

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年08月25日
市场数据

| | |
|-----------|-----------|
| 目前股价 | 4.68 |
| 总市值（亿元） | 67.96 |
| 流通市值（亿元） | 67.96 |
| 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

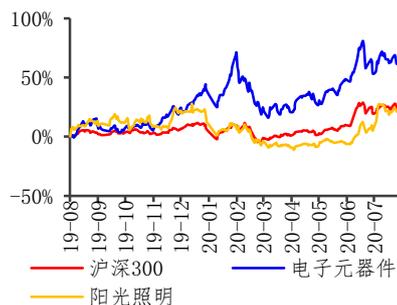
☎ 021-31829706

✉ zoulalan@cgws.com

联系人（研究助理）：舒迪 S1070119070023

☎ 021-31829734

✉ shudi@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<顺势而为发展 LED 照明自主品牌，盈利能力显著提升迎变局>> 2020-08-10

Q2 单季度毛利率创历史新高，坚定发展自主品牌见成效

——阳光照明（600261）公司动态点评
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 | 18 | 14 | 12 | 11 | 9 |

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**公司公布 2020 年半年度报告，上半年实现营收 23.66 亿元，同比下降 10.38%；归母净利润 2.78 亿元，同比下降 23.80%；扣非后归母净利润 2.62 亿元，同比增长 12.64%。2020 年 Q2 实现营收 14.09 亿元，同比增长 0.01%，环比增长 47.23%；归母净利润 1.93 亿元，同比下降 5.96%，环比增长 127.06%；扣非后归母净利润 1.75 亿元，同比增长 2.45%，环比增长 98.86%。
- Q2 单季度毛利率创历史新高，转型自主品牌见成效：**公司 Q2 毛利率 35.13%，同比提升 4.06pct，环比提升 1.31pct，公司拟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，管理层决议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。公司 Q2 单季度净利率 13.71%，环比提升 4.86pct，自主品牌转型初见成效。盈利质量方面，公司上半年实现扣非后归母净利润 2.62 亿元，同比增长 12.64%；去年同期公司持有长城证券公允价值变动收益 9,797.10 万元，本期持有长城证券公允价值变动收益-1,493.80 万元，考虑非经常性损益影响，公司上半年盈利能力提升。
- 代工业务主动收缩，新任管理层坚定自主品牌战略：**公司上半年营收同比减少 10.38%，主要是受新型冠状病毒疫情和代工大客户销售同比下降超过 40% 的影响，公司代工业务占比逐步下降。我国 LED 产业链完整，并已成为全球照明电器第一大生产国和出口国；随着 LED 照明产业海外龙头加速整合，给我国照明企业带来海外拓展历史性机遇。公司管理层继续坚定自主品牌战略的实施，主动收缩代工业务，预计自主品牌的收入占比将提升。
- 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，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。

- **维持“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 12X、11X、9X，维持“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 | 成长性 | | | | | |
| 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 | 盈利能力 | | | | | |
| 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 | 营运效率 | | | | | |
| 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% |
| 资产负债表 | | | | | | 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 | 偿债能力 | | | | | |
| 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 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 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 | 估值 | | | | | |
| 股本 | 1452.10 | 1452.10 | 1452.10 | 1452.10 | 1452.10 | PE | 17.67 | 14.03 | 11.69 | 10.76 | 9.32 |
| 留存收益 | 1784.25 | 2101.38 | 2377.46 | 2678.05 | 3032.20 | PEG | 5.20 | 5.45 | 0.89 | 0.60 | 0.64 |
| 少数股东权益 | 177.64 | 25.40 | 43.88 | 63.68 | 86.69 | PB | 1.91 | 1.82 | 1.67 | 1.52 | 1.37 |
| 负债和权益总计 | 6602.97 | 6339.84 | 6266.67 | 7254.39 | 7768.91 | EV/EBITDA | 10.20 | 7.25 | 6.32 | 5.33 | 4.34 |
| | | | | | | EV/SALES | 1.00 | 0.94 | 1.02 | 0.84 | 0.66 |
| 现金流量表 | | | | | | EV/IC | 1.35 | 1.16 | 1.06 | 0.88 | 0.75 |
| | | | | | | 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 | 0.71 | 0.45 | 0.37 | 0.27 | 0.22 |
| 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>