

佛山照明：照明为核稳基础，车灯为翼拓空间

公司专题 · 深度报告

家用电器 · 照明行业

投资评级：买入（首次评级）

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

联系人：邹会阳
0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn

□ 佛山照明：通用照明稳健中不乏亮点，并购南宁燎旺扩大车灯业务，并不断完善产业链横纵一体布局

- 佛山照明主营家/商用通用照明（LED照明、传统照明）、电工设备（开关、插座等）和照明模组（车灯模组）等研发生产销售。实控人为广东省国资委，公司2021年收入 $+27\%$ 至47.7亿元，归母净利润 -21% 至2.5亿元；
- 并购南宁燎旺扩大车灯业务。南宁燎旺主营车灯模组、全车灯具总成制造，拥有通用五菱、长安、东风小康等整车，以及华域视觉等车灯总成客户，2021年收入15亿元，2021年7月佛照收购并增资共持股54%实现控股；
- 收购国星光电完善LED产业链布局。国星光电为实控人旗下主营LED封装的上市公司，属于佛照的上游企业，作为拥有53年发展历史的封装龙头，其研发技术积淀深厚，2021年收入38亿(+16%)，2022年2月佛照收购其21.5%股权实现控股。

□ 增长展望：传统照明稳健，新兴照明领域与车灯业务空间大，有望贡献增量弹性

- 传统LED照明行业千亿规模稳定，在原材料/芯片供给影响以及工程业务风险提升背景下，头部份额仍有望持续提升；
- 新兴照明领域（智能照明、5G智慧灯杆、动植物照明、海洋照明）同样拥有百亿规模且增速更高，当前市场集中度低，而2B/G的业务属性与佛照在技术、产品、规模和资源方面的综合优势相匹配，有望享新兴照明高速增长红利；
- 佛照+燎旺实现车灯赛道的扩张和协同。新能源车高增背景下，LED、ADB车灯渗透率提升望使2025年行业扩容至1064亿元，国产替代加速了格局演变。燎旺技术、产品和客户积淀深厚，随着新客户、新产品放量，有望实现量利齐升增长。

□ 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

- 不考虑国星光电收购、资产处置收益及追溯调整，预计2022-24年归母净利润增长31%、18%、21%，若包含国星光电则净利润增速为51%、23%、20%至3.8、4.6、5.6亿元（追溯口径2022年增速为30%），扣非对应PE=19、16、13倍。考虑可比公司估值，给予目标市值92-107亿元，首次覆盖，给予“买入”评级；

□ 风险提示：燎旺新客户拓展进度不及预期；出口业务高基数下增长不及预期；地产销售下滑影响传统业务增长。



盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,745	4,773	10,161	11,726	13,292
(+/-%)	12.2%	27.4%	112.9%	15.4%	13.4%
净利润(百万元)	317	250	377	464	559
(+/-%)	5.2%	-21.1%	50.8%	23.1%	20.5%
每股收益(元)	0.23	0.18	0.28	0.34	0.41
EBIT Margin	8.0%	3.9%	5.9%	6.9%	7.8%
净资产收益率(ROE)	5.1%	4.3%	6.3%	7.5%	8.6%
市盈率(PE)	23.4	29.6	19.1	15.6	12.9
EV/EBITDA	25.1	36.5	17.3	14.3	12.4
市净率(PB)	1.18	1.28	1.21	1.16	1.11

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

[01] 佛山照明：背靠国资，多元化锐意扩张

[02] 增长点1：不只后周期，通用照明充满活力

[03] 增长点2：发力车灯业务，产品与客户多管齐下

[04] 增长点3：控股国星光电，产业链协同空间广阔

[05] 盈利预测、投资建议及风险提示

01 | 佛山照明：背靠国资，多元化锐意扩张

□ 佛山照明：老牌照明行业上市公司

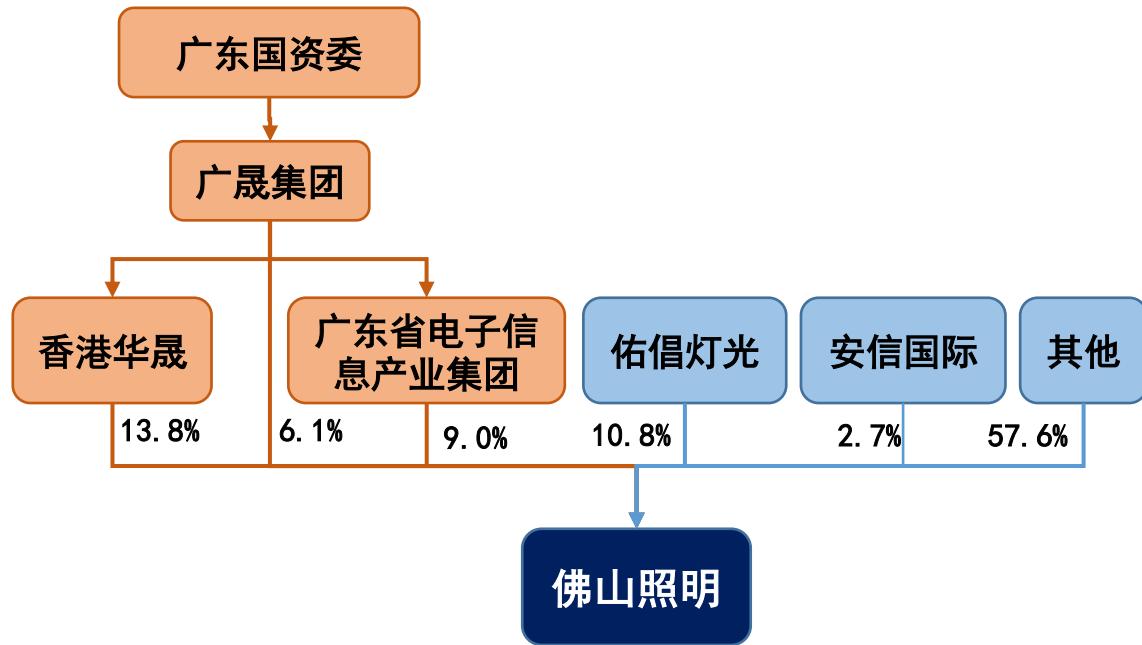
- 公司成立于1958年，前身为佛山市灯泡厂。1979年至1985年间产销量以年均50%的速度高速增长，利润连续翻番；
- 1992年，由全民所有制的国营企业改制为股份制企业，成为佛山市首批股份制试点企业；1993年公司在深交所挂牌上市；
- 2012年起公司从传统照明向LED照明转型升级，截止2021年LED照明产品占比达75%以上；
- 公司在2016年布局电工业务、2017年布局车灯业务，较早形成照明、电工、汽车照明三大板块的战略布局。
- 2021年及2022年公司收购南宁燎旺及国星光电，扩大车灯业务，并不断完善产业链横纵一体布局。



□ 国资委控股，管理层经验丰富：

- **股东：**大股东为广晟集团，实际控制人为广东省国资委。广晟集团旗下拥有地产置业、电子、有色稀土、环保、金融投资等产业布局，旗下国星光电已与公司在股权和产业链上实现协同；
- **管理层：**主要管理层人员均具备多年照明电子领域的生产、管理、营销经验。

公司实控人为广东省国资委



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司主要高管具备丰富的技术管理经验

高管	职位	履历
吴圣辉	董事长	<ul style="list-style-type: none"> 曾任中金岭南有色金属股份有限公司党委书记、专职党委副书记、董事
雷自合	总经理	<ul style="list-style-type: none"> 曾履职于佛山市光电器材公司，现任国星光电常务副总经理、国星半导体董事长 曾在光电器材公司分管质量、技术、营销和分厂厂长等，拥有丰富的技术和管理经验
张学权	常务副总经理	<ul style="list-style-type: none"> 曾任佛山电器照明公司监事、副总经理； 曾在佛山电器照明公司分管技术、质量管理等工作，拥有丰富的技术和管理经验
庄坚毅	副董事长	<ul style="list-style-type: none"> 现任香港佑昌灯光器材有限公司董事长

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

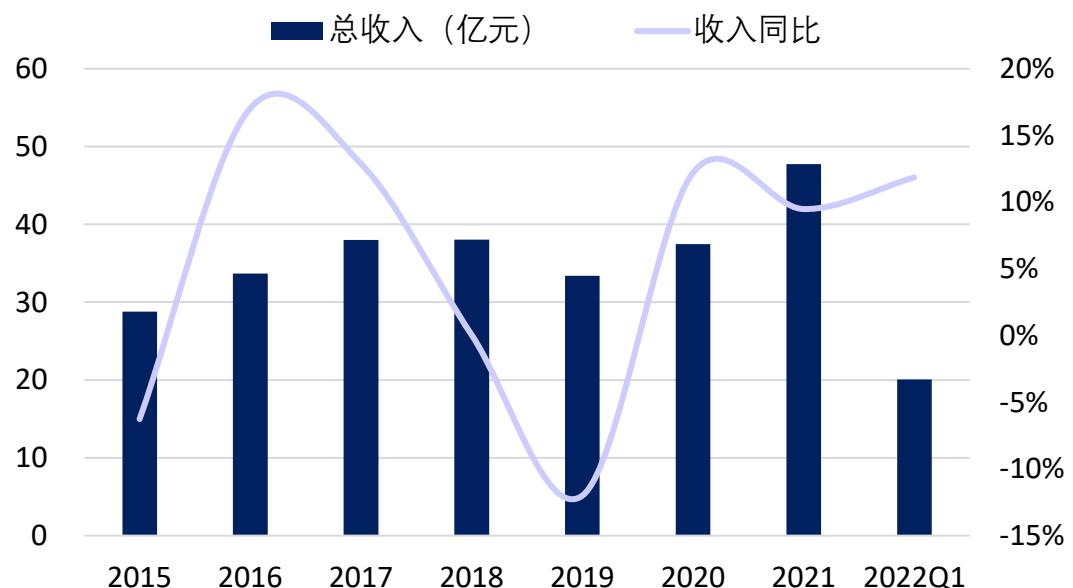
□ 照明业务渠道布局成熟，收入稳健增长

- **通用照明内销基础扎实：**公司近年收入保持稳健增长，2021年内销(不含并表的车灯业务)同比增长13%至26亿，其中内销以五金流通渠道为主，在国内拥有30万+网点，同时覆盖专卖店、家装、KA等渠道；
- **通用照明外销稳健：**公司外销以欧美代工为主，新兴市场以自有品牌为辅，2021年海外营收15亿元，同比略增1.2%，占总收入31.4%；

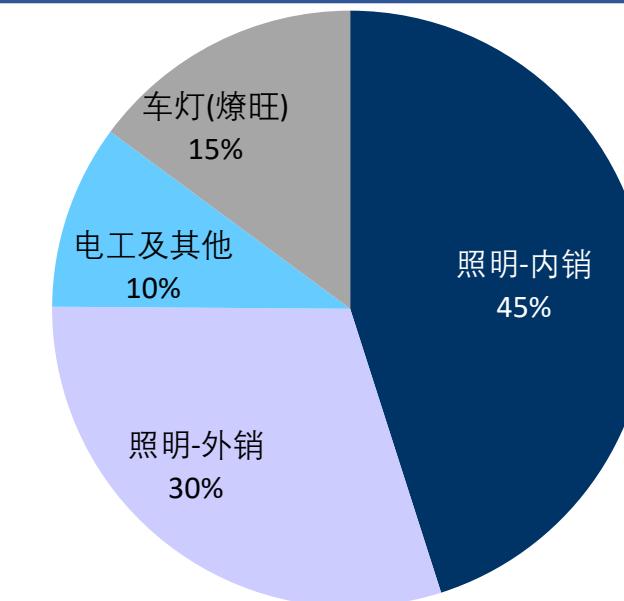
□ 汽车与LED封装业务逐步起量

- **推进收购，车灯、LED封装开始贡献收入：**2021年8月完成车灯业务并购。南宁燎旺2021年收入+3%至15亿元。另外公司2022年2月并表国星光电，进军LED封装业务，国星光电2021年收入+17%至38亿元。

公司历史收入稳健增长



以照明为主业，同时发展车灯及电工业务



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理；注：2019年主要受中美贸易战影响外销下滑18%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利能力受原材料影响波动，有望迎来底部回弹



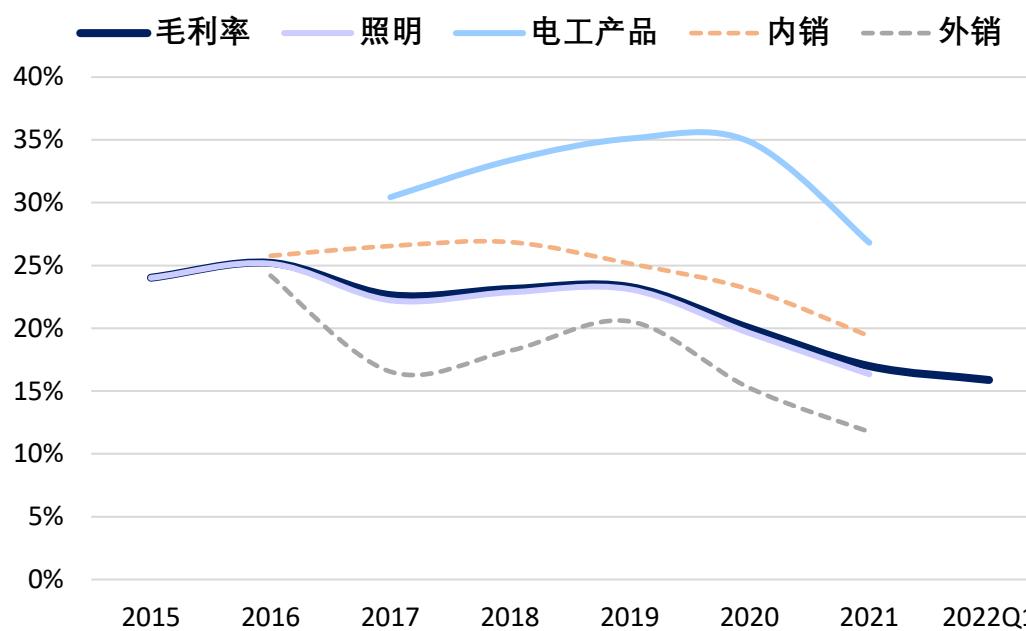
□ 原材料+汇率影响，毛利率有望实现底部回弹

➤ 受疫情、原材料、业务结构和并表影响，公司2020年以来毛利率处于历史低位。其中内销毛利率受益产品结构升级整体高于代工为主的外销。同时受车灯等业务并表影响，公司毛利率目前正处于历史底部；

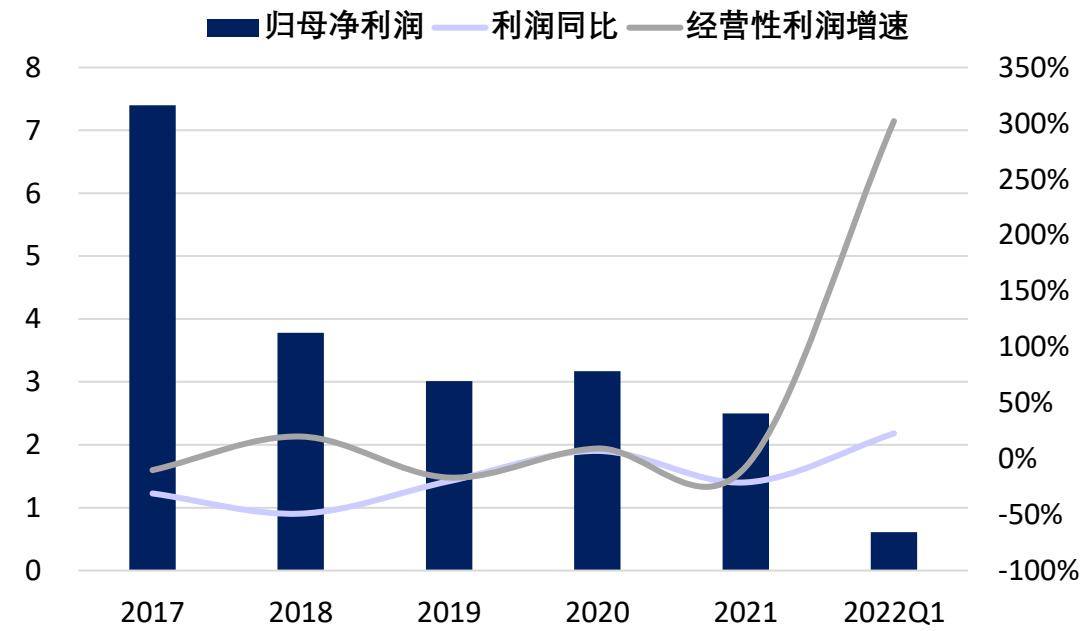
□ 经营性利润基本维稳，营运质量稳健

➤ 尽管近年公司净利润波动较大，但剔除投资收益收购等影响，公司经营性利润增速波动收窄。同时在传统照明趋于饱和的背景下，公司在研发、市场推广领域仍保持积极投入。

公司毛利率受疫情、原材料等影响处于历史低位



公司净利润受到原材料等不利影响近年波动相对较大



02

增长点1：
不止后周期，通用照明充满活力

□ 照明行业市场承压下，虽头部照明企业份额仍相对偏低，但份额向头部集中是大势所趋

- LED通用照明在销量渗透率75%高位、叠加原材料/芯片供给影响以及工程业务风险提升，头部集中度持续提升；
- 2021年LED通用照明3034亿元的规模（含出口），预计2021年CR10突破10%，CR10虽低但保持提升状态。

□ 地产相关业务风险控制+扩品类+提效降本为集中度提升的驱动力

- 随着地产工程项目风险提升，地产企业和通用照明企业均倾向于强强联合，其中拥有规模、大股东背书等背景的企业仍有希望在控制风险的前提下进一步提升份额；
- 新兴领域需要大量的研发投入，同时因类似于工程业务，在2B和2G需要积累规模和客户资源，龙头企业因具备资金、人才、资源等优势能获取更多的市场份额；
- 数字化转型、外部横纵向并购均为有限规模内份额提升的手段，因此龙头较多资金和资源储备也有望脱颖而出。

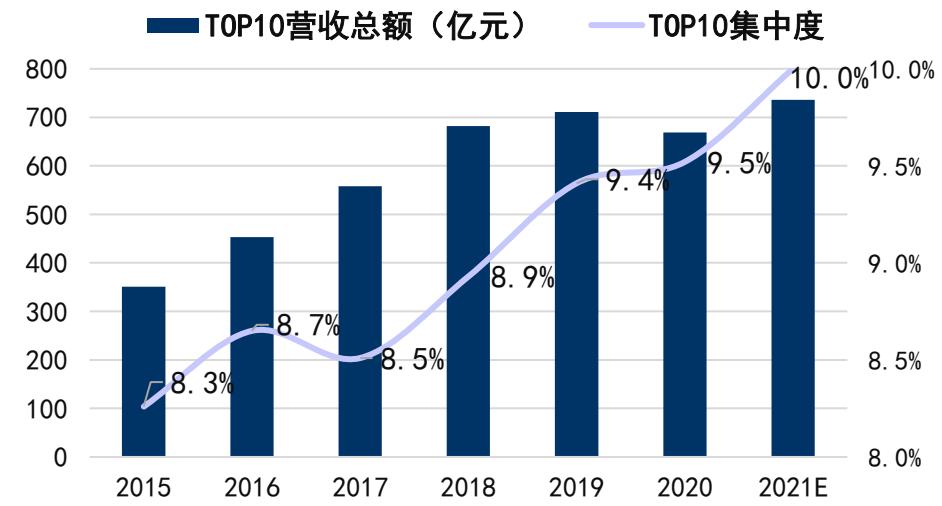
通用照明行业规模整体相对饱和，但体量巨大

	年营收规模	代表企业
第一梯队	20亿+	飞利浦、欧普照明、雷士照明、佛山照明、阳光照明等
第二梯队	5-20亿	雪莱特、勤上光电等
第三梯队	5亿以下	品牌知名度较低企业

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

通用照明行业集中度低，但CR10持续提升



资料来源：CSA Research、国信证券经济研究所整理

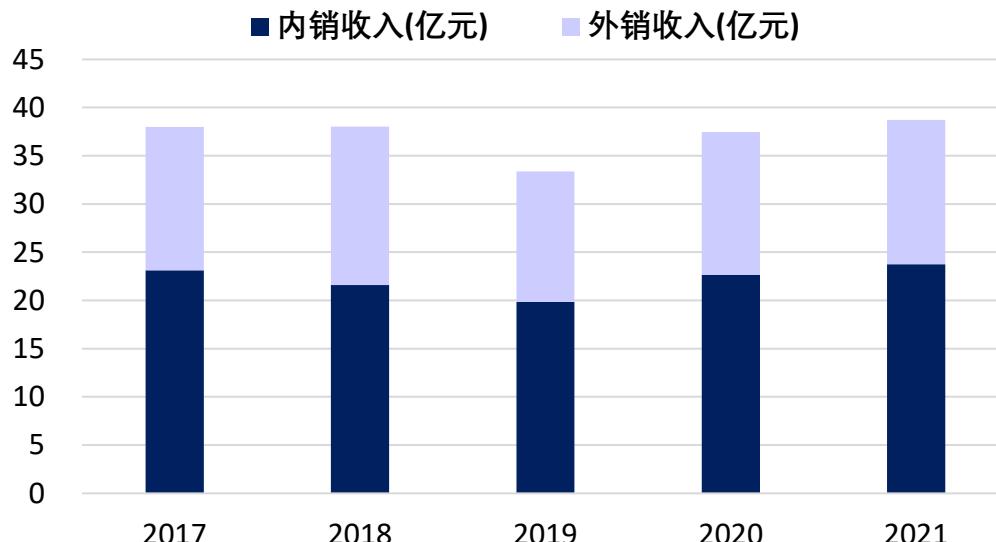
□ 传统照明业务仍是扎实的基本盘：照明业务尽管与地产相关，但公司对地产敏感性逐年下降

- 照明业务稳健：公司销量波动下行背景下，通过业务多元化、高端化保证收入体量保持稳定；
- 地产大客户有望贡献增量：中小企业对地产工程客户愈发谨慎，头部地产项目有望向头部照明企业集中；
- 外销整体维稳：作为刚需产品，以欧美为主的外销业务有望整体保持稳定。

□ 业务领域和附加值持续提升

- 2C：产品附加值持续提升：携手华为、阿里等推出智能产品，打造家居、办公、教育等智能场景解决方案；
- 2B/G：动植物照明、海洋照明、5G智慧灯杆等新市场带来新增长点，同时提升价值量。

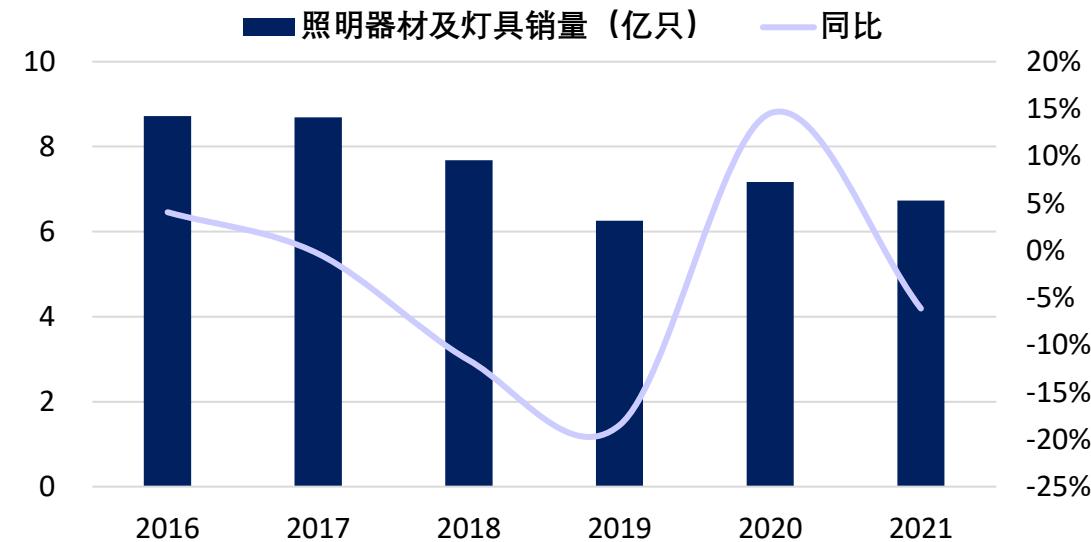
公司传统照明、电工类业务近年内外销维稳



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司照明灯具产销量近年相对维稳



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

注：公司销量下滑主要由于产品结构升级导致传统品类销量下滑所致

□ 智能照明+5G智慧灯杆+海洋照明+动植物照明构建新兴照明百亿市场，客户结构更丰富

- **智能照明**：作为智能家居体验提升的重要一环，若智能照明设备对标智能音箱，则行业保守规模达156亿；
- **5G智慧路灯**：5G市政管理的落地典范，仅0.6%的新建渗透率和6%的改造渗透率即带来129亿增量规模；
- **动植物照明**：28亿规模仍处起步领域，对标日本未来仍有翻倍潜力；
- **海洋照明**：24亿市场规模需求较为刚性，但进口替代空间巨大。

照明新兴领域拓展场景丰富



5G智慧灯杆



智慧照明



海洋照明



动植物照明

照明新兴领域空间预计369亿

	国内2021年规模 (亿元)	国内2025年规模 (亿元)	4年CAGR
智能照明	76	156	20%
5G智慧灯杆	46	129	29%
动植物照明	28	60	21%
海洋照明	24	24	0%
合计规模	174	369	21%

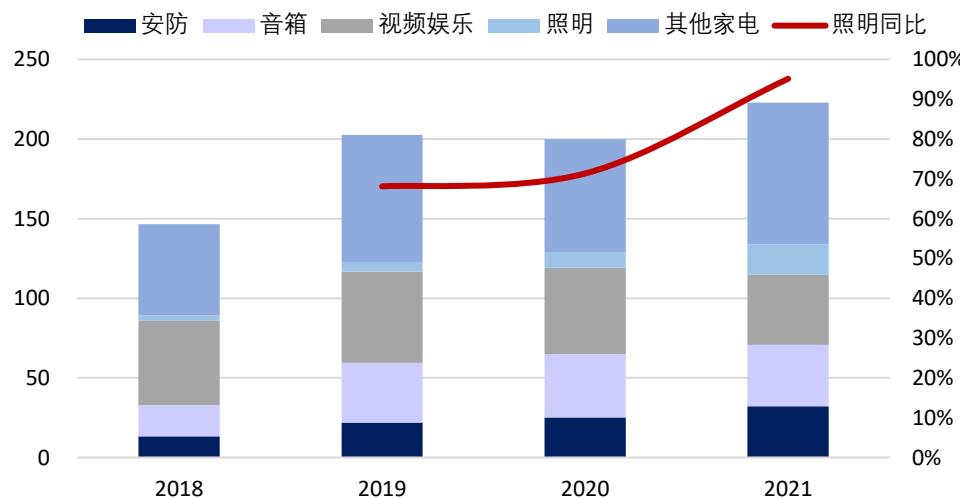
□ 供给端驱动智能家居范畴不断扩大，智能照明作为重要组成部分，渗透率仍低

- 随着AI+IoT和云计算等技术的成熟，以及头部互联网、通信企业的联合推进，家居智能互联的产品矩阵日臻多元，以IDC口径计，智能家居设备(含视频娱乐、智能音箱、照明、安防和温控)2021年实现出货量2.2亿台(+9.2%)；
- 智能照明地位重要但占比仍低。作为智能家居体验提升的重要一环，在智能家电和家庭户数的巨大基数下，2021年国内智能照明设备出货量仅1910万台(IDC口径)，仅占智能家居设备的8.6%，但却实现了95%的出货量增长。

□ 对标成熟智能产品，照明渗透率有望实现翻倍增长，对应空间预计达160亿

- 若未来照明设备和智能音箱4000万台的年出货量水平相匹配，则智能照明出货量保守看仍有翻倍空间，同时考虑到照明往往涉及到全屋解决方案和多灯联动，因此出货量上限预计有望高于音箱；
- 参考IDC对2020年国内智慧照明约400元人民币作为均价，则保守预计仅智慧照明设备未来规模不小于156亿规模。

智能照明设备出货量占比不高但近年保持了高增速



资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理

对标智能音箱，智能照明规模保守预计不小于156亿

	智能照明设备	来源及备注
2021年出货量	1910	IDC
2021年城镇户均保有率	12%	假设2年更新周期
预计稳态保有率	26%	参考智能音箱保有和出货水平
预计稳态出货量	3900	
单价（人民币）	400	参考IDC统计的2020年单价
2025年市场规模（亿元）	156	4年复合增速达20%

资料来源：IDC、国信证券经济研究所整理及测算

□ 传统照明企业纷纷携手互联网企业跨界融合推动产品智能化，或成新趋势

- 智慧照明涉及到上游通信、中游传感/控制/数据算法和下游照明设备的配合，涉及产业链和环节多而广；
- 当前产业内玩家取长补短，采用合作的形式推进全屋智能照明；
- 尽管上游通信、互联网龙头集中度较高且技术壁垒更高，但中下游的产业落地和产品依然需要拥有更强的用户需求理解能力的设备企业作为落地方。

照明企业选择与互联网企业合作以得到更好的解决方案

企业	合作互联网企业	具体解决方案&动态
雷士照明	华为、小米、阿里、邦奇等	雷士照明上海办公室、高端商照智能展厅、涂鸦智能办公室等
欧普照明	腾讯、华为、阿里云等	“声+光”应用与腾讯和阿里小智的语音控制结合；与华为和阿里云进行数据共享合作
佛山照明	华为、阿里	佛照智家云平台 1+3+N 全屋智能解决方案
三雄极光	华为	全屋智能项目、加大扩产智能化产品
阳光照明	小度、涂鸦	多彩智能球泡、感应小夜灯等多种智能照明单品
钜豪照明	阿里云、华为	钜豪智慧家庭

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

□ 佛照加速推进智能化，进一步提升差异化竞争

- 借助华为、阿里等互联网企业技术实现智能化产品和系统的落地；
- 构建品牌、平台、供应链服务等创新性的智能生态体系；
- 提出佛照智家云平台1+3+N智能战略规划，推出家居、办公、教育、商业等多场景的智能照明解决方案。

佛山照明推出智能照明产品和解决方案，涵盖家居多个场景



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

□ 智慧灯杆高速增长，2021-2025预计增量超100亿元

- **智慧灯杆提升市政设施便利度，并降低管理成本。**智慧灯杆将监测、显示设备以及充电桩、小基站等功能集成，在照明基础上兼具公安、环保、通信、储能等功能，2021年国内智慧灯杆已建9.4万根，对应市场规模约为46亿元；
- **新建+存量改造预计带来超百亿增量空间。**参考广东省2022年广东智慧灯杆对路灯渗透率约0.6%的渗透率规划，若全国2025年渗透率达到广东水平，则预计新建需求达17万根，对应规模约85亿元。另外参考广东省约6%的改造比例，存量改造市场尽管单价较低，但更大的基数有望为市场带来约89亿的增量空间，合计增量规模约129亿。

5G智慧灯杆集摄像头等功能于一体



资料来源：《中国智慧杆塔白皮书》、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

智慧灯杆市场增量空间预计129亿

	全国预计	备注及来源
路灯总数量 (万根)	3049	住建部
智慧灯杆总需求量 (万根)	196	
智慧灯杆渗透率	6.4%	参考《广东省5G基站和智慧杆建设计划(2019年-2022年)》，新建智慧灯杆渗透率约为0.6%，改造灯杆渗透率5.9%
其中：新建	0.6%	
存量改造	5.9%	
智慧灯杆新建数量(万根)	17	
智慧灯杆改造数量(万根)	179	
智慧灯杆新建规模(亿元)	85	参考历史招标单价新建灯杆约5万元，存量改造1000-8000元，取均值约5000元
智慧灯杆改造规模(亿元)	89	
合计规模(亿元)	175	
2021-2025增量规模(亿元)	129	2025年预计规模减去2021年46亿的规模

资料来源：杆塔在线、国信证券经济研究所整理及测算

- 佛山照明已取得与智慧灯杆相关的16项专利及软件著作权，预计2021年公司灯杆收入超7000万
- **关键资源、生态整合能力和信息利用能力是集中度较低的智慧灯杆市场的关键抓手。**
 - 行业玩家众多，龙头还未形成。2021年参与智慧灯杆建设的企业超过400家，尚未形成具有绝对优势的龙头。从上市公司智慧灯杆业务收入来看，华体科技等灯杆业务收入不到10亿。
 - **关键资源、生态整合和信息利用能力是核心抓手。**灯杆的下游客户主要为政府和园区管理者，同时灯杆的需投标、系统集成、业务联动和运营维护等环节的支持，因此资源能力、生态整合能力和信息利用能力是重要竞争力。

关键资源、生态整合和信息利用能力是核心抓手

核心竞争要素	
关键资源能力	<ul style="list-style-type: none"> • 智慧灯杆项目招投标对过往项目经验有较强要求，因此需要历史业绩作为信用背书 • 供应方需对市政核心需求有更深的理解，因此需要更强的政企关系
生态整合能力	<ul style="list-style-type: none"> • 随着行业发展，具有更强的系统集成、业务联动和运营管理等产业链综合管理能力的公司将更有优势
信息利用能力	<ul style="list-style-type: none"> • 智慧灯杆能获取大量数据，公司若能将脱敏后的数据进行整合，形成数字资产，可以创造更多的价值

资料来源：国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

智慧灯杆百家争鸣的竞争格局初步成型

智慧灯杆相关业务规模	
欧普照明	京、津、沪、苏等地为主拥有30万个智能灯控点
洲明科技	2021年智慧照明业务收入5.5亿元
得邦照明	2020年取得多个千万级智慧路灯项目、2022年在华东地区承接了多项智慧路灯项目
华体科技	2021年智慧灯杆相关收入5.8亿元
勤上股份	2021年半导体照明业务收入5.0亿元

资料来源：各公司年报及官网、国信证券经济研究所整理

□ 海洋照明市场成熟稳定，但国产替代带来新增长机遇

- 市场规模达24亿。海洋照明可分为海上照明、浅海照明和深海照明。据我国渔业渔政管理局统计，2020年我国机动渔船总数为37.48万艘，若以每艘船36只集鱼灯的最低配置进行市场需求量的测算，假设集鱼灯单价为180元，市场规模将达到24亿。
- 国产替代未来可期。目前深海照明器具市场以国外进口为主，但随着适配不同水下平台的灯具技术突破，有望在深海照明设备方面逐渐实现国产替代。随着技术的发展，LED在能耗、发光效率、性能等方面较传统照明产品具有较大的优势，因此LED灯替换传统深海照明器具还有很大空间。

海上照明主要包括集鱼灯和码头照明



LED集鱼灯

400W

新建/改造简单便捷；

特殊结构设计，超低风阻；

耐盐雾腐蚀，防护等级IP67；

全光谱光源，穿透力强，诱鱼效果好；

环保低能耗(照明效果相当1000W金卤灯)。



浅海照明主要包括水产养殖照明



支架式养殖灯

8W 12W 16W 36W 48W

全塑料结构，卡扣式安装，简洁方

结构牢固，耐盐雾腐蚀，防护等级



资料来源：佛山照明官网、国信证券经济研究所整理

资料来源：佛山照明官网、国信证券经济研究所整理

资料来源：广东省国资委官网、国信证券经济研究所整理

□ 研发、营销双管齐下，产品布局持续优化

- 佛山照明于2021年开始经营海洋照明业务，产品涵盖集鱼照明、码头照明、养殖照明和深海照明。预计2021年订单体量超千万元；
- 专注研发。佛山照明通过与中国科学院深海科学与工程研究所和大连海洋大学等国内多所海洋大学，共同开发了渔业与海洋专用照明系列产品，并获得了海洋照明相关的16项专利技术。
- 全面营销。浅海照明方面，目前佛山照明已在广东、广西、海南的多个中心渔港开设体验区，辐射终端客户；浅海养殖方面，为浙江、山东等多个省份的养殖示范基地提供照明方案；深海照明方面，与中国海洋石油集团有限公司建立良好的合作关系，为产品销售奠定基础。

佛山照明的海洋照明产品

	产品介绍
集鱼照明	集鱼灯是光诱渔业中重要的助渔装备，利用鱼类趋光性的特征，应用灯光进行诱鱼捕捞
码头照明	码头照明主要使用投光灯，能够瞄准任何方向，并具备不受气候条件影响的结构
养殖照明	养殖照明的不同光照可以促进不同鱼类的生长，有利于提高鱼类产量
深海照明	水下自然光照条件差，深海照明器为水下作业提供光源，对资源开采以及水下地形勘探尤为重要

佛山照明在海洋照明领域的研发、营销布局

	布局情况
研发	与国内多所海洋大学合作，共同开发了渔业与海洋专用照明系列产品，并获得了海洋照明相关的16项专利技术
营销	浅海照明方面，目前已在广东、广西、海南的多个中心渔港开设体验区，辐射终端客户
	浅海养殖方面，为浙江、山东等多个省份的养殖示范基地提供照明方案
	深海照明方面，与中国海洋石油集团有限公司建立良好的合作关系，为产品销售奠定基础

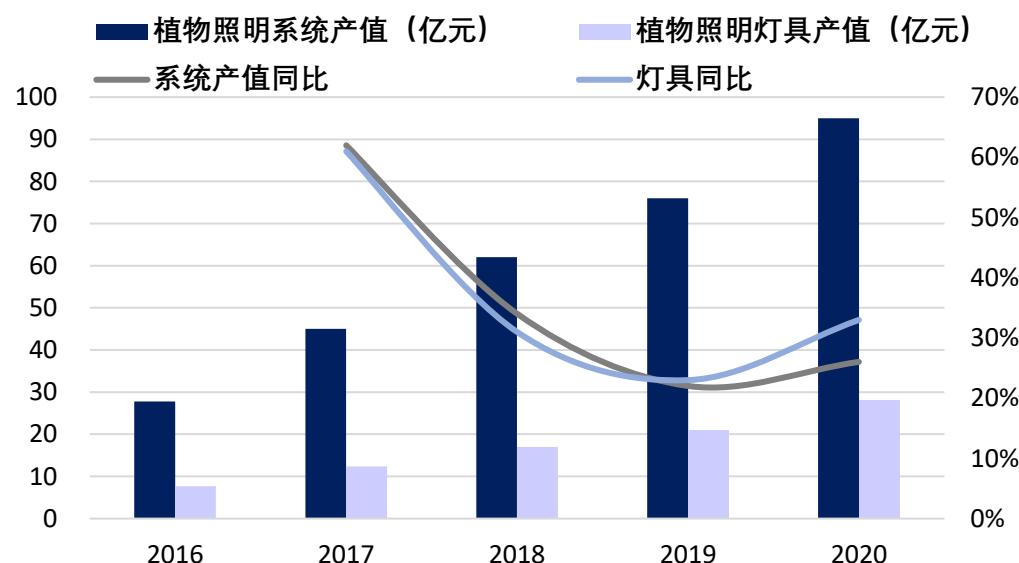
□ 植物照明产业产值规模持续增长

- LED植物照明能更好地匹配植物生长的光照强度、光质、光效及光周期，可大幅缩短培育周期、提升种植养殖效率；
- 2020年我国LED植物照明系统产值达95亿元(4年CAGR达36%)，其中灯具的产值2020年+33%至28亿元；
- 对标日本潜力巨大。国内人工光植物工厂超200座(日本2020年386座)，参考日本富士经济预测，日本植物工厂生菜供应量从2019-2030年提升超3倍，占日本蔬菜供应比例从3%提升至10%，国内更大的需求基数下行业空间仍大。

□ 国内产业链完善成熟但玩家规模均较小

- 国内植物照明中上游部件发展相对成熟，但下游应用受制于市场起步规模较小、需要联合研发和资源整合能力等，主要玩家的规模较小、格局分散。2021年以LED驱动电源为主业的崧盛股份、英飞特植物照明业务收入4.5亿、3.2亿元。

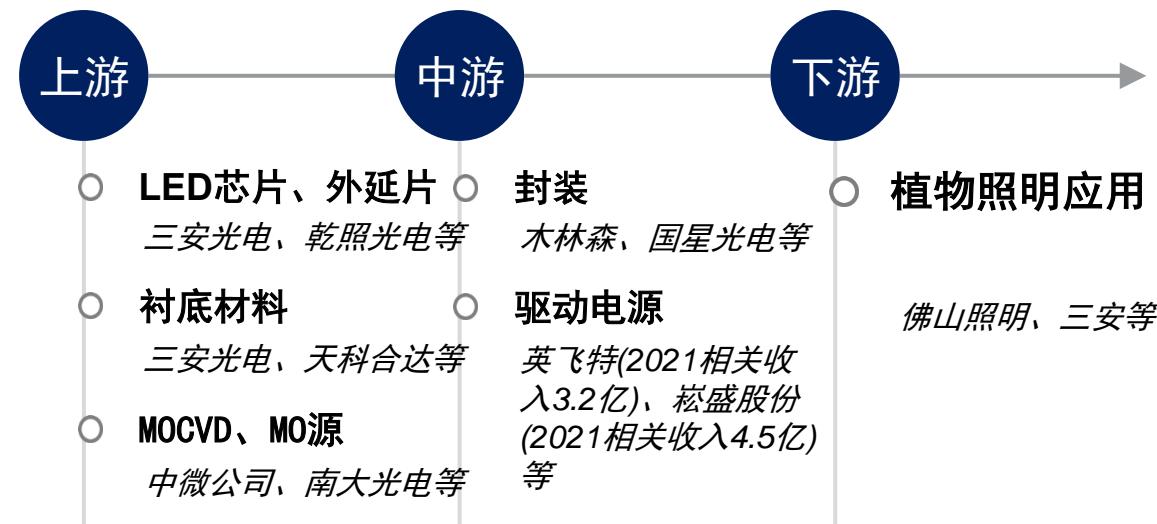
国内植物照明灯具市场规模约30亿，但增长迅猛



资料来源：高工产研 LED 研究所、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

国内产业链布局成熟，但集中度待提升



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

□ 佛山照明在动植物照明全面布局，预计2021年获得收入规模达千万体量

- 已开始布局动植物照明产品，推出了大麻补光灯、花卉、蔬菜水果种植补光灯，正与高校及科研院所联合研发中草药补光灯、育种育苗补光灯及集成人工光环境控制等智能控制的解决方案；
- 开发推出了动物取暖灯、养殖保温灯、紫外线杀菌灯、养猪补光灯等，结合养殖厂不同区域、不同空间、不同时段的场景化需求，并针对不同客户需求，开发动物照明定制化整体解决方案动物养殖照明产品。
- 植物照明产品已有批量出货，主要产品应用于大棚温室补光、家庭种植、花卉装饰、植物工厂等相关领域。而动物用照明设备也有利于进一步突破植物照明领域，开启新的增长点。

植物生长人工光环境



动物养殖照明



资料来源：佛山照明官网、国信证券经济研究所整理

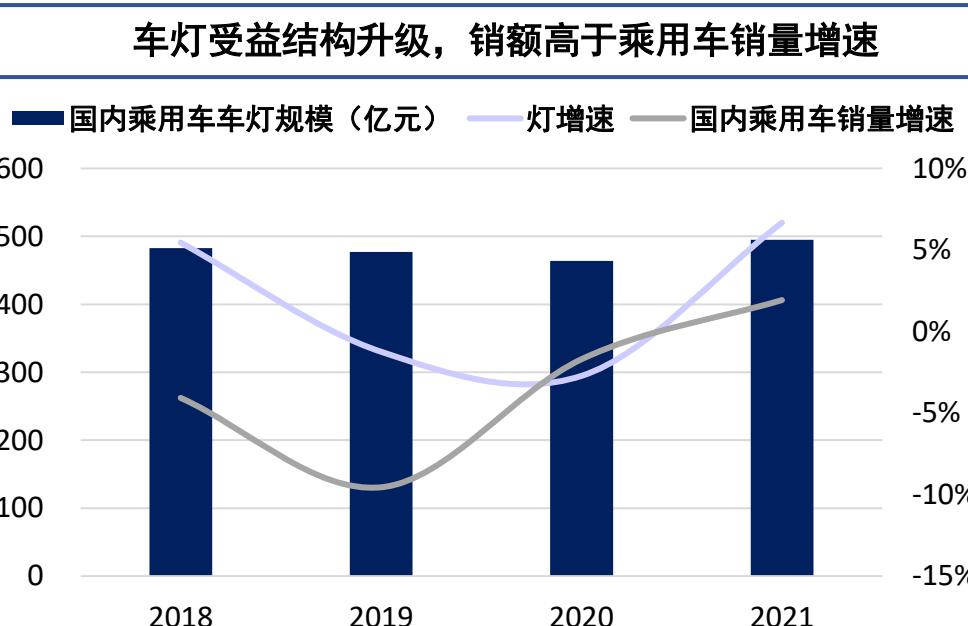
资料来源：佛山照明官网、国信证券经济研究所整理

03

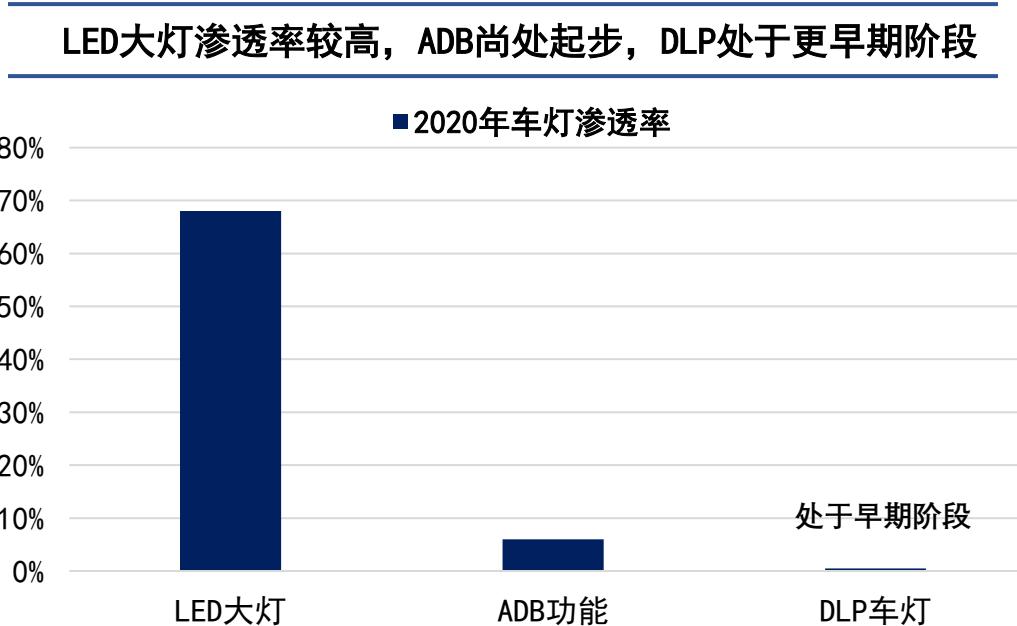
增长点2：
发力车灯业务，产品与客户多管齐下

车灯行业500亿规模仍有较高结构性提升空间

- 车灯市场更偏向于存量市场，近500亿元规模相对稳定，但结构升级仍在持续推进
 - LED光源占比提升拉动规模增长：受制于汽车销量，近年车灯行业量的规模基本稳定，但随着LED光源占比逐步提升，结构升级使车灯行业增速高于乘用车销量增速；
- LED、智能大灯渗透率尚低，结构升级天花板尚未到来
 - 智能大灯渗透率较低：参考国信汽车组对2018-2020年国内主流SUV、轿车的车型车灯配置的统计，预计2020年车灯市场中LED前大灯渗透率约为68%、ADB渗透率约为6%；
 - 智能大灯中DLP占比的提升有望进一步拉动结构升级：目前智能大灯以ADB功能为主，主要通过矩阵式LED实现，单车配置价值约3000元/只，而渗透率更低的DLP大灯更强的功能性和更高价值量有望进一步拉动行业结构性提升。



资料来源：Datayes、QYResearch、中国汽车工业协会、前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理



资料来源：汽车之家，515 排行榜，国信证券经济研究所整理及预测

□ 市场空间：车灯远期市场规模总体有望达到1064亿。

- **核心假设：**LED及进一步升级的ADB/DLP灯渗透率持续抢占卤素灯和氙气灯的份额；
- 参考当前各类别车灯的市场均价，预计远期随着技术的提升，价格预计稳中有降，但在LED等结构性提升下均价仍保持温和提升，国内2025年车灯总规模达1064亿元。

	2021E	2022E	2025E	假设或数据来源
中国汽车产量（万辆）	2721	2830	3183	假设2022-2025年销量年均增长4%
LED灯平均渗透率	70.0%	71.0%	74.0%	假设渗透率每年提升1%
卤素灯渗透率	18.0%	16.0%	10.0%	假设渗透率每年下降2%
ADB灯渗透率	10.0%	10.5%	12.0%	假设渗透率每年提升0.5pct
DLP大灯渗透率	0.0%	1.0%	4.0%	假设渗透率每年提升1pct
LED灯市场空间（亿元）	533	546	584	
卤素灯市场空间（亿元）	78	71	47	
ADB灯市场空间（亿元）	158	169	204	
DLP大灯市场空间（亿元）	-	59	229	
车灯总市场规模（亿元）	770	845	1064	

资料来源：乘联网、各公司官网、国信证券经济研究所整理及预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

□ 国内车灯行业集中度较高，但外资品牌地位逐步式微

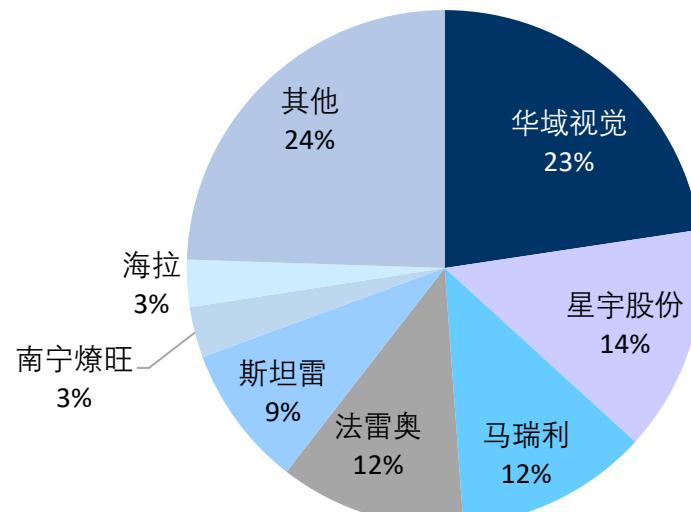
- 自华域视觉收购小糸后成为行业第一大龙头，以业务收入计，预计2021年华域视觉国内车灯销额份额约23%，星宇股份位列第二，其他外资传统车灯龙头份额近年基本维持在约10%左右的水平；

□ 较高的集中度来自于车灯生产的集成化壁垒和客户资源壁垒

- **车灯集成度和技术门槛高**：车灯的供应体系相对复杂且需要产业链上下游多年培育配合，技术产品要求均较高；
- **客户资源构成壁垒**：主机厂选择车灯及上游供应商的程序严格，且作为定制产品，需适配车企高频开发新品，而车企换供成本也相对较高。同时，大型整车企也倾向选择系统内供应商；

□ 国产替代来自于国内车企高频推新下对研发生产效率的要求，同时新势力的客户选择也更加灵活多元。

国内车灯行业“一超多强”格局明显（2021年收入）



车灯行业内资主要玩家同样拥有成熟的技术储备

内资厂商	主要技术&优势
华域视觉	<ul style="list-style-type: none"> • 背景：前身上汽、日本小糸和丰田合资，2017年华域汽车控股 • 技术：车灯各领域前沿技术积累，已完成DLP大灯的研发 • 客户：上汽大众、上汽通用、广汽乘用车、奥迪、宝马、丰田、斯柯达、特斯拉、小鹏、长安、福特、尼桑等
星宇股份	<ul style="list-style-type: none"> • 背景：创立于1993年，主营汽车车灯的组装生产 • 技术：车灯模组技术完备，具备ADB、OLED、DLP等路线和产品 • 客户：奇瑞、一汽大众、广汽丰田、宝马等内外合资客户
南宁燎旺	<ul style="list-style-type: none"> • 背景：前身为南宁汽配一厂，由传统卤素车持续升级 • 技术：拥有模组到总成全产品矩阵，并推进LED、ADB研发 • 客户：通用五菱拓展到重庆长安、东风小康、北汽新能源等

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理并测算

注：马瑞利由于未上市，其中国区收入参考其他龙头公司的业务比例，假设中国区收入占官网披露的总收入25%

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

收购南宁燎旺扩大车灯业务体量

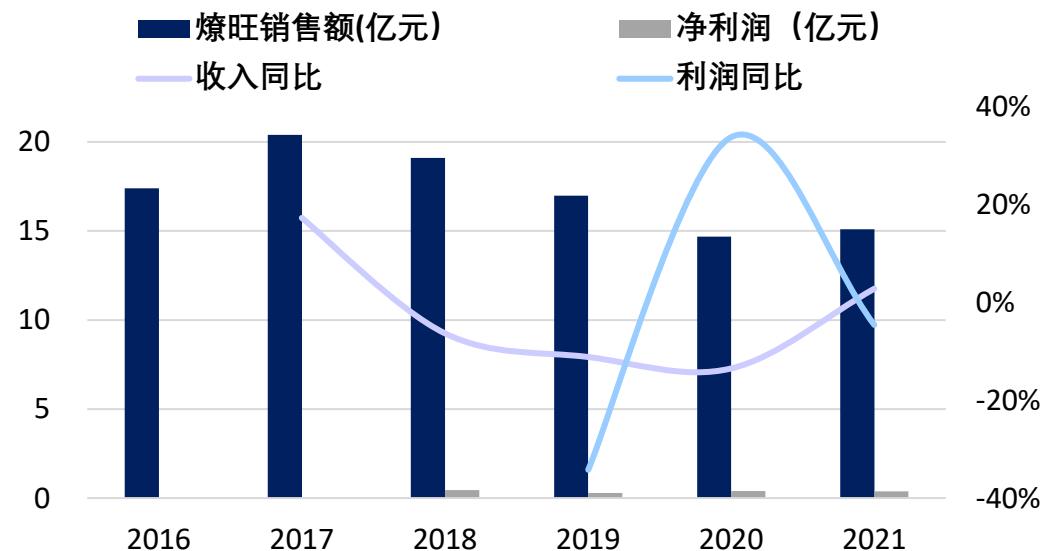
□ 2021年7月佛山照明公司通过增资+收购原管理层股份，对价4.9亿元共持股53.8%实现控股

- 前身为南宁市汽车配件一厂，目前主营车灯LED模组、模块化LED光源和车灯总成，董事长旷林昌曾获得南宁市先进企业家、技术改造优秀管理工作者等政府表彰，曾在省级期刊发表汽车零部件技术类文章。公司其余46.2%的股份为公司原管理层及员工所有。董事会中，佛山照明推选3位董事，原公司管理层推选2位董事，双方共同管理公司。
- 近五年规模相对维稳在15-20亿收入体量，但由于传统油车业务占比高，近年净利润率较低且波动较大。

□ 南宁燎旺产业链布局完善

- 公司具备前端到后端的整合能力，截至2021Q1燎旺拥有车灯产能480余万台套，不仅拥有LED模组研发生产、车灯模组和灯具总成的生产能力，在终端同样在国内各大中城市建立了100余个售后服务网点。

南宁燎旺收入规模整体维稳，但历史净利润率较低



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

南宁燎旺产品矩阵完善

	主要产品	客户类型	主要客户
整车灯具	<ul style="list-style-type: none">• 机动车前组合灯• 后组合灯• 高位制动灯• 牌照灯• 前雾灯后雾灯等	<ul style="list-style-type: none">• 轿车 (含A0级至B级)• SUV (含紧凑型至中型)• MPV• 轻卡及微客等	<ul style="list-style-type: none">• 上汽通用五菱• 重庆长安• 东风小康• 东风柳汽等
灯具配件	<ul style="list-style-type: none">• 模块化/LED模组	<ul style="list-style-type: none">• 整车总成厂	<ul style="list-style-type: none">• 华域视觉• 广西星业泽远等

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

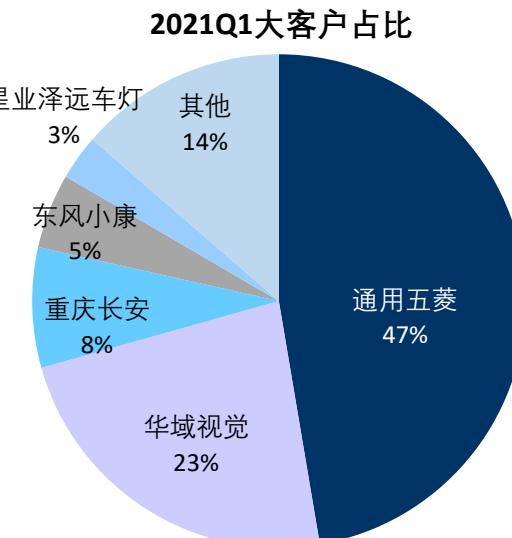
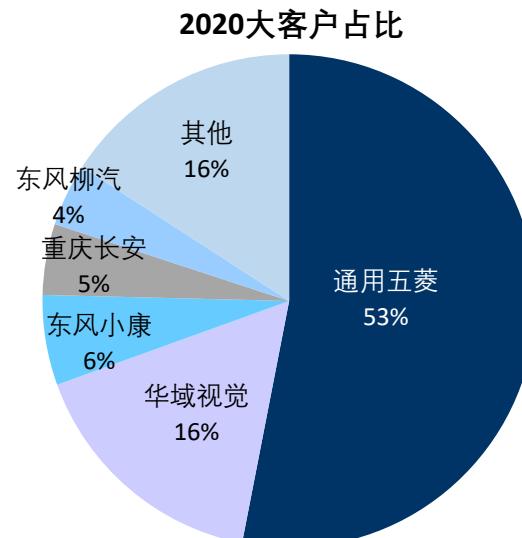
□ 产品受整车和总成厂商认可，积极拓客户摆脱单一依赖

- 整车客户：上汽通用五菱、重庆长安、东风小康、东风柳汽等；
- 总成客户：华域视觉、广西星业泽远等；
- 近年对通用五菱的依赖度逐步下降，保证体量的同时客户多元化推进。

□ 全国型布局有利于大客户开拓

- 旗下四家全资子公司贴近客户和产业集群：拥有柳州、重庆、青岛和印尼四地产业布局。除了通用五菱外，4家子公司毗邻广东、华北华中和印尼（印尼日系品牌产能较多）布局的优势，有利于进一步获取整车大客户。

南宁燎旺单一客户依赖度降低



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

燎旺旗下子公司布局区域靠近客户

子公司	所处周边区域潜在客户
青岛桂格	安徽：蔚来 京津冀：小米、北汽 东北：一汽 华东：理想、上汽
柳州桂格	广东：广汽系、华为、小鹏
重庆桂诺	西南：通用
印尼燎旺	印尼：现代

资料来源：公司公告、各公司官网、国信证券经济研究所整理

□ 车灯领域技术与生产能力兼具

- 研发能力逐步提升：公司拥有专利71项，自2021年起引进了高端研发团队，在技术集成、总成尺寸链CAE(计算机辅助工程)分析方面取得突破，并推进研发智能化LED车灯、ADB远光模组等，产品向中高端方向升级；

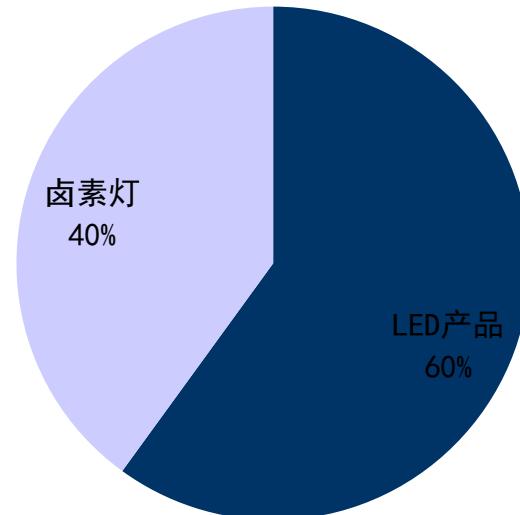
□ LED产品和智能化产品升级空间仍广阔

- 公司2021年LED车灯占比约60%，其余40%为卤素灯，参考灯行业LED和智能化升级趋势，结构提升空间仍大；

□ 佛照入主改善加速，强化资金能力和协同能力

- 佛照入主燎旺有望率先解决燎旺资金紧缺的问题（燎旺2021Q1末货币资金仅2亿、2020年有息负债利率近10%），同时对评级的加持也有望进一步降低财务成本。

南宁燎旺LED产品仍有结构性提升空间



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

南宁燎旺LED和ADB产品处于积极的研发中

2021主要在研项目	项目进展	项目详情
智能化LED汽车车灯的关键技术研究及产业化	待验收	<ul style="list-style-type: none">• LED车前照灯及其智能控制系统产业• LED车前照灯耐高温、高可靠、智能控制• 驱动、通信和参数采集技术集成化
24像素智能化ADB远光模组	研究中	<ul style="list-style-type: none">• 智能化远光模组，能在不同的行驶模式下利用远光光型切换有效的利用远光模式• 通过电子软件，系统以及光学的设计开发，提高公司在智能化方面的开发能力。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

04

增长点3：
控股国星光电，产业链协同空间广阔

LED封装行业：近千亿规模下头部份额持续提升

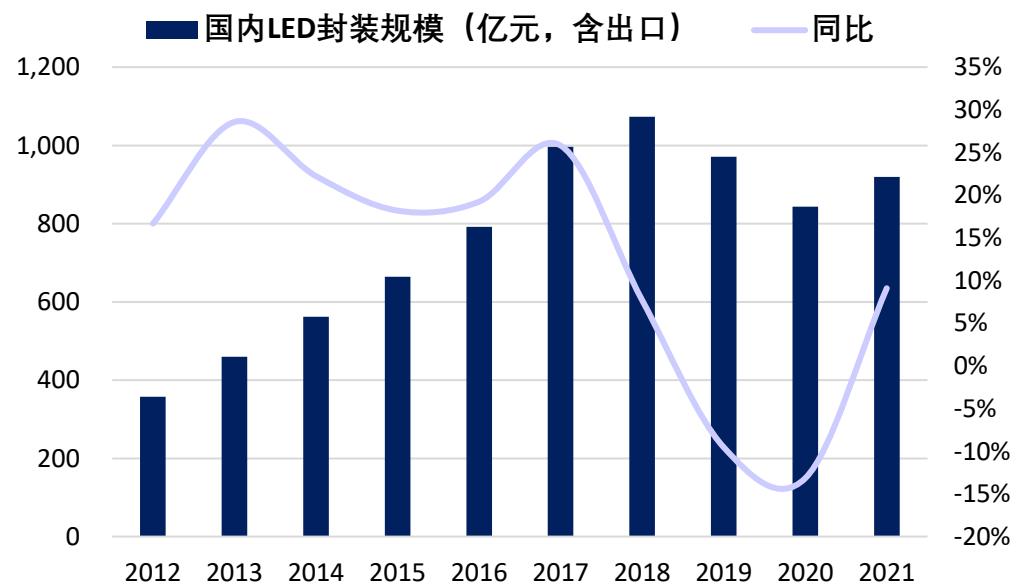
□ LED封装行业成熟，下游新兴领域保障市场规模

- 国内LED封装随着供应链和技术优势巩固后，近年市场规模在近千亿水平稳定(2021年920亿，+9%)；
- 尽管传统LED照明景气度稳定，但下游应用依靠Mini显示、车用、农业、海洋等新兴领域使封装板块实现增长。

□ 规模化和上下游一体化是龙头提份额的关键

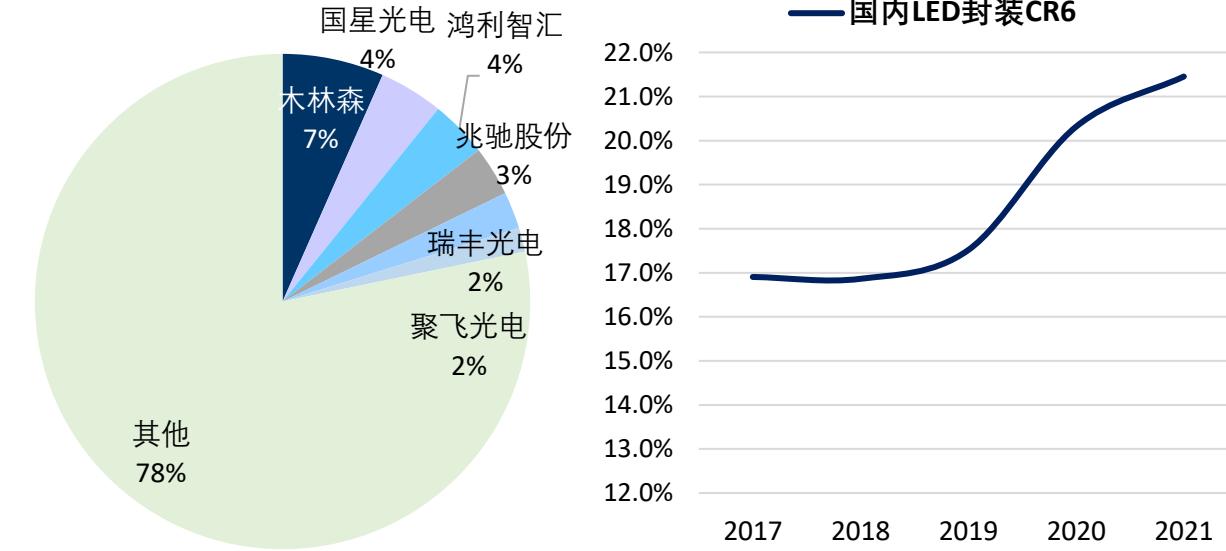
- 行业集中度不高，但头部集中趋势明显。尽管行业集中度相对较低(2021年CR6仅为22%)，但在上游相对较高的集中度叠加原材料等压力下，拥有规模化优势的龙头企业份额近年持续提升；
- 盈利能力被压缩的背景下，龙头企业通过积极的产业链上下游整合进而实现份额的扩大。

国内LED封装行业规模稳定在900亿水平



资料来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟、国信证券经济研究所整理

当前国内封装企业集中度不高，但近年头部份额持续提升



资料来源：各公司公告、国家半导体照明工程研发及产业联盟、国信证券经济研究所整理

收购国星光电，研发为基，产业链一体化再进一步



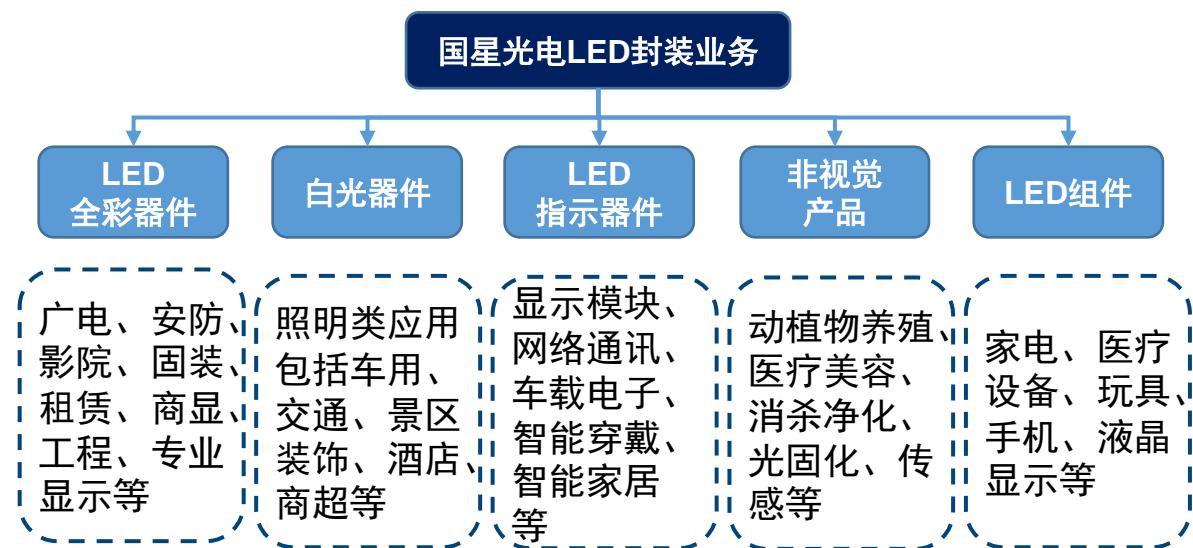
□ 国星光电是国内LED封装龙头企业之一

- 国星光电于1976年开始涉足LED封装，是国内最早生产LED的企业之一。佛照并购前其大股东为广东省国资委；
- 主要产品包括LED器件类产品、组件类产品（显示模块与背光源/Mini背光模组）、LED外延片及芯片产品，产品广泛应用于消费电子、家电、计算机通讯、显示及亮化产品、通用照明、车灯等领域（Top5客户占比约21%）；
- 2022年2月佛照以15.2亿完成对国星光电21.5%股权的收购实现控股，实现产业链布局延伸至LED中上游领域。

□ 收入稳增彰显产业地位，盈利能力正度过低谷

- 公司近年整体收入基本保持超越行业的增长，但利润端受到上游供应和原材料等影响，增速波动较大。

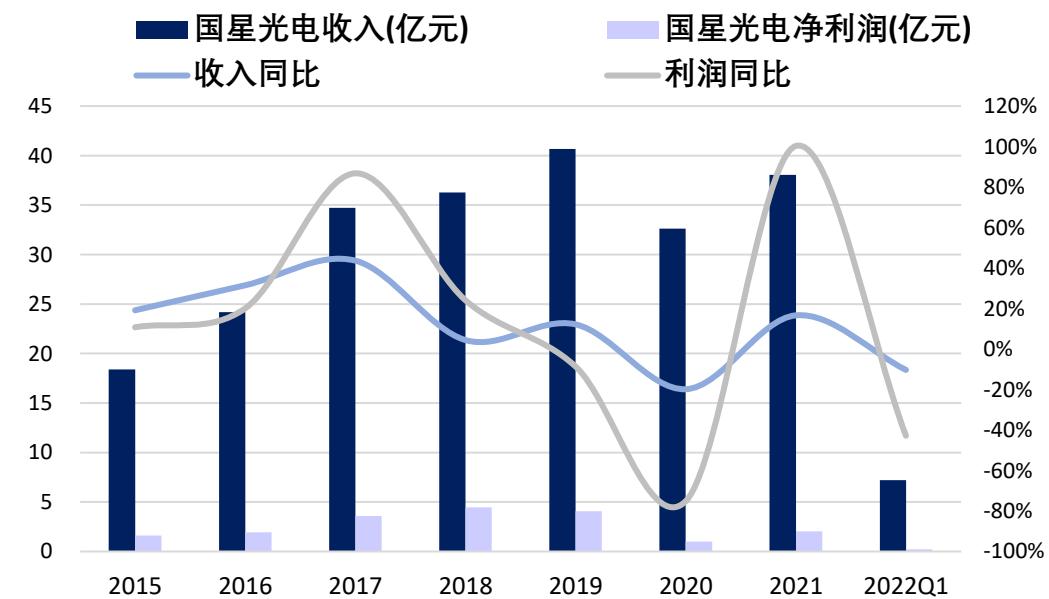
国星光电主营LED封装及组件应用于广泛场景



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

国星光电收入增长稳健，盈利能力波动较大



资料来源：国星光电公告、国信证券经济研究所整理

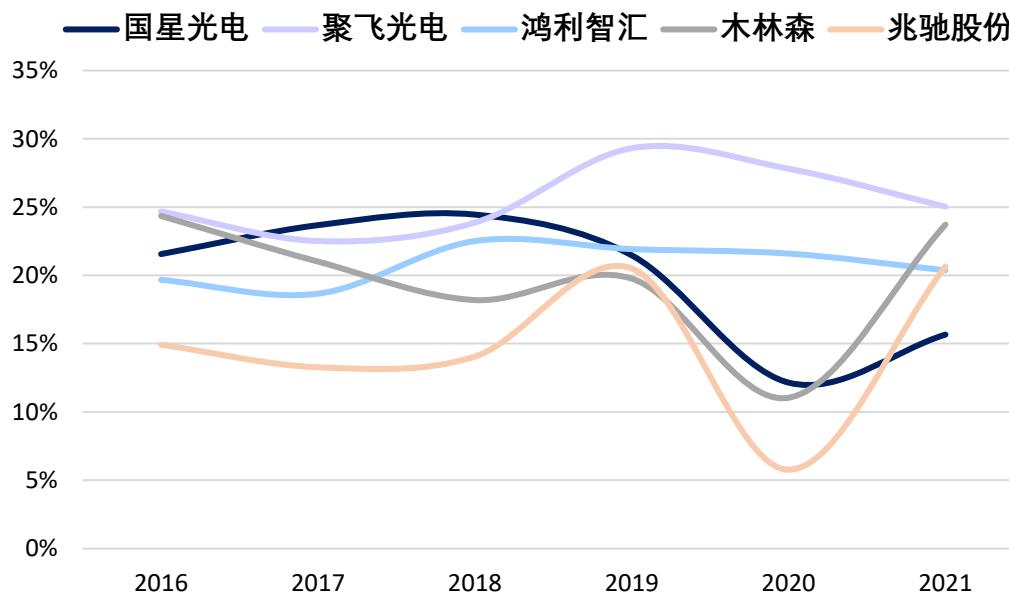
□ 通过并购佛照实现产业链布局延伸至LED中上游领域，协同可期

- 佛照与国星光电分属LED产业上下游，在佛照推动照明新领域背景下，有望与国星光电在产品领域进行联合研发；
- 国星光电受疫情和上游原材料影响盈利能力仍处于恢复期，而双方充分的上下游资源有望显著推进提效降本。

□ 国星光电研发能力出众

- **高学历团队持续投入研发。**国星光电研发投入和人员均处于高水平，本科及以上学历员工占比高达20%；
- **专利布局丰富。**截至2021年末，国星光电共申请专利1016项，授权专利700余项。其中发明专利100多项，Micro/Mini领域申请国内外专利202项。

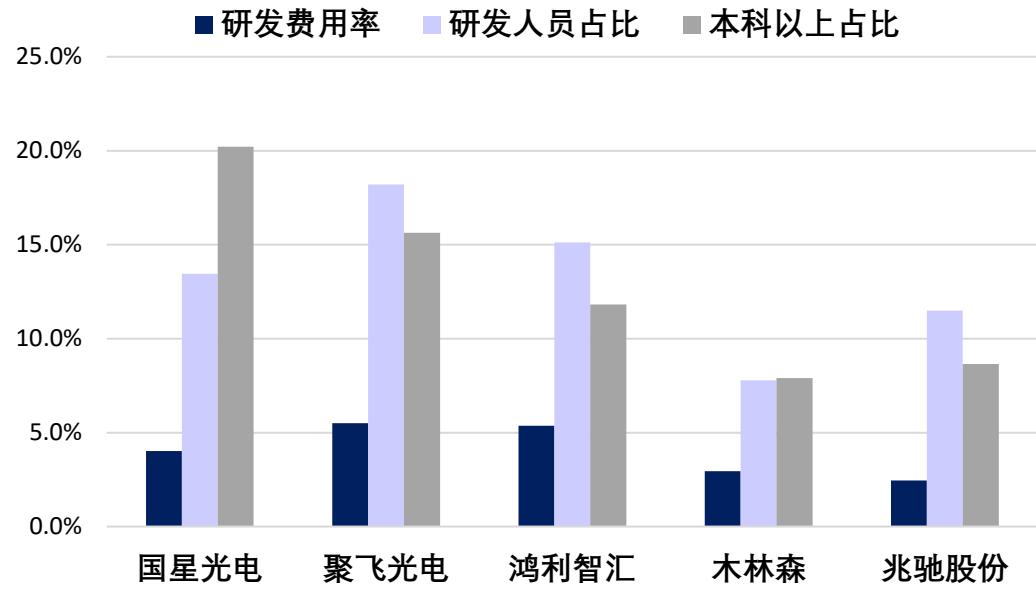
国星光电历史毛利率行业领先，近年毛利率仍处恢复中



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

国星光电研发投入和高学历人才占比出众



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

05 | 盈利预测、投资建议及风险提示

□ 通用照明

- **传统领域**：预计内销保持低个位数增长，外销高基数压力下2022年微降，后续在自有品牌拉动下增速略高于内销；
- **新兴领域**：根据新兴领域市场规模分别计算，考虑到目前市场集中度不高，而公司依托自身技术、产品和资源优势，有望快速提升份额。较低的基数下，预计2022-2024年新兴领域收入同比增长339%、89%、49%至3.0、5.7、8.6亿元。
- 盈利能力则在新兴领域占比提升、原材料涨价影响逐步消除下回升，预计2022-2024年内销照明毛利率恢复至23.6%、23.7%、23.9%；外销毛利率恢复至15.3%、16.5%和16.5%。

□ 车灯

- 预计南宁燎旺在调结构背景下，产品单台价值量提升拉动收入2022-2024年增长14%、21%和18%；同样地，受益产品结构拉动和原材料压力降低，燎旺毛利率2022-2024预计增长至19.6%、21.5%和23.5%。

□ LED封装

- 考虑到下游需求仍带来收入端的拉动，佛照收购有望进一步实现资源协同，预计2022受疫情影响过后仍恢复至历史增长中枢，预计2022-2024年收入增速12%、18%、15%。毛利率短期承压后预计有望恢复至历史20%的水平。
- 整体来看，预计公司在传统照明稳健、新兴领域需求拉动和车灯业务贡献下，2022-2024年收入增长113%、15%、13%（若考虑追溯调整则增速为18%、15%、13%）。毛利率受益新兴业务占比提升和原材料压力缓解下实现增长至19.0%、20.5%、21.3%。

通用照明稳中有增，车灯贡献弹性



单位：亿元	2020	2021 ^{注1}	2022E	2023E	2024E
营业总收入 ^{注2}	37	48	102	117	133
收入 ^{YoY}	12%	27%	113%	15%	13%
综合毛利率	20. 0%	17. 0%	19. 0%	20. 5%	21. 3%
内销-照明	21	21	25	28	31
内销 ^{YoY}	12%	0%	9%	10%	10%
内销照明毛利率	22. 7%	19. 5%	23. 6%	23. 7%	23. 9%
外销-照明	15	15	15	16	16
外销 ^{YoY}	9%	1%	-1%	4%	4%
外销照明毛利率	15. 2%	11. 8%	15. 3%	16. 5%	16. 5%
车灯（燎旺）	15	9	17	21	25
车灯 ^{YoY}	-13%	3%	14%	21%	18%
车灯毛利率	13. 1%	16. 9%	19. 6%	21. 5%	23. 5%
国星光电	33	38	43	50	58
国星 ^{YoY}	-20%	17%	12%	18%	15%
国星毛利率	12. 2%	15. 7%	17. 0%	19. 0%	20. 0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

注1：2021年不考虑国星光电同一控制下合并的追溯调整

注2：电工及其他业务占比较低故未在上表包含，假设收入保持7%的复合增速

- 2022-2024年毛利率稳中有升背景下，整体毛利增速进一步高于收入增速；
- 费用端预计并表结构性上带来研发费用率的提升，管理和销售费用率整体维稳；
- 在毛利率回升、费用率稳中略增背景下，整体经营性利润增速仍有望高于收入增速；
- 不考虑土地收储等带来的收益和并表国星光电，则预计2022-2024年归母净利润同比增长31%、18%、21%至3.3、3.9、4.1亿元，若考虑国星光电并表，则净利润增长51%、23%、20%至3.8、4.6、5.6亿，对应PE为19、16、13倍；（若考虑追溯调整则归母净利润增速为30%、22%、21%）。

单位：亿元	2020	2021 ^{注1}	2022E ^{注2}	2023E	2024E
营业收入	37	48	102	118	133
收入 ^{yyo}	12%	27%	113%	15%	13%
归母净利润（不含国星光电）	3.2	2.5	3.3	3.9	4.7
净利润 ^{yyo}	5%	-21%	31%	18%	21%
归母净利润（含2022并表国星光电）	3.2	2.5	3.8	4.6	5.6
净利润 ^{yyo}	5%	-21%	51%	23%	20%
PE（扣非）	23.4	29.7	19.1	15.6	12.9

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

注1：暂不考虑国星光电同一控制下合并的追溯调整

注2：暂不考虑土地收储带来的一次性影响

盈利预测情景分析



	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	3,745	4,773	10,638	12,808	15,159
(+/-%)	12.2%	27.4%	122.9%	20.4%	18.4%
净利润(百万元)	317	250	402	530	686
(+/-%)	5.2%	-21.1%	60.7%	31.9%	29.3%
摊薄EPS	0.23	0.18	0.30	0.39	0.50
中性预测					
营业收入(百万元)	3,745	4,773	10,161	11,726	13,292
(+/-%)	12.2%	27.4%	112.9%	15.4%	13.4%
净利润(百万元)	317	250	377	464	559
(+/-%)	5.2%	-21.1%	50.8%	23.1%	20.5%
摊薄EPS(元)	0.23	0.18	0.28	0.34	0.41
悲观预测					
营业收入(百万元)	3,745	4,773	9,684	10,691	11,584
(+/-%)	12.2%	27.4%	102.9%	10.4%	8.4%
净利润(百万元)	317	250	352	401	443
(+/-%)	5.2%	-21.1%	40.9%	13.8%	10.6%
摊薄EPS	0.23	0.18	0.26	0.29	0.33
总股本(百万股)	1399	1399	1362	1362	1362

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理及预测

注：暂不考虑国星光电同一控制下合并的追溯调整；暂不考虑土地收储带来的一次性影响

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

□ 绝对估值: 7.78-9.41元

- 同时由于估值过程受永续增长率和折现率影响较大, 因此通过敏感性测试得到每股权益价值约为7.78-9.41元

公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	12.2%	27.4%	112.9%	15.4%	13.4%	9.0%	8.0%	6.0%
毛利率	20.0%	17.0%	19.0%	20.5%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%
管理费用/营业收入	6.9%	8.4%	8.6%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
销售费用/销售收入	3.9%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
所得税税率	12.4%	8.6%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
股利分配比率	81.7%	55.9%	50.0%	50.0%	50.0%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所预测

- 现金流折现模型的关键假设如下:

资本成本假设			
无杠杆Beta	0.84	T	12.00%
无风险利率	2.85%	Ka	9.57%
股票风险溢价	8.00%	有杠杆Beta	0.85
公司股价(元)	5.30	Ke	9.66%
发行在外股数(百万)	1362	E/(D+E)	98.52%
股票市值(E, 百万)	7219	D/(D+E)	1.48%
债务总额(D, 百万)	109	WACC	9.60%
Kd	6.50%	永续增长率(10年后)	0.50%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

- 绝对估值的敏感性分析 (单位: 元)

	WACC变化					
	8.7%	9.2%	9.74%	10.2%	10.7%	
	1.5%	10.55	9.77	9.09	8.50	7.97
	1.0%	10.11	9.41	8.78	8.23	7.74
永续增长率变化	0.5%	9.73	9.08	8.51	7.99	7.53
	0.0%	9.39	8.79	8.26	7.78	7.34
	-0.5%	9.09	8.53	8.03	7.58	7.17

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值及投资建议



- 原照明主业预计2022年贡献近60亿市值。考虑到原照明主业在盈利能力逐步恢复后有望恢复至9%的历史净利润率水平，因此对应传统主业净利润贡献预计为4.0亿元，参考可比行业估值水平，给予15倍PE，对应市值60亿元；
- 车灯业务有望贡献约10亿+市值。南宁燎旺若保持净利润率逐步向历史中枢约10%的水平靠拢，预计2022年的并表净利润贡献约为3000万元，而依靠原有客户的稳态净利润近2亿元（并表1.1亿元），若进一步考虑新能源车客户带来的提升，参考车灯配件等公司估值给予2022年40倍PE、稳态PE为15倍，则短期市值预计12-17亿市值；
- LED封装及产业链一体化有望带来15-25亿增量市值。随着盈利能力的恢复和与佛照协同的持续发挥，国星光电2022年有望实现净利润约30%增长至2.6亿元，对应并表利润约0.5亿元。同时考虑到当前佛照在手资金充足，同时土地收储后的现金收益有望进一步推进产业链一体化布局，整体产业链一体化为公司的市值贡献有望超过20-30亿元。
- 综合来看，传统主业（60亿）+车灯（12-17亿）+产业链一体化（20-30亿）有望带来目标市值约92-107亿元。

行业	公司代码	公司名称	主营业务	PE		净利润	
				2022E	2023E	2022E	2023E
照明行业	603515.SH	欧普照明	主要从事照明光源、灯具、控制类产品的研发、生产和销售	13	11	9.6	11.0
	603303.SH	得邦照明	主营光源、室内灯具、专业灯具、照明控制和工程塑料五大系列产品的研发、生产和销售	15	11	4.5	6.0
				均值	14	11	
车灯行业	601799.SH	星宇股份	主要经营汽车灯具的研发、设计、制造和销售	37	28	13.3	17.6
	603786.SH	科博达	主要业务涵盖汽车照明控制系统、电机控制系统等汽车电子产品	49	37	5.6	7.5
				均值	43	32	
LED封装行业	002745.SZ	木林森	LED封装及应用系列产品研发、生产与销售	10	8	13.1	15.9
	300219.SZ	鸿利智汇	国内领先的白光LED封装企业	14	10	4.3	5.9
	300303.SZ	聚飞光电	主营业务为LED封装，是国内生产背光LED的龙头企业	20	16	3.2	3.9
				均值	15	11	

资料来源：Wind一致预期、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

盈利预测估值附件

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	981	1384	1164	1176	1241	营业收入	3745	4773	10161	11726	13292
应收款项	1295	2081	3505	4404	5124	营业成本	2996	3962	8226	9325	10459
存货净额	736	1063	2102	2398	2729	营业税金及附加	39	46	98	113	128
其他流动资产	187	138	337	379	432	销售费用	145	170	356	410	465
流动资产合计	3607	4995	7806	9164	10440	管理费用	619	1327	1647	1670	1537
固定资产	1190	2054	2107	2191	2263	研发费用	1285	1987	2463	2710	2845
无形资产及其他	171	272	261	250	239	财务费用	(6)	3	(10)	(12)	6
投资性房地产	3371	2198	2198	2198	2198	投资收益	44	36	37	30	31
长期股权投资	181	182	362	542	722	资产减值及公允价值变动	28	40	30	32	32
资产总计	8519	9700	12734	14344	15862	其他收入	345	940	763	605	332
短期借款及交易性金融负债	0	254	109	478	693	营业利润	370	280	675	887	1090
应付款项	1541	2381	4832	5503	6168	营业外净收支	(2)	12	9	10	10
其他流动负债	251	571	1098	1274	1427	利润总额	368	292	684	896	1100
流动负债合计	1791	3206	6039	7255	8288	所得税费用	46	25	82	108	132
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	17	225	325	409
其他长期负债	416	218	118	118	118	归属于母公司净利润	317	250	377	464	559
长期负债合计	416	218	118	118	118	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2207	3423	6156	7372	8406	净利润	317	250	377	464	559
少数股东权益	48	476	588	751	955	资产减值准备	3	12	18	3	2
股东权益	6264	5801	5989	6221	6501	折旧摊销	82	113	174	210	229
负债和股东权益总计	8519	9700	12734	14344	15862	公允价值变动损失	(28)	(40)	(30)	(32)	(32)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(6)	3	(10)	(12)	6
每股收益	0.23	0.18	0.28	0.34	0.41	营运资本变动	(1595)	1082	235	(387)	(283)
每股红利	0.19	0.10	0.14	0.17	0.21	其它	(2)	(4)	95	159	202
每股净资产	4.48	4.15	4.40	4.57	4.77	经营活动现金流	(1224)	1412	868	417	678
ROIC	6%	3%	9%	12%	15%	资本开支	(549)	(1021)	(204)	(254)	(261)
ROE	5%	4%	6%	7%	9%	其它投资现金流	494	79	(371)	(108)	(108)
毛利率	20%	17%	19%	20%	21%	投资活动现金流	(56)	(942)	(755)	(542)	(549)
EBIT Margin	8%	4%	6%	7%	8%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	6%	8%	9%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	27%	113%	15%	13%	支付股利、利息	(259)	(140)	(189)	(232)	(279)
净利润增长率	5%	-21%	51%	23%	20%	其它融资现金流	1658	212	(145)	369	215
资产负债率	26%	40%	53%	57%	59%	融资活动现金流	1136	(68)	(334)	137	(64)
股息率	3.5%	1.9%	2.5%	3.1%	3.8%	现金净变动	(144)	403	(221)	13	65
P/E	23.4	29.7	19.1	15.6	12.9	货币资金的期初余额	1125	981	1384	1164	1176
P/B	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1	货币资金的期末余额	981	1384	1164	1176	1241
EV/EBITDA	25.2	36.5	17.3	14.3	12.4	企业自由现金流	(1800)	342	730	284	595
						权益自由现金流	(141)	554	594	664	805

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测, 收盘价采用2022年7月19日收盘价

- 对于照明主业来说，由于业务属性依然和地产后周期相关，因此需要关注：
 - 传统家用照明业务存在受地产拖累、销售增长不及预期的风险；
 - 传统业务下游客户虽然地产企业客户直接交易的占比并不高，但地产类企业若产生资金周转、项目进度不及预期等风险，则会使传统业务周转和回款不及预期；
 - LED照明发展相对成熟的背景下，新老业务的扩张均或与其他头部企业发生竞争，进而导致业务增长、盈利能力不及预期的风险；
- 对于南宁燎旺而言，一方面需要关注企业由于过往传统业务占比较高、新业务拓展带来的整体收入增速不及预期的风险，另一方面也需要关注收购后，整合、拓展新业务过程中的效率与质量，具体包括：
 - 并购企业整合效率、协同不及预期，进而对上市公司盈利水平造成拖累的风险；
 - 南宁燎旺产品研发和技术推进不及预期的风险；
 - 南宁燎旺客户拓展不及预期的风险；
 - 车灯行业竞争加剧导致业务增长不及预期和盈利能力下滑的风险。
- 对于国星光电而言，需要关注盈利能力的修复进度以及和佛山照明协同的推进进度
 - LED封装行业受到上游压力和行业竞争盈利能力波动风险；
 - 国星光电与佛山照明在上下游联动与协同进展不及预期的风险；

□ 财务风险：

- **应收账款风险：**公司2022Q1末应收账款19.9亿元，占公司总资产的14%。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。
- **存货跌价风险：**公司2022Q1末存货19.2亿元，占公司总资产的13%。若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。
- **商誉减值风险：**公司收购国星光电产生4亿商誉，占净资产的5%，存在一定的减值风险。
- **经营性净现金流为负的风险：**公司2021年经营活动产生的现金流量净额为-2.8亿，为近10年来首次转负。

□ 其他经营风险：

- **原材料价格大幅波动的风险：**公司主要原材料包括LED灯珠、电子元器件、铝基板、塑料件、金属材料等，其价格波动将对公司的生产成本产生影响。如果未来原材料价格持续上涨，可能会压制公司的盈利能力；
- **汇率大幅波动的风险：**公司海外销售占比30%左右，相应的货款主要以美元结算，汇率波动可能导致汇兑损失增加，从而影响公司净利润。如果未来人民币继续升值，将对公司业绩产生一定负面影响；
- **市场竞争加剧的风险：**照明行业是一个全球化竞争的行业，尤其是国内照明下游应用领域企业不仅要面临国际知名品牌照明企业的竞争，还面临一些家电企业、电子企业、LED上中游企业延伸至照明应用领域的竞争。如果竞争环境加剧，将会对公司的盈利能力产生较大的压力。

□ 估值风险

- 我们采取绝对估值和相对估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断；
- 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，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；
- 加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.85%、风险溢价8.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值较低，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0.5%，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；
- 相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司平均PE做为相对估值的参考，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

□ 盈利预测风险

- 公司未来的高增长建立在照明主业稳健增长和南宁燎旺顺利扩张的基础上，若未来照明业务销量波动或销售均价大幅下滑则存在盈利预测高估的风险，而南宁燎旺则存在新能源业务拓展进度不及预期的风险；
- 公司的费用端和其他收益、投资收益科目采用基本维稳的预测假设，但若未来政府补助到期或联营公司和投资标的收益波动则有可能低于预测值，进而导致盈利预测不及预期的风险

免责声明



国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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、自营部以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中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楼

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