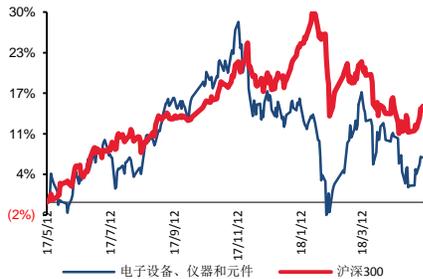


LED

LED 行业 2018 年报&2019Q1 季报梳理

■ 走势对比



■ 子行业评级

相关研究报告：

证券分析师：刘翔

电话：021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517060001

证券分析师：刘尚

电话：021-61375790

E-MAIL: liushang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090005

报告摘要

行业增长回落，下游显示屏仍然是亮点。全行业 2018 年营收增速为 14.43%，其中芯片/封装/显示/照明营收增速分别为 3.52%/9.81%/23.28%/-0.85%。随着行业景气下行，LED 中上游增幅放缓显著；而下游受需求疲弱及贸易摩擦影响，上市公司营收整体陷入负增长。行业下游仍然保持高增速，特别是 LED 显示，仍然保持 20% 以上的增速。由于一季度是行业淡季，加上周期下行因素，财务数据全面低迷，但是随着旺季来临，我们判断二三季度将有所改善。

2019Q1 下游盈利能力改善，预示需求或将回暖。在行业下行期，上下游盈利能力出现分化，上游芯片毛利率与净利率持续下滑，而中下游在经历利润率触底后逐步回升，这是周期末端的信号之一。2019Q1 封装、显示和照明板块净利率都有所回升，一方面上游芯片降价带来成本降低，另一方面也需要下游订单充足配合，我们认为下游净利率的触底反弹一定程度上反映了下游需求的健康状态，或许是行业整体回暖的前兆。

LED 景气恢复或需明年，重点关注下游新需求带来的边际拉动。我们预计行业今年下半年开始逐步好转，但是全面回暖可能要等到 2020 年春节后。经历两年的消化后，明年上游供需大概率回归平衡状态；而需求端照明开始逐步恢复（从 2019Q1 照明企业可以看出一些迹象），下游 miniLED 与 COB、四合一等新技术带动下，LED 将在背光、显示领域迎来新的需求爆发机会，而在 2020 年我们会看到明显的边际拉动。在这样的背景下，我们建议重点关注下游显示屏企业与中上游在 mini 方面具备技术领先优势的企业。推荐三安光电、国星光电、洲明科技与利亚德。

风险提示。LED 需求疲弱或新需求不及预期；LED 芯片供给超预期；小企业抛售带来芯片价格大幅波动。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 19/5/7
			18	19E	20E	21E	18	19E	20E	21E	
600703.SH	三安光电	买入	0.69	0.62	0.72	0.80	16.87	18.69	16.28	14.47	11.64
002745.SZ	木林森	增持	0.57	0.68	0.86	0.95	21.86	18.25	14.43	13.06	12.41
002449.SZ	国星光电	买入	0.72	0.87	1.08	1.33	19.08	15.79	12.72	10.33	13.74
300232.SZ	洲明科技	买入	0.54	0.76	0.94	1.21	20.98	15.04	12.11	9.40	11.36
300296.SZ*	利亚德	买入	0.51	0.64	0.80	0.97	15.77	12.57	10.06	8.29	8.07

资料来源：*来自wind 一致预期，太平洋证券整理

目录

一、 综述：行业增长回落，但有回暖迹象.....	5
(一) 样本的选取和分析指标.....	5
(二) 2018 年增速回落，2019Q1 延续低迷态势.....	5
(三) 盈利能力分化，下游利润率触底回升.....	8
(四) 现金流相对较好，上游好于下游.....	9
(五) 销售费用率普遍上升，管理费用率下降.....	10
(六) 上游被动累库存，下游主动去库存.....	11
二、 总结.....	12
三、 风险提示.....	13

图表目录

图表 1: 样本的选取.....	5
图表 2: LED 板块营收规模与增速 (亿元)	6
图表 3: 各子板块中 LED 显示仍然保持高增速 (亿元)	6
图表 4: LED 板块利润规模与增速 (亿元)	6
图表 5: 各子板块利润端下滑趋势明显.....	6
图表 6: LED 芯片板块营收规模与增速 (亿元)	7
图表 7: LED 芯片板块利润规模与增速 (亿元)	7
图表 8: 主要 LED 芯片企业营收增速.....	7
图表 9: 主要 LED 芯片企业归母净利润增速.....	7
图表 10: LED 芯片板块营收规模与增速 (亿元)	7
图表 11: LED 芯片板块利润规模与增速 (亿元)	7
图表 12: 主要 LED 显示屏企业营收增速.....	8
图表 13: 主要 LED 显示屏企业归母净利润增速.....	8
图表 14: LED 行业毛利率变化.....	9
图表 15: LED 各板块毛利率变化.....	9
图表 16: LED 各板块净利率变化.....	9
图表 17: LED 板块现金流整体较好.....	10
图表 18: 上游现金流好于下游.....	10
图表 19: LED 行业期间费用率变化	10
图表 20: 各板块销售费用率变化.....	10
图表 21: 各板块管理费用率.....	11
图表 22: 各板块财务费用率变化.....	11
图表 23: LED 板块存货高企.....	11
图表 24: LED 板块存货周转天数攀升.....	11
图表 25: LED 芯片板块存货周转率攀升最为显著.....	错误!未定义书签。

一、综述：行业增长回落，但有回暖迹象

(一) 样本的选取和分析指标

我们选取LED上中下游最具代表性的公司作为统计样本,LED芯片选取三安光电、华灿光电、澳洋顺昌、乾照光电、聚灿光电;LED封装选取木林森、国星光电、鸿利智汇、瑞丰光电、长方集团、聚飞光电;LED显示选取利亚德、洲明科技、艾比森、奥拓电子、联建光电;LED照明选取欧普照明、阳光照明、得邦照明、佛山照明、三雄极光、飞乐音响、太龙照明。

我们从成长性、盈利能力和营运能力等方面对公司经营情况进行分析。①成长性:营收、利润规模与增速;②盈利能力:毛利率与净利率、期间费用率等;③营运能力:应收账款、存货周转率、现金流等。

图表 1: 样本的选取

细分行业	公司	细分行业	公司
LED 芯片	三安光电 华灿光电 澳洋顺昌 乾照光电 聚灿光电	LED 显示	利亚德 洲明科技 艾比森 奥拓电子 联建光电
LED 封装	木林森 国星光电 鸿利智汇 瑞丰光电 长方集团 聚飞光电	LED 照明	欧普照明 阳光照明 得邦照明 佛山照明 三雄极光 飞乐音响 太龙照明

资料来源: WIND, 太平洋证券

(二) 2018 年增速回落, 2019Q1 延续低迷态势

2018年LED行业步入下行期,2019年持续低迷。全行业2018年营收增速为14.43%,其中芯片/封装/显示/照明营收增速分别为3.52%/9.81%/23.28%/-0.85%。随着行业景气下行,LED中上游增幅放缓显著;而下游受需求疲弱及贸易摩擦影响,上市公司营收整体陷入负增长。行业下游仍然保持高增速,特别是LED显示,仍然保持20%以上的增速。2019年Q1,低迷的状态仍在持续,产业链各环节降幅均有所扩大。芯片/封装/显示/照

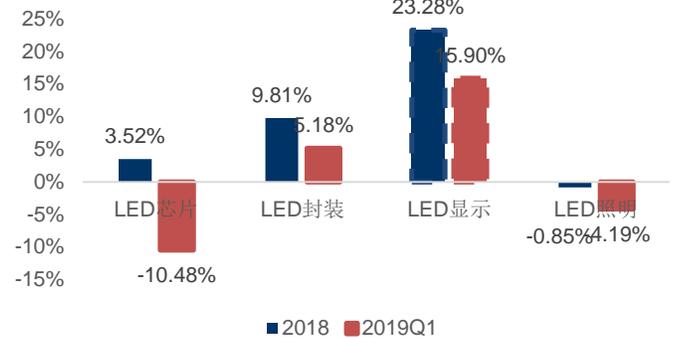
明营收增速分别为-10.48%/5.18%/15.90%/-4.19%。由于一季度是行业淡季，加上周期下行因素，财务数据全面低迷，但是随着旺季来临，我们判断二三季度将有所改善。

图表 2: LED 板块营收规模与增速 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 3: 各子板块中 LED 显示仍然保持高增速 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券; 注: LED 封装扣除木林森收购的 LEDVANCE 数据

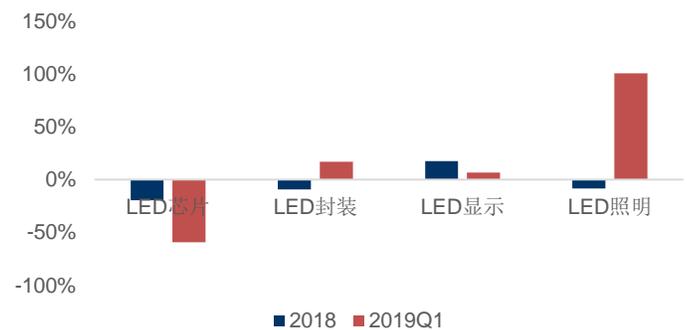
利润端来看，下滑趋势亦非常明显，但是19Q1数据显示乐观信号。2018年全行业利润增速为-4.59%，其中芯片/封装/显示/照明归母净利润增速分别是-19.38%/-9.15%/17.59%/-8.26%。除显示板块外均陷入负增长。而2019Q1的数据来看，除了上游芯片负增长继续扩大外，中下游各环节均有恢复的现象，特别是照明板块。行业下行阶段，利润被侵蚀最深的是上游原材料芯片，下游则享受成本下降带来的好处，随着需求回暖，下游利润将持续放大，从Q1的数据中我们已经看到一些端倪。

图表 4: LED 板块利润规模与增速 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 5: 各子板块利润端下滑趋势明显



资料来源: WIND, 太平洋证券

周期性最强的上游芯片在此轮下行中最为剧烈，几乎所有的芯片厂在2019Q1均实

现营收与利润的同时负增长。这波洗牌将在2019年持续，而之后，龙头企业将获得更强的优势。

图表 6: LED 芯片板块营收规模与增速 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 7: LED 芯片板块利润规模与增速 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 8: 主要LED芯片企业营收增速

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
三安光电	22.71%	6.08%	29.11%	33.82%	-0.35%	-11.10%
华灿光电	123.30%	35.31%	65.62%	66.21%	3.87%	-22.54%
乾照光电	-11.08%	44.12%	87.09%	-1.68%	-8.91%	-12.33%
澳洋顺昌	8.50%	4.41%	21.56%	86.32%	18.58%	-9.16%
聚灿光电	75.28%	18.81%	36.61%	29.32%	-10.02%	67.45%

资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 9: 主要LED芯片企业归母净利润增速

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
三安光电	41.15%	15.88%	27.86%	46.04%	-10.56%	-35.85%
华灿光电	1155.01%	-205.56%	378.43%	87.92%	-51.43%	-201.71%
乾照光电	-47.00%	-261.38%	153.63%	335.20%	-14.52%	-94.59%
澳洋顺昌	83.32%	41.40%	-14.83%	72.36%	-36.35%	-56.13%
聚灿光电	394.26%	-58.95%	158.82%	81.53%	-81.48%	-442.93%

资料来源: WIND, 太平洋证券

而下游显示屏行业仍然是整个LED板块的亮点。2018与2019Q1营收端均实现正增长，且普遍在20%以上，利润端增速虽然有所放缓，但相对来看仍然景气，如2019Q1洲明科技利润增速高达56.65%，利亚德利润增速为12.13%，但是在去年高基数上实现的，仍然难得。

图表 10: LED 显示板块营收规模与增速 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 11: LED 显示板块利润规模与增速 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券; 剔除联建光电

图表 12: 主要LED显示屏企业营收增速

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
奥拓电子	31.00%	-20.13%	55.91%	127.78%	51.12%	-31.09%
洲明科技	23.38%	34.21%	33.65%	73.58%	49.29%	30.09%
利亚德	51.64%	71.42%	116.45%	47.80%	19.01%	23.50%
艾比森	47.92%	-6.11%	15.04%	32.71%	28.39%	26.50%

资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 13: 主要LED显示屏企业归母净利润增速

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
奥拓电子	39.86%	-68.18%	302.88%	53.00%	36.09%	-16.17%
洲明科技	84.58%	86.61%	46.57%	70.80%	45.01%	56.65%
利亚德	101.08%	105.05%	102.19%	80.88%	4.53%	12.13%
艾比森	38.96%	-20.97%	20.57%	-29.96%	127.00%	27.89%

资料来源: WIND, 太平洋证券

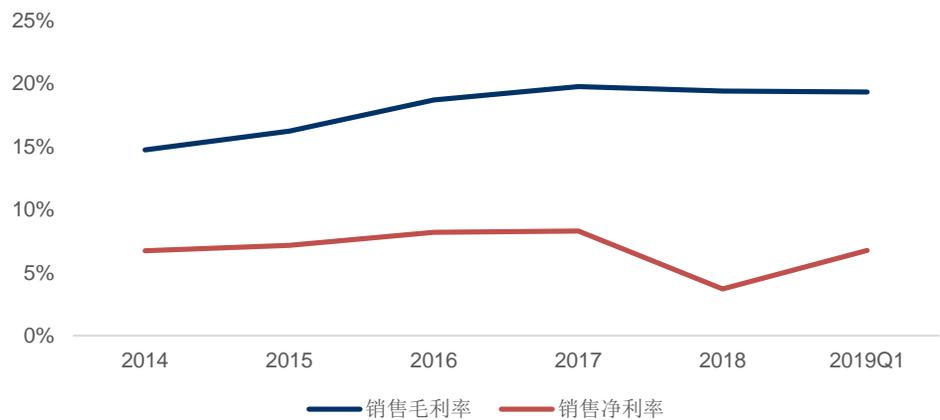
(三) 盈利能力分化, 下游利润率触底回升

从毛利率角度看, 2018年&2019Q1整体变化不大, 毛利率分别为19.43%/19.34%, 但从各细分板块来看, 差异较为明显。芯片端毛利率降幅最为明显, 2017~2019Q1毛利率分别是39.28%、33.49%、22.85%, 呈明显下滑态势, 也是行业下行期最明显的表现。而封装环节和下游照明环节毛利率呈上升态势, 2017~2019Q1毛利率变化情况分别为21.75%→24.79%→27.41%、28.62%→27.57%→29.00%。

净利率方面，芯片净利率随毛利率呈下滑态势，但是下游板块则有不同的表现。在经历2018年触底后，2019Q1封装、显示和照明板块净利率都有所回升。一方面上游芯片降价带来成本降低，另一方面也需要下游订单充足配合，我们认为下游净利率的触底反弹一定程度上反映了下游需求的健康状态。

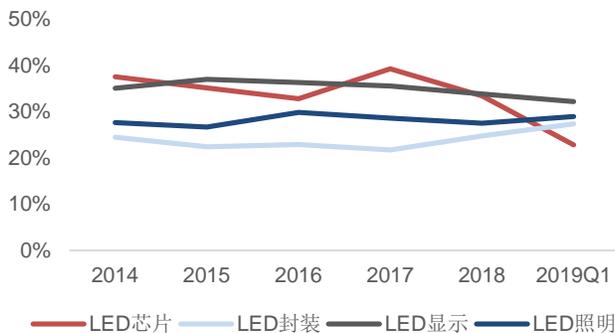
总而言之，下行周期中，LED上下游盈利能力伴随议价能力，从上游向下游转移。而下游利润率触底回升，则是行业回暖的前兆。

图表 14：LED行业毛利率变化



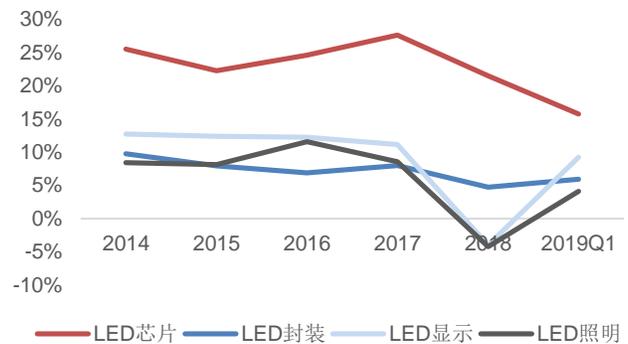
资料来源：WIND，太平洋证券

图表 15：LED 各板块毛利率变化



资料来源：WIND，太平洋证券

图表 16：LED 各板块净利率变化



资料来源：WIND，太平洋证券

(四) 现金流相对较好，上游好于下游

现金流角度，板块整体表现不错，2018年同比增长59.76%，2019Q1同比增长15.06%。

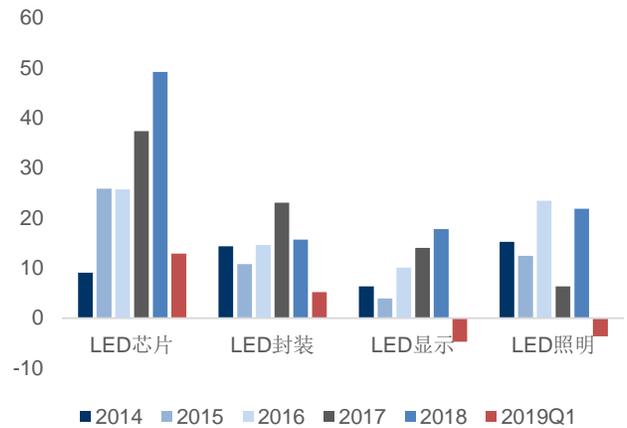
分板块来看，上游芯片在降价情况下，仍能实现现金流为正，但是2019Q1也出现了负增长；与之对应的是封装板块2019Q1现金流大增。而下游显示板块与照明板块现金流在一季度均为负值，表现不佳。

图表 17: LED 板块现金流整体较好



资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 18: 上游现金流好于下游



资料来源 WIND, 太平洋证券

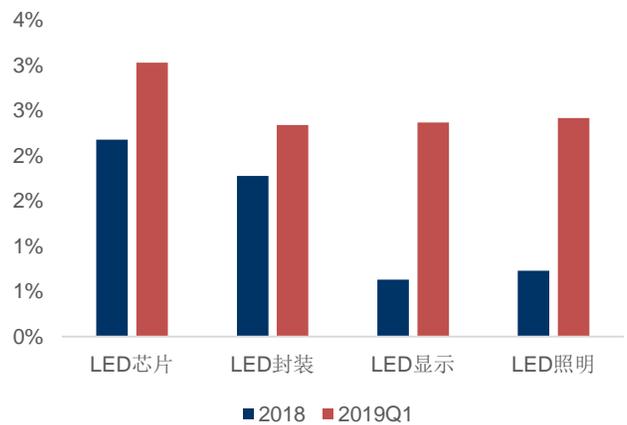
(五) 销售费用率普遍上升，管理费用率下降

期间费用率先降后升，主要变量来自销售费用率提升。2018年行业整体期间费用率为10.86%，同比下滑1.18pct，但是2019Q1又回升1.50pct。关键变量在于销售费用率，2017~2019Q1销售费用率变化情况为4.67%→5.60%→6.39%，呈不断上升趋势。行业竞争激烈之时，销售费用支出开始放大。

图表 19: LED 行业期间费用率变化



图表 20: 各板块销售费用率变化



资料来源：WIND，太平洋证券

资料来源：WIND，太平洋证券

管理费用率普遍下降，财务费用率提升。全行业2018/2019Q1管理费用率分别为4.30%/4.52%，处于历史较低水平；财务费用率在2019Q1达到1.45%，是近几年的高点，也是Q1期间费用率上升的原因之一。

图表 21：各板块管理费用率



资料来源：WIND，太平洋证券

图表 22：各板块财务费用率变化



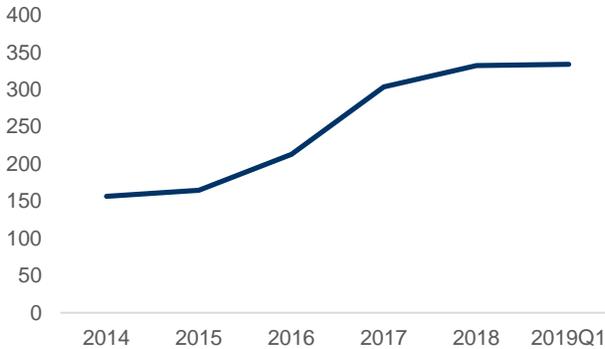
资料来源：WIND，太平洋证券

（六）上游被动累库存，下游主动去库存

整体而言，LED行业存货仍然高企，但是也出现上下游分化。上游各大芯片厂存货仍然高企，而中游封装和下游照明都有主动去库存的动作，反映行业下游需求确实疲弱。另一方面，下游主动去库存已经有两个季度之久，我们认为离主动补库存阶段已经不远。

图表 23：LED 板块存货高企

图表 24：中游封装与下游照明存货水平开始下降



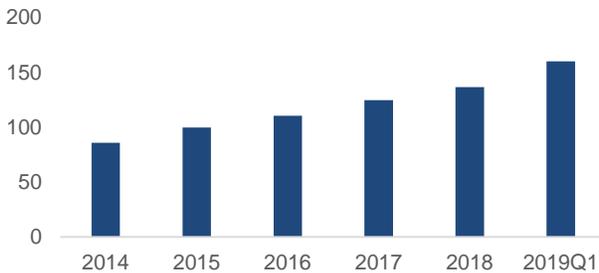
资料来源: WIND, 太平洋证券



资料来源: WIND, 太平洋证券

全行业存货周转天数持续攀升中, 到一季度已经达到160天。各板块中, 芯片存货周转天数攀升最为显著, 达到350天, 其余各环节均有所增加。(如果不考虑木林森并表的LEDVANCE存货水平, 封装板块存货周转率预计是下降的)

图表 25: LED 板块存货周转天数攀升



资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 26: LED 芯片板块存货周转率攀升最为显著



资料来源: WIND, 太平洋证券

二、总结

上市公司财务数据普遍低迷, 但是仍不乏亮点。随着行业景气下行, LED中上游增幅放缓显著; 而下游受需求疲弱及贸易摩擦影响, 上市公司营收整体陷入负增长。行业下游仍然保持高增速, 特别是LED显示, 仍然保持20%以上的增速。由于一季度是行业淡季, 加上周期下行因素, 上市公司财务数据全面低迷, 但是随着旺季来临, 我们判断二三季度将有所改善。

2019Q1下游盈利能力改善, 预示需求或将回暖。在行业下行期, 上下游盈利能力出现分化, 上游芯片毛利率与净利率持续下滑, 而中下游在经历利润率触底后逐步回升, 这是周期末端的信号之一。2019Q1封装、显示和照明板块净利率都有所回升, 一方面上游芯片降价带来成本降低, 另一方面也需要下游订单充足配合, 我们认为下游

净利率的触底反弹一定程度上反映了下游需求的健康状态，或许是行业整体回暖的前兆。

LED景气全面恢复或需明年，重点关注下游新需求带来的边际拉动。我们预计行业今年下半年开始逐步好转，但是全面回暖可能要等到2020年春节后。经历两年的消化后，明年上游供需大概率回归平衡状态；而需求端照明开始逐步恢复（从2019Q1照明企业可以看出一些迹象），下游miniLED与COB、四合一等新技术带动下，LED将在背光、显示领域迎来新的需求爆发机会，而在2020年我们会看到明显的边际拉动。在这样的背景下，我们建议重点关注下游显示屏企业与中上游在mini方面具备技术领先优势的企业。推荐三安光电、国星光电、洲明科技与利亚德。

三、风险提示

LED需求疲弱或新需求不及预期。下游需求仍然是整个行业最大的变量，若照明需求持续低迷甚至下滑，LED行业恢复可能需要更长时间，产业链相关公司都会受到影响。

LED芯片供给超预期。目前虽然有小芯片厂退出市场，但是仍然有新进入者，大厂也有扩产动作，这有可能使得芯片供过于求持续。

小企业抛售带来芯片价格大幅波动。芯片市场价格很多时候取决于二三线企业，特别是低端产品。这些小企业的抛售行为可能使得芯片价格波动。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 19/5/7
			18	19E	20E	21E	18	19E	20E	21E	
600703.SH	三安光电	买入	0.69	0.62	0.72	0.80	16.87	18.69	16.28	14.47	11.64
002745.SZ	木林森	增持	0.57	0.68	0.86	0.95	21.86	18.25	14.43	13.06	12.41
002449.SZ	国星光电	买入	0.72	0.87	1.08	1.33	19.08	15.79	12.72	10.33	13.74
300232.SZ	洲明科技	买入	0.54	0.76	0.94	1.21	20.98	15.04	12.11	9.40	11.36
300296.SZ*	利亚德	买入	0.51	0.64	0.80	0.97	15.77	12.57	10.06	8.29	8.07

资料来源：*来自wind 一致预期，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。