

海洋王 (002724)

公司研究/深度报告

国内特种照明领军企业，差异化发展典范

深度研究报告/电子元器件

2019 年 09 月 11 日

报告摘要:

● 专业照明行业，国内领先的特殊环境照明企业

1) 公司产品主要定位于中高端市场，涵盖固定照明设备、移动照明设备和便携照明设备三大系列，包括 200 多种型号，广泛应用于电力、冶金、铁路、油田、石化、公安、消防等关系到国计民生的重要基础行业，销售规模在内资企业中处于领先地位。2) 公司利润稳步增长。2018 年公司实现营业收入 12.53 亿元，较上年增长 14%，归母净利润 1.90 亿元，同比增长 25%，业绩创历史新高。

● 特殊环境照明行业进入产业整合阶段，产品向中高端产品升级

1) 照明行业受经济影响较大，LED 等节能光源的推广应用将促进行业升级。照明行业的发展方向越来越突出产品质量优势，产品从低附加值向高附加值升级，LED 照明行业的渗透率进一步提升。2) 我国下游行业的快速发展进一步推动特殊环境照明行业的发展。近年来我国固定资产投资规模不断增长，宏观经济增速较快，为特殊环境照明行业奠定了良好的发展基石。3) 我国特殊环境照明市场进入纵深化发展和整合阶段，市场竞争激烈化，行业进一步整合；产品差异化成为特殊环境照明行业的显著特征。

● “照明+互联网”为照明行业注入发展新动力

随着“互联网+”等新技术的发展，工业照明领域也从单一的照明模式进入到“照明+互联网”的新时代。2018 年全球智能照明市场规模约为 148.78 亿美元，预测到 2020 年可达 243.41 亿美元，有望成为照明行业新蓝海。2018 年我国智能照明市场的规模约为 182 亿元，2015-2018 年 CAGR 达 30%。2018 年“照明+互联网”产品的销售收入已实现快速增长，公司凭借现有的“照明+互联网”技术，在特殊环境照明领域已处于行业领先地位。

● 投资建议

预测公司 19-21 年归母净利润为 2.29 亿元、2.86 亿元、3.57 亿元，对应估值为 21 倍、17 倍、14 倍。参考 SW 电子制造行业 PE 为 36 倍，考虑到公司在特殊环境照明行业的领先地位，首次评级，给予“推荐”评级。

● 风险提示

1、期间费用率占比提升；2、宏观经济波动以及下游行业波动；3、行业竞争加剧；4、原材料价格波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,253	1,522	1,836	2,230
增长率（%）	14.2%	21.4%	20.6%	21.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	190	229	286	357
增长率（%）	25.0%	20.8%	24.8%	24.7%
每股收益（元）	0.26	0.32	0.40	0.50
PE（现价）	25.6	21.2	17.0	13.6
PB	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

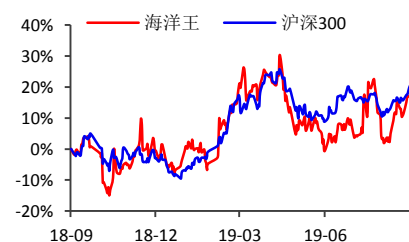
首次评级

当前价格： 6.75 元

交易数据 2019-9-10

近 12 个月最高/最低(元)	7.29/4.75
总股本（百万股）	720
流通股本（百万股）	332
流通股比例（%）	46.12
总市值（亿元）	49
流通市值（亿元）	22

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：胡独巍

执业证号： S0100518100001

电话： 010-85127512

邮箱： huduwei@mszq.com

相关研究

目录

一、深耕特殊环境照明行业二十余年，处于行业领先地位	3
(一) 专注专业照明行业，国内领先的特殊环境照明企业	3
(二) 公司产品质量卓越，品种齐全，下游应用领域广	4
(三) 完善的销售和服务体系，机构客户深耕能力强	5
(四) 竞争力明显超越同行，产品盈利能力强	6
二、受益基建规模扩大及下游应用增长，特殊环境照明行业增长潜力较大	9
(一) 全球照明市场成长乏力，专业照明行业渗透率仍然较低	9
(二) 全球通用照明行业成长乏力，专业照明市场存在机会	11
(三) 全球照明产业转移，我国下游应用领域存在新增长点	12
(四) 特殊环境照明市场进入纵深化发展阶段，利好头部企业	13
三、“照明+互联网”带来发展新动力	14
(一) 智能化成为未来照明的发展方向	14
(二) 智能照明行业成为市场新蓝海	15
四、盈利预测与投资建议	17
五、风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

一、深耕特殊环境照明行业二十余年，处于行业领先地位

(一) 专注专业照明行业，国内领先的特殊环境照明企业

海洋王照明科技股份有限公司成立于 1995 年 8 月，是一家专业从事特殊环境照明设备的研发、生产、销售和服务的民营高新技术企业。公司产品主要定位于中高端市场，涵盖固定照明设备、移动照明设备和便携照明设备三大系列，包括 200 多种型号，广泛应用于电力、冶金、铁路、油田、石化、公安、消防、煤炭、部队、港口、场馆、民航、船舶和机械制造等关系到国计民生的重要基础行业，销售规模在内资企业中处于领先地位。

公司处于照明行业中的特殊环境照明行业，其相对于普通环境应用下的照明设备提出了更高的设计与功能要求，需满足易燃易爆、强振动、强冲击、强腐蚀、高低温、高湿、高压、电磁干扰、宽电压输入等各种特殊环境下的照明需求，技术要求较高。

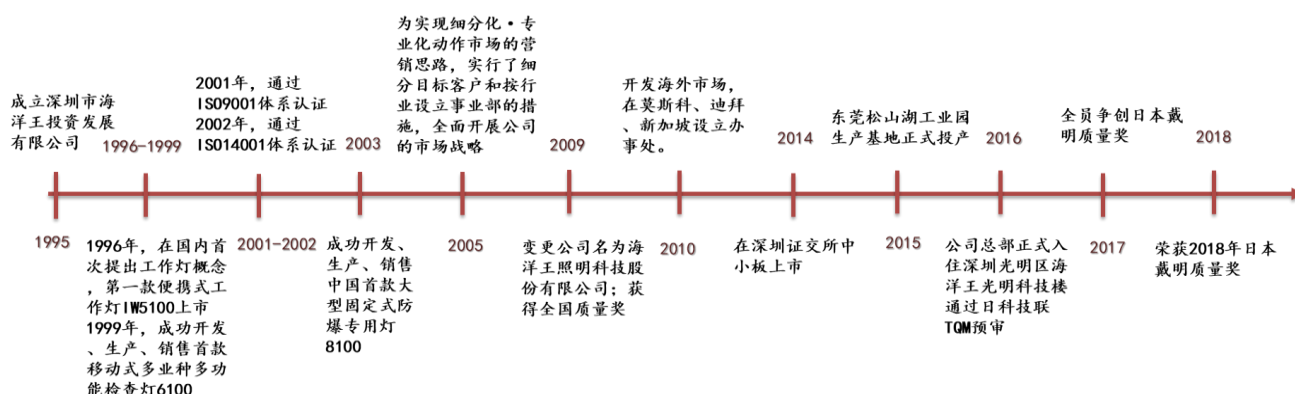
表 1：公司主要产品

类别	名称	图示	应用领域
固定照明设备	NGC9830 防眩悬挂灯		适用于各类厂区、车间、场站和大型设施、场馆等场所作泛光照明
	NTC9221 外场强光投光灯		适用于场馆、广场、体育场、高尔夫球场、大型建筑物、货柜场、港口、码头等场所作投光照明
	BFC8110 防爆泛光灯		适用于各种易燃易爆场所以及室外作业、施工现场及装置、设施等场所作大面积泛光照明
	NTC9300 投光灯		适用于车站、码头、广场、车间、变电站、工程施工、特种机械等场所和设施照明；适用于城市景观、建筑物立面作美化照明
	BFC8120 内场强光防爆灯		适用于石油、化工、油库、船舶及其它特殊危险场所和环境及装置做固定泛光照明
	BPC8760 LED 防爆平台灯		适用于油田钻井平台、石化装置等易燃易爆的危险场所固定照明；适用于要求光源寿命极长，能瞬时启动的各种户内外场所
移动照明设备	6110 全方位自动泛光工作灯		适用于电力、铁路、消防、市政等行业户外移动照明；适用于各种户外施工作业、维护抢修、事故处理、抢险救灾等作移动照明和应急照明
	YFW6211A 遥控探照灯		适用于冶金、电力、工矿企业等的全方位多角度照明；适用于各种作业、事故抢修、旷野和海上等场所作远距离搜索、巡查等移动工作照明
	FW6102GF 防爆工作灯		适用于石油、化工、机场、船舶、电力、冶金、部队等行业作移动照明；适用于易燃易爆场所作移动照明
	FW6101 防爆移动灯		适用于石油、石化、船舶等行业的防爆区域作大范围移动照明使用；适用于部队、公安、铁路、冶金、机场、电力、隧道、工矿企业等作业现场、事故抢修等大范围移动照明
便携照明设备	JW7622 多功能强光巡检电筒		适用于铁路、航运、部队、警察和工矿企业及各种野外工作场所作移动照明和信号指示；适用于各种急难救助、定点搜索、紧急事故处理
	FL4800 强光防爆方位灯		适用于石油、石化、船舶等易燃易爆和特殊场所作信号指示；适用于各种施工、抢险、救护工作人员作警告标志、方位指示以及信号联络用
	RJW7101/LT 手提式防爆探照灯		适用于各种易燃易爆场所及水下作业；适用于电力、冶金、石油、石化、铁路、部队、消防及各工矿企业作移动照明
	IW5510/JU 手摇式充电巡检工作灯		适用于铁路、电力、冶金、石油、石化、铁路、部队、消防航运、交通管理等行业；适用于各种施工、抢险、救护工作人员做移动照明
	MSL4730/LT 多功能袖珍信号灯		适用于铁路、航运及其它交通运输业、特殊行业作为信号指示、安全警示；适用于各种工作场所作移动照明

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

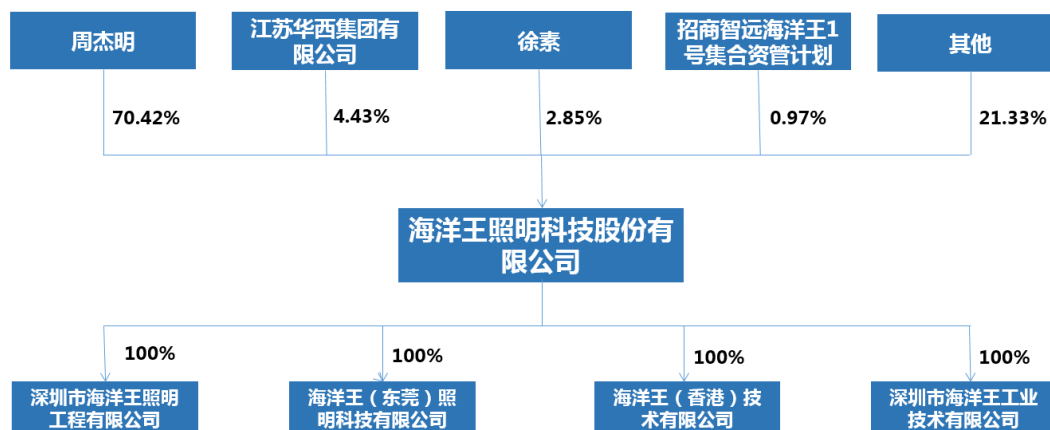
公司是由原深圳市海洋王投资发展有限公司依法整体变更设立的股份有限公司，上市前后公司的实际控制人均为周明杰、徐素夫妇。上市前周明杰先生持有公司 28,131.40 万股股份，占股本总额的 80.37%，为公司控股股东；周明杰先生之妻徐素女士持有公司 1,137.50 万股股份，占股本总额的 3.25%，周明杰、徐素夫妇合计持有公司 83.62% 的股份，处于绝对控股地位。截至 2019 年上半年，周明杰先生持有股份占股本总额的 70.42%，徐素女士持有股份占股本总额的 2.85%，周明杰、徐素夫妇合计持有公司 73.27% 的股份，仍处于绝对控股地位。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 2：2019 年半年报公司股权结构



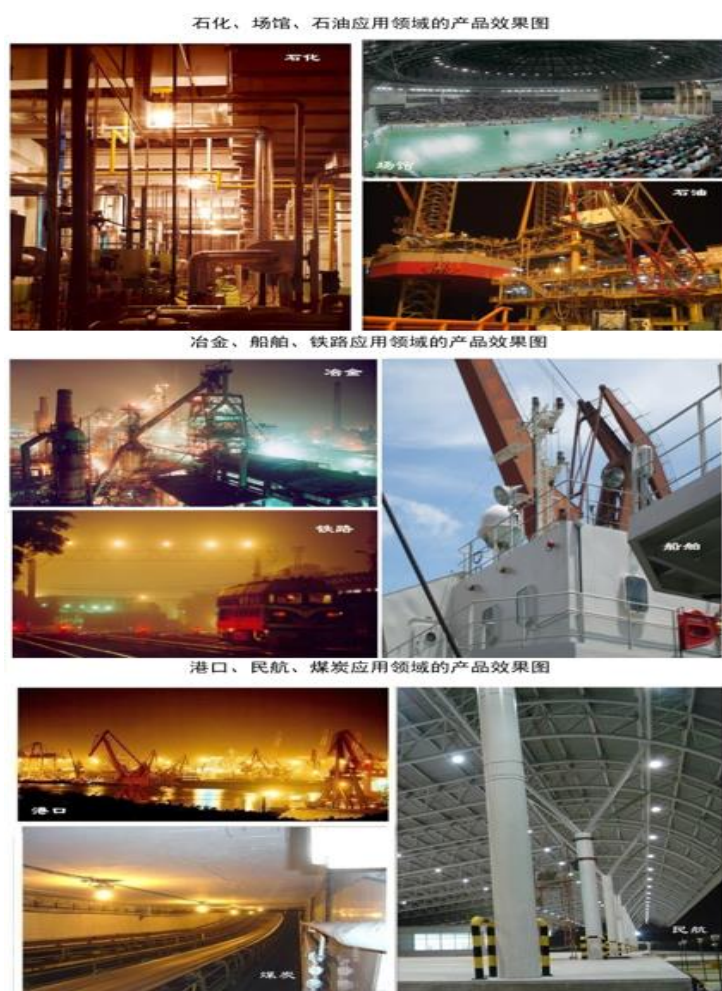
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）公司产品质量卓越，品种齐全，下游应用领域广

公司注重质量管理，建立了完备的产品体系。公司产品应用领域为具有易燃易爆、强振动、强冲击、强腐蚀等特性的特殊环境，特殊环境对照明设备的质量和性能要求严格，只有具备完善、高效的全面质量管理体系和较高的供应链管理水平的企业才能适应激烈的市场竞争，占据较高的市场份额。

产品质量突出，型号丰富。公司近 10 年推进 TQM（全面质量管理），获得 2018 年戴明奖，是国内首家获“戴明奖”的企业。特殊环境对照明系统的工作可靠性提出了非常高的要求，需要针对具体环境设计不同的照明系统。因此，特殊环境照明企业产品品种的多样性十分重要，品种越齐全，在订单获取方面就越占优势，获得订单的机会越高。公司产品涵盖固定照明设备、移动照明设备和便携照明设备三大系列，共计 200 多种型号的特殊环境照明设备体系，产品种类丰富，能够快速响应客户个性化需求，在订单竞争和获取中占有优势。

图 3：公司产品应用领域广阔



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

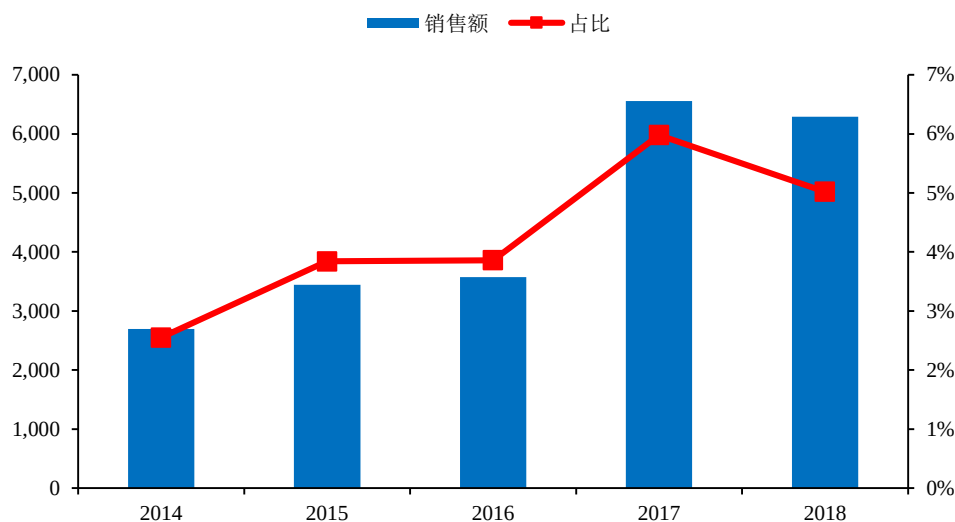
（三）完善的销售和服务体系，机构客户深耕能力强

采用与大型机构客户相适应的直销模式，附加值服务较高。公司的客户群体中 85% 以上为大型机构客户，以大中型国有企业、政府机关、事业单位等为主，主要分布于电力、冶金、铁路、油田、石化等行业，对特殊环境下的照明设备有较高的安全性和稳定性要求。

单一客户集中度低，受单一行业和客户波动影响小。为满足客户的差异化需求，公司主要采取直销模式，而同行业上市公司主要采取经销商模式。公司直销模式将客户服务作为增

加产品附加值、形成差异化竞争优势的关键因素。直销模式适合特殊环境照明行业“小众化、差异化、多样化”的市场需求，且有利于培育客户，提高客户忠诚度。2014-2018 年，公司向前五大客户的销售金额占营业收入的比重分别为 2.55%、3.84%、3.86%、5.98%和 5.02%，客户集中度较低，客户需求呈现多样化、个性化的特点。

图 4：前五大客户销售额及占比情况（万元）



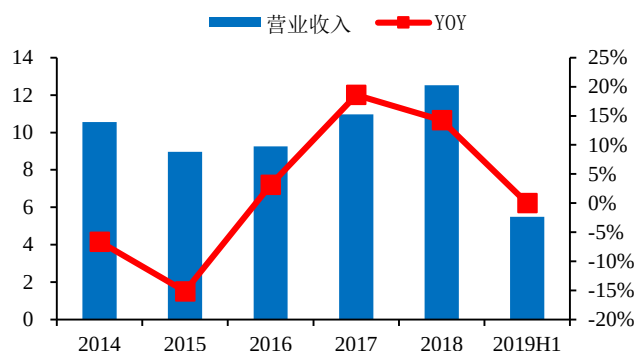
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（四）竞争力明显超越同行，产品盈利能力强

近年营收保持高速稳定增长，增速领先同行。2014 年，由于在公司整体销售收入中占比比较高的煤炭、冶金、网电等行业事业部的销售收入较 2013 年有所下滑，导致公司营业总收入下降；2015 年，受宏观经济和照明行业竞争格局影响，导致公司销售收入较 2014 年同期下降，影响公司整体盈利水平。2016-2018 年，公司营业收入分别为 9.25 亿元、10.97 亿元和 12.53 亿元，分别实现了 3%、19%和14%的增长，受益公司深挖客户需求，以技术驱动新领域作为企业发展的支柱，销售收入同比有所增长。2018 年，受国内外经济环境的影响，照明行业进入了结构调整和产业整合、洗牌阶段：公司逆势实现了 14%的增长。

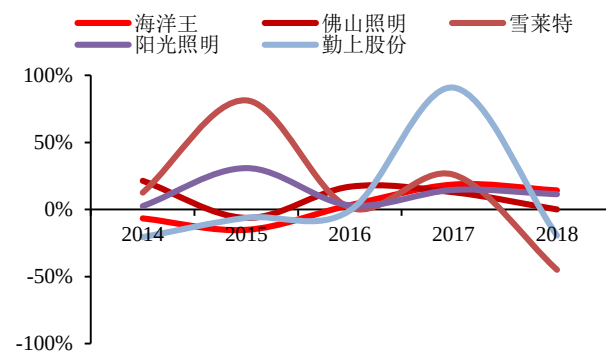
研发支出及占比稳步提高。2014-2018 年，公司的研发投入分别为 0.60 亿元、0.57 亿元、0.53 亿元、0.71 亿元、0.86 亿元，研发占比为 5.66%、6.38%、5.68%、6.51%、6.84%，2018 年公司研发费用同比增长 20.03%，主要是由于公司继续加大研发产品投入，研发费用上升。公司的研发以客户需求为导向，研发管理采用先进的 IPD 研发管理模式。公司建立了发展研究院、技术与设计部、事业部产品线三级研发体系，公司健全的研发体系一方面可以满足不同地域消费市场的客户个性化需求，灵活推出增长快、盈利能力强的新产品；另一方面可以提高海洋王的议价能力，建立起稳定的多元化客户结构。截至 2018 年 12 月 31 日，公司拥有 3099 项国内专利和 329 项 PCT 国外发明专利；其中国内专利包括发明专利 2892 项、实用新型 114 项、外观设计 93 项，有效提升了公司技术开发和产品创新能力。

图 5: 2014-2018 年营业收入 (亿元)



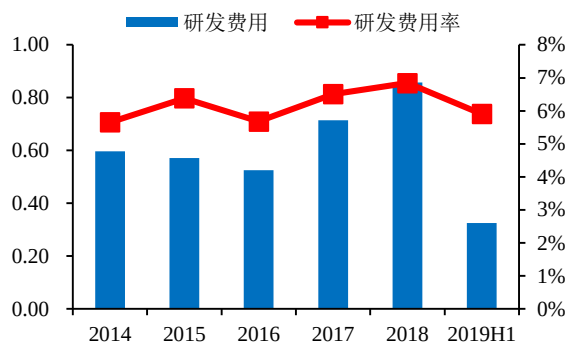
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 6: 可比公司营收增长情况



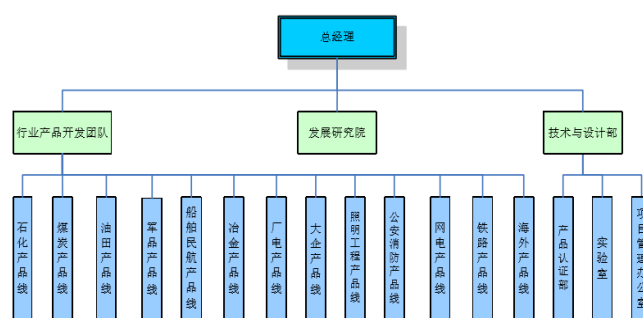
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 7: 研发支出及占比稳步提高 (亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 8: 三级研发体系的组织结构

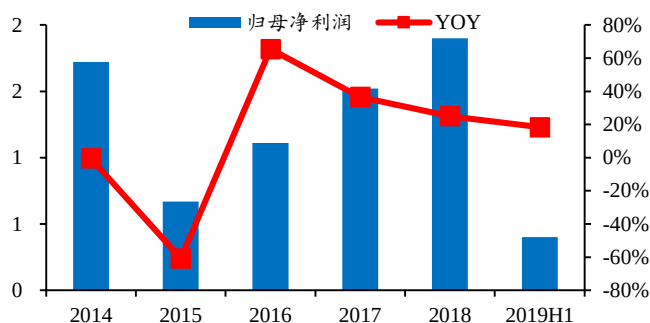


资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

期间费用得以改善, 盈利能力良好。2014 年, 在收入下滑的情况下, 由于各行业事业部和职能部门继续深化自主经营, 销售费用和管理费用同比下降, 使利润与 2013 年度基本持平。2015 年, 由于收入下降影响, 且公司上半年决定分二次支付供应链管理、品质保证部和实验室三个部门员工搬迁补助 3,471.88 万元, 导致公司利润下降。

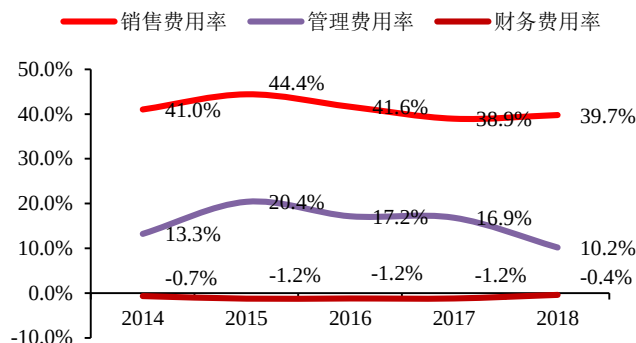
2016-2018 年, 公司归母净利润分别为 1.11 亿元、1.52 亿元和 1.90 亿元, 分别实现了 65%、37% 和 25% 的增长, 净利润增长主要是由于公司营业收入增长, 规模效应明显, 营业成本率明显改善, 另外, 由于公司注重自主经营和精细化管理, 管理费用得到有效控制, 公司 2016-2018 年盈利水平得以提升。由于公司的销售模式, 销售人员较多, 公司 2,000 余名销售人员占员工总数的 65% 以上, 公司的销售费用主要包括销售人员的工资、奖金和福利费等, 且销售人员的销售提成相应较高, 因此销售费用较高。

图 9: 2014-2018 年归母净利润 (亿元) CAGR 为 2.52%



资料来源: wind, 民生证券研究院

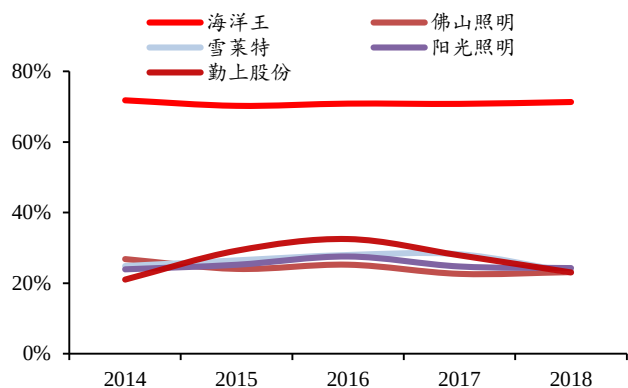
图 10: 期间费用率控制良好



资料来源: wind, 民生证券研究院

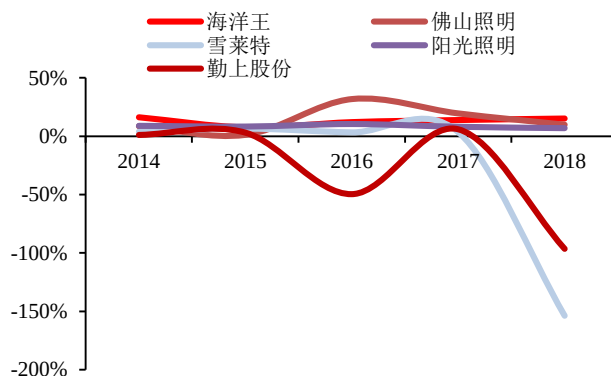
毛利率远高于同行, ROE 保持稳定增长。2014-2018 年, 公司的毛利率分别为 71.83%、70.24%、70.88%、70.80% 和 71.34%, 远高于同行, 主要是由于公司采用与大型机构客户相适应的直销模式, 附加值服务较高, 且发行人研发投入大, 产品技术含量高, 剔除销售模式和研发投入差异影响后, 公司和同行业上市公司毛利率差异大幅减小, 仍处于行业较高水平。2014-2018 年, 公司销售净利率分别为 16.25%、7.50%、12.03%、13.85% 和 15.16%, 与同行业公司无明显差异。2015-2018 年, 公司的 ROE 分别为 4.38%、6.82%、8.62% 和 10.00%, 保持了连年增长的态势, 且处于行业较高水平, 公司的盈利能力得以保障。

图 11: 同行业公司毛利率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

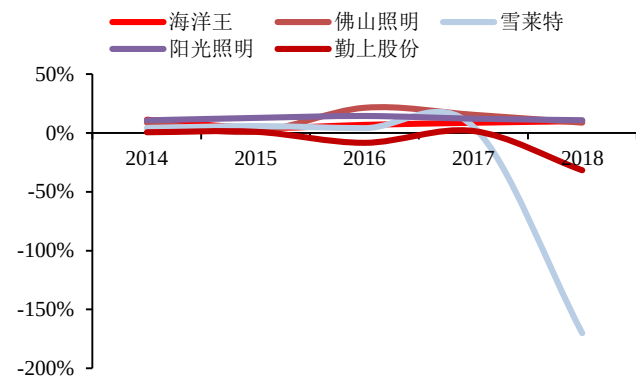
图 12: 同行业公司净利率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

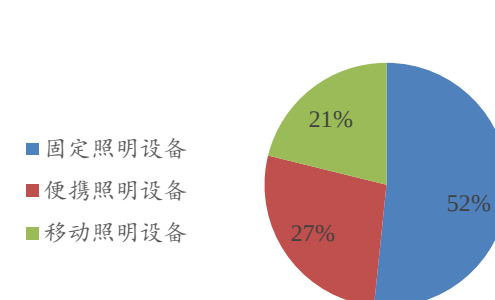
公司业务主要包括固定照明设备、移动照明设备和便携照明设备三大系列。公司的固定照明设备实现的收入在收入结构中保持着较高的比重, 2018 年占比为 52%, 主要是因为目前大型工矿企业、能源企业、道路交通、体育或展览场馆等领域对照明设施的专业化要求越来越高, 固定照明设备更新较快, 给公司带来了稳定的收入来源。2018 年, 便携和移动照明设备销售合计占营业收入的比重为 48%。

图 13: 同行业公司 ROE 情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 14: 2018 年收入构成



资料来源: wind, 民生证券研究院

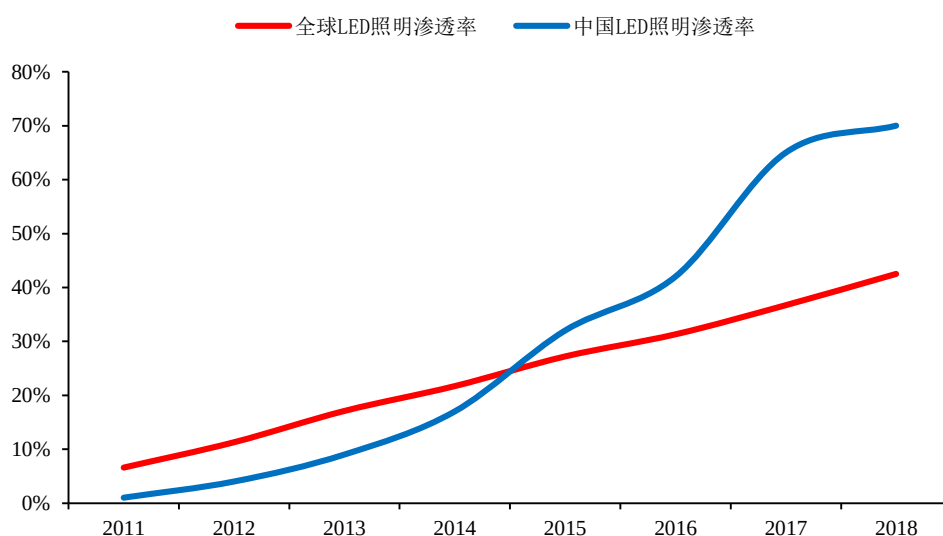
二、受益基建规模扩大及下游应用增长，特殊环境照明行业增长潜力较大

(一) 全球照明市场成长乏力，专业照明行业渗透率仍然较低

1、照明行业需求疲软，LED 推广应用促进照明行业升级

照明行业受经济影响较大，LED 等节能光源的推广应用将促进行业升级。2018 年，全球经济体动荡不安，多国经济下滑，市场需求疲软，照明市场的成长动能平淡无力。LED 等节能光源具有节能、减排和环保的优势，由于能源紧缺，LED 产业在世界各国得到大力推广。随着照明设备应用的光源由传统灯泡等向 LED 转换，照明电器市场将迎来升级换代的增长机会。照明行业的发展方向越来越突出产品质量优势，产品从低附加值转向高附加值升级，在各国节能减排政策持续利好背景下，LED 照明行业的渗透率进一步提升。

图 15: LED 照明渗透率



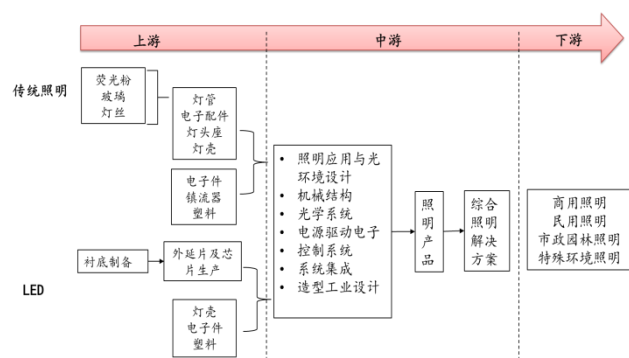
资料来源: Digitimes Research, 民生证券研究院

2、LED 灯泡价格下降，有助缓解企业成本压力

产业链上游厂商集中，议价能力强。照明行业的产业链上游为 LED 外延片及芯片行业，技术和资本较为密集，企业生产设备专业性强，退出成本高，行业竞争较为激烈，因此市场集中度较高。下游根据使用环境的不同，主要分为民用照明、商业照明、市政园林照明及特殊环境照明等细分行业，企业产品和业务多元化，行业集中度较低。公司主要原材料为光源、发电机组、结构件、电子器件、电池和电池组及镇流器等。

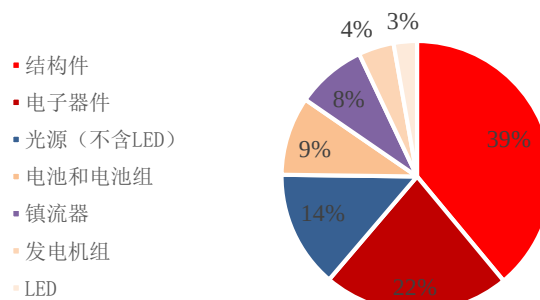
特殊环境照明行业采购集中度较高，光源和镇流器两大核心部件占据了整个产品中大部分的成本。而光源和镇流器的核心技术均被上游少数几家大型光源和镇流器生产企业所掌握。因此，特殊环境照明行业同上游产业之间有着较高的关联度，上游行业产业变革和新技术的发展都将给特殊环境照明产业带来较大的影响，产业链上游企业的议价能力较强。

图 16：照明行业产业链



资料来源: 欧普照明招股说明书, 民生证券研究院

图 17：2014H1 公司原材料采购金额占比

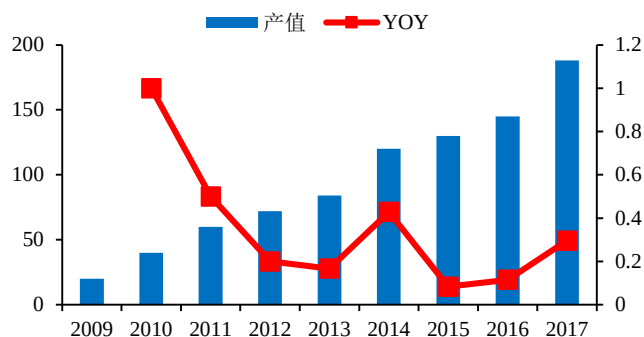


资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

LED 芯片产能过剩，LED 灯泡价格下降有助于缓解公司成本压力。由于国内主要 LED 芯片厂商不断扩产，LED 芯片已由之前的供不应求转变为供应过剩的局面，2017 年第四季度以来，LED 芯片价格出现明显下降，结束了稳中有涨的趋势，出现了连续下跌的情况。此外，除了 LED 芯片企业过度扩张带来的产能过剩影响，受下游产业的需求疲软，以及贸易摩擦、汇率波动等风险因素的影响，LED 芯片的价格进一步下跌。LED 芯片作为 LED 灯泡的核心元件，其价格的下跌直接造成了灯泡价格的下降。

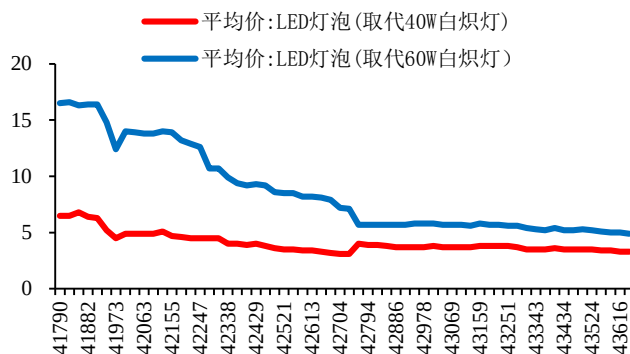
2018 年，取代 40W 白炽灯的 LED 灯泡零售均价下滑 1.1%，为 5.9 美元；取代 60W 白炽灯的 LED 灯泡零售均价下降 0.5%，为 7.0 美元。由于 LED 照明市场已步入成熟期，随着上游 LED 芯片价格持续下降，下游产品价格亦随之下降。公司自 2016 年开始，要求新产品都使用 LED，LED 产品的所占比重在不断增加，LED 灯泡价格的下跌有助于降低公司成本压力，增加企业盈利空间。

图 18: 我国 LED 芯片历年产值



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 19: 我国 LED 灯泡零售价

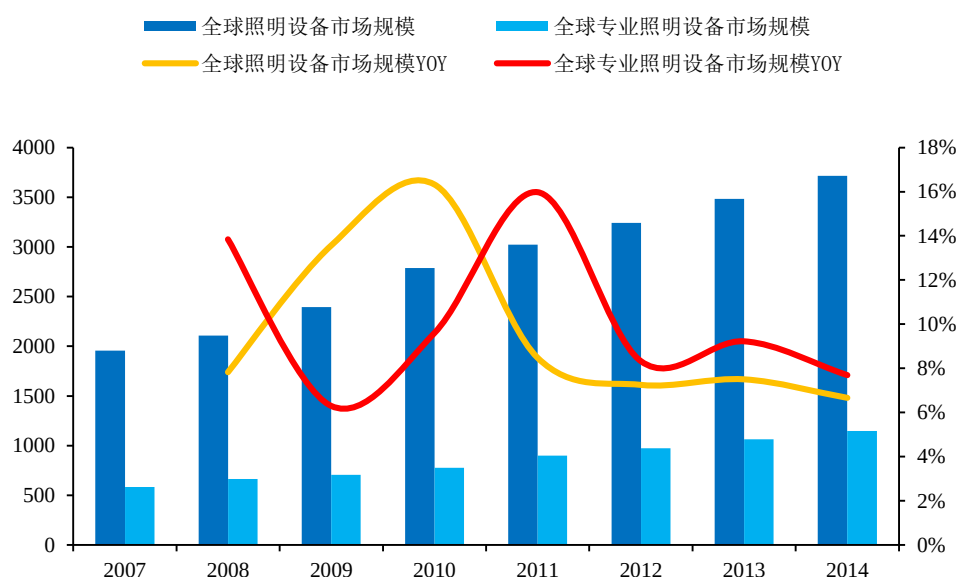


资料来源: wind, 民生证券研究院

（二）全球通用照明行业成长乏力，专业照明市场存在机会

全球专业照明市场历年增速高于照明市场增速。作为照明行业的重要组成部分，专业照明行业在各行各业中发挥了重要作用。近年来，全球专业照明行业市场容量加速增长，市场规模迅速上升，平均利润率逐步提高。2007 年全球专业照明设备市场规模为 585 亿美元，2014 年增长至 1147 亿美元，全球专业照明设备市场规模增速高于全球照明设备市场规模增速。未来各行业技术将进一步发展，对专业照明的需求也随之提高。同时，随着 LED 等新技术在专业照明行业市场的广泛应用，以及对于制造业、能源、交通、建筑等行业的良好预期，未来全球专业照明行业市场将持续稳步增长。

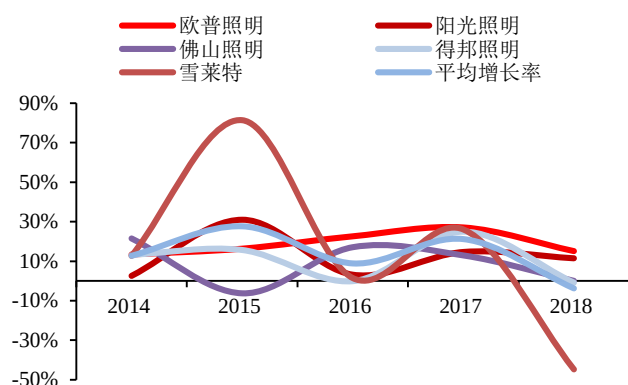
图 20: 全球照明设备及专业照明设备市场规模



资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

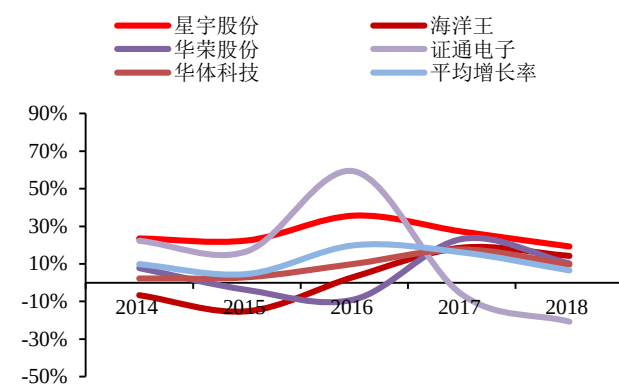
细分市场和专业照明企业发展潜力可观。2018 年，我国通用照明厂商的业绩表现一般，增收不增利现象明显，从事细分市场领域和专业照明领域的厂商业绩则相对良好，行业整体营收增速普遍高于通用照明市场。细分市场型企业专注于其细分市场和专业产品，在其细分市场领域具有竞争优势，此类企业一般具有其特色产品，并有稳定的客户群体。专业照明型企业由于专业性强，对产品的质量和可靠性要求高，技术壁垒高，客户转换成本高，因此此类企业也能获得稳定的收入。

图 21：通用照明市场营收增长情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：特色细分和特种照明市场营收增长情况

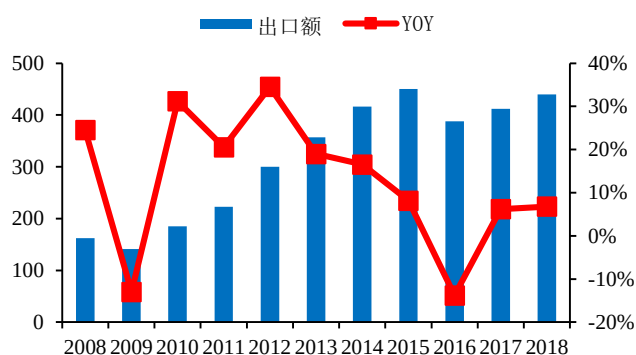


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）全球照明产业转移，我国下游应用领域存在新增长点

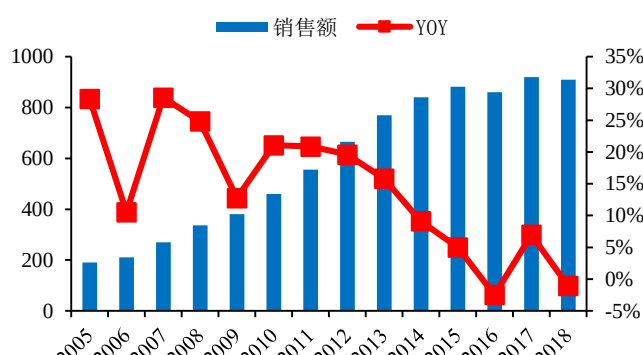
全球照明产业链向中国转移。随着全球经济一体化和发达国家产业调整的加快，全球照明电器产品订单和生产基地逐渐向发展中国家转移，中国逐步成为照明电器产品出口大国。2017、2018 年出口额仍保持小幅增长的态势，近年来，中国照明电器行业总体销售额呈现稳定增长的态势，2016 年和 2018 年出现小幅下降，整个中国照明电器行业受国际经济环境动荡和市场需求不足的影响，正从前些年的高速增长时期转入平稳发展阶段。

图 23：中国照明电器行业出口情况



资料来源：中国照明电器协会，民生证券研究院

图 24：中国照明电器行业销售额（亿美元）

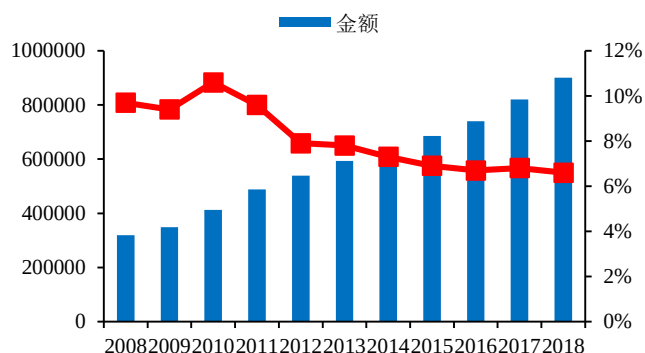


资料来源：中国照明电器协会，民生证券研究院

我国下游行业的快速发展进一步推动特殊环境照明行业的发展。特殊环境照明行业的下游为电力、冶金、铁路、油田、石化、公安、消防、煤炭、部队、港口、场馆、民航、船舶

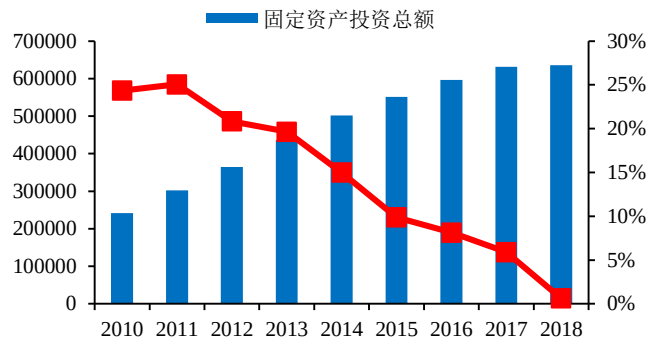
和机械制造等重要基础行业，这些行业与宏观经济的发展趋势密切相关。近年来我国固定资产投资规模不断增长，宏观经济增速较快，2014—2018 年度 GDP 分别较上年增长 7.3%、6.9%、6.7%、6.8%、6.6%，固定资产投资规模分别较上年增长 15.0%、9.9%、8.1%、5.9%、0.6%，为下游行业奠定了良好的发展基石，从而间接推动了特殊环境照明行业的不断发展。目前我国大型工矿、能源、道路交通、体育或展览场馆等相关行业市场规模巨大，并呈现持续快速增长趋势。特殊环境照明设备在这些产业的固定资产投资中比重将进一步扩大，潜在市场容量巨大。而目前特殊环境照明行业的集中度较低，规模较大的企业较少，公司作为国内特殊环境照明设备行业的龙头企业，将抓住我国下游行业快速发展的机遇，在行业竞争中凸显优势。

图 25：中国 GDP 增长情况（亿元）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 26：中国城镇固定资产投资规模（亿元）

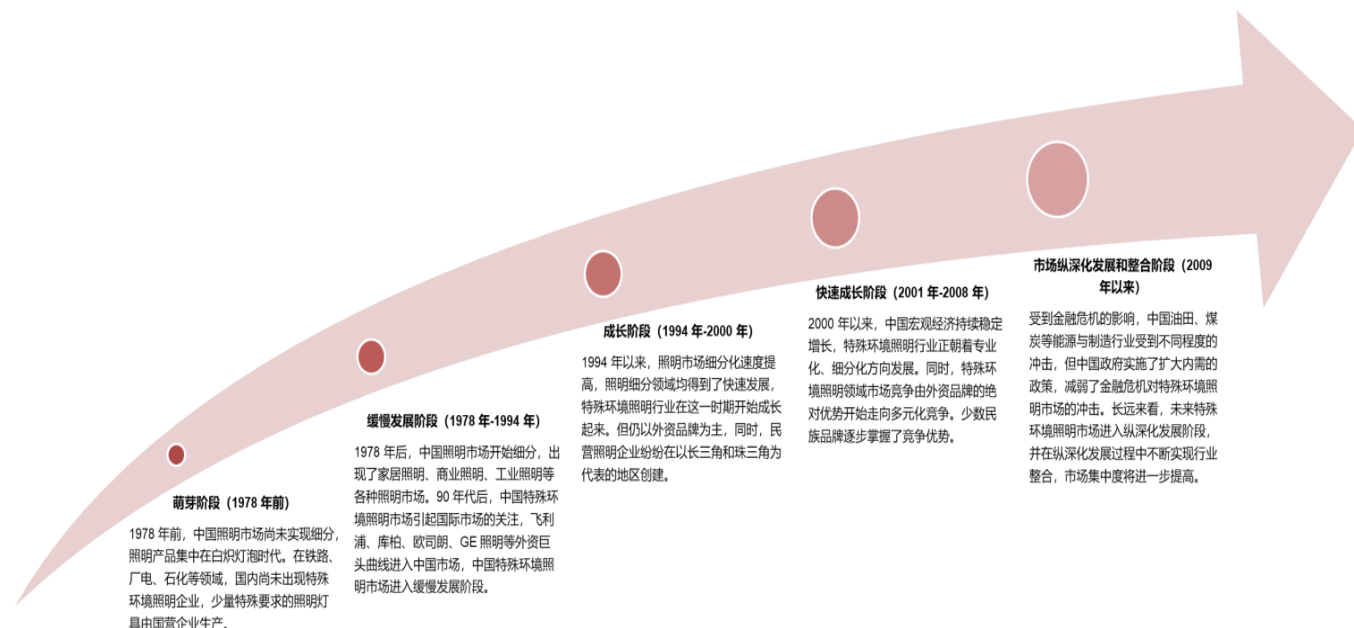


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

（四）特殊环境照明市场进入纵深化发展阶段，利好头部企业

特殊环境照明市场进入纵深化发展和整合阶段。中国大陆特殊环境照明行业发展经过了萌芽阶段（1978 年前）、缓慢发展阶段（1978 年-1994 年）、成长阶段（1994 年-2000 年）和快速成长阶段（2001 年-2008 年），现已进入市场纵深化发展和整合阶段（2009 年以来）。随着全球照明产业链向中国转移，同时照明产业逐步向绿色照明、节能、环保方向发展，LED 照明趋势确立，我国照明产业后来居上，也因此获得良好发展机遇，进入了快速发展时期。自 2013 年后，行业整体销售额虽然还在增长，但和前期相比，增速明显放缓，已从之前的高速增长转变为目前的平稳增长。长远来看，未来特殊环境照明市场进入纵深化发展阶段，并在纵深化发展过程中不断实现行业整合。

图 27：中国特殊环境照明行业发展历程



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

市场竞争激烈化，行业进一步整合。国内市场上，中小型特殊环境照明厂商众多，部分原从事商业照明的大型企业也逐步介入，这使得特殊环境照明行业竞争日趋激烈。大多数中小照明企业均以价格竞争为主要竞争手段，存在产品同质化的现象。2018 年，受国内外经济环境的影响，照明行业进入了结构调整和洗牌阶段，许多中小照明企业将退出市场，行业集中度将进一步提升。

随着结构调整和产业整合，行业的发展方向越来越突出产品质量优势，产品从低附加值转向高附加值升级。公司的质量管理成就卓越，持续学习丰田精益生产管理模式，系统推进 TQM 与现场管理，促进精益生产水平，不断优化过程管理，为客户提供优质产品，并于 2018 年获得日本“戴明奖”，公司的优质产品有助于其在激烈的竞争中脱颖而出。

产品差异化成为特殊环境照明行业的显著特征。特殊环境照明设备广泛应用于易燃易爆、强振动、强冲击、强腐蚀、高低温、高湿、高压、电磁干扰、宽电压输入等环境，需满足特种配光、信号、应急等特殊照明需求。个性化的新产品在市场竞争中的优势日益突出，新产品的开发不仅成为占有市场的有力武器，同时也是带动公司利润上升的关键因素。因此，产品差异化是特殊环境照明行业的一个显著特征。公司专注未来的照明发展趋势，凭借产品种类丰富的优势，快速响应客户个性化需求，根据客户多样化需求组织生产，在订单竞争和获取中占有优势地位。

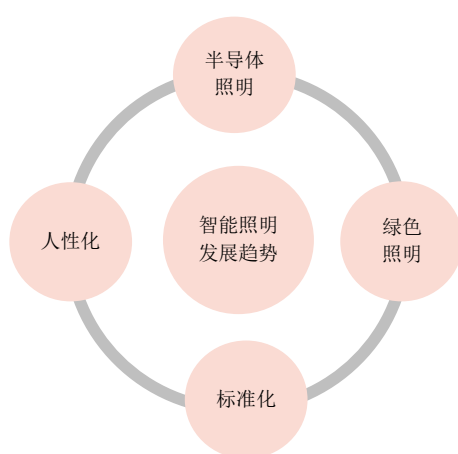
三、“照明+互联网”带来发展新动力

(一) 智能化成为未来照明的发展方向

智能化成为照明行业的发展趋势。照明行业作为传统行业，与互联网结合意味着智能化、

多样化、节能化和服务的一体化，照明产品不只是纯粹的单一产品，而是具有了更多附加值的照明设计和个性化服务。照明行业将受益于互联网+的浪潮，突破传统行业市场需求疲软、产能过剩、转型升级的困境。在物联网时代和大数据技术的驱动下，照明行业将被重新赋能，借助互联网的大数据信息，更加准确地识别和把握复杂和多变的行业趋势，并真正了解和把握客户的多元化需求，以及借助互联网提供的平台和电商渠道，改善企业的营销模式，拓展企业的销售网络，通过线上和线下的配合应用，提供科学、系统和一体化的产品和服务，照明产品将真正做到“智能化”。随着智能照明设备的广泛应用，智能照明未来将朝着半导体照明、绿色照明、标准化和人性化的方向发展，不断推进照明产品的革新。

图 28：智能照明未来发展趋势

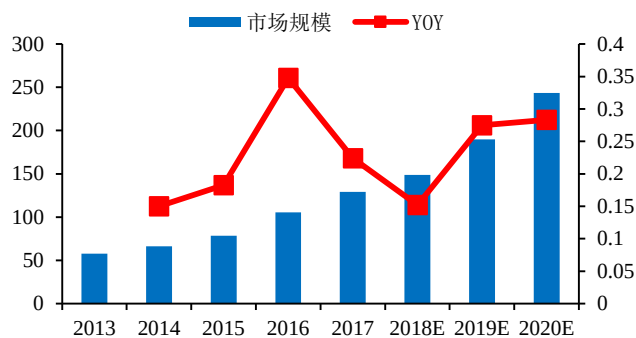


资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

（二）智能照明行业成为市场新蓝海

智能照明市场空间巨大，国内外行业规模均保持较高增速。2013—2017 年，全球智能照明市场规模逐年增加，2018 年全球智能照明市场规模约为 148.78 亿美元，预测到 2020 年可达 243.41 亿美元，市场空间巨大，有望成为照明行业新蓝海。近年来，我国智能照明市场增长迅速，年增长率保持在 20% 左右，2018 年的市场规模约为 182 亿元，2015-2018 年的年复合增长率达 29.77%，预计 2019 年和 2020 年也将保持良好的增长态势，2020 年，我国智能照明市场规模预计达到 278 亿元，增长率为 24.11%。未来随着物联网、大数据、云计算等技术的发展，“智慧家庭”、“智慧城市”等生态圈的建立，智能照明应用场景的不断拓展，智能照明行业将不断吸引厂商投入，从而得到持续成长。

图 29: 全球智能照明市场规模 (亿美元)



资料来源: 前瞻网, 民生证券研究院

图 30: 中国智能照明市场规模 (亿元)



资料来源: 前瞻网, 民生证券研究院

“照明+互联网”技术优势驱动公司快速发展。随着“互联网+”等新技术的发展, 工业照明领域也从单一的照明模式进入到“照明+互联网”的新时代。工业照明向“照明+互联网”的转变, 须以技术驱动发展, 促进企业转型升级。

随着光源技术等照明技术的发展, 客户现场及工作需求的不断进步, 公司将照明技术与互联网技术、4G 等数据传输、传感控制、图像识别等技术相结合, 为客户制定专业的照明解决方案, 推动客户照明系统朝更节能、更智能化的方向发展。2018 年, 公司加快照明产品的升级换代, 照明+互联网技术给客户提供了更加节能、智能的照明解决方案。通过长期市场调研以及公司对“照明+互联网”技术的大规模研发投入, “照明+互联网”产品的销售收入已实现快速增长, 公司凭借现有的“照明+互联网”技术, 在特殊环境照明领域已处于行业领先地位。

公司的智慧工作照明系统是以工作照明灯具为联接管控对象, 利用可靠的通信技术及各类先进的探测设备, 实现对作业环境中工作照明灯具的照度调节、能效监测、故障告警、寿命预测、信息追溯等科学和系统的管理, 降低企业能耗和维护成本, 从而创建更加安全节能、高效舒适的工作环境。

图 31: 海洋王的智慧工作照明系统



资料来源：公司官网，民生证券研究院

四、盈利预测与投资建议

预测公司 19-21 年收入为 15.22、18.36、22.30 亿元，在“照明+互联网”及我国大力发展基础设施和智能制造的助力下，凭借其技术优势和直销模式，海洋王将进一步巩固其特殊环境照明行业领先地位。我们预计公司各项业务增长情况如下：

表 2：公司营业收入拆分预测（单位：亿元）

		2018 年	2019E	2020E	2021E
固定照明设备	营业收入	6.47	8.67	11.22	14.42
	营业收入 YoY	43%	34%	29%	29%
	营业成本	1.82	2.48	3.22	4.19
	营业成本 YoY	36%	36%	30%	30%
	毛利	4.65	6.19	8.00	10.23
	毛利率	72%	71%	71%	71%
便携照明设备	营业收入	3.41	3.23	3.07	2.91
	营业收入 YoY	-0.24	-0.05	-0.05	-0.05
	营业成本	0.98	0.92	0.87	0.83
	营业成本 YoY	-0.23	-0.06	-0.05	-0.05
	毛利	2.43	2.31	2.19	2.09
	毛利率	0.71	0.71	0.72	0.72
移动照明设备	营业收入	2.65	3.32	4.08	4.97
	营业收入 YoY	0.35	0.25	0.23	0.22
	营业成本	0.78	0.98	1.22	1.49
	营业成本 YoY	0.34	0.26	0.24	0.22
	毛利	1.87	2.34	2.86	3.48
	毛利率	0.70	0.70	0.70	0.70
合计	营业收入	12.53	15.22	18.36	22.30
	营业收入 YoY	0.14	0.21	0.21	0.21
	营业成本	3.58	4.38	5.31	6.50
	营业成本 YoY	0.12	0.22	0.21	0.22
	毛利	8.95	10.84	13.05	15.80
	毛利率 (%)	71%	0.71	0.71	0.71

资料来源：公司公告，民生证券研究院

测公司 19-21 年归母净利润为 2.29 亿元、2.86 亿元、3.57 亿元，对应估值为 21 倍、17 倍、14 倍。参考 SW 电子制造行业 PE 为 36 倍和可比公司平均估值为 15.7 倍，考虑到公司在特殊环境照明行业的领先地位，首次评级，给予“推荐”评级。

表 3：可比公司估值表

代码	重点公司	现价 9 月 7 日	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600261.SH	阳光照明	4.27	0.26	0.43	0.42	0.49	16.4	9.9	10.2	8.7
603515.SH	欧普照明	29.75	1.19	1.35	1.59	1.89	25.0	22.0	18.7	15.7
603303.SH	得邦照明	9.23	0.61	0.59	0.68	0.75	15.1	15.6	13.6	12.3
	平均						18.9	15.9	14.2	12.3
002724.SZ	海洋王	6.75	0.26	0.32	0.40	0.50	26.0	21.1	16.9	13.5

资料来源：公司公告，民生证券研究院

五、风险提示

1、期间费用率占比提升；2、宏观经济波动以及下游行业波动；3、行业竞争加剧；4、原材料价格波动。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,253	1,522	1,836	2,230
营业成本	359	438	531	650
营业税金及附加	21	27	32	39
销售费用	498	589	692	818
管理费用	128	150	181	218
研发费用	86	103	124	148
EBIT	162	215	276	356
财务费用	(5)	(7)	(10)	(14)
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	25	17	20	19
营业利润	222	270	336	420
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	222	270	336	420
所得税	32	41	50	62
净利润	190	229	286	357
归属于母公司净利润	190	229	286	357
EBITDA	200	252	314	395
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	414	581	795	1043
应收账款及票据	466	571	687	835
预付款项	21	27	32	39
存货	152	186	226	278
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1664	1988	2360	2831
长期股权投资	0	17	37	56
固定资产	426	430	437	442
无形资产	79	76	73	70
非流动资产合计	527	508	494	478
资产合计	2191	2495	2854	3309
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	67	90	106	131
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	292	367	439	537
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	292	367	439	537
股本	720	720	720	720
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1899	2128	2414	2772
负债和股东权益合计	2191	2495	2854	3309

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	14.2%	21.4%	20.6%	21.5%
EBIT 增长率	11.8%	33.1%	28.1%	29.3%
净利润增长率	25.0%	20.8%	24.8%	24.7%
盈利能力				
毛利率	71.3%	71.2%	71.1%	70.9%
净利润率	15.2%	15.1%	15.6%	16.0%
总资产收益率 ROA	8.7%	9.2%	10.0%	10.8%
净资产收益率 ROE	10.0%	10.8%	11.9%	12.9%
偿债能力				
流动比率	5.7	5.4	5.4	5.3
速动比率	5.2	4.9	4.9	4.8
现金比率	3.4	3.2	3.2	3.0
资产负债率	0.1	0.1	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	102.4	103.5	103.1	103.3
存货周转天数	141.3	139.0	139.8	139.5
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.3	0.4	0.5
每股净资产	2.6	3.0	3.4	3.8
每股经营现金流	0.2	0.2	0.3	0.3
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	25.6	21.2	17.0	13.6
PB	2.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	15.6	12.1	9.3	7.0
股息收益率	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	190	229	286	357
折旧和摊销	40	37	38	38
营运资金变动	(84)	(82)	(86)	(125)
经营活动现金流	121	167	218	252
资本开支	38	0	5	3
投资	(108)	0	0	0
投资活动现金流	(122)	(0)	(5)	(3)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(60)	0	0	0
现金净流量	(61)	167	214	249

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 2019 年半年报公司股权结构	4
图 3: 公司产品应用领域广阔	5
图 4: 前五大客户销售额及占比情况 (万元)	6
图 5: 2014-2018 年营业收入 (亿元)	7
图 6: 可比公司营收增长情况	7
图 7: 研发支出及占比稳步提高 (亿元)	7
图 8: 三级研发体系的组织结构	7
图 9: 2014-2018 年归母净利润 (亿元) CAGR 为 2.52%	8
图 10: 期间费用率控制良好	8
图 11: 同行业公司毛利率情况	8
图 12: 同行业公司净利率情况	8
图 13: 同行业公司 ROE 情况	9
图 14: 2018 年收入构成	9
图 15: LED 照明渗透率	9
图 16: 照明行业产业链	10
图 17: 2014H1 公司原材料采购金额占比	10
图 18: 我国 LED 芯片历年产值	11
图 19: 我国 LED 灯泡零售价	11
图 20: 全球照明设备及专业照明设备市场规模	11
图 21: 通用照明市场营收增长情况	12
图 22: 特色细分和特种照明市场营收增长情况	12
图 23: 中国照明电器行业出口情况	12
图 24: 中国照明电器行业销售额 (亿美元)	12
图 25: 中国 GDP 增长情况 (亿元)	13
图 26: 中国城镇固定资产投资规模 (亿元)	13
图 27: 中国特殊环境照明行业发展历程	14
图 28: 智能照明未来发展趋势	15
图 29: 全球智能照明市场规模 (亿美元)	16
图 30: 中国智能照明市场规模 (亿元)	16
图 31: 海洋王的智慧工作照明系统	16

表格目录

表 1: 公司主要产品	3
表 2: 公司营业收入拆分预测 (单位: 亿元)	17
表 3: 可比公司估值表	18

分析师简介

胡独巍，电子组分析师，北京大学微电子学与固体电子学硕士，2016年加盟民生证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。