

## 照明产品差异化发展，海内外业务齐头并进

得邦照明(603303.SH)

**谨慎推荐** (首次评级)

### 核心观点:

### 分析师

李冠华

☎: 8610-66568238

✉: liguanhua\_yj@chinastock.com.cn

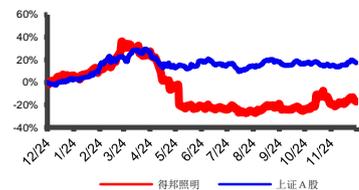
执业证书编号: S0130519110002

### 市场数据

2019-12-23

A 股收盘价(元)	9.70
A 股一年内最高价(元)	13.08
A 股一年内最低价(元)	8.51
上证指数	2962.75
市盈率	19.12
总股本(万股)	48771.54
实际流通 A 股(万股)	12051.54
流通 A 股市值(亿元)	11.69

### 相对沪深 300 表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

- **公司制造能力较强。**公司近年来不断针对三大基地进行升级,提升和优化制造平台,新增/改造自动化生产线,进一步升级智能化管理系统,加快自动化和信息化统合,提高自动化生产能力和大规模生产能力,使得公司在行业中具有较强的制造优势,公司人均营业收入位于行业前列。公司上市募投项目已逐步建成投产,由于新建项目自动化程度较高,公司整体制造能力将进一步加强。
- **海外业务稳定发展。**公司海外市场开拓情况良好,客户遍及约 60 余个国家和地区,公司主要海外客户系国际知名照明企业及海外大型进口商,与公司合作多年,客户稳定性较强,在海外市场未有较大变动的情况下,海外业务将稳定发展。根据照明电器协会资料,2019 年前三季度,LED 照明出口前 10 名的企业出口总额约为 21.13 亿美元,得邦位列第三位,在 LED 灯管出口方面位于行业首位。
- **积极开拓国内市场。**得邦的国内业务包括照明工程、专业照明产品销售等业务。在工程业务方面,公司具有设计施工双甲级别资质,在照明工程施工方面具有优势,有望享受我国照明工程快速发展红利。灯具销售方面,公司发力电商渠道,在“双十一”期间取得了较好成绩。公司还收购了特优仕股份,进军商业照明市场。
- **差异化发展,提升公司竞争力。**由于 LED 灯泡竞争激烈,公司实行差异化发展,发力一体化灯具、汽车灯具等业务。公司的一体化灯具业务近年来增长迅速,车载照明业务也有所突破。公司从 2018 年 9 月份起布局车载照明,主要涉及 LED 前大灯相关产品,产品已于 19 年 5 月份完成首次出货。随着公司一体化灯具和车载照明产能的逐步扩充,公司竞争力将逐步提升。
- **投资建议:**我们预测公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 2.84/3.24/3.77 亿元,对应增速 14.93%/14.22%/16.21%,EPS 0.58/0.67/0.77 元,分别对应 16.64/14.57/12.54 倍市盈率。首次评级,给予“谨慎推荐”评级。

### 主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3995.39	4376.58	4941.73	5631.43
收入增长率 (%)	-0.89%	9.54%	12.91%	13.96%
净利润(百万元)	247.32	284.26	324.69	377.31
净利润增长率 (%)	17.19%	14.93%	14.22%	16.21%
摊薄 EPS(元)	0.51	0.58	0.667	0.77
PE	19.13	16.64	14.57	12.54
PB	1.84	1.69	1.55	1.41

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

## 目 录

<b>一、中国领先的综合性科技照明公司</b> .....	<b>2</b>
(一) 中国照明行业龙头企业.....	2
(二) 公司股权结构稳定.....	3
(三) 公司业绩稳定增长.....	4
<b>二、LED 照明前景广阔，行业集中度提升</b> .....	<b>6</b>
(一) LED 照明快速渗透.....	6
(二) 强者恒强，集中度向龙头靠拢.....	9
(三) 差异化发展为企业发展主旋律.....	11
<b>三、海外业务稳定，国内业务前景广阔</b> .....	<b>14</b>
(一) 差异化发展提升竞争力.....	14
(二) 研发投入稳步上升，制造能力强.....	15
(三) 海外业务稳定发展，积极拓展国内市场.....	18
<b>四、公司估值</b> .....	<b>21</b>
(一) 公司收入增速分析.....	21
(二) 公司估值.....	22
(三) 投资建议.....	23
<b>五、风险提示</b> .....	<b>23</b>
<b>六、附录：</b> .....	<b>24</b>
(一) 公司财务预测表.....	24

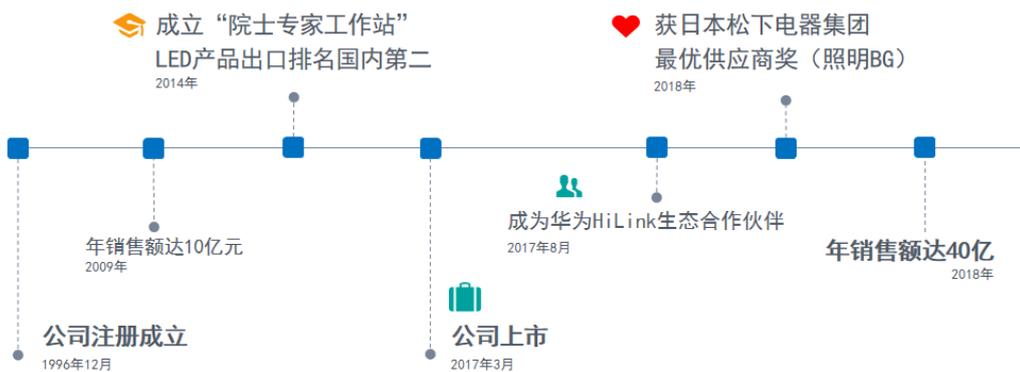
## 一、中国领先的综合性科技照明公司

### (一) 中国照明行业龙头企业

得邦照明是横店集团旗下的控股子公司，成立于1996年，是一家集照明产品研发、生产、销售和服务于一体的综合性科技照明公司。

公司以“与时俱进、团队协作、信守承诺、止于至善”为核心价值观，立足能源，聚焦照明，致力成为专业照明解决方案服务商。公司为国家高新技术企业、国家知识产权示范企业，2014年设立院士专家工作站，2015年获评“中国出口质量安全示范企业”，2017年3月30日在上海证券交易所主板上市，同年成为华为HiLink生态核心合作伙伴之一，2018年获日本松下电器集团“最优供应商奖（照明BG）”，是唯一获得此殊荣的非日本本土供应商。

图 1：公司发展历程



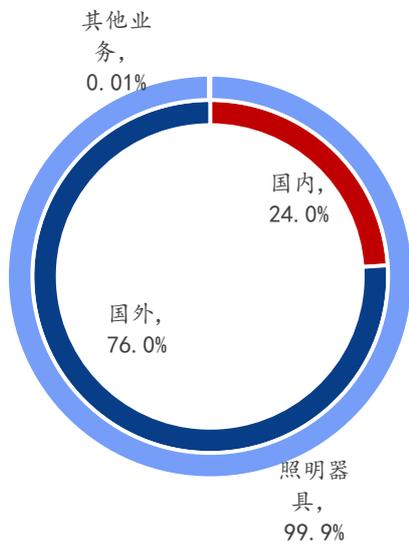
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司拥有十一家全资子公司，涉及进出口、电子商务、车用照明、工程塑料等多个领域。经过二十年的发展，公司已形成杭州进出口公司（国际市场）、电商公司及横店公共照明公司（国内市场）为销售机构，杭州与横店两大研发中心为研发前沿，以横店总部为制造基地，以江西瑞金照明公司为支撑和配套的整体格局。

目前公司的照明灯具业务已经形成包括平面灯具、投光灯、工矿灯及路灯在内的进入行业前十的产品系列，车用照明业务开展顺利。随着物联网、大数据、5G通信等技术的发展，智慧照明可融入智能家居、智慧社区、智慧城市建设，将是公司未来的发展方向。

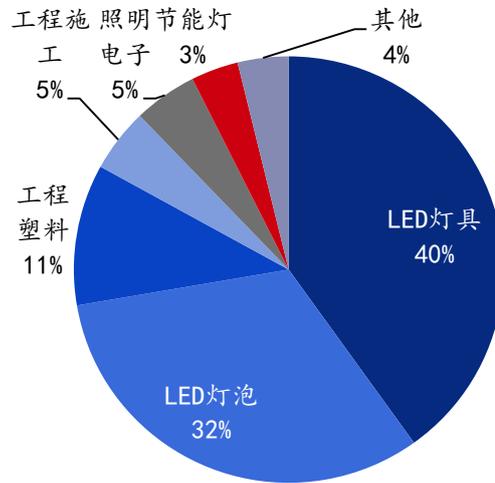
照明器具的研发、生产和销售为公司的主要收入来源，公司2018年主营业务中LED灯具、LED灯泡占较大比重，销售额分别占到总营收的40.1%、32.2%，集中度较高。分地区来看，公司2018年国内、国外营收分别为9.58亿、30.32亿，占比分别为24.0%、76.0%，国内市场，公司商业照明业务、家居电商业务和工程塑料业务均实现了稳步增长，与公司业务形成良好的协同效应。国外市场，公司凭借高性价比的产品竞争力，保持国际市场的优势地位，LED照明产品出口稳居行业前三位。

图 2：公司营业收入结构



资料来源：公司公告，WIND，中国银河证券研究院

图 3：公司主营业务构成



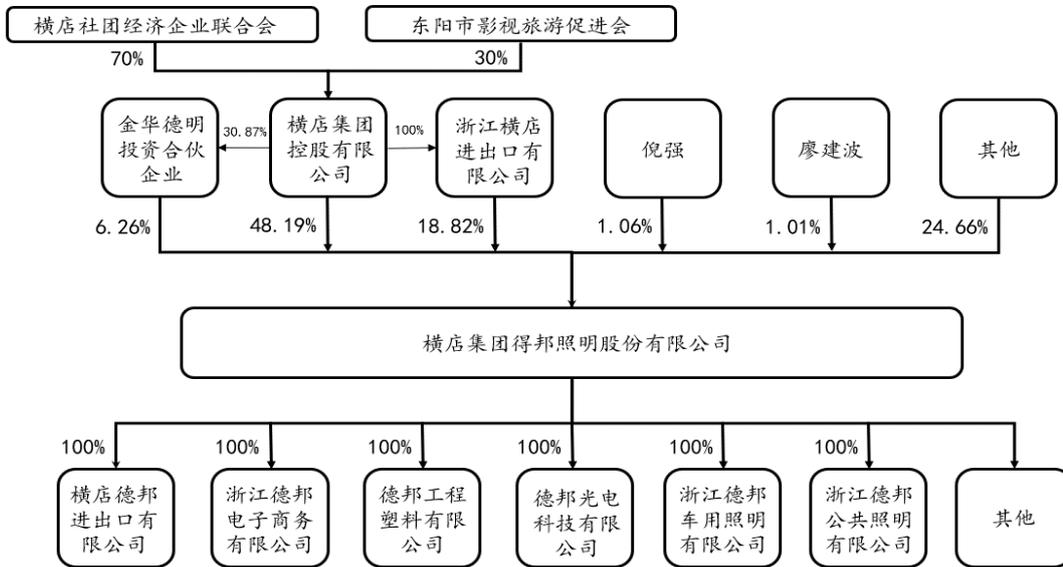
资料来源：WIND，公司公告，中国银河证券研究院

## （二）公司股权结构稳定

公司股权集中，结构稳定。公司控股股东为横店集团控股有限公司，持股占比 48.19%，横店集团还通过浙江横店进出口和金华德明间接持有 18.81%和 1.93%的股份，合计持股比例接近 60%，股权结构较为集中。

控股股东横店集团实力较强，创建于 1975 年，始终坚持“多元化发展、专业化经营”发展战略，逐步形成了电气电子、医药健康、影视文化、新型综合服务四大支柱产业齐头并进良好发展的局面。目前已成为拥有横店东磁、普洛药业、英洛华、得邦照明、横店影视、南华期货 6 家上市公司、200 多家生产与服务型企业、5 万名员工的中国特大型民营企业。

图 4：公司股权结构图

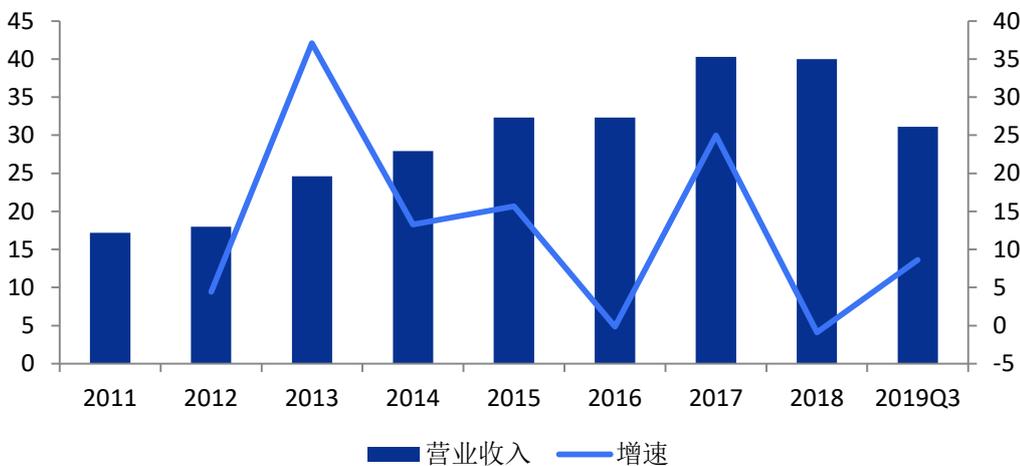


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （三）公司业绩稳定增长

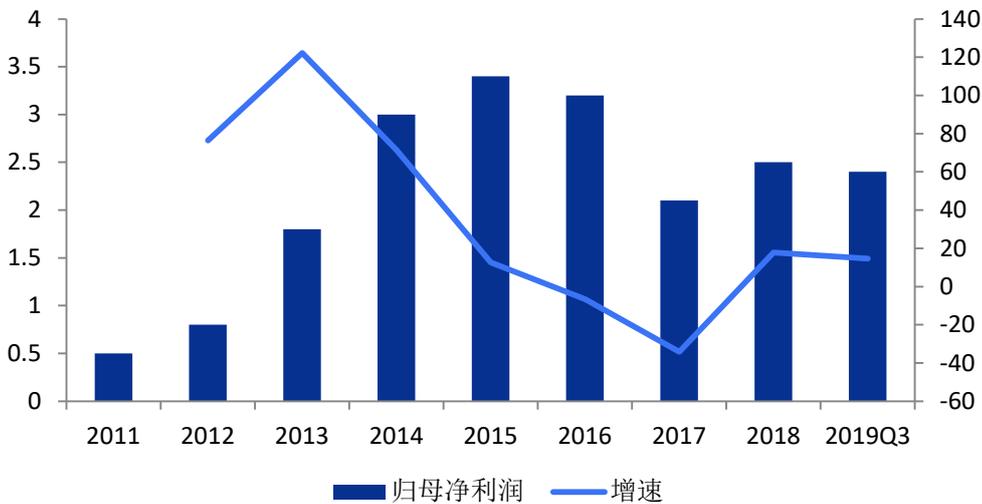
公司创立以来营收快速增长，从 2009 年的销售额 10 亿元，到 2017 年上市时营收达 40.3 亿元，增长迅猛。2019 年，公司照明工程业务能力进一步增强，行业地位不断提升，业务范围从以浙江为中心，逐步由华东区域扩展至华南、西南等区域，收入同比增长 74%。根据公司 2019 年三季报，公司前三季度营业收入达 31.1 亿元，同比增长 8.64%。公司归母净利润整体呈增长趋势，2019 年 Q3 归母净利润达 2.4 亿元，同比增长 14.6%，净利润增速快于营业收入增速，保持着高质量发展态势。

图 5：公司营收总额（单位：亿）



资料来源：WIND，公司公告，中国银河证券研究院

图 6：公司归母净利润（单位：亿）

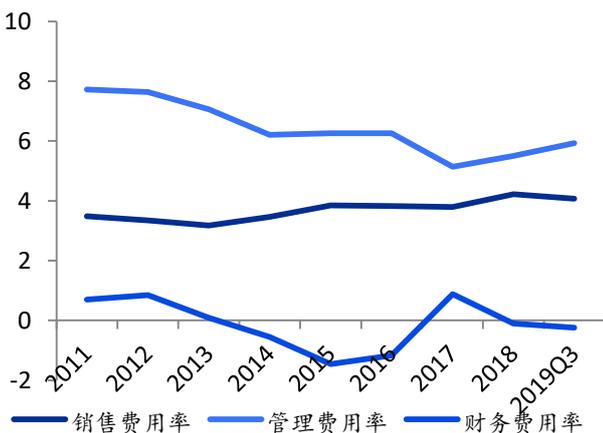


资料来源：WIND，公司公告，中国银河证券研究院

公司费用率方面，2016-2018 年公司销售费用率分别为 3.83%、3.79%、4.21%，管理费用率分别为 6.26%、5.13%、5.50%，基本维持平稳。财务费用率分别为 -1.18%、0.88%、-0.11%，受到汇率波动影响较大。总体而言，公司三大费率相对稳定。

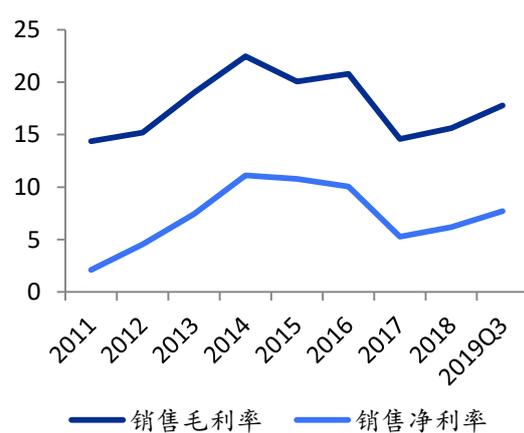
公司毛、净利率呈上升趋势。自 2017 年起，公司毛利率、净利率逐年攀升。根据公司 2019 年三季度报，公司前三季度销售毛利率为 17.8%，较 2018 年上升 2.16PCT，净利率为 7.72%，较 2018 年上升 1.52PCT。

图 7：公司三大费率



资料来源：WIND，公司公告，中国银河证券研究院

图 8：公司净利率与毛利率



资料来源：WIND，公司公告，中国银河证券研究院

## 二、LED 照明前景广阔，行业集中度提升

### (一) LED 照明快速渗透

节能需求推动白炽灯替代。照明耗电在全球耗电中占有较高比例，但多数照明设备不具备节能性，特别是白炽灯，其在照明光源中发光效率最低。LED 照明是利用固体半导体芯片作为发光材料，产品具有节约能源、安全环保、使用寿命长等显著特点，对比传统照明优势明显，可以有效的实现节能减排，成为替代白炽灯的主要方式。随着 LED 技术的不断成熟，LED 照明光效不断提高，远超其他灯具。

表 1: LED 光源与其他光源特点比较

光源类型	发光效率	使用寿命	响应速度	光色范围	其他特点
LED	100-150LM/W	3-5 万小时	小快	3000K-12000K	光电转化率 50% 以上，无重金属污染
荧光灯	70-80LM/W	5 千-6 千小时	慢	2500K-4000K	光电转化率约 25%，含汞污染
白炽灯	15-20LM/W	1000 小时	小较快	2500K-3000K	光电转化率约 5%，发热严重
气体放电灯	40-175LM/W	5 千-1 万小时	慢	2700K-6500K	发热严重，一般用于公共场所

资料来源：久量股份招股说明书，中国照明网，中国银河证券研究院

各国都积极推动更换低效设备从而节约能源，减少二氧化碳的排放，在世界范围内逐步淘汰低效白炽灯和低效照明器具。中国 2011 年 11 月份，由发改委等部门印发《关于逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯的公告》，公告决定从 2012 年 10 月 1 日起，按功率大小分阶段逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯。

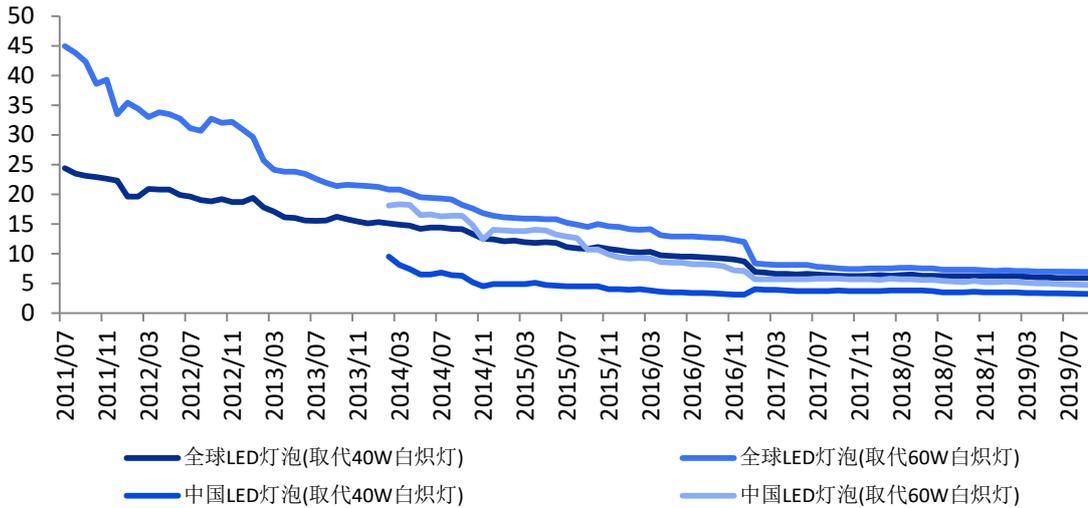
表 2: 取消白炽灯计划

时间	国家	计划
2007 年 2 月	澳大利亚、新西兰	从 2008 年 10 月开始，全面实施淘汰低效白炽灯计划。
2007 年 3 月	英国	2011 年底以前，在全英范围内逐步淘汰低效白炽灯
2007 年 4 月	加拿大	计划在 2012 年前逐步淘汰低效白炽灯。
2007 年 8 月	瑞士	发布了《节能行动计划》。此计划为逐步淘汰低效白炽灯制定了一系列规章制度
2011 年 11 月	中国	2012 年 10 月 1 日、2014 年 10 月 1 日、2016 年 10 月 1 日起分别禁止进口和销售 100、60 和 15 瓦及以上的普通照明白炽灯

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院

LED 灯泡价格的快速下降加快 LED 照明渗透。2009 年起，国家对 LED 上游芯片行业进行大幅补贴，导致产能迅速扩张，LED 灯泡价格呈现快速下降趋势，下降幅度从 2017 年起逐步收窄。虽然中国 LED 灯泡价格均低于全球 led 灯泡价格，但下降趋势一致且价差缩窄。2019 年 9 月中国 LED 灯泡（取代 40W 白炽灯）、LED 灯泡（取代 60W 白炽灯）价格分别为 3.2 和 4.7 美金，与 2014 年价格相比下降了约 2/3。

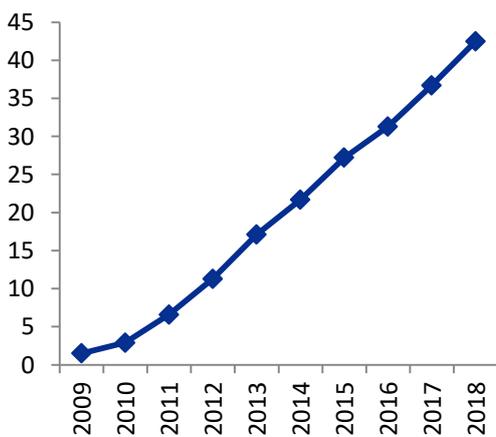
图 9：LED 灯泡价格



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

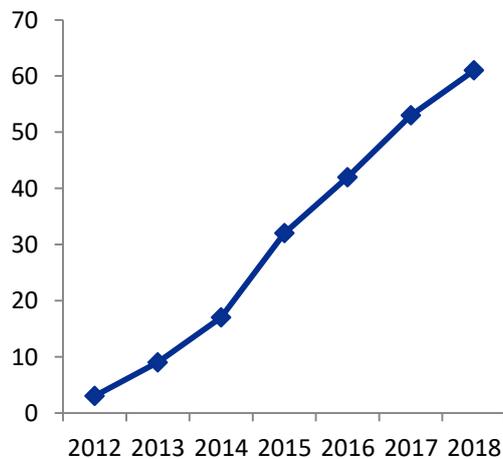
与此同时，LED 照明产品渗透率快速提升。全球 LED 照明的渗透率从 2009 年开始快速提升，我国国内市场渗透率(LED 照明产品国内销售量/照明产品国内总销售量)在 2011 年后也提升迅速。

图 10：全球 LED 照明渗透率 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

图 11：我国 LED 照明渗透率 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

我国 LED 照明产业规模快速增长。伴随着 LED 照明渗透率的提升，我国 LED 照明产品产量提升较快，产业规模也增长迅速。CSA 数据显示，2018 年我国国内 LED 照明产品产量约 135 亿只（套），国内销量约 64 亿只（套）。据《中国 LED 照明产业市场前景与投资战略规划分析报告》统计数据显示，2010 年中国 LED 照明产业规模为 1200 亿元，之后快速增长。虽然近几年来由于规模基数增加及渗透率提升空间的缩小，增速有所下滑，但由于渗透率依然有空间，产业规模提升将会延续。

图 12: 2013-2018 年中国 LED 照明产品产量情况 (亿)

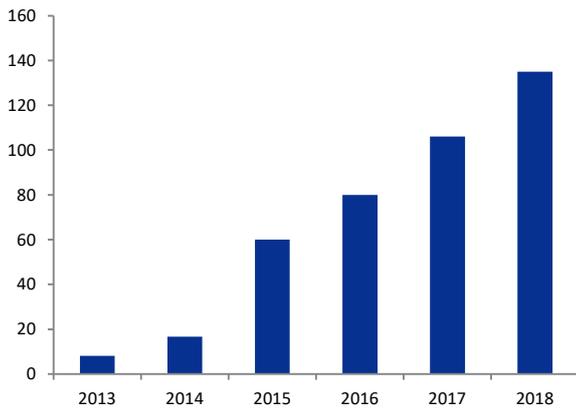
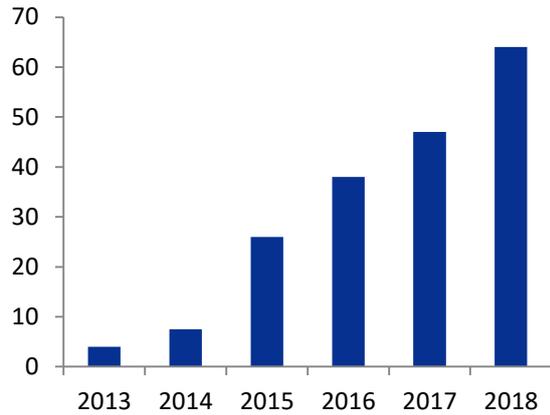


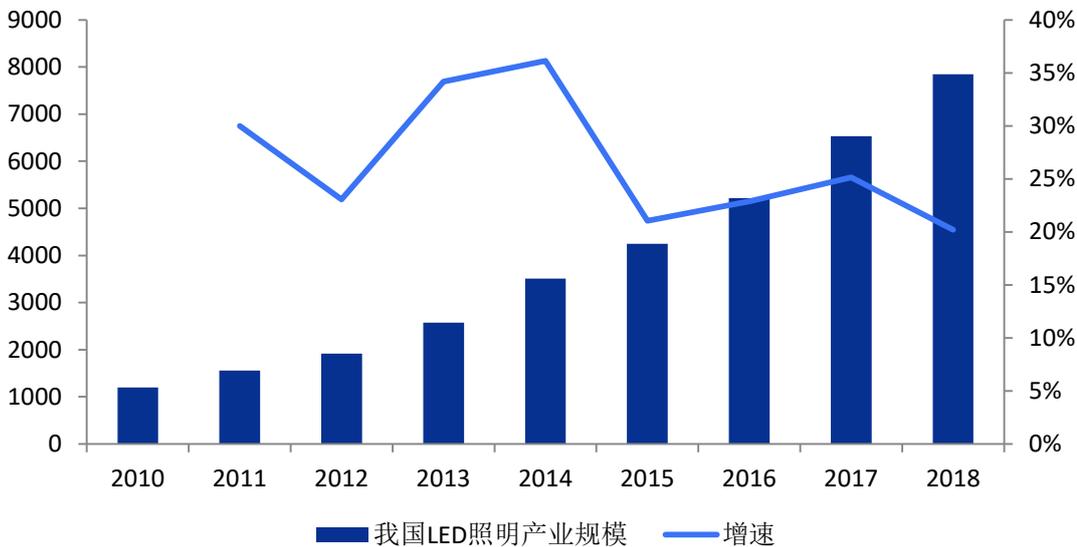
图 13: 2013-2018 年中国 LED 照明市场需求量 (亿)



资料来源: CSA Research, 中国银河证券研究院

资料来源: CSA Research, 中国银河证券研究院

图 14: 我国 LED 照明产业规模统计 (亿元) 及增长情况



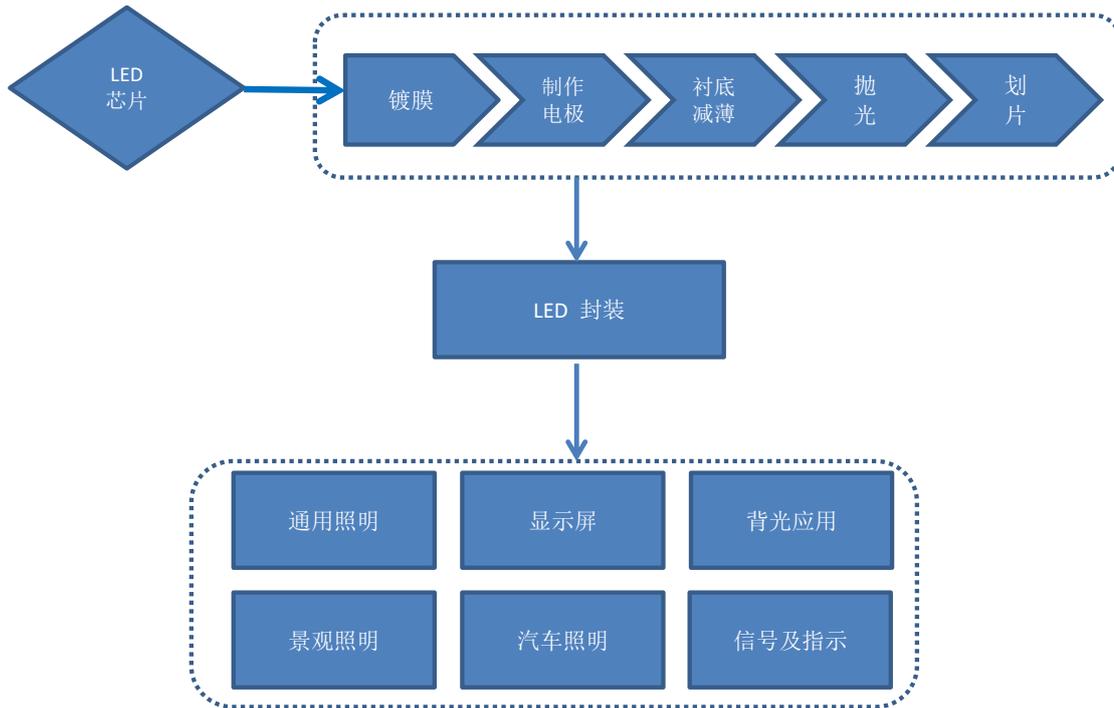
资料来源: 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院

更新需求将带动 LED 照明行业持续发展。由于 LED 照明的更新周期为 5 年左右，我国照明市场规模及市场需求量 2015 年之后在高位保持快速增长趋势，预计 2020 年后我国 LED 灯具的更新周期将逐步到来，从而带动行业持续发展。

## （二）强者恒强，集中度向龙头靠拢

LED 照明产业按照其制造过程，大体上可以分为上游芯片、中游封装及下游应用环节。在三个环节中，上游芯片和中游封装环节由于技术含量较高，资本投入大，行业集中度相对较高，但在产值方面，下游应用环节占比最高，超过 80%。

图 15:LED 照明产业链



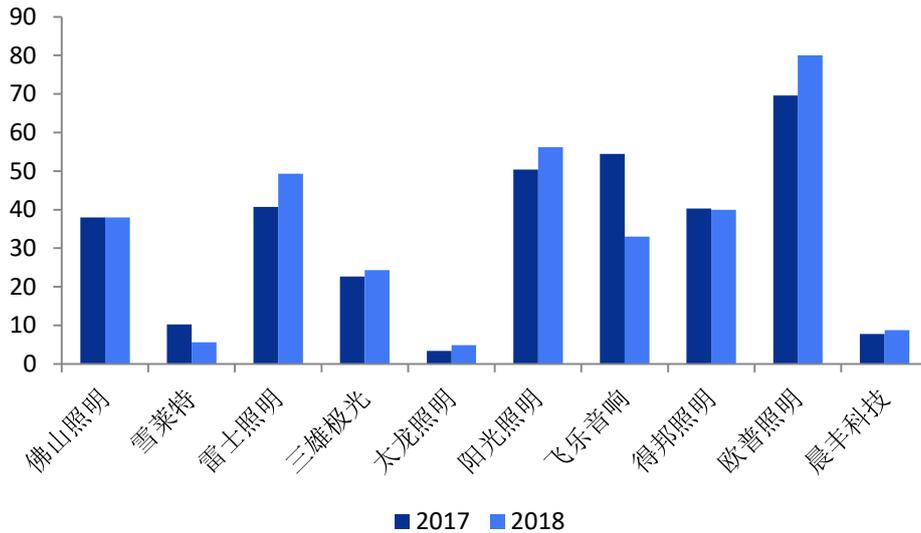
资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

我国 LED 照明应用行业集中度低，市场竞争激烈。我国 LED 照明市场空间大，但起步较晚。由于 LED 照明的低端产品行业壁垒较低，大量资本进入照明行业，成立了大量的照明企业。据中国照明电器协会统计，我国照明生产企业超过 20000 家，但大多数企业为中小型企业，其产品基数和质量稳定性都较低，产品同质化比较严重，造成了我国照明行业低端市场中价格竞争为主要竞争手段，竞争十分激烈，市场环境不断恶化，一些竞争能力不强的企业面临着倒闭风险。

国际巨头退出加剧我国照明行业竞争。在国际上，照明领域有三大照明企业，分别为飞利浦、欧司朗、通用照明，在节能灯市场占据了 50% 左右的市场份额。在 LED 照明领域，由于中国 LED 照明厂商具有成本优势及政府支持，使得 LED 照明领域的获利前景不佳，加上竞争的激烈和新技术的应用，三大照明企业逐步从 LED 照明领域抽身。2016 年，欧司朗分拆其照明业务 LEDVANCE，整体公司营运目标转型到毛利较高的 LED 元件、汽车与特殊照明领域。通用照明也终止了在亚洲和拉丁美洲的所有直接商业活动。飞利浦将其 LED 照明部门 Lumileds 的 80.1% 股权出售给阿波罗全球管理公司。三大照明企业在照明领域市场份额有所下降，但其依然占据主导地位。

随着 LED 照明产品步入成熟期，大企业由于拥有核心技术，生产制造能力强，规模效益明显，在激烈的市场竞争中占据有利位置。在国内照明行业中，2018 年营业总收入超过 50 亿的有两家，为欧普照明和阳光照明，超过 30 亿的有 4 家，分别为雷士照明、佛山照明、飞乐音响和得邦照明，其余的相对规模较小。

图 16：中国照明上市公司 2017、2018 年营业总收入



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

强者恒强，大企业通过并购快速扩张。随着行业的不断发展，一些规模较小，缺乏技术优势的小企业由于竞争能力弱会被逐渐淘汰或者被并购。政府也积极引导行业整合，扶植企业做大做强。2017 年发改委等部门印发的《半导体照明产业“十三五”发展规划》明确提出，到 2020 年，我国半导体照明关键技术不断突破，产品质量不断提高，产品结构持续优化，产业规模稳步扩大，产业集中度逐步提高，形成 1 家以上销售额突破 100 亿元的 LED 照明企业，培育 1~2 个国际知名品牌，10 个左右国内知名品牌。

据 LEDinside 不完全统计，在 2019 年上半年，已有超过 20 家企业开展收购计划，虽然收购计划中海外照明企业占据了大部分，但中国企业并购也较为活跃。

表 3：近两年照明行业并购

企业名称	收、并购企业名称	发展领域
台达电子	Amerlux LLC	智慧照明
太龙照明	厦门仕元	Led 灯具
名家汇	浙江永麟照明 45% 股权	Led 照明
光宝科技	LTD	LED 电子元件/光源
睿博光电	REBO (美国) 40% 的股权博迅工业 (德国) 100% 正泽汽车 60% 股权	汽车照明
华灿光电	和谐光电 100%	半导体及器件
美华美	惠州市日上光电有限公司 100% 股权	Led 照明
乾照光电	浙江博蓝特半导体科技股份有限公司 100% 的股权	LED 芯片

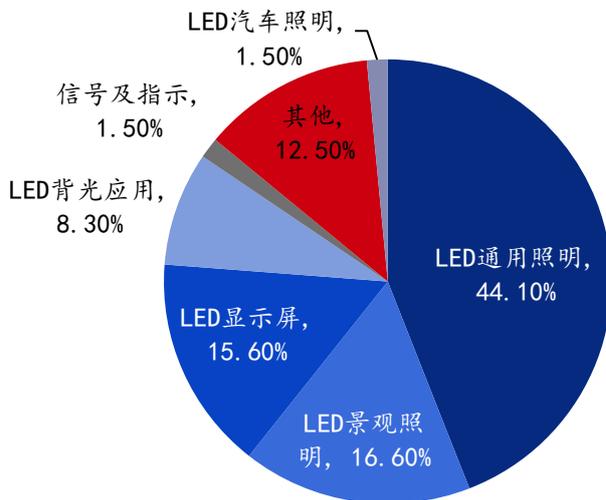
阳光照明	浙江美加 5%股权	Led 照明
	鹰潭阳光 5.00%股权	
	安徽阳光 5.00%股权	
	厦门阳光 5.00%股权	

资料来源：公司公告，LEDinside，中国银河证券研究院

### （三）差异化发展为企业发展主旋律

LED 应用下游应用中，通用照明为最大的应用市场。CSA Research 发布的《2018 中国半导体照明产业发展蓝皮书》显示通用照明为 led 最大的应用市场，在 2018 年占比达 44.1%，通用照明中替代性光源市场增长乏力，但特色灯具、特种照明、高附加值的产品和系统性服务表现较为突出。

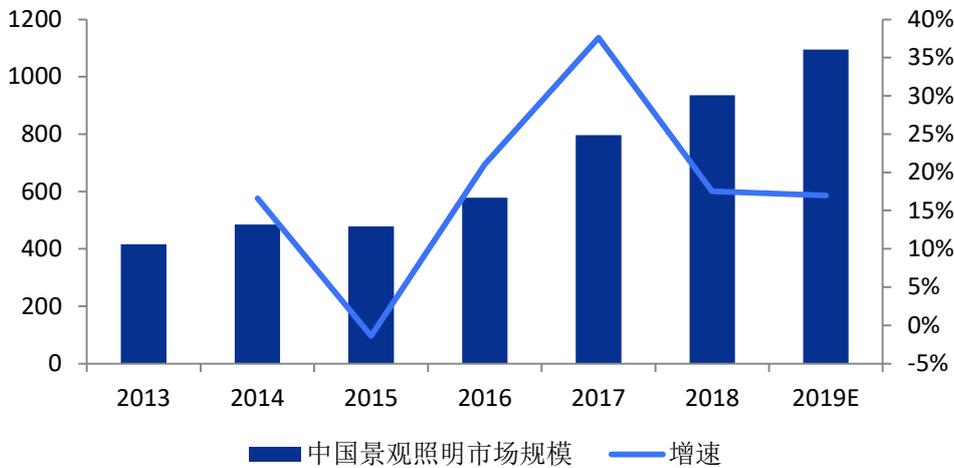
图 17：2018 年我国半导体照明应用域分布



资料来源：CSA，中国银河证券研究院

景观照明市场规模快速增长。景观照明为我国 LED 照明应用的重要组成部分，在 2018 年占比为 16.60%。目前我国的景观照明市场已成为全球最大的市场，中商产业研究院数据表明，我国景观照明市场规模从 2013 年的 415.7 亿元增长到 2018 年的 935.7 亿元，2019 年有望突破 1000 亿元。

图 18：中国景观照明市场规模

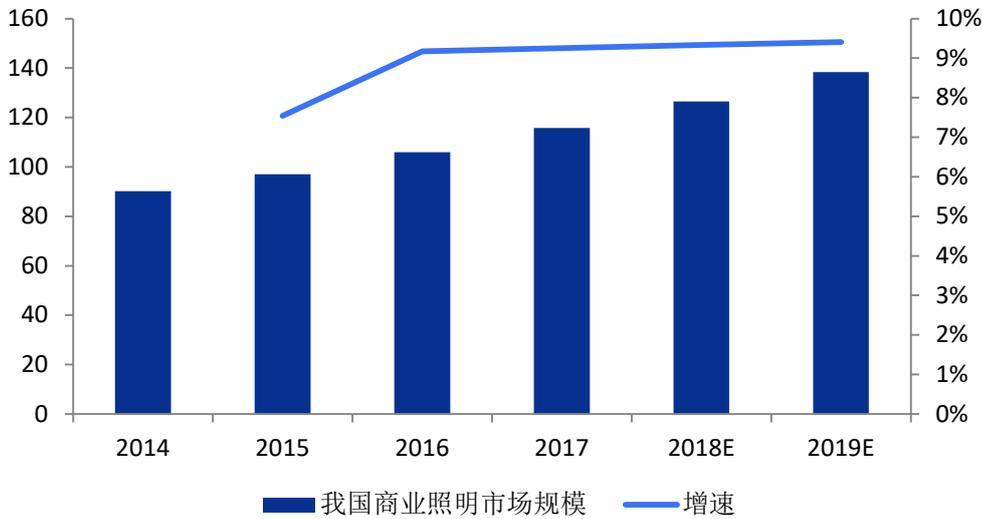


资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

景观照明发展前景宽广。我国从 2011 年以来发布了一系列政策，鼓励景观照明行业发展。2019 年 8 月，国务院发布的《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，提出大力发展夜间文旅经济，鼓励有条件的旅游景区开展夜间游览服务，丰富夜间文化演出市场，优化文化和旅游场所的夜间服务。到 2022 年，建设 200 个以上国家级夜间文旅消费集聚区，夜间文旅消费规模持续扩大。由于城市景观照明为夜游经济的必要条件，夜游经济的兴起将会有效的推动景观照明的发展。与此同时，国家频繁举办的大型活动和特色小镇的建设热潮中都伴随着大量的景观照明，景观照明行业有望迎来全新的爆发式增长。

商业照明市场规模稳步提升。商业照明的产生源于公共商业场所的诞生，为了服务于商业场所照明的需要而产生用于商业场合的照明系统广泛地运用于品牌零售终端、购物中心、超级市场、星级酒店、主题公园、娱乐会所等商业领域。随着我国居民可支配收入的提升，消费规模稳步扩张和消费品质的提升为提供较高消费体验的商业市场获得良好的发展机遇。根据智研咨询信息，我国 2014 年商业照明市场规模为 90.20 亿美元，之后增长速度保持基本稳定在 9% 左右。

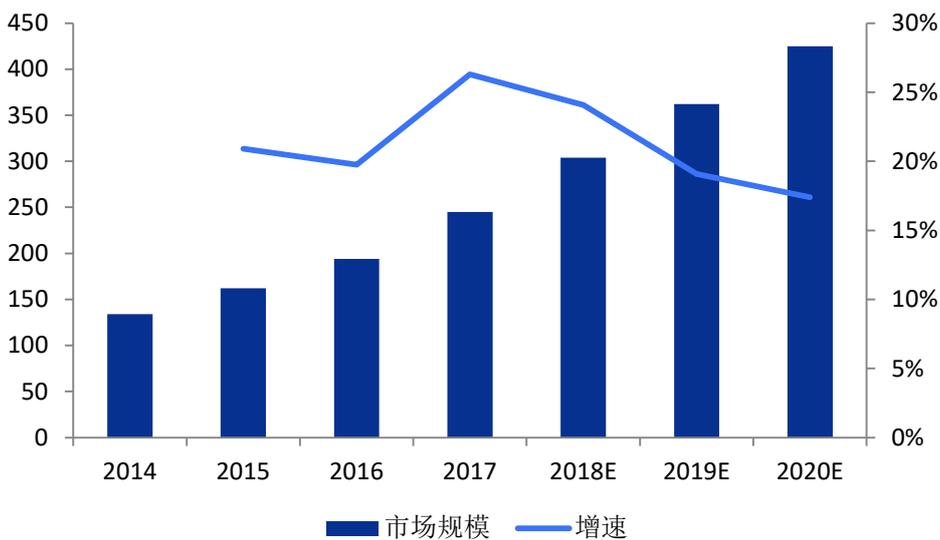
图 19：我国商业照明市场规模（亿美元）



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

LED 照明在汽车照明中占比提升。中国为世界上最大的新车市场，由于 LED 照明相比其他光源在亮度、美观和安全方面都具有优越性，越来越多的中高端汽车都配备了 LED 照明系统。随着新能源汽车的普及，LED 车灯光源能够更好的匹配新能源汽车的照明系统智能化变革，LED 汽车照明的市场将更为宽广，在汽车照明的占比将随之提升。高工产研 LED 研究所数据显示，2017 年中国 LED 汽车照明市场规模达到 245 亿元，未来将保持快速增长。

图 20：中国 LED 汽车照明市场规模



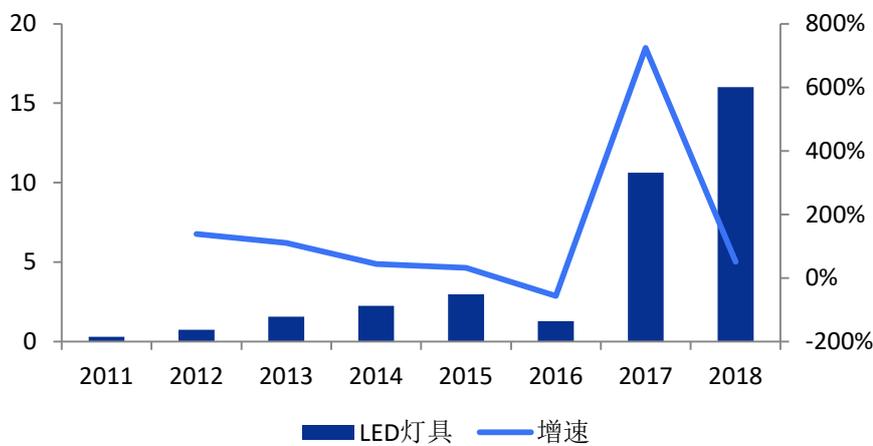
资料来源：GGII，中国银河证券研究院

### 三、海外业务稳定，国内业务前景广阔

#### (一) 差异化发展提升竞争力

由于LED灯泡市场竞争激烈，公司主动寻求差异化发展，加大一体化灯具业务销售，公司的灯具业务实现了爆发性增长，平面灯具、投光灯、TLED、工矿灯及路灯等产品系列进入行业前十。营业收入方面从11年的0.31亿元增长到18年的16.02亿元，产品收入占比也大幅上升，从2017年的26%上升到17年的40%。

图 21：得邦照明 LED 灯具营业收入（亿元） 及增速



资料来源：公司公告，WIND，中国银河证券研究院

携手智能厂商，布局智能照明。随着物联网、智能系统的逐步成熟，智能照明成为行业发展的一个主要趋势。2018年，公司与阿里巴巴达成战略合作协议，成为首批重点合作的智能照明品牌，并推出了天猫精灵系列产品。目前公司主要产品均实现AI智能语音控制，公司产品不但支持天猫精灵语音控制，部分产品还支持小度音像语音控制。

图 22：公司智能产品



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

布局车载照明、提升产品宽度。2018年9月，公司开始布局车载照明行业，主要涉及LED前大灯相关产品。2019年5月，公司完成了车载LDM产品首次出货。公司的LDM项目是与松下进行合作，由于车载LDM业务较民用照明产品更专业化，且涉及行车安全问题，往往有着更高的要求及更严格的标准。为了达到生产标准，公司在项目筹备期间多次前往日本进行培训和学习，建设了目前国内照明领域最高等级的净化车间，无尘无静电管理达到了医用产品清洁车间的管理标准。随着公司产能的逐步扩大，公司在车载照明领域的有望取得飞速发展。

图 23：得邦照明车用照明车间

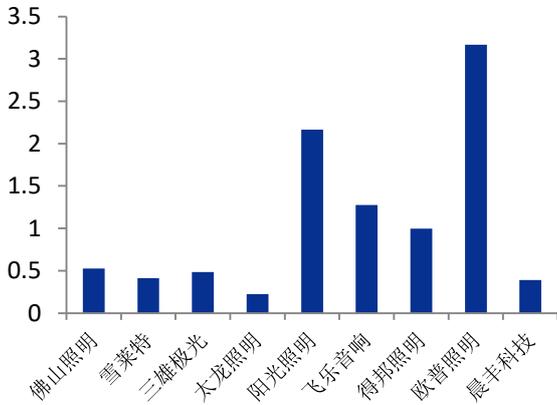


资料来源：公司微信公众号，中国银河证券研究院

## （二）研发投入稳步上升，制造能力强

得邦照明具有较强的研发能力，其研发中心是省级企业研究院和浙江省企业技术中心，2016年7月被认定为第七批“浙江省院士专家工作站”，聘请清华大学周炳琨院士为首席院士。公司还坚持“产学研”一体化，先后与浙江大学、浙江工业大学、华东理工大学、中国计量大学、东南大学电光源研究中心、南昌大学、中科院半导体研究所等高等院校和科研单位开展技术合作。研发投入方面，公司在上市以后研发投入稳步上升，2018年公司研发投入合计0.99亿元，同比增长6.85%。2019年前三季度投入0.93亿元，同比增长超35%。

图 24：2018 年研发费用（亿元）



资料来源：公司公告，WIND，中国银河证券研究院

图 25：得邦照明研发费用

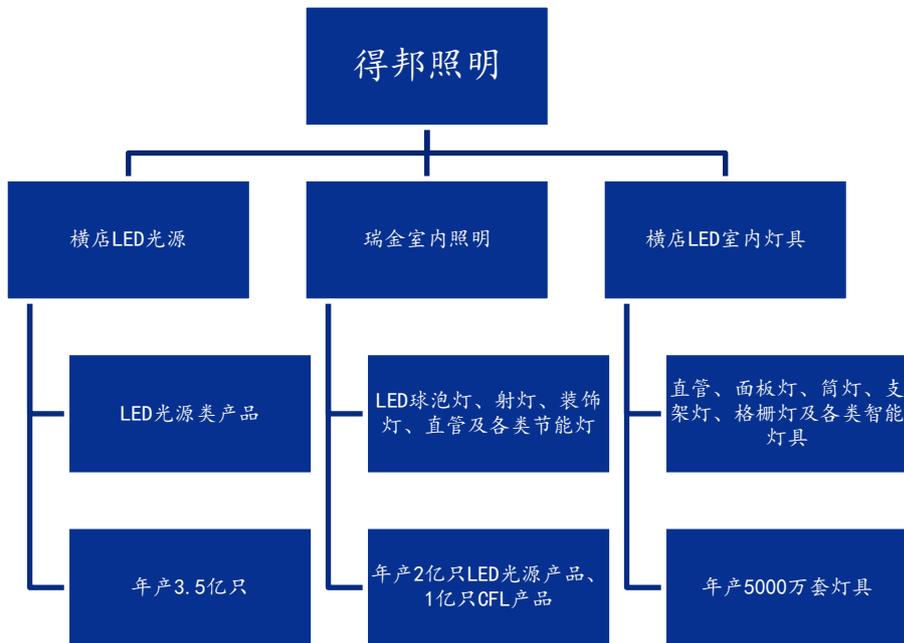


资料来源：公司公告，WIND，中国银河证券研究院

公司的研发投入取得了较好的成绩，公司共参与制定了 14 项国家标准和 3 项行业标准。目前拥有知识产权 200 余项，其中发明及实用新型专利 100 余项。

公司制造能力较强。公司设有三大生产基地，可以生产光源类产品及灯具，基地生产能力位于行业前列，此外，公司还能够生产控制部件和结构部件，基本实现照明产品全覆盖。

图 26：公司生产基地

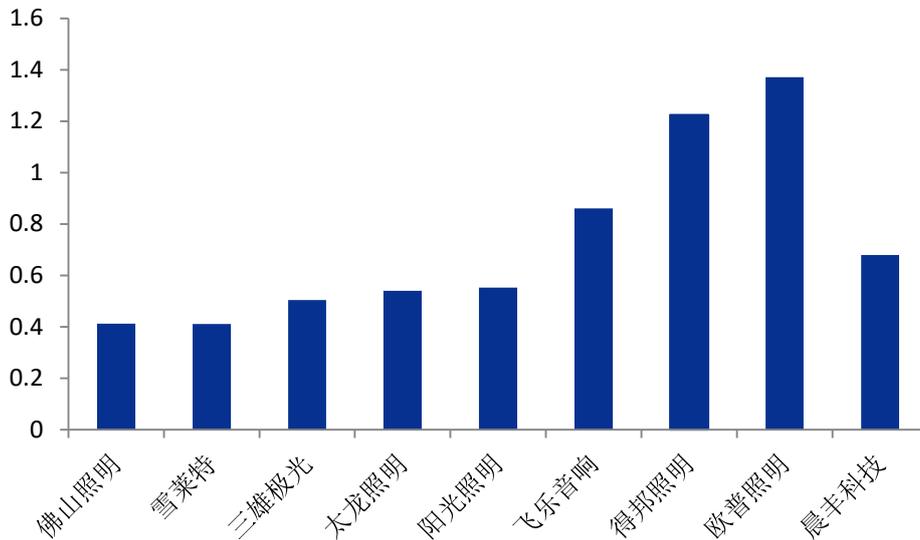


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

公司致力于提升制造实力，维持其专业化的制造优势。2011 年，公司工业化部组建专业团队，以生产流程为基础，自主研发或协作开发单机、半自动化及全自动化生产线。近年来，公司不断针对三大基地进行升级，提升和优化制造平台，新增/改造自动化生产线，进一步升

级智能化管理系统, 加快自动化和信息化统合, 加强自动化生产能力和大规模生产能力, 使得公司在行业中具有较强的制造优势。根据 2018 年年报数据, 公司营业收入 39.95 亿元, 员工总数 3262 人, 人均营业收入 122 万元, 位于行业前列。

图 27: 照明企业 2018 人均营业收入 (百万)



资料来源: 公司公告, WIND, 中国银河证券研究院整理

公司制造能力将进一步增强。2017 年公司上市, 募集资金 10.42 亿元, 主要用于扩充产能。按照募投项目规划, 公司投资项目将逐步达产, 由于新建工厂自动化率较高, 公司的制造能力将进一步提升。

表 4: 公司募投项目

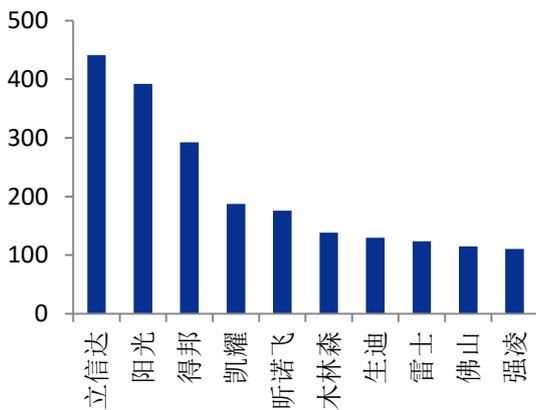
序号	投资项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)	建设时间
1	年产 11,000 万只 (套) LED 照明系列产品建设项目	51,100	51,100	建设期 3 年, 达产期 2 年
2	年产 116 万套 LED 户外照明灯具建设项目	10,590	10,590	项目建设期为 2 年, 建成后第一年达到设计产能的 80%, 建成后第二年完全达产。
3	照明研发中心及光体验中心建设项目	7,470	7,470	本项目建设期 3 年
4	补充流动资金	35,000	35,000	
合计		104,160	104,160	

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究院整理

### （三）海外业务稳定发展，积极拓展国内市场

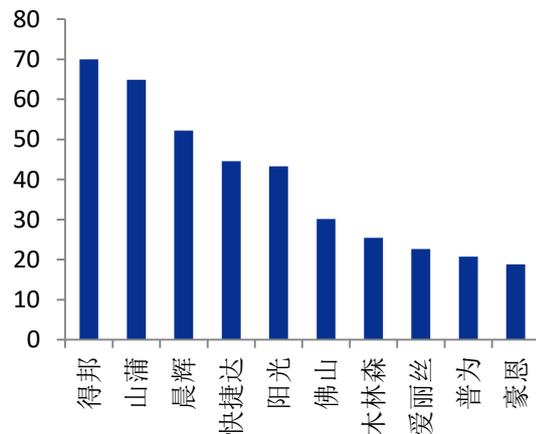
公司海外业务稳定发展。公司照明产品主要采用直销模式向海外客户销售，公司的客户在采购公司产品后，再通过零售终端销售或应用于商用、民用照明工程。公司借助“得邦制造”的优势，利用高性价比的产品，在产品出口方面稳居行业前列。根据照明电器协会资料，2019年前三季度，LED照明出口前10名的企业出口总额约为21.13亿美元，立达信、阳光、得邦位列前三位，在LED灯管出口方面，得邦位于行业首位。

图 28：前三季度 LED 照明产品出口前十（百万美元）



资料来源：中国照明网，中国银河证券研究院

图 29：2019 年前三季度 LED 灯管出口企业前十

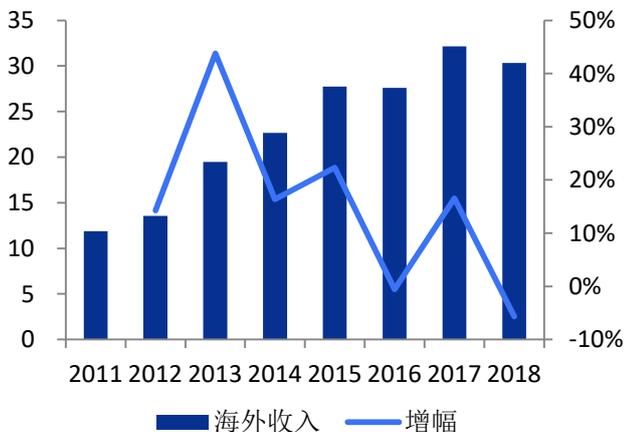


资料来源：中国照明网，中国银河证券研究院

公司海外市场开拓情况良好，客户遍及约 60 余个国家和地区，公司与这些国家和地区的当地主要绿色照明产品经销商建立起合作关系，从而获得订单，相应的公司销售额从 2011 年起保持震荡上升趋势，从 11.86 亿元增长到 30.32 亿元，

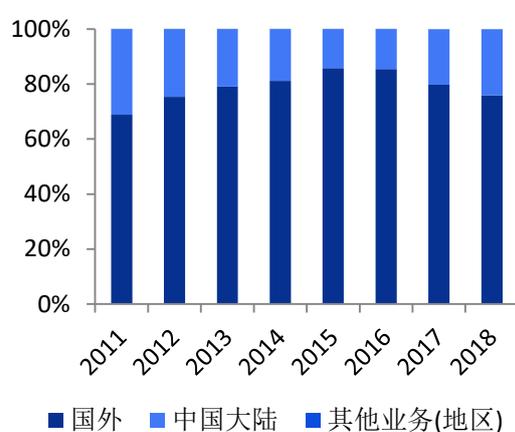
海外市场为得邦的主要市场，其海外收入占比一直保持较高态势，最高占比接近 86%，随着公司加快开拓国内市场，海外收入占比有所滑落，在 2018 年为 75.90%。

图 30：得邦海外收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，WIND，中国银河证券研究院

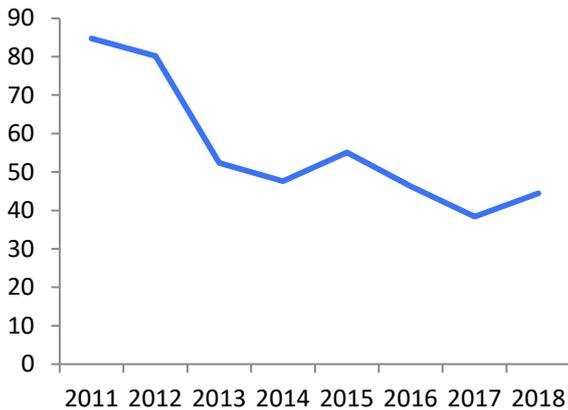
图 31：得邦收入结构



资料来源：公司公告，WIND，中国银河证券研究院

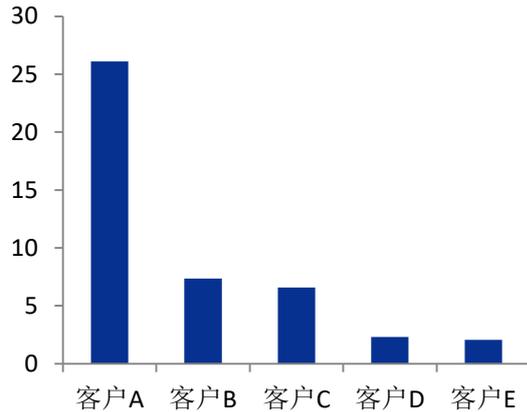
公司海外客户稳定性强。公司主要客户系国际知名照明企业及海外大型进口商，目前主要客户均与公司合作多年，客户稳定性较强。公司前5大客户销售占比从2014年以来维持在40%左右，2018年公司前5大客户销售收入占比44.43%，其中第一大客户销售收入占比为26.11%。由于照明海外市场较为稳定，且客户稳定性较强，公司海外收入未来有望维持稳定。

图 32：得邦前 5 大客户销售收入占比合计 (%)



资料来源：公司公告，WIND，中国银河证券研究院

图 33：2018 年得邦前 5 大销售收入占比



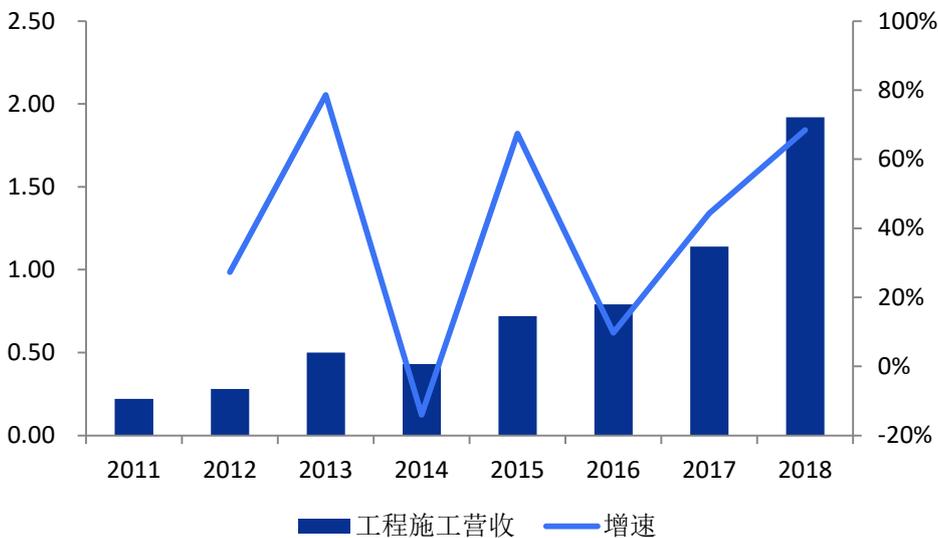
资料来源：公司公告，WIND，中国银河证券研究院

得邦的国内业务包括照明工程业务，也包括专业照明产品销售业务（如商业照明、教育照明和工业照明等），还搭建了针对 TOC 的电商业务渠道以及工程塑料国内业务渠道。2019 年，各个渠道都有比较高速增长，前三季的统计国内业务占比约为 32%。

照明工程壁垒较高。由于大型照明工程业务往往技术复杂、工期要求紧张，对照明工程项目承包方的审美水平和设计能力也有较高要求，所以大型景观照明工程存在较高的行业资质壁垒。在照明工程设计施工双甲级别资质是行业等级最高、条件要求最严的资质。据全国建筑市场监管公共服务平台查询显示，截止 2019 年 11 月份，同时拥有城市及道路照明工程专业承包壹级资质和照明工程设计专项甲级资质的企业数量已达 111 家，得邦照明的全资子公司横店集团浙江得邦公共照明有限公司位列其中。

公司照明工程渠道营收快速增长。公司的照明工程业务逐步扩大，大型工程业绩能力不断变强，工程项目在行业中屡获殊荣。公司承建的福建建安二宜楼灯光实景演绎项目荣获第十三届“中照照明工程设计奖”一等奖；承接了上合组织青岛峰会照明项目，并荣获“上合组织青岛峰会照明建设贡献奖”。相应的公司的营业收入从 2016 年起也快速增长，从 0.79 亿元增长到 2018 年的 1.92 亿元，其中 2018 年增速达到 68.42%。

图 34：得邦照明工程施工营业收入



资料来源：公司公告，WIND，中国银河证券研究院

公司积极开拓 ToC 渠道，效果显著。ToC 端目前主要发力电商渠道，营业收入发展较快。为了迎接 19 年双 11，公司从 9 月份开始就积极备战，在天猫旗舰店对多种畅销产品开启预售模式，并最终取得了较好成绩，全天成交额相比去年增长率 568%。

图 35：公司 2018、2019 年双 11 海报



资料来源：公司微信公众号，中国银河证券研究院

成立特优仕商照事业部，布局国内商业照明市场，公司 2018 年取得了广东特优仕照明科技有限公司的 68% 的股权，拓展了国内自有品牌销售的建设。特优仕的产品涉及商业、办公、

酒店、教育、医疗等多领域，可以为用户提供专业的灯光方案。

图 36：特优仕酒店、商场灯光方案



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

## 四、公司估值

### （一）公司收入增速分析

预测假设：公司 LED 灯泡类业务随着市场价格下降幅度减少，产品需求维持相对稳定，公司的 LED 灯泡业务营收下降幅度逐步减少。LED 灯具方面，随着公司加快开拓国内市场及一体化灯具对灯泡的替代，公司新建产能的逐步释放也为公司灯具收入提供支撑，公司 LED 灯具业务收入有望保持快速增长趋势。公司工程施工收入也有望伴随着行业快速发展稳健增长。盈利能力方面，我们认为公司各业务毛利率将保持平稳，随着部分毛利率高的业务收入占比提升，公司整体毛利率将小幅上升。

通过对公司业务进行分拆预测，得邦 2019-2021 年营收分别为 43.77、49.42、56.31 亿元，毛利率为 15.82%、15.95%、16.19%。

表 5：得邦收入预测

报告期	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总计					
总收入（亿）	40.33	39.94	43.77	49.42	56.31
增长率	24.98%	-0.97%	9.58%	12.91%	13.96%
成本	34.44	33.71	36.84	41.54	47.20
毛利率	14.60%	15.60%	15.82%	15.95%	16.19%

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## (二) 公司估值

### 1、相对估值

我们选取家用电器照明行业的可比公司进行市盈率对比分析。公司目前的股价 9.70 元 (12.23 日) 对应 2019 年 PE 为 16.63 倍，低于可比公司均值 20.80 倍。

表 6: 可比公司估值

代码	简称	TTM	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31
000541	佛山照明	23.60	20.80	18.40	18.10
002745	木林森	21.61	20.43	16.90	14.32
603515	欧普照明	21.91	21.19	18.27	15.65
	<b>均值</b>	<b>22.37</b>	<b>20.80</b>	<b>17.86</b>	<b>16.02</b>

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

### 2.绝对估值:

我们采用三阶段自有现金流折现模型对公司进行估值:

- 1) 自由现金流 (FCF) = 经营现金流量 - 营运资本增加 - 资本性支出增加
- 2) 股权成本 =  $R_f + \beta(R_m - R_f)$
- 3) WACC = 债权成本 \* (1 - 税率) \* D / (D + E) + 股权成本 \* E / (D + E)
- 4) 采用三阶段模型。第一阶段清晰预测期为 2019-2021 年; 第二阶段过渡期为 2022-2031 年; 第三阶段为永续期。

$$5) \text{ 自由现金流折现公式: } PV = \frac{FCF_1}{1+K} + \frac{FCF_2}{(1+K)^2} + \frac{FCF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{TCF}{(K-g)(1+K)^{(n-1)}}$$

表 7: 自由现金流折现模型假设

过渡期增长率	5%
永续增长率	2%
无风险收益率	3.17% (10 年期国债到期收益率)
市场要求收益率	12.56% (近 10 年全部 A 股 ROE 均值)
债权成本	4.75% (采用中长期贷款利率: 3 至 5 年(含))
$\beta$ 值	0.84

资料来源: 中国银河证券研究院

我们按照上述假设, 用三阶段自由现金流折现模型对公司进行了绝对估值, 并对公司股票价值与资金加权成本和永续增长率进行了敏感性分析。我们预测企业价值是 57.44 亿元。

表 8：敏感性分析

WACC	永续增长率(g)										
	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
6.08%	21.13	21.50	21.93	22.43	23.02	23.73	24.58	25.63	26.94	28.61	30.80
6.69%	18.57	18.84	19.16	19.52	19.95	20.46	21.06	21.79	22.68	23.80	25.22
7.35%	16.35	16.55	16.78	17.05	17.36	17.72	18.15	18.66	19.28	20.04	20.99
8.09%	14.42	14.57	14.74	14.93	15.15	15.42	15.72	16.08	16.52	17.04	17.68
8.90%	12.73	12.84	12.96	13.10	13.27	13.46	13.67	13.93	14.23	14.60	15.03
9.79%	11.25	11.33	11.42	11.52	11.64	11.78	11.93	12.12	12.33	12.58	12.88
10.77%	9.95	10.01	10.08	10.15	10.24	10.33	10.44	10.57	10.72	10.90	11.11
11.84%	8.81	8.85	8.90	8.95	9.01	9.08	9.16	9.25	9.36	9.48	9.63
13.03%	7.80	7.83	7.87	7.91	7.95	8.00	8.05	8.12	8.19	8.28	8.38
14.33%	6.91	6.94	6.96	6.99	7.02	7.05	7.09	7.14	7.19	7.25	7.32
15.77%	6.13	6.15	6.16	6.18	6.20	6.23	6.26	6.29	6.32	6.36	6.41

资料来源：中国银河证券研究院

### （三）投资建议

公司制造能力较强，深受海外客户信赖，海外市场收入稳固。随着公司加快开拓国内市场，其一体化灯具销售及工程收入有望迎来稳定的增长，从而推动整体业绩稳健发展。我们预测公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 2.84/3.24/3.77 亿元，对应增速 14.93%/14.22%/16.21%，EPS0.58/0.67/0.77 元，分别对应 16.64/14.57/12.54 倍市盈率。首次评级，给予“谨慎推荐”评级。

## 五、风险提示

行业竞争加剧的风险、中美贸易摩擦的风险、汇率波动的风险。

## 六、附录：

### (一) 公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	561.46	562.92	772.05	1149.39	营业收入	3995.39	4376.58	4941.73	5631.43
应收和预付款项	1020.23	1039.93	1192.70	1403.42	营业成本	3371.00	3684.07	4153.54	4719.68
存货	579.32	620.04	732.16	804.35	营业税金及附加	11.82	12.94	14.62	16.66
其他流动资产	834.95	834.95	834.95	834.95	营业费用	168.44	184.51	208.34	237.42
长期股权投资	19.66	23.12	26.58	30.04	管理费用	120.16	231.96	261.91	298.47
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-4.35	-7.23	-15.02	-21.62
固定资产和在建工程	446.50	618.34	610.77	593.20	资产减值损失	19.63	12.60	12.60	12.60
无形资产和开发支出	232.79	206.50	180.22	153.93	投资收益	32.08	31.46	31.46	31.46
其他非流动资产	51.31	48.15	44.98	44.98	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3746.23	3953.95	4394.41	5014.27	其他经营损益	-99.77	0.00	0.00	0.00
短期借款	204.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	240.99	289.19	337.21	399.70
应付和预收款项	964.01	1149.76	1332.10	1652.01	其他非经营损益	42.80	42.80	42.80	42.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	283.80	332.00	380.01	442.50
其他负债	0.42	0.42	0.42	0.42	所得税	36.49	45.06	52.26	61.64
负债合计	1168.43	1150.18	1332.52	1652.43	净利润	247.31	286.94	327.75	380.86
股本	408.00	408.00	408.00	408.00	少数股东损益	-0.01	2.68	3.06	3.56
资本公积	921.90	921.90	921.90	921.90	归母净利润	247.32	284.26	324.69	377.31
留存收益	1240.55	1463.84	1718.90	2015.29	EBITDA	284.30	324.76	365.00	420.89
归属母公司股东权益	2570.45	2793.75	3048.80	3345.20	EPS(元)	0.51	0.58	0.67	0.77
少数股东权益	7.35	10.03	13.09	16.64					
股东权益合计	2577.80	2803.77	3061.89	3361.84	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和股东权益合计	3746.23	3953.95	4394.41	5014.27	收益率				
					毛利率	15.63%	15.82%	15.95%	16.19%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	三费/销售收入	7.11%	9.35%	9.21%	9.13%
经营性现金净流量	170.04	448.78	299.34	472.24	销售净利率	6.19%	6.56%	6.63%	6.76%
投资性现金净流量	-141.98	-189.60	-35.60	-35.60	资产获利率				
筹资性现金净流量	146.53	-257.73	-54.61	-59.30	ROE	9.62%	10.17%	10.65%	11.28%
现金流量净额	159.69	1.46	209.13	377.34	ROA	7.59%	8.21%	8.31%	8.39%
					ROIC	10.64%	10.85%	12.24%	13.99%
估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	增长率				
PE	19.13	16.64	14.57	12.54	销售收入增长率	-0.89%	9.54%	12.91%	13.96%
PEG	1.27	N/A	N/A	N/A	净利润增长率	15.98%	16.02%	14.22%	16.21%
PB	1.84	1.69	1.55	1.41	总资产增长率	9.23%	5.54%	11.14%	14.11%
PS	1.18	1.08	0.96	0.84	股东权益增长率	8.34%	8.69%	9.13%	9.72%
PCF	27.82	10.54	15.80	10.02	资本结构				
EV/EBIT	12.80	10.59	8.88	6.82	资产负债率	31.19%	29.09%	30.32%	32.95%
EV/EBITDA	10.54	8.12	6.62	5.20	流动比率	2.56	2.66	2.65	2.54
EV/NOPLAT	17.22	14.07	11.63	8.81	速动比率	1.35	1.39	1.47	1.54
EV/IC	1.62	1.51	1.39	1.27	资产管理效率				
ROIC-WACC	0.85%	-0.21%	1.18%	2.93%	总资产周转率	1.07	1.11	1.12	1.12
股息率	0.011	0.013	0.015	0.017	应收账款周转率	4.09	4.52	4.36	4.29
					存货周转率	5.82	5.94	5.67	5.87

数据来源：公司公告，WIND，中国银河证券研究院

## 插图目录

图 1: 公司发展历程.....	2
图 2: 公司营业收入结构.....	3
图 3: 公司主营业务构成.....	3
图 4: 公司股权结构图.....	4
图 5: 公司营收总额 (单位: 亿) .....	4
图 6: 公司归母净利润 (单位: 亿) .....	5
图 7: 公司三大费率.....	5
图 8: 公司净利率与毛利率.....	5
图 9: LED 灯泡价格.....	7
图 10: 全球 LED 照明渗透率 (%) .....	7
图 11: 我国 LED 照明渗透率 (%) .....	7
图 12: 2013-2018 年中国 LED 照明产品产量情况 (亿) .....	8
图 13: 2013-2018 年中国 LED 照明市场需求量 (亿) .....	8
图 14: 我国 LED 照明产业规模统计 (亿元) 及增长情况.....	8
图 15: LED 照明产业链.....	9
图 16: 中国照明上市公司 2017、2018 年营业总收入.....	10
图 17: 2018 年我国半导体照明应用域分布.....	11
图 18: 中国景观照明市场规模.....	12
图 19: 我国商业照明市场规模 (亿美元) .....	13
图 20: 中国 LED 汽车照明市场规模.....	13
图 21: 得邦照明 LED 灯具营业收入 (亿元) 及增速.....	14
图 22: 公司智能产品.....	14
图 23: 得邦照明车用照明车间.....	15
图 24: 2018 年研发费用 (亿元) .....	16
图 25: 得邦照明研发费用.....	16
图 26: 公司生产基地.....	16
图 27: 照明企业 2018 人均营业收入 (百万) .....	17
图 28: 前三季度 LED 照明产品出口前十 (百万美元) .....	18
图 29: 2019 年前三季度 LED 灯管出口企业前十 .....	18
图 30: 得邦海外收入 (亿元) 及增速.....	18
图 31: 得邦收入结构.....	18
图 32: 得邦前 5 大客户销售收入占比合计 (%) .....	19
图 33: 2018 年得邦前 5 大销售收入占比.....	19
图 34: 得邦照明工程施工营业收入.....	20
图 35: 公司 2018、2019 年双 11 海报.....	20
图 36: 特优仕酒店、商场灯光方案.....	21

## 表格目录

表 1: LED 光源与其他光源特点比较 .....	6
表 2: 取消白炽灯计划 .....	6
表 3: 近两年照明行业并购 .....	10
表 4: 公司募投项目 .....	17
表 5: 得邦收入预测 .....	21
表 6: 可比公司估值 .....	22
表 7: 自由现金流折现模型假设 .....	22
表 8: 敏感性分析 .....	23

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李冠华，家用电器行业分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn