

洲明科技（300232）深度研究

小间距持续下沉，产能扩张助增长

2019 年 03 月 12 日

【投资要点】

- ◆ **“营销为矛，品牌为盾”，打造 LED 显示精品。**公司作为全球 LED 显示屏龙头厂商，全球市场份额排名前三。公司多年来坚持以经销模式为主，目前已建立起了覆盖全球 160 多个国家和地区的 700 多个分销渠道。公司目前采用多品牌运作的方式，雷迪奥、洲明和蓝普三个品牌布局高中低端全系列产品。雷迪奥号称 LED 显示屏领域的爱马仕，专攻海外高端租赁，是公司最优质的一块资产，对公司净利润贡献占比近 50%，未来继续拓展海外高端固装市场，有望加速成长。
- ◆ **小间距的天花板有多高？企业的护城河有多深？**小间距定位为高端大屏显示，未来专显市场渠道进一步下沉，商显市场继续发力，从省级向地市级再向区县级不断下沉；商显领域，将首先从酒店会议厅和高端零售领域突破，再向大型会议室和阶梯教室等方面渗透。未来小间距专显和商显市场分别可达 300 亿元和 200 亿元。LED 显示屏这个行业，总体来说技术壁垒不高，小间距、Mini 等技术提出后，稍微拉高了行业进入门槛。未来企业在竞争中比拼的更多的是综合实力，包括品牌影响力、产能规模、营销渠道以及服务能力等。未来头部厂商优势更加明显，有望进一步提高市场份额。
- ◆ **“景观照明+专业照明”双轮驱动，构建新增长点。**2017 年底公司通过收购山东清华康利和杭州柏年进入景观照明行业。2018 年全国政府开始去杠杆，导致行业增速骤然下滑。但展望未来，国内还有众多大型活动，必将需要景观亮化工程的助阵，目前公司景观照明业务体量还比较小，增长潜力还很大。针对景观照明业务前期垫付资金大、回款慢的问题，公司也采取了相应措施，严格筛选项目，实时监控资金回笼等情况，以保证高质量的发展。专业照明领域，公司主要布局智慧路灯和室内高端照明两方面。



挖掘价值 投资成长

买入（上调）

目标价：19 元

东方财富证券研究所

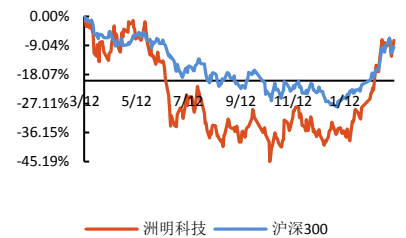
证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：吴逸诗

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	10017.95
流通市值（百万元）	5961.76
52 周最高/最低（元）	17.70/7.59
52 周最高/最低（PE）	43.06/16.37
52 周最高/最低（PB）	6.07/3.31
52 周涨幅（%）	-7.44
52 周换手率（%）	356.26

相关研究

- 《小间距持续发力，公司业绩高速增长》
2019.01.21
- 《小间距保持高速增长，可转债获批加快主营业务布局》
2018.10.30
- 《显示业务快速增长，照明业务迎来爆发》
2018.08.24
- 《小间距持续发力，业绩高速增长》
2018.01.15

【投资建议】

- ◆ 小间距逐步向中低端市场渗透，高端 Mini 市场尚未爆发，导致行业增速有所放缓，因此我们下调公司 19/20 年营业收入和 19 年归母净利润，2020 年随着 Mini 等爆发，公司盈利能力有望提升，因此上调 20 年归母净利润。调整后公司 19/20 年营业收入增速分别为 34.66%/31.01%，对应营业收入分别为 61.13/80.09 亿元，归母净利润增速分别为 50.81%/38.36%，对应归母净利润分别为 6.26/8.67 亿元，对应的 EPS 分别为 0.82/1.14，对应的 PE 分别为 16/12 倍。
- ◆ 参考行业平均估值水平和公司历史估值水平，并结合目前市场情况以及公司经营情况，给予 2019 年 25 倍 PE，用摊薄后 EPS 计算，十二个月目标价 19.00 元，首次覆盖，上调评级至“买入”。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3030.53	4539.83	6113.35	8009.15
增长率（%）	73.58	49.80	34.66	31.01
EBITDA（百万元）	434.03	616.43	811.54	1087.64
归母净利润（百万元）	284.30	415.24	626.25	866.50
增长率（%）	70.80	46.06	50.81	38.36
EPS（元/股）	0.37	0.55	0.82	1.14
市盈率（P/E）	35.24	24.13	16.00	11.56
市净率（P/B）	5.58	4.60	3.02	2.41
EV/EBITDA	22.33	15.17	10.43	6.76

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 小间距渗透不及预期；
- ◆ 公司产能拓展不及预期。

正文目录

1. “营销为矛，品牌为盾”，打造 LED 显示精品	5
1.1. 全球 LED 显示屏龙头企业，外延并购拓展照明业务	5
1.2. 盈利水平稳步提升，流动性有所恶化	8
2. 小间距的天花板有多高？企业的护城河有多深？	11
2.1. 从产品定位看小间距的市场容量	11
2.2. 从产品进化看小间距的成长空间	16
2.3. 从产品特性看小间距的竞争格局	18
3. “景观照明+专业照明”双轮驱动，构建新增长点	21
3.1. 景观照明：仍有发展潜力，未来聚焦现金流	21
3.2. 专业照明：智慧路灯想象空间巨大，收购爱加布局高端市场	23
4. 盈利预测	25
4.1. 关键假设	25
4.2. 盈利预测	27
5. 估值和建议	28
6. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 2017 年全球 LED 显示屏厂商市场份额	5
图表 2: 公司主营业务拆分（亿元）	5
图表 3: 公司显示屏产品拆分（亿元）	5
图表 4: 公司业务版图	6
图表 5: 雷迪奥历年营收和归母净利润（亿元）	6
图表 6: 雷迪奥对公司营收和利润贡献占比	6
图表 7: 公司目前商誉分布情况	7
图表 8: 公司历年营收和归母净利润（亿元）	8
图表 9: 公司历年毛利率和净利率	8
图表 10: 公司 LED 显示屏产品毛利率和同行业对比	9
图表 11: 公司景观照明业务毛利率和同行业对比	9
图表 12: 公司显示屏业务经销与直销营收（亿元）	9
图表 13: 公司照明业务经销与直销营收（亿元）	9
图表 14: 公司历年三项费用率	10
图表 15: 同行业公司销售费用率对比	10
图表 16: 同行业公司研发费用占营收对比	10
图表 17: 同行业公司历年研发投入（亿元）	10
图表 18: 公司历年经营性现金流（亿元）及增速	10
图表 19: 同行业各公司现金流量比率	10
图表 20: 同行业公司应收账款周转率对比	11
图表 21: 同行业公司存货周转率对比	11
图表 22: 小间距 LED 显示屏与 DLP 拼接、LCD 拼接屏显示效果对比	12
图表 23: 不同点间距产品的单价和实现 2K 和 4K 分辨率至少需要的尺寸	12
图表 24: 洲明科技会议室 UTVIII 新智慧会议一体机	13
图表 25: 小米和海信激光电视售价	13
图表 26: 小间距 LED 显示屏下游客户分布	14
图表 27: 全国司法行政指挥中心整体架构图	14

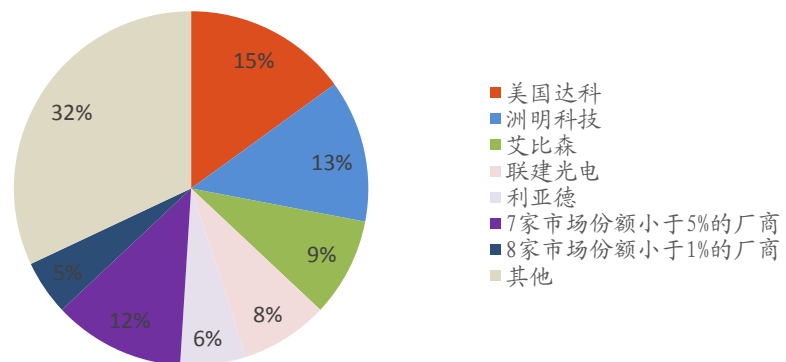
图表 28: 酒店会议厅小间距 LED 显示屏和投影显示效果对比	15
图表 29: 三星小间距电影屏幕	15
图表 30: 全球小间距市场规模预计（百万美元）	16
图表 31: LED 海兹定律	16
图表 32: 四合一 Mini LED 封装	17
图表 33: COB 和 SMD 小间距 LED 显示技术路线	17
图表 34: 正装 COB 和倒装 COB 结构	18
图表 35: 2018 年 Q1 国内小间距显示屏厂商市场份额	19
图表 36: 洲明科技三大品牌	19
图表 37: 雷迪奥租赁屏案例	19
图表 38: 雷迪奥对外设立子公司合伙人简历	20
图表 39: 拟建造中山智能制造基地的智能工厂流程图	21
图表 40: 我国景观照明行业市场规模（亿元）	22
图表 41: 利亚德景观照明业务布局	22
图表 42: 利亚德和奥拓电子景观照明营收（亿元）	22
图表 43: 未来几年国内大型活动事件	23
图表 44: 公司智慧路灯“樊花”	24
图表 45: 广东洲明节能历年营业收入和净利润（万元）	24
图表 46: 全球及国内智慧路灯市场规模（亿元）	25
图表 47: 爱加照明高端酒店照明案例	25
图表 48: 分业务预测（亿元）	26
图表 49: 小间距整体毛利率测算	27
图表 50: 大间距业务拆分（亿元）	27
图表 51: 盈利预测关键财务数据	28
图表 52: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设（以 2018-03-08 为基准）	28
图表 53: 可比公司估值（以 2019-03-08 为基准）	29
图表 54: 历史 PE（TTM）区间	29
图表 55: 历史 PB 区间	29

1. “营销为矛，品牌为盾”，打造 LED 显示精品

1.1. 全球 LED 显示屏龙头企业，外延并购拓展照明业务

公司最早成立于 2004 年（前身为深圳洲磊电子成立），主营 LED 显示屏业务。彼时 LED 显示产业开始进入调整完善时期，常规产品开始标准化，国内形成许多中小企业，竞争加剧，产品价格大幅回落，行业逐渐从野蛮生长走向有序竞争。公司历经了几年的成长后，于 2008 年更名为洲明科技，这一年也是小间距 LED 诞生的元年，LED 显示屏进入一个新的时代，包括公司等技术在服务上领先的少数企业快速占领市场。随着销售规模逐渐扩大，公司于 2011 年在创业板上市，借助资本力量加速成长。据 IHS 的统计数据，2017 年公司 LED 显示屏全球市场份额达 13%，排名全球第二，仅次于美国达科。

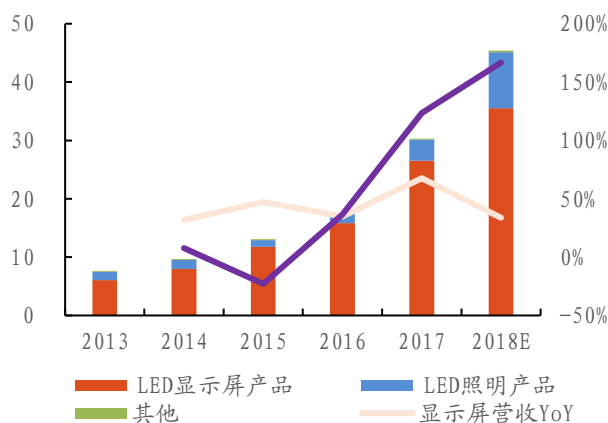
图表 1：2017 年全球 LED 显示屏厂商市场份额



资料来源：IHS iSuppli Corporation，东方财富证券研究所

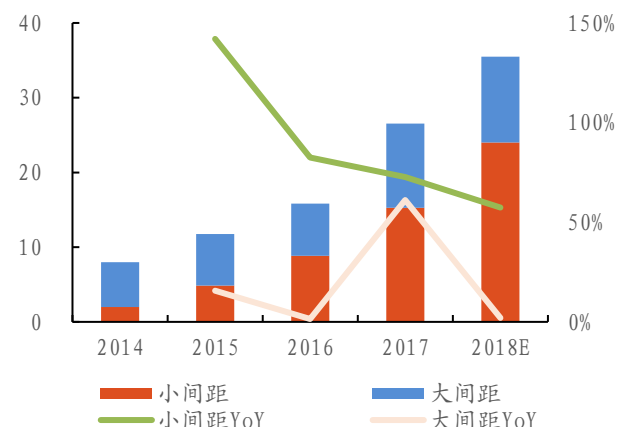
目前公司业务主要分为显示和照明两个板块，此前显示板块占比近 90%，2018 年随着公司对照明领域进行外延并购，显示业务占比下降至 80% 左右。显示业务中小间距收入占比约 60%，收入增速近 60%，是公司的主要增长点。照明业务中景观照明和专业照明各占 10% 左右，景观照明业务是公司 2017 年底通过外延并购切入，2018 年实现了快速增长，未来将是公司新的增长点。

图表 2：公司主营业务拆分（亿元）



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 3：公司显示屏产品拆分（亿元）



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

目前公司的显示板块主要由母公司洲明科技，全资子公司雷迪奥、蓝普科技以及 2017 年收购的蔷薇科技开展相关业务。此外，公司 2017 年收购的杭州柏年，约 2/3 的收入来自标识标牌业务，也划分在显示板块内，2018 年上半年对应收入约 1 个亿。LED 照明业务方面，专业照明由子公司广东洲明、安吉丽以及 2017 年收购的爱加照明开展业务，景观照明由 2017 年收购的杭州柏年和清华康利开展业务。

图表 4：公司业务版图

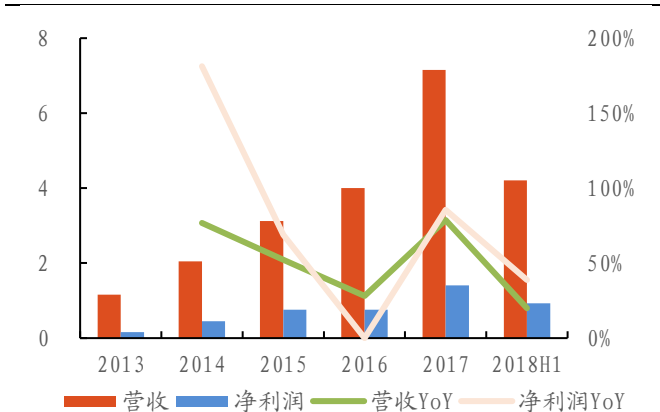


资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

母公司洲明科技：以 LED 小间距产品销售为主，此外也生产销售部分租赁屏、广告屏、创意屏以及体育屏；

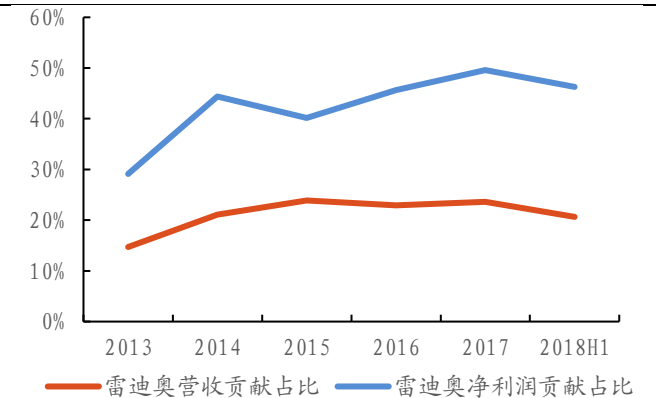
雷迪奥：公司最优质的一块资产，全球顶级高端租赁屏厂商，竞争力在全球位列前三，基本为海外业务，主要客户是国际知名的舞台设备租赁商，未来将依托品牌优势，进一步在海外拓展固装市场。根据公司公开信息，雷迪奥 2016 年毛利率为 37%，此前也基本维持在 40%左右的水平，与其高端产品的定位相符合。2017 年雷迪奥实现营收 7.15 亿元，实现净利润 1.41 亿元，营收和净利润对公司合并报表贡献占比分别为 24%和 50%。2018 年上半年，雷迪奥实现营收 4.21 亿元，同比增长 20%，实现净利润 0.93 亿元，同比增长 39%，下半年是 LED 显示屏的销售旺季，预计全年增速将达到更高水平。

图表 5：雷迪奥历年营收和归母净利润（亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 6：雷迪奥对公司营收和利润贡献占比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

蓝普科技：面向中低端市场，部分产品外协生产，毛利率较低，未来还将拓展海外体育市场；

蔷薇科技：主要生产户外建筑体安装的大型广告屏、创意屏，在此细分板块具有较高的行业地位，据公司披露数据，其毛利率大概在 20%-25%之间的水平。蔷薇科技收购时产生的商誉为 7200 万元，其 2018-2020 年的业绩承诺分别为 1040 万元 /1352 万元 /1757.60 万元。公司上半年实现营收 2558 万元，实现净利润为-394 万元，根据公司 2018 年业绩快报，对蔷薇科技拟计提商誉减值损失 810 万元。户外广告屏的话与宏观经济形势相关性较大，经济下行时企业减少广告投入，对其业务会造成较大影响。

广东洲明：主要面向国内的户外照明领域，具有多年的 EMC 运作经验，其路灯改造项目在国内得到了广泛应用，智慧路灯项目也已落地并逐渐推广。

安吉丽：面向海外的室内照明领域，主要生产销售室内吸顶灯、筒灯等灯具产品。目前收入规模在 6000 万元左右，占比较小。

爱加照明：定位国内中高端建筑空间照明，据其披露的审计报告，其毛利率高达 38%以上。爱加照明 2017 年完成业绩承诺 300 万元，2018 年上半年其实现营业收入 3721 万元，净利润 536 万元，其 2018-2019 年业绩承诺（扣非净利润）分别不低于 1000 万元/1500 万元，2018 年预计完成业绩承诺。

杭州柏年：专注于显示屏标识标牌业务，客户群体覆盖轨道交通、能源油站、酒店、餐饮、金融机构等众多行业，可与公司当前的显示业务板块形成较好的协同效应。此外杭州柏年近几年在景观照明业务方面已积累了一定品牌影响力和高端案例，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、智慧城市轨道交通等，在楼宇建筑及山体景观照明业务具有优势。2018 年上半年杭州柏年为公司贡献了 1.76 亿元的营收和 1322 万的净利润。

清华康利：公司是国内具备双甲资质（“城市及道路照明工程专业承包一级”资质和“照明工程设计专项甲级”资质）的 46 家企业之一，并入公司以来，参与上合组织青岛峰会以及深圳海滨广场文创灯光秀等多个景观照明项目，2018 年上半年为公司贡献了 1.79 亿元的营收和 5621 万的净利润。

截止 2017 年年底，公司商誉总值为 3.94 亿元，主要集中在山东清华康利，19 年清华康利已有几个大的订单，完成业绩承诺没有问题。总体来说，公司商誉减值的风险不大。

图表 7：公司目前商誉分布情况

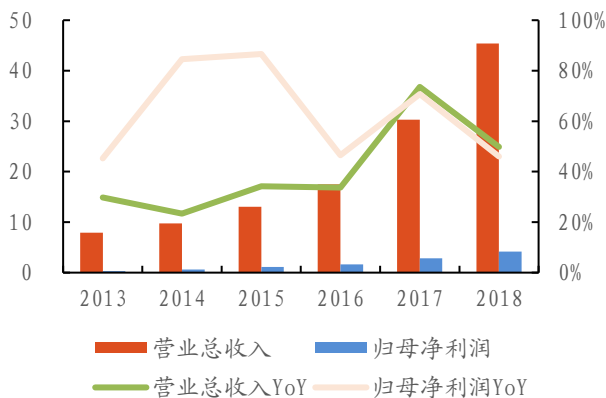
子公司	收购时间	股权	商誉（亿元） （截止 2017 年年底）
雷迪奥	2012.3	100%	0.1
蓝普科技	2014.9	100%	0.41
东莞爱加照明	2017.9	60%	0.48
杭州希和光电子	2017.1	100%	0.04
深圳蔷薇科技	2017.12	100%	0.72
杭州柏年智能光电子	2017.12	52%	0.08
山东清华康利	2017.12	100%	2.1

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.2. 盈利水平稳步提升，流动性有所恶化

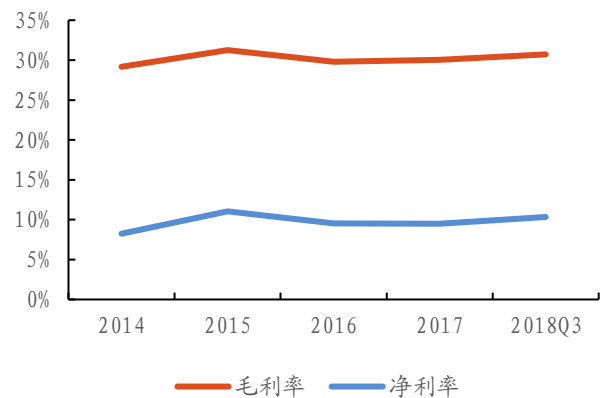
公司近几年来营收和净利润保持高速增长，2017 年由于外延并购，营收和净利润增速超过 70%。2018 年，公司主营业务增长强劲，尤其是 LED 小间距产品及综合解决方案的市场竞争力持续提升，使得公司营收实现 50% 的高增长，净利润增速达到 46%，相对较低，主要因为公司对 337 事件开展境外调查产生了 1700 万元的费用，同时收购的子公司蔷薇科技计提了商誉减值损失 810 万元。2018 年上游 LED 芯片行业出现大量库存，价格大跌对公司形成了有利影响，公司毛利率和净利率保持小幅上升的趋势。

图表 8：公司历年营收和归母净利润（亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

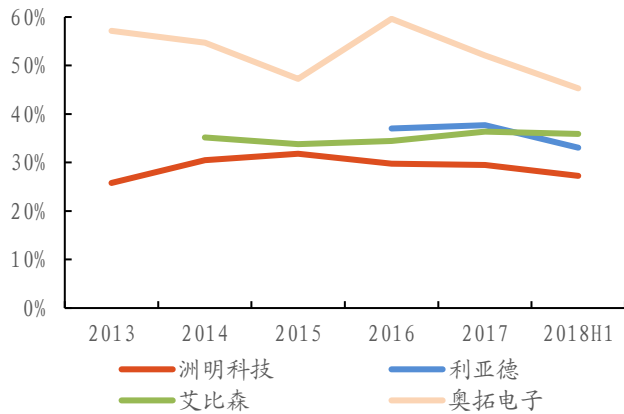
图表 9：公司历年毛利率和净利率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

在毛利率方面，与同行业其他公司对比可看出，LED 显示屏业务上，公司处于较低水平，主要由于公司以经销模式销售比例较高，接近 90%，此外公司蓝普品牌有部分低端产品，毛利水平较低。公司的策略是布局高中低端产品，提高市场份额。利亚德在 2018 年半年报中披露，小间距渠道销售毛利率为 23.6%，拉低了小间距电视综合毛利率 34.22%。艾比森的经销模式销售比例约 60%，相比公司较低，因此毛利率水平高一些。毛利率水平最高的为奥拓电子，主要由于其以高端市场为主，同时也导致其销售规模相对较小。景观照明业务方面，公司是在 2017 年底通过收购杭州柏年和山东清华康利开始布局，2018 年上半年公司景观照明业务毛利率从 2017 年底的 27% 提升到 48%，公司表示是由于两家子公司此前因资金不足，一些项目从设计到施工要多方合作，从而导致毛利率不高，在借助上市公司的平台后，实现了充分的资源整合，并不断往前端的城市规划和设计方向发展，从而提高了毛利率水平。

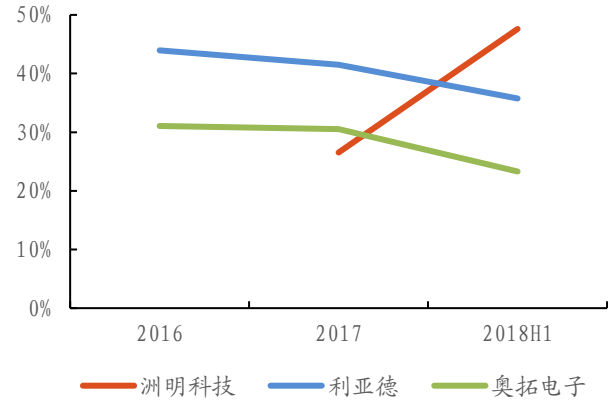
图表 10: 公司 LED 显示屏产品毛利率和同行业对比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

注: 利亚德2017年后显示屏产品包含部分LCD拼墙产品, 拉低毛利率

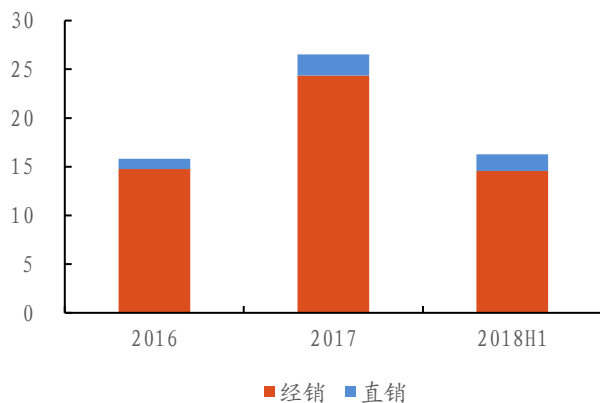
图表 11: 公司景观照明业务毛利率和同行业对比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

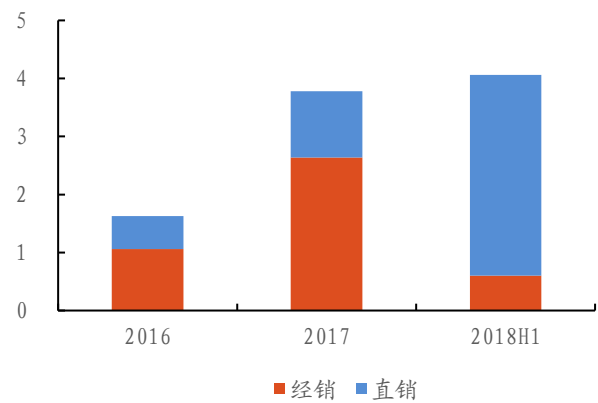
在销售模式方面, 公司自上市以来就一直以经销模式为主, 目前在全球拥有 700 多家销售渠道。公司显示屏业务经销模式营收占比约 90%, 照明业务此前也主要以经销为主, 但随着公司扩展景观照明业务, 业务体量较大, 因此直销收入占比快速提升。显示业务方面, 随着小间距价格逐渐降低, 市场渗透率不断提升, 公司庞大的销售渠道将有利于公司快速拓展市场, 取得竞争优势。

图表 12: 公司显示屏业务经销与直销营收 (亿元)



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

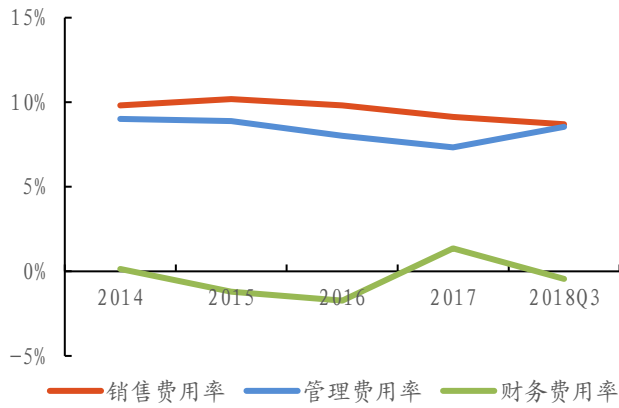
图表 13: 公司照明业务经销与直销营收 (亿元)



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

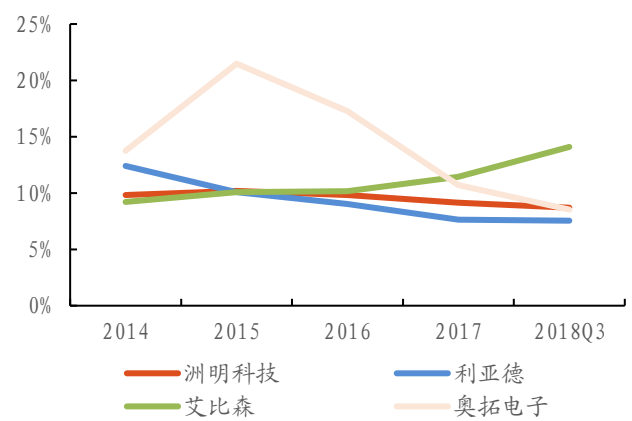
费用方面, 公司销售费用率近几年稳步下降, 和同行业公司基本保持一致。管理费用率不断提升, 主要由于公司外延并购后, 子公司与母公司平台整合产生了额外的管理费用。公司研发费用占营收比例一直处于非常高的水平, 近两年有所下滑, 但仍然远高于同行业其他公司。此外从绝对值来看, 公司的研发投入仅次于利亚德, 且处于不断增长的水平。利亚德由于还有 VR 业务的研发投入, 因此研发投入较高。也正是由于大量的研发投入, 才使得公司在 Mini LED 技术上领先其他公司, 目前行业内真正具备 P0.9 的 Mini LED 显示屏量产能力的企业仅有公司和利亚德两家。

图表 14: 公司历年三项费用率



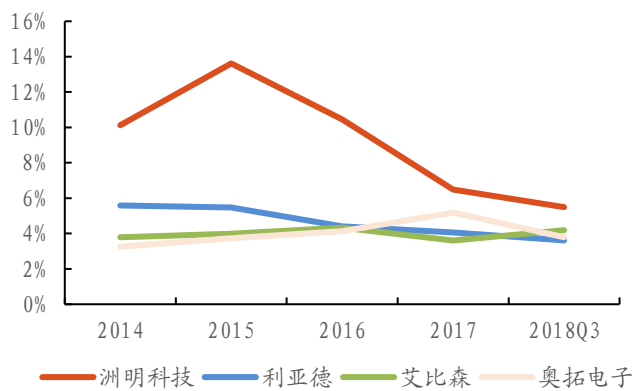
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 15: 同行业公司销售费用率对比



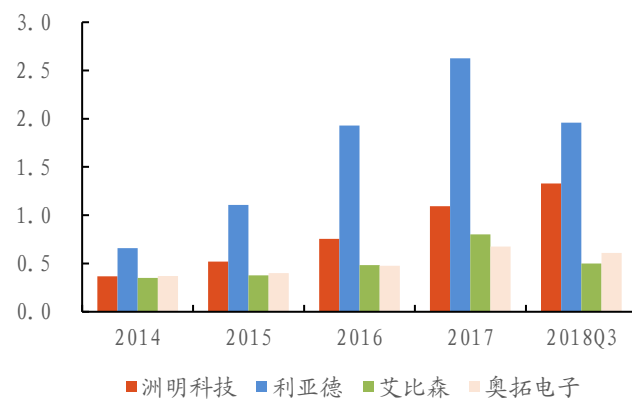
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 16: 同行业公司研发费用占营收对比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

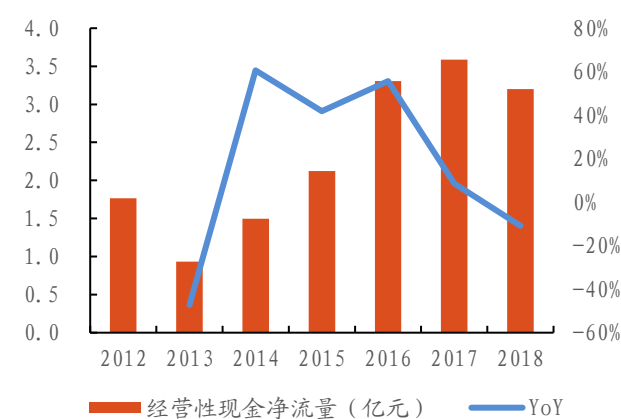
图表 17: 同行业公司历年研发投入 (亿元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

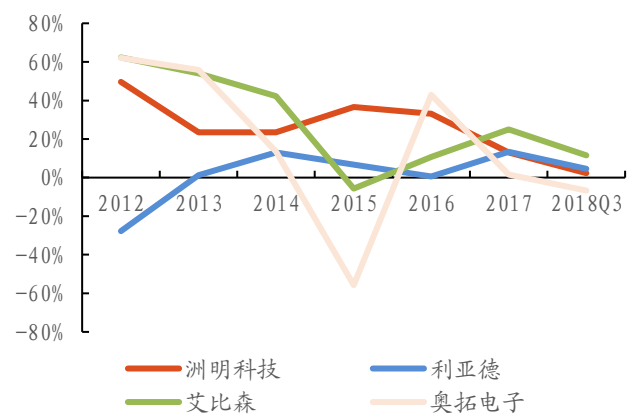
流动性方面, 公司 2018 年经营现金流同比下降 11%, 主要由于景观照明业务收入提高导致。对比同行业其他公司, 可发现公司现金流量比率处于中等水平, 艾比森由于没有景观照明业务, 因此该指标相对较高。应收账款周转率方面自 2017 年来有所恶化, 主要由于并购后应收账款大幅增加, 但与同行其他公司基本处于相同水平。应收账款增加也意味着销售增加, 从而带动存货周转率大幅提高, 公司存货周转率与同行相比处于中等水平。

图表 18: 公司历年经营性现金流 (亿元) 及增速



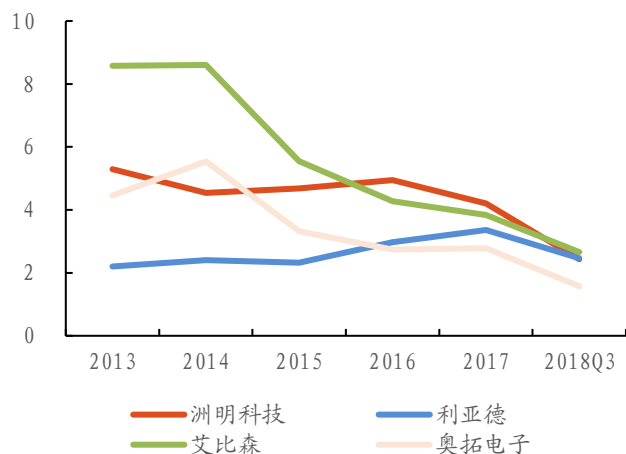
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 19: 同行业各公司现金流量比率



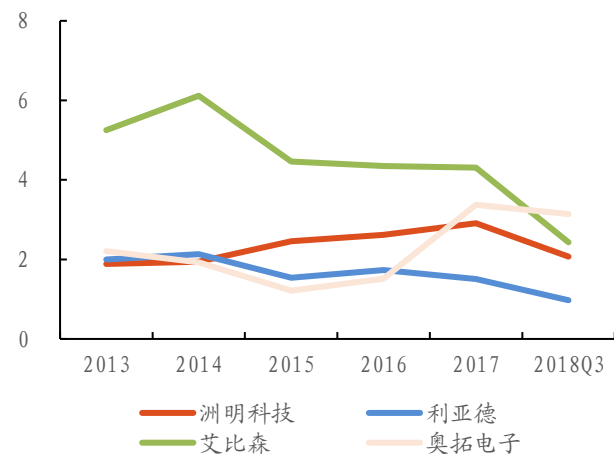
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 20: 同行业公司应收账款周转率对比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 21: 同行业公司存货周转率对比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

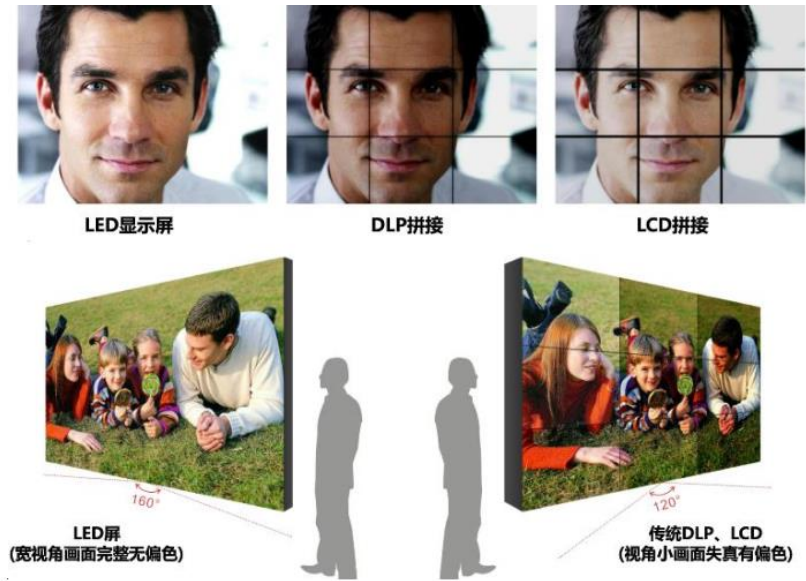
2. 小间距的天花板有多高? 企业的护城河有多深?

2.1. 从产品定位看小间距的市场容量

小间距目前的性能和价格决定了其定位: 高端大屏显示 (100 寸以上)。

目前市场上主流的显示产品按照技术分类基本可分为四类: LCD 液晶显示、OLED 显示、投影显示和 LED 显示。每种显示技术都有其优势和限制, 因此也分别对应着不同的应用场景。简单概括, 液晶显示应用的范围最广, 技术最成熟, 性价比也最高, 广泛用于电视手机等消费电子领域及各类商业显示领域等。OLED 显示是最新一代显示技术, 通过 OLED 这种自发光材料, 可实现比 LCD 色彩更鲜艳的显示效果、体积也更轻薄, 目前也已经应用到了电视、手机和智能手表等, 但目前掌握其技术的厂商还很少, 因此良率较低, 价格较高。投影显示因为需要在光线较暗的环境下采用, 因此应用领域相对较小, 主要应用于会议室、电影院等领域。但投影厂商在显示市场激烈的竞争中, 也推出了家用的激光电视产品, 专注高端大屏市场。LED 显示相对以上三种显示技术, 分辨率较低, 因此在小间距诞生前, 主要用于观看距离较远的大屏显示领域, 技术壁垒比以上三种技术更低。但从大屏应用领域来看, 单块液晶的极限在 120 寸左右, 100 寸以上屏幕价格十分高昂, 超过同规格小间距显示屏, 因此在一些分辨率要求较高的大屏应用场景, 通常采用 LCD 拼接或投影拼接的技术, 但这两个技术最大的缺点是拼缝很大。小间距 LED 显示屏的出现一方面满足了分辨率的要求, 另一方面其天生可实现“无拼缝”, 此外显示色彩也更好, 因此很快在高分辨率的大屏市场拥有了自己的一席之地。

图表 22: 小间距 LED 显示屏与 DLP 拼接、LCD 拼接屏显示效果对比



资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

小间距产品虽好，但目前价格还是较贵。由于上游 LED 芯片属于半导体行业，每年成本都会有一定的降幅。据产业链信息，灯珠端每年价格都有 20%左右的降幅，传导至下游显示屏产品，每年价格大约 15%左右的降幅。目前市场一般定义小间距产品间距在 P2.5 及以下。随着技术成熟和价格下降，小间距产品高密度化发展趋势明显，目前主流的小间距产品主要是 P1.2-P1.5 的产品。P1.5 的小间距产品单价约 6-8 万/平米，P1.2 的产品单价约 8-10 万/平米。高端一些的 P1.0 的产品则要 15 万左右/平米，P0.9 的产品属于 Mini 系列，技术还不太成熟，价格更高，需要 20-30 万/平米，采用的客户主要是一些高端的控制室用户。P2.5 目前属于较低端的产品，价格在 7500 到 1 万元/平米。如果要实现 2K 的分辨率，100 寸的屏幕（约 3 平米）必须要用 P0.9 及以下的产品，总体价格约 60-90 万。200 寸的屏幕（约 12.5 平米）则可以用 P1.9 及以下的产品，总体价格约 40 万左右。

图表 23: 不同点间距产品的单价和实现 2K 和 4K 分辨率至少需要的尺寸

点间距	1 平米对应的像素点	单价 (元/平米)	实现 2K (2560*1440) 分辨率最少需要的尺寸 (平米)	实现 4K (4096*2160) 分辨率最少需要的尺寸 (平米)
P2.5	400*400	7500-1 万	24	56
P1.9	526*526	2-3 万	14	32
P1.5	666*666	6-8 万	9	20
P1.2	833*833	8-10 万	6	13
P1.0	1000*1000	15 万	4	9
P0.9	1111*1111	20-30 万	3	8

资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

洲明目前推出了两款会议室专用的小间距一体机，包括 136 寸（P1.5）和 176 寸（P1.9）的两种规格，分辨率分别为 1920*1120 和 2048*1024，售价分别为 46 万和 48 万，附带了音响设备等，具备无线投屏功能。

图表 24：洲明科技会议室 UTVIII 新智慧会议一体机



资料来源：京东，东方财富证券研究所

类似规格的激光电视产品售价相对差几倍甚至数十倍。如性价比较高的小米激光投影电视，150 寸 1080P 仅售 14000 元，比较高端的海信激光电视，100 寸 4K 售价为 8 万元左右。因此目前来说，小间距产品在价格上与其他显示技术相比还是缺少竞争力。在家用领域，即便是激光电视目前的价格，2018 年也仅有十万台左右的销量，其面向的还是对大屏有需求，且对观看亮度要求较低的用户。

图表 25：小米和海信激光电视售价



小米投影仪 米家激光投影仪4K电视 150英寸家用商务会议短焦5000流明1080P全高清投影一

京东价 **¥13999.00** [~~¥15999.00~~] 降价通知

累计评价
0

海信(Hisense) 100L7 100英寸 4K高配人工智能影院 激光电视机

【开门红购海信电视】【服务升级，主机延保至五年，详询客服】4K超高清画质，哈曼卡顿音箱，4+64G大内存，VIDDAAI人工智能！更多爆款，点击进入

京东价 **¥79999.00** 降价通知

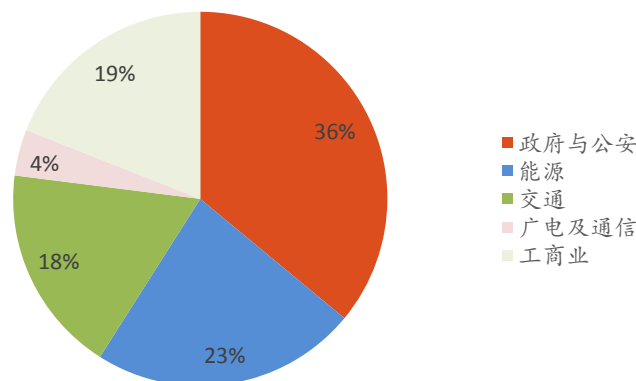
累计评价
90+

资料来源：京东，东方财富证券研究所

未来小间距将在专业显示市场继续发力，从省级向地市级再向区县级不断下沉；商显领域，将首先从酒店会议厅和高端零售领域突破，再向大型会议室和阶梯教室等方面渗透。小间距面世之初，主要用于高端的专业显示领域，用户的特点是对大屏有刚性需求，且对显示效果要求较高，同时对价格不是很敏感，具体来说，客户主要涉及安防（公安、消防、刑侦等）、人防、交通（高速公路、轨道交通、民航等）、能源（水电、核电、石油煤炭等）、军队、司法的监控中心（税务等）、调度指挥中心、作战指挥中心等专业领域。其次随着价格不断下降，还向广电、传媒、教育、会议室等商用领域渗透。目前专显市场占整个小间距市场的 70%以上。据公司的深度调研数据，目前小间距显示屏在以上专业显示市场的渗透率仅有 10%左右。以安防市场为例，整个安防市场

可细分为治安、消防、交警、信访、经侦、刑侦、特警等众多分支，以全国现有的 34 个省级行政区域、420 余个地级市、2800 余个区县，根据屏体大小规格的不同，假设省级、地级、区县级的公安指挥中心的购置标准分别为 400 万元、250 万元、120 万元，以 50% 的渗透率计算，LED 小间距仅在公安指挥中心的市场规模可达 22 亿元。整个安防行业的市场规模则有望超过 100 亿元，整个专业显示市场规模有望超过 300 亿元。

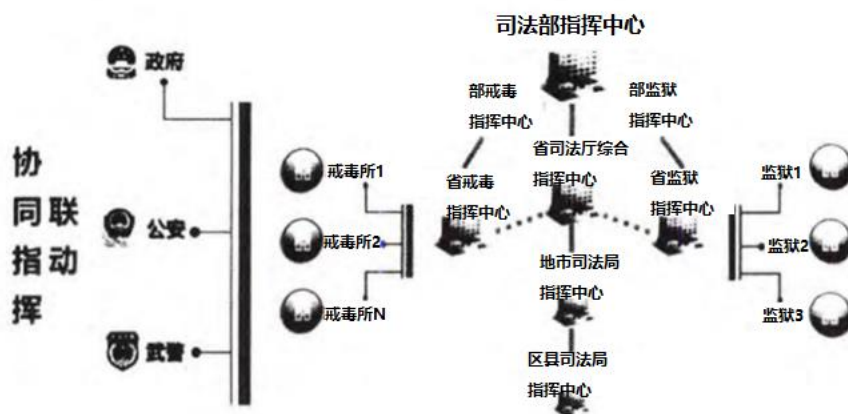
图表 26: 小间距 LED 显示屏下游客户分布



资料来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

专显市场渠道下沉的逻辑：警务现代化改革正当时，以司法部为例，2018 年 1 月 23 日，司法部印发《关于加快推进司法行政改革的意见》，其中提出到 2020 年全国司法行政“一张网”全面建成，全面建成统一的全国司法行政指挥中心体系。建设以司法部指挥中心为龙头、各省（区、市）司法厅（局）信息指挥中心、监狱管理局及戒毒管理局指挥中心为重要节点、部、省、市、县贯通的四级指挥网络。对于指挥中心大屏显示的要求是宜采用液晶 LCD 拼接屏、DLP 拼接屏或小间距 LED 屏，若采用小间距，像素点间距小于 1.7mm。我们认为小间距显示在指挥中心的应用上的显示效果，与其他两种显示技术相比具备绝对优势。目前许多三四线城市的相关部门已经搭建了小间距显示指挥中心，未来随着政策的推行，越来越多的政府部门还会产生更多的需求。

图表 27: 全国司法行政指挥中心整体架构图



资料来源：司法部公开文件，东方财富证券研究所

在商显领域，酒店会议厅以及高端零售领域有望率先打开市场，普通企业的大型会议室和教育领域的阶梯教室等由于价格问题想要渗透相对困难。目前，小间距已经进入了很多酒店的会议厅，未来酒店要想承办大型会议，没有小间距 LED 显示屏这样的配套设施，效果会逊色很多。此外，在高端零售领域，例如苹果零售店、车展等，也会出现小间距的身影。这些客户相对来说都是对显示效果有更高追求，对价格敏感程度较低的。据 AVC 预计，2018 年国内商显市场规模将达 766.4 亿，同比增长率达 39.1%，其中小间距产品渗透率不到 10%，但增长率高达 78%。未来随着智慧城市的建设，智慧零售，智慧医疗等不断普及，商显市场规模有望突破千亿元。若以小间距 20%的渗透率测算，未来小间距商显领域的市场规模有望达到 200 亿元。

图表 28：酒店会议厅小间距 LED 显示屏和投影显示效果对比



资料来源：东方财富证券研究所

此外，2018 年初，国内启用第一块 LED 电影屏，据中国产业信息网的数据显示，2017 年国内共新增银幕块数 9597 块，同比增加 23.31%，若未来每年新增的电影银幕数量为 1 万块，其中 LED 小间距的渗透率为 10%，每块电影银幕价格假设为 200 万元，则国内 LED 小间距电影银幕每年的新增市场规模可达 20 亿元。公司目前正积极研发适用于影院专用的、满足 DCI 国际标准的 LED 显示屏，同时成立了相关的行业解决方案部门，与相关的影视公司进行合作，为小间距 LED 进入电影院市场提前布局。

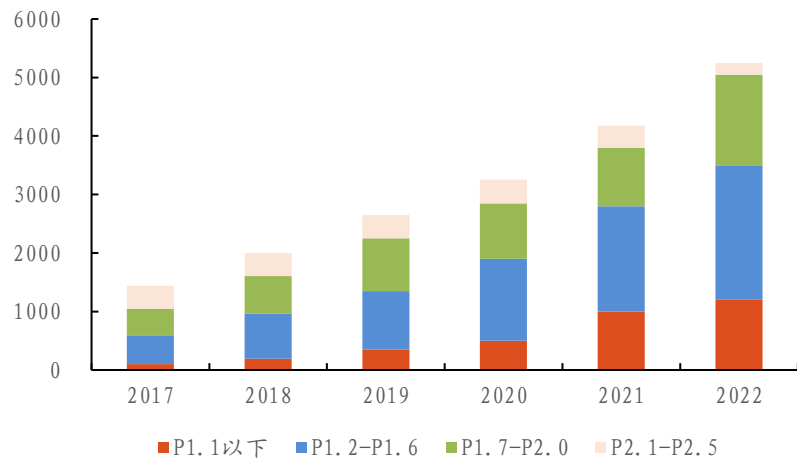
图表 29：三星小间距电影屏幕



资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

据 LEDinside 统计，2018 年室内小间距显示屏市场规模约为 19.97 亿美金，年增速高达 39%，主要来自于未来超小间距趋势的持续发酵，预估其 2018-2022 年 CAGR 将达 28%。P1.2-P1.6 的产品营收占比约 39%，随着消费者对显示效果要求的逐渐提升以及成本的进一步下滑，预计未来几年 P1.2-P1.6 和 P1.1 以下的产品将最具成长动能，预估 2018-2022 年的 CAGR 分别达 32%和 62%。

图表 30: 全球小间距市场规模预计 (百万美元)



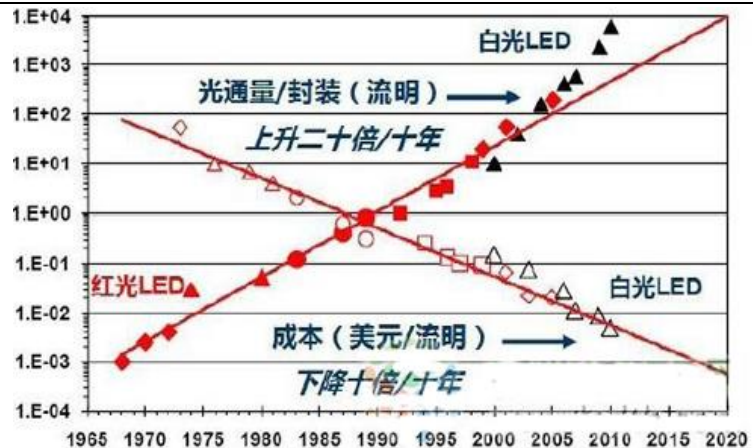
资料来源: LEDinside, 东方财富证券研究所

2.2. 从产品进化看小间距的成长空间

Mini 和 Micro 将带小间距走向何方?

从 P2.5 到 P0.9 甚至 P0.7、P0.5，小间距厂商一方面通过降低成熟产品价格扩大市场规模，另一方面通过开拓更小间距的高端产品保持盈利水平。P1.0 以下的产品将依赖 Mini LED 和 Micro LED 芯片技术。目前市面上 P1.2-P1.5 的产品已经成为主流，P0.9 的产品尚未真正开始量产。但对于显示屏厂商来说，进入了一个技术提升的瓶颈期，P1.0 以下的产品成本难以降低。上游 LED 芯片和封装厂商由于具备半导体属性，每年成本都会有一定幅度的下降空间，价格下降相对较为轻松。

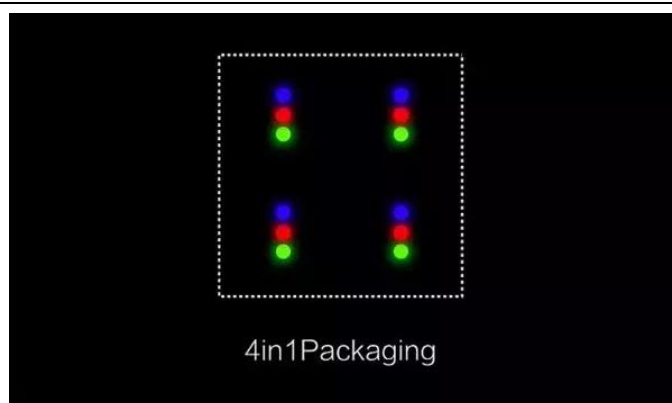
图表 31: LED 海兹定律



资料来源：LEDinside，东方财富证券研究所

目前在显示屏端，一般称点间距 P1.0 以下的产品为 Mini LED 显示屏。在芯片端和封装端，Mini 的定义有所区别。在芯片端，将尺寸在 50-100 μm 间的 LED 芯片定义为 Mini LED 芯片，1-50 μm 的则定义为 Micro LED 芯片（传统 LED 芯片尺寸在 300 μm 以上）。在封装端，封装厂商将采用新的多合一封装技术，而非传统 SMD 技术的小尺寸灯珠称为 Mini LED 灯珠。目前国星光电主推的四合一封装，即一个封装结构中有四个基本像素结构，每个像素结构即一组 RGB 芯片。通过这种封装结构，可以提高整个器件的面积，减小焊点，从而帮助下游显示屏厂商提高效率。

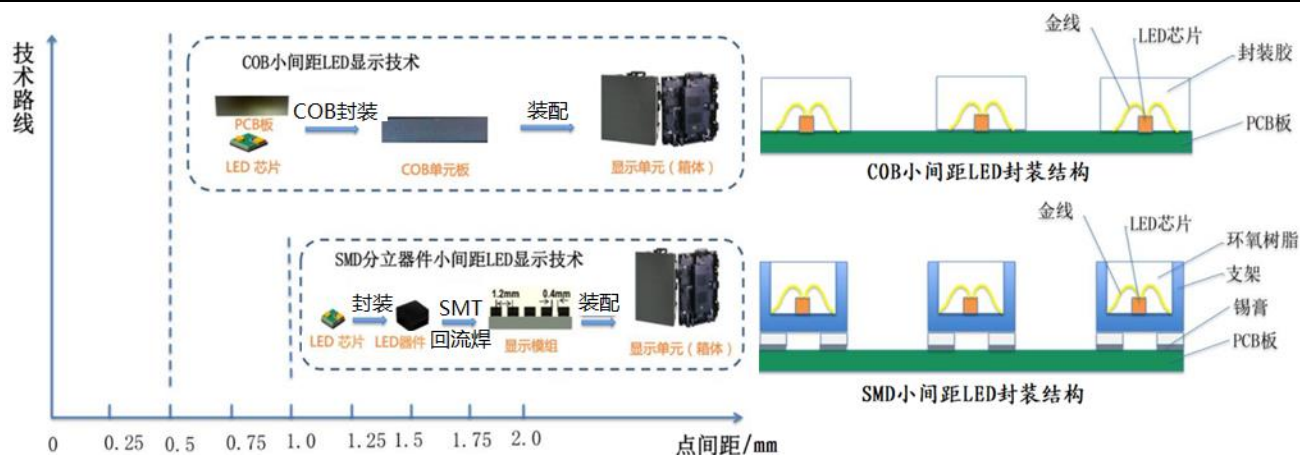
图表 32：四合一 Mini LED 封装



资料来源：CINNO，东方财富证券研究所

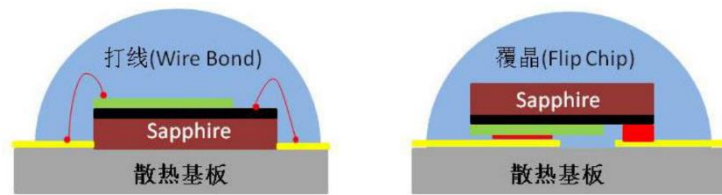
但目前也有显示屏厂商直接采购 Mini LED 芯片，利用 COB 的封装方式，从而略过封装厂。COB 封装即显示屏厂商将 LED 芯片直接固定在 PCB 板上，再通过金线将二者进行 bonding（电气连接），最后用环氧树脂覆盖进行保护。COB 封装后形成 COB 单元板，最后进行装配。COB 封装又包括正装和倒装（Flip Chip）两种结构，倒装结构则进一步省去了打线的步骤。

图表 33：COB 和 SMD 小间距 LED 显示技术路线



资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

图表 34：正装 COB 和倒装 COB 结构



资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

COB 和 SMD 相比，最大的优点即省去焊锡的流程，从而提高了可靠性，同时减少了成本。随着灯珠密度逐步提高，对焊接的精度要求也越来越高，从而要求减小焊点面积，因此也就带来了焊接稳定性差的问题。对于 P1.0 的小间距屏，COB 封装每平米可省掉 400 万个焊点。理论上采用 COB 封装的 LED 显示屏成本只有传统 SMD 封装的 70%，但 COB 封装目前还存在一些技术瓶颈没有突破，导致良率很低，目前成本还是远高于 SMD 封装，难以大规模量产。2018 年 COB 小间距在整个 LED 小间距市场的占有率低于 5%

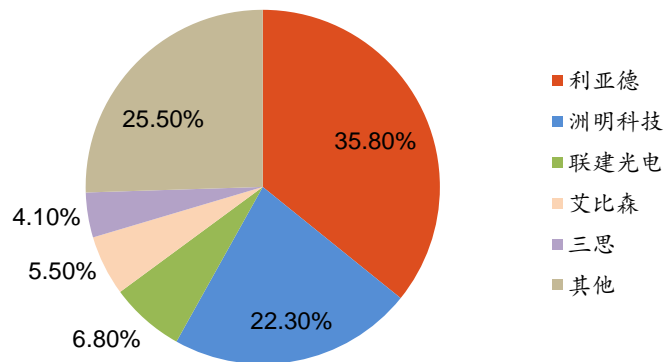
采用封装厂的多合一灯珠方案还是下游显示屏厂商的 COB 方案，现在还难有定论，这也是封装厂商和显示屏厂商之间的一场博弈。目前来说，还需要全产业链共同努力，加大研发投入，才有望使得 Mini 显示屏产品价格下降到用户可以接受的程度，打开市场。若多合一方案可以帮显示屏厂提高 Mini 产品的良率，降低产品价格，则封装厂有望在 Mini 这个大市场中分得一杯羹。若 COB 封装技术成熟，对显示屏厂商来说将是重大利好，意味着封装厂的利润将转移到他们头上。未来还需要进一步观察行业技术发展情况。

2.3. 从产品特性看小间距的竞争格局

LED 显示屏这个行业，总体来说技术壁垒不高，小间距、Mini 等技术提出后，稍微拉高了行业进入门槛。未来企业在竞争中比拼的更多的是综合实力，包括品牌影响力、产能规模、营销渠道以及服务能力等。

目前在小间距市场呈现高集中寡占的局面，国内厂商占据优势。根据 2017 财年厂商营收来看，营收排名前六的厂商全部是中国厂商，全球前八家厂商的市占率合计为 72%。在国内市场，据 AVC 统计数据，2018 年一季度国内小间距厂商前五名市场份额高达 75%，利亚德排名第一，达 36%，公司排名第二，达 22%。小间距概念最早是由中国厂商提出，并逐渐发展壮大。近两年小间距的高盈利水平也吸引了很多国外大厂进入，例如美国达科等，但一方面国外厂商不具备成本优势，售价比国内厂商高出 50%，另一方面，也不具备国内的快速服务能力，因此难以对国内厂商构成威胁。此外，小间距最早面向高端市场，研发投入相对较大，小厂商难以生产出满足客户需求的产品。后来随着小间距逐步向中低端下沉，大厂商由于具备规模优势，因此通过价格战的方式挤压小厂商，占据市场份额。未来龙头厂商的规模化效应还将进一步提高，中小厂商的产能将逐步出清，头部厂商的市场份额有望进一步提升。

图表 35：2018 年 Q1 国内小间距显示屏厂商市场份额



资料来源：AVC，东方财富证券研究所

从品牌影响力来看，洲明在全球可位列前三。公司目前采用多品牌运作的方式，雷迪奥、洲明和蓝普三个品牌布局高中低端全系列产品。

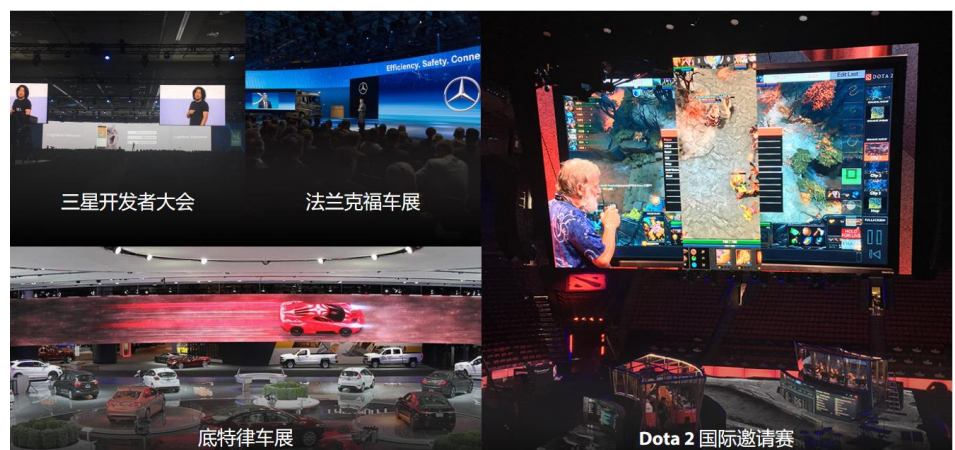
图表 36：洲明科技三大品牌



资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

雷迪奥号称 LED 显示屏领域的爱马仕，专攻海外高端租赁，以欧美市场为主，其客户均是全球顶级舞台设备租赁商。从公司的产品案例中可看到，其产品被用在三星开发者大会、大型车展、Dota 2 国际邀请赛等众多重要活动和赛事当中。雷迪奥目前以常规显示屏为主，也有小间距产品推出，用于大型车展等领域。雷迪奥产品应用领域主要为演唱会、车展、娱乐活动等，不太受宏观经济影响，总体来说其所在的租赁行业每年有 15-20%左右的增速。








图表 37：雷迪奥租赁屏案例



资料来源：雷迪奥官网，东方财富证券研究所

2018年6月，雷迪奥发布了将与 Jeremy Hochman、Keith Harrison 两人设立合资公司的公告，开拓海外高端固装市场。Jeremy 曾在 Barco 担任 LED 产品总监，并在顶级设备租赁商 VER 担任过研发执行总监，Keith 也是 VER 公司 LED 部门的执行总监，有 16 年的经验，二人后来创立了一家提供视觉解决方案的公司，通过他们丰富的销售渠道和市场资源，公司有望快速开拓高端固装市场。雷迪奥未来业绩有望继续保持高速增长。

图表 38：雷迪奥对外设立子公司合伙人简历

Jeremy Hochman	Keith Harrison
 <p>Jeremy Hochman · 3rd Founder at Megapixel VR Greater Los Angeles Area</p>	 <p>Keith Harrison · 3rd COO / Co-Founder, Megapixel VR Burbank, California</p>
<p>Experience</p> <ul style="list-style-type: none">  Founder Megapixel VR Jan 2018 – Present · 1 yr 3 mos  Executive Director, R&D VER Mar 2011 – Dec 2017 · 6 yrs 10 mos Los Angeles, California  Director of LED Product Management Barco Mar 2010 – Mar 2011 · 1 yr 1 mo 	<p>Experience</p> <ul style="list-style-type: none">  Co-Founder / COO Megapixel VR Jun 2018 – Present · 10 mos Greater Los Angeles Area  Executive Director, LED / Video VER Mar 2002 – Feb 2018 · 16 yrs Glendale, CA

资料来源：LinkedIn，东方财富证券研究所

从产能规模来看，公司紧追利亚德。公司目前生产基地主要包括坪山和大亚湾，目前年产能大约为 26 万平方米，利亚德目前产能约 31 万平方米（按半年报披露的产能乘以 2 计算）。大亚湾生产基地于 17 年初投产，17 年 5 月产能全部释放，大亚湾二期预计在 19 年底投产，产能规模约为现有产能的一倍。此外，公司还于 19 年 1 月份发布公告，将建造中山智能制造基地，分两期建设，总建设期为 6 年，为将来的 Mini LED、Micro LED 显示屏以及智慧路灯的爆发做好土地和产能储备。因此产能问题不会成为公司未来发展的阻碍。此外，中山智能制造基地将采用智能自动化生产线，通过工业机器人完成自动上下料和搬运工作，结合大数据技术，实现装备自动化、工艺数字化、生产柔性化、过程可视化、信息集成化、决策自主化，从而进一步提高产品良率、缩短开发周期、降低人工成本。

图表 39：拟建造中山智能制造基地的智能工厂流程图



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

从营销渠道来看，公司具备渠道先发优势。随着小间距中低端市场逐渐打开，渠道逐渐向三四线城市下沉，完善的渠道建设将成为头部厂商竞争的焦点。公司自建立以来一直都坚持以经销模式为主，以产品质量和优质的售前售后服务来赢得客户，公司显示屏产品经销收入比例高达 90%。公司的发展理念是以客户为中心，与渠道共赢，大力协助、支持渠道商进行市场推广、品牌建设等，增强渠道客户稳定性。目前公司已建立起了覆盖全球 160 多个国家和地区的 700 多个分销渠道，营销服务网络遍布全球。在国内，公司通过与渠道商共建运营中心的模式进一步推进公司渠道下沉；在海外，通过设立全资子公司、合资公司以及海外办事处等多种形式构建全球销售体系和本地化的服务网络，有效缩短了与用户的距离，可及时、有效地响应客户的需求，从而使得公司品牌知名度快速提升。

从服务能力来看，公司已形成了以销售人才为中心的技术、销售、交付“铁三角”组合。随着小间距的细分应用不断拓展，客户往往要求采购的是整体解决方案，而不单单是一块显示屏。因此具备相关的行业知识以及软件配套能力也是公司的竞争力体现。公司目前针对国内市场组建了三大行业部，形成了包括公安、交通、会议、教育等十多个细分行业，每个细分应用都配备了专门的销售与产品团队。公司一方面在内部培养行业专家深入分析行业属性与客户需求，另一方面不断加强渠道建设，使核心经销商具备升级为运营中心的能力，从而提高对客户的服务能力。

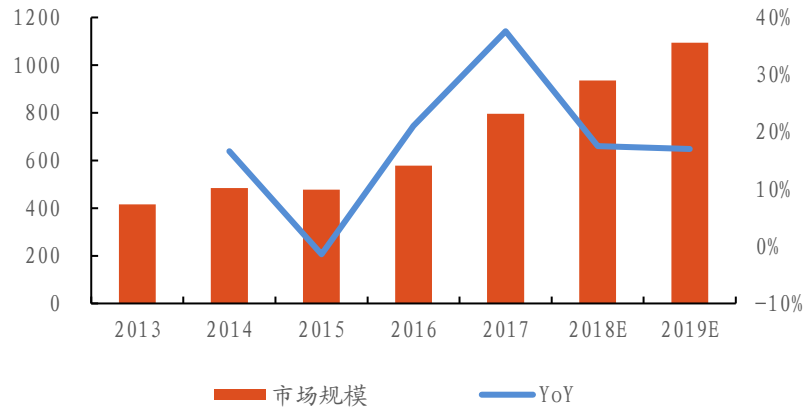
3. “景观照明+专业照明”双轮驱动，构建新增长点

3.1. 景观照明：仍有发展潜力，未来聚焦现金流

公司通过 2017 年底收购山东清华康利和杭州柏年进入景观照明行业。2018 年上半年实现营业收入 2.47 亿元，目前规模还较小。随着我国城镇化率不断提升，城市设施升级，文旅灯光经济、特色小镇建设热潮逐渐兴起，我国景观照明行业在 2016 年迎来井喷。据中商产业研究院统计数据，我国景观照明行业

市场规模 2017 年达到 796 亿元，同比增长 38%。2018 年全国政府开始去杠杆，很多政府的相关投入缩减甚至停止，使得景观照明行业增速骤然下滑。

图表 40: 我国景观照明行业市场规模 (亿元)



资料来源: 中商产业研究院, 东方财富证券研究所

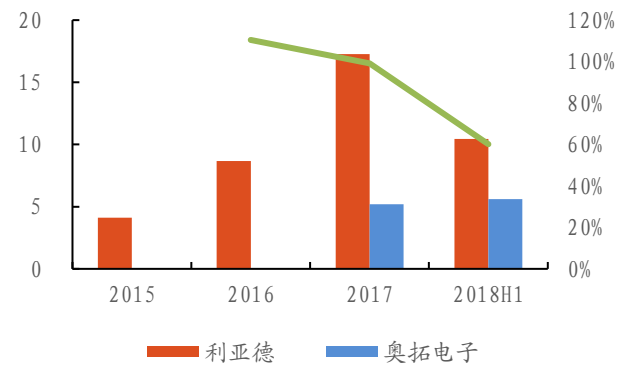
同行业公司利亚德 2014 年起通过收购金达照明开始布局景观照明业务, 目前旗下已拥有五家从事景观照明业务的子公司, 实现了华中、华南、华东、西南、西北等地区的全方位布局。奥拓电子也于 2016 年底完成对千百辉的收购从而进入景观照明行业。2017 年利亚德景观照明业务实现营收 17.27 亿元, 同比增长近 100%, 2018 年上半年开始增速放慢, 上半年实现营收 10.44 亿元, 同比增长 60%, 全年增速更低。奥拓电子 2017 年景观照明业务实现营收 5.19 亿元, 2018 年上半年实现营收 5.6 亿元, 仍处于快速增长的阶段。

图表 41: 利亚德景观照明业务布局



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 42: 利亚德和奥拓电子景观照明营收 (亿元)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

在政府投资带动之前, 景观照明行业此前主要由商业地产亮化主导, 市场准入门槛低, 导致行业集中度低, 90%以上都是小微企业, 上市公司仅有借助利亚德平台的金达照明、中天照明、普瑞照明、万科时代, 借助奥拓电子平台的千百辉, 借助洲明科技平台的山东清华康利及独立上市的名家汇等。随着政府投资加大, 行业的进入壁垒也逐渐提高, 主要体现在三个方面:

区域性壁垒: 企业主要竞争力之一是当地的人脉关系以及与政府的关系, 此外通过各地区布局可以满足政府“设计-实施-运维”一体化的需求;

资质壁垒: 即“城市及道路照明工程专业承包一级”资质(由企业所在的省住房和城乡建设局颁发)和“照明工程设计专项甲级”资质(由国家住建部审核

颁发)。具有前者的企业达 450 家，具有后者的企业仅 51 家，截至 2018 年 1 月 22 日，我国同时具备双甲资质的企业仅 46 家，其中已上市或被上市公司收购的企业仅 6 家（名家汇、金达照明、千百辉、山东清华康利、中筑天佑和朗科光电（后两家被万润科技收购）。

资金壁垒：景观照明属于资金驱动型产业，对企业的资金周转能力要求较高，具有前期投入资金规模大、回款周期长等特点。企业通常在投标前需要支付投标保证金，施工过程中需要支付履约保证金、垫付材料人工费用，施工完成后需要保留质量保证金，项目越大所需要的垫付资金越多，因而企业的资金实力和信贷能力对业务开展极为重要。

山东清华康利自并入公司以来，借助上市公司的资本平台快速发展，参与了上合组织青岛峰会以及深圳海滨广场文创灯光秀等多个景观照明项目。而杭州柏年在楼宇建筑及山体景观照明业务具有优势，二者相互协同，带动公司景观照明业务快速发展。展望未来，国内还有众多大型活动，必将需要景观亮化工程的助阵，目前公司景观照明业务体量还比较小，增长潜力还很大。

图表 43：未来几年国内大型活动事件

时间	地点	基本假设
2019/03	深圳/珠海	深圳/珠海建市 40 周年
2019/05	广州	世界港口大会
2019/08	北京	中国北京世界园艺博览会
2019/08	太原	第二届全国青年运动会
2019/10	-	建国 70 周年
2019/11	武汉	第七届世界军人运动会
2020/12	澳门	澳门回归 20 周年
2020	-	抗日战争胜利 75 周年
2021/07	-	中国共产党成立 100 周年
2022/02	北京	北京冬奥会
2022/02	杭州	杭州亚运会

资料来源：互联网整理，东方财富证券研究所

针对景观照明业务前期垫付资金大、回款慢的问题，公司也采取了相应措施，严格筛选项目，实时监控资本结构、债务状况、筹资成本、资金运用和资金回笼情况，以保证高质量的发展。

3.2. 专业照明：智慧路灯想象空间巨大，收购爱加布局高端市场

专业照明领域，公司主要布局智慧路灯和室内高端照明两方面。智慧路灯主要由子公司广东洲明节能来开展业务，该子公司成立于 2011 年，主要从事主营 EMC 能源改造业务。该业务模式是项目合同期内，公司向客户承诺某一比例的节能量，用于支付工程成本；达不到承诺节能量的部分，由 EMC 公司负担；超出承诺节能量的部分，双方分享；直至 EMC 公司收回全部节能项目投资后，项目合同结束，先进高效节能设备无偿移交给企业使用，以后所产生的节能收益全归企业享受。2015 年后公司开始研发智慧路灯，目前已开发出可应用于智慧城区、智慧景区、智慧园区等多领域的多款产品。公司的智慧路灯具有环境监测、视频播放、手机汽车充电、WiFi 热点、智能调光灯多种功能，目前已应

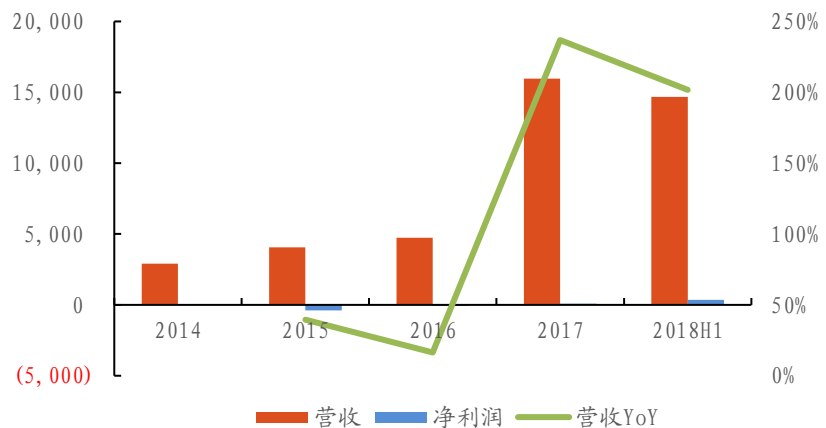
用到深圳和银川多个地区。洲明节能营业收入从 2017 年起开始高速增长，17 年营收约 1.6 亿元，18 年上半年约 1.5 亿元，但目前盈利水平还较低。

图表 44：公司智慧路灯“葵花”



资料来源：洲明科技官网，东方财富证券研究所

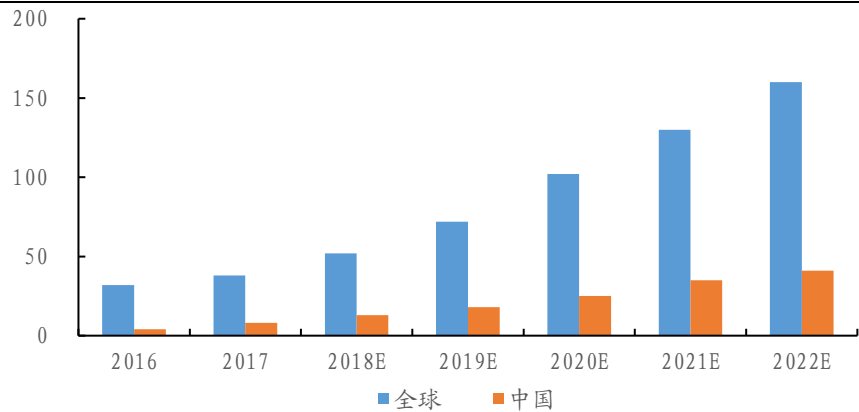
图表 45：广东洲明节能历年营业收入和净利润（万元）



资料来源：choice，东方财富证券研究所

目前，深圳市政府正逐步推进“多杆合一”的工作方案，率先打造“智慧道路”，“多杆合一”即对道路沿线的路灯杆、交通设施杆、路名牌、导向牌等进行整合，智慧路灯有望迎来重要的发展机遇。OFweek 数据显示，2017 年全球智慧路灯市场规模达 38.4 亿元，国内市场规模为 7.9 亿元，全球智慧路灯整体的渗透率仅有 2%。未来随着 5G 逐步实现商用，智慧城市建设不断加快，智慧路灯渗透率有望提升，预计 2022 年全球智慧路灯市场规模将超过到 160 亿元，复合增长率达 33.2%，国内市场规模突破 40 亿元，年复合增长率为 39%。公司提前布局，届时有望受益行业的快速发展。

图表 46：全球及国内智慧路灯市场规模（亿元）



资料来源：OFweek，东方财富证券研究所

室内高端照明是公司在 2017 年底通过收购东莞爱加照明展开业务。爱加照明成立于 2009 年，是一家集研发、生产、销售及提供照明解决方案与技术支持的专业建筑照明公司。公司旗下拥有“APLUS”和“VF”两个自有品牌，其中“APLUS”专注于店铺照明，服务于国内外知名家居、服装、餐饮等连锁品牌；“VF”专注于专业照明，主要服务酒店、会所、商场、博物馆、精品展厅及大型公共建筑等商业空间。进入上市公司体系后，爱加进一步明确了“高端酒店+精装住宅+高端办公楼+海外市场”四位一体的战略布局。

高端酒店领域：已完成青岛博览城威斯汀酒店（上合峰会国家领导人会议举办地）、杭州康莱德酒店、重庆朝天门洲际酒店等经典案例，并成为希尔顿欢朋酒店中国区域的指定灯具品牌；

精装住宅领域：已成为凯德地产/酒店、龙湖地产、珠海华发地产的灯具战略合作伙伴；

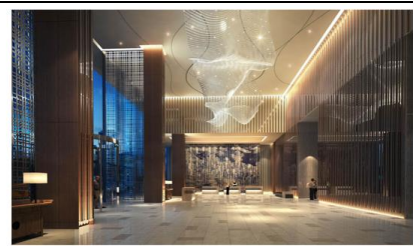
高端办公楼领域：开始逐步构建办公照明的销售体系；

海外市场：不断加强拓展海外设计师渠道，加强品牌在海外市场的影响力。

图表 47：爱加照明高端酒店照明案例



上海环球港凯悦酒店



苏州吴江盛虹万丽酒店

资料来源：爱加照明官网，东方财富证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 关键假设

显示业务：

1) 小间距业务：2018 年国内小间距市场规模增速约 55%，GGII 预计

2018-2020 年 CAGR 将达 44%，预计公司增速高于行业，18-20 年国内小间距营收增速可达 61%/55%/50%。2018-2022 年海外小间距市场规模 CAGR 约 11%，公司在海外布局早，出口量国内领先，给予高于行业的增速，18-20 年分别为 54%/30%/25%。小间距整体毛利率根据未来经销和直销占比进行测算，经销产品毛利率随着利亚德等厂商开拓渠道业务，会有所下降，此外未来随着政府综合解决方案需求提升，直销收入比例会逐渐提升，测算得出 18-20 年小间距毛利率大概维持在 27%。

- 2) 大间距业务：大间距业务主要包括雷迪奥的主要收入，蔷薇科技全部收入以及母公司和蓝普科技的部分收入。雷迪奥所在的租赁市场未来行业增速约 15%-20%，未来雷迪奥还将拓展固装业务，保守估计给予每年 20%的增速，毛利率假设稳定，约为 37%。蔷薇科技主要以广告屏为主，受宏观经济影响较大，保守估计每年 20%的增速，其在所处细分领域具有较强的品牌知名度，假设毛利率稳定，毛利率约 22%。母公司和蓝普科技的部分大间距产品以中低端为主，随着价格下滑未来预计营收增速分别为-12%/-10%/-10%，毛利率为 14%/13.5%/13%。

照明业务：

- 1) 专业照明业务：洲明节能智慧路灯业务不断拓展，爱加照明并入公司后不断扩大业务版图，预计 18-20 年专业照明营收增速分别为 70%/50%/30%，毛利率假设稳定，约 36%。
- 2) 景观照明业务：景观照明业务虽然政府投入有所减少，但目前公司体量较小，保守给予 18-20 年 292%/50%/30%的增速，毛利率假设稳定，参考同行业其他公司，约 35%。

图表 48：分业务预测（亿元）

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
小间距营收	15.25	24.00	34.20	47.40
YOY	72.71%	57.38%	42.50%	38.60%
毛利率	30.20%	26.75%	27.00%	27.08%
小间距国内营收	7.45	12.00	18.60	27.90
YoY	117.20%	61.07%	55.00%	50.00%
小间距国外营收	7.80	12.00	15.60	19.50
YoY	44.44%	53.85%	30.00%	25.00%
大间距营收	11.28	12.00	12.83	13.82
YoY	61.14%	6.38%	6.90%	7.76%
毛利率	28.60%	29.84%	30.73%	31.54%
显示板块合计	26.53	36.00	47.03	61.22
YoY	67.59%	35.70%	30.63%	30.19%
毛利率	29.52%	29.52%	28.02%	28.09%
专业照明营收	2.12	3.60	5.41	7.57
YoY	31.68%	70.00%	50.00%	40.00%
毛利率	37.61%	36%	36%	36%
景观照明营收	1.48	5.80	8.69	11.30
YoY		292%	50%	30%
毛利率	26.54%	35%	35%	35%
照明板块合计	3.60	9.40	14.10	18.87

YoY	123.60%	161.11%	50.00%	33.83%
毛利率	33.06%	35.38%	35.38%	35.40%
总营收	30.13	45.40	61.13	80.09
YoY	72.76%	50.68%	34.64%	31.03%
毛利率	30.04%	30.73%	29.72%	29.81%

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 49：小间距整体毛利率测算

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经销收入（亿元）	19.68	27.36	36.97	19.68
经销占比	82%	80%	78%	82%
毛利率	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
直销收入（亿元）	4.32	6.84	10.43	4.32
直销占比	18%	20%	22%	18%
毛利率	39.30%	39.00%	38.00%	39.30%
小间距合计收入（亿元）	24.00	34.20	47.40	24.00
小间距总体毛利率	26.75%	27.00%	27.08%	26.75%

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 50：大间距业务拆分（亿元）

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
雷迪奥营收	7.15	8.58	10.30	12.36
YoY	78.75%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	37%	37%	37%	37%
大间距产品占比	98%	95%	90%	85%
大间距产品营收	7.01	8.15	9.27	10.50
蔷薇科技营收	0.27	0.32	0.39	0.47
YoY		20%	20%	20%
毛利率	22%	22%	22%	22%
其他大间距营收（低端为主）	4.00	3.53	3.17	2.86
YoY	33.43%	-11.94%	-10.00%	-10.00%
毛利率	14.34%	14.00%	13.50%	13.00%
大间距合计营收	11.28	12.00	12.83	13.82
YoY	61.14%	6.38%	6.90%	7.76%
毛利率	28.60%	29.84%	30.73%	31.54%

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

4.2. 盈利预测

小间距产品仍有巨大的市场有待开发，公司竞争优势逐步凸显，未来增长具备高度可预见性。从预测数据来看，尽管 19/20 年公司毛利率水平会有 1 个百分点左右的下滑，但公司净利率水平持续提升，主要由于 2019 年政府工作报告中发布的制造业减税政策，将现行 16% 的税率降至 13%，从而提高公司的盈利

水平。

小间距逐步向中低端市场渗透，高端 Mini 市场尚未爆发，导致行业增速有所放缓，因此我们下调公司 19/20 年营业收入和 19 年归母净利润，2020 年随着 Mini 等爆发，公司盈利能力有望提升，因此上调 20 年归母净利润。调整后公司 19/20 年营业收入增速分别为 34.66%/31.01%，对应营业收入分别为 61.13/80.09 亿元，归母净利润增速分别为 50.81%/38.36%，对应归母净利润分别为 6.26/8.67 亿元，对应的 EPS 分别为 0.82/1.14，对应的 PE 分别为 16/12 倍。公司 18 年底发行 5.48 亿元可转债，19 年或将全部转股，按 9.45 元的转股价格，转股后公司总股本为考虑股本摊薄的影响，19 年 EPS 为 0.76。

图表 51：盈利预测关键财务数据

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3030.53	4539.83	6113.35	8009.15
增长率（%）	73.58	49.80	34.66	31.01
EBITDA（百万元）	434.03	616.43	811.54	1087.64
归母净利润（百万元）	284.30	415.24	626.25	866.50
增长率（%）	70.80	46.06	50.81	38.36
EPS（元/股）	0.37	0.55	0.82	1.14
市盈率（P/E）	35.24	24.13	16.00	11.56
市净率（P/B）	5.58	4.60	3.02	2.41
EV/EBITDA	22.33	15.17	10.43	6.76

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

5. 估值和建议

绝对估值

我们取 Choice 沪深 300 指数 2011 年至今平均收益率为市场收益 R_m ，十年期国债收益率为无风险利率 R_f 。假设公司保持目前杠杆结构不变，对应加权平均资本成本 WACC 为 8.81%。

图表 52：DCF 估值模型（FCFF）的基本假设（以 2018-03-08 为基准）

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	0.94	WACC	8.81%
市场收益率 R_m	9.41%	半显性增速	5.00%
无风险利率 R_f	3.19%	永续增速	0.50%
风险溢价	6.22%	公司价值	162.84 亿元
实际税率	14.67%	股票价值	157.15 亿元
债务利率	2.00%	每股价值	20.66 元

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

以 WACC 做折现率对公司进行 FCFF 估值，在已知三年显性期，假设三年半显性，三年过渡期后进入永续增长的四段式模型，公司 EV 约为 162.84 亿元，对应股本价值为 157.15 亿元，对应当前股本 2018 年每股价值为 20.66 元。

相对估值

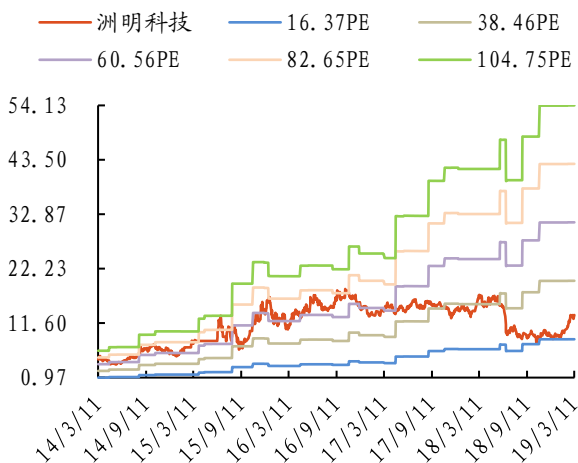
我们选取了 A 股上市的其他 LED 显示屏企业进行比较，公司估值水平在同行公司中处于中等。同时我们比较了公司历史估值水平，目前公司估值处于历史较低水平。

图表 53: 可比公司估值 (以 2019-03-08 为基准)

股票代码	简称	市值(亿元)	一致预期 PE (倍)			
			TTM	2018E	2019E	2020E
002475.SZ	利亚德	230.89	18.32	15.69	11.99	9.21
300136.SZ	艾比森	56.16	22.86	23.02	23.02	12.49
002241.SZ	奥拓电子	42.35	23.46	23.53	16.54	12.46
	平均	106.65	20.44	19.04	14.61	10.36
002008.SZ	洲明科技	94.78	22.82	22.82	15.13	10.94

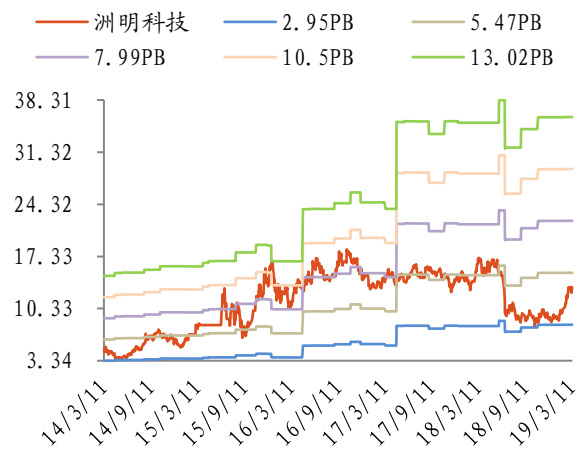
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 54: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 55: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

参考行业平均估值水平和公司历史估值水平，并结合目前市场情况以及公司经营情况，给予 2019 年 25 倍 PE，用摊薄后 EPS 计算，十二个月目标价 19.00 元，首次覆盖，上调评级至“买入”。

6. 风险提示

小间距渗透不及预期；
公司产能拓展不及预期。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2816.16	4624.27	6019.81	8054.41
货币资金	642.24	1823.36	2061.14	3071.16
应收及预付	1285.54	1752.19	2444.61	3068.00
存货	860.21	1020.56	1485.89	1887.09
其他流动资产	28.17	28.17	28.17	28.17
非流动资产	2075.42	1954.22	1962.51	1963.61
长期股权投资	231.78	250.01	265.01	280.01
固定资产	758.58	691.90	626.25	553.60
在建工程	107.71	67.71	117.71	167.71
无形资产	514.21	502.96	507.90	512.64
其他长期资产	463.14	441.64	445.64	449.64
资产总计	4891.58	6578.50	7982.33	10018.01
流动负债	2766.31	3220.82	4121.38	5402.78
短期借款	308.78	308.78	308.78	308.78
应付及预收	2456.48	2910.99	3811.55	5092.95
其他流动负债	1.04	1.04	1.04	1.04
非流动负债	78.78	918.15	270.15	170.15
长期借款	7.66	299.00	199.00	99.00
应付债券	0.00	548.03	0.03	0.03
其他非流动负债	71.12	71.12	71.12	71.12
负债合计	2845.09	4138.97	4391.52	5572.92
实收资本	634.72	634.72	692.71	692.71
资本公积	598.97	598.97	1088.98	1088.98
留存收益	724.98	1104.36	1691.69	2519.31
归属母公司股东权益	1793.86	2173.24	3308.57	4136.19
少数股东权益	252.63	266.28	282.23	308.90
负债和股东权益	4891.58	6578.50	7982.33	10018.01

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3030.53	4539.83	6113.35	8009.15
营业成本	2120.08	3144.80	4296.76	5621.62
税金及附加	20.11	28.15	39.74	52.06
销售费用	276.89	350.93	489.07	640.73
管理费用	222.15	190.67	256.76	344.39
研发费用	0.00	181.59	256.76	336.38
财务费用	41.18	-0.39	-36.37	-51.63
资产减值损失	56.97	163.28	102.94	74.23
公允价值变动收益	0.00	11.50	10.00	10.00
投资净收益	-0.45	-3.90	0.00	0.00
资产处置收益	-0.47	0.00	0.00	0.00
其他收益	30.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	323.15	488.40	717.69	1001.36
营业外收入	4.17	10.00	5.00	5.50
营业外支出	2.86	0.60	0.50	0.50
利润总额	324.46	497.80	722.19	1006.36
所得税	36.75	73.03	84.28	117.44
净利润	287.71	424.77	637.91	888.92
少数股东损益	3.41	13.66	15.95	26.67
归属母公司净利润	284.30	411.12	621.96	862.25
EBITDA	434.03	611.43	806.54	1082.64

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	122.69	377.90	520.38	1285.16
净利润	287.71	424.77	637.91	888.92
折旧摊销	68.39	114.03	120.71	127.91
营运资金变动	-321.61	-329.27	-354.14	188.59
其它	88.21	168.37	115.89	79.74
投资活动现金流	-604.79	17.67	-120.50	-120.00
资本支出	-221.19	13.30	-105.50	-105.00
投资变动	-383.60	4.37	-15.00	-15.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	288.56	785.55	-162.09	-155.15
银行借款	328.03	291.34	-100.00	-100.00
债券融资	186.10	548.03	-548.01	0.00
股权融资	185.36	0.00	548.01	0.00
其他	-410.93	-53.82	-62.09	-55.15
现金净增加额	-193.54	1181.12	237.79	1010.01
期初现金余额	777.56	642.24	1823.36	2061.14
期末现金余额	570.31	1823.36	2061.14	3071.16

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%)				
营业收入增长	73.58	49.80	34.66	31.01
营业利润增长	81.76	51.14	46.95	39.53
归属母公司净利润增长	70.80	44.61	51.29	38.63
获利能力 (%)				
毛利率	30.04	30.73	29.72	29.81
净利率	9.38	9.06	10.17	10.77
ROE	15.85	18.92	18.80	20.85
ROIC	9.38	8.11	8.88	9.91
偿债能力				
资产负债率 (%)	58.16	62.92	55.02	55.63
净负债比率	-0.16	-0.27	-0.43	-0.60
流动比率	1.02	1.44	1.46	1.49
速动比率	0.71	1.12	1.10	1.14
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.79	0.84	0.89
应收账款周转率	4.17	3.85	3.87	3.87
存货周转率	2.91	3.34	3.43	3.33
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.54	0.82	1.13
每股经营现金流	0.19	0.60	0.75	1.86
每股净资产	2.83	3.42	4.78	5.97
估值比率				
P/E	35.24	24.37	16.11	11.62
P/B	5.58	4.61	3.03	2.42
EV/EBITDA	22.33	15.29	10.50	6.79

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。