

2020年05月12日

鸿利智汇（300219.SZ）

公司分析

聚焦封装主业，全面布局 Mini LED 寻求新突破

投资要点

◆ **国内 LED 封装核心厂商，2019 年业绩见底期待回升：**公司成立于 2004 年，是国内领先的 LED 封装器件上市公司，营收规模位列国内 LED 封装市场前 10，经过内生外延发展形成了包括 LED 封装、LED 汽车照明和互联网营销服务三大主业，其中 LED 封装是核心业务，2018 年已成为国内照明市场排名第二的龙头供应商。2019 年全年公司实现营业收入 35.9 亿元，同比下降 10.2%，毛利率 18.8%，同比下降 4.3 个百分点，归属母公司净利润亏损 8.8 亿元。由于国内半导体照明行业增速下降，公司经营承压，导致收入、毛利率同比下滑，2019 年公司商誉减值风险充分释放，经历上市以来业绩低点。我们预期疫情影响逐渐减弱后公司有望进入新的发展期。

◆ **LED 封装优势向头部集中，Mini LED 成为新的驱动力：**我国 LED 封装产业集中度不断提升，随着 2018 年以来行业经历景气度下行以及 2020 年疫情强烈冲击，中小产能将陆续退出，未来头部厂商占据大部分产能。公司作为国内核心头部封装企业，凭借技术和规模优势受益于集中度提升的行业趋势。需求端，LED 应用保持稳健增长，Mini LED 经过近几年发展逐渐被市场认可，成为行业发展新的驱动力，未来 2~4 个季度或有诸多代表性产品面世。公司目前在 Mini LED 背光领域已取得较快进展，预计 2020 年在产能等方面将有重要突破，有望实现板块领先。

◆ **聚焦封装主业全力投入 Mini LED，集中优势寻求新的突破：**公司 2019 年由于子公司经营不善等原因计提商誉减值 8.5 亿元，影响公司净利润发生较大亏损。公司未来将“聚焦主业，开源节流”，以具备优势的 LED 封装业务为核心，着力 LED 主业延伸，打造规模成本优势，一方面加速重点客户导入，整合完善 LED 产业链，提高市占率；另一方面，加大 Mini LED 等新产品的投入力度，全面布局 Mini LED 寻求全新突破，预计 2020 年 Mini 背光将带来可观收入，有望取得领先优势。汽车照明板块，公司调整了谊善车灯的管理团队，未来将继续发力附加值较高的汽车照明市场，打开国内外市场，多元化公司利润增长点。因此，我们对于公司甩掉商誉包袱，聚焦主业后的成长空间保持积极观点。

◆ **投资建议：**我们首次对公司进行覆盖，预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.36、0.46 和 0.52 元。净资产收益率分别为 12.7%、14.2% 和 14.3%，以相对估值 PE 为主要参考，结合 PB 的情况，给予增持-A 建议。

◆ **风险提示：**疫情影响下游需求恢复不及预期；Mini LED 市场推进不及预期；汽车照明业务因市场竞争盈利空间受限；股权投资类项目退出不及预期持续亏损。

电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级

增持-A(首次)

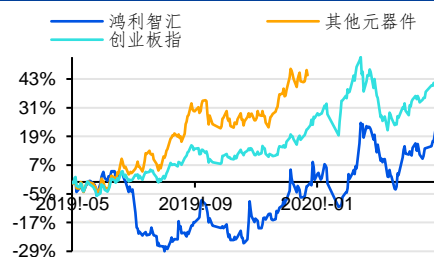
股价(2020-05-11)

9.03 元

交易数据

总市值（百万元）	6,392.73
流通市值（百万元）	5,668.09
总股本（百万股）	707.94
流通股本（百万股）	627.70
12 个月价格区间	5.08/9.45 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.91	27.2	-15.31
绝对收益	11.76	30.87	21.78

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号：S0910516110001

caijingyan@huajinsec.cn

021-20377068

报告联系人

郑超君

zhengchaojun@huajinsec.cn

021-20377169

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,003	3,594	2,968	3,553	4,156
YoY(%)	8.2	-10.2	-17.4	19.7	17.0
净利润(百万元)	209	-876	257	323	369
YoY(%)	-40.9	-519.6	-129.3	25.4	14.6
毛利率(%)	23.1	18.8	19.8	20.4	20.3
EPS(摊薄/元)	0.30	-1.24	0.36	0.46	0.52
ROE(%)	7.4	-48.0	12.7	14.2	14.3
P/E(倍)	30.6	-7.3	24.9	19.8	17.3
P/B(倍)	2.3	3.5	3.2	2.8	2.5
净利率(%)	5.2	-24.4	8.7	9.1	8.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、公司简介及财务分析	5
(一) 公司简介	5
(二) 公司财务分析	6
1、2019 年商誉减值风险释放，业绩见底期待回升	6
2、封装业务毛利率稳定，汽车照明保持收入增长	8
3、2020 年一季度业绩受疫情冲击	8
二、LED 封装集中度持续提升，Mini LED 强势来袭	10
(一) 封装产业优势向头部集中	10
(二) 需求稳健增长，Mini LED 进入应用场景	11
(三) 聚焦 LED 封装主业，持续发力寻求突破	12
三、盈利预测及投资建议	14
四、风险提示	16

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构（截至 2019 年年报）	6
图 3：公司股本结构（截至 2019 年年报）	6
图 4：过往 3 年营业收入及增长率	6
图 5：过往 3 年净利润及增长率	6
图 6：过往 3 年主要盈利能力比率	7
图 7：过往 3 年主要费用率变动	7
图 8：过往 3 年运营效率	7
图 9：过往 3 年主要回报率	7
图 10：过往 3 年负债率	7
图 11：过往 3 年短期偿债能力	7
图 12：过往 3 年经营活动净现金与净利润	8
图 13：过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额	8
图 14：过往 3 年产品细分收入	8
图 15：过往 3 年产品细分毛利率	8
图 16：过往 12 个季度营业收入及增长率	9
图 17：过往 12 个季度净利润及增长率	9
图 18：过往 12 个季度盈利能力	9
图 19：过往 12 个季度主要费用率	9
图 20：中国 LED 封装行业产值（2009 ~ 2020E）	10
图 21：全球 LED 封装供给端市占率（2016 ~ 2018E）	10
图 22：中国 LED 应用市场规模（2006 ~ 2018）	11
图 23：LED 应用规模细分领域占比（2009 ~ 2018）	11
图 24：中国 Mini LED 应用市场规模预测（2018 ~ 2020）	12
图 25：Mini LED 细分应用市场规模（百万台）预测（2019 ~ 2023）	12
表 1：公司主营业务介绍	5
表 2：中国市场 LED 封装厂商营收排名	10

表 3: 2018 年中国照明市场 LED 厂商排名	11
表 4: 收入及毛利率的业务分布	14
表 5: 可比公司估值参考	14

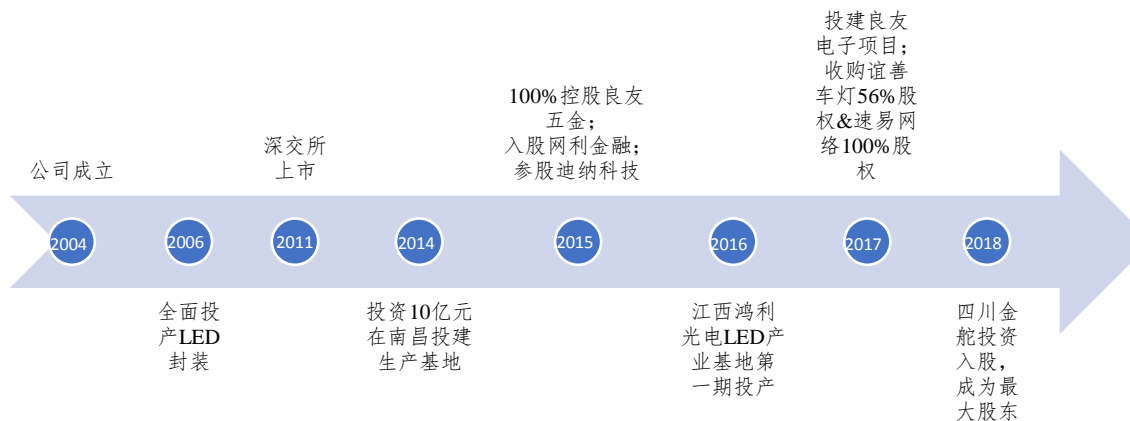
一、公司简介及财务分析

公司是国内领先的集研产销于一体的 LED 封装器件产品上市企业，通过内生外延方式逐渐发展成包括 LED 封装、LED 汽车照明和互联网营销服务三大板块为主营业务的高新技术企业，其中 LED 封装为核心主业，目前公司已成为国内龙头厂商。2019 年公司部分子公司发生亏损计提商誉减值，业绩见底。

（一）公司简介

公司于 2004 年成立，主要从事 LED 封装业务，通过内生外延方式发展壮大，目前主营业务包括 LED 封装、LED 汽车照明和互联网营销服务三大板块，以 LED 封装为核心主业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、华金证券研究所

公司 LED 封装业务主要为客户提供 LED 照明解决方案，产品广泛应用于汽车照明、通用照明、特殊照明、专用照明等众多领域。LED 汽车照明业务主要产品包括商用车 LED 智能灯具、乘用车智能灯具等。互联网营销业务主要通过自有和第三方互联网媒体渠道为品牌客户提供定制化的营销方案策划和广告投放服务。

表 1：公司主营业务介绍

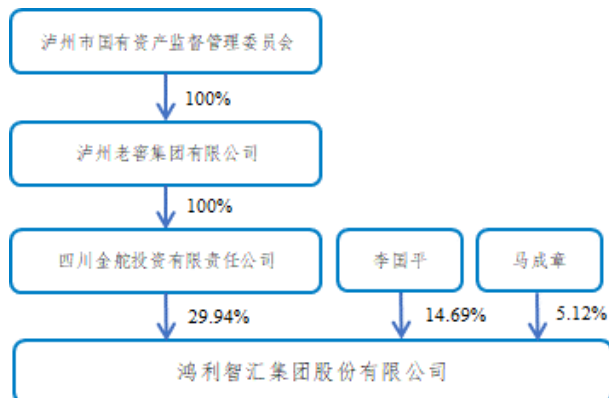
业务板块	产品	销售模式	应用领域	行业地位
LED 封装	车规级 LED、白光 LED、Mini LED、LED 灯丝、UV LED、红外 LED、LED 支架、五金器件、光学模组等	直销	汽车照明、通用照明、特殊照明、专用照明、TV 背光、UV 固化、大健康、人脸识别等	技术、产品均处于国内领先
LED 汽车照明	商用车 LED 智能灯具 乘用车智能灯具	直销 直销	商用车照明、装饰 乘用车照明、装饰	技术、产品均处于国内领先 国内自主车灯领先地位
互联网营销	营销方案策划和广告投放服务	-	-	-

资料来源：公司公告、华金证券研究所

股权方面，2018 年公司引入战略投资方泸州老窖，成为泸州老窖集团旗下上市公司，截至 2019 年年报披露，泸州老窖集团旗下 100% 控股的金舵投资持有公司 29.94% 的股权，是公司控

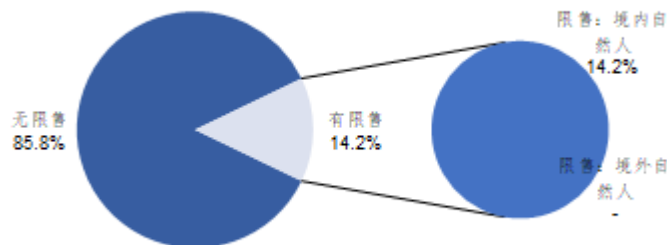
股股东。股本方面，截至 2019 年末，公司总股本为 7.11 亿股，其中限售股份为 1.01 亿股，占 14.2%，均为境内自然人持股，无限售股份 6.10 亿股，占总股本 85.75%。

图 2：公司股权结构（截至 2019 年年报）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：公司股本结构（截至 2019 年年报）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

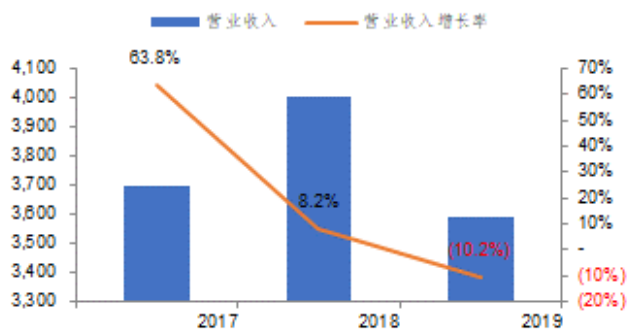
（二）公司财务分析

公司 2019 年全年销售收入 35.9 亿元，同比减少 10.2%，归属上市公司股东净利润为亏损 8.8 亿元，同比减少 519.6%，每股净利润亏损 1.23 元。2019 年受行业下行影响，公司经营承压，商誉减值风险充分释放，疫情逐渐恢复后有望迎来业绩修复。

1、2019 年商誉减值风险释放，业绩见底期待回升

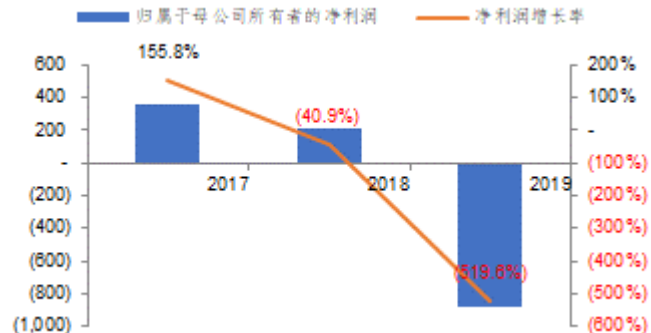
公司 2019 年全年销售收入 35.9 亿元，同比减少 10.2%，受国内半导体照明行业增速下降影响。2019 年公司归属上市公司股东净利润为亏损 8.8 亿元，同比减少 519.6%，每股净利润亏损 1.23 元，主要系谊善车灯等子公司发生亏损，公司计提商誉减值合计 8.47 亿元。

图 4：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

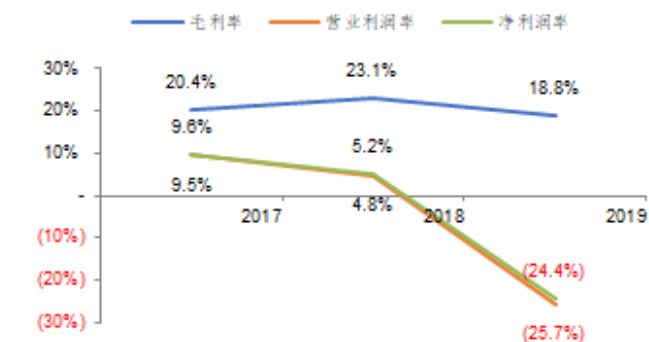
图 5：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

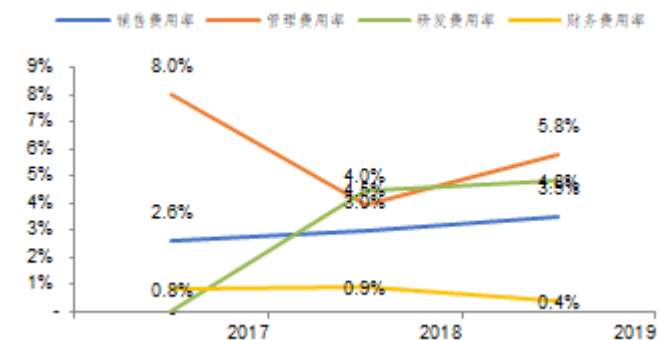
公司 2019 年全年毛利率同比下降 4.3 个百分点为 18.8%，由于上游芯片持续降价，公司面临价格压力，毛利率下滑。2019 年销售、管理和研发费用率同比增加 0.5、1.8 和 0.3 个百分点为 3.5%、5.8%和 4.8%，财务费用率同比下降 0.5 个百分点为 0.4%。管理费用增加较多主要系子公司主体增加、股权激励计划终止加速确认费用，公司加强集团化管控，成本增加。

图 6：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

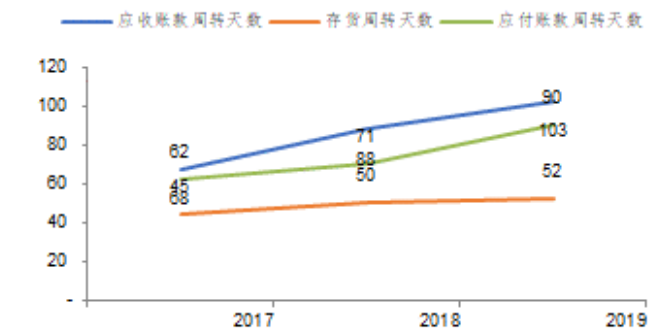
图 7：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

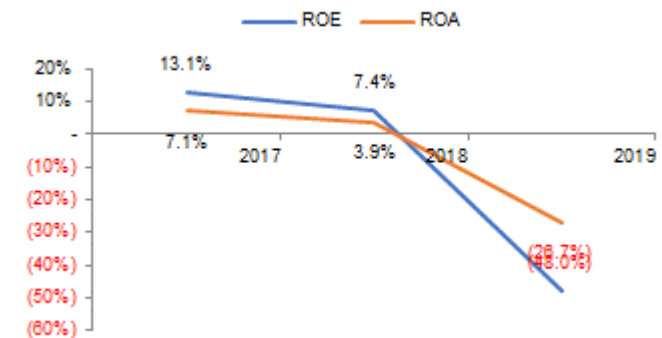
2019 年公司应收账款周转天数、存货周转天数和应付账款周转天数分别同比增加 15、2 和 19 天为 103、52 和 90 天，存货周转率小幅下降。公司 2019 年的 ROE 和 ROA 由于净利润发生亏损为负值。

图 8：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

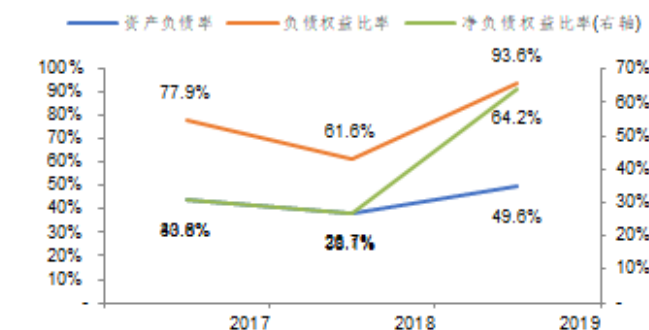
图 9：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

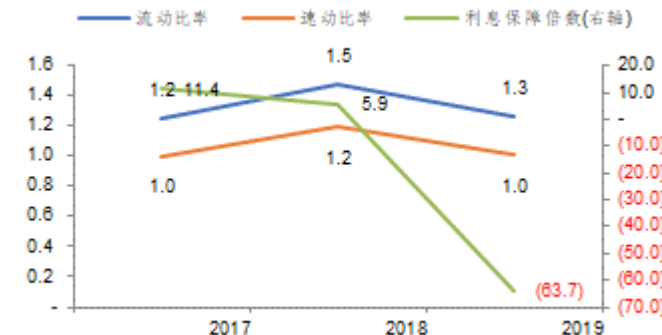
2019 年公司的资产负债率同比增加 11.5 个百分点为 49.6%，负债权益比率同比增加 32.0 个百分点为 93.6%，净负债权益比率同比增加 37.5 个百分点为 64.2%，公司整体负债率水平上升。

图 10：过往 3 年负债率



资料来源：Wind，华金证券研究所

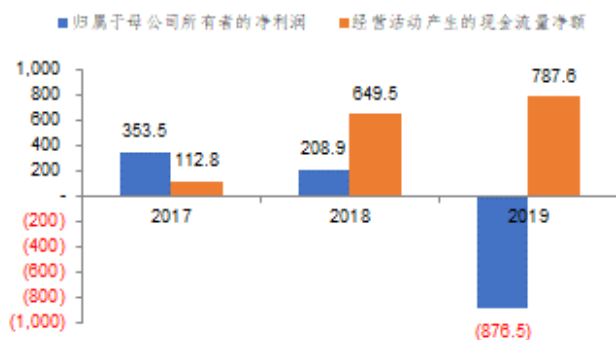
图 11：过往 3 年短期偿债能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

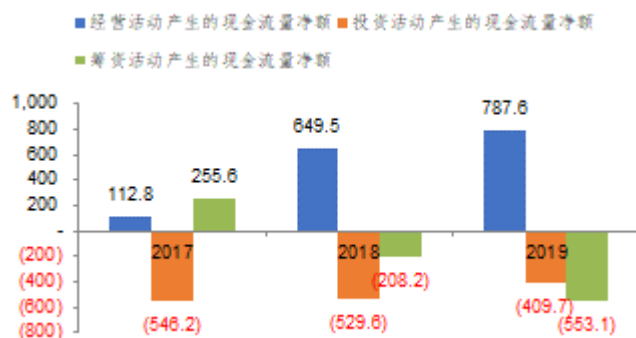
短期偿债能力方面，2019 年流动比率、速动比率分别为 1.3 和 1.0，相比去年同期保持稳定。

图 12：过往 3 年经营活动净现金与净利润



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13：过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额



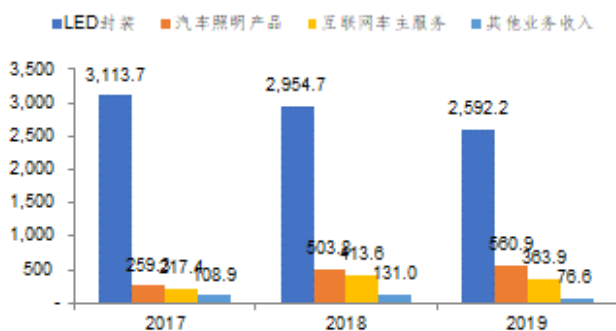
资料来源：Wind，华金证券研究所

从现金流情况看，公司 2019 年经营性现金流净额同比增加 21.3% 为 7.9 亿元，现金流保持健康。

2、封装业务毛利率稳定，汽车照明保持收入增长

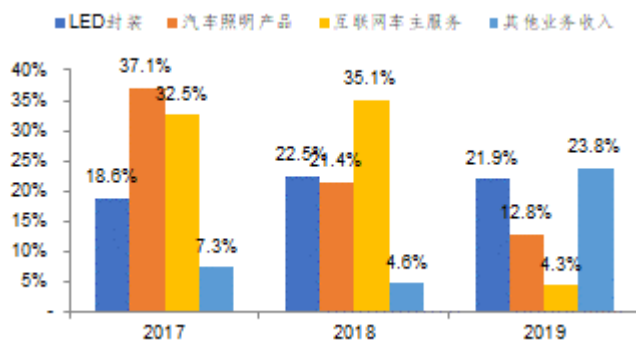
公司 2019 年 LED 封装业务收入占比 72.1%，汽车照明业务占比 15.6%，互联网车主服务 10.1%，LED 封装业务始终是公司核心收入来源，近 3 年汽车照明业务随着公司在国内外客户的拓展占比不断提升。从收入增速来看，2019 年 LED 封装业务下滑 12.3%，受行业整体增速下行影响，而汽车照明业务收入增长 11.3%，是公司所有业务板块中唯一实现增长的细分领域，显示了公司在汽车照明领域的市场竞争力。

图 14：过往 3 年产品细分收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：过往 3 年产品细分毛利率



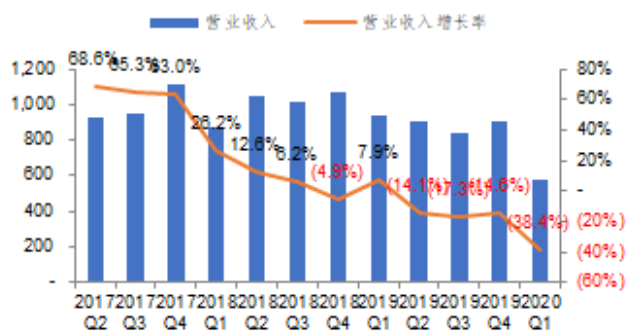
资料来源：Wind，华金证券研究所

盈利能力来看，2019 年公司 LED 封装业务毛利率下降 0.6 个百分点为 21.9%，而汽车照明业务和互联网车主业务毛利率下滑幅度较大，分别同比下降 8.6 和 30.8 个百分点为 12.8% 和 4.3%，主要系市场竞争以及子公司谊善车灯和速易网络经营不善。

3、2020 年一季度业绩受疫情冲击

2020 年第一季度公司实现营业收入同比下降 38.4% 为 5.8 亿元，归属上市公司股东净利润同比下降 89.5% 为 1,079.1 万元，环比实现扭亏。今年一季度受新冠疫情影响，公司及上下游复工及延迟，同时由于交通限制导致物流运输不畅、人员返岗受阻，销售订单存在延缓或减少，公司收入及利润均发生同比下滑。

图 16: 过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

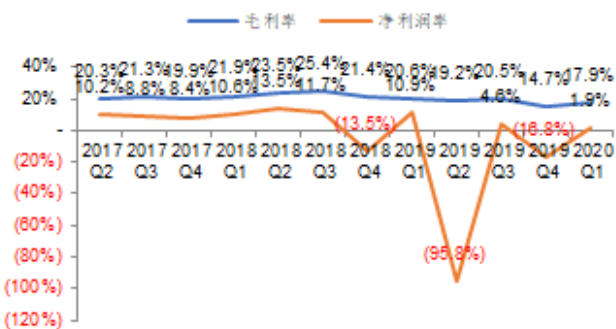
图 17: 过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

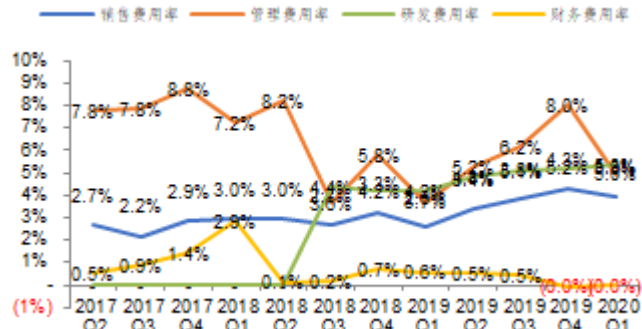
2020 年第一季度, 公司毛利率同比下滑 2.7 个百分点为 17.9%, 环比增加 3.2 个百分点, 营业利润率和净利润率分别下降 7.0 和 9.0 个百分点为 2.1% 和 1.9%, 由于利润下滑幅度远大于收入下滑幅度。费用率方面, 销售费用率、管理费用率和研发费用率分别同比增加 1.3、1.3 和 1.1 个百分点为 3.9%、5.0% 和 5.3%, 由于收入下滑导致公司期间费用率上升。

图 18: 过往 12 个季度盈利能力



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 过往 12 个季度主要费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

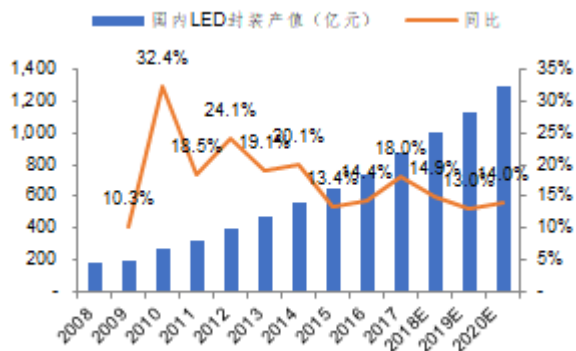
二、LED 封装集中度持续提升，Mini LED 强势来袭

我国 LED 封装产业集中度不断提升，2018 年以来行业经历景气度下行以及今年疫情冲击的影响，中小产能将陆续退出，未来头部厂商占据绝对领先地位。公司作为国内前十大 LED 封装厂商，将受益于集中度提升的发展趋势。LED 应用需求稳健增长，Mini LED 正强势来袭，Mini 直显和背光均已具备量产条件，公司 2019 年在 Mini LED 方面取得较快进展，2020 年全面布局，预计在产能等方面将有重要突破，有望实现板块领先。同时，公司未来逐步退出与主业和战略协调性较弱的股权类项目，聚焦 LED 封装主业，发挥规模成本优势实现更高的市占率。

（一）封装产业优势向头部集中

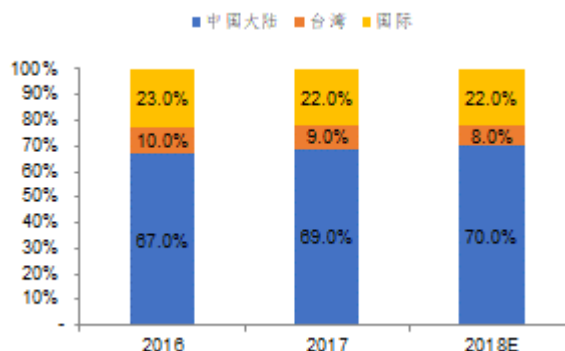
中游封装是我国 LED 产业发展相对成熟的环节，国内企业发挥规模优势，自 2010 年开始进入高速发展期，2015 年后逐渐趋于平稳，但仍保持每年 10% 以上的增速。2017 年国内 LED 封装产值为 870 亿元，2009~2017 CAGR 达 19.9%。根据高工 LED 预测数据，2018 年国内 LED 封装产值超过 1,000 亿元，而 2020 年预计达 1,288 亿元。因此，中国大陆在近 10 年内承接了全球产业转移，根据 LEDinside 统计，2017 年中国大陆在全球 LED 封装供给端的市占率达到 69%，海外产能主要聚焦于车用照明等相对高端的市场需求，而通用照明、景观照明、LED 显示和背光等传统应用大部分来自大陆供应商。

图 20：中国 LED 封装行业产值（2009 ~ 2020E）



资料来源：Wind、高工 LED、华金证券研究所

图 21：全球 LED 封装供给端市占率（2016 ~ 2018E）



资料来源：LEDinside、华金证券研究所

全球 LED 封装产能集中度提高的同时，国内 LED 封装行业市场集中度也在不断提高，2018 年前十大家厂商市占率达到 47%，接近一半的市场规模集中于具备规模优势的行业龙头。随着 2018 年以来的行业景气度下行，以及 2020 年新冠疫情的冲击，中小厂商将不断淘汰出局，未来产能将主要集中于具备规模优势的头部厂商。

表 2：中国市场 LED 封装厂商营收排名

排名	2016	2017	2018
1	日亚化学	木林森	木林森
2	木林森	日亚化学	日亚化学
3	Lumileds	Lumileds	欧司朗
4	亿光	欧司朗	Lumileds

排名	2016	2017	2018
5	欧司朗	亿光	国星
6	国星	国星	亿光
7	光宝	光宝	鸿利
8	鸿利	首尔半导体	首尔半导体
9	CREE	鸿利	聚飞
10	首尔半导体	聚飞	光宝

资料来源: LEDinside、华金证券研究所

公司经过多年发展,已经成为国内 LED 封装领域领先厂商,根据 2016~2018 年中国市场 LED 封装厂商营收规模排名,2018 年公司进入前七。若从细分应用考虑,公司在照明领域优势突出,2018 年国内照明市场排名位居第二,并持续在技术上取得突破,公司协同中国科学院半导体研究所等单位申报的“高光效长寿命半导体照明关键技术与产业化”项目荣获国家科学技术进步一等奖。我们认为,行业集中度在疫情过后将进一步提升,公司凭借研产销一体化的布局在行业内已形成较强竞争力,受益于产能向头部聚集的发展过程。

表 3: 2018 年中国照明市场 LED 厂商排名

排名	厂商
1	木林森
2	鸿利智汇
3	Lumileds
4	天电光电
5	CREE

资料来源: LEDinside、华金证券研究所

(二) 需求稳健增长, Mini LED 进入应用场景

LED 下游应用随着技术发展渗透率不断提高并持续进入新的应用领域,自从 21 世纪初各国大力推广半导体照明应用以来,LED 应用市场经历了高速发展期并逐渐趋于平稳增长。国内 LED 应用市场规模在 2010 年以前增速达到 50%,2011 年~2015 年间仍保持年增速 30%以上的较快发展,进入 2018 年后增速放缓,但仍保持两位数以上增长。随着 LED 在各应用领域渗透率提升,规模基数不断提高,进入稳健发展是必然趋势,我们预计未来三年 LED 应用市场规模仍将保持较为平稳的增速。

图 22: 中国 LED 应用市场规模 (2006 ~ 2018)

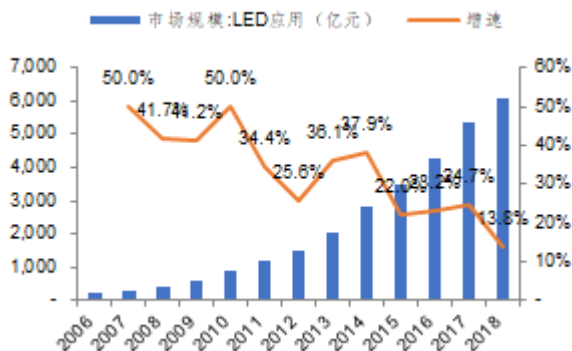
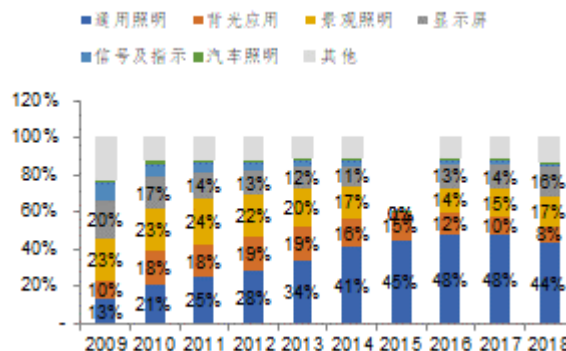


图 23: LED 应用规模细分领域占比 (2009 ~ 2018)



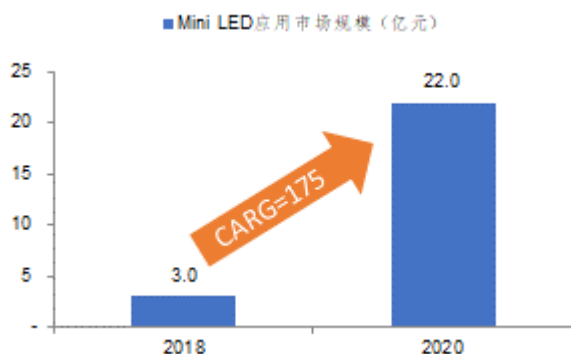
资料来源：高工 LED、华金证券研究所

资料来源：Yole、聪慧网、华金证券研究所

从细分应用领域来看，通用照明市场占比最大，近几年占整体 LED 应用规模的 45%左右，景观照明和显示屏次之，2018 年占比分别为 17%和 16%，再次是背光应用，由于近几年 OLED 显示兴起以及终端产品需求增速放缓，背光应用整体规模占比从最高 19%下降到 2018 年的 8%。各板块的趋势，我们判断通用照明市场较为成熟，未来将保持平稳发展，而景观照明经历过 2016 年~2018 年的井喷发展后受行业政策等影响进入存量竞争，背光应用和显示屏受益于 Mini LED 技术驱动未来有望在各板块中保持最高增速。

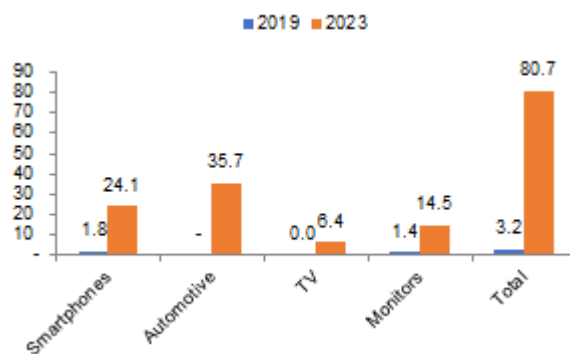
自 2018 年 Mini LED 在直显领域成功量产以来，凭借显示效果优越性和较高的性价比快速在直显和背光领域引起关注。2019 年，P0.9 Mini LED 直显产品全行业实现量产并落地应用，Mini LED 背光产品在电竞等高端领域小规模出货，Mini LED 进入实际应用场景，而封装端将直接受益于 Mini LED 方案带来的灯珠用量大幅增加。

图 24：中国 Mini LED 应用市场规模预测（2018 ~ 2020）



资料来源：高工 LED、华金证券研究所

图 25：Mini LED 细分应用市场规模（百万台）预测（2019 ~ 2023）



资料来源：Yole、聪慧网、华金证券研究所

根据高工 LED 预测，国内 Mini LED 应用市场规模 2018 年为 3 亿元，2020 年将达到 22 亿元，CAGR 达 175%，预计将在 2-3 年内快速形成规模。根据技术发展的趋势，Mini 背光将领先发展，一方面来自于面板厂商的技术布局和终端产品推广，另一方面来自于 Mini 背光可导入的庞大消费者市场。根据 Yole 预测，2019 年全球 Mini LED 导入终端设备 324 万台，2023 年 8,070 万台，CAGR 达 90%。LEDinside 预测，2024 年 Mini LED 背光在 IT、电视及平板的应用渗透率分别有机会成长至 20%、15%和 10%。

根据市场预期，一线终端品牌厂商将在 2021 年前后推出搭载 Mini LED 背光方案的终端产品，核心 TV 面板厂商也在规模化布局 Mini 背光技术，我们预测未来 2~4 个季度，Mini LED 背光会迎来较多具有代表性的产品面世。公司 2019 年已与 Mini LED 核心团队成员合作成立了广州市鸿利显示电子有限公司，主营 Mini LED 封装、Mini LED 显示等产品，主要以大尺寸背光为主，在涉及巨量转移等技术方面已有较大突破，产能方面多款产品实现小批量试产，部分机型具备量产能力。公司 2020 年将加大投入力度，全面布局 Mini LED，有望把握量产时机，取得重要突破，实现板块领先。

（三）聚焦 LED 封装主业，持续发力寻求突破

根据行业市场的发展趋势，公司调整发展战略，采取“聚焦主业、开源节流”的发展思路，以经营创效为核心，持续发力求突破。公司未来将减持以 LED 封装业务板块为基础，同步开展 LED 汽车照明业务。

1) 聚焦主业：发挥 LED 产业链优势

LED 封装板块——着力 LED 主业延伸，打造规模成本优势：LED 封装板块作为公司的固有优势业务，未来仍将是增长的主要动力来源。一方面，照明器件将加速重点客户导入，整合完善 LED 产业链，提升公司业务规模及市场占有率；另一方面，全面发力 Mini LED 新项目建设，牢牢抓住行业前沿，把握 Mini LED 量产时机，为公司带来新的利润增长点。同时，继续发挥在健康照明和医疗应用方面的技术创新优势。

车灯板块——着力板块资源整合，打造产业链优势：子公司谊善车灯经营不善，公司已组建新的管理团队，未来有望继续发力车灯市场，打入国内领先车企供应链，另一方面通过佛达信号美国子公司加速海外市场拓展。公司立足 LED 封装主业，有望通过内部产业链整合打造成本优势。

2) 降本提效：逐步退出协调性较弱的项目

2019 年子公司业绩亏损风险充分释放，未来公司逐步退出与公司现有主营业务及未来战略规划发展方向协同性较弱的股权类投资项目，优化资产结构，促进资产保值、增值。在核心业务方面，适时进行并购重组与资源整合，进一步扩充并优化主营业务产品结构。未来有望集中资源发展主业，减少低效运营对公司业绩的影响，进入新的发展阶段。

三、盈利预测及投资建议

盈利预测主要基于如下假设：

业务收入方面，2020 年外部环境不确定较大，增速受到影响，2021 年开始恢复快速增长。LED 封装是核心业务，随着 Mini LED 产能释放 2021 年开始较快增长，并逐渐趋于稳定；汽车照明产品未来保持较快增长，随着市场渗透率提升增速逐渐下降；互联网车主服务业务由于政策影响，且与公司业务关联度较小，未来收入规模逐渐收缩。

毛利率方面：1) LED 封装业务随着 Mini LED 产能释放，高端产品带来较高且稳定的毛利率；2) 汽车照明产品毛利率预计未来有所提升，随着公司形成规模优势；3) 互联网车主业务毛利率因为战略调整恢复到正常水平并保持稳定。公司整体毛利率受业务占比变动影响，整体保持稳定，未来 3 年有小幅提升。

表 4：收入及毛利率的业务分布

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	4,003.2	3,593.6	2,967.9	3,552.7	4,156.1
YoY	8.2%	(10.2%)	(17.4%)	19.7%	17.0%
LED 封装	2,954.7	2,592.2	1,970.1	2,433.0	2,909.9
汽车照明产品	503.8	560.9	586.1	723.9	859.6
互联网车主服务	413.6	363.9	327.5	294.8	265.3
其他业务	131.0	76.6	84.2	101.1	121.3
毛利率	23.1%	18.8%	19.8%	20.4%	20.3%
LED 封装	22.5%	21.9%	21.9%	21.8%	21.1%
汽车照明产品	21.4%	12.8%	15.4%	17.7%	19.5%
互联网车主服务	35.1%	4.3%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	4.6%	23.8%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司各项费用投入保持合理水平，费用率随着收入规模增加有所下降。公司在未来资本开支规模预计保持稳定，主要是开拓新产线、新产品的需求。

综合以上盈利假设，我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.36、0.46 和 0.52 元。净资产收益率分别为 12.7%、14.2% 和 14.3%。

估值分析方面，由于公司具备行业可比性，且具备持续盈利能力，我们以行业可比公司的平均市盈率作为标准，参考市净率水平，给予“增持-A”评级。

表 5：可比公司估值参考

代码	公司	股价	市值 (亿元)	PE 2019 A	PE 2020 E	PE 2021E	PB
002745.SZ	木林森	11.63	148.5	30.2	14.5	11.2	1.4
002449.SZ	国星光电	11.37	70.3	17.2	14.0	11.1	1.9
002429.SZ	兆驰股份	4.56	206.4	18.2	16.8	14.0	2.1

代码	公司	股价	市值 (亿元)	PE 2019 A	PE 2020 E	PE 2021E	PB
300241.SZ	瑞丰光电	5.70	30.5	(24.2)	41.2	19.7	2.5
平均				10.4	21.6	14.0	2.0

资料来源：华金证券研究所

四、风险提示

疫情影响下游需求恢复不及预期；

Mini LED 市场推进不及预期；

汽车照明业务因市场竞争盈利空间受限；

股权投资类项目退出不及预期持续亏损。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2220	2002	1374	2893	2412	营业收入	4003	3594	2968	3553	4156
现金	424	306	397	736	920	营业成本	3079	2919	2381	2829	3311
应收票据及应收账款	1152	958	514	1377	860	营业税金及附加	21	20	17	19	23
预付账款	9	10	47	12	45	营业费用	119	126	90	112	134
存货	423	411	222	552	355	管理费用	158	207	128	166	205
其他流动资产	212	317	195	216	232	研发费用	179	173	180	178	181
非流动资产	2525	1600	1561	1440	1348	财务费用	35	14	12	4	-0
长期投资	41	48	48	48	48	资产减值损失	987	17	18	18	23
固定资产	1115	1002	890	777	683	公允价值变动收益	90	-93	-7	-3	-34
无形资产	102	67	68	67	64	投资净收益	-13	1	18	2	7
其他非流动资产	1267	482	555	547	553	营业利润	192	-922	210	288	324
资产总计	4745	3602	2936	4333	3760	营业外收入	81	42	30	29	30
流动负债	1505	1576	719	1878	983	营业外支出	20	31	18	23	24
短期借款	195	140	0	0	0	利润总额	253	-911	222	294	330
应付票据及应付账款	770	1077	205	1363	541	所得税	66	28	27	34	23
其他流动负债	540	359	515	515	441	税后利润	187	-939	195	260	307
非流动负债	304	165	166	144	158	少数股东损益	-22	-62	-62	-62	-62
长期借款	204	0	0	0	0	归属母公司净利润	209	-876	257	323	369
其他非流动负债	100	165	166	144	158	EBITDA	413	-646	410	467	486
负债合计	1809	1741	886	2022	1141	主要财务比率					
少数股东权益	116	33	33	33	33	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	713	708	708	708	708	成长能力					
资本公积	1097	1180	1180	1180	1180	营业收入(%)	8.2	-10.2	-17.4	19.7	17.0
留存收益	1038	-67	128	388	695	营业利润(%)	-45.6	-580.5	-122.8	37.2	12.4
归属母公司股东权益	2820	1828	2017	2279	2587	归属于母公司净利润(%)	-40.9	-519.6	-129.3	25.4	14.6
负债和股东权益	4745	3602	2936	4333	3760	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	23.1	18.8	19.8	20.4	20.3
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	5.2	-24.4	8.7	9.1	8.9
经营活动现金流	650	788	422	461	252	ROE(%)	7.4	-48.0	12.7	14.2	14.3
净利润	187	-939	195	260	307	ROIC(%)	5.6	-64.4	13.3	18.7	19.8
折旧摊销	191	259	218	190	170	偿债能力					
财务费用	32	19	12	4	-0	资产负债率(%)	38.1	48.3	30.2	46.7	30.3
投资损失	13	-1	-18	-2	-7	流动比率	1.5	1.3	1.9	1.5	2.5
营运资金变动	-12	374	-162	-44	-166	速动比率	1.2	1.0	1.6	1.2	2.1
其他经营现金流	238	1075	177	53	-53	营运能力					
投资活动现金流	-530	-410	-174	-119	-69	总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
筹资活动现金流	-208	-553	-157	-2	1	应收账款周转率	5.4	4.1	3.5	4.3	4.0
每股指标 (元)						应付账款周转率	5.9	5.2	4.0	4.9	4.7
每股收益(最新摊薄)	0.30	-1.24	0.36	0.46	0.52	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	1.11	0.60	0.65	0.36	P/E	30.6	-7.3	24.9	19.8	17.3
每股净资产(最新摊薄)	3.98	2.58	2.85	3.22	3.65	P/B	2.3	3.5	3.2	2.8	2.5
						EV/EBITDA	12.4	-6.8	13.8	11.4	10.6

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn