

阳光照明（600261.SH）

照明格局改善，布局绿色氢能赛道

优于大市

核心观点

阳光照明：照明龙头深耕行业超 50 年，开辟绿色氢能赛道。公司创立于 1975 年，主营产品以 LED 照明与照明控制系统为核心，内外销并举，业务模式涵盖自有品牌与代工。2024 年起布局氢能源设备制造与解决方案，截至 2025 年底已实现电解槽与测试台产品市场销售双突破。近年受照明行业承压影响，叠加原材料、汇率等压力，收入和盈利短期承压，2026H1 收入 13.0 亿元/-1.67%，归母净利润 0.49 亿元/-48.84%。

照明行业：成熟稳健的耐用品赛道，格局分散、集中度仍有提升空间。全球 LED 照明已进入以更新替代为主的成熟期，2025 年全球市场规模约 535.5 亿美元，TrendForce 预计 2030 年有望达约 624 亿美元，2025-2030 年复合增速约 3.1%。我国是全球最大照明产品出口国，2014-2025 年出口额复合增长约 3.0%；照明行业格局分散，头部市占率预计不足 5%。但在近年需求与贸易环境面临挑战的背景下，中小企业出清有所加速，头部企业在成本、品质、响应速度及全球供应链布局的优势被放大，行业集中度有望持续提升。

照明主业：自主品牌+代工双轨，结构优化与海外产能构筑韧性。公司照明业务自主品牌为主，2025 年自主品牌销售占比约 56%，灯具销售占比约 80.6%。品牌侧以 Nordlux、MEGAMAN、Energetic 等形成区域与定位互补矩阵，本土化+零售/工程双线推进海外品牌业务扩张；制造侧具备研发-生产-服务全链条高效交付能力，国内四大基地与泰国、越南等海外供应体系并行。

氢能第二曲线：政策与供需共振，AEM 装备从 0 到 1 迈向工程化。氢能已纳入国家能源与产业规划主轨道，电解水制氢（绿氢）建成及在建产能快速扩张，AI 算力有望成为行业需求的新催化；电解槽为产业核心设备，其中 AEM 路线兼具成本与效率优势，商业化落地近年持续推进。**公司全资子公司阳光绿氢自研 AEM 全链条**，覆盖电解槽、BOP、膜电极、催化剂等环节，业务覆盖装备销售和解决方案，产品参数行业领先。同时通过对上游材料企业的参股与集团制造协同，强化自主配套与降本能力。2026 年持续拓展示范与战略客户，预计氢能相关业务有望自 2027 年起规模化贡献收入。

盈利预测与估值：外销短期承压，汇兑与原材料扰动后盈利有望逐步修复；氢能业务打开中长期成长空间。预计 2026-28 归母净利润 1.58/2.18/2.38 亿元，同比-16.4%/+38.6%/+8.9%，每股收益 0.12/0.16/0.18 元。多角度估值，预计公司股票合理估值 3.71-4.42 元，对应 2026 年 PE 为 31-37 倍、对应 2027 年 PE 为 23-27 倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：原材料价格波动；汇率波动；行业竞争加剧；下游需求不及预期；氢能业务推进不及预期。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,176	2,668	2,649	2,860	3,026
(+/-%)	3.3%	-16.0%	-0.7%	8.0%	5.8%
净利润(百万元)	203	189	158	218	238
(+/-%)	-5.7%	-7.1%	-16.4%	38.6%	8.9%
每股收益(元)	0.15	0.14	0.12	0.16	0.18
EBIT Margin	5.4%	3.2%	5.7%	7.2%	7.3%
净资产收益率 (ROE)	5.8%	5.3%	4.4%	6.1%	6.6%
市盈率 (PE)	21.0	22.6	27.0	19.5	17.9
EV/EBITDA	22.2	33.25	23.93	19.68	19.15
市净率 (PB)	1.21	1.20	1.20	1.19	1.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

家用电器·照明设备 II

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：李晶

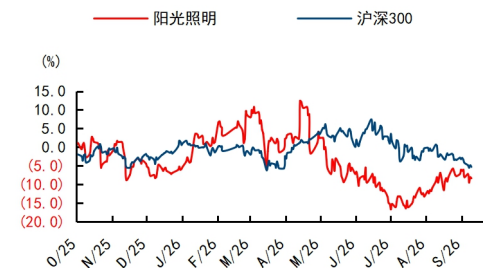
lijing29@guosen.com.cn

S0980525080003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	3.71 - 4.42 元
收盘价	3.19 元
总市值/流通市值	4259/4259 百万元
52 周最高价/最低价	4.23/2.86 元
近 3 个月日均成交额	33.57 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

照明龙头深耕行业超 50 年，开辟氢能赛道.....	5
公司控制权稳定，高管产业经验丰富.....	5
近年收入利润短期承压.....	6
照明行业：成熟稳健的耐用品赛道，行业集中度仍有提升空间.....	7
全球 LED 照明行业进入成熟期，我国照明出口规模增长稳健.....	7
照明出口行业格局分散，未来行业集中度有望提升.....	9
阳光照明：自主品牌+代工双轨，深耕照明的领军企业.....	9
品牌业务：矩阵化+本土化+渠道与客户构建壁垒.....	10
制造业务：研产销全链条布局，海外产能应对贸易政策风险.....	12
拓展氢能设备，布局二次增长曲线.....	13
氢能行业：政策+供需推动行业发展.....	13
氢能行业市场规模.....	16
阳光绿氢：实现 0 到 1 的突破.....	18
财务分析.....	19
成长性分析.....	19
盈利能力分析.....	20
现金流量分析.....	20
盈利预测.....	21
假设前提.....	21
未来 3 年业绩预测.....	22
盈利预测情景分析.....	23
投资建议.....	26
风险提示.....	27
附表：财务预测与估值.....	29

图表目录

图 1：公司发展历程：公司深耕照明行业超 50 年，2024 年起开启氢能业务.....	5
图 2：公司控制权稳定.....	5
图 3：公司收入受业务结构调整和行业需求收缩近年承压.....	6
图 4：公司近年利润承压.....	6
图 5：2025 年公司收入中自有品牌收入更稳定（单位：亿元）.....	7
图 6：公司分区域收入构成（2025 年）.....	7
图 7：公司毛利率降低后恢复，净利率走势与毛利率趋同.....	7
图 8：公司费用率受到收入下降影响而走高.....	7
图 9：全球 LED 照明行业规模进入稳定期.....	8
图 10：我国照明产品出口额稳健增长.....	8
图 11：2025 年我国照明行业对主要区域出口额普遍有所下滑.....	8
图 12：公司照明产品以灯具为主.....	10
图 13：公司自有品牌业务收入占比持续提升.....	10
图 14：Nordlux 产品定位中高端，涵盖家用商用场景.....	11
图 15：Megaman 以专业的商业工程定位为主.....	11
图 16：公司实现全球化业务布局.....	11
图 17：公司国内四大基地.....	12
图 18：公司泰国工厂布局.....	13
图 19：绿氢当前的应用场景主要集中在风光制氢一体化和替代场景，潜力场景在供能领域.....	14
图 20：氢能燃料电池可以作为数据中心的分布式能源主供，或作为电网的补充或辅助供能.....	14
图 21：电解水制氢的技术示意和几种不同的技术路线.....	15
图 22：国内氢气产量接近 4000 万吨，近年平稳增长.....	16
图 23：当前国内制氢以煤制氢为主，下游消纳主要为氨和甲醇.....	16
图 24：国内绿氢产能规模增速更高，在建产能规模持续增长.....	17
图 25：电解槽装机规模预计快速增长，预计金额在 2030 年有望突破 200 亿元.....	17
图 26：公司产品矩阵完善，囊括从设备销售和解决方案.....	18
图 27：公司收入规模低于可比公司（单位：亿元）.....	20
图 28：公司收入近年增速承压，但 H1 的降幅有所收窄.....	20
图 29：公司毛利率处于行业较高水平.....	20
图 30：公司净利率处于行业中等偏上水平，但 H1 均承压.....	20
图 31：公司现金流健康，收入净现金含量高.....	21
图 32：公司存货周转与应收账款周转天数整体稳定.....	21

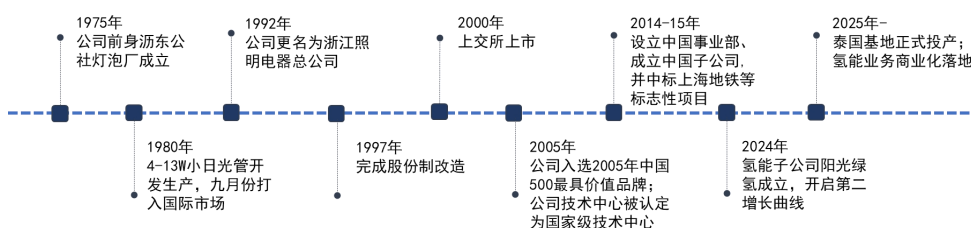
表1：公司核心管理层行业经验丰富.....	6
表2：与照明行业出口规模接近 3000 亿相比，我国主要 LED 照明出口企业营收规模普遍较低.....	9
表3：公司旗下主要品牌情况.....	10
表4：氢能相关政策今年密集发布.....	13
表5：在美国已经有多个氢能/固体燃料电池作为 AI DC 供能的商业化落地项目.....	15
表6：电解水制氢（绿氢）的几个主要技术路线对比.....	16
表7：2024 年国内碱性电解槽出货量 TOP10.....	17
表8：公司电解槽产品的主要技术指标处于行业领先水平.....	19
表9：阳光照明业务拆分.....	22
表10：未来 3 年盈利预测表（单位：亿元人民币）.....	22
表11：情景分析（乐观、中性、悲观情景）.....	23
表12：公司盈利预测假设条件（%）.....	24
表13：资本成本假设.....	24
表14：阳光照明 FCFF 估值表（单位：人民币）.....	24
表15：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（人民币）.....	25
表16：可比公司相对估值对比.....	25

照明龙头深耕行业超 50 年，开辟氢能赛道

阳光照明公司创立于 1975 年，主营照明电器研发、生产、销售及综合照明解决方案，产品以 LED 照明与照明控制系统为核心，覆盖家用、商用等全场景，内外销并举，业务模式涵盖自有品牌与代工。公司 2000 年 7 月在上交所上市，成为国内光源行业首家以高科技身份发行 A 股的企业。

2024 年公司开始布局氢能源设备制造业务作为第二增长曲线，全资子公司阳光绿氢聚焦阴离子交换膜（AEM）电解水制氢全产业链，实现从材料到设备的自主可控。截至 2025 年底已实现电解槽与测试台产品市场销售双突破。

图1：公司发展历程：公司深耕照明行业超 50 年，2024 年起开启氢能业务

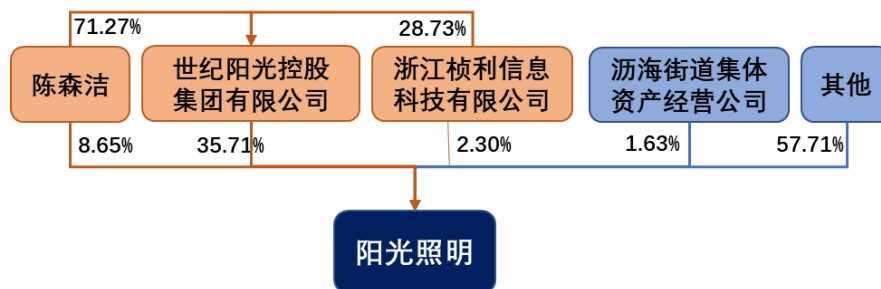


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司控制权稳定，高管产业经验丰富

公司控股股东为世纪阳光控股集团有限公司，持股 4.77 亿股、占比 35.71%；实际控制人为陈森洁及其配偶，陈森洁本人直接持股 8.65%。前四大股东依次为世纪阳光控股、陈森洁、浙江桢利信息科技有限公司（2.30%）、绍兴滨海新区沥海街道集体资产经营有限公司（1.63%），股权结构相对集中、控股地位稳定。

图2：公司控制权稳定



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司核心经营团队大多以内部培养为主，总经理以及制造与国际营销等高管多自 1990 年代起深耕技术、生产或外贸一线，路径稳定、业务熟悉；另有光电子与产品研发背景高管兼任新产品创新及绿氢新业务。

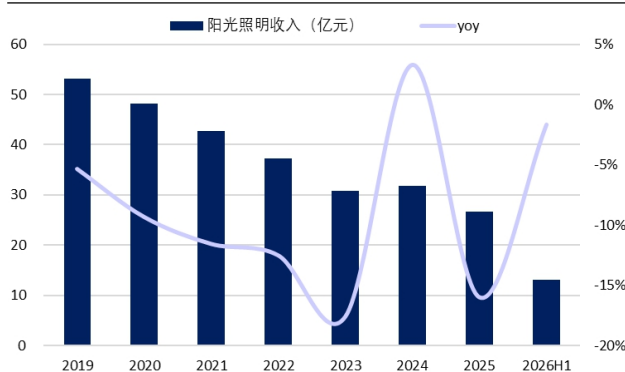
表1: 公司核心管理层行业经验丰富

公司董事及高管 职务		主要履历
陈卫	董事长	1975 年生。历任上海森恩浦照明总经理、浙江阳光照明有限公司董事长；2002 年至今任世纪阳光控股董事长；2014 年 4 月起任本公司董事长，其间曾兼任总经理
吴国明	董事、总经理	1970 年生，工程师。1991 年加入公司，历任技术、灯具/亚太营销/制造等中心负责人及多家子公司董事长；长期任董事、副总经理，2023 年 11 月起任总经理
李阳	董事、副总经理	1967 年生，硕士学历，光电子技术系激光技术专业毕业。高校科研后入行，2008 年起掌产品研发，曾任技术总监；2014 年至今副总经理，兼任新产品创新中心总经理，2024 年起兼任阳光绿氢总经理
赵伟锋	董事、副总经理	1977 年生，本科国际贸易专业。1999 年入职国际销售，曾任浙江阳光照明有限公司总经理、国际市场总监；2019 年至今副总经理兼市场管理中心总监
陶春雷	副总经理	1976 年生。1997 年入职，历任生产技术、灯具生产、美洲生产、上虞制造事业部等管理岗；2023 年 5 月起任副总经理
李炳军	副总经理	1980 年生，机械设计专业。2002 年入职灯具技术，后任安徽阳光副总、城市照明总经理等；现兼智易物联总经理，2023 年 5 月起任副总经理
陈圣华	财务总监	1986 年生，中级会计师。曾任职逸盛石化财务；2015 年入司，历任美洲子公司、厦门恩耐财务总监；2023 年 5 月起任公司财务总监
张龙	董事会秘书	1983 年生，硕士、经济师，工商管理专业，曾任腾达建设、大智慧、阳光城、华达汽车等证代；2021 年 6 月起任本公司董秘

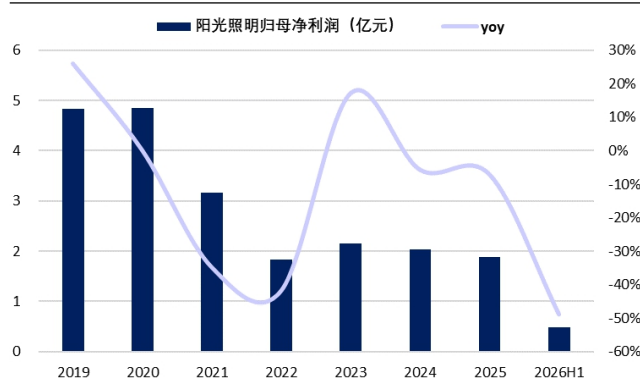
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

近年收入利润短期承压

公司近年收入受行业承压影响有所下滑，利润处于底部区间。公司历史峰值收入 50 亿+，2019 年以来受行业需求和业务结构调整等影响，公司近年收入下滑；公司近年利润率维持相对稳定状态，2022 年以来利润下滑幅度略小于收入。2026H1 收入 13.0 亿元/-1.67%，归母净利润 0.49 亿元/-48.84%，扣非归母净利润 0.29 亿元/-45.9%。近年非经常损益主要为政府补助及交易性金融资产公允价值变动和投资收益。

图3: 公司收入受业务结构调整和行业需求收缩近年承压


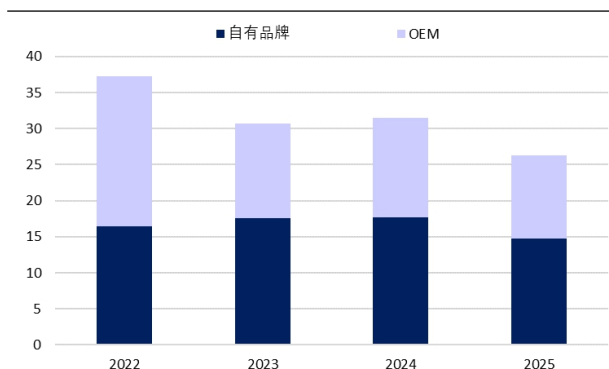
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近年利润承压


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

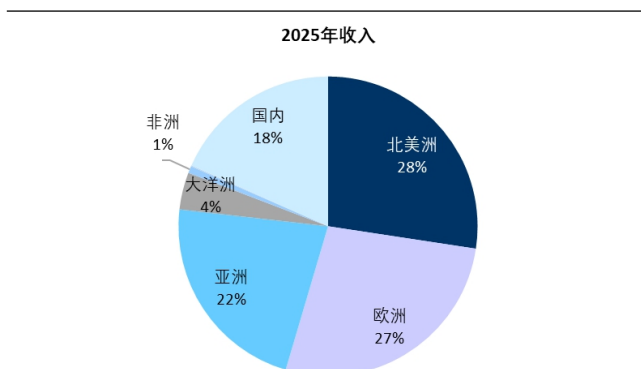
分业务模式来看，公司当前自有品牌收入占比过半，主要品牌以北欧品牌 Nordlux、德国工程类品牌 Megaman 为主，同时布局跨境电商等业务；分区域来看，公司的区域布局相对均衡，北美、欧洲和亚洲和国内为主要区域。

图5: 2025 年公司收入中自有品牌收入更稳定 (单位: 亿元)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

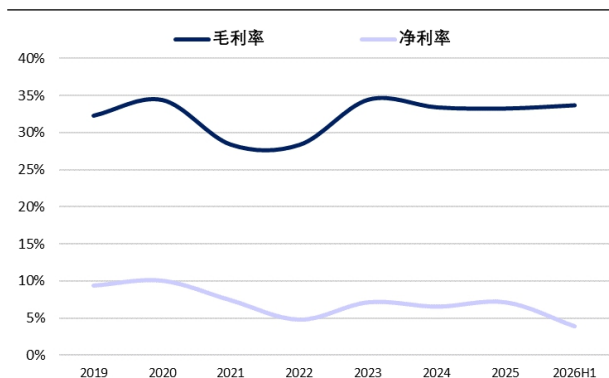
图6: 公司分区域收入构成 (2025 年)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

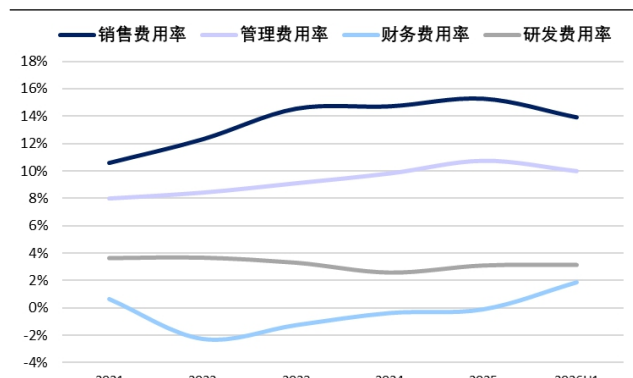
盈利能力方面，由于公司自有品牌占比较高，因此近年呈现出高毛利率、高费用率的特点。公司的盈利能力主要受到上游原材料、汇率的因素的影响，因此在原材料价格提升、人民币升值的2021、2026年利润率显著受损。但毛利率近年在自有品牌占比提升的拉动下整体维稳（2022年的净利率下滑主要受到当年收入下滑后，费用支出相对刚性以及应收账款的信用减值损失影响）。

图7: 公司毛利率降低后恢复，净利率走势与毛利率趋同



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司费用率受到收入下降影响而走高



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

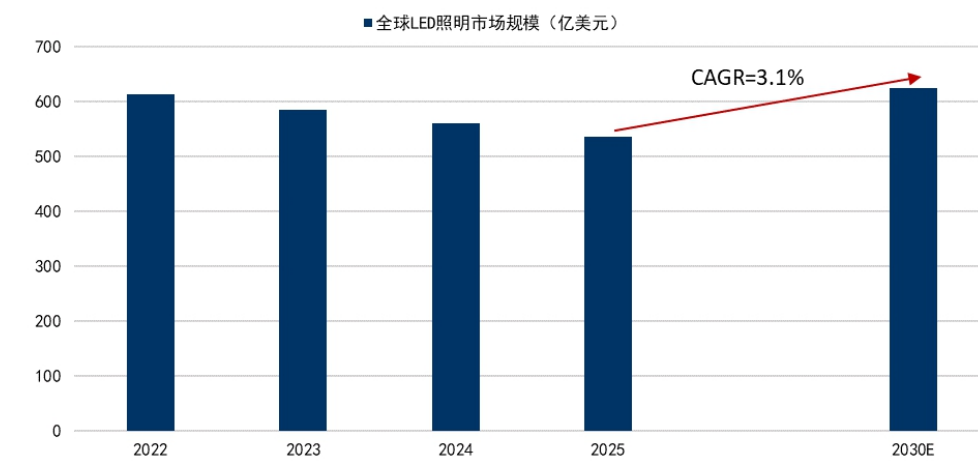
照明行业：成熟稳健的耐用品赛道，行业集中度仍有提升空间

全球 LED 照明行业进入成熟期，我国照明出口规模增长稳健

全球 LED 照明行业规模超 500 亿美元，逐步进入以更新替代为主的成熟期。2010 年以来，各国加速淘汰高能耗的白炽灯，大力支持节能环保的 LED 照明产品。经过 10 余年快速渗透率，全球 LED 照明行业规模突破 600 亿美元后有所波动。参考 TrendForce 数据，2025 年全球 LED 照明市场规模为 535.5 亿美元，同比下降 4.5%，主要受全球地产等建筑相关需求疲软影响。未来随着户外照明、工业照明与应急

照明等领域进入换新周期，叠加 AI 带动基础设施建设，照明行业需求有望迎来改善。TrendForce 预测 2030 年全球 LED 照明市场规模有望达到 623.8 亿美元，2025-2030 年复合增速为 3.1%。

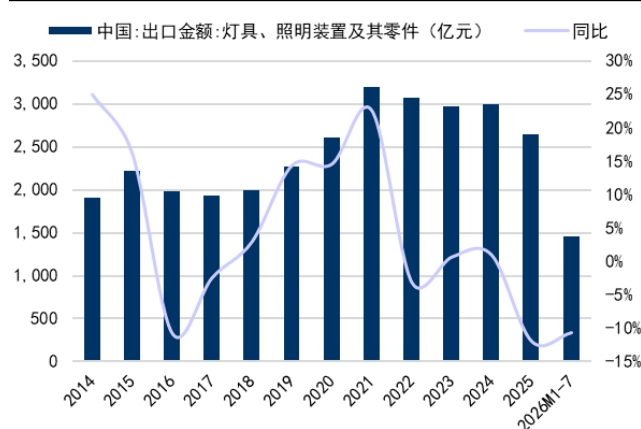
图9: 全球 LED 照明行业规模进入稳定期



资料来源: TrendForce 集邦咨询, 国信证券经济研究所整理

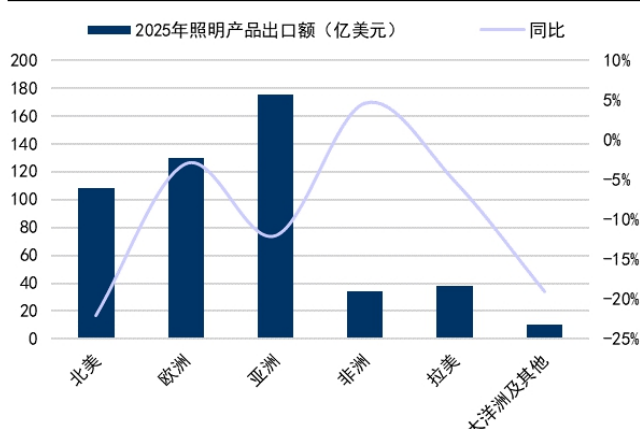
我国已成为全球最大的照明产品出口国，近年规模有所承压。海关总署数据显示，2025 年我国灯具、照明装置及其零件出口额达到 2644 亿元，受关税及全球照明需求疲软影响，同比下降 11.9%；但拉长维度看，2014-2025 年复合增长 3.0%，整体增长相对稳健。2026 年 1-7 月，我国灯具、照明装置及其零件出口额同比下降 10.6%，在关税扰动逐步弱化后，照明行业出口有望迎来积极修复。分区域看，我国照明出口以亚洲、北美、欧洲为主，2025 年出口额占比分别为 35.1%/21.6%/26.1%；非洲及拉美占比 7%左右。2025 年上述区域除非洲外，我国照明产品向其的出口额均有所下降。

图10: 我国照明产品出口额稳健增长



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图11: 2025 年我国照明行业对主要区域出口额普遍有所下降



资料来源: 中国照明电器协会, 国信证券经济研究所整理

照明出口行业格局分散，未来行业集中度有望提升

我国 LED 照明出口行业的竞争格局较为分散，头部公司市占率预计不足 5%。由于 LED 下游应用领域众多且进入门槛相对较低，参与者众多且分散，市场竞争激烈。我国照明出口的头部企业如立达信、得邦照明等照明产品收入规模不足 50 亿元，以我国照明产品出口额 2500-3000 亿元计算，头部企业的市占率均在 5% 以下，行业格局较为分散。

表2：与照明行业出口规模接近 3000 亿相比，我国主要 LED 照明出口企业营收规模普遍较低

名称	2025 年收入	简介
立达信	2025 年总营收 69 亿元，其中照明产品及配件业务合计收入 43 亿元，公司海外收入 63 亿元。	成立于 2015 年，2021 年上市，专注于绿色照明、智能家居及智慧建筑等物联网领域的高新技术企业，主要从事 LED 照明产品、智能家居和智慧建筑等物联网领域产品的研发、制造、销售及服务，致力于成为一流的家居和商业空间综合的物联网解决方案提供商。在绿色照明领域，立达信以直销为主，主要为境外客户提供 ODM 产品。
光莆股份	2025 年总营收 8.1 亿元，其中半导体光应用业务收入 5.7 亿元，海外收入 4.8 亿元。	成立于 1994 年，2017 年上市，主要从事半导体光应用产品的研发、制造和销售。通过为客户代工和少量自主品牌的方式销售照明产品。其销售模式采用直销为主，且以境外市场为主。
阳光照明	2025 年总营收 27 亿元，以照明产品为主，其中出口收入 22 亿元。	成立于 1975 年，2000 年上市，主营业务为照明电器的研发、生产和销售，主要产品为普通照明用的绿色照明产品。阳光照明以外销为主，通过为境外照明批发商、境外连锁型终端超市等客户代工和自营方式销售照明产品，国内市场销售模式为经销模式。
得邦照明	2025 年总营收 43 亿元，其中通用照明收入 35 亿元，出口收入 33 亿元。	成立于 1996 年，2017 年上市，得邦照明始终专注于通用照明行业，并积极向汽车零部件行业拓展，是一家集研发、生产、销售和服务于一体的综合性高新技术企业。产品涵盖民用照明产品、商用照明产品及车载系列产品。
联域股份	2025 年总营收 15.4 亿元，以照明产品为主，海外收入 14.7 亿元。	成立于 2012 年，2023 年上市，联域股份是一家专注于中、大功率 LED 照明产品研发、生产与销售的高新技术企业，主要产品包括 LED 灯具和光源，产品主要应用于户外、工业照明领域，同时覆盖植物照明、体育照明、防爆照明等特种照明领域。
民爆光电	2025 年总营收 16.7 亿元，以照明产品为主，海外收入 15.9 亿元。	成立于 2010 年，专注于绿色照明业务领域的高新技术企业，主要从事 LED 照明产品的研发、设计、制造、销售及服务，始终专注于服务境外区域性品牌商和工程商，并为客户提供商业照明和工业照明领域的 ODM 产品。2025 年起拓展 PCB 钻针等新业务。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

随着全球照明行业面临的需求及贸易环境更加复杂，预计后续行业集中度有望提升，头部企业相对受益。当前 LED 照明行业已进入成熟期，行业竞争更多集中于价格和产品本身，拥有成本优势、产品品质好、能快速响应并满足客户需求的企业相对占优。此外，全球贸易形势也存在较多不确定性，对全球供应链及产能布局有更高要求。因此，规模体量大、资金实力相对雄厚、产品技术及品质管理积累相对丰富的头部照明企业有望在行业竞争中获得更大优势，实现进一步的发展。

阳光照明：自主品牌+代工双轨，深耕照明的领军企业

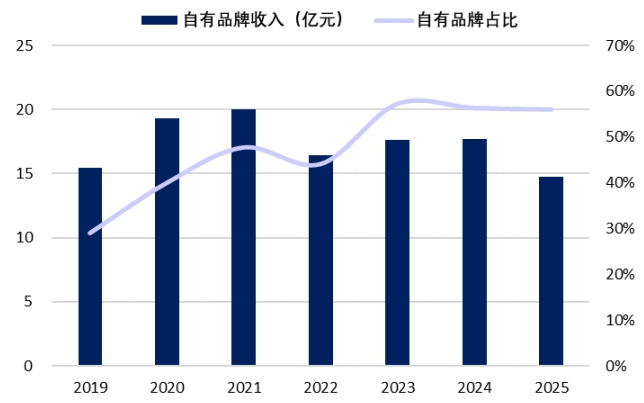
公司照明业务为“自主品牌 + OEM/ODM”双轨，近年来战略重心已从单一大客户代工，转向自主品牌为主、OEM 为辅的业务模式。2025 年自主品牌销售占比已达到 56%；同步完成光源向灯具迁移，当年灯具销售占比 2025 年达到 80.59%，收入结构更贴近终端场景与解决方案。

图12: 公司照明产品以灯具为主



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司自有品牌业务收入占比持续提升



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

品牌业务：矩阵化+本土化+渠道与客户构建壁垒

1、矩阵化品牌覆盖多个领域

公司采用区域/定位互补的品牌矩阵覆盖中高端照明领域，旗下主要品牌：

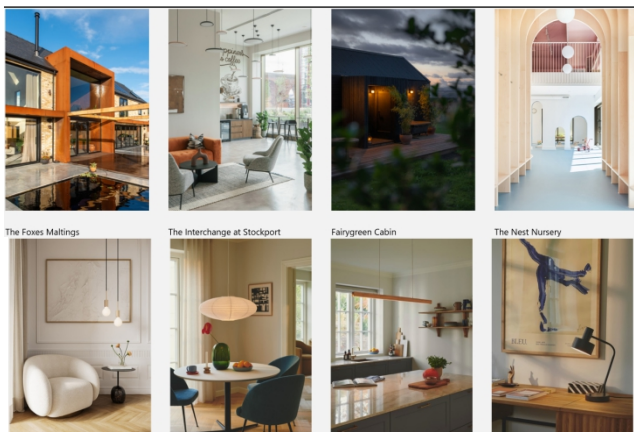
- Nordlux（诺乐适）：北欧设计基因，强调高端设计与智能系统，面向高端消费端；
- MEGAMAN（曼佳美）：德系品牌根基，消费者认知深厚，以飞利浦、LEDVANCE等为参照，走设计与功能并重、简约偏高端；
- Energetic：依托本地经销商及亚马逊等跨境平台放量。

表3: 公司旗下主要品牌情况

自有品牌	品牌背景	纳入公司体系的方式	主要区域	主要产品
Nordlux (诺乐适)	丹麦设计灯具品牌, 1977年创立于奥尔堡	2017 年控股孙公司艾耐特照明(欧洲)以现金 2.485 亿丹麦克朗收购诺乐适投资(丹麦)全部股权	丹麦及北欧、德国等欧洲消费市场, 并辐射多国	室内外设计灯具(吊灯、壁灯、户外庭院等), 辅以智能系统
MEGAMAN (曼佳美)	德系节能照明品牌, 1994年起家, 由 CFL 延伸至 LED 与商用灯具	2018 年公司收购香港利安分销有限公司、浙江家利宝照明电器有限公司股权, 分别承担亚太分销与国内 LED 制造; 2019 年 1 月起品牌方与厦门阳光等制造主体深化整合	欧洲与亚太并重; 香港承担分销, 国内及东南亚衔接制造与区域法人	LED/节能替换光源、商用灯具、智能与应急等专业向产品
Energetic	公司自有海外主品牌, 由欧洲、澳洲等销售公司主推	自有品牌: 2008 年在比利时设立欧洲销售公司, 2014 年设立澳洲销售公司, 长期作为海外主推商标	欧洲商超与 DIY、北美电商及各地经销网络	LED 球泡等替换光源及筒灯、支架等标准化灯具

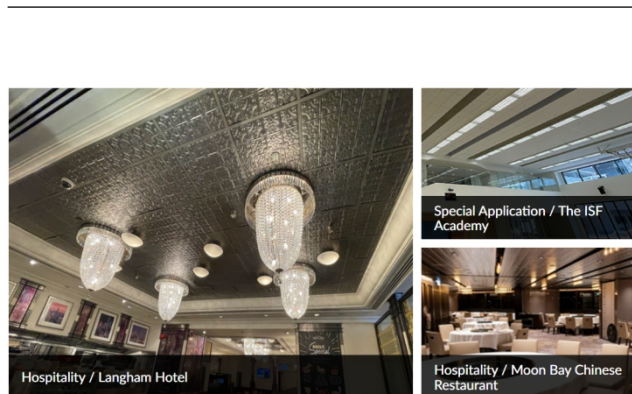
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: Nordlux 产品定位中高端，涵盖家用商用场景



资料来源: Nordlux 官网，国信证券经济研究所整理

图15: Megaman 以专业的商业工程定位为主



资料来源: Megaman 官网，国信证券经济研究所整理

2、本土化运营能力扎实，渠道持续下沉

公司的品牌业务本土化程度高。海外采用当地法人 + 本地团队 + 零售/工程双轮的运营网络，依托本地经销商及亚马逊等海外知名电商平台实现销售增长。公司已在比利时、德国、美国、法国、丹麦、加拿大、澳大利亚、新加坡、中国香港等设立销售公司，在拓展本地零售的同时发展工程业务，引进本地化销售团队，提供售前售后一体化服务。

图16: 公司实现全球化业务布局



资料来源: 公司官网，国信证券经济研究所整理

内销业务方面，公司渠道类型涵盖超市零售、商业分销、五金、工程项目、电商、地产、户外等。同时国内渠道持续下沉并向空白区域拓展，山东、陕西、山西、河南、河北等多省流通经销商网络逐步建立。工程业务采用直销团队与核心经销商相结合的方式，覆盖轨道交通、商业地产、工业制造、教育医疗等场景。

制造业务：研产销全链条布局，海外产能应对贸易政策风险

作为深耕行业的龙头企业之一，公司在生产制造方面积淀深厚，在产能规模、全球化布局、成本效率和产品力方面成熟，代工业务近年以发达市场的商超渠道为主，覆盖 Lowe's、Homedepot 等国际零售企业。

公司具备较强的产品研发创新能力，研发中心在光学设计、电子控制、新材料应用、精密机械结构等领域形成核心技术壁垒，构建了覆盖基础研究、应用开发、产品孵化的全链条。2001 年即建立国家级企业博士后科研工作站。

生产方面，国内拥有浙江上虞、福建厦门、江西余江、安徽金寨四大生产基地，根据公司公告，当前公司具有年生产能力约达 4 亿盏 LED 光源和 1.2 亿套 LED 灯具。在制造端，深入推进智能制造转型，通过工业机器人、自动化产线及数字化升级，在保障产品品质的同时保持行业成本领先优势。

图17：公司国内四大基地



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

海外方面，泰国工厂年产能达 200 万套灯具/年，主要满足初期市场验证需求，当前租赁厂房产能已趋于饱和，为了承接北美需求的快速增长，公司规划将设计产能提升至 1200 万套/年，其中 1000 万套为新增产能，200 万套为从原工厂转移产能。根据公司公告，2026 年 8 月 7 日，公司签署泰国春武里府 Hermes 园区 A07/A08 共 107.3 亩工业用地买卖协议，为未来海外产能扩张预留空间。另外公司与越南合作方签署了合作协议，形成“泰国制造+越南合作”的多元化海外供应体系。

图18: 公司泰国工厂布局



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

拓展氢能设备，布局二次增长曲线

氢能行业：政策+供需推动行业发展

1、政策助推，氢能从“示范”推进到“规模化窗口”

氢能已进入国家能源与产业规划的主轨道。国家发展改革委等部门印发的《氢能产业发展中长期规划（2021—2035 年）》明确，氢能是未来国家能源体系的重要组成部分、用能终端实现绿色低碳转型的重要载体，以及战略性新兴产业和未来产业的重点发展方向；并提出 2025 年初步建立以工业副产氢和可再生能源制氢就近利用为主的供应体系、燃料电池车辆保有量约 5 万辆、可再生能源制氢量达到 10—20 万吨/年，2030 年形成较为完备的产业技术创新体系与清洁能源制氢及供应体系，2035 年形成涵盖交通、储能、工业等领域的多元应用生态。

近期催化来看，发改委等四部门发布《可再生能源消费最低比重目标和可再生能源电力消纳责任权重制度实施办法》，自 2026 年 8 月 1 日起首次将绿氢、绿氨、绿色甲醇等非电利用纳入企业刚性考核，从需求侧强制拉动绿氢消费。

表4: 氢能相关政策今年密集发布

日期	文件/动作	主要内容及意义
2024. 11 / 2025. 1 施行	《能源法》首次将氢能纳入能源管理体系	能源属性法定化
2024. 12	《加快工业领域清洁低碳氢应用实施方案》	目标 2027 年清洁低碳氢在冶金、合成氨、甲醇、炼化等规模化应用
2025 前后	绿电绿证、风光制氢（氢/醇）、能源工作指导意见等	可再生制氢与燃料路线制度化
2026. 3 前后	氢能综合应用试点（城市群“制储输用”）	场景牵引、从交通延伸工业
2025—2026	《清洁低碳氢评价》《绿色合成氨/甲醇》、电解水制氢 CCER 方法学等	标准与碳资产工具补齐
2026. 08	《可再生能源消费最低比重目标和可再生能源电力消纳责任权重制度实施办法》	拓宽了可再生能源考核覆盖范围，丰富了绿色低碳转型的落地路径

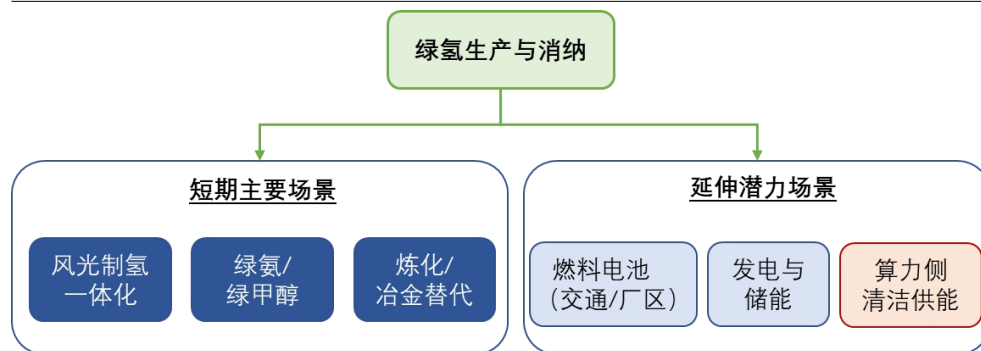
资料来源：国家发展改革委、工业和信息化部、财政部，国信证券经济研究所整理

2、绿氢当前主要用于工业脱碳与风光消纳，AI 算力带来额外能源需求催化

从产业结构来看，尽管当前国内氢气供给仍以灰氢（煤制氢）及副产氢为主导，但产业重心正加速向绿氢领域转移。

需求方面，氢能需求既来自高排放工业领域对传统化石氢源的替代，也来自化工、冶金等场景中新增的绿色原料需求。同时伴随国内风光装机量实现爆发式增长，“风光发电+绿氢+绿氨/绿醇”一体化模式逐步推行，通过就地消纳富余绿电制氢，有效解决弃风弃光问题。另外交通燃料电池、发电与储能等领域在示范与区域试点带动下稳步拓展，中长期有望形成更加多元的需求结构。

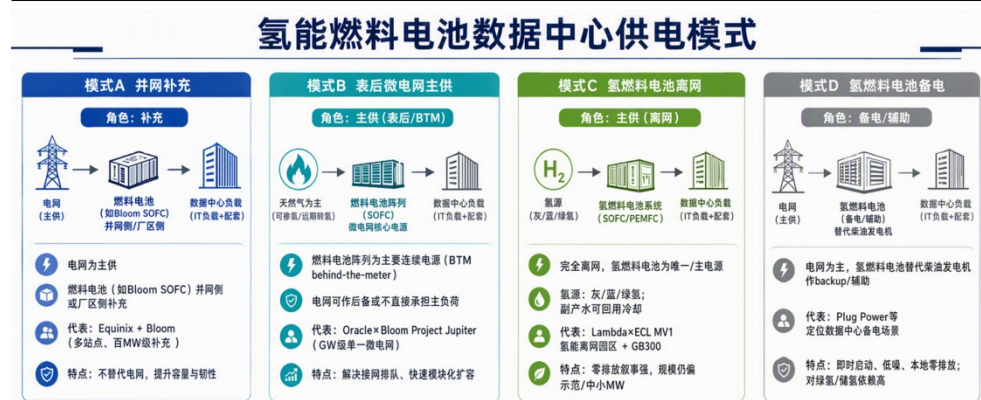
图19：绿氢当前的应用场景主要集中在风光制氢一体化和替代场景，潜力场景在供能领域



资料来源：国家能源局：《中国氢能发展报告（2026）》，国信证券经济研究所整理

AI 算力推高数据中心连续高功率用电，为氢能带来潜在增长动能。随着 AI 数据中心用电需求的大幅增长，其用电接网排队与建设周期成为能源供应方面矛盾点。因此 AI 数据中心供电保障预计呈现多路径并行特征：电网扩容与可靠性提升仍是基础路径；燃气发电、模块化现场发电以及构网型储能等方案，有助于缩短建设与投运周期并提升数据中心的供能灵活度，部分海外市场中，固体氧化物燃料电池（如氢能、天然气、甲醇等）、氢燃料电池离网供电等方案已在大型云计算与 AI 基础设施侧形成一定商业订单与扩产安排。

图20：氢能燃料电池可以作为数据中心的分布式能源主供，或作为电网的补充或辅助供能



资料来源：Datacenterdynamics、Oracle、BloomEnergy，国信证券经济研究所整理

从具体商业化项目来看，已有 Bloom Energy 和 Oracle、Plug Power 和 Amazon 等能源企业和数据中心在氢能领域的成熟合作，项目规模也从早年的 MW 级别逐步突破至 GW 级别。

表5: 在美国已经有多个氢能/固体燃料电池作为 AIDC 供能的商业化落地项目

项目主体	氢能应用形态	规模	项目详情
Bloom Energy × Oracle	主供电 / 微电网	最高 2.8GW (首批 1.2GW)	以固体燃料电池作为数据中心的主供电来源，燃料可选氢、天然气、甲醇等
Oracle「Project Jupiter」	单一微电网园区	最高 2.45GW	替代原燃气轮机+柴油方案，直接使用分布式的燃料电池
Lambda × ECL × Supermicro	氢燃料电池离网供电	最高 1GW	行业首个氢燃料电池供电、生产级 NVIDIA GB300 NVL72 系统，园区完全离网、由氢燃料电池供电，实现零排放、零外部取水，发电副产的水经净化后用于直接到芯片液冷循环。
Plug Power × Amazon	备用与辅助电源	2MW 级以上	就地制氢，可即时启动、模块化扩展、仅排放水蒸气，被定位为柴油备电的替代方案

资料来源：bloomenergy 官网、Oracle 官网、Lambda 官网、prometheus，国信证券经济研究所整理

3、装备制造领域是氢能产业发展的核心支撑

电解水制氢依靠以电解槽为核心的系统，主要包括电解槽、膜材料、催化剂、双极板、制氢电源等关键部件。根据电解质与材料选择的不同，电解水制氢的技术路线主要包括 ALK（碱性电解水）、PEM（质子交换膜电解）、AEM（阴离子交换膜电解）及 SOEC（固体氧化物电解）等路线。

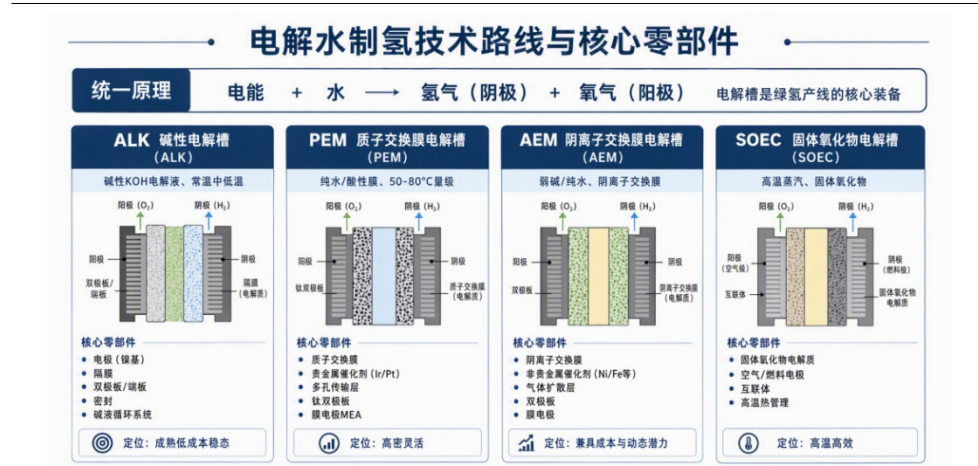
当前行业仍以 ALK 路线为主，其成熟、投资强度相对较低，适用于大规模较稳态工业制氢；

PEM 电流密度高、动态响应好，更适合波动性可再生电源，但贵金属与钛材抬升成本，占比仍低；

AEM 可在弱碱性环境下采用非贵金属催化剂，膜电极与双极板成本相对 PEM 具备下降空间，同时保留较高电流密度与较宽功率调节潜力，是与可再生能源耦合的重要方向之一。目前 AEM 已处于初步商业化阶段。

SOEC 理论效率较高，海外部分项目进入商业化探索，国内仍以研发示范为主。

图21: 电解水制氢的技术示意和几种不同的技术路线



资料来源：国家能源局：《中国氢能发展报告（2026）》、BloomEnergy，国信证券经济研究所整理

表6: 电解水制氢（绿氢）的几个主要技术路线对比

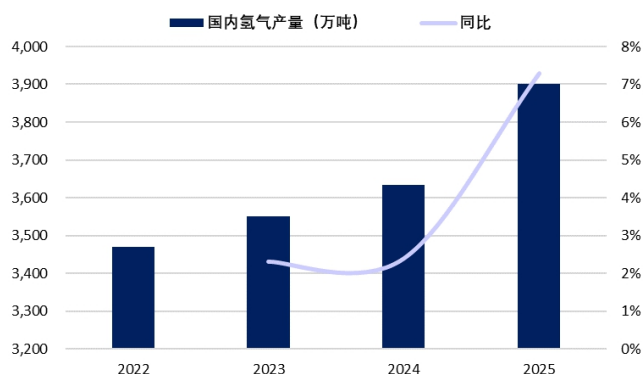
路线	成熟度	材料特征	动态响应	市场位置
ALK	商业化最成熟	非贵金属	相对偏弱	国内主流模式，占据绝大部分氢能市场
PEM	商业化推进中	铱铂、钛材	优	国内招标比例极少
AEM	商业化早期	非贵金属	接近 PEM 思路	初步商业化, 小堆运行较为稳定, 高功率堆逐步落地
SOEC	示范为主	高温材料体系	效率高、工程难	尚处早期阶段

资料来源：公司公告、BloomEnergy，国信证券经济研究所整理

氢能行业市场规模

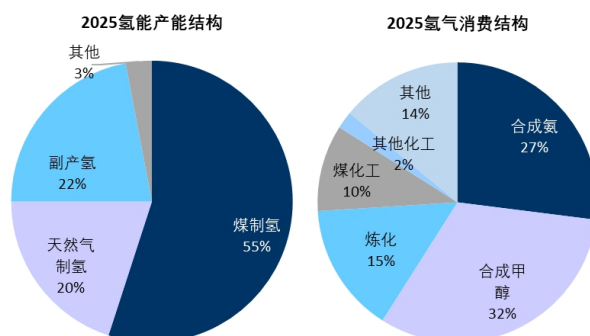
我国是全球最主要的氢气生产国与消费国之一。《中国氢能发展报告（2026）》显示，2025 年全国氢气产能超过 5100 万吨、产量超过 3900 万吨，产量结构仍以煤制氢、天然气制氢及工业副产氢为主，电解水制氢（绿氢）占比较低，但绿氢环节增长更为显著。

图22: 国内氢气产量接近 4000 万吨，近年平稳增长



资料来源：国家能源局：《中国氢能发展报告（2026）》，国信证券经济研究所整理

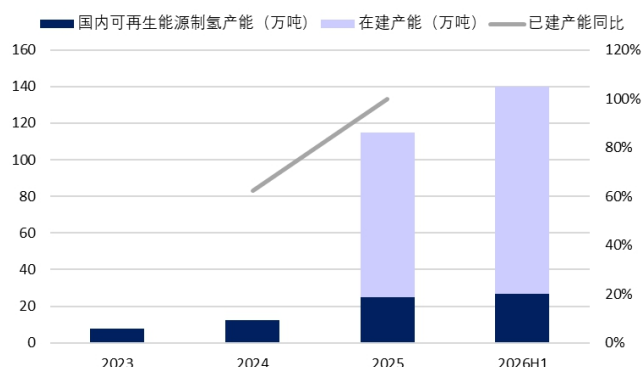
图23: 当前国内制氢以煤制氢为主，下游消纳主要为氨和甲醇



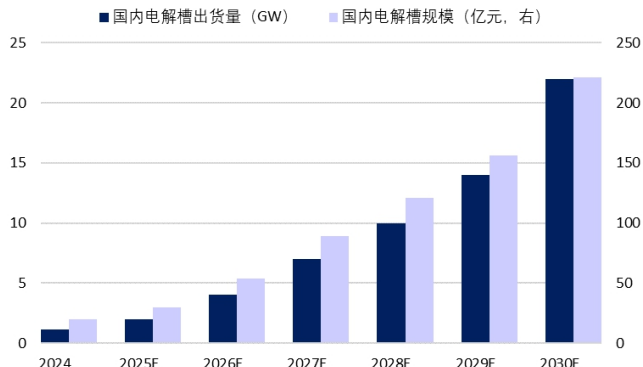
资料来源：国家能源局：《中国氢能发展报告（2026）》，国信证券经济研究所整理

绿氢方面，截至 2025 年底，全国可再生能源制氢建成投运产能突破约 25 万吨/年，较上年实现翻番增长，占全球相关产能的半数以上。而截至 2026 年 6 月，我国建成及在建可再生能源制氢产能规模超过 140 万吨/年，其中建成投运约 27 万吨/年、在建约 113 万吨/年，电解水制氢为主要技术路线。同期，绿色合成氨、绿色甲醇等下游衍生产能也达到约 70 万吨/年、38 万吨/年量级。对照《氢能产业发展中长期规划（2021—2035 年）》提出的 2025 年可再生能源制氢 10—20 万吨/年目标，实际建成进度整体超前。

对应地，电解槽作为核心装备，其行业规模同样持续增长。参考《2025 中国绿氢产业发展蓝皮书》，电解水制氢（绿氢）2024 年全球装机容量约达 5.2GW，同比增长约 271%；其中中国装机在 2025 年预计达到约 2.9GW。金额方面，蓝皮书预计中国电解槽系统市场规模有望由 2024 年约 20 亿元提升至 2025 年约 30 亿元、2026 年约 54 亿元，并在 2030 年左右达到约 221 亿元。

图24: 国内绿氢产能规模增速更高, 在建产能规模持续增长


资料来源: 国家能源局: 《中国氢能发展报告 (2026) 》, 国信证券经济研究所整理

图25: 电解槽装机规模预计快速增长, 预计金额在 2030 年有望突破 200 亿元


资料来源: 国家能源局: 《中国氢能发展报告 (2026) 》、高工氢电: 《2025 中国绿氢产业发展蓝皮书》, 国信证券经济研究所整理

竞争格局: 参与主体较多但整体规模较小

碱性市场: 传统设备商与新能源企业同台竞争

碱性市场参与主体大致包括: 具备较长产业积淀的专业设备企业 (如派瑞氢能、考克利尔竞立等); 光伏风电及综合能源龙头延伸的制氢装备业务 (如隆基氢能、阳光电源氢能等); 以及其他领域以第二增长曲线进入的参与者。2024 年国内电解槽招标市场 CR5 约 55%、较上年有所下降, 竞争强度提升。

表7: 2024 年国内碱性电解槽出货量 TOP10

排名	企业简称	地区
1	派瑞氢能	河北邯郸
2	隆基氢能	江苏无锡、陕西西安
3	阳光氢能	安徽合肥
4	考克利尔竞立	江苏苏州
5	氢器时代	上海
6	三一氢能	湖南长沙
7	大陆制氢	天津
8	中电丰业	山东潍坊
9	青骐骥	江苏苏州
10	双良氢能	江苏江阴

资料来源: 高工氢电: 《2025 中国绿氢产业发展蓝皮书》, 国信证券经济研究所整理

注: 排名第 3 的“阳光氢能”系阳光电源旗下企业, 与阳光照明氢能子公司“阳光绿氢”无关联关系

PEM 与 AEM 赛道: 参与者增多, 大功率与工程验证成为关键

AEM: 近年来十余家厂商推出数十千瓦至兆瓦级 AEM 新品或系统; 应用端已出现南网储能相关 AEM 中标、兆瓦级设备海外交付等标志性事件, 同时以阳光照明旗下的阳光绿氢开始批量化出货也意味着商业化由小试向工程示范延伸。但目前细分市场尚未形成稳定份额格局, 竞争焦点集中在膜电极与催化剂、系统电耗与宽功率调节、连续运行寿命、兆瓦级集成交付及示范项目获取。

PEM：2024 年国内 PEM 电解槽出货量约 90MW，同比大幅增长 150%以上。其中，长春绿动凭借吉电大安绿氢项目交付，出货量超过 50MW，跻身第一；赛克赛斯氢能位列第二，代表出货项目为中核北方 3MW 制氢项目；华电科工排名第三，主要配套华电达茂旗绿氢项目。据 GGII 调研，2024 年出货量 ≥ 1 MW 的 PEM 电解槽厂商达到 18 家，较上年增加 5 家。

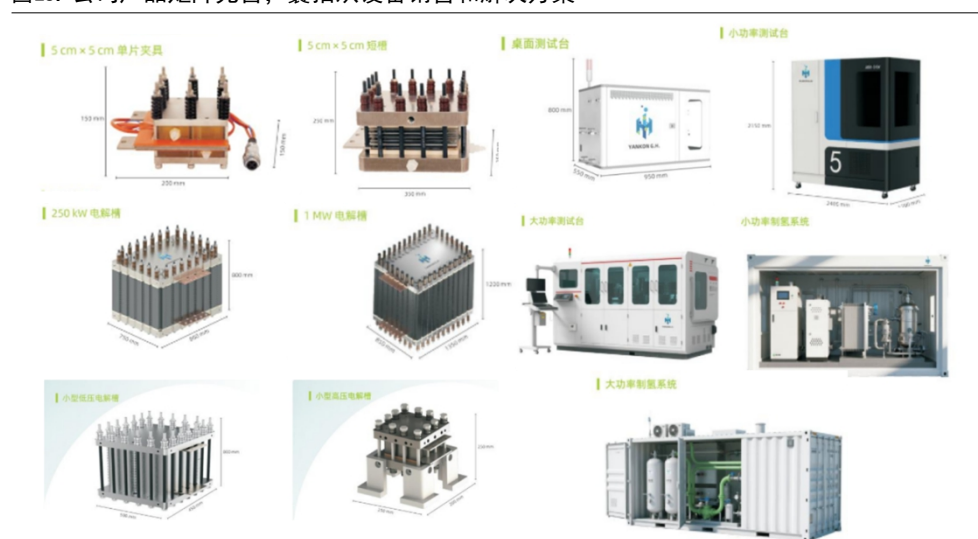
阳光绿氢：实现 0 到 1 的突破

阳光照明的氢能业务载体为全资子公司浙江阳光绿色氢能科技有限公司（氢能科技公司/阳光绿氢），并下设浙江阳光绿色氢能装备公司（氢能装备公司）。目前业务范围覆盖 AEM 电解槽、BOP 控制系统、辅助系统、膜电极及催化剂的研发、生产与销售，并提供绿氢应用场景解决方案，下游可对接可再生配套制氢、工业绿氢替代、交通能源、储能与工业辅助等场景。

核心竞争力 1：完善的产品矩阵和设备+方案能力

业务结构上，根据公司 2025 年年报披露的进展，2025 年上半年即已形成电解槽、BOP 系统与测试台三大板块并行推进；商业模式为“设备销售+解决方案”，2025 年电解槽与测试台实现销售突破，2026 年计划在化工、钢铁、交通等场景拓展。示范侧除园区微电网外，还包括 100kW 天然气掺氢设计、副产氢回收发电等应用验证。

图26：公司产品矩阵完善，囊括从设备销售和解决方案



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核心竞争力 2：技术领先+产业化协同支撑

AEM 电解槽的产品力和成本是当前行业最重要的竞争要素。公司在 AEM 全链条自研的背景下，在电耗、衰减、电流密度、调节区间、理论寿命及分功率长时运行小时数等均已取得行业领先水平。根据公司 2026 年中报披露的最新进展，公司已攻克 A11（5-20kW）、A22（25-100kW）、A44（125-500kW）三大系列产品核心技术，其中 100kW 单槽稳定运行超过 1500 小时；兆瓦级单槽研发与试运行稳步推进，预计 2026 年下半年启动运行试验。

表8: 公司电解槽产品的主要技术指标处于行业领先水平

指标	数值	说明及意义
满负荷电耗	约 4.2 kWh/Nm ³ H ₂ ; H1 小功率样机直流能耗不高于 4.3 kWh/Nm ³	系统经济性核心参数
功率调节范围	5%—120%	可适配波动电源
电流密度	1.5—2 A/cm ²	提升功率密度
电压衰减	低于 10 μV/h	设备长期稳定性高
理论寿命	超过 40,000 小时 (约 4.5 年连续运行)	运维条件下整槽口径
长时验证	10kW 突破 7,000 小时; 100kW (1.5A/cm ²) 超 1,500 小时; H1 样机约 3,000 小时	
成本	较同类产品降本超 30%	综合性价比高

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

产业化协同方面, 子公司可整合集团装备制造、精密加工资源和能力, 支撑核心部件的品质与交付效率; 在客户与场景拓展协同方面, 可凭借上市公司平台影响力对接工业、交通及新能源等领域的潜在客户。另外, 在合规履约方面, 上市公司健全成熟的全流程管理体系, 也有利于氢能业务的招投标的专业化、体系化, 在供应链、合规、质量管控等方面能够更好地满足下游客户的采购要求。

根据公司 2026 年中报披露的进展, 公司在 CIHC 2026 中国氢能展上签署兆瓦级 AEM 电解槽产业化战略合作协议, 打通大功率产品的市场合作渠道, 并且持续拓展行业战略客户, 推进示范项目落地, 覆盖绿电制氢、天然气掺氢等多类商业化应用场景。

核心竞争力 3: 产业链一体化布局, 强化技术自主可控和成本优势

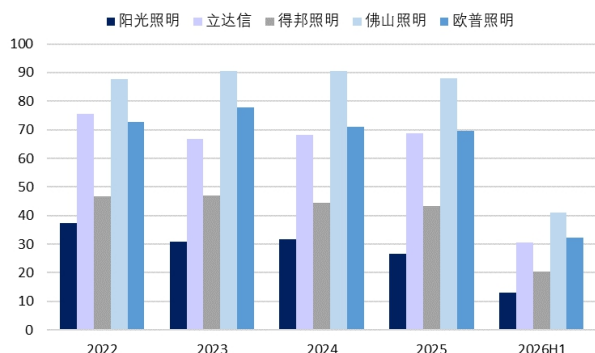
公司除了氢能业务主体阳光绿氢及其下设氢能装备公司、浙江阳光新材料科技有限公司(新材料公司)外, 近年进行了一系列的产业链投资, 包括对上海莒纳新材料科技有限公司(催化剂, 持股 3.125%)、宁波中科氢易膜(膜材料, 阳光绿氢 2.07%、上市公司 1.75%)、北京未来氢能科技有限公司(持股 1.9608%)等上游关键材料企业的投资布局, 在关键材料、膜电极、催化剂、电解槽到 BOP 控制系统等全链条进行业务+股权的合作, 强化自主配套能力的同时, 也有利于整体产业链的降本和研发效率的提升。

财务分析

成长性分析

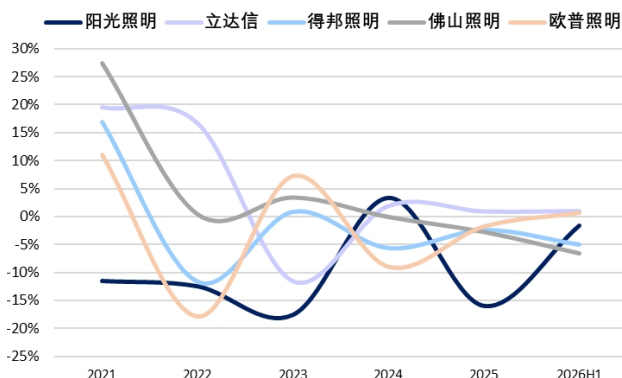
公司收入增速短期承压, 但和行业趋势一致。我们选取立达信、得邦照明、佛山照明、欧普照明作为可比公司, 2025 年阳光照明收入规模为 26.68 亿元, 规模低于可比公司, 可比公司中立达信、得邦照明、佛山照明在通用照明业务基础上均拓展了其他外延业务, 故收入体量相对较高。从收入增速来看, 近年公司收入承压有所下滑, 但行业整体均呈现出一定的收入端压力。

图27：公司收入规模低于可比公司（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：公司收入近年增速承压，但 H1 的降幅有所收窄

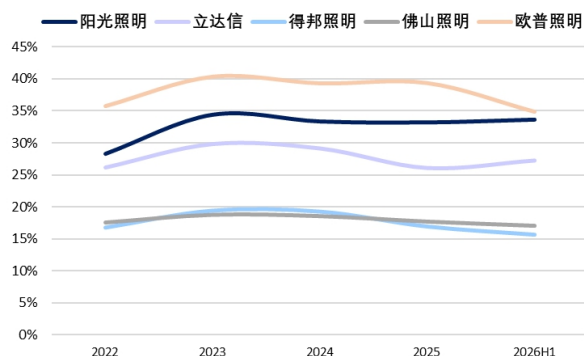


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

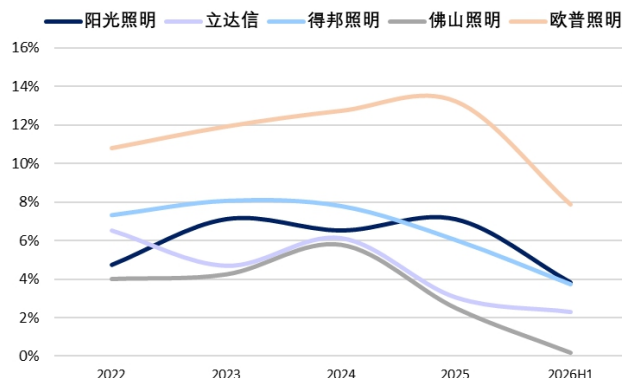
公司品牌业务带动下毛利率高，净利率处于行业中等偏高水平。2021-2025 年阳光照明平均毛利率为 31.6%，且整体呈现提升的状态，主要由于自有品牌占比持续提升；行业净利率近年承压，公司净利率处于行业中等偏高的水平，且近年净利率相比可比公司相对更为稳定。2021-2025 年阳光照明平均净利率为 6.6%，一方面得益于相对较高的毛利率，另一方面公司费用管控能力整体稳定，使得净利率维持在相对稳定的中枢。

图29：公司毛利率处于行业较高水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30：公司净利率处于行业中等偏上水平，但 H1 均承压



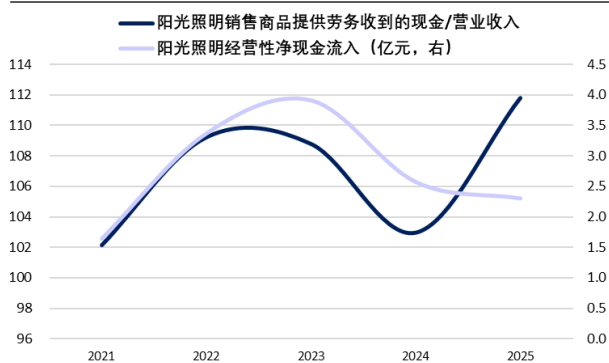
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

现金流量分析

公司现金流表现较好。公司经营活动产生的现金流量净额/营业收入的比例持续维持在 100%以上，净利润现金含量同样保持健康状态，其中 2022 年以来比值略有回落主要系公司战略性主动增加原材料备货，目前整体现金流量表现较为健康。

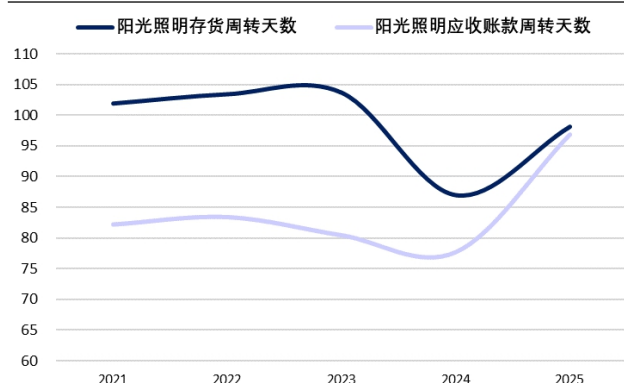
营运周转天数相对稳定。公司应收账款周转天数 2021-2024 年维持在相对稳定的水平，2025 年受收入下滑影响使整体周转天数提升较多；公司存货周转天数从 2021 年的 102 天优化到 2025 年 98 天，存货周转率提升主要系销售规模提升和库存商品余额下降拉动，而 2025 年周转天数提升主要与销售规模下降有关。

图31: 公司现金流健康, 收入净现金含量高



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图32: 公司存货周转与应收账款周转天数整体稳定



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件: 公司照明业务全球分布, 其中外销需求整体承压, 而国内业务自 2026H1 以来呈现弱复苏的态势, 因此我们从主要区域角度对公司照明业务做预测。另外氢能相关业务有望从 2027 年规模化贡献收入。

照明外销: 公司外销业务占比较高的区域为北美、欧洲、亚洲 (不含中国), 其中:

北美区域在 2025 年关税影响下滑幅度较大, 随着公司泰国产能爬坡和关税政策的逐步消化, 北美收入 2026H1 重回增长, 预计北美 2026-2028 年整体收入在低基数回弹后, 实现平稳增长;

欧洲区域考虑到耐用可选消费品近年整体需求承压, 预计 2026 年仍保持下滑, 但由于公司欧洲自有品牌占比相对较高, 对市场变化的反应更及时, 因此预计 2027-2028 年有望逐步实现弱复苏;

亚洲及其他区域尽管近两年收入有下滑压力, 但整体需求预计略优于欧美区域, 在经历 2026 年的下滑后, 预计在 2027-2028 年实现增长。

整体预计公司照明外销业务 2026-2028 年收入同比 -3%/+8%/+4% 至 21.1/22.6/23.6 亿元。

外销毛利率方面, 考虑到 2026 年以来原材料涨价、人民币升值和泰国基地爬坡带来的影响, 预计毛利率有所下降, 随着价格的传导、汇率稳定和产能利用率的逐步提升, 预计 2027 年起外销毛利率有望逐步回升。2026-2028 年毛利率分别为 34.2%/35.4%/35.3%。

照明内销: 公司内销业务以轨道交通、商业地产、工业制造、教育医疗等工程领域为主, 同时发展景观照明、智慧灯杆、道路照明等品类, 另外进一步拓展直播电商、内容种草等渠道, 2026H1 内销实现 7.7% 收入增长, 预计在景气赛道的拓展背景下, 内销有望实现稳健增长, 预计 2026-2028 年内销收入同比增长 10%/7%/5% 至 5.4/5.8/6.0 亿元。

内销毛利率随着业务结构的提升，2026H1 显著提升 7.7pct 至 29.31%，预计毛利率 2026-2028 年分别为 28.5%/30.5%/32.0%。

氢能业务：2025 年公司已经实现电解槽、测试台产品市场销售的突破，2026 年持续扩大市场接触面和项目储备，预计 2025-2026 年氢能业务收入规模较小，预计 2027-2028 年氢能相关业务收入 2000 万、6000 万元，毛利率预计随着规模提升而逐步提升。

整体来看，预计公司 2026-2028 年收入同比-0.7%/+8.0%/+5.8%至 26.5/28.6/30.3 亿元，综合毛利率 33.0%/34.3%/34.6%。

表9：阳光照明业务拆分

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
照明外销					
收入（亿元）	25.3	21.8	21.1	22.6	23.6
增速	4.9%	-13.8%	-3.3%	7.5%	4.3%
毛利率	36.8%	35.2%	34.2%	35.4%	35.3%
照明内销					
收入（亿元）	6.5	4.9	5.4	5.8	6.0
增速	-2.8%	-24.5%	10.0%	7.0%	5.0%
毛利率	20.1%	24.9%	28.5%	30.5%	32.0%
氢能业务					
收入（亿元）	-	-	0.0	0.2	0.6
增速	-	-	-	567%	200%
毛利率	-	-	-	25.0%	35.0%
总营收	31.8	26.7	26.48	28.60	30.26
增速	3.3%	-16.0%	-0.7%	8.0%	5.8%
整体毛利率	33.4%	33.3%	33.0%	34.3%	34.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

费用方面，公司近年费用控制较好，销售、管理及研发费用绝对值近年保持稳定略降的状态，费用率主要受到收入端规模的影响。因此预计 2026-2028 年公司管理、研发费用的规模保持相对稳定的水平，销售费用或随着收入的变化而进行动态调整。预计 2026-2028 年销售费用率分别为 12.4%/12.8%/13.2%；管理费用率 10.8%/10.2%/10.0%，研发费用率保持在 3.0%的稳定水平；财务费用在 2026H1 人民币汇率大幅升值的背景下，预计当年受汇兑损益影响较大，预计在汇率大幅变化后，利息收入预计带来正贡献，2026-2028 年财务费用率为 0.5%/-0.1%/-0.3%。

另外公司近年投资收益和公允价值变动波动相对较大，主要来自于交易性金融资产（如购买的证券投资基金类产品等）的处置和公允价值变动产生的收益，截至 2026H1 末，公司以公允价值计量的金融资产余额约 9.9 亿元，其中交易性金融资产 7.4 亿元（权益性工具投资余额 2.6 亿元、结构性存款 4.85 亿元），考虑到投资类金融资产余额有所上升，并参考 2026H1 交易性金融资产带来的公允价值变动收益约为 0.13 亿元，预计后续公允变动和投资收益保持相对稳健的水平。

未来 3 年业绩预测

表10：未来 3 年盈利预测表（单位：亿元人民币）

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	26.7	26.5	28.6	30.3
营业成本	17.8	17.8	18.8	19.8
毛利率	33.3%	33.0%	34.3%	34.6%
销售费用	4.1	3.3	3.7	4.0
管理费用	2.9	2.9	2.9	3.0

研发费用	0.8	0.8	0.9	0.9
财务费用	0.0	-0.1	0.0	0.1
营业利润	2.21	1.86	2.65	2.89
归属于母公司净利润	1.89	1.58	2.18	2.38
EPS	0.14	0.12	0.16	0.18
ROE	5.3%	4.4%	6.1%	6.6%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

预计公司 2026-2028 年收入同比-0.7%/+8.0%/+5.8%至 26.5/28.6/30.3 亿元，归属于母公司净利润 1.58/2.18/2.38 亿元，同比-16.4%/+38.6%/+8.9%，每股收益为 0.12/0.16/0.18 元。

盈利预测情景分析

表11：情景分析（乐观、中性、悲观情景）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
乐观预测					
营业收入(百万元)	3,176	2,668	2,782	3,144	3,483
(+/-%)	3.3%	-16.0%	4.3%	13.0%	10.8%
净利润(百万元)	203	189	172	244	275
(+/-%)	-5.7%	-7.1%	-8.5%	41.7%	12.5%
摊薄 EPS	0.15	0.14	0.13	0.18	0.21
中性预测					
营业收入(百万元)	3,176	2,668	2,649	2,860	3,026
(+/-%)	3.3%	-16.0%	-0.7%	8.0%	5.8%
净利润(百万元)	203	189	158	218	238
(+/-%)	-5.7%	-7.1%	-16.4%	38.6%	8.9%
摊薄 EPS(元)	0.15	0.14	0.12	0.16	0.18
悲观的预测					
营业收入(百万元)	3,176	2,668	2,515	2,591	2,611
(+/-%)	3.3%	-16.0%	-5.7%	3.0%	0.8%
净利润(百万元)	203	189	144	195	206
(+/-%)	-5.7%	-7.1%	-23.8%	35.7%	5.4%
摊薄 EPS	0.15	0.14	0.11	0.15	0.15

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：3.71-4.85 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表12：公司盈利预测假设条件（%）

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入增长率	-16.0%	-0.7%	8.0%	5.8%	10.0%	12.0%	10.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
营业成本/销售收入	66.8%	67.0%	65.7%	65.4%	64.9%	64.4%	64.4%	64.4%	64.4%	64.4%	64.4%
管理费用/销售收入	13.1%	13.8%	13.2%	13.0%	12.7%	12.5%	12.5%	12.4%	12.3%	12.3%	12.3%
研发费用/销售收入	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
销售费用/销售收入	15.3%	12.4%	12.8%	13.2%	12.9%	12.9%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
所得税税率	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%
股利分配比率	101.0%	95.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表13：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.92	T	18.10%
无风险利率	1.70%	Ka	8.60%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	0.92
公司股价（元）	3.19	Ke	8.60%
发行在外股数（百万）	1335	E/(D+E)	95.35%
股票市值(E, 百万元)	4259	D/(D+E)	4.65%
债务总额(D, 百万元)	208	WACC	8.35%
Kd	4.00%	永续增长率（10年后）	1.6%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 3.71-4.85 元。

表14：阳光照明 FCFF 估值表（单位：人民币）

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT	150.2	206.7	222.1	281.3	341.7
所得税税率	18.10%	18.10%	18.10%	18.10%	18.10%
EBIT*(1-所得税税率)	123.0	169.3	181.9	230.4	279.9
折旧与摊销	91.3	93.0	94.4	95.7	96.9
营运资金的净变动	(89.6)	(13.1)	(40.1)	23.6	2.3
资本性投资	(25.0)	(22.0)	(20.0)	(20.0)	(16.0)
FCFF	99.6	227.1	216.2	329.7	363.0
PV(FCFF)	92.0	193.5	169.9	239.2	243.1
核心企业价值	5,522.0				
减：净债务	(87.4)				
股票价值	5,609.4				
每股价值	4.20				

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（人民币）

		WACC 变化				
		7.4%	7.9%	8.35%	8.9%	9.4%
永续增长率变化	2.6%	5.78	5.18	4.68	4.27	3.92
	2.1%	5.37	4.85	4.42	4.06	3.74
	1.6%	5.03	4.58	4.20	3.87	3.59
	1.1%	4.75	4.35	4.01	3.71	3.45
	0.6%	4.51	4.16	3.85	3.57	3.34

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：3.45-4.42 元

我们选取当前照明行业有市场一致预期净利润的佛山照明、得邦照明、欧普照明作为可比公司，综合参考市盈率、市净率和股息率三个角度做相对估值：

市盈率：2026/2027 年行业可比公司平均 PE 为 26/22 倍。参考行业平均估值水平，考虑到：

1) 阳光照明外销业务占比较高导致 2026 年人民币升值周期带来更为负面的利润影响，随着汇率波动自 2026 年中以来有所降低，公司盈利能力有望恢复；2) 公司的照明品牌业务占比较高，尽管行业下行期承压更为明显，但品牌业务在行业回暖期也有望获得更大的弹性；3) 可比公司的市盈率中包含了部分非照明业务的估值，而公司的氢能业务作为未来二次增长的动力，2025 年以来已经逐步实现销售，随着氢能业务的逐步增长，预计估值端也有望反映其价值。

因此我们采用 2027 年利润对应的市盈率作为参考，在行业平均市盈率 22 倍基础上略上浮至 25 倍作为考虑到新业务带来估值溢价的空间，对应目标市值约为 48-55 亿元，对应每股价格 3.63-4.12 元。

市净率：由于汇率等因素为行业带来较大的利润波动，而照明企业往往兼具制造属性和品牌属性，因此我们同样参考行业 PB 水平作为估值的考量因素，剔除汽车业务占比相对较高的得邦照明后，行业平均净资产为 1.5 倍 PB，对应目标市值约为 51 亿元，对应每股价格为 3.85 元。

股息率：由于公司历史分红率较高，同时行业部分公司也具有相对较高的股息率，因此我们以行业平均 3.4%股息率作为参考，由于 2026 年公司利润受汇兑等因素影响较大，因此以 2027 年预期利润作为分红基数，假设公司 2027 年保持分红率稳定，在 3.4%股息率要求下对应市值 59 亿元，对应每股价格为 4.42 元。

因此综合市盈率、市净率和股息率三方面相对估值，我们在相对估值下给予公司 48-59 亿元的市值区间，对应每股价格为 3.63-4.42 元。

表16: 可比公司相对估值对比

		市值	2025 年收	净利润				PE		分红率	股息率	PB	
公司	公司介绍	(亿元)	入 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2025A	2025/8/25 收盘价	(LF)
佛山照明	2025 年收入 88 亿元，外销占比 21%。业务贯穿 LED 产业链上下游，原主业以通用照明为主，后通过外延并购拓展为涵盖上游芯片制造、中	65	88	2.1	2.2	2.7	3.2	30	24	20	36%	1.2%	1.1

游 LED 封装、下游 LED 应用的全 LED 产业链企业。													
2025 年收入 43 亿元，外销占比 77%。主业以通用照明外销代工为主，通过内生+外延并购切入汽零业务，拓展车用控制器、车灯等业务。													
得邦照明	130	43	2.6	3.0	3.2	3.5	43	39	37	168%	3.5%	4.1	
2025 年收入 70 亿元，外销占比 10%。以国内照明品牌业务为主、外销为辅，是国内整体照明解决方案的领军企业。													
欧普照明	108	70	9.2	7.4	8.3	10.3	15	13	11	68%	5.8%	1.6	
行业平均							26	22	19	91%	3.4%	2.3	
2025 年收入 27 亿元，以照明业务外销为主，占比 82%，自有品牌和代工并行，2024 年切入氢能赛道，2025 年形成销售收入													
阳光照明	43	27	1.9	1.7	2.2	2.4	25	20	18	92%	4.1%	1.3	

资料来源：各公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

综合考虑绝对估值与相对估值，我们取绝对估值与相对估值的交集部分，给予公司股票合理估值区间在 3.71-4.42 元，对应 2026 年 PE 为 31-37 倍、对应 2027 年 PE 为 23-27 倍。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 3.71-4.42 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.7%、风险溢价 7.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.6%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取照明行业的佛山照明、得邦照明、欧普照明等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2027 年平均 PE、2026 年的 PB（LF）以及 2027 年的预期分红对应的股息率做为相对估值的参考，最终给予公司 2026 年 PE 为 31-37 倍、对应 2027 年 PE 为 23-27 倍，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入同比-0.7%/+8.0%/+5.8%至 26.5/28.6/30.3 亿元，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司从 2027 年起，受益于行业底部复苏、汇率负面因素影响逐步减弱等影响盈利能力好转。对应 2026-2028 年毛利率分别为 33.0%/34.3%/34.6%，归属于母公司净利润 1.58/2.18/2.38 亿元，同比-16.4%/+38.6%/+8.9%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司 2022 年出现过较大的应收账款信用减值，当年坏账损失达到 0.41 亿元。尽管近年公司应收账款余额相对稳定，2026H1 末余额为 7.65 亿元，且余额前五中多为 LG、Rang Dong、Costco 等国际大客户，但若下游客户的经营和回款出现不利变化，则对应的信用减值风险或影响公司的盈利能力。

经营风险

原材料价格波动风险

公司作为照明产品的生产企业，原材料主要为 LED 灯珠、电子器件以及金属、塑料零部件等，占成本的比重较大。随着公司经营规模触底回升，原材料采购规模也将持续上升，若原材料价格显著上升，同时公司未能与客户就调整价格以对冲成本协商一致，公司将面临采购成本大幅上涨，进而挤压公司利润空间的风险。

市场竞争加剧风险

由于市场需求近年相对承压，照明企业竞争格局分散，因此部分企业采用降价获取市场份额或订单的方式进行竞争，若行业需求不振持续叠加竞争加剧，公司或面临价格竞争压力，进而产生销售端增长乏力和盈利能力承压的风险。

汇率波动的风险

公司的外销业务占比较高，并通过美元或美元结算，因此人民币汇率波动将直接影响收入、毛利率和汇兑损益等科目，进而影响最终盈利能力。若未来汇率发生大幅变动，若公司未能及时采取套期保值、加快回款、缩短结售汇周期等有效应对措施，则其经营业绩可能受到一定程度的不利影响。

海外产能建设与爬坡风险

公司已于 2026 年 8 月签署泰国春武里府 Hermes 园区工业用地买卖协议，为未来海外产能扩张预留空间。若泰国基地交割、海外产能的建设以及后续产能爬坡进度不及预期，则或影响公司海外业务的经营情况。

国际贸易政策和环境变化的风险

公司以境外销售为主，近年来国际间贸易摩擦日益增多，美国自 2018 年以来陆续对中国及其他区域加征进口关税，对行业和公司经营带来不利影响。尽管公司已经采取海外产能布局等应对手段，但若未来公司的主要出口地欧美国家关税及贸易政策变化，则或给公司经营带来不确定性影响。

经营业绩下滑的风险

公司经营业绩受产品销量、原材料价格波动、汇率波动等多种因素的综合影响。尽管公司已通过各项措施力求降低成本、提高生产效率，但若未来上述影响经营业绩的一项或多项因素发生不利变化，公司将面临经营业绩大幅波动风险。

氢能新业务发展慢于预期的风险

公司新拓展的氢能业务尚处于早期发展阶段，同时氢能行业同样处于相对早期阶段，若公司在技术、产品方面的升级推进不及预期，或行业整体需求增长不及预期，则可能面临新业务发展不及预期的风险，进而导致前期投入取得回报周期拉长、盈利能力受到影响的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2297	2306	2348	2472	2615	营业收入	3176	2668	2649	2860	3026
应收款项	783	718	644	723	772	营业成本	2115	1781	1776	1878	1978
存货净额	510	461	442	467	499	营业税金及附加	28	26	26	28	29
其他流动资产	89	80	141	106	121	销售费用	468	408	328	366	399
流动资产合计	3870	3790	3793	3988	4227	管理费用	393	369	370	381	397
固定资产	908	855	803	755	702	财务费用	(11)	(2)	13	(2)	(9)
无形资产及其他	127	113	109	104	100	投资收益	37	51	30	39	40
投资性房地产	369	376	376	376	376	资产减值及公允价值变动	(10)	65	10	17	17
长期股权投资	15	16	17	19	20	其他收入	48	18	9	0	0
资产总计	5288	5149	5099	5241	5425	营业利润	259	221	186	265	289
短期借款及交易性金融负债	120	66	128	192	296	营业外净收支	6	11	5	0	0
应付款项	1008	933	852	923	986	利润总额	264	232	191	265	289
其他流动负债	363	325	313	329	352	所得税费用	57	42	35	48	52
流动负债合计	1492	1324	1293	1444	1633	少数股东损益	5	1	(1)	(1)	(2)
长期借款及应付债券	32	79	79	79	79	归属于母公司净利润	203	189	158	218	238
其他长期负债	213	173	146	116	87						
长期负债合计	245	253	225	196	166	现金流量表（百万元）					
负债合计	1737	1577	1519	1640	1799		2024	2025	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	32	34	33	33	33	净利润	203	189	158	218	238
股东权益	3519	3539	3547	3568	3592	资产减值准备	(16)	13	(1)	(1)	(1)
负债和股东权益总计	5288	5149	5099	5241	5425	折旧摊销	97	91	91	93	94
						公允价值变动损失	10	(65)	(10)	(17)	(17)
关键财务与估值指标						财务费用	(11)	(2)	13	(2)	(9)
	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	176	(22)	(90)	(13)	(40)
每股收益	0.15	0.14	0.12	0.16	0.18	其它	17	(13)	1	0	1
每股红利	0.14	0.14	0.11	0.15	0.16	经营活动现金流	487	192	149	281	275
每股净资产	2.64	2.65	2.66	2.67	2.69	资本开支	36	(96)	(25)	(22)	(20)
ROIC	4%	2%	4%	5%	5%	其它投资现金流	360	(35)	7	(1)	0
ROE	6%	5%	4%	6%	7%	投资活动现金流	395	(133)	(19)	(25)	(21)
毛利率	33%	33%	33.0%	34.3%	34.6%	权益性融资	11	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	3%	6%	7%	7%	负债净变化	(36)	47	0	0	0
EBITDA Margin	8%	7%	9%	10%	10%	支付股利、利息	(185)	(191)	(150)	(197)	(214)
收入增长	3%	-16%	-1%	8%	6%	其它融资现金流	29	236	62	64	104
净利润增长率	-6%	-7%	-16%	39%	9%	融资活动现金流	(402)	(51)	(88)	(133)	(110)
资产负债率	33%	31%	30%	32%	34%	现金净变动	480	9	42	124	143
息率	4.3%	4.5%	3.5%	4.6%	5.0%	货币资金的期初余额	1817	2297	2306	2348	2472
P/E	21.0	22.6	27.0	19.5	17.9	货币资金的期末余额	2297	2306	2348	2472	2615
P/B	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	企业自由现金流	445	42	100	227	216
EV/EBITDA	22.2	33.2	23.9	19.7	19.1	权益自由现金流	438	325	184	308	336

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032