

电子

2019年06月14日

洲明科技 (300232)

——小间距持续高景气，景观照明打开第二增长极

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2019年06月14日

收盘价(元)	10.16
一年内最高/最低(元)	15.55/7.59
市净率	3.2
息率(分红/股价)	0.59
流通A股市值(百万元)	4695
上证指数/深证成指	2881.97/8810.13

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

每股净资产(元)	3.23
资产负债率%	57.26
总股本/流通A股(百万)	761/462
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

梁爽 A0230518080008
liangshuang@swsresearch.com

研究支持

谈必成 A0230118070001
tanbc@swsresearch.com

联系人

谈必成
(8621)23297818×转
tanbc@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **立足显示，布局景观照明，产业资本助力高速增长。**公司专注于 LED 应用产品及解决方案，现已形成 LED 显示屏、LED 照明两大业务板块。旗下拥有多家控股公司，专注于各细分领域。LED 租赁屏市场份额全球第一，小间距 LED 市场份额全球前三。当前营收 80% 自于 LED 显示业务，以小间距 LED 为主，未来看好景观照明业务所带来的成长新动能。
- **小间距 LED 景气无虞，龙头公司需把握关键发展节点。**小间距 LED 由于其技术特性而逐渐成为室内外大尺寸显示的极佳方案，加速实现对 LCD、DLP 拼接墙的替代。国内小间距占 LED 显示逐年提升，但整体占比仍较低，2017 年不足 10%，未来仍有较大提升空间。预计国内小间距市场规模 18-20 年 CAGR 将达到 40%，2020 年市场规模有望达到 177 亿。当前入门级产品的竞争逐渐开始加剧。随着灯珠间距的不断缩小，技术迭代的难度将逐渐加大，同时带来的显示效果边际提升也将放缓。龙头厂商需把握关键发展时间点。
- **成本下行触及替代临界点，小间距替代进程有望加速。**小间距成本中灯珠占比达 60-70%。由于 LED 芯片本身的半导体属性遵循摩尔定律，技术升级及规模效应助力芯片价格逐年下降。另一方面，上游 LED 芯片厂大幅扩产导致了供给过剩，进一步加速了芯片价格的下降趋势。2018 年全年价格同比下滑幅度在 30-40%。现 P1.6 规格小间距 LED 的每平方米单价已和 DLP 持平，P1.8 规格产品价格已大幅低于 DLP，小间距成本已触及替代临界点。
- **持续发力小间距，超微间距优势显著。**公司由单一产品向小间距解决方案转变，因应客户需求升级。同时解决方案向细分行业深度拓展，针对性解决客户痛点，成为公司差异化竞争力。公司在小微间距上技术优势明显，可批量生产 P0.9 小间距。目前已在实验室完成了最小间距 0.4mm 产品的技术开发，可实现 $\leq 50\mu\text{m}$ 的 LED 芯片批量化转移装配。
- **战略进军景观照明，增添成长新动能。**公司先后收购了杭州柏年 52% 的股权，开启了公司在文创灯光领域的布局。收购清华康利 100% 的股权，布局城市景观与市政亮化。从盈利性来看，景观照明的毛利率高达 47%，远高于其他业务。我们研判，未来景观照明业务将持续放量，占比也会逐步提升，为公司打开第二增长极。
- **我们预计公司 2019/2020/2021 年的归母净利润为 5.64 亿/7.42 亿/8.40 亿，未来 2 年 CAGR 达 22.04%，对应的 EPS 为 0.75 元/0.99 元/1.12 元。**公司所处行业为 LED 显示行业，以同类公司如利亚德、艾比森、欧普照明作为估值对比，其中利亚德、艾比森作为公司现阶段可对比公司，洲明科技下一步实现公司重心向产业链下移，可参照公司欧普照明。采用相对估值法所选取的 2019 年 PE 均值水平约为 16 倍，考虑公司自身具有较竞争对手更高的增速，预计公司实际业绩兑现速度快于行业竞争对手。因此，对于目标公司我们给予 2019 年 17 倍的 PE 估值，对应的公司目标市值为 95.88 亿，给予“增持”评级。
- **风险提示。**警惕景观照明业务进展不及预期；海外市场不及预期

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,524	1,118	6,016	7,696	9,754
同比增长率(%)	49.3	30.1	33.0	27.9	26.7
净利润(百万元)	412	82	571	751	850
同比增长率(%)	45.0	56.7	-3.9	31.6	13.1
每股收益(元/股)	0.54	0.11	0.75	0.99	1.12
毛利率(%)	31.5	30.8	30.5	30.5	29.1
ROE(%)	17.4	3.4	20.5	21.3	19.4
市盈率	19		14	10	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

考虑到公司未来持续进行市场拓展和下游渠道的培养，对后续利润正向影响，预计公司 2019/2020/2021 年的归母净利润为 5.64 亿/7.42 亿/8.40 亿，未来 2 年 CAGR 达 22.04%，对应的 EPS 为 0.75 元/0.99 元/1.12 元。

公司所处的行业为 LED 显示行业，市场同类公司如利亚德、艾比森、欧普照明作为估值对比，其中利亚德、艾比森作为公司现阶段可对比公司，洲明科技下一步实现公司重心向产业链下移，可参照公司欧普照明。采用相对估值法所选取的 2019 年 PE 均值水平约为 16 倍，考虑到公司自身具有对于同行业竞争对手更高的增速，预计公司实际业绩兑现速度快于行业竞争对手。因此，对于目标公司我们给予 2019 年 17 倍的 PE 估值，对应的公司目标市值为 95.88 亿，给予“增持”评级。

关键假设点

1、预测公司 2019/2020/2021 年的 LED 显示屏产品将会加速开展，对应的收入为 48.52 亿/62.80 亿/80.50 亿，对应的收入增速为 30.77%、29.44%、28.19%；预计这块未来将会是公司主业的主要利润来源之一。

2、预测公司 2019/2020/2021 年的 LED 景观照明将会稳步开展，对应的收入为 6.75 亿/9.02 亿/11.64 亿，对应的业绩增速为 36.89%、33.65%、29.00%；预计这块未来将会是公司的次要利润来源。

3、预测公司 2019/2020/2021 年的 LED 照明业务将会稳健开展，对应的收入为 4.89 亿/5.14 亿/5.40 亿，对应的业绩增速为 62.22%、5%、5%。

有别于大众的认识

我们从行业发展趋势、公司自身增长这两个角度去阐述与大众认识的不同。

1、行业发展趋势：市场认为小间距市场增速放缓。我们依据对行业的详细分析，研判小间距行业是处于产品爆发的临界点上，P2.0 的产品对于传统液晶显示具有较强的替代效应，随着成本不断下降，可以预期小间距行业会迎来价格正常下调，出货量大幅上扬的格局。考虑到市场上的小间距入门级产品的参与者在不断增加，行业也会迎来一波增速的上涨。

2、公司自身增长：公司自身的产品定位只集中在小间距和景观照明。我们预判，随着 COB 封装在更小尺寸的 LED 封装的应用，未来行业中下游厂商的壁垒会更多得集中到终端渠道的经营上。公司战略重心也会不断向尾部高毛利的品牌商转移。结合对于行业发展的判断，未来小间距和景观照明都会迎来发展的高峰期。公司多业务可以保证自身业务发展符合行业趋势。

股价表现的催化剂

上游芯片价格持续下降，小间距成本已触及替代临界点；小间距应用场景由专显向商显领域渗透；公司发力景观照明打开第二增长极

核心假设风险

景观照明业务进展不及预期；海外市场不及预期

目录

1. 显示照明协同发展，LED 应用解决方案领军高速成长	7
1.1 立足显示，布局景观照明，产业资本助力成长	7
1.2 营收利润持续高增，现金流改善显著	9
1.3 管理层经验丰富，公司战略执行力强	12
2. 成本下行触及替代临界点，小间距专业与商显市场并存...	13
2.1 小间距 LED 优势显著，替代进程加速	13
2.2 成本下行触及替代临界点，小型化趋势持续	16
2.3 专业显示市场先行，逐渐拓向商显领域	19
3. 持续发力小间距，景观照明打开第二增长极	20
3.1 深度布局解决方案，超微间距产品优势明显	20
3.2 海外渠道优势足，新增产能陆续释放	21
3.3 战略进军景观照明，打开第二增长极	23
4. 公司处于龙头地位，收入利润上行	26
4.1 利润来源于行业增长与公司自身扩张	26
4.2 行业发展趋势、公司自身增长两个角度超预期	27
4.3 可比公司估值方法，公司目标市值在 95.88 亿	27

图表目录

图 1：显示照明两大板块，多元化业务布局	7
图 2：通过外延形式控股多家公司，集团采用事业部架构	7
图 3：公司发展历程	8
图 4：营收持续高增（百万元，%）	9
图 5：18 年归母净利润同比增长 52%（百万元，%）	9
图 6：以小间距为核心的显示业务为营收主要来源，景观照明加速增长（百万元）	9
图 7：分项毛利情况	10
图 8：公司三费管控得当（百万元，%）	10
图 9：持续加码研发投入（百万元，%）	11
图 10：经营性现金流大幅改善（百万元，%）	11
图 11：LED 产业链	13
图 12：LED 下游应用保持较快增长（亿元，%）	13
图 13：LED 显示屏结构	14
图 14：小间距 LED 显示效果优异	14
图 15：国内小间距 LED 市场规模将持续高增	15
图 16：国内小间距占 LED 显示比重逐年提升	16
图 17：2017 年国内大屏拼接市场格局	16
图 18：每平方米灯珠数量随点间距缩小呈指数级上升	17
图 19：普通 LED 显示屏成本构成	17
图 20：小间距 LED 显示屏成本构成	17
图 21：2017 年国内小间距 LED 销售额分布	18
图 22：2018 年国内小间距 LED 销售额分布	18
图 23：小间距当前主要应用于政府相关行业（2018）	19
图 24：应用场景以视频会议和指挥监控为主（2018）	19
图 25：2018 年中国大陆商显市场结构（亿元，%）	20
图 26：中国商显规模 19 年将超 900 亿（亿元，%）	20
图 27：小间距 LED 业务收入持续高增（亿元，%）	20
图 28：公司产品售价显著高于行业平均（万元）	21

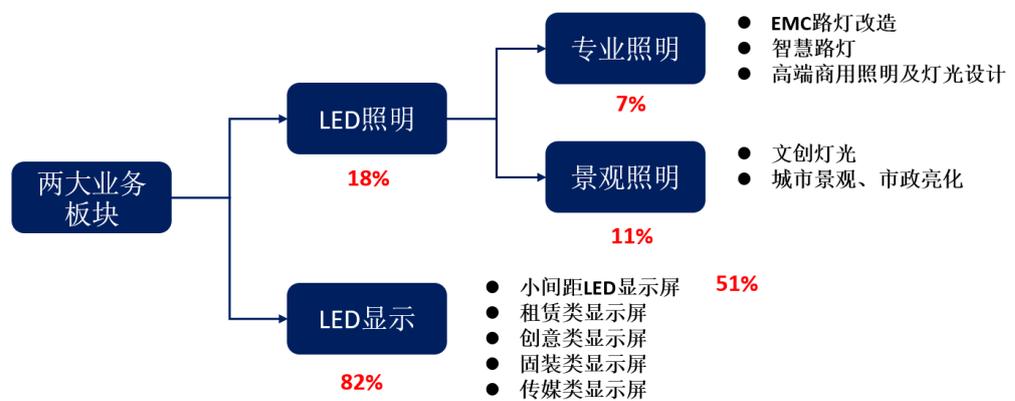
图 29 : 国内小间距收入增速高于海外 (亿元 , %)	22
图 30 : LED 显示屏外购占比不断提升 , 产能吃紧 (万平方米 , %)	23
图 31 : 中国景观照明市场规模 (亿元 , %)	24
图 32 : 景观照明业务占比迅速提升	25
表 1 : 集团各公司分工明确 , 业务间存在差异化	8
表 2 : 年度经营计划兑现度接近 100%	12
表 3 : 小间距 LED 具有优异性能	15
表 4 : P1.6 小间距 LED 单价已和 DLP 持平	18
表 5 : 小间距在公安指挥中心市场规模测算	19
表 6 : 雷迪奥主要应用于大型商用场景	22
表 7 : 公司于 17 年底开始大幅扩充产能	23
表 8 : 景观照明与功能性照明对比	23
表 9 : 18 年各地景观照明指导文件	24
表 10 : 洲明科技主营业务拆分 (单位 : 百万元 , 百分比)	26
表 11 : 可比公司估值水平 (股价、市值、利润与估值) (单位 : 亿元) (截止时间 : 2019/06/13)	27

1. 显示照明协同发展，LED 应用解决方案领军高速增长

1.1 立足显示，布局景观照明，产业资本助力成长

洲明科技成立于 2004 年，于 2011 年深交所上市。公司专注于 LED 应用产品及解决方案，现已形成 LED 显示屏、LED 照明（包括 LED 专业照明、景观照明）两大业务板块，产品线涵盖小间距 LED 显示屏、租赁类显示屏、体育类显示屏、创意类显示屏、LED 专业照明、景观照明等多领域、实现全方位、多元化的业务布局。

图 1：显示照明两大板块，多元化业务布局



资料来源：洲明科技 2018 年报，申万宏源研究

注：红色数字为占总营收比例

公司善于借助资本力量快速补充业务短板，对外延式发展采取积极态度。公司现采取集团+控股公司架构，下设四大事业部，旗下拥有多家控股公司，积极专注于各细分领域，致力于做大做强细分市场。公司的外延战略实际并不激进，均基于公司自身发展阶段和能力，着重协同发展和对现有业务进行补充，以“打造全球 LED 应用产业集团”作为长期发展目标。

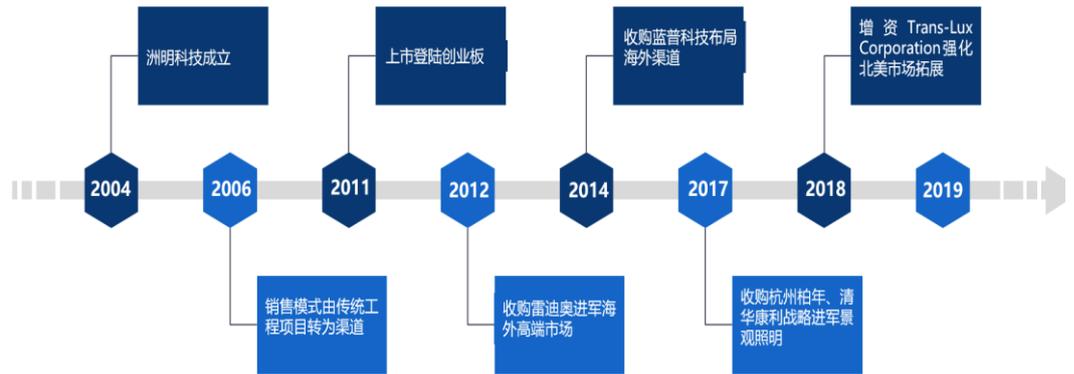
图 2：通过外延形式控股多家公司，集团采用事业部架构



资料来源：公司官网，申万宏源研究

2017年前，公司业务仅涵盖LED显示与专业照明。公司于2017年通过外延方式战略性布局景观照明领域，为公司成长打开新篇章。公司先后收购了杭州柏年52%的股权，开启了公司在文创灯光领域的布局。收购清华康利100%的股权，布局城市景观与市政亮化。

图3：公司发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

母公司与各控股公司业务之间存在差异化。在LED显示板块，母公司主要以LED小间距产品为主，包括租赁类产品、创意类产品、体育类产品和交通类产品。雷迪奥是全球顶级的LED租赁产品厂商、蓝谱科技专注于海外体育市场、蔷薇科技则聚焦于创意显示。洲明科技现已成为LED显示屏领军，LED租赁屏市场份额全球第一，小间距LED市场份额全球前三。

在LED专业照明领域，全资子公司广东洲明主要专注于道路交通节能照明领域，爱加照明则深度布局于高端商用照明及灯光设计领域。

表1：集团各公司分工明确，业务间存在差异化

	公司	细分领域	收购或成立时间	
LED 显示	洲明	洲明科技	小间距 LED	2004 年成立
	ROE CREATIVE DISPLAY	雷迪奥	LED 租赁市场	2012 年收购
	蓝谱	蓝谱科技	分销批发市场	2014 年收购
	JOYWAY	蔷薇科技	创意显示	2017 年收购
专业照明	洲明	洲明节能	道路交通节能照明	2011 年成立

		爱加照明	高端商用照明	2017 年收购
景观照明		杭州柏年	文创灯光	2017 年收购
		清华康利	城市景观与市政亮化	2017 年收购

资料来源：2011-2018 年公司年报，申万宏源研究

公司以“显示光彩世界，照明幸福生活”为企业愿景，致力于构建显示照明协同发展的产业资本平台，最终导向是将洲明科技由 LED 应用解决方案商进一步打造为领军的光环境管理服务商。

1.2 营收利润持续高增，现金流改善显著

近年来公司逐渐步入成长快车道，内生外延双轮驱动，营收净利润均持续高增。2018 年营收 45.24 亿元，同比增长 49%；归母净利润 4.12 亿，同比增长 45%。据公司 2019 年一季报显示，19Q1 实现归母净利润 7340 万元，同比增长 56.7%，延续高增态势。

图 4：营收持续高增（百万元，%）



资料来源：wind，申万宏源研究

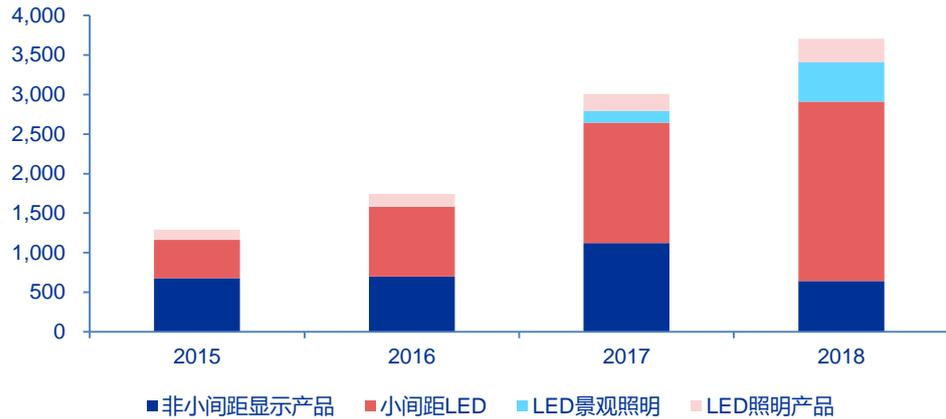
图 5：18 年归母净利润同比增长 45%（百万元，%）



资料来源：wind，申万宏源研究

公司现阶段营收主要来自于 LED 显示业务，以小间距 LED 为主，未来看好景观照明业务所带来的成长新动能。从公司营收结构来看，以小间距 LED 为核心的显示业务为公司的主要营收来源，2018 年占比超 80%。其中，小间距 LED 占整体显示业务比重逐年提升，18 年已超 60%。自 2017 年公司战略布局景观照明以来，其占比迅速攀升，18 年已达 11%，公司营收结构出现显著优化。预计未来景观照明将持续加速成长，占比有望进一步提升。

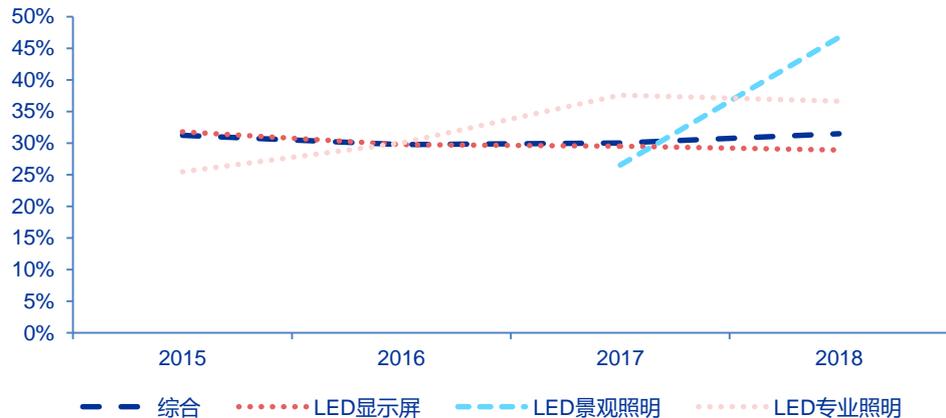
图 6：以小间距为核心的显示业务为营收主要来源，景观照明加速增长（百万元）



资料来源：洲明科技年报，申万宏源研究

公司综合毛利率小幅改善，主要受益于营收结构的变化。细分业务来看，显示屏产品毛利受国内低端产品市场竞争加剧所致，整体毛利出现小幅回落。LED 小间距产品毛利略高于整体显示板块，但也出现一定下滑，主要由于国内市场占比提升所致。各项业务中，景观照明毛利最高，且显著优于显示业务。因此景观照明业务的占比提升对于公司综合毛利起到明显的拉升作用。**我们判断未来包括小间距在内的显示业务毛利率将进一步小幅回落，但景观照明业务的占比提升将一定程度上实现对冲，整体毛利率保持稳定。**

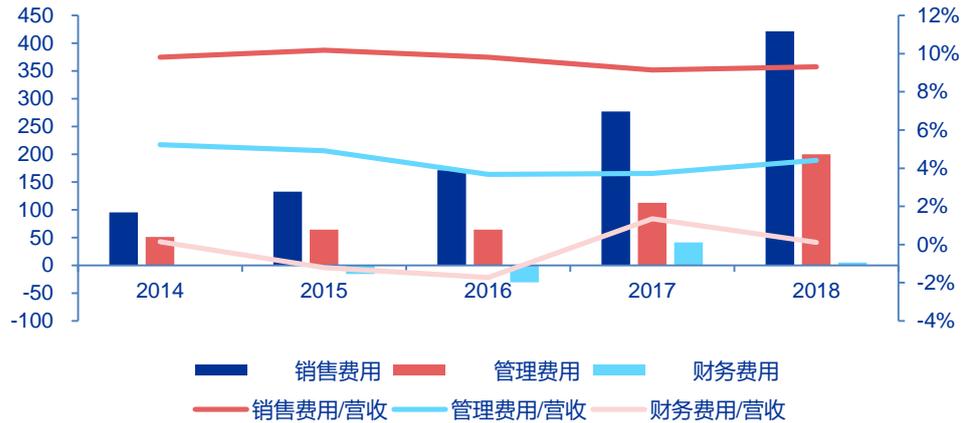
图 7：分项毛利情况



资料来源：洲明科技年报，申万宏源研究

公司三费管控得当，管理费用率、销售费用率均保持稳定。公司三费绝对额伴随营收同步增长而大幅增加。相对角度来看，公司整体费用率管控较好，近年来管理费用率、销售费用率均处于稳态。考虑未来公司将持续拓展渠道建设，发力海外市场，我们预计未来销售费用率、管理费用率在保持稳定状态下，略微小幅上行。

图 8：公司三费管控得当 (百万元，%)



资料来源：洲明科技年报，申万宏源研究

注：考虑口径统一，管理费用中均已剔除研发费用

持续加码研发，把握 LED 显示技术升级与变革重要节点。近年来，公司持续增加研发投入，14-17 年同比增长率均超过 40%，研发费用率保持在 4%左右。2018 年为 LED 显示技术变革的重要节点。随着小间距的竞争逐渐加剧，公司需要持续的技术迭代以维持核心竞争力。同时 Mini LED、Micro LED 等前沿技术正逐步进入产品落地阶段。公司 18 年进一步加大了研发投入，同比增长达 89%，增量部分主要投向 Mini LED 相关技术储备与产品化推进。

图 9：持续加码研发投入 (百万元, %)



资料来源：洲明科技年报，申万宏源研究

经营性现金流大幅改善。2018 年公司经营性现金流净额为 3.2 亿，较 17 年同比增长 160%。主要系公司强化了内部流程建设以及风控机制，持续加强了对应收账款的管控。

图 10：经营性现金流大幅改善 (百万元, %)



资料来源：洲明科技年报，申万宏源研究

1.3 管理层经验丰富，公司战略执行力强

董事长具有丰富的研发及管理经验。公司创始人、董事长林洺锋深耕 LED 产品应用行业逾 15 年，且具备多年 IT 产业经历，具有丰富的技术研发和生产管理经验，多次荣获中国 LED 产业年会颁布的“中国 LED 产业领军人物”荣誉称号。林总于 1993 年至 1997 年间分别在香港 GE、美国伟力电子从事品管技术及工程师等技术相关工作。于 1998 年至 2003 年间担任 IT 公司总经理，开始从事管理工作。2004 年起担任洲明科技董事长至今。

多名高管为产业出身，兼具对技术趋势与产品市场化的前瞻判断力。公司副总经理陆晨自 09 年起便担任雷迪奥总经理并兼产品总监。其在产品设计与市场化推广上具有非常强的能力，带领雷迪奥迅速成长为海外租赁市场的龙头。

精选并购标的，整合协同管理优异。管理层在外延发展的并购方向上十分具有前瞻性，均契合于公司重大战略的拓展或补足，且标的均质地优异。并购后以子公司为载体进行战略整合与产业赋能，产生了良好的协同效应。

公司战略执行力强。我们统计了公司 15-17 年年报中提及的经营计划，从主要经营战略兑现的角度来看，公司完成度接近 100%，体现了公司极强的战略落地能力。

表 2：年度经营计划兑现度接近 100%

2015	是否兑现	2016	是否兑现	2017	是否兑现
进行产能升级及智能化改造	√	借助资本力量，持续进行 LED 显示细分领域龙头、景观照明及 LED 专业照明的市场外延整合	√	加快完成大亚湾二期建设，提高在 LED 显示屏领域的智能制造水平，提升小间距 LED 产能	√
持续发力智慧城市道路照明解决方案及室内照明 O2O	√	升级运营中心完善市场营销服务体系，持续深化海外分支机构独立运营能力	√	积极与上游企业合作布局 Mini Led 和 COB 技术	√

向内容服务、内容与场景服务、创意视觉、赛事运营等文化传媒领域延伸	√	持续提升研发能力，进行产品的升级及技术储备	√	巩固全球营销与渠道优势，持续推动品牌国际化进程，完善海外本地化建设	√
孵化在互联网领域和 VR/AR 领域与公司主营业务相关的创新型公司。	未提及	积极完善合伙人制度，发力人才培养	√	借力资本力量，积极推动外延并购项目，进一步助推 LED 显示和照明领域的战略布局	√

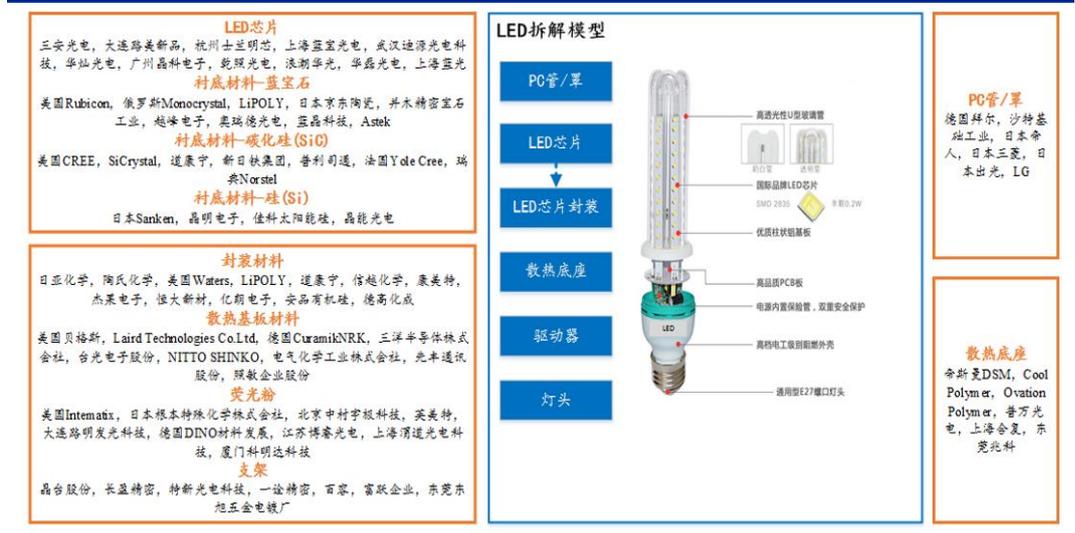
资料来源：洲明科技年报，申万宏源研究

2. 成本下行触及替代临界点，小间距专业与商显市场并存

2.1 小间距 LED 优势显著，替代进程加速

LED 产业链上游为芯片，中游是 LED 封装，下游是 LED 应用。其中，LED 应用主要包括 LED 照明、LED 背光应用、LED 显示屏三大主要部分，小间距 LED 位于产业链下游端。

图 11：LED 产业链



资料来源：申万宏源研究

产业链各环节中下游应用市场规模占比最高，且增速最快。2017 年中国 LED 总体产值达 6538 亿元，LED 下游应用产值达到 5310 亿元，占比为 83.39%。整体下游市场仍将保持较快增长，预计 18-20 年 CAGR 达 18.79%。

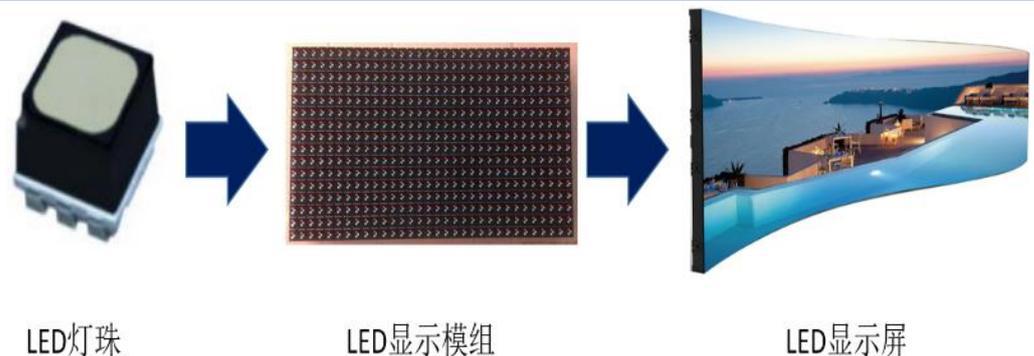
图 12：LED 下游应用保持较快增长（亿元，%）



资料来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟，申万宏源研究

LED 显示屏是下游应用中起步较早的产品。其原理为利用红光 (R)、绿光 (G)、蓝光 (B) 三种 LED 芯片构成 RGB 显示阵列固定在 PCB 板上面，配合驱动电路与软件系统即组成 LED 显示屏。传统 LED 显示屏受制于灯珠之间间距较大，造成分辨率较低，只适合在户外远距离观看，难以应用于室内场景。

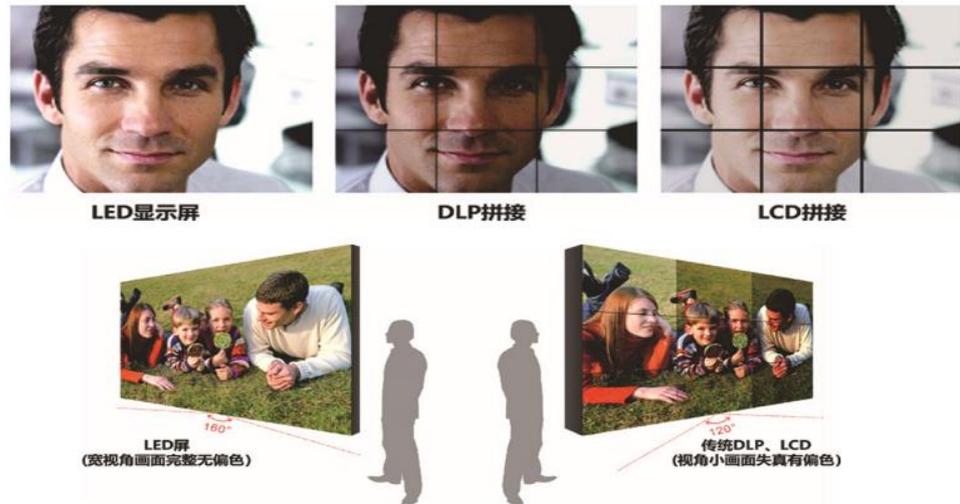
图 13：LED 显示屏结构



资料来源：申万宏源研究

小间距 LED 由于其技术特性而逐渐成为室内外大尺寸显示的极佳方案。由于传统 LED 显示屏在分辨率上的限制，过去在室内显示场景，主要由 LCD、PDP、DLP 拼墙来实现。小间距 LED 屏一般是指点间距在 2.5mm 以下的室内 LED 显示屏，主要包括 P2.5、P2.0、P1.9、P1.6、P1.2 等型号。目前最小间距已可达 0.7mm，且已经开始量产。相较传统大尺寸显示方案，小间距 LED 屏具有无物理拼缝、亮度颜色最均匀、灰度等级最高、亮度可控范围最大、色温范围最广、刷新频率最高、功耗最小、声噪最小、光源寿命最长、可视角相对较广等显著优势。因此小间距 LED 正逐渐形成对 LCD、DLP 拼接方案的替代。

图 14：小间距 LED 显示效果优异



资料来源：OFweek，申万宏源研究

表 3：小间距 LED 具有优异性能

	LCD 拼接	PDP	DLP 拼接	投影融合	小间距 LED
原理	背光源控制	自发光	光源控制	光源控制	自发光
物理拼缝	3.9mm	1.8mm	0.5-1.0mm	无拼缝。有融合带	整屏无拼缝
均匀性与一致性	长期使用,单元间亮度与颜色衰减不一致,不可恢复		长期使用,单元间亮度与颜色衰减不一致,需要专业人员调整		亮度颜色整屏可调,整屏均匀一致
亮度	450-700cd/m ²	450-1700cd/m ²	200-400cd/m ²	投影机亮度&尺寸控制	50-2000cd/m ²
灰度等级	8bit	10bit	12bit	12bit	16bit
色&范围	5000-10000K	5000-10000K	5000-9000K	5000-9300K	2500-10000K
可视角(H/V)	178/178	179/179	120 /120	依屏幕而不同	170/160
刷新频率	<120HZ	<120HZ	<120HZ	<120HZ	960-3840HZ
声噪	25-30db	25-30db	30-40db	依投影机而不同	无风扇、静音
7*24 小时工作		不建议	支持	不支持	支持
平均功耗	170-200W	240-250W	140-350W	依投影机而不同	110-230W
光源寿命	6 万小时	6 万小时	6000-6 万小时	依光源类型而不同	10 万小时

资料来源：LED inside，申万宏源研究

小间距 LED 起始于 2012-2013 年，之后逐渐进入高速成长期。据研究机构高工 LED 数据显示，2017 年中国小间距 LED 显示屏市场达 59 亿。随着小间距 LED 显示屏持续向大密度、智能化、标准化演进，市场空间有望进一步打开，行业景气延续。研究机构高工 LED 预计 18-20 年 CAGR 将达到 40%，2020 年国内小间距 LED 市场规模将达到 177 亿。

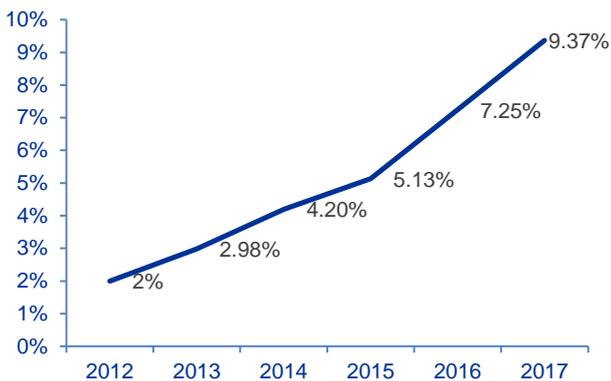
图 15：国内小间距 LED 市场规模将持续高增



资料来源：高工 LED，申万宏源研究

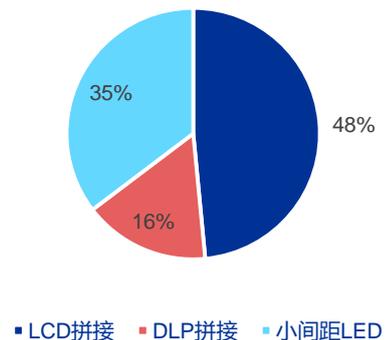
国内小间距在 LED 显示市场占比逐年提升，但整体仍处于较低水平，2017 年占比不足 10%，未来占比有望进一步提升。在大屏拼接领域，小间距 LED 势头迅猛，2017 年在国内大屏幕拼接市场占比已达 35%，大幅抢占 LCD、DLP 市场，未来将进一步加速替代。

图 16：国内小间距占 LED 显示比重逐年提升



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

图 17：2017 年国内大屏拼接市场格局



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

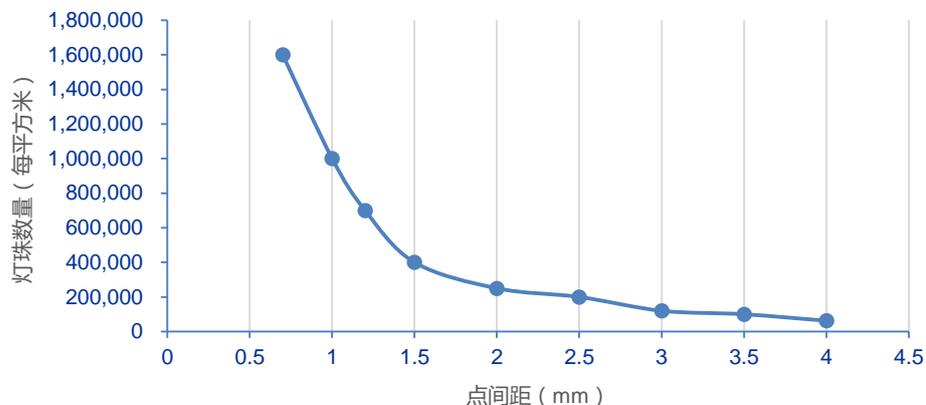
国内小间距 LED 市场当前形成利亚德、洲明科技双寡头格局，2018 年两者合计占据国内市场近 60% 份额。目前小间距行业仍处于快速成长期，但入门级产品的竞争逐渐开始加剧。随着灯珠间距的不断缩小，技术迭代的难度将逐渐加大，同时带来的显示效果边际提升也将放缓。因此龙头厂商需把握关键发展时间点。

2.2 成本下行触及替代临界点，小型化趋势持续

小间距 LED 成本主要来自于灯珠。普通 LED 显示屏的成本构成中，灯珠占据成本的比例约 20-30%，其他占比较大因素为 PCB、电源、五金等。而对于小间距产品来说，由于灯珠间距的大幅缩减，在单位面积上的灯珠用量大幅提升，呈指数级上升态势。每缩小 0.1mm，灯珠数量相应增加 1.1-1.3 倍，从而导致材料成本、封装成本、维护成本的大幅

提升。因此小间距 LED 的成本较普通屏大幅提升，且在成本结构中，灯珠占比达到了 60-70%。

图 18：每平米灯珠数量随点间距缩小呈指数级上升



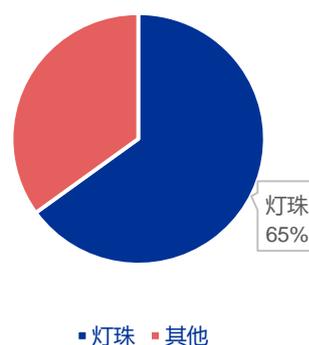
资料来源：国星光电，申万宏源研究

图 19：普通 LED 显示屏成本构成



资料来源：艾比森招股说明书，申万宏源研究

图 20：小间距 LED 显示屏成本构成



资料来源：申万宏源研究

技术升级及规模效应助力芯片价格下降。由于 LED 芯片本身的半导体属性，因此同样遵循摩尔定律。随着厂商技术的提升促进了 LED 光效的提高，LED 芯片的价格通过光效的提升得到降低。另一方面，随着单位面积外延片上可切割的芯片数量不断增加，芯片成本逐渐下降，芯片价格也逐年下滑。

短期供需失衡，芯片价格还需时间出清。短期来看，2017 年的全球 LED 芯片市场基本达到供需平衡，价格也在 15-16 两年的大幅下跌之后，进入平稳期。而到了 2018 年，价格由于行业产能的大幅扩张，价格出现大幅跳水，芯片公司的产能出现增长的同时，价格下降带来相关芯片公司的产值并未大幅增加，行业毛利率开始下滑，至 19Q1，随着 18 年几家大厂新增产能带来的高库存，预计整体 19 年全年的市场将面临新一轮的价格调整。行业整体出清预计要到 19Q4 阶段，2019 全年价格预计将有序下跌。

受益于芯片价格带动的成本下降，制约小间距 LED 普及的关键因素正逐渐被消除。小间距在大屏显示效果上的优势较为明显，但一直以来高成本都是困扰小间距 LED 的主要问题。由于其与 LCD、DLP 拼接方案等成本差异较大，无法实现大规模推广普及。但随着小间距成本的不断下降，现 P1.6 规格小间距 LED 的每平方米单价已和 DLP 持平，P1.8 规格产品价格已大幅低于 DLP，小间距成本已触及替代临界点。这也意味着小间距将开始大规模对 DLP 形成替代。目前小间距单位面积成本仍为 LCD 的大约 3 倍，短期替代成本仍较高。但考虑到 LCD 技术已十分成熟且价格已经贴近成本线，未来价格不会有太大的变化，而小间距价格仍处下降通道，两者间价差将进一步缩小，小间距在成本上的劣势将逐渐缩小。

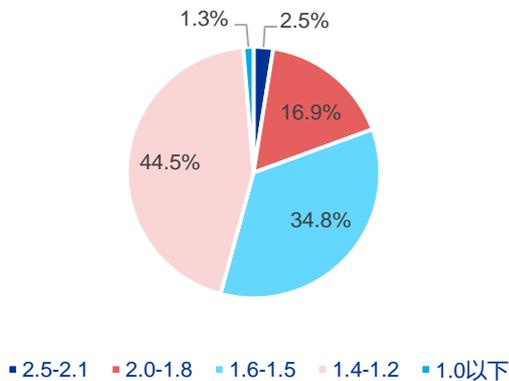
表 4：P1.6 小间距 LED 单价已和 DLP 持平

分技术	细分	70"	60"	55"(1.8)	55"(3.5)	46"(3.5)	46"(5.5)	万/平米
DLP	LED	7.2	6.2					5.3
	LASER	7.0	6.1					5.2
小间距 LED	P1.2			7.8	7.8	5.5	5.5	9.4
	P1.6			4.7	4.7	3.3	3.3	5.6
	P1.8			3.3	3.3	2.3	2.3	4.0
	P2.5			0.9	0.9	0.6	0.6	1.1
LCD	Foreign-H	7.0		4.1	2.3	1.6	1.0	4.9
	Local-H			1.8	1.2	0.8	0.5	2.1
	Foreign-L			2.8	1.6	1.1	1.0	3.3
	Local-L	5.0		1.5	0.9	0.5	0.4	1.8

资料来源：奥维云网，申万宏源研究

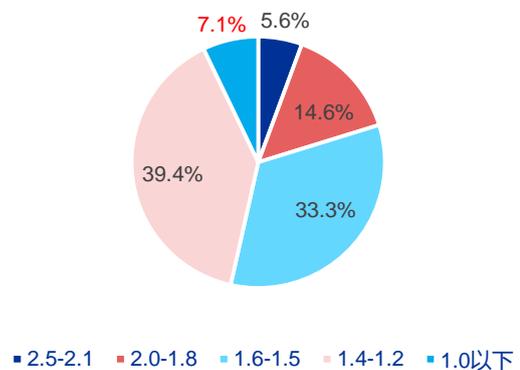
市场结构来看，高端产品小型化趋势持续演进，入门级产品竞争加剧。P1.6-P1.2 小间距 LED 已成为当前主流规格产品，国内市场销售额占比超 70%。P1.0 及以下规格的先进高端产品也开始实现突破，2018 年全年销售额占比提升至 7.1%。技术升级和成本下行将助推 LED 间距持续向小型化演进，我们研判高端产品销售额占比将逐步提升，市场主流产品将向更小规格迁移，而入门级产品的竞争将不断加剧。

图 21：2017 年国内小间距 LED 销售额分布



资料来源：AVC，申万宏源研究

图 22：2018 年国内小间距 LED 销售额分布

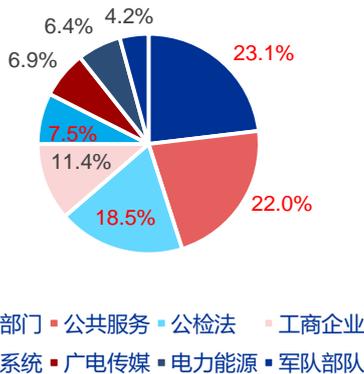


资料来源：AVC，申万宏源研究

2.3 专业显示市场先行，逐渐拓向商显领域

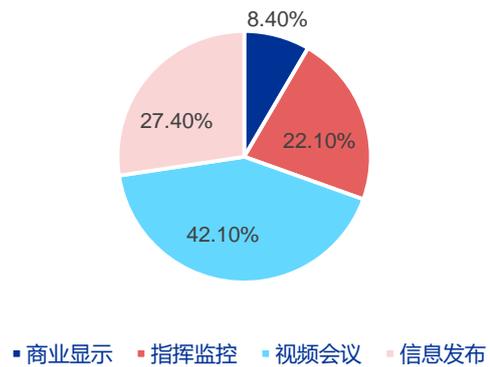
小间距 LED 于专业显示市场先行渗透。当前小间距 LED 产品主要应用于政府及公共管理、能源、交通、通信等专业领域，其中政府相关行业占比达 70%。在应用场景上以视频会议和指挥监控为主。商显市场整体占比仍较低，处于起步阶段。主要原因在于政府、安防等专业领域以显示效果为优先考虑因素，对于价格的敏感性较低。而商用显示领域对于性价比具有较高的要求。

图 23 :小间距当前主要应用于政府相关行业(2018)



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

图 24 :应用场景以视频会议和指挥监控为主(2018)



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

专显市场潜在空间超 300 亿。当前 LED 小间距在专业显示市场的发展呈现出**两大趋势**，一是**细分领域的应用场景不断增多**、行业空间不断释放；二是**向省级—地市级—区县级的不断下沉及深入**，经初步测算，LED 小间距仅在公安指挥中心的市场规模可达 22 亿元。线性外推至整个安防领域（安防领域可细分为治安、消防、交警、信访、经侦、刑侦、特警等众多分支，假设均为 10-20 亿级规模），市场规模将超 100 亿。依据前述小间距应用行业占比，并假设政府部门应用以安防为主，则公共服务、交通、能源、军队等领域合计占比约为安防领域 2 倍，对应整体专显市场空间将超过 300 亿元。

表 5：小间距在公安指挥中心市场规模测算

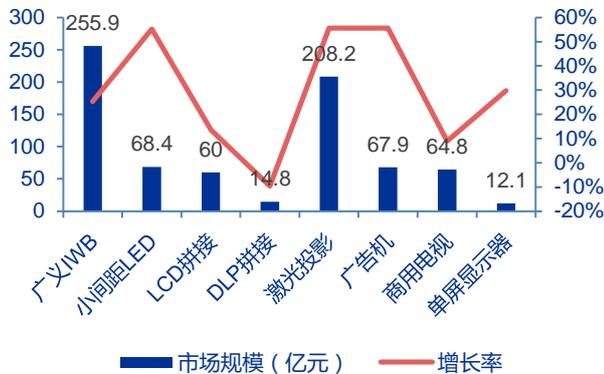
	数量（个）	购置标准（万元）	渗透率	合计(万元)
省级指挥中心	34	400	50%	6800
地市级指挥中心	420	250	50%	52500
区县级指挥中心	2800	120	50%	168000
总和				227300

资料来源：洲明科技，申万宏源研究

逐渐拓向商显市场，成长空间超 200 亿。随着 LED 小间距显示屏技术的不断升级与成本的持续下降，小间距 LED 开始逐渐切入对于价格较敏感，追求性价比的商显领域。从**增长趋势来看，小间距 LED 增速显著高于其他商显应用**。据奥维云网数据显示，中国商显市场规模将于 2019 年超 900 亿，当前 LED 小间距在商显市场渗透率不足 10%，但 18 年增

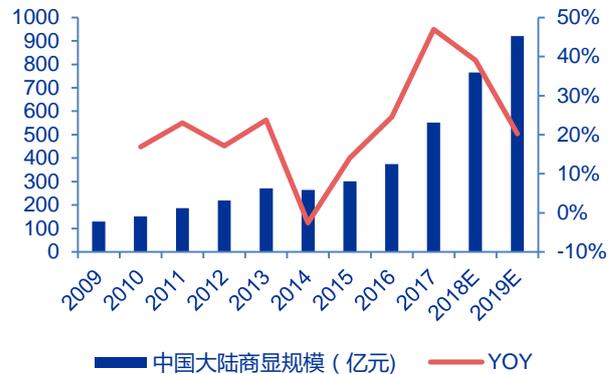
长率高达 78%。保守假设 LED 小间距在商用显示市场的渗透率可达 20%，则未来 LED 小间距在商用领域的市场规模有望超过 200 亿元。

图 25：2018 年中国大陆商显市场结构（亿元，%）



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

图 26：中国商显规模 19 年将超 900 亿（亿元，%）



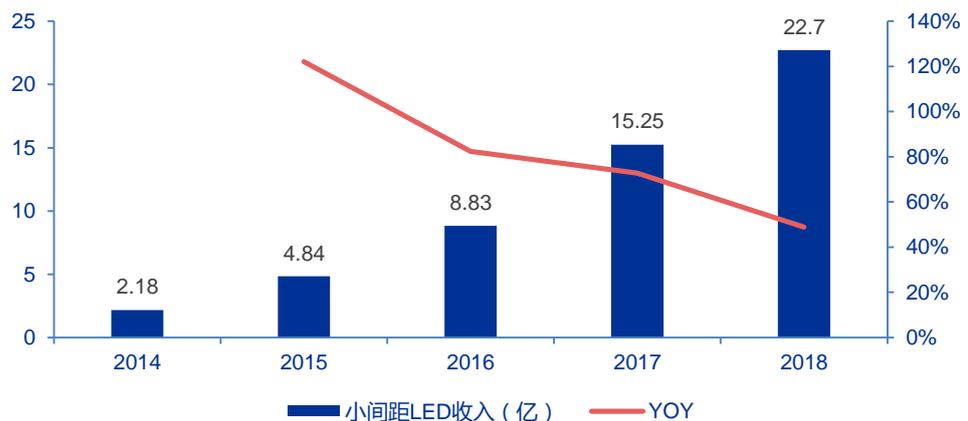
资料来源：奥维云网，申万宏源研究

3. 持续发力小间距，景观照明打开第二增长极

3.1 深度布局解决方案，超微间距产品优势明显

洲明科技为国内小间距龙头企业，市占率仅次于利亚德，小间距业务持续高增。小间距 LED 是公司核心业务，2018 年营收贡献占比近 50%。公司小间距产品线丰富，可满足不同客户在不同应用场景的需求。近年来公司小间距产品营收及订单额持续高增。

图 27：小间距 LED 业务收入持续高增（亿元，%）



资料来源：洲明科技年报，申万宏源研究

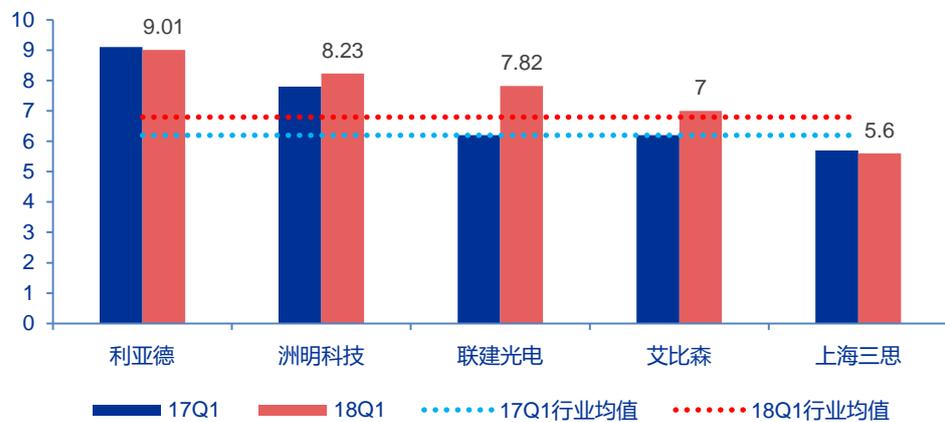
公司由单一产品向小间距解决方案转变，因应客户需求升级。在高清化、智能化、网络化趋势下，用户对于显示屏的需求已不再满足于简单的数据展现和图像传输，而是希望以高分辨率小间距显示屏为载体，能够提供决策级别的综合信息智能呈现方案。公司在可

视化解决方案上大力布局，使 LED 小间距显示屏从简单的数据呈现变为支持决策性、模型化再现的数据集，实现公司产品由“硬”到“软”的升级。

解决方案向细分行业深度拓展，针对性解决客户痛点，体现公司差异化竞争力所在。公司根据不同细分领域客户需求，针对性的进行整体解决方案的搭建。**现已在公安安全、交警指挥、人防指挥、智慧城市、会议室/报告厅等主要应用场景等领域实现了自主研发的高分可视化解决方案。**

公司小间距的产品结构向中高端倾斜，主要集中于 P2.0-P1.0 规格，占比约 60-70%。从价格层面来看，公司小间距产品均价显著高于行业平均水平，位列第二，仅次于利亚德。这也反应出虽然小间距整体成本处于下行通道，但随着市场主流产品不断向更小间距迁移，公司在中高端产品上具有较为明显的竞争力及议价能力。

图 28：公司产品售价显著高于行业平均（万元）



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

可批量生产 P0.9 超微小间距，P0.4 产品已实现开发。通过与上游 PCB 厂商联合开发高密度、高精度的线路板，结合正装或倒装 Mini LED 芯片，实现集成式 CSP 单元板制造技术，使得超微小间距 LED 产品可实现与 LCD 类似的面板化批量生产。公司量产 4K Mini-LED0.9 小间距荣获 ISE 2019 最佳展品奖。目前公司已在实验室完成了最小间距 0.4mm 产品的技术开发，可实现 $\leq 50\mu\text{m}$ 的 LED 芯片批量化转移装配。**公司在超微间距上技术处于行业领先地位，将推动小间距向规模更大的商业显示市场甚至民用市场持续渗透，打开更广阔的市场空间。**

3.2 海外渠道优势足，新增产能陆续释放

海外市场为公司 LED 显示屏业务重要营收来源，18 年境外整体销售额占比达 48%。公司在海外市场的优势在于其子公司的合理差异化布局以及其以经销为主，直销为辅的销售模式。2018 年公司经销占比 73%，直销占比 27%。渠道经销模式有助于迅速扩大海外市场、进行品牌建设以及实现本地化运营服务。另一方面，子公司雷迪奥、蓝普科技在海

外渠道上具有十分明显的优势，雷迪奥专注于高端租赁市场，蓝普侧重于中低端市场以及体育场景，差异化的业务布局也使公司实现了全市场、全应用场景的覆盖。

雷迪奥定位海外高端租赁市场，LED 租赁屏全球市场第一，主要应用于大型商用场景。

雷迪奥 90%以上市场来自于海外，以欧美市场为主，客户均为顶级租赁商，广泛应用于海外各大型国际音乐节、颁奖盛典、明星演出、赛场、车展等。产品线多达数十种，均为自主研发。战略性产品“黑玛瑙”更是一举囊获德国 IF 金奖、日本 G-mark 大奖、中国红星金奖、亚洲最具影响力金奖，体现出公司在设计及技术上具有明显优势。

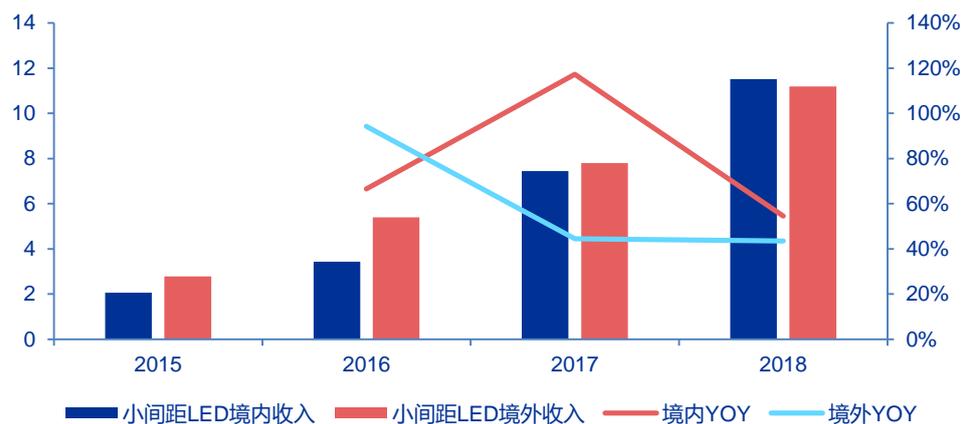
表 6：雷迪奥主要应用于大型商用场景

应用场合	案例
企业活动	华为 P20 发布会、沃尔玛年会、三星开发者大会、电子娱乐展 (E3)、Facebook 年会等
体育运动	澳网公开赛、冬季亚运会开幕、索契冬奥会、Dota2 国际邀请赛、英雄联盟职业联赛等
演唱会&音乐节	奥斯卡颁奖盛典、格莱美颁奖盛典、西部男孩告别演唱会、UMF 音乐节、酷玩乐队巡演等
固装	悉尼 Canterbury leagues 俱乐部
车展	日内瓦车站、底特律车展、法兰克福车展

资料来源：雷迪奥官网，申万宏源研究

海外市场盈利性更高，小间距仍有大幅渗透空间。海外市场由于定价政策不同于国内，且竞争程度更小，因此毛利率显著高于国内市场。**近年来公司国内市场小间距 LED 销售额增速显著高于海外市场，原因在于目前应用领域上的不同。**海外小间距主要应用于高端展览展示、企业会议室、高端零售商店等领域，国内主要应用于对价格较不敏感的专业显示场景。随着小间距价格的进一步下降，其性价比在高端商显市场将迎来边际改善，海外市场渗透速度将进一步提速，迎来爆发期，公司将持续受益。

图 29：国内小间距收入增速高于海外（亿元，%）

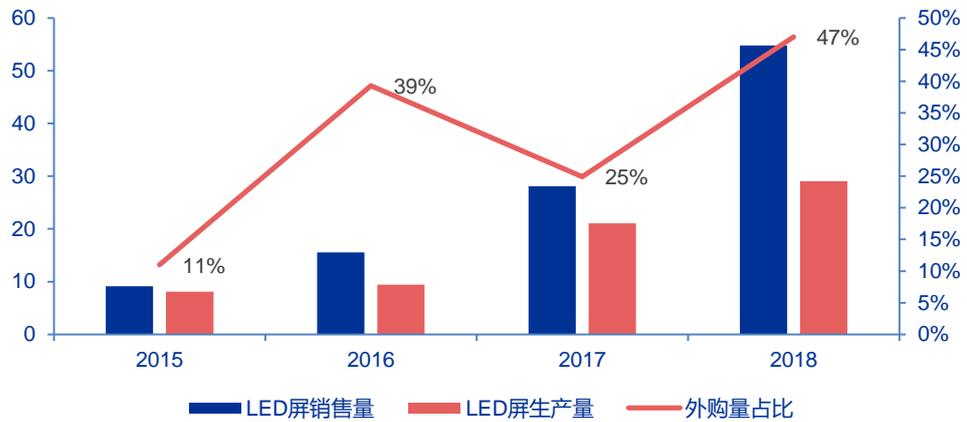


资料来源：wind，申万宏源研究

公司目前以深圳福永总部为基点，拥有深圳坪山、惠州大亚湾两处生产基地。近年来，随着小间距 LED 的需求爆发，公司在小间距 LED 及其他显示屏上的产能逐渐吃紧。**公司在 LED 屏幕销售中采用自产及外购并行的方式。外购部分占比近年来持续提升，2018 年占比**

已达 47%，产能急剧不足。公司惠州大亚湾二期于 2017 年 12 月正式动工，建成后的大亚湾科技园总面积达 40 万平方米，为全球最大的单体 LED 显示制造基地之一。18 年公司 LED 显示屏产能为约 35 万平方米/年，在建产能为 15 万平方米/年，预计于 2019 年底陆续释放，届时较现有产能将提升超 40%。

图 30：LED 显示屏外购占比不断提升，产能吃紧（万平方米，%）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

表 7：公司于 17 年底开始大幅扩充产能

年份	产能 (万平方米/年)	产量 (万平方米/年)	在建产能 (万平方米/年)
2016	16.38	9.94	8.5
2017	26.22	21.07	21.37
2018	35.26	29.05	15.1

资料来源：公司年报，申万宏源研究

投资 22 亿建立中山智能制造基地，前瞻布局新一代显示与未来 3-5 年自动化产能。公司于 2019 年公告在中山建立智能制造基地。总规划 400 亩，第一期与第二期各 200 亩，总体建设周期约 6 年。该规划包含先进智能化工厂和研发检测中心。在扩充现有产品线产能的同时，也前瞻性为正处于技术急剧变革突破的 Mini LED 和 Micro LED 显示屏做好土地和产能储备。

3.3 战略进军景观照明，打开第二增长极

景观照明是功能性照明的延伸和创造，已成为现代城市发展和服务能力的重要标志。相比于功能性照明，景观照明更侧重于艺术性、装饰性。根据照明对象的不同可分为广场、建筑、园林绿地、商业街区、山体水系景观照明和其他公共设施的装饰性照明等。随着超高光效光源技术、智能控制技术的发展，景观照明行业也向节能和智能化的趋势发展。

表 8：景观照明与功能性照明对比

	景观照明	功能性照明
照明对象	景观、楼宇、道路、桥梁等，较为丰富	主要为路面

照明性质 美化城市夜间环境，供行人观赏，烘托气氛 为机动车驾驶员创造良好的视觉环境

光源灯具 荧光灯、LED 等 高压钠灯等常规道路照明灯 具

照明方式 灯具设置在地面或矮柱上向多方向投光 常规高杆灯等

资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

景观照明市场空间广阔，2019 年国内市场将超千亿。受益于全球各个国家或地区政策支持推广支持，景观亮化市场渗透率不断提高。据前瞻产业研究院数据显示，2017 年全球景观亮化市场规模达到了 2744 亿元，同时中国已成最大的景观照明市场。2017 年中国景观照明市场规模接近 800 亿元，预计 2019 年中国景观照明市场规模将突破千亿元。

图 31：中国景观照明市场规模（亿元，%）



资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

2018 年，在国内经济“去杠杆”、政府财政收紧的背景下，景观照明逐步从量的铺张转向质的优化。为了促进城市现代化发展，全国各地纷纷出台了相应的城市景观照明规划等政府指导文件。受益上述利好政策的支持及国民需求的增长，景观照明市场未来渗透率仍将有所提高，且发展模式渐渐步入规范化轨道，促进景观照明行业的健康、可持续发展。

表 9：18 年各地景观照明指导文件

城市	时间	政策文件
青岛市	2018 年 1 月	《青岛西海岸新区城市景观照明设施建设和管理办法》、《青岛市黄岛新区城市照明专项规划》
上海市	2018 年 2 月	《黄浦江两岸景观照明总体方案》
成都市	2018 年 5 月	《成都市中心城区景观照明专项规划》
广州市	2018 年 6 月	《珠江景观带重点区段（三个十公里）城市设计与景观详细规划导则》
重庆市	2018 年 9 月	《重庆市城市综合管理提升行动方案》
杭州市	2018 年 9 月	《杭州市区城市照明总体规划修编（草案）》
济南市	2018 年 11 月	《济南市城市照明总体规划（2018-2035 年）》

资料来源：洲明科技年报，申万宏源研究

外延收购清华康利战略性布局景观照明领域。公司于 2017 年 11 月以 2.53 亿收购清华康利城市照明研究院 100% 股权。清华康利是一家集城市景观照明规划设计、工程施工、灯具研究开发为一体的专业性企业，拥有国家住建部照明工程设计专项甲级、环境艺术设计甲级等资质。综合实力位居全国前列，参与规划了济南、沈阳、青岛、武汉等多个城市的景观亮化设计与施工。2018-2020 承诺扣非净利润分别为 4100 万元、5100 万元、6000 万元。

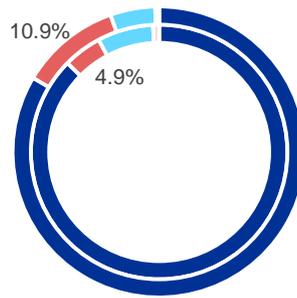
控股杭州柏年开启文创灯光领域布局。公司于 2017 年 10 月以 2.5 亿实现对杭州柏年 51% 股权的控股。杭州柏年成立于 1996 年，深耕文创灯光解决方案 20 年，以产品跨界整合的思维，布局涉及智能视觉系统的产品集成、机电设备安装工程、大型城市智能亮化工程等。成功服务于北京奥运会、上海世博会、世界 500 强品牌连锁企业、智慧城市轨道交通、机场、公路、大型公共设施的智能导视系统及服务，并提供智能楼宇、商业综合体、公共场馆、城市景观的智能泛光照明解决方案。公司 2017-2019 年承诺扣非净利润分别为 2000 万元、3000 万元、4000 万元。

充分借助上市公司的资本及平台优势，接单与盈利能力均实现大幅提升，整合成效显著。2018 年 4 月，由杭州柏年参与打造的全国市政首例文创项目灯光项目——深圳海滨广场灯光秀荣获白玉兰照明奖室外照明工程设计优秀奖，并入选了深圳改革开放四十周年优秀项目奖。2018 年 6 月，清华康利在青岛夜景照明改造提升之中，承办了青岛市南区、市北区等多个地方的楼宇和绿地及山区亮化，利用情景化的夜景设计、结合建筑的结构及特色，营造出多层次且富有美感的立体照明效果，体现了岛城特色，并荣获“上合组织青岛峰会照明建设贡献奖”。

精选优质项目，追求利润可持续化。公司在景观照明上并不追求数量，而是精选优质项目，倾向于小而精的属性。公司在整体景观照明模式上与其他企业略有区别，主要通过规划与设计能力上的优势拿下工程，通过工程来实现利润，并通过后续运营实现利润的可持续化。以深圳海滨广场为例，公司每年会给政府提供不同的服务，根据不同的节日提供不同的视频方案，或是提供后续的维修服务等。

公司景观照明收入快速增长，未来将成为除小间距外的成长新动能。2017 年景观照明业务占营收比重仅 4.87%，2018H1 占比已达 12.14%，超过了 LED 照明营收。从盈利性来看，景观照明的毛利率高达 47%，远高于其他业务。我们研判，未来景观照明业务将持续放量，占比也会逐步提升，为公司开启新的成长空间。

图 32：景观照明业务占比迅速提升



■ LED显示屏产品 ■ LED景观照明 ■ LED照明产品 ■ 其他业务

资料来源：洲明科技年报，申万宏源研究

注：其中内圈为 2017 年，外圈为 2018

4. 公司处于龙头地位，收入利润上行

4.1 利润来源于行业增长与公司自身扩张

1、预测公司 2019/2020/2021 年的 LED 显示屏产品将会加速开展，对应的收入为 48.52 亿/62.80 亿/80.50 亿，对应的收入增速为 30.77%、29.44%、28.19%；预计这块未来将会是公司主业的主要利润来源之一。

2、预测公司 2019/2020/2021 年的 LED 景观照明将会稳步开展，对应的收入为 6.75 亿/9.02 亿/11.64 亿，对应的业绩增速为 36.89%、33.65%、29.00%；预计这块未来将会是公司的次要利润来源。

3、预测公司 2019/2020/2021 年的 LED 照明业务将会稳健开展，对应的收入为 4.89 亿/5.14 亿/5.40 亿，对应的业绩增速为 62.22%、5%、5%。

表 10：洲明科技主营业务拆分（单位：百万元，百分比）

年份	2017	2018	2019E	2020E	2021E
LED 显示屏产品	2646.04	3710.19	4851.68	6280.03	8050.06
		40.22%	30.77%	29.44%	28.19%
LED 景观照明	147.44	493.19	675.11	902.26	1163.95
		234.50%	36.89%	33.65%	29.00%
LED 照明产品	213.93	301.73	489.47	513.95	539.64
		41.04%	62.22%	5.00%	5.00%
其他	23.12	19.22			
总计	3030.53	4524.33	6016.3	7696.2	9753.7
		49.29%	32.98%	27.92%	26.73%

资料来源：申万宏源研究

小间距 LED 由于其技术特性而逐渐成为室内外大尺寸显示的极佳方案，加速实现对 LCD、DLP 拼接墙的替代。国内小间距 LED 市场渗透率逐渐提升，但整体占比仍较低，2017 年占比不足 10%，未来进一步渗透空间依然巨大。另一方面，上游芯片成本大幅下行，也加速小间距的普及。下游应用场景也逐渐由专显市场拓向商用，整体市场空间超 500 亿。随着显示技术的提升及规模效应的显现，入门级产品竞争加剧，高端产品的技术壁垒及资金壁垒则显著提升。我们研判未来小间距 LED 行业的马太效应将更为显现。

考虑到公司未来持续进行市场拓展和下游渠道的培养，对后续利润正向影响，预计公司 2019/2020/2021 年的归母净利润为 5.64 亿/7.42 亿/8.40 亿，未来 2 年 CAGR 达 22.04%，对应的 EPS 为 0.75 元/0.99 元/1.12 元。

4.2 行业发展趋势、公司自身增长两个角度超预期

我们从行业发展趋势、公司自身增长这两个角度去阐述与大众认识的不同。

1、行业发展趋势：市场认为小间距市场增速放缓。我们依据对行业的详细分析，研判小间距行业是处于产品爆发的临界点上，P2.0 的产品对于传统液晶显示具有较强的替代效应，随着成本不断下降，可以预期小间距行业会迎来价格正常下调，出货量大幅上扬的格局。考虑到市场上的小间距入门级产品的参与者在不断增加，行业也会迎来一波增速的上涨。

2、公司自身增长：公司自身的产品定位只集中在小间距和景观照明。我们预判，随着 COB 封装在更小尺寸的 LED 封装的应用，未来行业中下游厂商的壁垒会更多得集中到终端渠道的经营上。**公司战略重心也会不断向尾部高毛利的品牌商转移。**结合对于行业发展的判断，未来小间距和景观照明都会迎来发展的高峰期。公司多业务可以保证自身业务发展符合行业趋势。

4.3 可比公司估值方法，公司目标市值在 95.88 亿

基于相对估值法，我们采用取 PE 法给予公司 2019 年 17 倍 PE，目标市值 95.88 亿元。

公司所处的行业为 LED 显示行业，市场同类公司如利亚德、艾比森、欧普照明作为估值对比，其中利亚德、艾比森作为公司现阶段可对比公司，洲明科技下一步实现公司重心向产业链下移，可参照公司欧普照明。采用相对估值法所选取的 2019 年 PE 均值水平约为 16 倍，**考虑到公司自身具有对于同行业竞争对手更高的增速，预计公司实际业绩兑现速度快于行业竞争对手。**因此，对于目标公司我们给予 2019 年 17 倍的 PE 估值，对应的公司目标市值为 95.88 亿，给予“增持”评级。

表 11：可比公司估值水平（股价、市值、利润与估值）（单位：亿元）（截止时间：2019/06/13）

股价	NP 18	NP 19E	NP 20E	PE 18	PE 19E	PE 20E
----	-------	--------	--------	-------	--------	--------

300296.SZ	利亚德	7.78	12.65	15.92	20.66	15	12	9
300389.SZ	艾比森	12.63	2.41	3.50	4.43	16	11	9
603515.SH	欧普照明	33.05	8.99	10.52	12.41	28	24	20
	均值					20	16	13

资料来源：wind，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

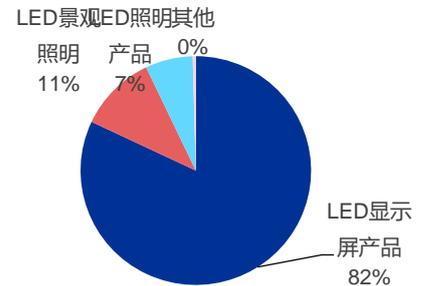
百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,031	4,524	6,016	7,696	9,754
LED 显示屏产品	2,646	3,710	4,852	6,280	8,050
LED 景观照明	147	493	675	902	1,164
LED 照明产品	214	302	489	514	540
其他	23	19	-	-	-
营业总成本	2,737	4,062	5,364	6,836	8,785
营业成本	2,120	3,100	4,181	5,346	6,912
LED 显示屏产品	1,872	2,637	3,423	4,478	5,841
LED 景观照明	103	263	439	526	704
LED 照明产品	130	191	318	343	367
其他	16	10	-	-	-
营业税金及附加	20	36	48	62	78
销售费用	277	421	560	717	909
管理费用	113	200	511	654	829
财务费用	41	5	42	34	26
资产减值损失	57	93	22	23	31
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-4	5	10	15
营业利润	323	482	657	870	984
营业外收支	1	3	3	3	3
利润总额	324	485	660	873	987
所得税	37	58	75	104	117
净利润	288	426	585	769	870
少数股东损益	3	14	14	18	20
归属于母公司所有者的净利润	284	412	571	751	850

资料来源：申万宏源研究

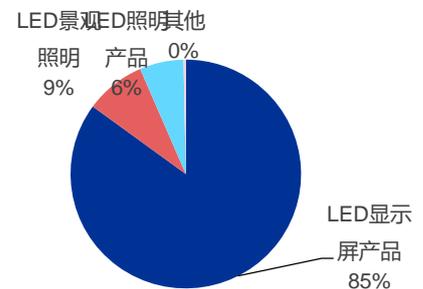
合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,816	4,231	5,674	7,237	9,097
现金及等价物	642	1,078	1,587	2,119	2,655
应收款项	1,286	1,608	2,050	2,548	3,157
存货净额	860	1,415	1,908	2,440	3,155
其他流动资产	28	129	129	129	129
长期投资	249	267	267	267	267
固定资产	866	963	1,097	1,366	1,765
无形资产及其他资产	960	956	938	919	901
资产总计	4,892	6,418	7,976	9,789	12,030
流动负债	2,766	3,240	4,122	5,073	6,351
短期借款	309	401	401	401	401
应付款项	1,731	2,530	3,412	4,363	5,641
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	79	555	647	740	832
负债合计	2,845	3,795	4,769	5,813	7,183
股本	635	761	761	761	761
资本公积	434	343	343	343	343
盈余公积	67	93	129	177	231
未分配利润	658	1,012	1,547	2,251	3,047
少数股东权益	253	255	427	444	465
股东权益	2,046	2,623	3,208	3,977	4,847
负债和股东权益合计	4,892	6,418	7,977	9,789	12,030

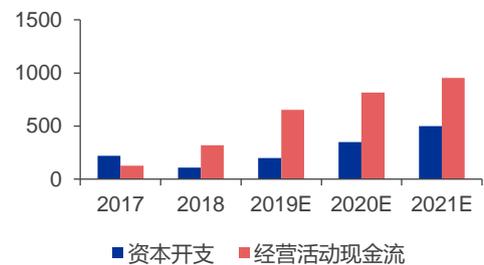
收入结构



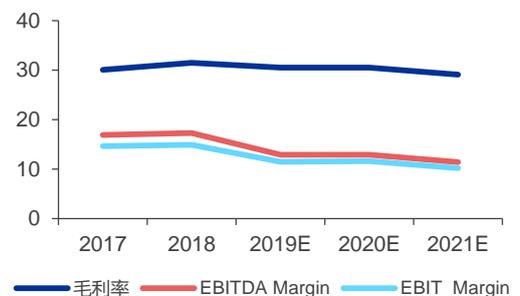
成本结构



资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	288	426	585	769	870
加：折旧摊销减值	125	202	106	123	151
财务费用	40	9	42	34	26
非经营损失	-10	-3	-5	-10	-15
营运资本变动	-329	-326	-75	-102	-77
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	126	320	653	814	954
资本开支	221	109	200	350	500
其它投资现金流	-217	-35	5	10	15
投资活动现金流	-608	-602	-195	-340	-485
吸收投资	185	158	0	0	0
负债净变化	142	529	92	92	92
支付股利、利息	35	55	42	34	26
其它融资现金流	-3	-20	0	0	0
融资活动现金流	289	612	50	58	67
净现金流	-207	347	508	533	536

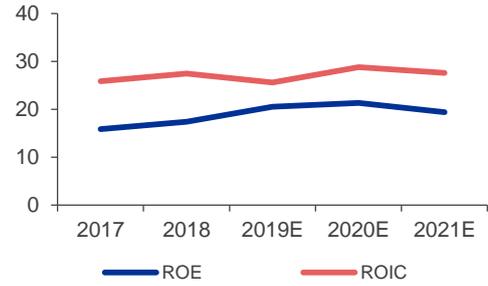
资料来源：申万宏源研究

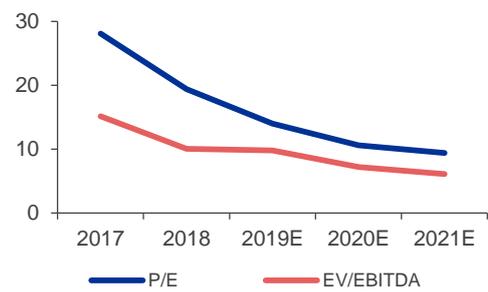
重要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)					
每股收益	0.37	0.54	0.75	0.99	1.12
每股经营现金流	0.17	0.42	0.86	1.07	1.25
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	2.36	3.11	3.65	4.64	5.76
关键运营指标(%)					
ROIC	25.8	27.5	25.6	28.8	27.6
ROE	15.9	17.4	20.5	21.3	19.4
毛利率	30.0	31.5	30.5	30.5	29.1
EBITDA Margin	16.9	17.3	12.9	12.9	11.4
EBIT Margin	14.6	14.9	11.5	11.6	10.2
收入同比增长	73.6	49.3	33.0	27.9	26.7
净利润同比增长	118.1	63.8	-3.9	31.6	13.1
资产负债率	58.2	59.1	59.8	59.4	59.7
净资产周转率	1.69	1.91	2.16	2.18	2.23
总资产周转率	0.62	0.71	0.75	0.79	0.81
有效税率	9.1	8.7	11.5	12.0	12.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	28.1	19.4	14.0	10.6	9.4
P/B	4.5	3.4	2.9	2.3	1.8
EV/Sale	2.6	1.7	1.3	0.9	0.7
EV/EBITDA	15.2	10.1	9.8	7.2	6.1

资料来源:申万研究

资料来源：申万宏源研究


收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。