

通用照明龙头企业，积极布局车载控制器新领域 ——得邦照明公司首次覆盖报告

买入|首次评级

报告要点:

● 国内领先通用照明服务商，布局车载照明新领域

得邦照明产品涵盖民用照明产品、商用照明产品及车载产品三大品类，与飞利浦、松下等知名企业建立长期稳定的合作关系的同时积极拓展海外业务，产品远销全球 70 多个国家和地区，产品出口数量位居全国第二。公司在积极提升通用照明领域市场份额的同时，逐步向车载照明及车载控制器领域拓展，致力成为中国车载零部件行业的一流企业。

● 受益于 LED 行业规模增长和兼并整合加剧，公司市占率有望提升

2021 年全球 LED 照明产品的渗透率有望达到 66.0%，市场规模有望达到 8089 亿元，国内市场的渗透率有望达到 79.5%，市场规模提升至 5825 亿元。伴随着行业的兼并整合加剧，未来公司有望凭借产品研发和制造优势提升市场份额。

● 海外需求恢复，海运压力缓解助力公司产品出海

公司的出口业务贡献主要的收入来源，2021 年海运运力紧张对产品的出口造成负面影响。未来伴随着海外市场对公司照明产品的需求恢复，海运压力的缓解和海运费用的回落，公司将迎来业绩拐点，产品有望加速出海。

● 内生外延并重，公司持续布局车载业务

公司在通用照明领域积累的产品研发和生产经验为公司进军车载业务奠定基础。公司车载业务主要分为车灯控制器(LDM)和电池管理系统(BMS)两个板块。其中，LDM 业务 2020 年实现营收 9000 万元，持续突破日系头部主机厂订单；BMS 业务今年取得重大进展，获得动力电池龙头万向一二三项目定点，主要供应德系头部汽车品牌。同时，公司通过收购上海良勤和武汉良信鹏、成立子公司得邦智控，全面加强车载业务领域的产业资源布局。

● 投资建议与盈利预测

通用照明领先地位巩固，车载业务持续贡献收入。未来伴随着公司照明产品的加速出海以及车载控制器产品的量产，公司有望迎来业绩的持续增长。我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 50.76 亿元/60.50 亿元/69.66 亿元，同比增长 12.61%/19.19%/15.14%。2021-2023 年公司归母净利润分别为 3.88 亿元/4.91 亿元/7.33 亿元，同比增长 13.40%/26.57%/49.28%。对应 2021-2023 年的 EPS 分别为 0.80/1.01/1.50，当前股价对应 PE 分别为 21.5/17.0/11.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

LED 市场竞争加剧风险、海运费用波动风险、车载项目落地不及预期风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4243.64	4507.53	5076.00	6050.00	6966.00
收入同比 (%)	6.21	6.22	12.61	19.19	15.14
归母净利润(百万元)	309.74	342.06	387.89	490.97	732.92
归母净利润同比 (%)	25.18	10.44	13.40	26.57	49.28
ROE (%)	11.66	11.84	12.29	13.91	17.66
每股收益 (元)	0.64	0.70	0.80	1.01	1.50
市盈率(P/E)	26.88	24.34	21.46	16.96	11.36

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价 17.07 元

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 19.50/10.28

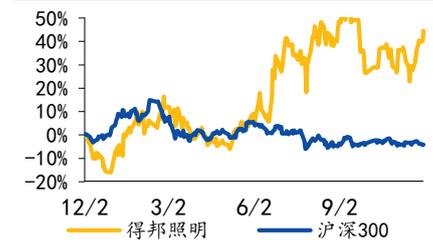
A 股流通股 (百万股): 476.94

A 股总股本 (百万股): 476.94

流通市值 (百万元): 8141.44

总市值 (百万元): 8141.44

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 凌晨

执业证书编号 S0020521110002

电话 021-51097188

邮箱 lingchen@gyzq.com.cn

目 录

1. 国内领先通用照明服务商，布局车用照明新领域.....	4
2. 海外 LED 照明需求恢复，公司产品加速出海.....	7
2.1 全球 LED 市场前景广阔，行业集中度有望提升.....	7
2.2 “制造+服务”双核驱动，技术和专业生产优势突出.....	10
2.3 海运压力缓解加速产品出海，未来业绩弹性较高.....	10
3. 内生外延并重，公司积极布局车载业务.....	12
3.1 汽车智能化和电动化趋势下，车载控制器迎来量价齐升.....	12
3.2 车载照明领域前景广阔，国产产品存在进口替代空间.....	13
3.3 公司 LDM 业务高速增长，BMS 项目取得突破.....	15
4. 盈利预测和投资评级.....	18

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构集中.....	5
图 3：公司 2016-2020 年营收 CAGR 达 8.73%.....	6
图 4：2020 年公司归母净利润 3.42 亿元，同比增长 10.44%.....	6
图 5：公司收入构成（按产品拆分，单位：万元）.....	6
图 6：公司收入构成（按地区拆分，单位：万元）.....	6
图 7：2021 年 Q3 公司销售毛利率为 15.00%.....	7
图 8：2016-2020 年公司费用率.....	7
图 9：2020 年全球 LED 照明市场规模为 7383 亿元.....	7
图 10：2020 年全球 LED 照明渗透率达到 59.0%.....	7
图 11：我国 LED 照明产业市场规模.....	8
图 12：我国 LED 照明行业渗透率.....	8
图 13：LED 照明行业产业链.....	8
图 14：国内照明行业领先企业营收稳步增长（单位：亿元）.....	9
图 15：公司研发费用投入逐年提升.....	10
图 16：公司专业生产优势显著.....	10
图 17：2017-2020 年公司前五名客户销售收入占比.....	11
图 18：2019 年国内 LED 照明产品出口前五企业（单位：亿美元）.....	11
图 19：中国货代运价指数(CFFI).....	11
图 20：2021 年 Q3 公司存货周转率偏低.....	11
图 21：1970-2030 年汽车电子占整车制造成本比重情况.....	12
图 22：2020 年汽车电子在各类车型中的成本占比.....	12
图 23：2025 年全球新能源汽车销量将达到 1800 万辆.....	13
图 24：2015-2019 年豪车销量占比快速提升.....	13

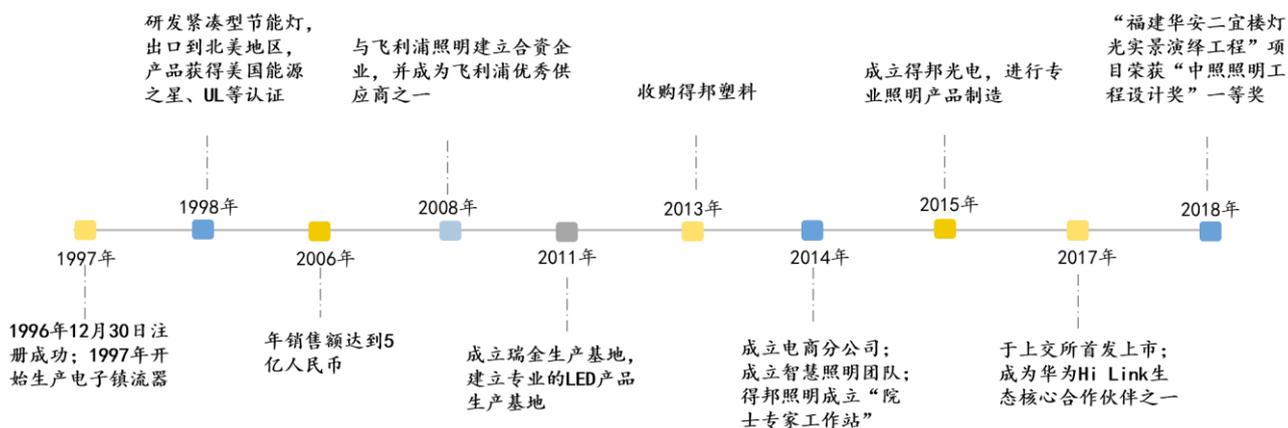
图 25: 全球 ECU 市场规模预期 (亿美元)	13
图 26: 全球 DCU 市场规模预期 (亿美元)	13
图 27: 全球车灯市场规模已超过 2000 亿元	14
图 28: 2018 年全球车灯市场 CR5 将近 60%.....	14
图 29: 2018 年国内车灯市场竞争格局.....	14
图 30: 汽车灯源演进历史.....	15
图 31: 全球车灯市场中 LED 车灯份额稳步提升	15
图 32: 公司与杭州电子科技大学签署战略合作协议.....	16
图 33: 公司车用照明产品生产与品控车间	16
图 34: 公司 LDM 产品已实现量产并供应于国内外知名车企	17
图 35: 上海良勤的终端客户	18
表 1: 国际巨头逐渐剥离照明业务	9
表 2: 不同类型汽车前大灯的性能对比.....	15
表 3: 万向一二三的 BMS 项目订单.....	17
表 4: 相对估值表.....	18

1. 国内领先通用照明服务商，布局车用照明新领域

得邦照明是国内领先的通用照明服务商。公司自 1996 年成立以来，始终专注于通用照明产品的研发、生产和销售，产品涵盖民用照明产品、商用照明产品及车载产品三大品类，广泛应用于民用及商用领域。公司于 2008 年与飞利浦建立合资企业东阳得邦，与飞利浦建立长期稳定的合作，并从事节能灯的生产销售。同时，公司积极拓展海外业务，已在全球 70 多个国家和地区与近 500 家分销商、批发商、渠道商和代理商建立长期稳定的合作关系，产品出口数量位居全国第二。

积极拓展车用照明新领域。公司于 2017 年在上交所成功上市，并在上市后加快扩张步伐。公司在积极提升通用照明领域市场份额的同时，凭借多年来在照明领域积累的产品研发和制造经验，逐步向车载照明及车载控制器领域拓展，致力成为中国车载零部件行业的一流企业。

图 1：公司发展历程

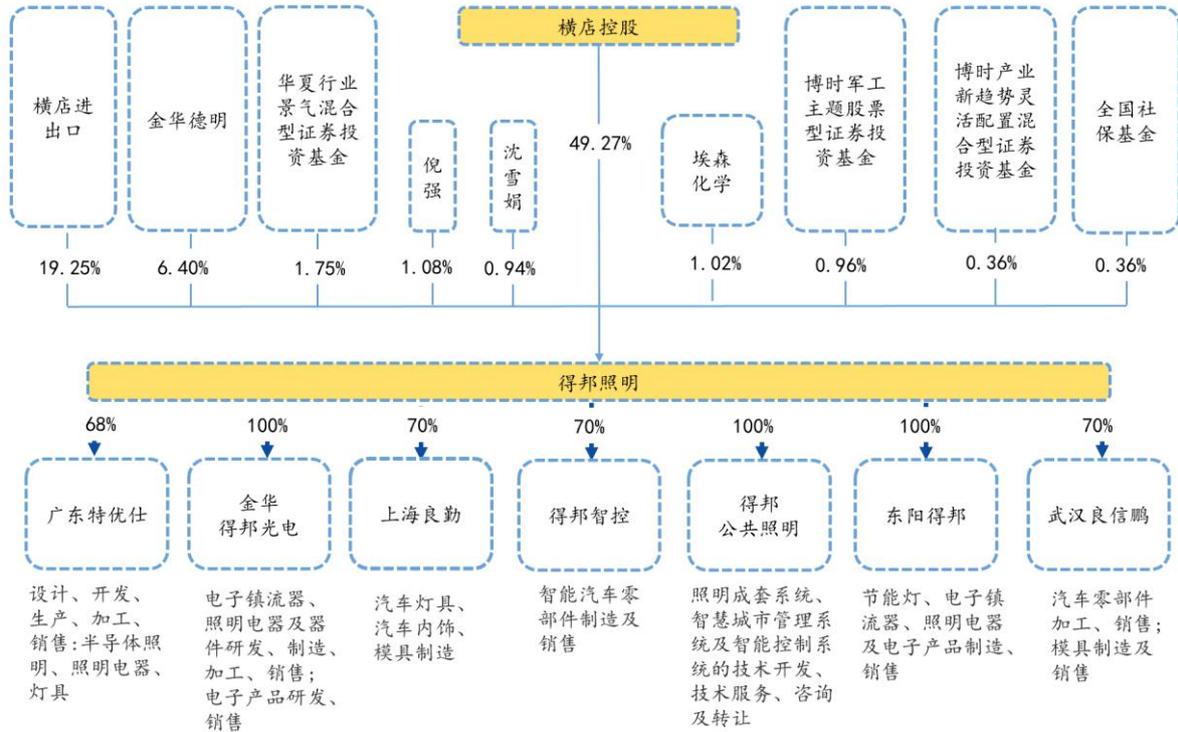


资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

控股股东横店集团实力雄厚，旗下拥有 6 家上市公司。作为公司的控股股东，横店集团自 1975 年创立以来，历经三次创业，已成长为一家涵盖电气电子、医药健康、影视文旅、现代服务等四大产业的多元化民营企业，拥有横店东磁、普洛药业、英洛华、得邦照明、横店影视、南华期货 6 家上市公司，业务遍及全球 150 多个国家和地区，2020 年营收达到 779 亿元。得邦照明属于横店集团的电气电子板块。

公司股权结构集中，结构稳定。截止 2021 年 Q3，控股股东横店集团持股 49.27%，同时横店集团通过浙江横店进出口、金华德明和埃森化学间接持有公司 19.25%、6.40%和 1.02%的股份，合计持股比例达到 75.94%，股权结构相对集中，有利于公司的稳定发展。

图 2：公司股权结构集中



资料来源：Wind，国元证券研究所

注：股权结构截至 2021 年三季报

专注通用照明和车载照明领域，子公司业务布局全面。子公司业务涉及照明行业的研发、制造和国内外销售等多个领域，其中得邦公共照明、特优仕商业照明和得邦车用照明、上海良勤及武汉良信鹏分别在夜游经济和智慧灯杆领域、商业照明领域和车载产品领域不断拓展。2020 年 12 月，公司剥离子公司得邦塑料，更加专注于照明主业和车载领域的投入。

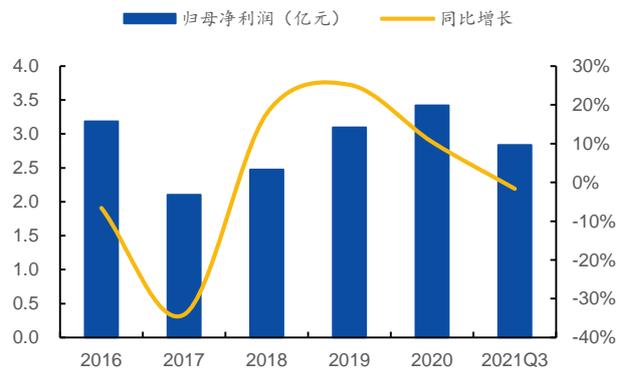
公司营收稳健增长，盈利能力稳步提升。公司营业收入稳步增长，由 2016 年的 32.26 亿元增长至 2020 年的 45.08 亿元，CAGR 为 8.73%。受益于海外需求的恢复，2021 年公司出口业务高增，同时车载业务放量，2021 年 Q3 营业收入达到 37.07 亿元，同比增长 14.15%。公司归母净利润主要受到汇率波动、海运费用和原材料价格波动的影响，2021 年 Q3 公司归母净利润为 2.84 亿元，同比下降 1.63%。未来伴随着原材料和海运费用的回落，公司的盈利能力有望提升。

图 3：公司 2016-2020 年营收 CAGR 达 8.73%



资料来源：Wind，国元证券研究所

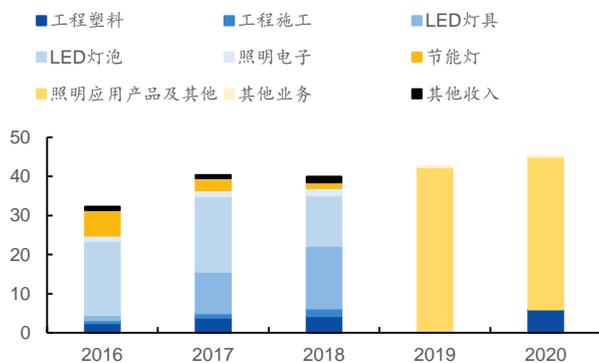
图 4：2020 年公司归母净利润 3.42 亿元，同比增长 10.44%



资料来源：Wind，国元证券研究所

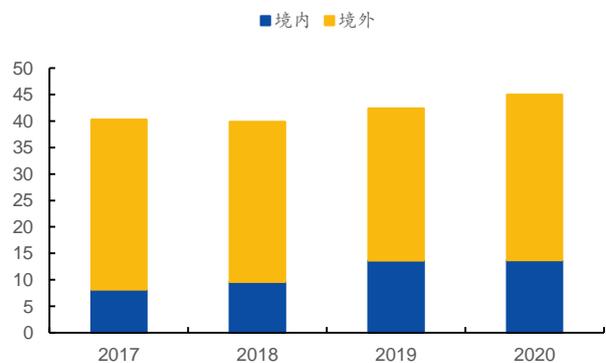
照明产品贡献主要收入。2018 年公司的 LED 灯具与 LED 灯泡分别实现营收 16.02 亿元与 12.87 亿元，营收占比分别为 40.09%与 32.22%，贡献主要收入。境外业务是公司的主要收入来源，境内收入稳步增长。2020 年公司境内外收入分别为 13.71 亿元和 31.32 亿元，分别占比 30.45%和 69.55%，出口业务是公司的主要收入来源。海外市场端，公司与飞利浦、松下等核心客户的合作不断深入，新客户、新渠道和新市场开拓持续推进，此外车用照明相关产品顺利实现量产并批量出口。国内市场端，公司凭借遍布全国的经销商网络、直营战略客户渠道，积极推进商超照明、教育照明、道路照明和工业照明等业务。

图 5：公司收入构成（按产品拆分，单位：万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司收入构成（按地区拆分，单位：万元）



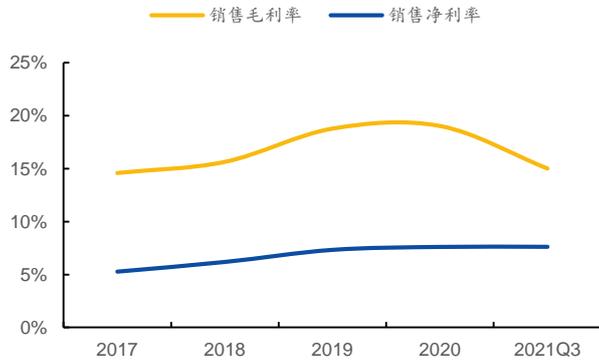
资料来源：Wind，国元证券研究所

公司利润率逐年提升，2021 年公司盈利能力短期承压。近年来公司高毛利的 LED 销售占比提升，毛利率由 2017 年的 14.58%提升至 2020 年的 19.02%。2021 年受原材料价格和海运费用上涨的影响，公司毛利率降至 15.00%。公司通过提价叠加业务结构优化的方式，对冲海运和原材料价格的负面影响，同时加强对费用的管控，故 2021 年 Q3 公司销售净利率维持在 7.63%。

销售费用率和管理费用率略有下降，研发费用率稳步提升。公司开拓国内外市场、维系客户带来一定的销售费用，但销售费用率保持在稳定水平。由于自 2020 年 1 月起

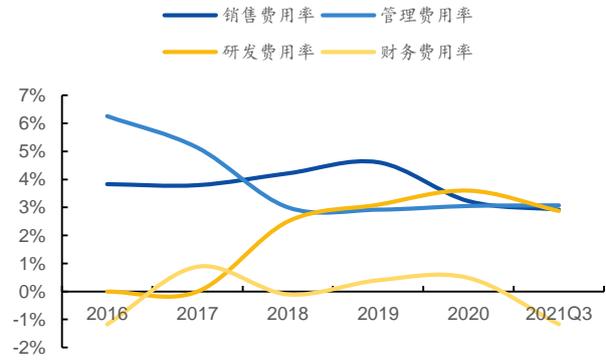
新收入准则要求运输费在主营业务成本中核算，公司销售费用率略有下降。受益于公司费用管控的优化和管理效率的提升，公司管理费用率呈现下降的趋势。公司业务以出口为主，汇率波动导致财务费用率略有波动。公司重视通用照明以及车载业务的研发，研发费用率逐年提升。

图 7：2021 年 Q3 公司销售毛利率为 15.00%



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：2016-2020 年公司费用率



资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 海外 LED 照明需求恢复，公司产品加速出海

2.1 全球 LED 市场前景广阔，行业集中度有望提升

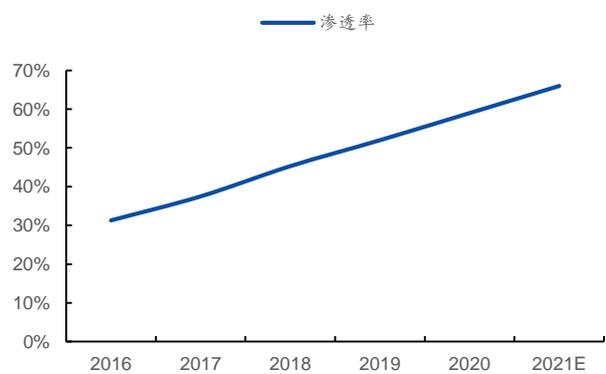
全球 LED 照明市场快速发展，产品渗透率不断提升。在全球各国日益关注节能减排，LED 照明技术提升和价格下降以及各国陆续淘汰白炽灯、积极推广 LED 照明产品的背景下，全球 LED 照明市场规模快速发展，产品渗透率由 2016 年的 31.3% 提升至 2020 年的 59.0%，全球市场规模由 2016 年的 4484 亿元增至 2020 年的 7383 亿元，CAGR 为 13.28%。同时根据 GGII 的预测，2021 年全球 LED 照明产品的渗透率有望达到 66.0%，市场规模有望达到 8089 亿元。

图 9：2020 年全球 LED 照明市场规模为 7383 亿元



资料来源：GGII，中商情报网，国元证券研究所

图 10：2020 年全球 LED 照明渗透率达到 59.0%



资料来源：GGII，中商情报网，国元证券研究所

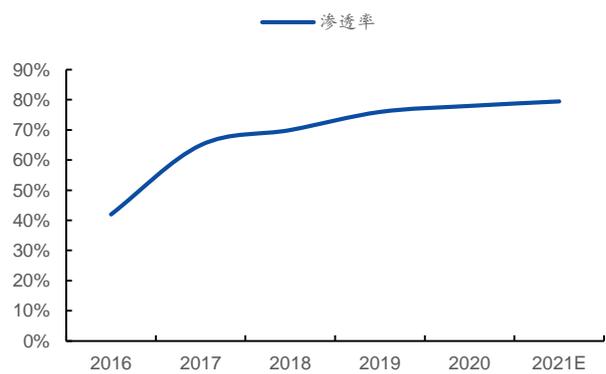
我国 LED 照明市场增长速度及产品渗透率高于世界平均水平。我国 LED 照明市场表现出与全球市场一致的增长趋势。目前，我国已成为全球最大的 LED 照明产品的生产与消费国。我国 LED 照明产品的渗透率由 2016 年的 42.0% 提升至 2020 年的 78.0%，照明产品的市场规模由 2016 年的 3017 亿元增至 2020 年的 5269 亿元，CAGR 为 14.96%，高于全球平均水平。根据 GGII 的预测，2021 年我国 LED 照明产品的渗透率有望达到 79.5%，市场规模提升至 5825 亿元。

图 11：我国 LED 照明产业市场规模

图 12：我国 LED 照明行业渗透率



资料来源：GGII，中商产业研究院，国元证券研究所



资料来源：CSA，中商产业研究院，国元证券研究所

LED 产业链已臻完备，应用领域日趋广泛。LED 照明行业主要包括上游芯片研发生产，中游照明产品的生产及封装以及下游照明应用领域。产业链上游、中游多为资本密集与技术密集型行业，产品标准化程度较高，市场相对集中。产业链下游产品需求具有相对个性化和多品类的特点，随着应用场景的不断开发，车载照明、景观照明等新应用领域亦快速增长。公司的 LED 照明产品属于 LED 产业链的下游应用领域。

图 13：LED 照明行业产业链



资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

国际巨头逐渐剥离照明业务，国内 LED 行业集中度有望提升。随着全球 LED 照明的渗透率不断提升以及 LED 照明产业竞争的日趋激烈，飞利浦、欧司朗、通用照明等国际巨头近年来逐渐剥离其照明业务。相较于国际厂商，国内 LED 照明厂商有望通过成本优势以及政府支持的优势抢占国际巨头剥离业务后的市场份额，LED 行业集中度有望提升。

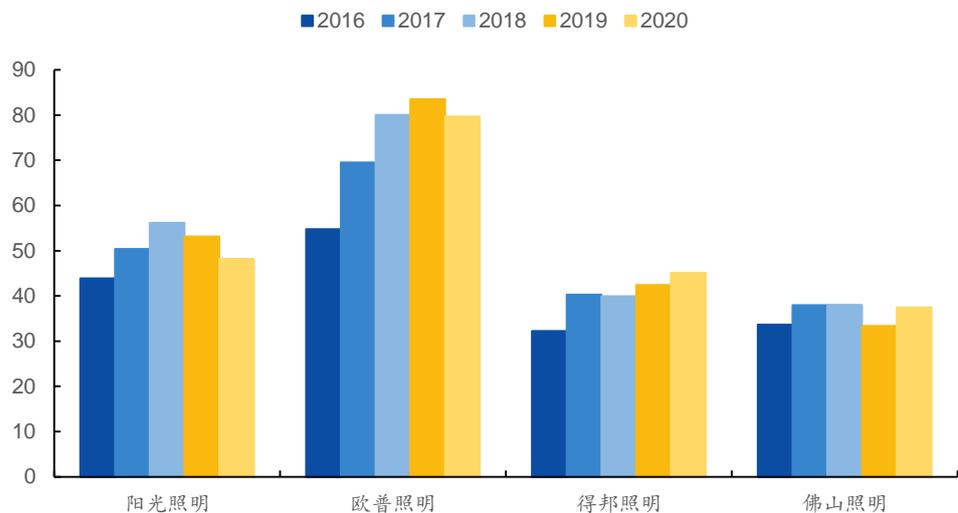
表 1：国际巨头逐渐剥离照明业务

公司名称	事件
飞利浦	2014 年 7 月，飞利浦宣布将 Lumileds 和汽车照明事业部整合组成独立公司 Lumileds，并于 2016 年 12 月将其出售给美国私募基金阿波罗。2018 年，飞利浦出售旗下全资子公司 Philips Photonics，标志其彻底放弃照明业务。
欧司朗	2017 年，欧司朗将旗下通用照明业务 LEDVANCE 以超 4 亿欧元的价格整体出售给木林森联合竞购体。2019 年，欧司朗宣布已为其旗下品牌 Sylvania Lighting Solutions (喜万年照明解决方案) 集团找到买家。
通用照明 (GE)	2016 年 11 月，GE 宣布终止其在亚洲和拉丁美洲的所有直接商业活动。2017 年 8 月，GE 开始关闭位于美国的两家传统照明工厂。 2018 年 2 月，GE 宣布同意出售 GE 照明在欧洲、中东、非洲和土耳其的业务以及全球汽车照明业务。2018 年 2 月中旬，GE 同意出售海外照明业务的欧洲部分。2018 年 11 月，GE 将旗下的 Current 公司出售给私募股权公司 AIP。2020 年 5 月，GE 宣布将其照明业务（以消费者为中心的家庭照明业务）出售给专业智能家居领域的行业领导者 Savant Systems。
科锐	2019 年 3 月，Cree 宣布将旗下 LED 照明部门以 3.1 亿美元出售给美国 Ideal Industries 公司，Cree 出售的业务包括用于商业的 LED 照明灯具和企业照明解决方案。

资料来源：公司招股说明书，高工 LED，国元证券研究所

国内龙头企业有望受益于 LED 行业的兼并整合。随着行业的不断发展，一些规模较小的企业在激烈的市场竞争中被淘汰或被并购，实力强劲的照明企业通过并购整合的方式快速扩张，根据 LED inside 不完全统计，仅 2019 年上半年就有超过 20 家企业开展收购计划。在 LED 产业链中，上中游产业相对集中，下游照明应用端呈现结构化集中的趋势，目前国内以出口为主的制造类公司有阳光照明、得邦照明等，聚焦国内的市场类公司主要包括佛山照明、欧普照明、雷士照明等。**国内龙头企业在行业整合趋势下，营收稳步增长，市占率不断提升，正逐步成长为综合性的照明公司。**

图 14：国内照明行业领先企业营收稳步增长（单位：亿元）



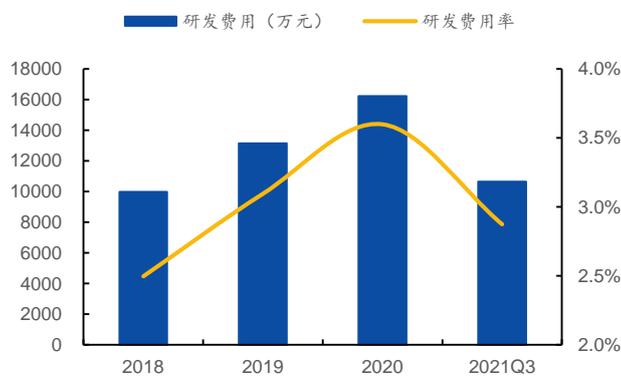
资料来源：Wind，国元证券研究所

2.2 “制造+服务”双核驱动，技术和专业生产优势突出

专注照明产品的研发设计，技术优势突出。公司拥有 515 名技术人员和面积超过一万平方米的研发中心，针对各领域和客户对产品的不同需求，组建 30 余支研发团队，进行产品的深入研究和开发。公司充分利用省级院士专家工作站、省级博士后工作站和高校技术合作等科研平台，构建从“产品开发”到“开发+预研”的研发纵深体系。2020 年研发费用达 1.62 亿元，同比增长 23.46%。截至 2021 年 H1，公司共拥有 466 项专利，其中包含 71 项发明专利。

“效率+柔性兼顾”的产品制造能力，专业生产优势显著。在供应链管理方面，公司积极推进 MES、SCM 和 ERP 等信息化管理系统的运用，并具备关键部件自制的供应链垂直整合能力，有效降低采购成本，保障原材料供应的质量稳定。在产品生产端，公司拥有浙江横店、江西瑞金、江西武宁和越南河内四个制造基地，具备 200 余条智能自动化、半自动化生产线，可满足客户多规格小批量的生产订单，及时响应客户需求，有效增强客户粘性。在品质控制上，公司已通过 ISO9001/IATF16949、ISO14001 和 ISO45001 管理体系，并拥有 CNAS 资质的电光源测试中心，以保证每批次产品的高质量和稳定性能。公司优质的生产及品质管理能力使得公司多年来的产品不良率始终保持行业较低水平。

图 15：公司研发费用投入逐年提升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 16：公司专业生产优势显著



资料来源：公司官网，国元证券研究所

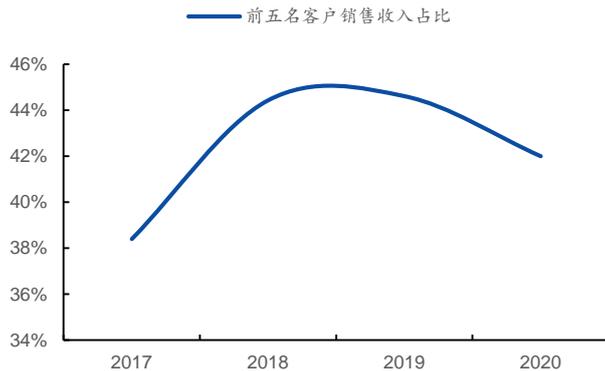
2.3 海运压力缓解加速产品出海，未来业绩弹性较高

稳定合作飞利浦、松下等众多国际知名照明企业，客户结构优质。公司与飞利浦、松下等国际知名照明企业建立长期稳定的合作关系，其中飞利浦着重于向客户提供全套照明解决方案，公司的产品研发设计及制造优势与飞利浦相辅相成。同时，公司于 2018 年松下创立 100 周年之际，获得松下照明事业部颁发的“最优供应商奖”，成为获奖的 6 家供应商中唯一的中国供应商。优质的客户基础为公司贡献重要的收入，

2017-2020年，公司前五名客户销售收入的平均占比达到42.36%。

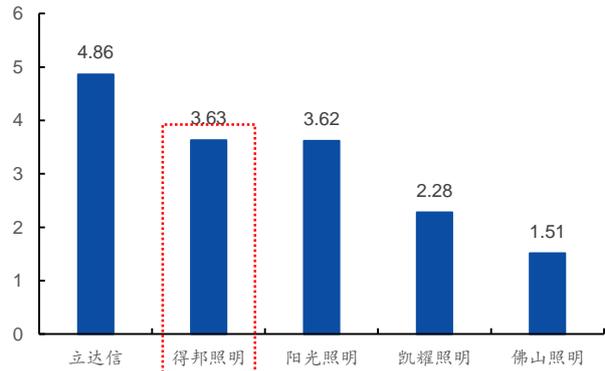
海外客户遍及全球，产品出口额位居全国第二。公司积极开拓全球市场，目前已通过UL、CUL、CE、GS、SAA、CCC、Energy Star、CQC、SASO等多项国际认证。目前，公司已在全球70多个国家和地区与近500家分销商、批发商、渠道商和代理商建立长期稳定的合作关系，客户群体广泛，照明产品出口额位居全国第二。

图 17：2017-2020 年公司前五名客户销售收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 18：2019 年国内 LED 照明产品出口前五企业（单位：亿美元）

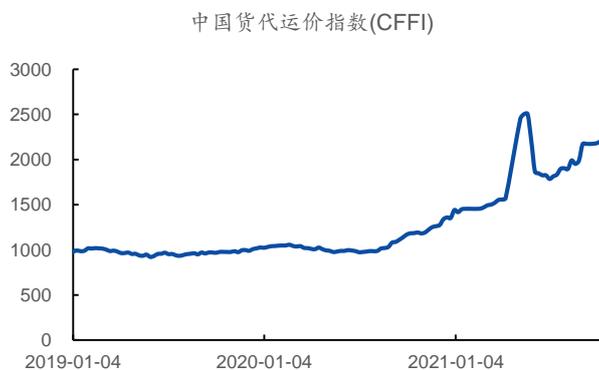


资料来源：中国海关，GGII，国元证券研究所

2021 年国际海运运力紧张，公司产品出口短期受阻。2021 年以来，国际海运费大幅上涨，同时海运运力紧张，公司的照明产品出口收到一定的阻碍，2021 年 Q3 公司的存货周转率降至 4.04，处于历史相对低点，公司短期业绩承压。

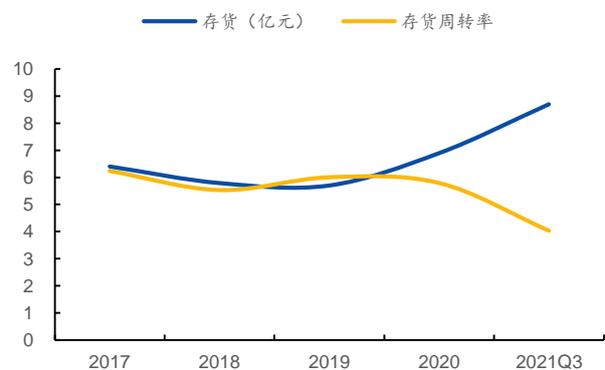
未来海运运力紧张的情况有望边际改善，公司迎来业绩拐点。目前 CFFI 指数已从 2021 年 5 月的最高点回落，同时海运运力有望逐步恢复，未来海运运力对公司的边际影响有望改善，公司的出口业务将迎来拐点，海外业绩有望恢复。

图 19：中国货代运价指数(CFFI)



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 20：2021 年 Q3 公司存货周转率偏低



资料来源：Wind，国元证券研究所

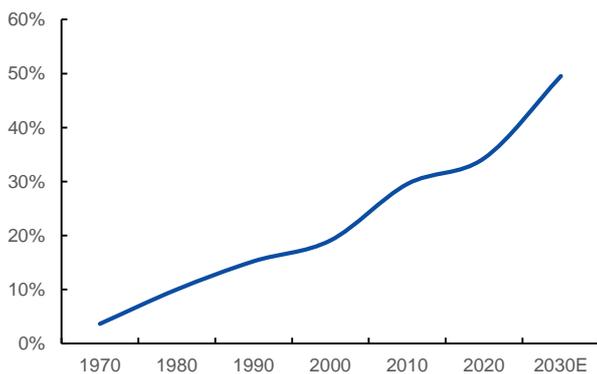
3. 内生外延并重，公司积极布局车载业务

3.1 汽车智能化和电动化趋势下，车载控制器迎来量价齐升

汽车智能化和电动化趋势下，车载控制器的作用日益凸显。车载控制器是汽车的重要控制系统，主要分为五类，包括信息娱乐系统、车身系统、运动系统、动力总成系统、智能驾驶相关系统。ECU 利用各种传感器、总线的数据采集与交换，来判断车辆状态并通过执行器操控汽车，目前已延伸到车身各类安全、网络、娱乐、传感控制系统等。

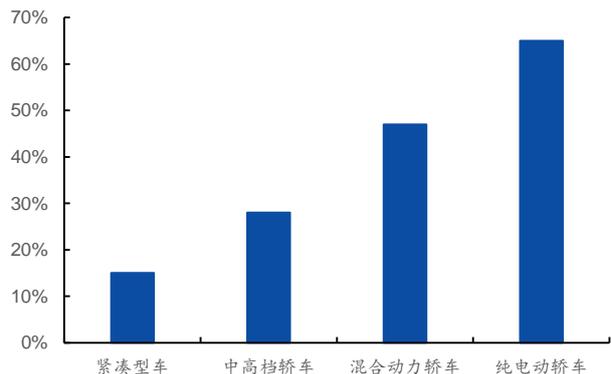
汽车的电动化和智能化程度趋势下，汽车电子的单车价值占比提升。根据智研咨询的数据，2020 年汽车电子成本占整车成本的比例已达到 34.32%，并预计在 2030 年达到 49.55%。分车型看，新能源汽车的电子成本比例高于传统燃油车，豪华车高于中低端车。根据观研报告网的数据，2020 年汽车电子占纯电动轿车整车成本的比重高达 65%，占混合动力轿车和中高档轿车的比重分别为 47%、28%。

图 21：1970-2030 年汽车电子占整车制造成本比重情况



资料来源：智研咨询，国元证券研究所

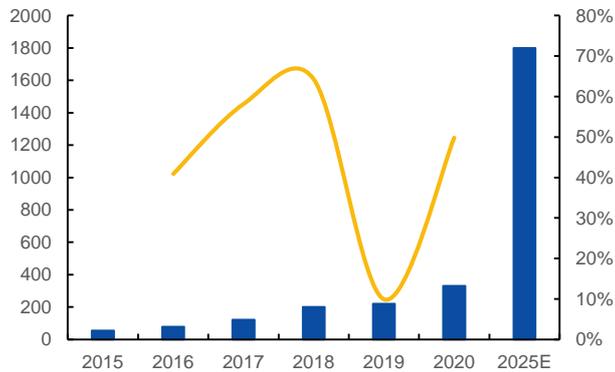
图 22：2020 年汽车电子在各类车型中的成本占比



资料来源：观研报告网，国元证券研究所

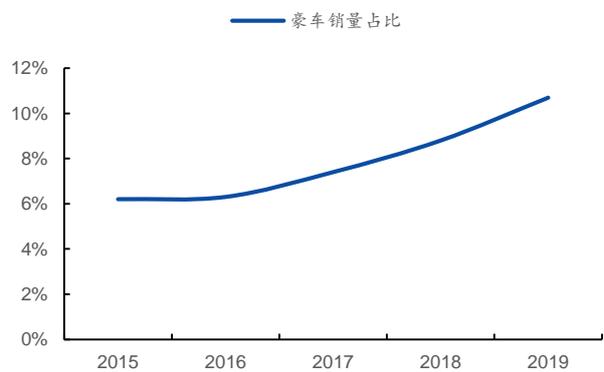
新能源汽车和中高档汽车的销量增长，带动车载控制器的需求提升。新能源汽车对于电子技术的依赖相对传统燃油车更强，新能源汽车的蓬勃发展为车载控制器带来较大的发展空间。2020 年全球新能源汽车销量达到 331.1 万辆，同时根据 EVTank 的预测，2025 年全球新能源汽车销量将增长至 1800 万辆，CAGR 达到 40.30%，车载控制器的需求亦将随之快速增长。此外，在消费升级趋势下，中高端汽车相继降低购车门槛，推出入门级车型，叠加减税政策逐步发力，中高档车型的销量快速增长，带动车载控制器的需求提升。

图 23：2025 年全球新能源汽车销量将达到 1800 万辆



资料来源：EV Tank，前瞻产业研究院，国元证券研究所

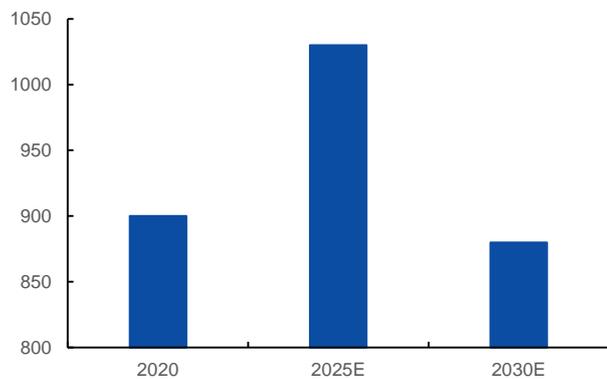
图 24：2015-2019 年豪车销量占比快速提升



资料来源：华经情报网，国元证券研究所

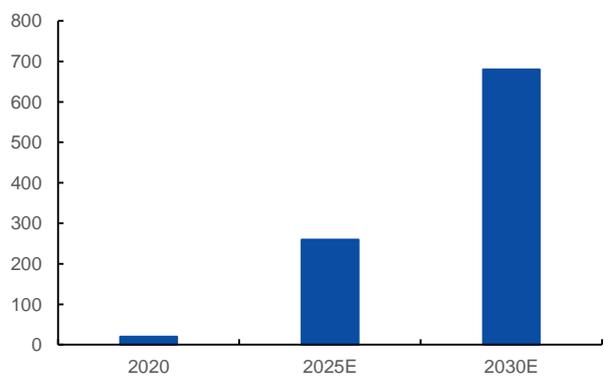
车载控制器量价齐升驱动下，全球市场空间进一步打开。随着汽车的智能化升级，汽车电气架构逐渐由分布式向集中式演进，多个单独电控单元 (ECU) 将集成成为一个域控制器 (DCU)，但域控制器的出现并非意味着其他控制器完全消失，执行端的控制器仍会被保留以负责具体功能，且演进过程较长，中短期内 ECU 仍然是主流。伴随着车载控制器的量价双升，麦肯锡预计，2020/2025/2030 年全球以智能控制器为主体的 ECU、DCU 市场规模分别为 900 亿/1030 亿/880 亿美元、20 亿/260 亿/680 亿美元。目前外资龙头企业占据车载控制器行业的主导地位，中国本土企业也在逐渐成长。

图 25：全球 ECU 市场规模预期 (亿美元)



资料来源：麦肯锡，公司 2021 年半年报，国元证券研究所

图 26：全球 DCU 市场规模预期 (亿美元)

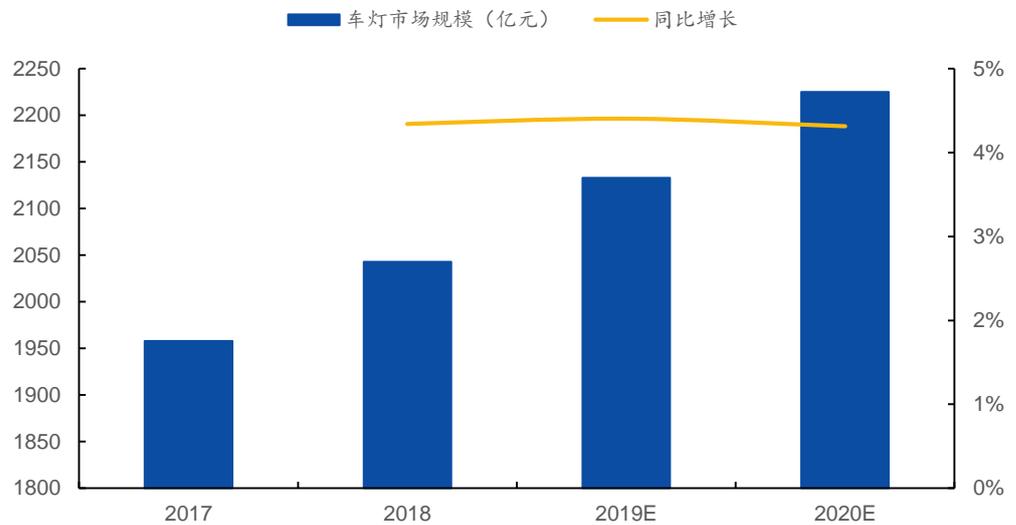


资料来源：麦肯锡，公司 2021 年半年报，国元证券研究所

3.2 车载照明领域前景广阔，国产产品存在进口替代空间

车载照明领域是汽车零部件中的优质板块，新能源汽车的快速发展为该领域带来新的增长空间。全球车载照明行业的市场规模已超过 2000 亿元，是汽车零部件中的优质细分板块，行业壁垒相对较高。同时全球新能源汽车的蓬勃发展，为车载照明领域提供巨大的增长动力。

图 27：全球车灯市场规模已超过 2000 亿元

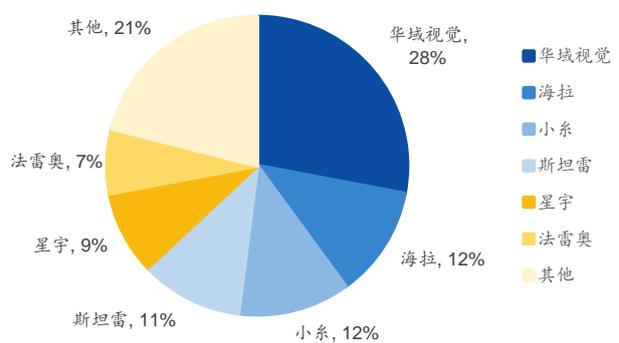
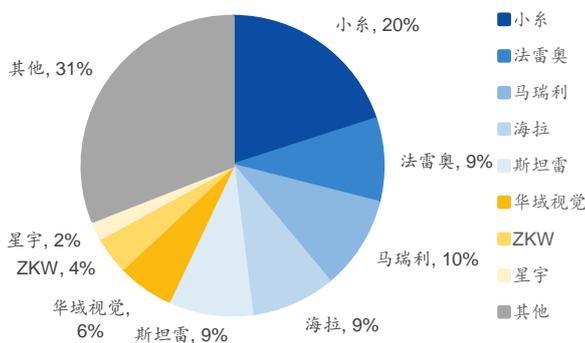


资料来源：产业信息网，国元证券研究所

全球车载照明行业集中度高，外资企业占主导地位，国产替代空间较大。根据产业信息网的数据，2018 年全球车载照明市场的 CR5 将近 60%，主要由小系、法雷奥、斯坦雷、海拉和马瑞利等外资企业主导，行业相对集中也印证车载照明相较于通用照明，行业壁垒更高。从国内市场来看，2018 年华域视觉的市场占有率达 28%，其前身是与日本小系等合资成立的上海小系，2018 年收回合资股份，其余的车灯市场份额基本被外资巨头在中国的工厂垄断，主要厂商为广州斯坦雷、长春海拉、法雷奥市光中国等，国内产品仍存在较大的进口替代空间。

图 28：2018 年全球车灯市场 CR5 将近 60%

图 29：2018 年国内车灯市场竞争格局



资料来源：产业信息网，国元证券研究所

资料来源：产业信息网，国元证券研究所

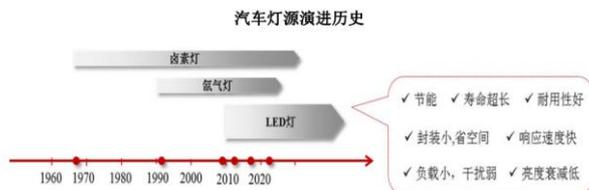
车灯行业技术升级路线明晰，LED 车灯渗透率不断提升。目前广泛运用的车灯包含卤素灯、氙气灯和 LED 灯，其中 LED 不仅具有亮度高、使用寿命长、能耗低的特点，同时 LED 的体积较小，有利于车灯造型设计和车灯智能控制系统的应用，符合当下消费升级的趋势。伴随着 LED 车灯成本端的下降和技术的提升，LED 车灯正逐步取代卤素灯和氙气灯，逐渐应用于汽车光源。根据华经情报网的数据，全球车灯市场中 LED 产品的渗透率已由 2015 年的 7% 提升至 2019 年的 23%。

表 2：不同类型汽车前大灯的性能对比

	卤素灯	氙气灯	LED 灯
光线强度	输出 1200 流明	输出 4500 流明	输出 6200 流明
耐用度	500 小时	3 万小时	10 万小时
照明效果	亮度相对均匀，没有明显视觉衰减区	中间区域亮，两侧较暗	光线误差小，无需滤光
能耗	55W	35W	20-40W
照射宽度（1 米距离）	4.4 米	5.2 米	6.1 米
体积	中	大	体积小，可任意组合

资料来源：华经情报网，国元证券研究所

图 30：汽车灯源演进历史



资料来源：科博达招股说明书，国元证券研究所

图 31：全球车灯市场中 LED 车灯份额稳步提升



资料来源：华经情报网，国元证券研究所

3.3 公司 LDM 业务高速增长，BMS 项目取得突破

车载照明领域具有较高的技术和质量认证壁垒。车载照明产品不仅注重产品的功能和外观，对产品的安全性和质量也有较高的要求。车载照明产品的技术研发需要长期的积累，同时产品需要通过 ISO/TS16949 的质量管理体系认证，该认证要求受审核方必须具备至少 12 个月的生产 and 质量管理记录。公司主要聚焦于车载控制器和车用照明领域产品的研发、制造和销售，产品主要包括车载前大灯控制器（LDM）、车灯结构件和电池管理系统（BMS）控制器，其中 LDM 的技术难度最高。

通用照明领域的研发和制造实力为公司进军车载业务提供铺垫。在产品研发端，公司聚焦车载控制器和车用照明产品的研发团队已经初具规模，拥有包括电路、软件、结构、模具、热学和光学各项能力的专业人才队伍。同时公司正着手建立上海车载业务研发中心，持续提升车载业务的研发能力。2021年9月，公司与杭州电子科技大学在车载业务领域方面开展产学研深度合作，推进各项车用照明合作项目。目前，公司的车载控制器产品技术已经逐渐成熟，并顺利通过国际权威机构的质量管理体系认证。

国内领先的无尘车间和生产设备，积极加码产品线的布局。在产品制造端，公司在上海、横店和武汉均设有车用照明相关产品制造基地，并拥有一万级和十万级无尘净化车间以及国内领先的汽车电子生产和品控设备。

图 32：公司与杭州电子科技大学签署战略合作协议



资料来源：中国照明网，国元证券研究所

图 33：公司车用照明产品生产与品控车间

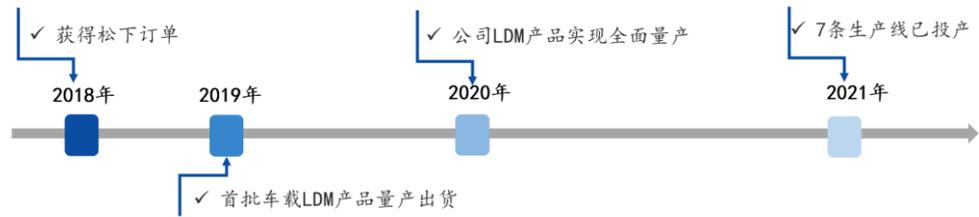


资料来源：公司官网，国元证券研究所

战略合作松下顺利切入车载业务。作为松下唯一认可的海外供应商，公司与松下多年稳定合作的基础助力公司向车载领域顺利转型。2018年公司获得松下的车灯项目订单切入车载领域，2019年下半年，公司首批车载 LDM 产品量产出货，搭载在部分日系车型中。2020年公司的 LDM 产品实现全面量产。

LDM 产销两旺，持续突破日系头部主机厂订单。公司积极开拓车载业务的新客户，目前公司已与大众、通用、上汽、日产和大发等国内外知名车企建立合作，并供应车载前大灯控制器 LDM、车灯塑胶系列制品等产品。2020年，公司 LDM 业务实现营收 9000 万元，持续突破日系头部主机厂订单。根据公司调研情况，目前公司已投产 7 条生产线，2022 年预计新增 2 条生产线，布局完成后，公司全年产能将达到 500 万套车灯控制器，可供 250 万辆汽车使用。

图 34：公司 LDM 产品已实现量产并供应于国内外知名车企



资料来源：公司公告，国元证券研究所

BMS 控制器切入万向一二三供应链，主要供应德系头部汽车品牌。根据公司公告，公司全资子公司得邦车用照明将作为万向一二三部分项目的供应商，为其定制开发和供应 BMS 控制器产品，并应用于保时捷及奥迪部分车型中。该项目的周期较长，我们预计将为公司持续带来可观的业绩贡献。

表 3：万向一二三的 BMS 项目订单

项目名称	项目预计开始时间	项目周期	涉及金额
12PPN001 项目	预计于 2021 年第四季度开始批量供货	2021 年-2024 年	0.7 亿元
48PAU001 项目	预计于 2023 年开始批量供货	2023-2033 年	12 亿元

资料来源：公司公告，国元证券研究所

收购上海良勤和武汉良信鹏，加强车载业务的产品和渠道布局。2021 年上半年公司完成对上海良勤以及武汉良信鹏 70% 股权的收购，其中上海良勤主要专注于塑料模具的研发和车灯结构件的生产，下游客户包含大众、福特等合资品牌和比亚迪、吉利等国产自主品牌，具有一定的渠道优势。武汉良信鹏主要从事汽车零部件的加工、销售以及模具的制造和销售。公司对两家汽车照明相关企业的成功收购，有助于加快其在 LED 汽车照明在整车供应链体系的布局，提升其在车用照明领域的市场竞争地位。

成立得邦智控，拓展智能化车用照明领域。2021 年 10 月，公司联合睿智芯成立子公司得邦智控，主要从事智能车载设备的制造、销售以及汽车零部件及配件制造等。得邦智控的成立，有望协同合作伙伴的产业资源，助力公司深度拓展智能化车用照明领域。

图 35：上海良勤的终端客户



资料来源：上海良勤官网，国元证券研究所

4. 盈利预测和投资评级

核心假设：

- 1) 受益于未来海外需求恢复，公司照明产品有望加速出海。同时伴随着未来上游原材料价格回落以及海运运力紧张情况的缓解，公司照明业务有望大幅增长。我们预计 2021-2023 年公司照明业务将分别实现收入 43.66 亿元/51.60 亿元/58.56 亿元。
- 2) 公司深度布局车载业务，其中汽车前大灯控制器 LDM 业务已经实现量产，并保持高速增长的趋势，与万向一二三合作 BMS 控制器项目，终端产品将应用于保时捷和奥迪等高端车型。同时，公司通过收购上海良勤和武汉良信鹏、成立得邦智控深化车载产品线的布局。未来伴随着公司车载产品的量产以及订单的持续落地，我们预计公司的车载业务将迎来高速增长，2021-2023 年将分别实现收入 3.20 亿元/4.50 亿元/6.00 亿元。
- 3) 2020 年 12 月，公司将子公司得邦塑料的股权转让给控股股东横店控股，未来公司将更加注重照明业务以及车载业务的投入。凭借公司领先的制造实力、专业的照明服务以及优质的客户结构，公司照明工程业务将保持稳健的增长趋势，我们预计 2021-2023 年该业务将分别实现收入 3.90 亿元/4.40 亿元/5.10 亿元。

表 4：相对估值表

公司简称	EPS				PE			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
木林森	0.22	0.89	1.16	1.41	71.76	18.27	13.95	11.50
欧普照明	1.06	1.24	1.45	1.64	28.50	16.51	14.09	12.50
洲明科技	0.12	0.33	0.49	0.63	78.48	27.48	18.83	14.55
平均值	0.47	0.82	1.03	1.23	59.58	20.75	15.62	12.85
得邦照明	0.70	0.80	1.01	1.50	24.98	22.03	17.40	11.66

资料来源：Wind，国元证券研究所

通用照明龙头地位巩固，车载业务有望持续贡献收入。公司是照明产品出口领域的龙头，未来公司照明产品的加速出海将巩固公司的优势地位。同时，公司积极布局车载业务，拓宽车载领域产品线，目前 LDM 和 BMS 均已进入与合作客户的合作阶段，产品应用于保时捷、奥迪等高端车型。未来伴随着车载产品的量产，公司有望迎来业绩的持续增长。我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 50.76 亿元/60.50 亿元/69.66 亿元，同比增长 12.61%/19.19%/15.14%。2022 年上游原材料价格以及海运费用上涨压力缓解，公司盈利能力有望回升，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 3.88 亿元/4.91 亿元/7.33 亿元，同比增长 13.40%/26.57%/49.28%。对应 2021-2023 年的 EPS 分别为 0.80/1.01/1.50，当前股价对应 PE 分别为 21.5/17.0/11.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

LED 市场竞争加剧风险、海运费波动风险、车载项目落地不及预期风险

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3192.04	3439.09	3993.54	4589.58	5457.76
现金	586.29	1333.37	1614.29	1887.92	2358.15
应收账款	1160.96	1123.50	1282.27	1556.79	1792.49
其他应收款	35.38	44.55	50.76	60.50	69.66
预付账款	37.11	38.92	46.08	51.97	59.45
存货	570.52	689.57	871.62	907.70	1043.11
其他流动资产	801.79	209.19	128.52	124.71	134.89
非流动资产	924.58	1012.35	924.75	870.31	829.90
长期投资	28.69	37.75	45.00	50.00	56.00
固定资产	326.10	589.40	555.55	530.25	502.77
无形资产	224.26	217.12	202.84	190.64	183.34
其他非流动资产	345.53	168.08	121.35	99.41	87.79
资产总计	4116.62	4451.43	4918.29	5459.89	6287.66
流动负债	1452.05	1546.32	1744.76	1909.82	2112.60
短期借款	104.00	70.00	50.00	45.00	30.00
应付账款	775.99	880.90	1042.15	1165.58	1311.25
其他流动负债	572.06	595.42	652.61	699.23	771.34
非流动负债	0.06	1.66	2.20	2.70	3.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.06	1.66	2.20	2.70	3.20
负债合计	1452.11	1547.98	1746.96	1912.52	2115.80
少数股东权益	8.97	14.02	15.68	17.81	20.96
股本	487.72	487.72	487.72	487.72	487.72
资本公积	842.19	842.19	842.19	842.19	842.19
留存收益	1463.44	1696.78	1962.25	2336.17	2956.91
归属母公司股东权益	2655.54	2889.43	3155.65	3529.56	4150.91
负债和股东权益	4116.62	4451.43	4918.29	5459.89	6287.66

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	304.43	405.27	332.94	437.13	581.76
净利润	311.35	343.51	389.55	493.09	736.07
折旧摊销	68.81	64.67	97.36	106.64	117.95
财务费用	16.86	21.67	-56.53	31.05	-45.09
投资损失	-35.69	-24.92	-30.00	-32.00	-50.00
营运资金变动	-76.93	-46.98	-160.08	-151.67	-174.44
其他经营现金流	20.03	47.33	92.63	-9.98	-2.73
投资活动现金流	-84.47	523.75	27.80	-13.40	-35.05
资本支出	198.93	159.92	10.00	50.00	70.00
长期投资	-86.81	-663.24	7.25	5.00	6.05
其他投资现金流	27.65	20.43	45.04	41.60	41.00
筹资活动现金流	-330.96	-139.11	-79.81	-150.10	-76.48
短期借款	-100.00	-34.00	-20.00	-5.00	-15.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	79.72	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-79.72	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-230.96	-105.11	-59.81	-145.10	-61.48
现金净增加额	-141.38	789.83	280.92	273.63	470.23

利润表

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4243.64	4507.53	5076.00	6050.00	6966.00
营业成本	3447.32	3650.25	4306.40	4856.60	5556.16
营业税金及附加	13.70	16.10	15.23	22.99	24.38
营业费用	195.70	145.35	142.13	205.40	236.50
管理费用	124.12	137.81	155.33	184.53	202.01
研发费用	131.34	162.16	180.00	220.00	250.00
财务费用	16.86	21.67	-56.53	31.05	-45.09
资产减值损失	-25.22	-62.68	-20.00	-30.00	0.00
公允价值变动收益	3.86	9.79	20.00	10.00	12.00
投资净收益	35.69	24.92	30.00	32.00	50.00
营业利润	304.88	319.90	358.45	511.54	778.34
营业外收入	41.55	66.74	80.00	50.00	50.00
营业外支出	1.40	0.89	1.00	1.20	1.30
利润总额	345.03	385.75	437.45	560.34	827.04
所得税	33.68	42.24	47.90	67.24	90.97
净利润	311.35	343.51	389.55	493.09	736.07
少数股东损益	1.62	1.45	1.66	2.13	3.14
归属母公司净利润	309.74	342.06	387.89	490.97	732.92
EBITDA	390.55	406.24	399.28	649.22	851.20
EPS (元)	0.64	0.70	0.80	1.01	1.50

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	6.21	6.22	12.61	19.19	15.14
营业利润(%)	26.43	4.93	12.05	42.71	52.16
归属母公司净利润(%)	25.18	10.44	13.40	26.57	49.28
获利能力					
毛利率(%)	18.77	19.02	15.16	19.73	20.24
净利率(%)	7.30	7.59	7.64	8.12	10.52
ROE(%)	11.66	11.84	12.29	13.91	17.66
ROIC(%)	15.80	20.64	18.10	30.66	39.54
偿债能力					
资产负债率(%)	35.27	34.77	35.52	35.03	33.65
净负债比率(%)	7.16	4.52	2.86	2.35	1.42
流动比率	2.20	2.22	2.29	2.40	2.58
速动比率	1.77	1.73	1.72	1.87	2.03
营运能力					
总资产周转率	1.07	1.05	1.08	1.17	1.19
应收账款周转率	3.77	3.66	3.88	3.92	3.82
应付账款周转率	4.96	4.41	4.48	4.40	4.49
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.70	0.80	1.01	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.83	0.68	0.90	1.19
每股净资产(最新摊薄)	5.44	5.92	6.47	7.24	8.51
估值比率					
P/E	26.88	24.34	21.46	16.96	11.36
P/B	3.14	2.88	2.64	2.36	2.01
EV/EBITDA	17.48	16.80	17.10	10.52	8.02

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188