自主品牌的建设逐步强化。

图 15: 全球 LED 灯泡平均价格 (美元)



资料来源: wind, LEDinside, 长城证券研究所

图 16: 中国 LED 照明产品渗透率提升情况

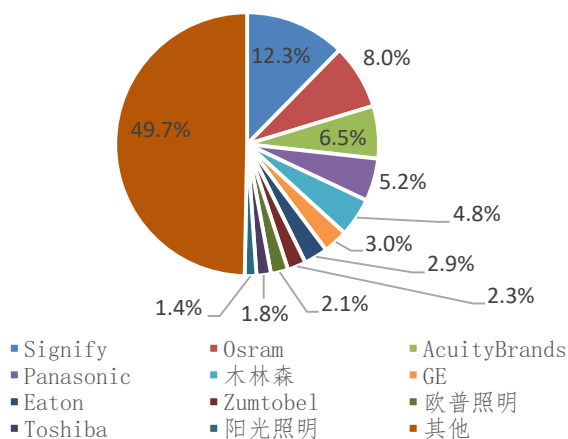


资料来源: CSA, 长城证券研究所

从全球照明供给格局来看, 市场份额布局较为分散, 行业龙头 Signify (昕诺飞, 原飞利浦) 市占率约 12.3%, 前五大厂商市占率合计约 36.8%。其中, 全球前十大厂商中, 中国企业包括木林森 (朗德万斯) 以及欧普照明, 市占率分别为 4.8% 与 2.1%。

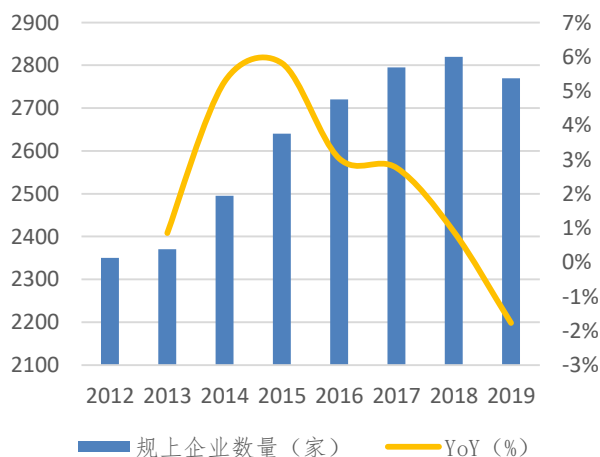
本土市场来看, 据中国照明电器协会数据, 我国照明行业规模以上企业数量自 2015 年起增幅逐年放缓, 2019 年首次负增长, 同比下滑 1.60% 至 2775 家。LED 照明行业整体进入存量市场, 新进入企业减少以及中小企业退出, 行业逐渐由分散走向规模化集中阶段, 自主品牌建设成为产业升级的必由之路。

图 17: 2018 年全球照明市场主要厂商竞争格局



资料来源: IHS, 中国照明电器协会, 长城证券研究所 (根据营收与市场规模测算)

图 18: 中国照明行业规模以上企业数量变化情况



资料来源: 中国照明电器协会, 长城证券研究所

中国照明厂商逐渐成熟的同时, 国际照明巨头主动或被动做出调整动作, 包括转型、退出、收缩和兼并等。其中飞利浦于 2014 年拆分昕诺飞上市, 并于 2019 年出售其剩余股权, 退出经营上百年的照明产业。昕诺飞独立上市后, 积极进行产业链整合或业务布局, 包括收购代工厂凯耀 51% 股权, 收购成品厂商 Cooper 扩大规模, 积极布局 LiFi、互联网照明系统、植物照明等新兴细分领域。欧司朗于 2016 年出售朗德万斯后, 2019 年逐步出售剩余照明业务, 并被 AMS 整体收购。通用电气、科锐以及伊顿集团逐步剥离照明业务, 聚焦主业。松下与东芝进行战略收缩, 关闭海外工厂。总体来看, 国际大厂逐步退出全球照明行业, 我国照明行业的品牌建设有望获得历史机遇。

**图 19: 近年全球照明行业龙头公司收并购事件**

企业	事件
飞利浦	2014 年，将 LED 照明拆分为 Signify ( 昕诺飞 ) 并独立上市。2019 年，飞利浦出售其持有的昕诺飞剩余 10.7% 股权。
昕诺飞	2019 年，收购凯耀 51% 股权，收购伊顿旗下 Cooper，先后收购 LiFi 公司 Firefly、互联网照明系统 WiZ Connected、美国植物照明 Once 以及德国家禽养殖照明 iLox。
欧司朗	2016 年，将传统照明与 LED 照明等业务拆分以朗德万斯品牌出售给木林森。2019 年，将喜万年照明出售给美国 WESCO，将西特科出售给德国 Stern 资本。2020 年，AMS 收购欧司朗获欧盟委员会批准。
通用电气	2019 年，将旗下 Current 出售给美国私募股权 AIP。2020 年，美国智能家居企业 Savant 收购 GE 照明业务。
科锐	2019 年，将 LED 照明成品业务出售给美国 IDEAL 工业集团。
伊顿集团	2019 年，剥离照明业务 Copper 为独立公司，同年出售给昕诺飞。
Acuity Brands	2019 年，先后收购英国光学器件制造商 WhiteOptics，美国灯具厂商 TLG 以及室内定位平台 LocusLabs。
松下	先后关闭中国、印尼和日本的多家照明工厂，将照明配件公司 VS 出售给私募公司 FP。
东芝	将中国照明工厂出售给康佳照明；将日本市场品牌授权给雷士照明；关闭日本沼津工厂。

资料来源：公司公告，中国照明电器协会，长城证券研究所

## 2.3 国内主流照明企业对比

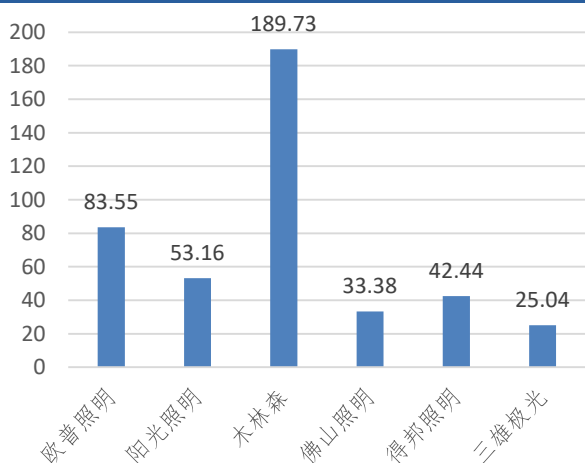
国内 LED 照明企业在从传统照明转向 LED 照明过程中，通常分为三类经营模式：OEM 代工商、ODM 设计制造商、OBM 自主品牌制造商。OEM 代工商模式通常对接国际大客户，包括飞利浦、欧司朗等，由于大客户具有较强议价权，通常毛利率与费用率较低而净利率较为稳定。ODM 设计制造商通常对接大型商超等渠道，ODM 厂商对制造、设计、市场调研等能力要求较为全面。OBM 自主品牌制造商除自主设计开发产品外，还以自主品牌进行市场销售，对渠道与品牌号召力要求高，通常毛利率较高，也因为渠道成本上升而带来较高的销售费用率。

国内照明企业中，木林森并购欧司朗旗下朗德万斯品牌后，2019 年收入达 189.7 亿元，排名第一；其次为欧普照明 83.6 亿元，阳光照明 53.16 亿元。在毛利率方面，自主品牌厂商欧普照明与三雄极光毛利率水平领先，2019 年欧普照明毛利率为 36.6%；木林森并购朗德万斯后，毛利率水平飞速提升，2020Q1 季度高达 33.8%。阳光照明近年大力发展自主品牌，毛利率提升明显，2020Q1 达 33.8%。

销售费用方面，欧普照明销售费用率最高，常年高于 20%，于 2020Q1 高达 30%。阳光照明、佛山照明、得邦照明销售费用率低于 10%，主要由于自主品牌占比低或者销售渠道投入低。

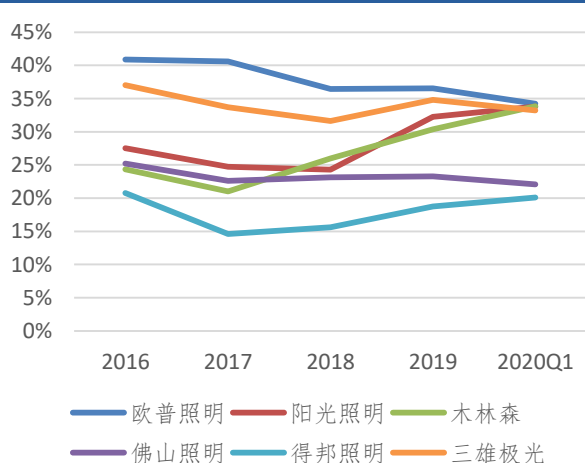
研发费用率方面，2019 年阳光照明为 4.1%，欧普照明为 3.8%，得邦照明为 3.1%，其余低于 3%。在新兴市场领域，包括智能照明、深紫外消杀、景观照明等潜在增长点需持续投入紧跟技术的迭代发展。

图 20: 中国主流 LED 照明企业 2019 年营收 (亿元)



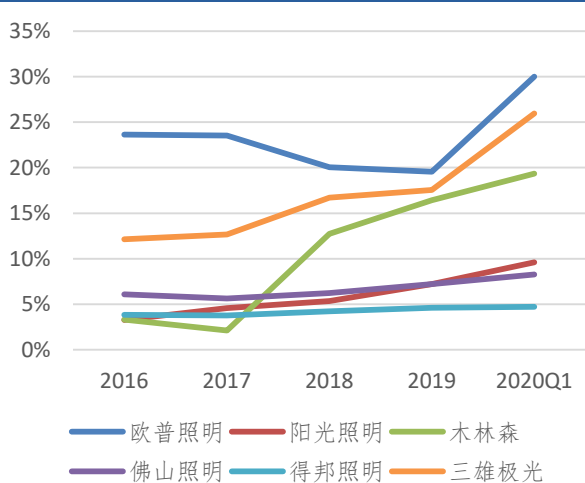
资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究所

图 21: 中国主流 LED 照明企业毛利率情况 (%)



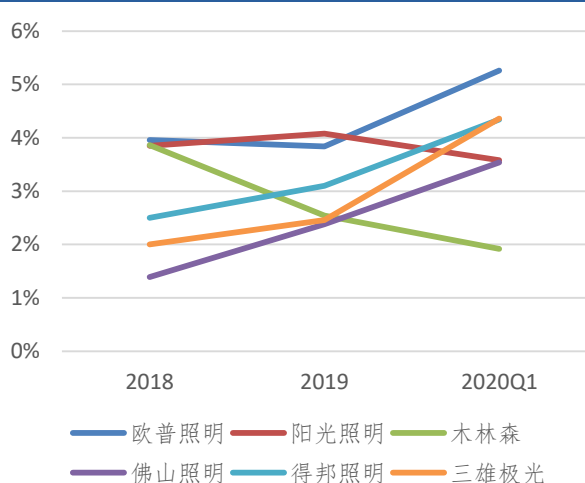
资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究所

图 22: 中国主流 LED 照明企业销售费用率情况 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究所

图 23: 中国主流 LED 照明企业研发费用率情况 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 长城证券研究所



我国 LED 照明行业经历技术升级和产能扩张阶段后，竞争格局逐步进入有序整合期。此外疫情扰动考验企业的供应链管理能力，侧面助推行业集中度提升。另一方面，本土照明行业作为典型轻工业分支，长期受益全球化分工，产业培育充分。随着国际照明大厂近年频繁的综合退出，我国照明行业的品牌升级之路有望获得历史发展窗口。在自主品牌的建设过程中，高销售费用率有助于拓宽产品渠道抢占市场份额，高研发投入有助于抓住照明领域新兴细分增长点，高毛利率有助于打造自主品牌力与回血再生。优质的本土 LED 照明企业有望厚积薄发，充分发挥供应链管理和产品积累优势，在全球照明市场扩大品牌影响力和市场份额。

### 3. 顺势而为构建自主品牌影响力

#### 3.1 海内外协同布局，差异化竞争构建自主品牌

公司始终坚持以市场需求为导向，在国外拥有比利时、美国、越南、丹麦等分公司，在全球化发展的同时，国内市场更以每年高增长的速度发展，到目前为止国内市场已经设立了 2000 多家分销商，阳光品牌的专卖店已经达到 1500 多家。

公司已建立了浙江上虞、福建厦门、江西余江、安徽金寨四大基地，2019 年达到了 5 亿盏 LED 光源和 1 亿套 LED 灯具的年生产能力。未来公司将通过产品设计、工艺设计、设备设计的综合优势，建立有阳光特色的自动化生产线，提升效率，降低成本。

图 24: 公司四大生产基地



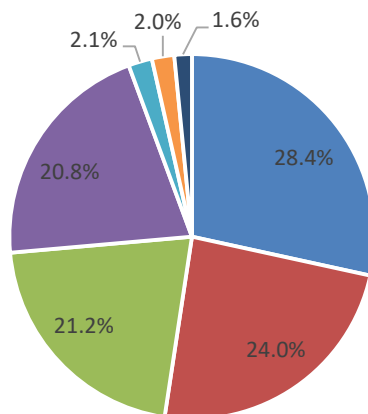
资料来源：公司公告，公司官网，长城证券研究所

公司目前主要销售地区以海外为主，国内业务占比约为 24.0%，海外业务占比高达 76.0%。其中，欧洲、亚洲（不含中国）、北美洲地区业务占比分别为 28.4%、21.2%、20.8%，为目前海外主要业务所在地。此外，拉丁美洲、非洲、大洋洲地区业务占比分别为 2.1%、2.0%、1.6%，业务体量在 1 亿元左右，仍具有充足提升空间。

公司于 2017 年通过非同一控制下企业合并分别取得诺乐适投资（丹麦）100.00% 股权和多乐照明（加拿大）53.00% 股权，2018 年通过非同一控制下企业合并分别取得利安分销有限公司、浙江家利宝照明电器有限公司和 Divine Lighting（英国）100.00% 股权。公司近年积极向下游渠道或品牌厂商延展，收并购海内外多家子公司进一步拓宽销售渠道。

图 25: 公司 2019 年各销售区域收入占比 (%)





■ 欧洲 ■ 中国 ■ 亚洲（不含中国） ■ 北美洲 ■ 拉丁美洲 ■ 非洲 ■ 大洋洲

资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司正大力拓展自主品牌产品销售渠道，提升自主品牌产品的销售占比，管理层强调要进一步实现从代工模式转变为自主品牌、自主市场的销售模式。国外销售方面，公司一方面通过公司自有品牌“Energetic”、诺乐适的拓展实现自主品牌产品的销售，另一方面为国际知名照明企业、境外照明批发商、境外连锁型终端超市等进行代工生产。

公司设立集团市场管理中心，对海外市场进行统一的布局和管理，目前已在比利时、德国、美国、法国、丹麦、加拿大、澳大利亚、香港、巴西等地设立境外子（孙）公司，从事海外销售业务，通过积极开拓国际市场提升自有品牌产品的销售，实现公司的品牌战略。

国内销售方面，公司以自有品牌“阳光照明”、“Yankon”的产品作为销售主体。实行以经销为主的销售模式，按照地域范围将全国划分为七大片区，并设立了办事处，协助经销商在当地开拓市场。

图 26: 公司境外子公司以及品牌布局情况



资料来源：公司公告，公司官网，长城证券研究所

在自主品牌建设方面，公司坚持以市场开拓为导向、技术创新为动力、品牌经营为核心，以新型照明电器为主流产品，大力发展照明主业，成为国内领先、国际一流的照明产品提供商和照明系统解决方案服务商。公司在技术上大力发展智能化产品，注重光品质提

升以及打造科技感，并积极探索平台化与模块化建设，定位中高端市场，以差异化竞争建设自主品牌力。

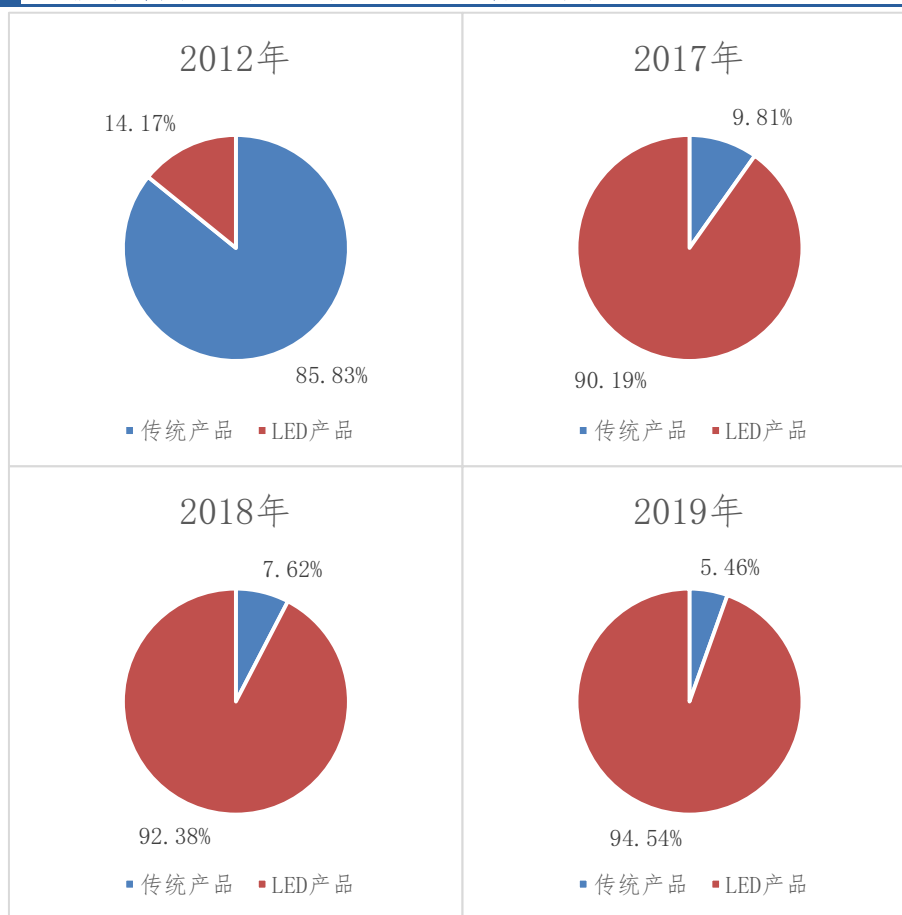
### 3.2 四大转型顺应行业大变局，打造国际化品牌影响力

在照明行业从传统产品过渡到 LED 产品过程中，公司顺行业大势进行战略转型调整，主要包括：1、技术转型，由传统荧光灯技术向 LED 固态技术转型；2、产品结构转型，由传统荧光灯光源产品为主向照明灯具产品转型；3、客户结构转型，由以代工模式为主向自主品牌转型；4、管理模式转型，由业务型集团向管控型集团转型。

#### 1、技术转型

公司技术转型已基本完成，2019 年 LED 产品占主营业务比例约 95%，传统产品占比仅约 5%。公司 2012 年产品结构仍以传统产品为主，占比高达 85.8%。随着 LED 芯片价格下降，LED 照明渗透率迅猛提升，公司顺应行业大势完成由传统产品向 LED 产品的转型。

图 27: 公司历年传统产品与 LED 产品占主营业务比例情况



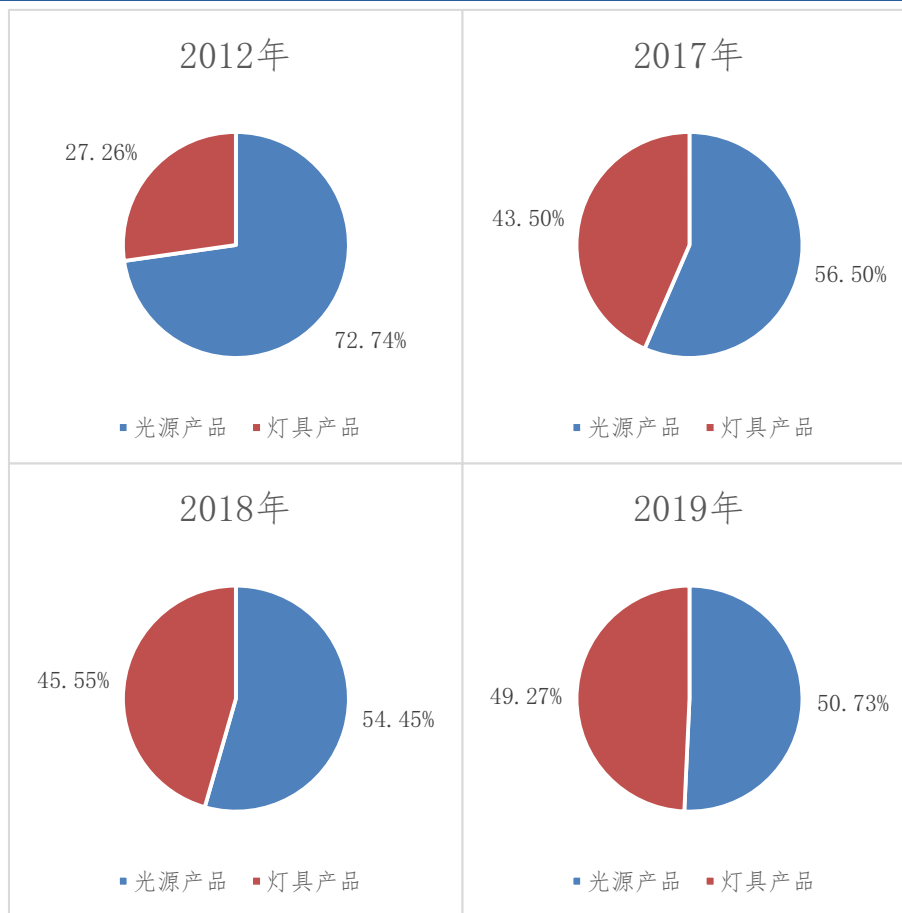
资料来源：公司公告，长城证券研究所

#### 2、产品转型

公司 2012 年主要以光源产品为主，占比约 72.7%，随后业务占比逐年下降。2019 年光源业务占比 50.7%，灯具业务占比 49.3%，灯具与光源业务比例接近 1:1。公司于 2019 年年报规划，在未来几年，逐步将灯具与光源业务比例提升至 2:1。灯具产品占比提升，有助

于打造品牌力，有助于提升产品议价能力，有助于挖掘市场需求变化，符合公司打造自主品牌长远规划。

图 28: 公司历年光源产品与灯具产品占比情况



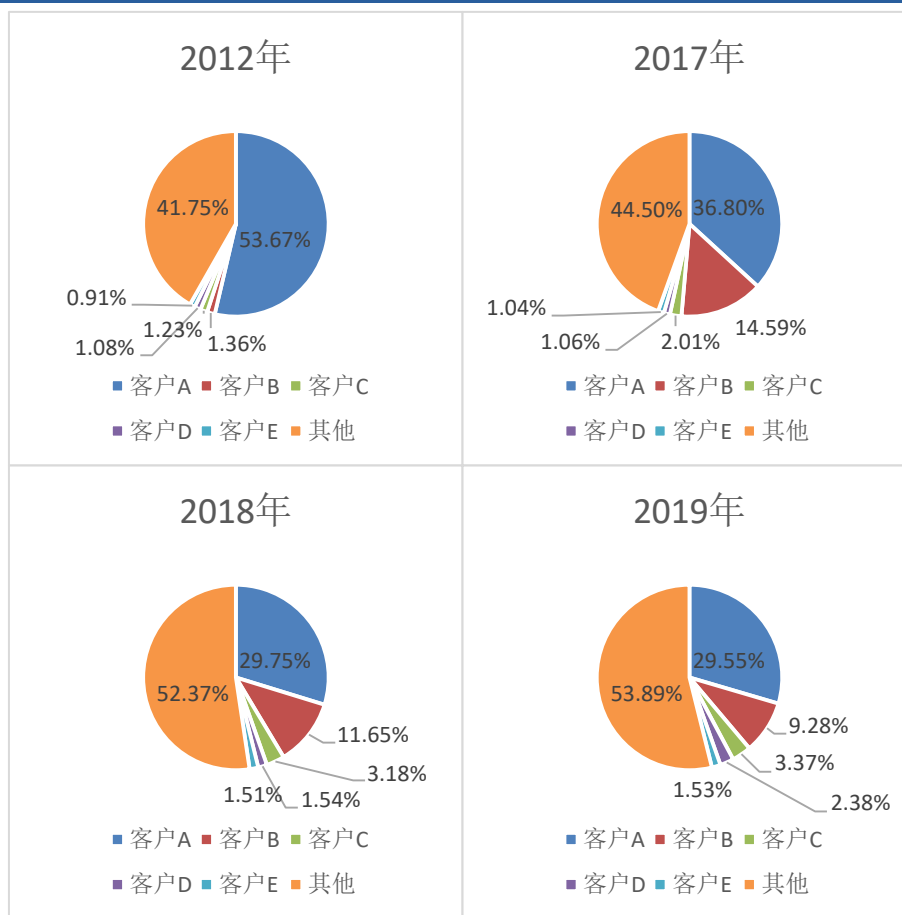
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

### 3、客户结构转型

公司早年一直为国际大厂飞利浦第一大代工厂, 飞利浦贡献营收占比常年位居首位。公司第一大客户 2012 年占比 53.7%, 2017 年降为 36.8%, 2018 年降为 29.75%, 2019 年降为 29.55%, 飞利浦业务占比逐年下降。

飞利浦于 2014 年拆分昕诺飞上市, 并于 2019 年出售其剩余股权, 退出经营上百年的照明产业。昕诺飞独立上市后, 积极进行产业链整合或业务布局, 2019 年收购代工厂凯耀 51% 股权。随着昕诺飞向上游进行垂直整合, 预计公司未来国际大厂代工订单逐步收缩。公司有望逐年加深客户结构转型, 降低国际大厂代工业务占比, 提升自主品牌业务占比。公司于 2019 年年报规划, 在未来几年, 逐步将自主渠道与非自主渠道收入比例提升至 2:1。

图 29: 公司历年前五大客户占比情况



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

#### 4、管理模式转型

公司管理模式完成了从业务型集团向管控型集团转型, 海外内协同布局支持新业务开展。公司将市场、技术、制造、管理进行专业化分工, 整合四大销售区域, 新设创新科技公司, 成立两大制造管理中心, 加强规模化、协同性发展。

管理团队注重专业、技术与市场, 2019 年聘任原 GE 照明全球研发负责人担任公司常务副总经理及集团创新中心总监。在海外大厂收缩或退出照明行业时, 公司积极吸收原国际大厂专业人才, 并回购股份 1.56 亿元留用未来激励措施, 有望充分挖掘团队积极性。

公司目前主要管理团队履历如下:

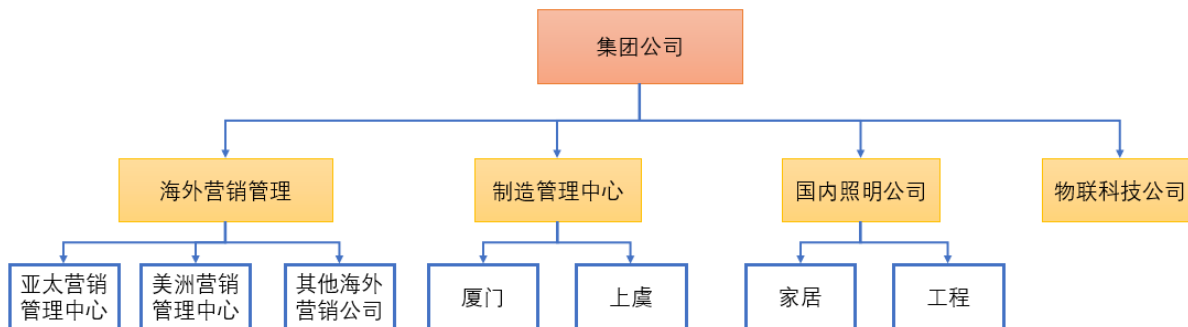
总经理: 官勇, 原飞利浦照明产品开发工程师、制造经理。2008 年进入公司, 现担任公司董事、总经理。

常务副总经理: 高明, 原 GE 照明全球研发负责人。2019 年进入公司, 现担任公司常务副总经理, 兼任集团创新中心总监。

副总经理: 吴国明, 曾任上虞灯具厂生产技术办公室主任。1998 年起担任公司董事。现任公司董事、副总经理, 兼任亚太营销中心总经理。

副总经理: 李阳, 曾在电子科技大学国家重点实验室从事教学科研工作。2008 年进入公司, 现担任公司董事、副总经理, 兼任美洲营销中心总经理。

图 30: 公司全球管控模式



资料来源: 公司公告, 公司官网, 长城证券研究所

公司战略转型顺应海外大厂退出整合之行业大变局, 内生方面加强集团管理、布局智能照明、重视人才激励等构建集团公司核心竞争力, 外延方面大举收购海内外渠道与品牌公司、收缩多年国际大厂代工、加强自主品牌建设力度等有望打造新一代国际化照明行业龙头企业。

## 4. 投资建议

### 盈利预测:

关键假设: 1、国际大厂代工业务逐渐收缩; 2、自主品牌快速发展; 3、人民币兑美元汇率波动平稳; 4、产品定位中高端市场, 盈利水平维持高位。

图 31: 公司业务拆分以及主要盈利预测假设

		2020 年	2021 年	2022 年
代工	收入 (亿元)	9.0	3.0	2.0
	占比 (%)	19.1%	5.8%	3.3%
商超、批发渠道	收入 (亿元)	20.0	24.0	27.0
	占比 (%)	42.4%	46.7%	44.1%
自主品牌	收入 (亿元)	18.2	24.4	32.2
	占比 (%)	38.6%	47.5%	52.6%
合计	收入 (亿元)	47.2	51.4	61.2
	净利率 (%)	12.3%	12.3%	11.9%



	净利润 (亿元)	5.8	6.3	7.3
--	----------	-----	-----	-----

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

**首次推荐, 给与“强烈推荐”评级:** 我们看好公司逐步收缩国际大厂代工业务, 顺势而为构建自主品牌影响力, 预计公司 2020 年-2022 年的归母净利润分别为 5.81/6.32/7.29 亿元, EPS 为 0.40/0.44/0.50 元, 对应 PE 分别为 11X、10X、9X, 首次推荐, 给与“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 1.下游需求不及预期; 2.渠道拓展不及预期; 3.国际贸易摩擦加大的风险; 4、汇率波动风险; 5、自主品牌建设不及预期。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5616.19	5316.20	4721.91	5136.91	6119.99	<b>成长性</b>					
营业成本	4252.58	3600.86	3045.01	3281.59	3908.76	营业收入增长	11.5%	-5.3%	-11.2%	8.8%	19.1%
销售费用	299.98	384.46	424.97	482.87	612.00	营业成本增长	12.1%	-15.3%	-15.4%	7.8%	19.1%
管理费用	371.76	418.99	354.14	374.99	428.40	营业利润增长	-4.8%	39.1%	17.1%	8.6%	16.3%
研发费用	216.33	216.67	188.88	205.48	244.80	利润总额增长	-6.3%	31.9%	17.3%	8.6%	16.4%
财务费用	-36.47	-14.27	-28.24	-8.86	-6.75	净利润增长	-4.1%	26.0%	20.0%	8.7%	15.5%
其他收益	35.14	52.78	30.00	30.00	30.00	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	0.78	16.61	10.00	10.00	10.00	毛利率	24.3%	32.3%	35.5%	36.1%	36.1%
营业利润	433.01	602.50	705.75	766.33	890.89	销售净利率	7.1%	9.4%	12.7%	12.7%	12.3%
营业外收支	19.83	-5.28	-5.28	-5.28	-5.28	ROE	10.6%	13.3%	14.6%	14.4%	14.9%
利润总额	452.84	597.22	700.47	761.05	885.61	ROIC	19.1%	26.2%	28.9%	33.4%	35.0%
所得税	56.47	97.62	100.65	109.55	133.17	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	11.83	15.25	18.48	19.80	23.01	销售费用/营业收入	5.3%	7.2%	9.0%	9.4%	10.0%
净利润	384.54	484.35	581.34	631.69	729.44	管理费用/营业收入	6.6%	7.9%	7.5%	7.3%	7.0%
						研发费用/营业收入	3.9%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
<b>资产负债表</b>						财务费用/营业收入	-0.6%	-0.3%	-0.6%	-0.2%	-0.1%
						投资收益/营业利润	0.2%	2.8%	1.4%	1.3%	1.1%
流动资产	4436.03	4460.56	4378.01	5387.99	5930.14	所得税/利润总额	12.5%	16.3%	14.4%	14.4%	15.0%
货币资金	1956.37	2152.97	2273.45	2752.76	3019.31	应收账款周转率	3.97	3.94	3.94	3.94	3.94
应收票据及应收账款合计	1430.57	1265.92	1129.13	1476.42	1627.77	存货周转率	4.33	4.43	4.43	4.43	4.43
其他应收款	52.45	52.83	40.68	61.05	60.15	流动资产周转率	1.25	1.20	1.07	1.05	1.08
存货	914.94	711.34	663.90	818.19	947.15	总资产周转率	0.86	0.82	0.75	0.76	0.81
非流动资产	2166.94	1879.28	1888.66	1866.40	1838.77	<b>偿债能力</b>					
固定资产	1229.92	1314.96	1306.07	1293.85	1277.57	资产负债率	43.4%	40.7%	34.4%	37.5%	34.9%
资产总计	6602.97	6339.84	6266.67	7254.39	7768.91	流动比率	1.89	2.12	2.54	2.30	2.49
流动负债	2351.92	2104.33	1725.53	2340.19	2385.29	速动比率	1.46	1.76	2.13	1.93	2.07
短期借款	98.90	50.13	50.13	50.13	50.13	<b>每股指标 ( 元 )</b>					
应付款项	1745.20	1495.72	1244.91	1708.64	1809.39	EPS	0.26	0.33	0.40	0.44	0.50
非流动负债	515.97	475.70	428.37	377.43	325.13	每股净资产	2.45	2.57	2.80	3.08	3.42
长期借款	319.37	239.33	192.00	141.06	88.76	每股经营现金流	0.26	0.47	0.35	0.57	0.43
负债合计	2867.89	2580.03	2153.90	2717.62	2710.42	每股经营现金/EPS	0.98	1.40	0.89	1.31	0.85
股东权益	3735.08	3759.82	4112.78	4536.77	5058.50	<b>估值</b>					
股本	1452.10	1452.10	1452.10	1452.10	1452.10	PE	17.22	13.67	11.39	10.48	9.08
留存收益	1784.25	2101.38	2377.46	2678.05	3032.20	PEG	5.07	5.31	0.87	0.58	0.62
少数股东权益	177.64	25.40	43.88	63.68	86.69	PB	1.86	1.77	1.63	1.48	1.33
负债和权益总计	6602.97	6339.84	6266.67	7254.39	7768.91	EV/EBITDA	9.89	7.00	6.09	5.11	4.16
						EV/SALES	0.97	0.91	0.99	0.81	0.63
<b>现金流量表</b>						EV/IC	1.31	1.12	1.02	0.84	0.72
						ROIC/WACC	1.90	2.61	2.87	3.29	3.42
经营活动现金流	457.25	904.25	515.00	829.77	621.75	REP	0.69	0.43	0.35	0.26	0.21
其中营运资本减少	-116.98	146.18	-162.77	84.01	-230.51						
投资活动现金流	-291.25	-286.44	-115.58	-80.88	-78.94						
其中资本支出	194.19	149.45	6.77	-24.86	-30.24						
融资活动现金流	-17.64	-467.49	-278.95	-269.58	-276.27						
净现金总变化	153.23	155.35	120.47	479.32	266.54						

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>