

立达信(605365)

报告日期: 2023年08月18日

智能照明隐形冠军，由点及面构建物联生态

——立达信深度报告

投资要点

立达信为照明出口龙头，积极推动物联网转型和自主品牌发展。我们认为公司IoT业务步入收获期+自主品牌快速成长，有望驱动公司业绩超预期。

- LED照明出口龙头，积极拥抱大客户，智能制造能力坚实，拓品拓客潜力大**
 根据GGII及中国照明协会统计，公司LED照明连续六年出口排名全国第一。公司与家得宝、亚马逊、宜家等大客户合作多年，资源深厚；全链生产能力扎实，外协占比极低，产线自动化和智能化水平持续提升，推动照明业务盈利水平高于同业，且制造能力外溢至小家电代工。当前全球LED灯具渗透率仍有待提升，且中国作为全球照明制造中心，出口集中度较低，未来公司有望凭借强劲制造优势，通过拓展LED灯具品类及拓展更多地区客户推动照明业务稳健成长。
- Matter协议+AIGC促IoT发展，公司深度布局物联网，第二成长曲线未来可期**
 Matter协议落地改善了IoT生态封闭、通信协议不统一的问题。AI的深入应用则强化产品的主动交互能力，有望显著改善智能家居体验感，推动行业持续放量。公司2015年即转型拥抱物联网，深度参与全球物联通信标准的制定，并建立集芯片、通信模组、云平台应用服务及硬件制造的一站式物联解决方案，是真正物联网玩家。2022年公司IoT业务收入同比+38%，占整体营收28%，处于快速放量期。当前公司IoT产品涵盖智能照明、控制、传感、监控产品，未来有望持续拓展至更多细分及新兴品类。
- 蓄力发展自主品牌，数字教育+智慧家居开拓成长双翼**
 以智慧照明为切口，依靠自研物联云平台，公司构建智慧管理和智慧家居两条自主品牌业务线。1)智慧校园：依靠LEXIKOS平台，2023年正式从教育照明全面升级为全场景数字教育，涵盖智慧空间、健康校园、绿色校园、安全校园、数字管理等多元场景；2)智慧家居：公司自研Arnoo平台试水智能家居，有望受益于Matter协议推出后互联互通的物联生态。公司自主品牌收入2018-2022年CAGR高达79%，占比从1.7%提升至10.6%。2023年公司明显加大自主品牌投入，有望赋能自主品牌持续高增。
- 盈利预测与估值**
 预计2023-2025年公司营业收入分别为69.59/80.80/92.77亿元，对应增速分别为-7.92%/16.11%/14.81%，归母净利润分别为2.85/4.48/6.15亿元，对应增速分别为-42.28%/56.90%/37.34%，对应EPS分别为0.53/0.83/1.14元。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示**
 下游需求不及预期，人民币汇率明显波动，费用投入超预期

投资评级：增持(首次)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

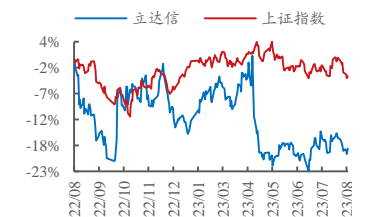
研究助理：黄宇宸
huangyuchen01@stocke.com.cn

研究助理：芦家宁
lujianing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥14.96
总市值(百万元) 7,530.68
总股本(百万股) 503.39

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7557.31	6958.97	8080.27	9277.35
(+/-) (%)	16.68%	-7.92%	16.11%	14.81%
归母净利润	494.26	285.30	447.63	614.78
(+/-) (%)	64.04%	-42.28%	56.90%	37.34%
每股收益(元)	0.99	0.53	0.83	1.14
P/E	16.33	28.29	18.03	13.13

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 69.59/80.80/92.77 亿元，对应增速分别为 -7.92%/16.11%/14.81%，归母净利润分别为 2.85/4.48/6.15 亿元，对应增速分别为 -42.28%/56.90%/37.34%，对应 EPS 分别为 0.53/0.83/1.14 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 关键假设

1)公司照明出口以北美、欧洲为主，受经济不景气及下游客户库存较高影响，销量承压，2024-2025 年随着客户库存压力缓解，叠加自主品牌发展，有望保持稳定增长，预计 2023-2025 年公司照明灯具销量分别-18%/+10%/+10%；考虑到灯具占比提升+美元升值+自主品牌成长因素，预计公司照明产品均价分别提升+9%/+5%/+2%。

2)公司 IoT 转型持续进行。虽然代工业务短期受下游需求影响预计有所承压，但随着公司在 B 端和 C 端大力发展自主品牌，未来 IoT 业务有望快速发展，预计 2023-2025 年 IoT 产品销量-9%/+23%/+23%；自主品牌发展助力提升产品均价，预计 2023-2025 年 IoT 产品均价分别+5%/+2%/+2%。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：1) 公司是传统照明出口企业，即便向 IoT 转型，也更偏重硬件代工，缺乏核心竞争优势，成长性一般；2) 市场认为公司客户以北美为主，容易受到欧美经济不景气影响，下游订单需求偏弱。

我们认为：1) 公司是被低估的物联网潜力股，和谷歌、亚马逊等同为全球物联网通信协议 Matter 的重要推动者，将率先受益于互联互通的物联生态。公司对物联网的布局涵盖芯片、通信模组、云平台、硬件制造等全环节，竞争优势显著，不仅便于代工获客，凭借自研云平台，亦有能力发展自主品牌，促进业务高速增长。2) 北美去库存进行时，我们认为公司下游订单需求有望逐季好转。另一方面，公司制造优势突出，客户响应及时，亦有望开发发展中国家客户以及更多欧美二线梯队客户，同时伴随 IoT 业务快速发展，公司不断拓展品类有望带来代工业务新增量。

● 股价上涨的催化因素

自主品牌快速成长，成功开拓新客户或新品类，出口回暖，美元升值。

● 风险提示

自主品牌发展不及预期，拓客拓品不及预期，下游需求回暖不及预期。

正文目录

1 LED 照明 ODM 龙头，由点及面转型物联科技	6
1.1 LED 照明出口龙头，二十年沉淀筑转型物联之基.....	6
1.2 公司股权集中，发布激励计划促进稳健增长.....	8
1.3 海外高库存影响短期业绩，蓄力自主品牌为长期发展奠基.....	9
2 LED 照明出口冠军，聚焦大客户持续引领行业	10
2.1 潮落潮涨风依然，LED 引领照明行业拓成长新边界.....	10
2.2 中国是全球 LED 照明制造中心，头部企业份额有提升空间.....	13
2.3 LED+大客户基因，行稳致远造就 ODM 龙头.....	15
3 积累深厚的物联网潜力股，数字教育+智慧家居开拓成长双翼	20
3.1 以教育照明为窗口切入智慧校园，自主品牌快速成长.....	21
3.2 智能照明是照明发展的必由之路，是智能家居的重要入口.....	24
3.3 Matter 协议落地+AI 赋能，智能家居迈入成长新阶段.....	25
3.4 软硬件结合的智慧互联潜力股，多元蓄力助力 IOT 业务展翼高飞.....	28
4 盈利预测与投资建议	31
4.1 盈利预测：2023-2025 年 EPS 复合增速 47%.....	31
4.2 估值分析：当前股价对应 PE 28/18/13 倍.....	32
5 风险提示	32

图表目录

图 1: 立达信发展历程.....	6
图 2: 公司目前拥有照明业务、物联网 (IoT) 业务和家电业务 3 类业务条线.....	7
图 3: 公司主要自主品牌生态.....	7
图 4: 2022 年公司照明业务营收占主营业务收入比例接近 70%.....	7
图 5: 公司 IoT 业务营收快速增长.....	7
图 6: 2022 年公司境外收入占比达 89%.....	8
图 7: 2022 年公司 ODM 收入占比达 89%.....	8
图 8: 公司境内收入占比变动.....	8
图 9: 公司自主品牌收入占比变动.....	8
图 10: 公司股权结构图 (截至 2023H1).....	9
图 11: 公司营收情况及同比增速.....	9
图 12: 公司 ODM 和自主品牌业务营收情况.....	9
图 13: 公司归母净利润情况及同比增速.....	10
图 14: 公司盈利能力变动情况.....	10
图 15: 公司费用率变动情况.....	10
图 16: 照明行业发展历程.....	11
图 17: LED 发展历程.....	11
图 18: 全球 LED 照明市场规模 (单位: 亿美元).....	12
图 19: 全球 LED 照明渗透率.....	12
图 20: 中国 LED 照明市场规模 (单位: 亿元).....	12
图 21: 中国 LED 照明渗透率.....	12
图 22: LED 照明产业链.....	13
图 23: 2020 年 LED 芯片产业集中度.....	14
图 24: 2016-2019 年全球 LED 封装供给端市占率.....	14
图 25: 2010 年来, 全球照明产业链转移, 我国灯具照明装置及出口金额呈现增长趋势.....	14
图 26: 各公司照明出口占我国照明出口之比.....	15
图 27: 公司照明业务出口收入高于竞对.....	15
图 28: 公司海外业务出口占比高.....	15
图 29: 公司营业成本以直接材料为主.....	16
图 30: 公司外协采购和成品采购占营业成本比例低.....	16
图 31: 2021 年得邦照明的外购照明比例 (按销量计算).....	16
图 32: 公司照明业务毛利率高于得邦照明.....	16
图 33: 公司 2018-2019 年毛利率变动情况.....	17
图 34: 公司 2020 年主要原材料占采购金额比例.....	17
图 35: 公司前五大供应商比例.....	17
图 36: 2020 年公司海外收入以北美为主.....	18
图 37: 公司制造基地和研发中心布局.....	18
图 38: 大客户资信佳, 公司应收账款周转天数明显低于同业.....	19
图 39: 公司前五大客户集中度.....	19
图 40: 按揭贷款利率上升趋势放缓, 居民购房能力快速修复.....	19
图 41: 成屋库存处于历史低位, 新房销售成主流.....	19
图 42: 新房销售明显回暖.....	19

图 43: 美国库存增速持续放缓.....	19
图 44: 亚马逊库存情况.....	20
图 45: Home depot 库存情况.....	20
图 46: 公司家电类及其配件业务逐渐起量.....	20
图 47: 公司家电代工业务毛利率逐渐正常化.....	20
图 48: 我国儿童青少年近视率.....	21
图 49: 近视防控政策梳理.....	21
图 50: 教育照明市场规模(亿元).....	22
图 51: 幼儿园数量在我国各类学校数量中占比不断提升.....	22
图 52: 我国幼儿园数量(单位: 万所).....	22
图 53: 不局限于教育照明, 公司拥有立体化近视防控方案.....	23
图 54: 公司拥有全场景的智慧校园架构及方案.....	23
图 55: 中小学教育信息化经费投入(亿元).....	23
图 56: 智慧校园行业市场规模.....	23
图 57: 公司自主品牌收入快速增长.....	24
图 58: 智能照明的定义、架构与趋势.....	24
图 59: 2022 年智能家居产品配置率.....	25
图 60: 智能照明与其他家居产品互联互通.....	25
图 61: 全球智能照明设备出货量.....	25
图 62: 全球智能照明市场规模(单位: 亿美元).....	25
图 63: 智能家居的发展阶段.....	26
图 64: 主流通信协议对比.....	26
图 65: Matter1.0 的成长史.....	27
图 66: Matter 兼容多项通信协议, 联通多种生态系统.....	27
图 67: 全球智能家居设备出货量(单位: 百万台).....	28
图 68: IoT 领域的主要玩家.....	28
图 69: 各照明企业研发费用率对比.....	29
图 70: 公司研发费用投入情况.....	29
图 71: 公司全面布局物联网业务的各层级架构.....	30
图 72: 公司是国际连接标准联盟(Connectivity Standards Alliance)的推动者.....	30
图 73: 公司通过首批 Matter 认证.....	30
图 74: 亚马逊和 RING 占公司 IoT 收入比重.....	31
图 75: 公司主要 IoT 品类占比.....	31
表 1: 公司 2022 年股票期权与限制性股票激励计划.....	9
表 2: LED 的优势对比.....	12
表 3: LED 照明行业主要竞争主体.....	13
表 4: 欧美照明巨头业务调整事件.....	14
表 5: 公司智能制造能力强大.....	16
表 6: 公司主要客户.....	18
表 7: 传统荧光灯无法满足教育照明要求.....	21
表 8: 公司一站式物联网解决方案.....	29
表 9: 盈利预测表.....	32
表 10: 可比公司估值.....	32
表附录: 三大报表预测值.....	34

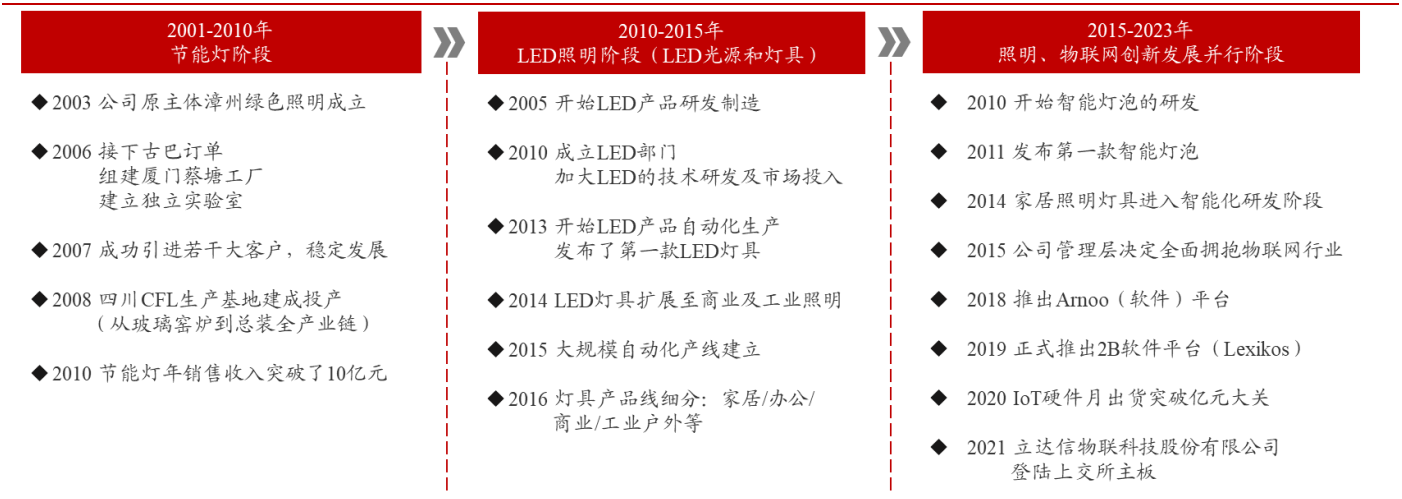
1 LED 照明 ODM 龙头，由点及面转型物联科技

1.1 LED 照明出口龙头，二十年沉淀筑转型物联之基

从照明产品 ODM 到跨界物联网，立达信迈入发展新起点。立达信是中国 LED 照明出口龙头企业，始创于 2000 年。公司创立初期主要业务为节能灯整灯及配件的生产销售，后顺应照明领域的行业变革方向，于 2005 年开始 LED 照明产品的研发制造，并逐步形成涵盖家居、办公、商业、工业等下游应用场景在内的丰富的 LED 照明产品体系，在国内 LED 照明企业中连续多年出口规模排名第一。

2015 年起，公司更以前瞻性的战略眼光，基于在智能照明领域的积累，深度布局物联网赛道，从而正式进入照明和物联网业务创新发展并行阶段。此后，公司一方面持续拓展智能硬件如智能照明、智能控制和传感、智能安防及智能家电等产品；另一方面则在物联网技术架构领域深度布局感知层、网络层、平台层和应用层等多个核心技术环节，成功开发和推出面向智慧管理的 LEXIKOS 和面向智慧生活的 Arnoo 两大云平台。从 2018 年公司开始在产品固件层面植入 Google local home，到 2020-2021 年公司智慧生活和智慧管理两大物联网业务方向确立，立达信正凭借扎实的技术沉淀，稳步迈入万物互联新起点。

图1：立达信发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

涵盖 3 条业务主线，代工业务积累深厚。立达信基于传统照明业务转型物联科技，在软件和硬件层面同时布局和拓展，目前已形成了包含照明业务、物联网（IoT）业务和家电业务在内的 3 类业务条线。其中，公司照明业务主要包括 LED 光源和 LED 灯具两类产品；IoT 业务则在云平台、无线模组、人工智能算法及智能硬件的开发和制造方面均有布局；家电业务目前主要涵盖空气类和智慧厨房相关产品，如空气净化器、空气炸锅等。

自主品牌重点发力智慧教育。在国内，公司自主品牌“立达信”在 C 端专注于具备东方审美的高端灯具；在 B 端凭借自主研发的 LEXIKOS 系统构建智慧教育管理平台，2023 年公司将子公司立达信照明有限公司正式改名为立达信数字教育科技有限公司，卯力培育智慧教育自主品牌。

图2: 公司目前拥有照明业务、物联网 (IoT) 业务和家电业务 3 类业务条线

业务	主要产品		业务模式
照明产品及配件	LED光源	LED灯具	海外市场以ODM模式为主 国内市场以自主品牌模式为主
	球泡灯、射灯、大功率灯、灯丝灯	筒灯、吸顶灯、面板灯、灯盘灯	
IoT产品及配件	智能硬件产品	云平台服务	业务收入主要来自于 物联网智能硬件的ODM业务
	智能照明、智能控制、智能传感、智能监控	面向智能家居的Amoo云平台、面向智慧管理的LEXIKOS云平台	
家电产品及配件	包括空气类和智慧厨房相关产品, 如空气净化器、空气炸锅等		ODM为主

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

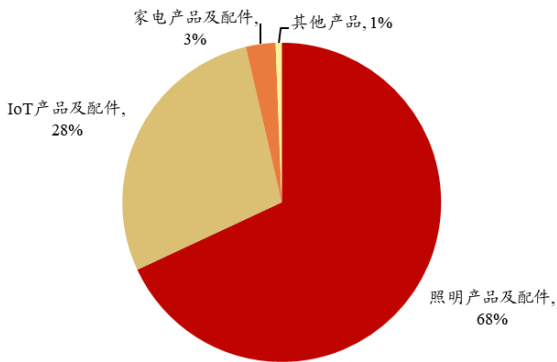
图3: 公司主要自主品牌生态

品牌名称	主要市场	主要聚焦领域	品牌介绍
LEEDARSON 立达信	国内	B端: 校园健康光环境和智慧校园 解决方案 C端: 高端灯具	品牌创立于2014年, 以教育照明为起点, 发力数字教育管理平台。当前经销网络遍 布全国30余省, 100多座城市。 根植东方文化, 具备中式审美的高端灯具

资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

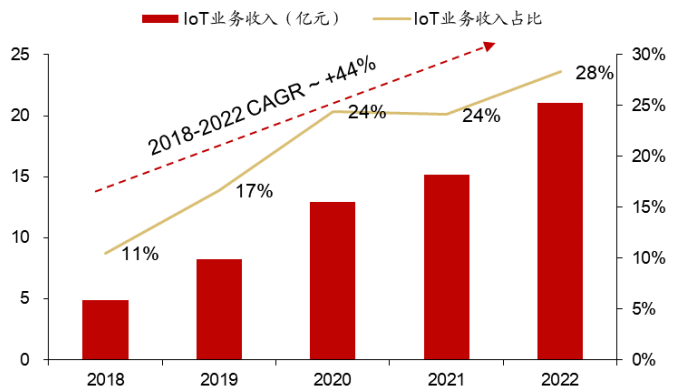
照明业务贡献近 70% 营收, IoT 业务快速增长。照明相关产品仍是公司当前主要收入来源, 2022 年公司照明产品及配件收入占主营业务收入比例约 68%。与此同时, 公司 IoT 业务增速亮眼, 营收占比由 2018 年约 11% 大幅提升至 2022 年近 28%, 2018-2022 年 CAGR 超过 40%, 有望成为公司新的业务增长极。

图4: 2022 年公司照明业务营收占主营业务收入比例接近 70%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图5: 公司 IoT 业务营收快速增长



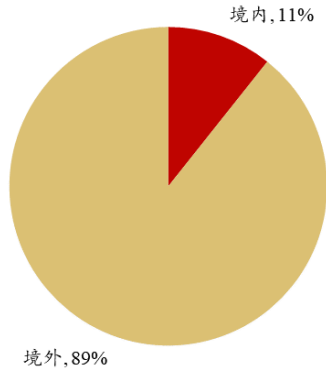
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 公司 2021 年起 IoT 业务收入口径有细微变化, 因而仅做粗略估算。

公司目前境外和 ODM 收入占比仍高约 9 成, 但发力自主品牌有望推动未来公司境内外、ODM 和自主品牌的均衡发展。公司以出口 ODM 起家, 2022 年境外和 ODM 收入占主营业务收入之比分别为 89% 和 89%。但随着公司对国内自主品牌培育的重视程度日益增加, 近年公司境内和自主品牌收入占比分别从 2018 年 6.4%, 1.7% 提升至 2022 年的 10.7%, 10.6%, 同比分别提升 4.3pct 和 8.9pct, 成长迅速。

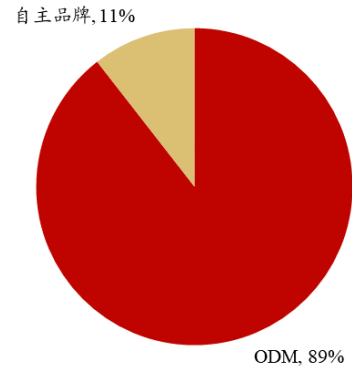
随着公司 2021 年明确其代工业务和品牌业务并驱发展，对国内市场、自有品牌加大投入，以及从“外循环”到“国内、国外双循环”的战略方向，未来公司境内外、ODM 和自主品牌业务有望进一步均衡发展。

图6: 2022 年公司境外收入占比达 89%



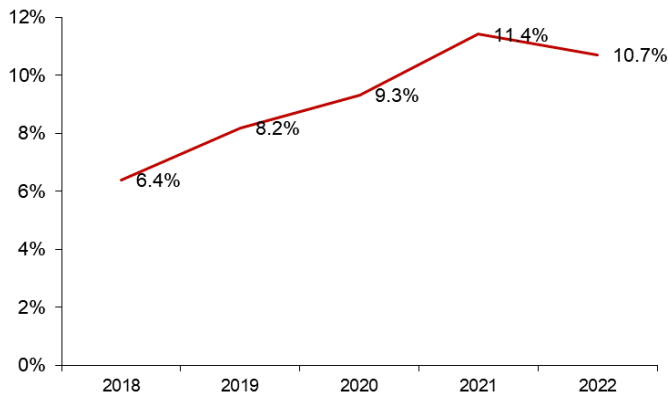
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图7: 2022 年公司 ODM 收入占比达 89%



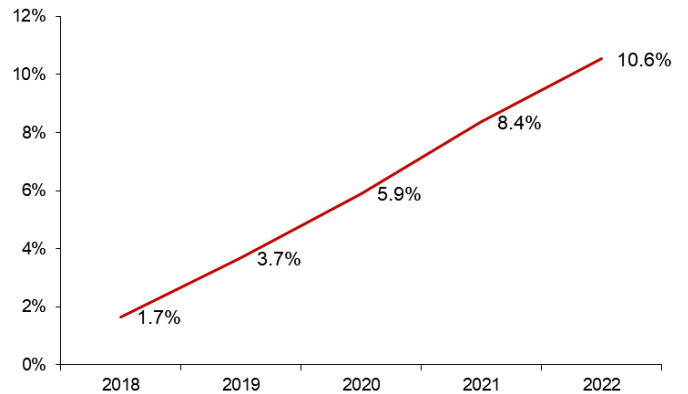
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图8: 公司境内收入占比变动



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图9: 公司自主品牌收入占比变动

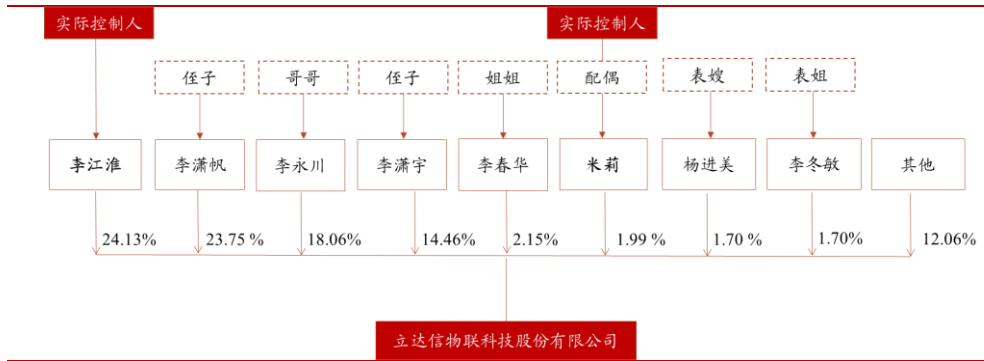


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.2 公司股权集中，发布激励计划促进稳健增长

公司股权集中，决策权稳定。截至 2023H1，实控人李江淮和米莉（李江淮之配偶）直接持股比例分别为 24.13%及 1.99%，李潇帆、李永川、李潇宇、李春华为其一致行动人，与实控人为血缘关系，除李永川在公司担任副董事长以外，其余一致行动人并未参与公司实际经营管理决策，实控人及一致行动人合计持股 84.54%，股权集中。

图10: 公司股权结构图(截至2023H1)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所
注: 虚线框为与实控人李江淮的关系

激励计划对象广泛, 锁定营收目标。公司于2022年12月发布股票期权与限制性股票激励计划首次授予结果公告, 激励对象包含高管、中层管理人员及核心骨干人员, 激励对象广泛。激励计划的业绩考核目标为2022/2023/2024年营业收入分别不低于75/85/95亿元, 相较2021年营业收入增速分别为15.8%/31.2%/46.7%。

表1: 公司2022年股票期权与限制性股票激励计划

激励计划	授予数量	占股本比重	授予价格	激励人数	激励对象
股票期权激励计划	357.00 万份	0.7140%	16.36 元/份	183 人	中层管理人员及核心骨干人员
限制性股票激励计划	407.25 万股	0.8145%	8.18 元/股	189 人	高管 6 人; 中层管理人员及核心骨干人员 183 人

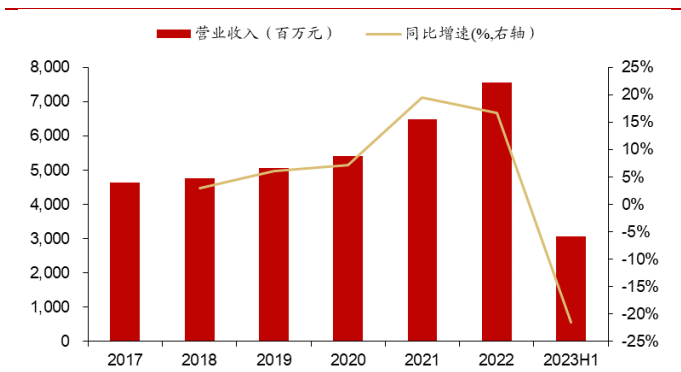
行权期/解除限售期	公司层面业绩考核目标
第一个行权期/解除限售期	2022 年营业收入不低于 75 亿元
第二个行权期/解除限售期	2023 年营业收入不低于 85 亿元
第三个行权期/解除限售期	2024 年营业收入不低于 95 亿元

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.3 海外高库存影响短期业绩, 蓄力自主品牌为长期发展奠基

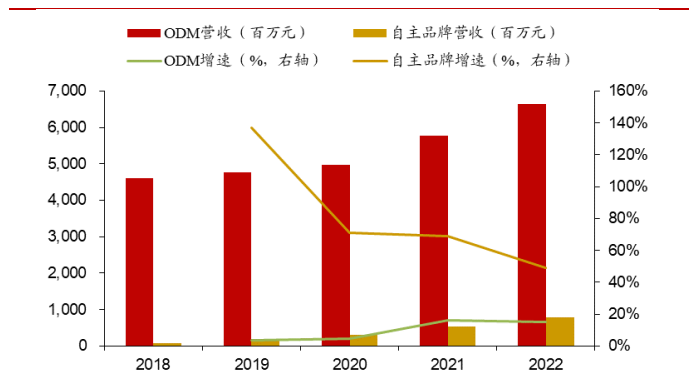
海外库存较高, 公司2023H1营收短期承压。代工业务多元化+自主品牌发力驱动公司营收从2017年的46亿元快速成长至2022年的76亿元, 对应CAGR+10.3%。依托稳定优质的客户群和高效的制造供应能力, 公司ODM业务发展迅速, 并从照明拓展至IoT以及小家电代工。2023H1受到北美终端消费需求不振、渠道库存较高且去年同期高基数影响, 公司收入31亿元, 同比-21.6%。

图11: 公司营收情况及同比增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

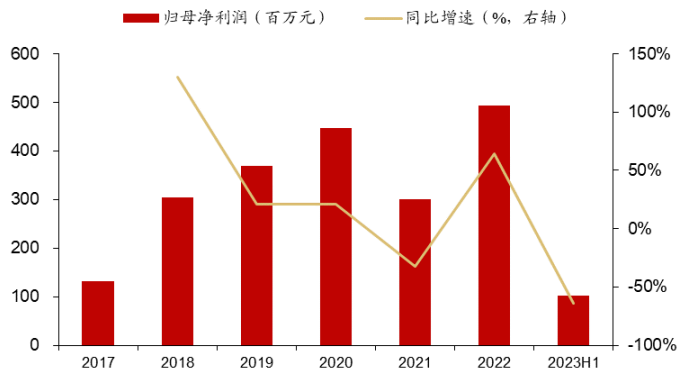
图12: 公司ODM和自主品牌业务营收情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

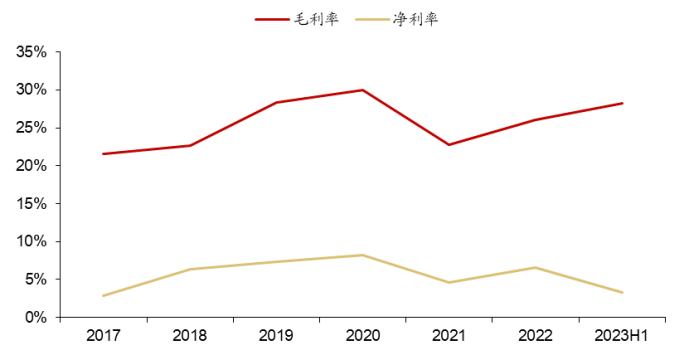
自主品牌投入驱动毛利率回升，但归母净利润承压。受美元贬值、大宗商品和原材料价格上涨以及国际货运物流价格走高等因素共同影响，2021年公司归母净利润同比下降32.5%，毛利率及归母净利率均明显下滑。2022年受益于旺盛订单需求及美元升值，公司归母净利润同比+64.0%至4.9亿元。2023年公司加大自主品牌投入，驱动上半年毛利率同比+4.8pct，销售费用率同比+4.4pct，致使净利率率同比-4.0pct至3.3%。

图13: 公司归母净利润情况及同比增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

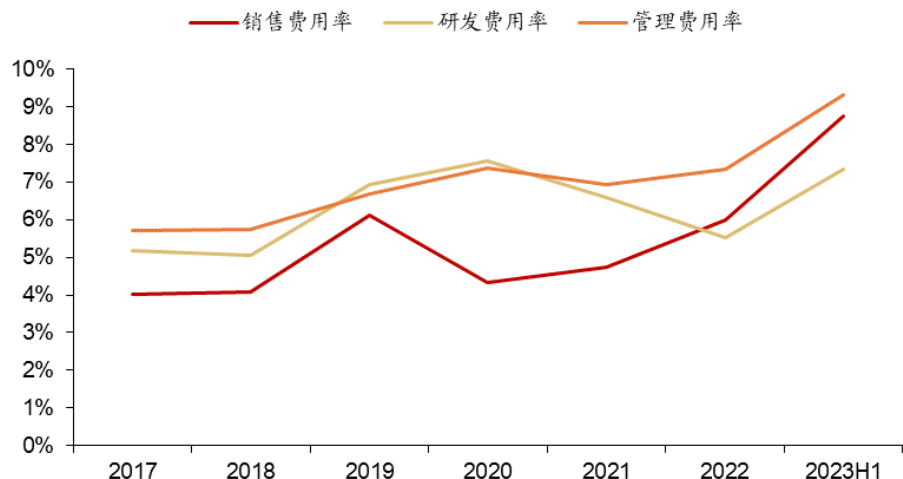
图14: 公司盈利能力变动情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

短期扩大费用投放，为长期发展奠基。坚定物联网转型和发展自主品牌背景下，公司加大投入虽然致使短期盈利能力承压，但实则是为长期发展蓄力，看好公司未来业绩弹性。公司坚定转型物联网，研发费用率保持高位，成功在IoT领域积累强大的软硬件研发+制造能力，逐渐进入收获期。公司自主品牌尚处于培育期，公司在此时加大销售费用投入，虽然短期影响盈利能力，但有助于强化自主品牌知名度，让物联网“隐形冠军”走向台前，让好的产品真正为消费者所知，为长期营收和盈利能力的提升奠基。

图15: 公司费用率变动情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2 LED照明出口冠军，聚焦大客户持续引领行业

2.1 潮落潮涨风依然，LED引领照明行业拓成长新边界

照明行业历经 150 年发展，从“基础照明”走向“超越照明”。自爱迪生发明白炽灯，推动人类从火光照明进入电气照明时代后，在从 19 世纪末至今的近 150 年时间里，行业逐步从满足基本照明需求，到向小型化、节能化发展，最终迈入以智能化和智慧化为核心的“超越照明”阶段。其中，照明产品也实现了从白炽灯、荧光灯、卤素灯、LED 灯等传统照明产品，向智能照明/智慧照明的变迁及跨越式发展。

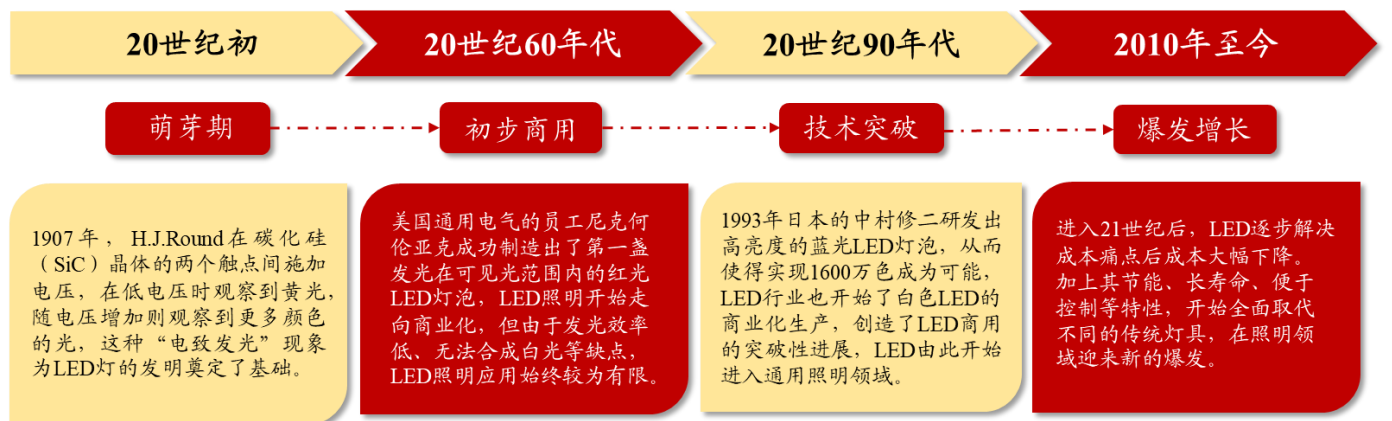
图 16: 照明行业发展历程



资料来源: LEDiL 官网, 广州国际照明展览会, 浙商证券研究所

LED 以节能、环保和长寿命优势，引领传统照明最后的“黄金十年”。按照发光机制，主要的电光源可以分为热辐射光源、气体放电光源以及半导体光源三大类，其中热辐射光源主要包括传统白炽灯及卤素灯，气体放电光源主要包括传统荧光灯、紧凑型荧光灯（节能灯）和高压气体放电灯等，半导体光源则主要以 LED 灯为主。实际上早在 20 世纪初，半导体材料通电发光的现象便被发现，然而一直到 20 世纪 60 年代，LED 才初步实现商用，并且由于其发光效率低、无法合成白光等缺点一直存在，LED 照明应用始终受限。而随着 90 年代 LED 发光效率实现质的飞跃，同时重要原色蓝光的发现促进了白光的合成，LED 开始进入通用照明领域，并在 2010 年解决成本痛点以后迎来爆发。

图 17: LED 发展历程



资料来源: 电子科技博物馆, 中国半导体照明网, 浙商证券研究所

相较于早期传统照明产品，LED 具有节能、绿色环保及寿命长的显著优势：（1）**节能**。LED 不依靠灯丝发热发光，从而能量转化效率实现跨越式提升，理论上能耗仅为白炽灯的 10%，相较荧光灯也能达到 50% 的节能效果。（2）**绿色环保**。以 LED 制作的光源不

存在诸如水银、铅等环境污染物，不会污染环境。**(3) 寿命长。**LED作为一种导体固体发光器件，寿命可达10万小时，与之对比，传统照明产品如气体放电灯寿命仅1-2万小时，而最早期的白炽灯仅约1000小时。除此之外，LED还具有响应时间快，体积小、重量轻，易于调光、调色及可控性强等特点。

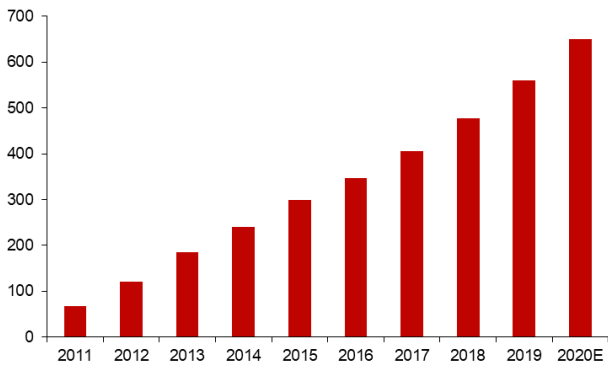
表2: LED的优势对比

指标	碳丝白炽灯	气体放电灯	LED灯
能源转换效率	<10%	20%-30%	20%-40%
发光效率(流明/W)	<20	60-150	70-160
寿命(小时)	1000	10000-20000	50000-100000
显色性	显色性较好	显色性差	显色性较好
发光效率	发光效率低	发光效率高	发光效率高
频闪	频闪严重	频闪较严重	几乎无频闪
绿色环保	-	含汞污染环境	环保无污染
坚固程度	易碎不坚固	易碎不坚固	牢固耐冲击
启动速度	启动快	启动慢	启动极快

资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

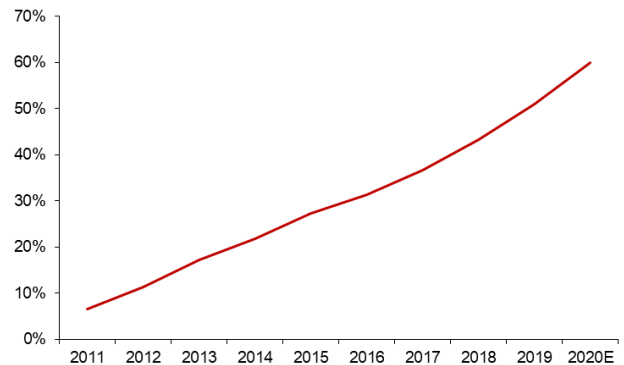
基于LED照明的突出优势，过去10余年其对早期传统照明产品如白炽灯和荧光灯等实现了快速替代，并推动照明行业再次迎来发展的“黄金10年”。数据显示，2011-2020年全球LED照明市场规模预计从2011年的67亿美元成长至2020年的650亿美元，复合增长率达28.7%，渗透率预计由7%快速提升至60%。根据国家半导体照明工程研发及产业联盟和GGII的数据，我国作为LED照明生产大国，LED照明渗透率从2011年的1.05%迅速提升至2020年的78%，产值从2016年的3017亿元提升至2020年的5269亿元，复合增速达到15.0%。

图18: 全球LED照明市场规模(单位: 亿美元)



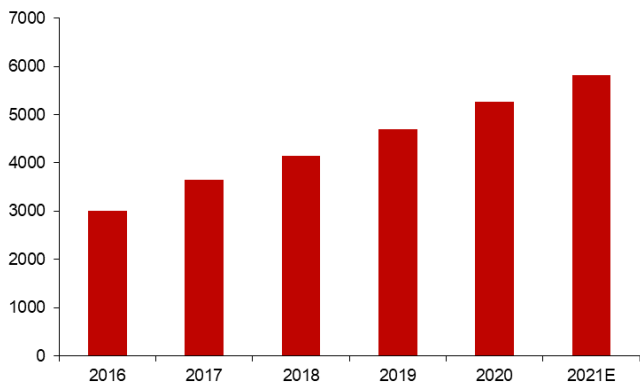
资料来源: 中国产业信息网, 浙商证券研究所

图19: 全球LED照明渗透率



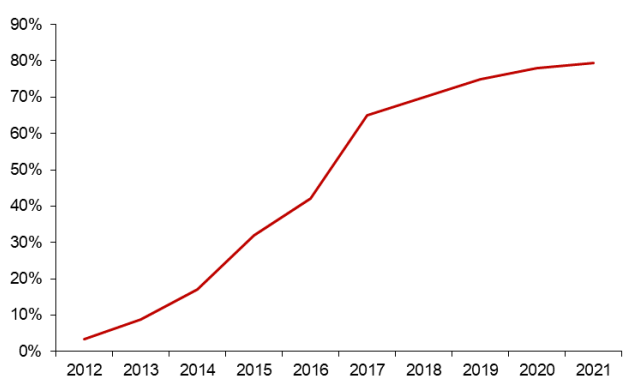
资料来源: 中国产业信息网, 浙商证券研究所

图20: 中国LED照明市场规模(单位: 亿元)



资料来源: GGII, 浙商证券研究所

图21: 中国LED照明渗透率



资料来源: 国家半导体照明工程研发及产业联盟, 美智光电招股说明书, 浙商证券研究所

2.2 中国是全球 LED 照明制造中心，头部企业份额有提升空间

目前，LED 照明市场主要竞争主体包括：（1）国际知名照明品牌：昕诺飞、欧司朗等；（2）通过收购或自建成立壮大的国内照明企业：欧普照明、木林森等；（3）提供 ODM 服务的国内照明企业：立达信、阳光照明、得邦照明等。

表3：LED 照明行业主要竞争主体

企业类型	代表企业	经营模式	竞争优势
国际知名照明品牌	昕诺飞、欧司朗	全球化布局，采用 ODM/OEM 模式向中国制造企业采购，完成全球销售	技术及品牌营销
通过收购或自建成立壮大的国内照明企业	欧普照明、木林森	以自主品牌或收购的品牌实现销售	体系化的品牌及渠道
提供 ODM 服务的国内照明企业	立达信、阳光照明	以提供 ODM 服务为主，积极探索品牌和渠道领域的布局	技术研发实力、生产质量管理 and 成本控制

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

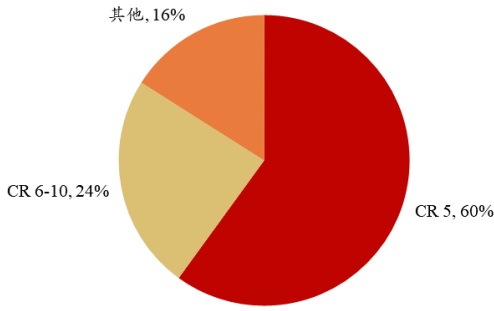
以完整产业链为基石，中国成为全球 LED 照明的制造中心。LED 照明产业链上游包括由衬底、外延片组成的 LED 芯片及其他原材料，中游为 LED 封装环节，下游为各类照明应用场景。上游 LED 芯片方面，根据 LED inside 和华经产业研究院数据，2020 年全球 LED 芯片产能 CR5 分别为三安光电、华灿光电、兆驰股份、晶元光电和乾照光电，合计占比达 60%，除晶元光电外，均为中国大陆企业；中游封装端，中国大陆 2019 年就已经在供给端占据全球 71% 的份额。下游应用端，中国孕育出庞大的 LED 照明内销及出口市场。

图22：LED 照明产业链



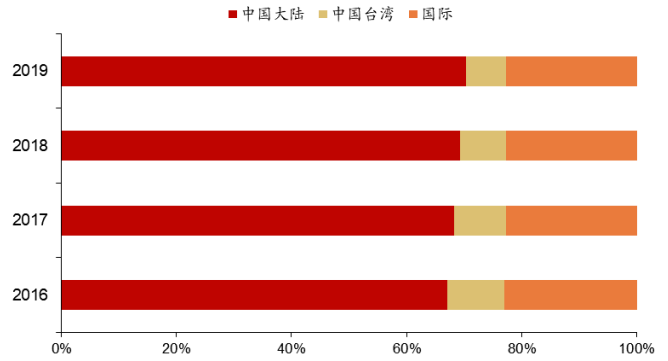
资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图23: 2020年LED芯片产业集中度



资料来源: LED inside, 华经产业研究院, 浙商证券研究所

图24: 2016-2019年全球LED封装供给端市占率



资料来源: LED inside, 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

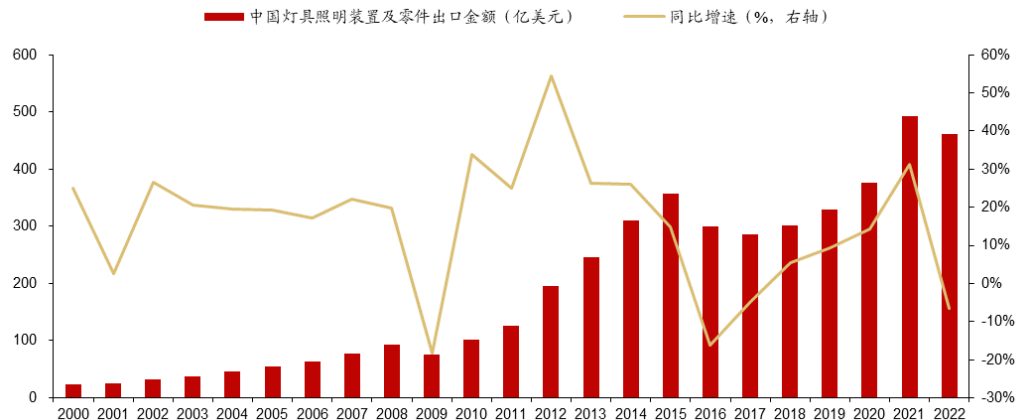
欧美照明企业调整业务价值链布局, 促成供应链进一步向中国转移。由于中国照明企业凭借更加完整的产业链推动LED迅速降本, 快速蚕食市场份额, 2010年以后, 飞利浦、欧司朗、通用电气、科锐等欧美照明龙头或调整整合, 或转让出售, 或转型升级, 保留附加值更高的研发、营销环节或者转型特种照明, 而生产环节和通用照明产业则进一步向中国转移。2020年以来, 中国率先复工复产, 弥补了全球供给缺口, 中国作为照明制造中心和供应链枢纽的优势进一步凸显。

表4: 欧美照明巨头业务调整事件

公司名称	事件
飞利浦	2014年整合照明业务, 组成独立运营的昕诺飞 (Signify) 并独立上市; 后者在全球范围内陆续收购了库珀照明、凯耀照明等大型照明企业, 持续在可互联照明、光迅号传输以及物联网平台等照明高科技领域投入资源, 加快布局产业链、销售渠道和高科技领域建设。
欧司朗	2016年以4亿欧元将旗下的传统光源、LED光源、LED灯具和系统等部门分拆, 并打包出售给木林森, 在照明领域仅保留并聚焦于特种照明、照明系统及解决方案和光电半导体等业务。
通用电气	2019年将旗下主营LED照明和传统照明解决方案及照明传感器、控制和软件部门 Current 公司出售, 将经营重点调整为医疗保健、电力和航空领域。
科锐	2019年出售其照明产品业务部门, 包括用于商业、工业和消费者应用的LED照明灯具、灯泡以及企业照明解决方案业务, 从而聚焦于碳化硅和氮化镓技术的半导体领域。

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

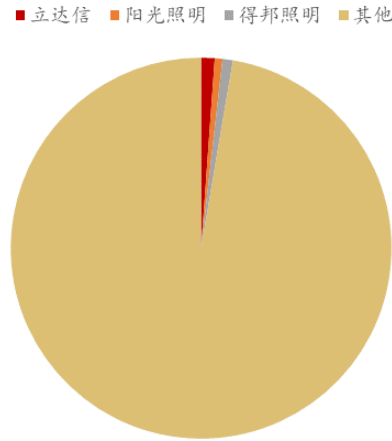
图25: 2010年来, 全球照明产业链转移, 我国灯具照明装置及出口金额呈现增长趋势



资料来源: 海关总署, 浙商证券研究所

我国照明行业出口格局较为分散，头部企业有较大提升空间。从照明出口规模来看，2022年我国照明行业出口规模627亿美元，立达信、得邦照明、阳光照明的出口收入分别占我国照明出口规模的1.14%，0.87%，0.66%，份额有较大提升空间。

图26： 各公司照明出口占我国照明出口之比

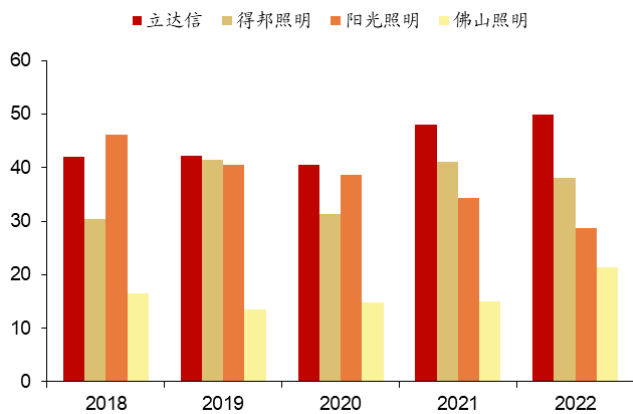


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.3 LED+大客户基因，行稳致远造就 ODM 龙头

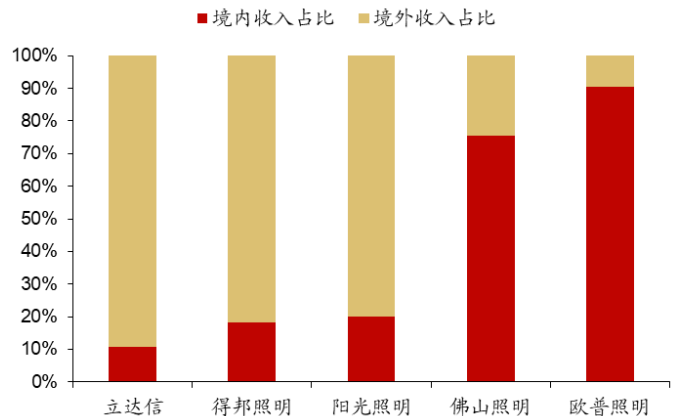
公司是我国最大的 LED 照明出口企业，具备规模化生产优势。根据公司招股说明书，公司多年来 LED 照明出口规模位列全国第一，是国家工信部认定的 LED 照明领域“全国制造业单项冠军示范企业”。在照明上市公司中，公司与阳光照明、得邦照明均属于出口型企业。2019 年来，公司照明业务的外销收入持续高于竞对。

图27： 公司照明业务出口收入高于竞对



注：立达信海外收入包括 IoT 业务收入，因此 2018-2020 年照明业务出口收入=境外收入-IoT 中非智能照明收入-家电及配件收入，2021-2022 年照明业务出口收入=境外收入-IoT 收入-家电及配件收入
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

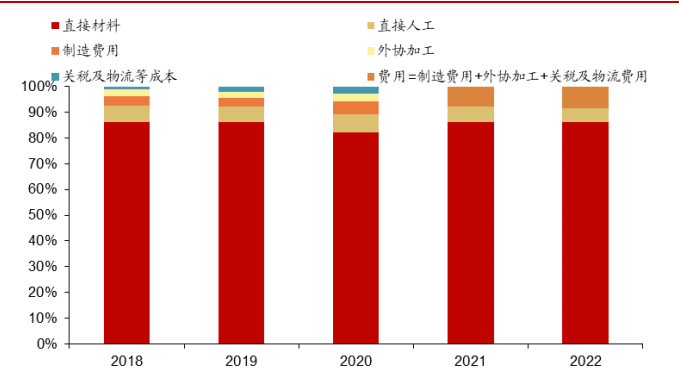
图28： 公司海外业务出口占比高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

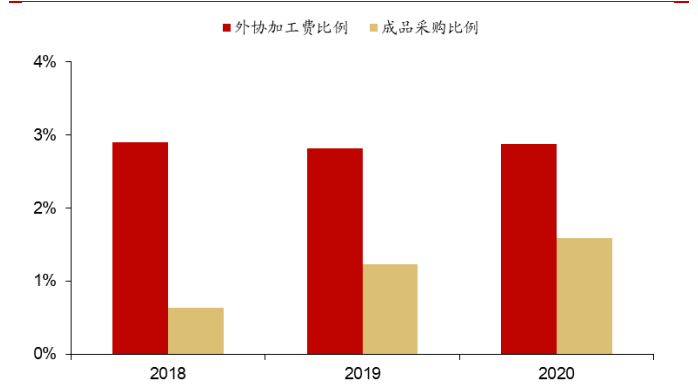
全链生产能力坚实，外协占比低，毛利率更高。公司营业成本以直接材料为主，拥有从模具、零部件、总装到包装的完整内部供应体系，外协采购占比和成品采购占比低，这一方面使得公司即使在物料短缺影响的情况下，也能较好保障供货能力和供应速度，另一方面，也使得公司照明业务整体毛利率高于外采占比更高的竞争对手。

图29: 公司营业成本以直接材料为主



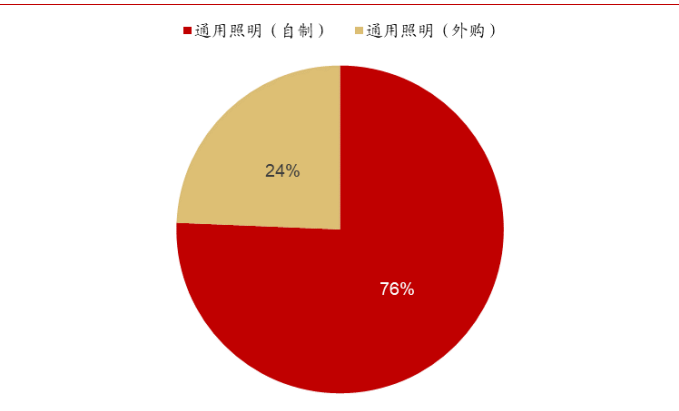
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图30: 公司外协采购和成品采购占营业成本比例低



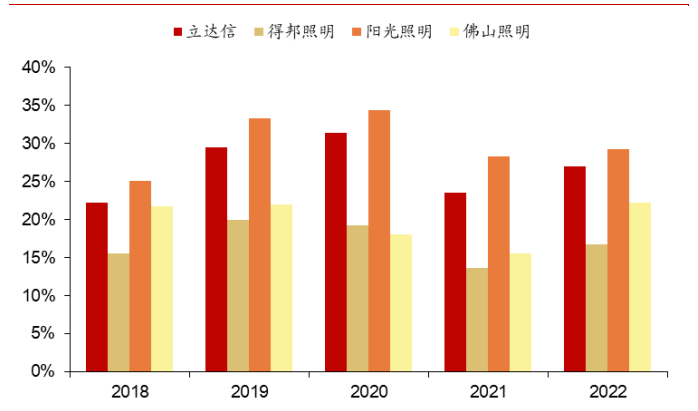
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图31: 2021年得邦照明的外购照明比例(按销量计算)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图32: 公司照明业务毛利率高于得邦照明



注: 阳光照明毛利率较高原因主要系自主品牌占比较高
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

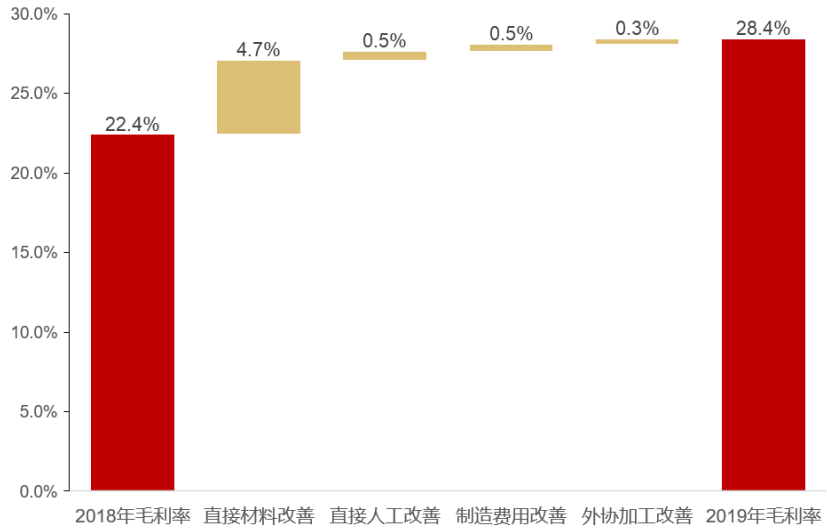
智能制造优势明显, 人工费用率和制造费用率优化。在高度成熟且竞争激烈的LED照明产业中, 公司通过不断的智能化、自动化、信息化革新, 赋予智能制造强大而持续的生命力。1) 自动化: 公司自主研发的四轴/六轴/双臂机器人已经在产线上得到应用; 2) 智能化: 公司将3D双目视觉、ADAMS虚拟平台动力学分析等原理应用于生产系统中, 实现了自动实现检测、识别、补偿和调整等生产管控过程。3) 信息化: 完善的信息化生产管理体系和智能配送系统, 覆盖物料、生产、运输、销售全环节。得益于持续的智能化升级, 公司劳动力需求减少, 物料利用率提升。以2019年为例, 随着自动化率提升, 工人需求量减少, 2019年直接人工成本和制造费用分别下降6%和2%, 促进毛利率同比提升约1pct。

表5: 公司智能制造能力强大

智能制造能力	应用
自动化	1. 在贴装、插件、组装、测试、包装设备、自动物流系统等工艺流程已形成了自主开发部分自动化设备的能力; 2. 自主设计研发的四轴/六轴/双臂机器人、异形件贴片机等非标自动化生产设备已运用于自动化生产线, 并实现在视觉底层框架、算法及二次开发、激光工艺开发集成、智能工厂采集系统等的导入应用
智能化	将3D双目视觉与机器人控制一体化、基于ADAMS虚拟平台动力学分析、基于一物一码的智能产品生产管理系统、智能传感实时监测等技术有机融入发行人的生产系统中, 从而自动实现检测、识别、补偿和调整等生产管控过程。
信息化	1. 完善的智能制造信息化生产管理体系, 有效整合ERP、MES、SRM、CRM、WMS等信息化系统, 实现1) 产品制造过程的实时质量监测与全生命周期的质量追溯; 2) 自动推送实时制造状态信息, 及时反馈生产不良率情况, 为实现产供销协同, 精准完成销售预测分解、关键物料准备、产能平衡等关键生产管理活动提供有力支撑。 2. AGV智能配送系统, 能够实现生产中精准选择和运输载运标的, 从而串联起各生产环节的物流需求, 实现了精益生产的JIT模式, 一定程度降低了物料的在线库存。

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

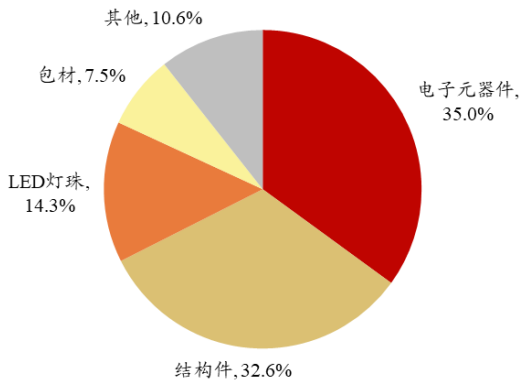
图33: 公司 2018-2019 年毛利率变动情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

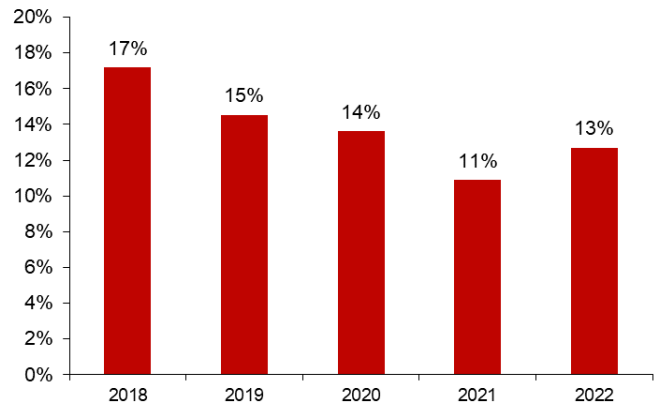
供应链管理能力强, 供应商分散, 原材料价格稳定。公司外采原材料主要包括电子元器件、结构件、LED 灯珠以及包材, 公司对以上原材料均遴选了多名供应商, 从而避免对单一供应商的依赖, 并保持原材料价格整体稳定。公司持续优化对上游供应商的议价能力, 前五大供应商占比由 2018 年的 17.18% 下降至 2022 年的 12.71%。

图34: 公司 2020 年主要原材料占采购金额比例



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

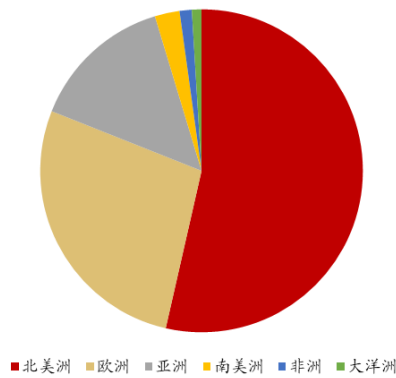
图35: 公司前五大供应商比例



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

研发和制造全球化, 积极建设海外生产基地。公司在厦门、深圳、西安、苏州及中国台北等地设立了研发中心, 主要生产基地位于福建漳州和四川遂宁, 正着手在泰国自建生产基地, 2021 年设立立达信物联科技(泰国)子公司并于 2022 年增资 4.2 亿元。当前泰国基地已在 2022 年实现批量交付, 并处于扩产过程中。公司当前收入以北美地区为主, 占 2020 年营收比例超 50%。泰国基地的拓展有助于强化公司供应链韧性, 提升对北美客户的需求响应能力。

图36: 2020年公司海外收入以北美为主



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图37: 公司制造基地和研发中心布局



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

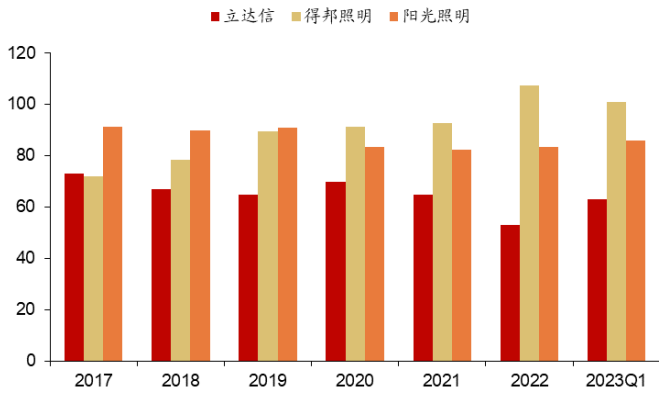
积极拥抱大客户, 代工基本盘稳健。1) 公司合作客户体量大, 资信佳。公司积极采取“拥抱大客户”战略, 主要客户包括全球知名零售商和照明企业, 例如家得宝、库珀照明、宜家等。大客户价值深厚, 业务多元。因此以LED照明ODM为突破口, 公司亦可攫取其他业务订单, 例如公司对宜家的供应从LED照明拓展至IoT业务。大客户资信更佳, 驱动公司应收账款周转率显著优于同业; 2) 大客户抗波动性强, 与公司合作稳定。大客户抗经济波动韧性更足, 且高度重视供应链稳定, 因而更倾向于与生产能力稳定的供应商合作, 一旦确认合作, 不会轻易更换供应商, 强化了公司订单的稳定性。公司与主要客户已经合作多年, 期间除朗德万斯因被木林森收购, 采购量大幅下滑, 以及 PARS SHAHAB 因受伊朗被美国制裁的影响, 被迫中止合同以外, 公司与其他公司的合作均保持稳定。

表6: 公司主要客户

客户名称	客户简介	合作历史	客户向立达信采购占其自身采购规模比例	客户采购规模占立达信收入比例 (2020年)
家得宝系统	美国最大、全球领先的家居产品零售企业	自2015年开始合作	约20%	16%
库珀照明系统	美国专业照明、照明控制和联网照明的知名品牌商, 2020年被昕诺飞收购	自2015年开始合作	约33%	14%
RING	美国知名的智能家居品牌商, 2018年被亚马逊收购, 其产品和服务包括安防产品、智能照明灯等	自2017年开始合作	约5%	8%
宜家系统	全球领先的家具家居用品零售企业, 拥有遍布全球超过30多个国家400多家门店	自2007年开始合作	LED光源约50% LED灯具约30% IoT产品约70%	10%
昕诺飞系统	全球专业照明、家居照明和物联网照明领域的知名品牌商。公司前身为飞利浦的照明业务部门, 2016年飞利浦将其分拆出来	自2016年开始合作	LED灯具约2% IoT产品<1%	未披露
FELCO	菲律宾知名的照明企业, 从事照明产品和电器产品的知名品牌商	自2015年开始合作	LED光源约70% LED灯具>90%	未披露
朗德万斯系统	全球普通照明领域服务于专业客户和终端用户的品牌商, 2016年被木林森收购	自2007年欧司朗时期开始合作	约10%	未披露
VENUS	埃及知名的大型照明及电产品品牌商	自2015年开始合作	约90%	未披露
Pars Shahab	伊朗知名的照明及家电品牌商上市公司	自2008年开始合作	约90%	未披露
亚马逊	美国最大的网络电子商务公司	自2018年开始合作	IoT线条灯约50%	5%

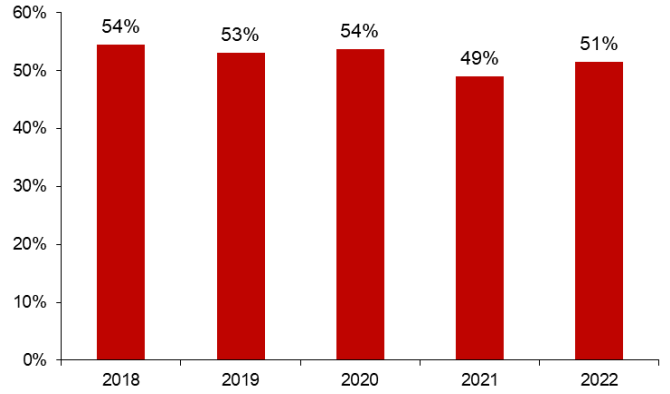
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图38: 大客户资信佳, 公司应收账款周转天数明显低于同业



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

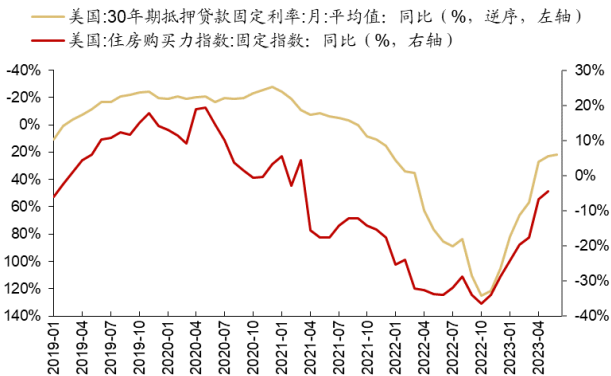
图39: 公司前五大客户集中度



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

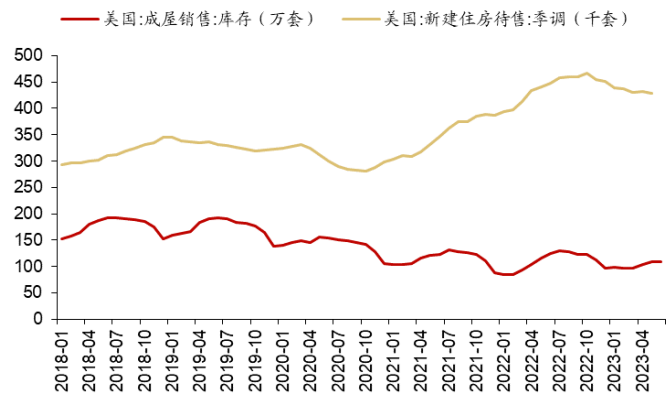
近期来看, 北美地产回暖+去库存进行时, 大客户订单需求有望逐季改善。抵押贷款利率增速放缓驱动美国居民住房购买力快速修复, 叠加成屋库存处于历史低位, 2023年美国新房销售显著回暖, 有望驱动北美家居照明需求回升。从库存情况来看, 当前美国制造商、批发商和零售商库存增速均出现明显放缓, 公司主要客户 Home depot、亚马逊等库存虽然仍处于高位, 但增速开始下行。需求回暖+库存去化有望驱动公司订单需求逐渐改善。

图40: 按揭贷款利率上升趋势放缓, 居民购房能力快速修复



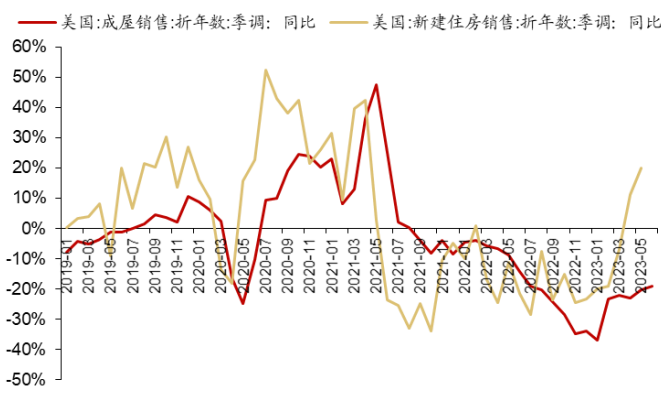
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图41: 成屋库存处于历史低位, 新房销售成主流



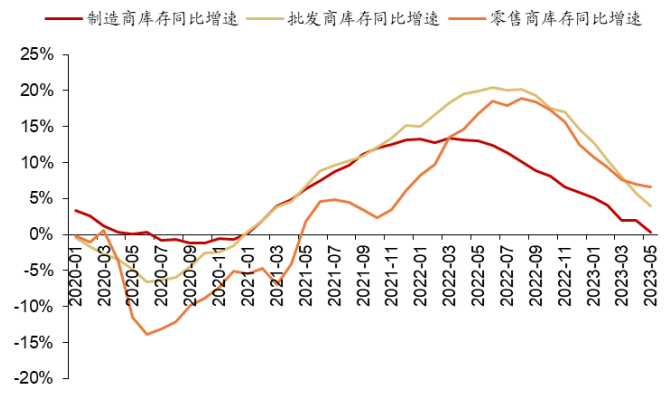
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图42: 新房销售明显回暖



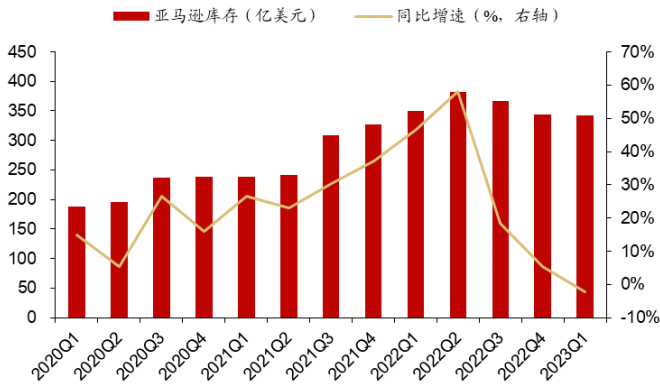
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图43: 美国库存增速持续放缓



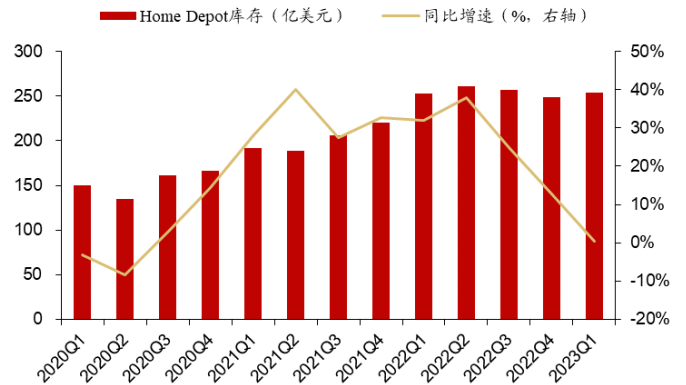
资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

图44: 亚马逊库存情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图45: Home depot 库存情况



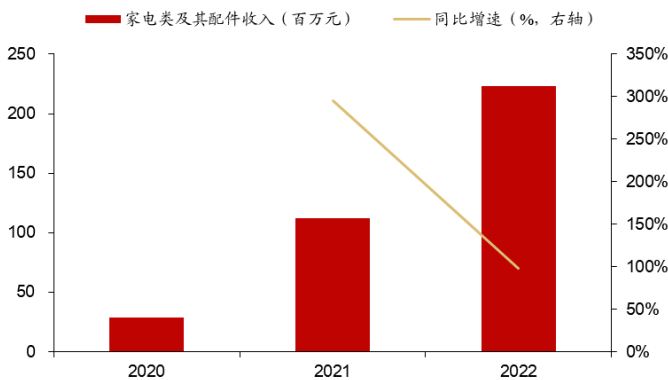
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

长期来看, 公司头部客户占比较为均衡, 有持续拓客空间。2022 年公司前五大客户占比约 51%, 较为均衡, 并不存在依赖单一客户的情形, 根据公司招股说明书, 除库珀照明和 FELCO 外, 公司并未同其他主要客户签订排他性协议, 从而赋予了公司持续拓客和拓展代工品类的充足空间。

我们认为公司未来拓客方向在于: 1) 发展中国家: 公司早年以发展中国家客户起家, 后由于区域风险不确定性等因素主动调整客户分布。而当前 LED 照明在发展中国家渗透率还相对较低、且电力市场逐渐稳定带来更多照明需求, 我们认为中东、东南亚等市场仍具备较快发展潜力, 公司制造能力优势突出, 有望快速获客。2) 欧美二线照明厂商: 当前公司客户以家得宝、宜家等品牌渠道商为主, 专业照明厂商客户仍然较少, 主要为库珀照明, 为北美二线梯队。考虑到库珀排他协议影响, 我们认为公司在专业照明厂商, 尤其是欧洲二线梯队, 仍有拓客可能。

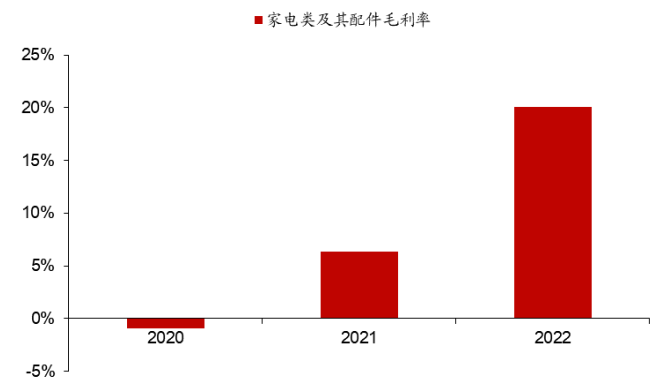
制造能力外溢, 小家电代工业务开始放量。公司凭借在照明代工领域的多年拓客经验和制造优势, 品类已经逐步拓展至小家电代工, 2022 年公司小家电收入 2.23 亿元, 同比增长 98.22%, 快速放量。

图46: 公司家电类及其配件业务逐渐起量



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图47: 公司家电代工业务毛利率逐渐正常化



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3 积累深厚的物联网潜力股, 数字教育+智慧家居开拓成长双翼

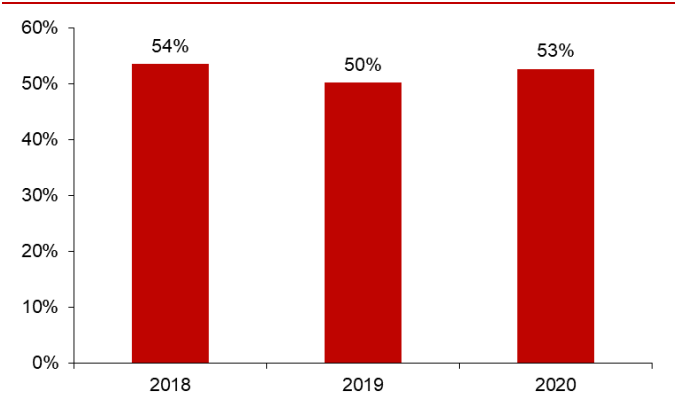
照明代工企业第二成长曲线走向分化。公司与得邦照明、阳光照明均属于照明代工企业, 近年加快业务转型。得邦照明发展车用照明+车载控制器业务; 阳光照明发展通用照明

自主品牌。而公司则坚持物联网转型，从照明走向超越照明。当前公司 IoT 产品已经包括智能照明、智能控制、智能传感、智能监控、智能家电等多元品类，同时公司深挖教育赛道，以教育照明为入口，依托自主研发的云平台，发展软硬件结合的智慧校园方案，走向全场景数字教育。

3.1 以教育照明为窗口切入智慧校园，自主品牌快速成长

我国教育政策高度关注近视防控。我国儿童青少年近视率超过半数，近年未见明显改善。根据国家卫健委数据，2020 年我国儿童青少年总体近视率达到 52.7%，同比+2.5pct。面对居高不下的近视率，当前儿童青少年近视防控工作、总体近视率已经纳入政府绩效考核，教育部通过设定并抽查教室照明卫生标准达标率、鼓励购买可调节课桌椅、限制电子产品使用时间、鼓励户外活动、减轻学生课业负担等多种方式落实校园近视防控。

图48：我国儿童青少年近视率



资料来源：国家卫健委，浙商证券研究所

图49：近视防控政策梳理

发布时间	政策名称	发布机构	政策内容
2018年8月	《综合防控儿童青少年近视实施方案》	教育部等八部门	1. 到2023年，力争实现全国儿童青少年总体近视率在2018年的基础上每年降低0.5个百分点以上，近视高发省份每年降低1个百分点以上； 2. 到2030年，实现全国儿童青少年新发近视率明显下降，儿童青少年视力健康整体水平显著提升，6岁儿童近视率控制在3%左右，小学生近视率下降到38%以下，初中生近视率下降到60%以下，高中阶段学生近视率下降到70%以下，国家学生体质健康标准达标优秀率达25%以上。 3. 将儿童青少年近视防控工作、总体近视率和体质健康状况纳入政府绩效考核； 4. 鼓励采购符合标准的可调节课桌椅和坐姿矫正器，学校教室照明卫生标准达标率100%。
2021年4月	《儿童青少年近视防控光明行动工作方案（2021—2025年）》	教育部办公厅等十五部门	鼓励采购符合标准的可调节课桌椅、坐姿矫正器，为学生提供符合用眼卫生要求的学习环境。
2022年2月	《进一步规范校园视力检测与近视防控相关工作》	教育部办公厅等三部门	严禁无资质机构入校开展视力检测。禁止向校园提供未获得相关资质的近视防控产品和服务。采用质量认证手段推动近视防控工作。积极开展教室照明和读写台灯等健康照明产品、桌椅人体工学产品、眼视光产品、学习用品、验光配镜服务等认证工作。

资料来源：教育部官网，浙商证券研究所

教育照明是防控近视的关键一环。传统荧光灯及普通 LED 灯具难以保护学生视力。教育照明从照度、眩光、光频闪、显色指数、色温、防蓝光等方面改善青少年的视力问题。

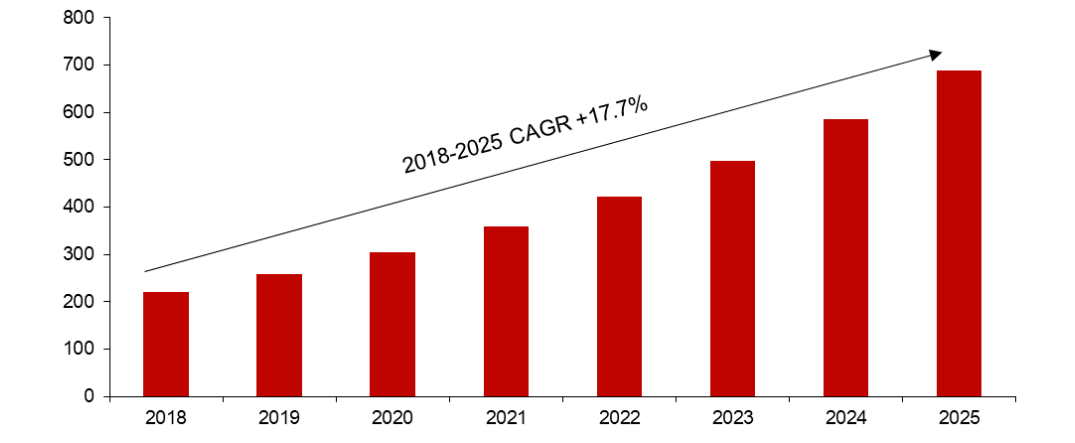
表7：传统荧光灯无法满足教育照明要求

关键指标	T8 荧光灯+支架	教育照明国家标准
教室桌面维持平均照度	163	≥ 300lx
教室桌面照度均匀度	0.58	≥ 0.7
黑板维持平均照度	220	≥ 500lx
黑板照度均匀度	0.55	≥ 0.8
显色指数	73	≥ 80
色温	6500K	3300K-5500K

资料来源：《中小学校教室采光和照明卫生标准》，北京大学青少年儿童卫生研究所，浙商证券研究所

我国教育照明市场迅速发展。2018 年发布的《综合防控儿童青少年近视实施方案》提出到 2023 年教室照明卫生标准达标率达到 100% 的目标，由此催生旺盛的教育照明更换需求。根据《2022 中国教育照明行业白皮书》，中国教育照明市场规模预计将由 2018 年的 220.1 亿元成长至 2025 年的 688.3 亿元，2018-2025 年 CAGR+17.7%。

图50: 教育照明市场规模(亿元)

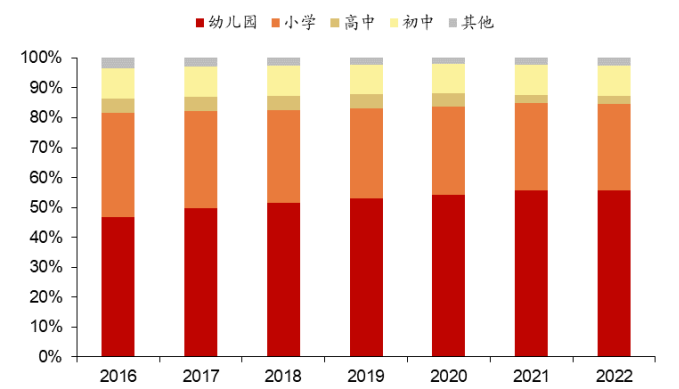


资料来源:《2022 中国教育照明行业白皮书》, 浙商证券研究所

公司深耕教育照明近十年, 积累成熟全护眼照明方案。公司产品包括黑板灯、教室灯、台灯等, 并打造了普通教室、体育馆、录播教室、实验室等全场景护眼方案。基于物联优势, 公司方案可以基于课程的活动, 预设上课、投影、自习、活动四种智能模式, 一键触发照明、投影仪、电动窗帘联动, 提供不同教室活动下的最佳光环境。当前公司的教育照明产品目前已遍布全国 30 多个省市自治区的 5000 多所学校。

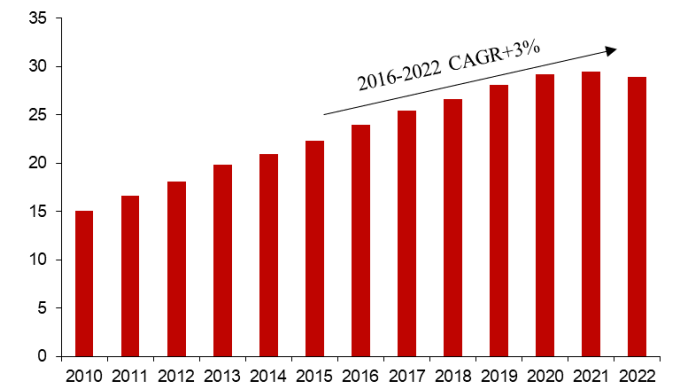
此前公司更关注 K12 名校, 尚未向幼儿园、高校等渗透; 更关注教育照明改造需求, 而未充分挖掘新建校需求, 未来向这些学校开拓有望赋能数字教育业务新增量。当前公司参与的教育照明改造学校数量仅占我国约 52 万所学校总量的 1%, 成长空间广阔。而根据教育部, 至 2022 年, 幼儿园已成为我国学校的主体, 数量占比超 50%。此前全国性的教室照明卫生改造侧重于 K12 学校, 因而当前幼儿园光环境达标率仍然较低, 近年来, 上海等地已经开始有幼儿园教育光环境改造指标出台。我们认为随着近视低龄化趋势发展, 社会对幼儿视力关注度不断提升, 幼儿园等学校的光环境改造或者新建校照明仍然是潜力市场。

图51: 幼儿园数量在我国各类学校数量中占比不断提升



资料来源: 教育部, Wind, 浙商证券研究所

图52: 我国幼儿园数量(单位: 万所)



资料来源: 教育部, Wind, 浙商证券研究所

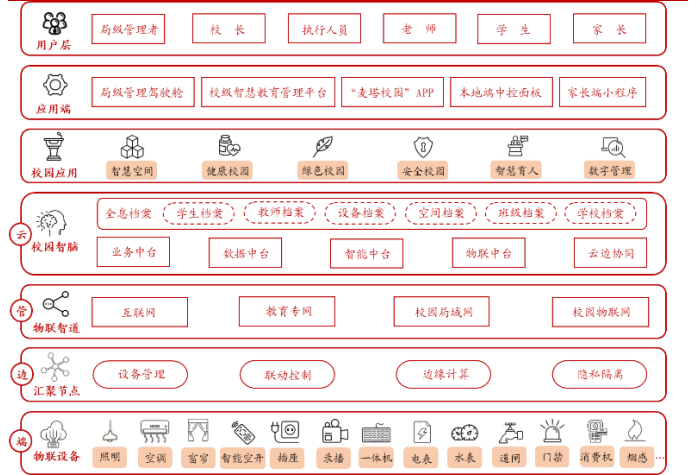
以教育照明为切口, 依托自研云平台, 公司构建起全场景智慧校园方案。公司当前已经借助自研的 LEXIKOS 物联云平台, 由教育照明延伸至全场景数字教育。当前公司不仅构建起立体化近视防控方案, 也拥有智慧空间、健康校园、绿色校园、安全校园、数字管理等全场景解决方案, 从卖产品走向卖系统和方案, 从教室走向校园以及教育部门。

图53: 不局限于教育照明, 公司拥有立体化近视防控方案



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

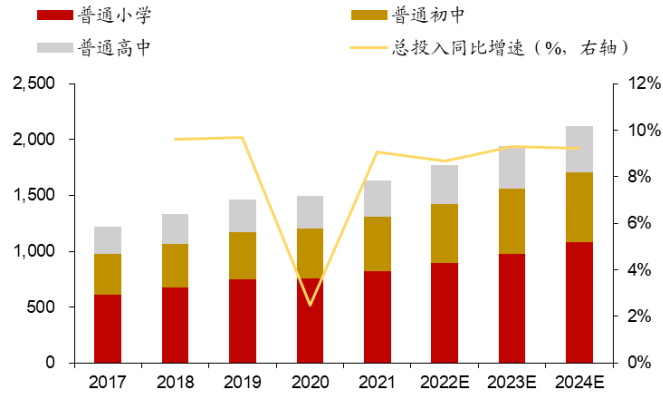
图54: 公司拥有全场景的智慧校园架构及方案



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

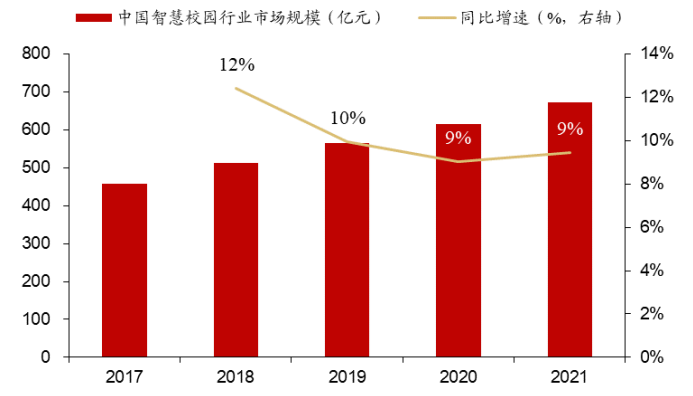
相较于教育照明, 数字教育和智慧校园是更为广阔的赛道。数字教育方面, 根据艾瑞咨询数据, 2021年中小学教育信息化经费投入达1634亿元, 预计2024年成长至2120亿元; 而智慧校园作为数字教育的一环, 其市场规模也在600亿元以上。根据智研瞻产业研究院数据, 中国智慧校园行业市场规模从2017年的456亿成长至2021年的673亿元。

图55: 中小学教育信息化经费投入 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

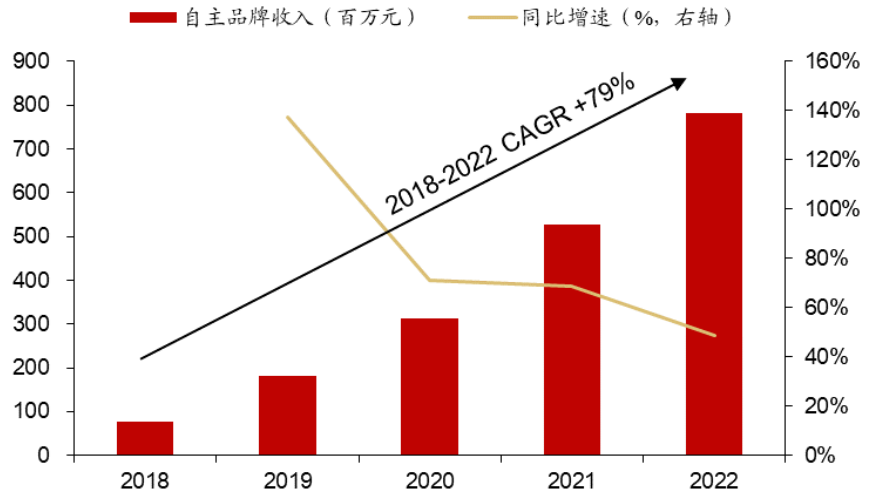
图56: 智慧校园行业市场规模



资料来源: 智研瞻产业研究院, 浙商证券研究所

2023年公司加大对数字教育关注度, 智慧教育领衔之下, 公司自主品牌收入有望保持快速增长。教育照明一直是公司自主品牌收入的重要组成部分。近年来受益于产品和渠道的拓展, 公司自主品牌收入从2018年的0.77亿元成长至2022年的7.8亿元, 2018-2022年CAGR高达79%。2023年5月子公司厦门立达信照明有限公司正式更名为“厦门立达信数字教育科技有限公司”, 彰显公司进一步发展自主品牌、转型数字教育的决心。公司凭借物联网优势, 从教育照明切入更广阔的数字教育领域, 有望维持自主品牌的快速增长。

图57: 公司自主品牌收入快速增长

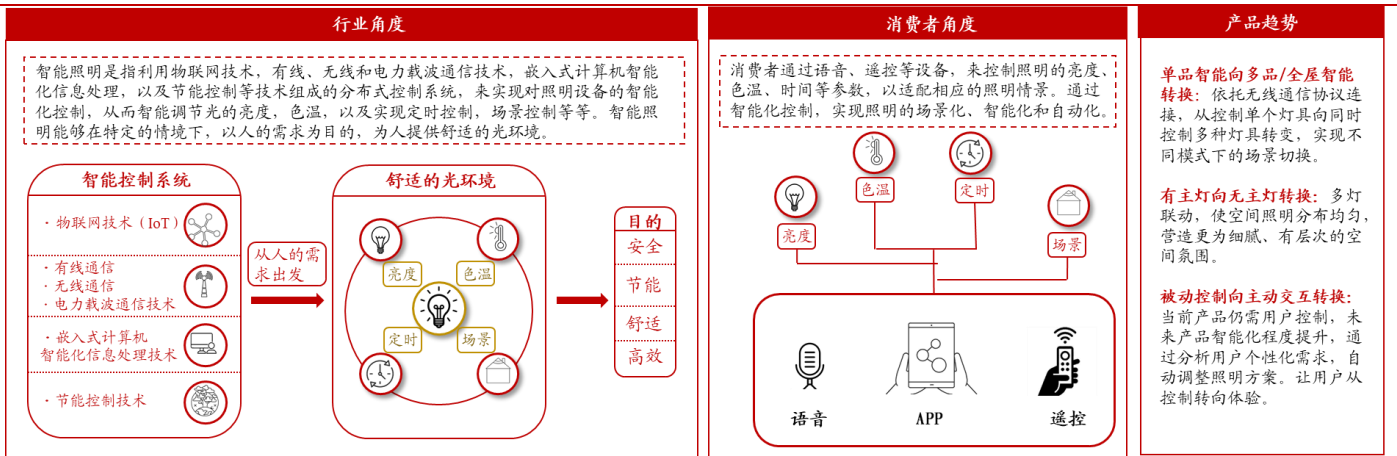


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2 智能照明是照明发展的必由之路，是智能家居的重要入口

智能照明乘物联之风，将成为下一阶段照明行业发展主旋律。随着人们收入的提高和生活品质的提升，照明的痛点也逐步由仅注重视觉效应，到越来越关注如节能环保，以及光生物安全、光对情绪和生理的调节作用等非视觉效应，即对照明所需由满足“眼之所见”逐步发展至“心之所想”。而智能照明的核心，正是借助物联网（IoT）和 AI 等技术手段，同时基于对算法和数据的应用与分析，解决照明更高阶的循环经济性以及以人为本等核心痛点，是照明行业下一阶段发展主旋律。

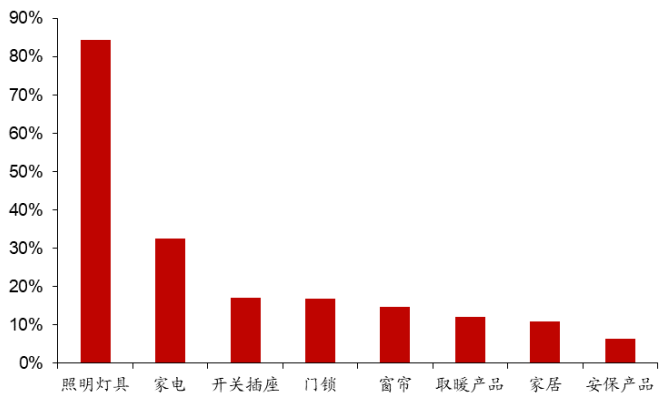
图58: 智能照明的定义、架构与趋势



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

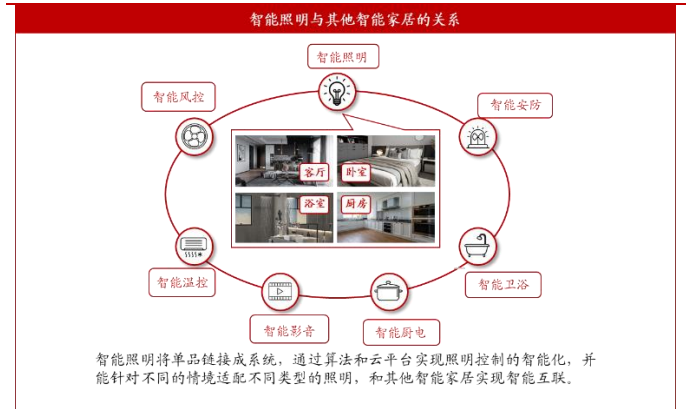
智能照明是智能家居中配置率最高的品类，与其他智能家居单品互联互通。区别于家用电器、家具等以单品需求为主的家居产品，照明产品在家庭场景的显著特点是数量多、套系化且用于各类空间，这为智能照明在家庭的快速渗透奠定基础。根据艾瑞咨询数据，2022年智能照明灯具以84.3%的配置率位列智能家居产品首位。智能照明产品与安防、卫浴、家电等智能化单品互联互通，共同构建全屋智能生态系统。

图59: 2022年智能家居产品配置率



注: 样本值 N=1200, 2023年3月线上问卷形式所得
资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

图60: 智能照明与其他家居产品互联互通

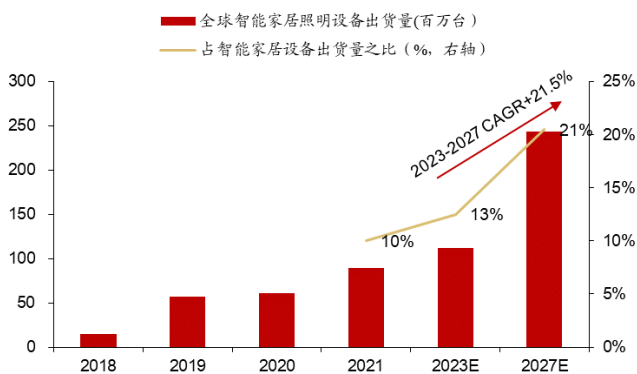


资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

无主灯和场景化趋势有助于催化智能照明产品放量 and 套系化需求。无主灯设计用筒灯、射灯、灯带等分布式光源的点线结合来满足不同场景的照明需求, 正在成为家装新趋势。相较于单一主灯照明, 无主灯设计使空间更具备层次感、灯光协调更为细腻, 也更需要照明整体的协调与控制, 因此与智能照明系统完美契合, 同时需要的灯具的数量也更多, 有助于促成智能照明产品的快速放量。另一方面, 场景化的演变也更容易催生套系化的智能照明需求, 从而带来价值量的提升。

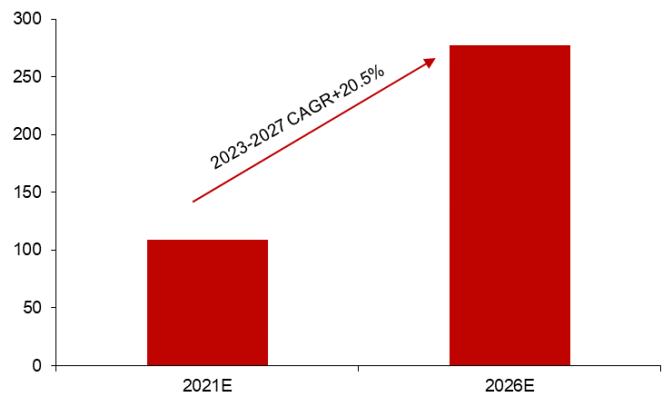
全球智能照明市场蓬勃发展。根据中国照明网援引 IDC 数据, 全球智能家居照明设备出货量从 2018 年的 1500 万台提升至 2021 年的 8900 万台, 2018-2021 年 CAGR 达 81%; IDC 预计 2023 年智能照明设备出货量达 1.12 亿台, 至 2027 年达 2.44 亿台, 2023-2027 年 CAGR+21.5%, 占全球智能家居设备比重从 2023 年的 12.5% 提升至 20.5%, 成为智能家居设备增速最快的品类。根据 Markets and Markets 预测, 全球智能照明市场规模有望从 2021 年的 109 亿美元提升至 2026 年的 277 亿美元, 对应 CAGR+20.5%。其中室内应用 CAGR 更高, 有望达到+21.2%

图61: 全球智能照明设备出货量



资料来源: 中国照明网, IDC, 浙商证券研究所

图62: 全球智能照明市场规模 (单位: 亿美元)



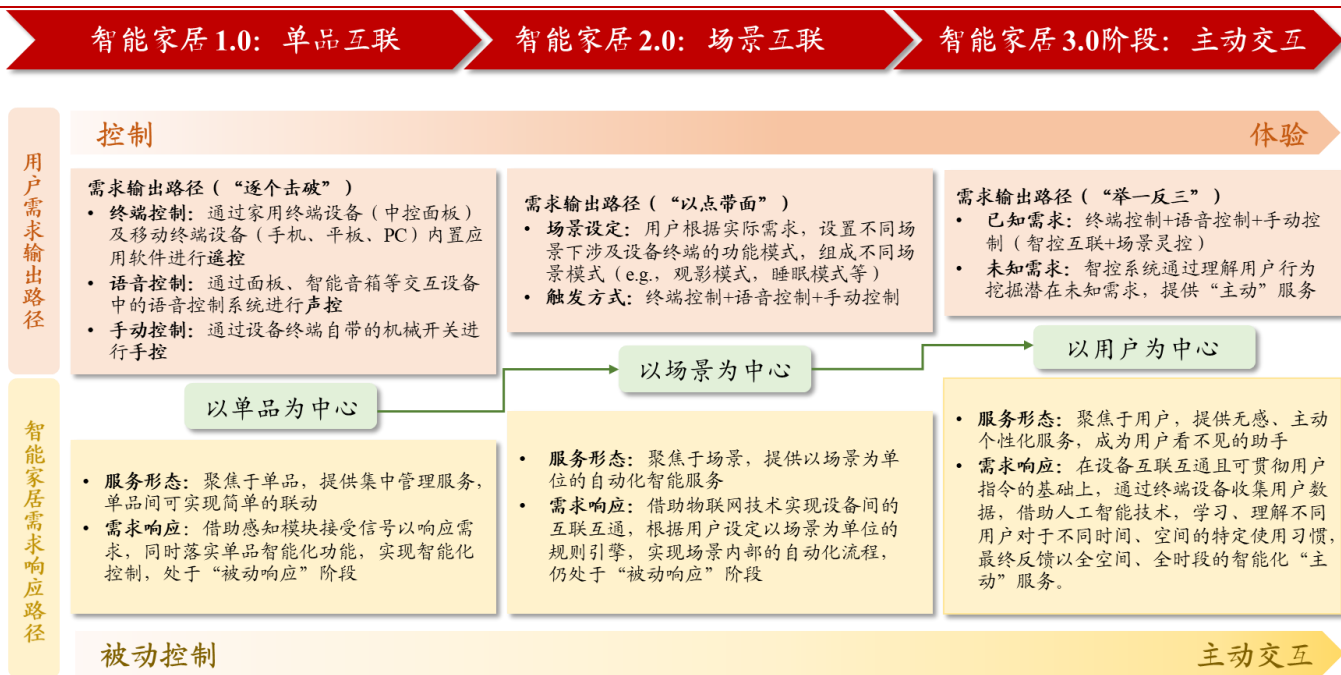
资料来源: Markets and Markets, 浙商证券研究所

3.3 Matter 协议落地+AI 赋能, 智能家居迈入成长新阶段

我们认为智能家居正在由被动交互的单品互联、场景互联时代向以用户为中心的主动交互时代转变。在单品互联和场景互联时代, 用户的需求输出路径是控制产品, 其体验的改善来自于智能家居产品对用户指令响应速度的改善, 以及随着单品增加而带来的功能的丰富, 仅是边际性的改善。机器仅仅是用户命令的被动接受者, 智能化程度有限。而进入

主动交互时代，随着人工智能、大数据的应用，机器开始具备识别用户个性化需求并主动反馈的能力，从单向交互向双向交互转变，智能化程度大大提升。而用户无需控制，即可享受个性化的智能家居服务，体验感大大提升。

图63：智能家居的发展阶段



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

但在向主动交互时代转变的过程中，我们认为当前智慧家居仍存在以下痛点：

- 1) 通信协议不统一：**当前主流通信协议包括 Zigbee、WiFi、蓝牙等，不同品牌的智能家居产品往往使用互不联通的通信协议，使得其难以形成统一的家庭网络系统，从而阻碍“全屋智能”阶段的进一步深化及发展。

图64：主流通信协议对比

通信协议	WiFi	zigbee	Z-WAVE	Bluetooth	LoRa
传输距离	100-300m	50-300m	30m(室内)-100m(室外)	2-30m	5-10km
传输速度	300Mbps-9.6Gbps	868MHz:20kbps 915MHz:40kbps 2.4GHz:250kbps	9.6kbps或40kbps	1Mbps-3Mbps	3.75kbps-6.25kbps
最大网络节点	16个	65000个	232个	7个	万级，甚至百万级
功耗	10-50mA	5mA	36mA	20mA	10mA+
安全性	低	中	较低	高	高
成本	高	较低	最高	低	低
优点	方便灵活，易于维护搬迁 传输数据量大	可自组网，节点量大	稳定性较高	延时低 功耗低	传输距离远 抗干扰性强
缺点	功耗高、安全性低、稳定性弱	技术复杂，研发成本高，不能直连手机	树状网结构，上端断裂影响所有下端设备； 安全性较低，易受攻击	传输距离有限，易受干扰，传输速率较低	有效负载小

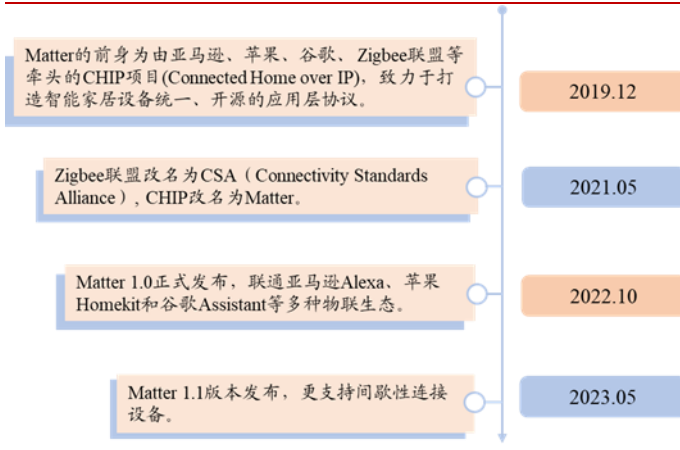
资料来源：艾瑞咨询，维科网，腾讯云，浙商证券研究所

- 2) 生态系统封闭阻碍了其他产品接入的可能性，智能家居产品有明显的品牌壁垒：**智能家居中单品和单智能系统很多，由于不同品牌间各自为战，无法让这些场景进行有效的连接组合，在不同场景间的切换存在断点，影响消费者体验的同时也无法发挥智能家居的最大作用；

3) **智能程度有限**。多数智能家居产品仍属于弱智能阶段，需要用户自行控制，无法充分解决消费者“解放双手”的需求和对智能化的期待。

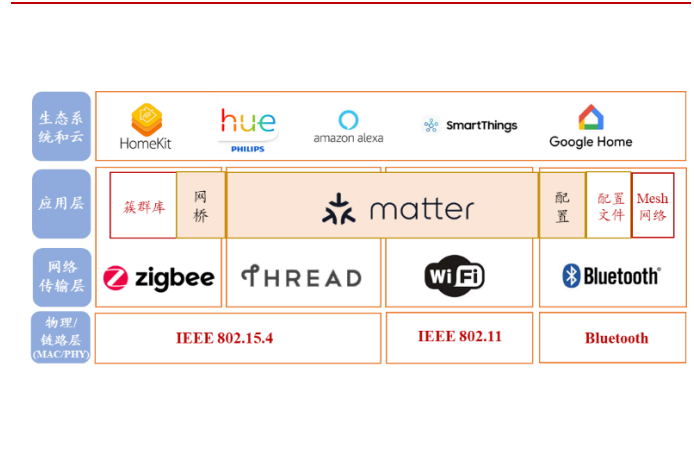
Matter 协定的落地为海外智能家居的统一标准和开放生态提供契机。Matter1.0 是国际组织连接标准联盟(CSA)于 2022 年 10 月发布的智能家居技术标准规范，兼容当前的主流通信协议包括 Zigbee、thread、WiFi、Bluetooth，并实现了苹果 Homekit、亚马逊 Alexa、Google home 等智慧物联生态的互联互通，从而有望解决智能家居通信协议不统一以及生态系统封闭的痛点，为智能家居产品及系统的体验升级以及渗透率提升带来契机。

图 65: Matter1.0 的成长史



资料来源: 泰凌微电子, CSA 官网, 浙商证券研究所

图 66: Matter 兼容多项通信协议, 联通多种生态系统

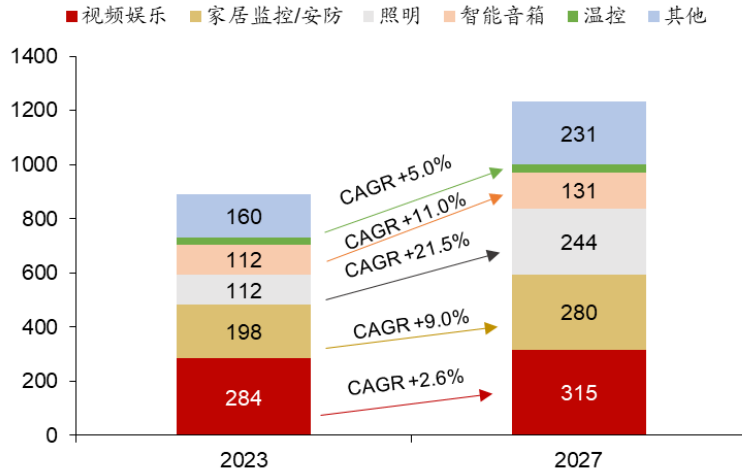


资料来源: CSA 官网, 浙商证券研究所

AI 深入应用有望促进智能互联性能的提升。AI 技术是智能家居进入主动交互阶段的技术关键。只有产品通过 AI 记录、学习并理解用户的使用习惯，从而主动提供个性化服务，用户才能真正实现从控制者向体验者的转变，真正解放双手。而当前，随着 ChatGPT 的爆火，全球正在进入新的 AI 升级时代。短期来看，自然语言处理能力的升级将优化智能音箱等产品的理解能力，提升用户的控制效率；AI 图像处理能力的升级将优化投影仪等产品的画面显示能力。而从长期来看，通过更精准分析用户行为以及全屋联通，AI 升级将驱动智能家居将真正走向“智慧化”，为用户提供无需刻意控制的“无感化”的舒适体验。

随着生态系统互联互通+AI 技术赋能提升智能家居体验，全球智能家居设备出货量有望迎来较快增长。根据 IDC 预计，2023 年全球智能家居设备出货量有望达到 8.91 亿台，预计 2027 年达到 12.31 亿台，2023-2027 年 CAGR +8.4%。其中影音娱乐和家居监控/安防为最主要品类，对应 2023-2027 年 CAGR 分别为 2.6%和 9.0%。

图67: 全球智能家居设备出货量(单位:百万台)



资料来源: IDC, 浙商证券研究所

3.4 软硬件结合的智慧互联潜力股, 多元蓄力助力 IOT 业务展翼高飞

IoT 领域主要有以下几类玩家: 1) 偏重软件服务的互联网企业: 如谷歌、亚马逊、阿里、腾讯等, 以自身互联网平台为依托, 侧重提供智能家居云平台服务, 但自身硬件少, 需要硬件厂商接入来丰富自己的服务; 2) 软硬件结合的科技型企业: 如苹果、华为、小米等, 能够提供智能硬件、软件平台和运维服务等产品和服务, 但生态系统较封闭。3) 智能化拓展的传统家居垂直领域龙头: 如海尔智家、美的集团以及公司等, 硬件制造优势突出, 持续强化软件能力, 依靠智能产品和套系化服务提高价值量; 4) 聚焦智能单品或物联网云平台等单一环节的初创企业, 在产品设计研发实力、高端制造能力、渠道和品牌等物联网核心价值链步骤的实力较弱。

图68: IoT 领域的主要玩家

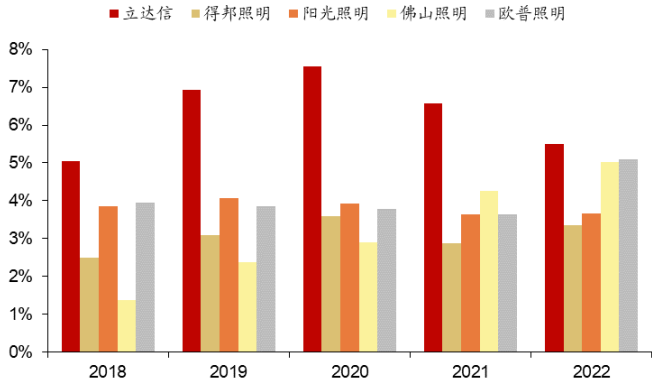


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司是软硬件结合的物联网潜力股, “退”可代工, “进”可自主。我们认为赛道中的各类玩家虽然各有竞争, 但并非完全对立。公司作为跨界物联网的传统家居垂直领域龙头, 相较于第 4 类企业, 硬件制造能力更为深厚, 且自主研发云平台, 软硬件结合更具竞争力。公司既能够为第 1 类企业提供硬件代工服务, 以一站式的物联网解决方案满足客户多元需求; 也可以通过接入 2 的生态系统, 或是自身云平台, 发力自主品牌。

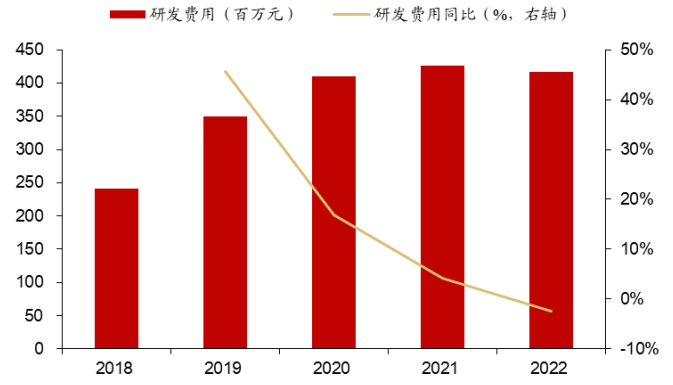
公司高度重视 IoT 研发投入。公司 2010 年开始投入智能灯泡的研发，迈出 IoT 业务第一步。对比其他照明企业，公司研发费用率明显偏高，系重点发力 IoT 以及 LED 灯具业务影响。2019-2020 年，公司持续加大对云平台、智能硬件、无线模组等方面的投入，研发费用同比分别 +45.6%，+16.9%，费用率达到 6.9%和 7.6%，同比提升 1.9pct 和 0.6pct。

图69: 各照明企业研发费用率对比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图70: 公司研发费用投入情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

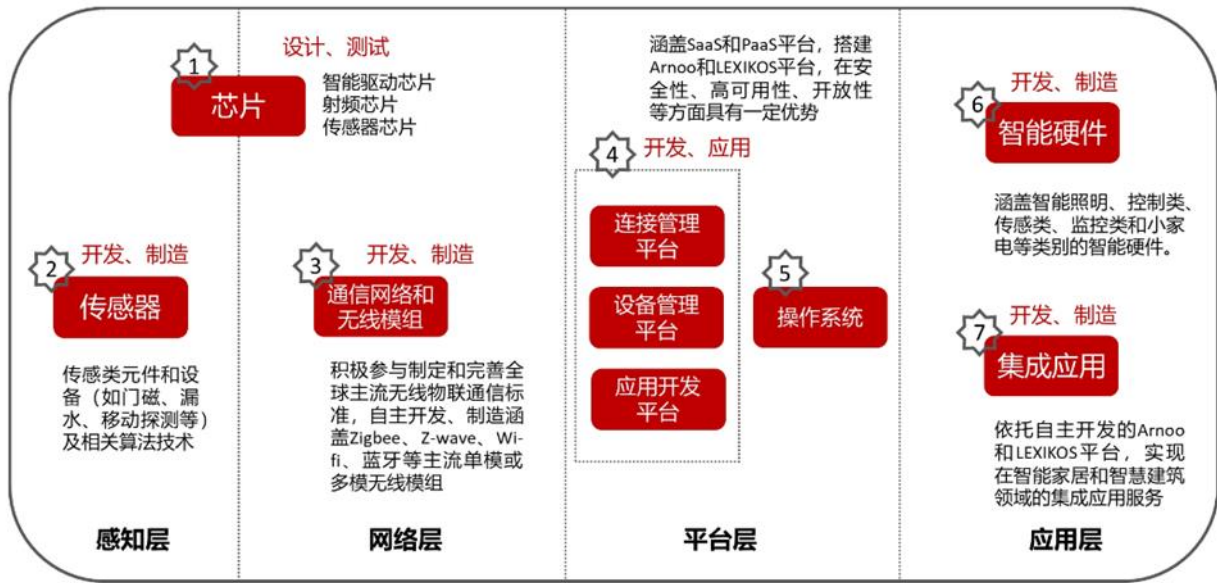
一站式物联解决方案，“云平台+无线模组+智能硬件”全覆盖。持续研发投入之下，公司深度布局物联网核心领域，建立起一站式物联解决方案，构筑 IoT 业务之基。1) 网络层：在无线通信领域，公司和亚马逊、谷歌、苹果等均为 CSA 的推动者（Promoters）之一；亦是 Z-wave 组织的 11 家全球核心成员之一，参与制定并完善全球无线通信标准，具备较强话语权和技術能力；2) 平台层：公司自研 Arnoo 和 LEXIKOS 双平台，分别面向智慧家居和智慧校园领域。硬件以外，公司基于自研云平台提供更多增值智慧服务，赋能 IoT 自主品牌成长；3) 硬件层：公司的物联网硬件已经从智能照明延伸至智能安防、控制、传感等品类，未来仍有更多拓品空间。

表8: 公司一站式物联网解决方案

领域	内容
云平台	公司搭建起面向智能家居和智慧管理的 Arnoo 和 LEXIKOS 平台，采用 SaaS 平台和 PaaS 平台架构，采取了多重安全策略，并能够实现弹性扩容，安全性、可用性、开放性兼具。
无线模组	公司在通信协议/制式、体积、干扰、功耗、特殊工艺等核心领域具有丰富经验，能够实现芯片及其他电子器件的优化设计与集成，并具备集烧录、测试在内的一体全自动化生产能力。公司开发的无线模组涵盖 Zigbee、蓝牙、Wi-Fi、Z-Wave、LoRa 等主流通信协议，高集成度、小型化、标准化、不同协议模块快速切换。
应用级芯片	公司拥有系统级封装（SIP）设计能力，已成功开发出多款智能驱动芯片和集成射频电路匹配网络和带通滤波器的应用级射频芯片。多款低功耗射频芯片、传感器芯片和智能驱动芯片处于设计或工程生产阶段，有望应用于自主 IoT 硬件产品。
人工智能算法	通过大量试验数据以及产品真实环境下的运行数据，公司已构建起持续优化的影像、声音和光学方面的算法模型，拥有包括人脸影像侦测/识别、移动人形侦测和声音识别等安防监控领域的算法模型，并已成功导入公司开发的智能监控类和传感类产品。
智能硬件开发与制造	经过多年的摸索和技术积淀，公司已拥有较强的产品集成应用开发能力，并构建了成熟的智能化、信息化生产体系，能够实现智能硬件产品规模化生产能力

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图71: 公司全面布局物联网业务的各层级架构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

Matter 1.0 首批认证企业, 率先受益于开放、互通的智能互联生态。幸运的企业受益于行业的风口, 而真正优秀的企业创造风口。公司参与全球物联网通信标准的制定并积极推动通信标准的统一。公司作为 CSA 联盟的推动者之一, 事实上与谷歌、亚马逊等互联网巨头一起推动了 Matter 1.0 的诞生, 也是首批通过 Matter 的认证企业, 先发优势明确, 有望率先受益于通信协议整合后, 更为开放的物联网生态机遇。

图72: 公司是国际连接标准联盟 (Connectivity Standards Alliance) 的推动者



注: 截止 2023 年 5 月 31 日, CSA 成员包括推动者 (Promoters) 29 家, 参与者 (Participants) 282 家和采用者 (Adopters) 238 家
资料来源: CSA 官网, 浙商证券研究所

图73: 公司通过首批 Matter 认证



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

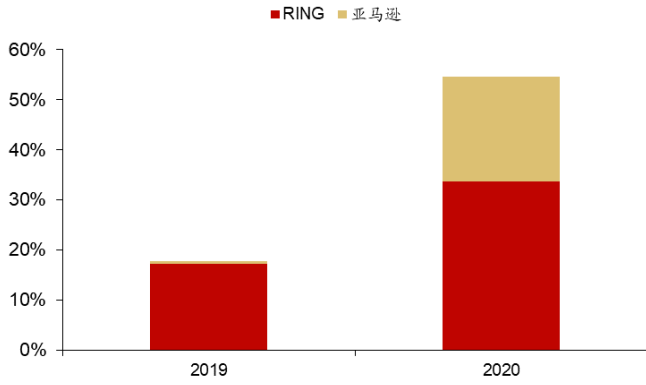
当前公司 IoT 业务以代工为主, 未来有望代工+自主品牌双轮驱动:

代工领域, 1) 拓客: 公司当前 IoT 业务仍以代工为主, 主要客户为亚马逊和 RING, 2020 年合计贡献 IoT 业务营收约 55%。随着 AIGC 兴起及 Matter 落地, IoT 市场规模有望保持增长并吸引更多入局者, 未来公司或可开发更多 IoT 领域客户; **2) 拓品:** RING 2020 年为公司贡献 4.4 亿 IoT 营收, 但只占其自身采购额的 5%, 占比有明显提升空间。虽然公司

当前品类已经涵盖智能照明、智能控制、智能传感、智能监控、智能家电，但 IoT 细分品类众多，而公司制造和研发优势突出，未来仍有更多拓品空间。

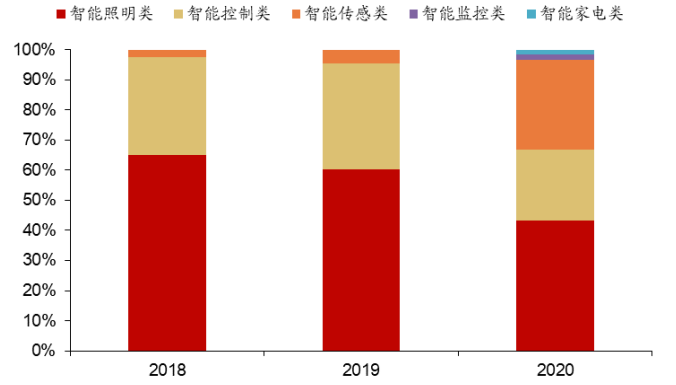
自主品牌领域，公司当前在 B 端重点布局数字教育，C 端灯具已经接入华为鸿蒙生态系统，有望受益于数字教育和智能家居的高速发展。

图74: 亚马逊和 RING 占公司 IoT 收入比重



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图75: 公司主要 IoT 品类占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测：2023-2025 年 EPS 复合增速 47%

预计 2023-2025 年照明产品及其配件业务收入增速 CAGR+12%。1) 量：2023 年受欧美经济低迷、北美主要客户库存仍居高位影响，公司照明产品出口量预计承压；2024-2025 年随着经济逐渐复苏，客户库存减少，公司照明产品出口量有望回升，且公司自主品牌灯具亦贡献一定销量，预计 2023-2025 年公司照明灯具销量分别-18%/+10%/+10%。2) 价：考虑到灯具占比提升+美元升值+自主品牌成长因素，预计公司照明产品均价分别提升+9%/+5%/+2%。预计公司 2023-2025 年照明产品及其配件收入同比-11%/+13%/+10%。

预计 2023-2025 年 IoT 业务收入增速 CAGR+25%。1) 量：公司近年快速向物联网转型，力拓 IoT 业务，虽然代工业务短期受下游需求影响预计有所承压，但随着公司在 B 端和 C 端大力发展自主品牌，未来 IoT 业务有望快速发展，预计 2023-2025 年 IoT 产品销量同比-9%/+23%/+23%；2) 价：自主品牌发展助力提升产品均价，预计 2023-2025 年 IoT 产品均价分别+5%/+2%/+2%。预计公司 2023-2025 年 IoT 业务收入同比-4%/+25%/+25%。

预计 2023-2025 年家电产品及其配件业务收入增速 CAGR+15%。1) 量：小家电代工业务快速放量，处于高成长期，预计 2023-2025 年销量增速分别为+10%/+15%/+15%；2) 价：2023 年受益于美元升值，未来价格整体保持稳定，预计 2023-2025 年均价增速分别为+4%/0%/0%。预计公司 2023-2025 年家电产品及其配件收入同比+14%/+15%/+15%。

表9: 盈利预测表

分业务收入 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
照明产品及其配件	5,052.9	4,517.2	5,099.2	5,626.4
yoy	8.4%	-10.6%	12.9%	10.3%
IoT 产品及其配件	2,102.0	2,008.5	2,509.6	3,135.7
yoy	38.3%	-4.5%	25.0%	25.0%
家电产品及其配件	223.0	254.0	292.1	335.9
yoy	98.2%	13.9%	15.0%	15.0%
其他产品	179.4	179.4	179.4	179.4
yoy	-2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
总营业收入 (百万元)	7,557.3	6,959.0	8,080.3	9,277.4
yoy	16.7%	-7.92%	16.11%	14.81%
毛利率	26.1%	28.5%	29.5%	30.1%
净利率	6.5%	4.1%	5.5%	6.6%
归母净利润 (百万元)	494.3	285.3	447.6	614.8
yoy	64.0%	-42.3%	56.9%	37.3%

资料来源: 浙商证券研究所

4.2 估值分析: 当前股价对应 PE 28/18/13 倍

公司当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 28/18/13 倍。公司代工主业稳健, IoT 基础坚实, 大力发展自主品牌蓄力新机。我们选取照明企业佛山照明, 跨境电商物联网企业安克创新、物联网企业萤石网络为可比公司, 给予公司 2023 年 31 倍 PE, 给予“增持”评级。

表10: 可比公司估值

代码	公司名称	现价	净利润 (亿元)				PE		
			2023/8/17	2023E	2024E	2025E	2023-2025CAGR	2023E	2024E
000541.SZ	佛山照明	5.45	2.94	4.17	4.82	28%	25.22	17.81	15.40
300866.SH	安克创新	76.30	13.54	15.91	18.84	18%	22.89	19.49	16.46
688475.SH	萤石网络	43.80	5.42	7.26	9.63	33%	45.45	33.94	25.58
行业平均			7.30	9.11	11.10	23%	31.19	23.75	19.15
605365.SH	立达信	14.96	2.85	4.48	6.15	47%	28.29	18.03	13.13

资料来源: 浙商证券研究所

5 风险提示

下游需求不及预期: 公司客户集中于北美、欧洲, 受到经济不景气影响。公司主要客户家得宝等当前库存尚未见明显去化。如果经济衰退幅度超预期, 客户去库存进展缓慢, 则下游需求承压程度可能超预期。

人民币汇率明显波动: 公司当前业务仍以出口代工为主, 以外币结算居多。当前人民币兑美元汇率处于高位, 但随着降息预期渐起, 下半年人民币或面临升值。对于汇率波动, 公司通过外汇套期保值的方式防范风险。但若汇率波动明显, 且公司套期保值手段不足以应对, 仍然可能对公司利润产生负面影响。

费用投入超预期: 随着防控政策放松, 公司今年积极海外拓客并大力发展自主品牌, 2023H1 销售费用率/管理费用率同比+4.44pct/+2.99pct, 提升明显, 预计今年公司整体仍保

持较高费用投入。我们认为自主品牌转型为持续性过程，公司销售、管理、研发费用或维持高位，若费用投入超预期，则可能影响当期净利润。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4096	4767	5522	6393
现金	892	1409	1808	2589
交易性金融资产	1067	770	941	926
应收账款	1008	1278	1309	1329
其它应收款	28	37	43	44
预付账款	35	38	42	46
存货	963	1091	1236	1315
其他	104	143	143	143
非流动资产	1608	1577	1584	1521
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	3	4	4	4
固定资产	687	771	726	683
无形资产	131	290	286	275
在建工程	149	103	68	46
其他	638	410	500	514
资产总计	5704	6344	7105	7914
流动负债	2278	2374	2676	2876
短期借款	300	100	214	205
应付款项	1516	1845	2002	2147
预收账款	0	0	0	0
其他	462	429	461	524
非流动负债	106	301	312	306
长期借款	0	200	200	200
其他	106	101	112	106
负债合计	2384	2675	2988	3182
少数股东权益	1	1	1	1
归属母公司股东权	3319	3669	4116	4731
负债和股东权益	5704	6344	7105	7914

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	595	309	467	785
净利润	494	285	448	615
折旧摊销	149	89	100	105
财务费用	(203)	(134)	(6)	(15)
投资损失	45	0	0	0
营运资金变动	(225)	(103)	53	58
其它	334	171	(128)	23
投资活动现金流	(714)	10	(186)	(13)
资本支出	(97)	(114)	(6)	(25)
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(618)	125	(180)	11
筹资活动现金流	(7)	199	118	9
短期借款	59	(200)	114	(9)
长期借款	0	200	0	0
其他	(66)	199	5	18
现金净增加额	(126)	518	399	781

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7557	6959	8080	9277
营业成本	5584	4975	5693	6482
营业税金及附加	35	35	37	45
营业费用	454	592	646	724
管理费用	556	655	663	705
研发费用	416	499	533	606
财务费用	(203)	(134)	(6)	(15)
资产减值损失	155	50	103	125
公允价值变动损益	(24)	0	0	0
投资净收益	(45)	0	0	0
其他经营收益	52	11	44	35
营业利润	543	297	454	640
营业外收支	(10)	(10)	(10)	(10)
利润总额	533	287	444	630
所得税	39	2	(3)	15
净利润	494	285	448	615
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	494	285	448	615
EBITDA	684	373	538	720
EPS (最新摊薄)	0.99	0.53	0.83	1.14

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	16.68%	-7.92%	16.11%	14.81%
营业利润	96.21%	-45.32%	52.92%	40.84%
归属母公司净利润	64.04%	-42.28%	56.90%	37.34%
获利能力				
毛利率	26.10%	28.51%	29.54%	30.13%
净利率	6.54%	4.10%	5.54%	6.63%
ROE	15.90%	8.16%	11.50%	13.90%
ROIC	13.47%	6.99%	9.61%	11.54%
偿债能力				
资产负债率	41.80%	42.16%	42.06%	40.21%
净负债比率	13.61%	11.73%	14.47%	13.31%
流动比率	1.80	2.01	2.06	2.22
速动比率	1.38	1.55	1.60	1.77
营运能力				
总资产周转率	1.33	1.16	1.20	1.24
应收账款周转率	6.79	6.25	6.31	6.61
应付账款周转率	4.73	4.30	4.40	4.64
每股指标(元)				
每股收益	0.92	0.53	0.83	1.14
每股经营现金	1.10	0.57	0.86	1.46
每股净资产	6.59	6.80	7.63	8.77
估值比率				
P/E	16.33	28.29	18.03	13.13
P/B	2.27	2.20	1.96	1.71
EV/EBITDA	9.50	16.78	10.79	6.98

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>