

佛山照明 (000541.SZ)

固本培元，开拓求新，车灯开启第二增长曲线

佛山照明 2021 年以来陆续兼并收购南宁燎旺及国星光电，通过外延扩张的方式实现汽车车灯新兴业务的扩张及 LED 产业链上下游一体化，公司在手现金充足，未来有望围绕 LED 照明产业基本盘，通过内生增长及外延扩张相结合方式快速在汽车车灯、智慧灯杆、海洋照明等新兴领域快速实现业务突破。公司 21 年行业盈利承压背景下仍积极推进生产自动化及降本增效，随着 22 年原材料价格回落、人民币汇率贬值及外销订单重新定价，公司业绩弹性可期。

□LED 照明行业领先企业，三大板块持续发力。佛山照明成立于 1958 年，是我国照明行业的头部企业之一，公司陆续完成对南宁燎旺及国星光电的兼并收购后，已形成通用照明、汽车照明、LED 封装三大业务板块，

□看点一：通用照明板块，固本培元+开拓求新，未来三年有望实现 8%-10% 的年化同比增长。1) 通用照明市占提升，盈利改善。LED 通用照明在上游成本涨价、下游同质化竞争下行业整体进入微利时代，佛照并购国星光电后，有望凭借上游一体化灯珠采购降本、自动化效率提升及规模优势实现盈利改善；2) 专业照明开辟新赛道，公司陆续深入布局智能照明、健康照明、海洋照明、动植物照明、智慧灯杆等新兴细分领域，专业照明相较传统 C 端通用照明板块对产品质量及技术要求更高，公司凭借并购国星光电后的产业链上下游一体化优势有望从 LED 光源芯片层面实现产品差异化竞争，相对较高的行业壁垒也有望帮助公司带动整体盈利能力的改善。

□看点二：汽车照明板块，市场空间近 500 亿，国产替代进行时。目前我国汽车年产量约 2650 万台，汽车灯具市场规模近 489 亿元，行业空间广阔，且在光源升级+智能化升级+装饰灯增加趋势下单车价值量呈上升趋势。我国车灯市场呈现一超多强竞争格局，整体仍以外资品牌为主，受益于国产新能源新势力的不断突破及国产车灯品牌的研发实力增强，未来汽车车灯国产化比例有望继续提升。公司 2021 年并购内资第三大车灯厂商南宁燎旺，未来有望凭借国星光电 LED 光源芯片技术优势+佛山照明自动化制造优势+南宁燎旺成熟客户及品牌优势在稳固传统客户基本盘的同时，不断挖掘开拓新客户。

□首次覆盖，给与“增持”投资评级。我们预计公司 22-24 年可实现营业收入 102 亿元、111 亿元及 122 亿元，同比分别增长 113%、10%及 10%，预计分别可实现归母净利润 3.8 亿元、4.5 亿元及 5.2 亿元，同比分别增长 52%、17%及 17%，对应 PE 分别为 19/16/14 倍，首次覆盖给予“增持”投资评级。

□风险提示：新业务发展不及预期、原材料价格大幅上涨、人民币汇率快速升值。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 3745 | 4773 | 10172 | 11143 | 12216 |
| 同比增长 | 12% | 27% | 113% | 10% | 10% |
| 营业利润(百万元) | 370 | 280 | 696 | 803 | 920 |
| 同比增长 | 4% | -24% | 148% | 15% | 15% |
| 归母净利润(百万元) | 317 | 250 | 380 | 445 | 520 |
| 同比增长 | 5% | -21% | 52% | 17% | 17% |
| 每股收益(元) | 0.23 | 0.18 | 0.28 | 0.33 | 0.38 |
| PE | 23.0 | 29.1 | 19.1 | 16.3 | 14.0 |
| PB | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |

资料来源：公司数据、招商证券

增持 (首次)

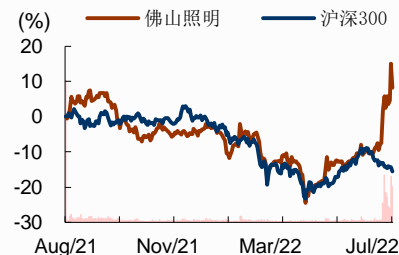
消费品/家电
目标估值: N/A
当前股价: 6.2 元

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本 (万股) | 136199 |
| 已上市流通股 (万股) | 105650 |
| 总市值 (亿元) | 73 |
| 流通市值 (亿元) | 66 |
| 每股净资产 (MRQ) | 3.9 |
| ROE (TTM) | 5.1 |
| 资产负债率 | 40.3% |
| 主要股东 | 香港华晟控股有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 13.84% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 18 | 23 | 10 |
| 相对表现 | 23 | 31 | 24 |



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 史晋星 S1090522010003
✉ shijinxing@cmschina.com.cn
- 陈东飞 S1090519070001
✉ chendongfei@cmschina.com.cn
- 彭子豪 研究助理
✉ pengzihao@cmschina.com.cn
- 纪向阳 研究助理
✉ jixiangyang@cmschina.com.cn

正文目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 一、佛山照明：业务规模稳步扩增，三大板块持续发力 | 4 |
| 1、专注 LED 照明领域，外延扩张实现上下游一体化 | 4 |
| 2、地方国有企业，高管激励机制明确 | 4 |
| 3、营收稳定增长，盈利能力表现平稳 | 6 |
| 二、通用照明：固本培元，开拓求新 | 7 |
| 1、传统照明：产业链上下游协作，推动盈利改善 | 7 |
| 2、新兴照明：开拓新赛道，打开增长空间 | 9 |
| 3、并购协同：并购国星光电，推动上下游一体化 | 11 |
| 三、车灯业务：市场空间广阔，上下游一体化优势显著 | 12 |
| 1、车灯市场：市场规模 500 亿元，技术升级推动单价提升 | 12 |
| 2、南宁燎旺：内资第三大车灯厂商，多方位协同推动经营改善 | 15 |
| 四、盈利预测、公司估值及投资评级 | 17 |
| 1、盈利预测：预计 2022 年收入突破百亿大关 | 17 |
| 2、首次覆盖给予“增持”投资评级 | 18 |
| 五、风险提示 | 19 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：佛山照明公司发展历程 | 4 |
| 图 2：佛山照明股权结构 | 5 |
| 图 3：佛山照明近五年营收情况 | 6 |
| 图 4：佛山照明近五年收入结构 | 6 |
| 图 5：佛山照明近五年归母净利润情况 | 6 |
| 图 6：公司及可比公司近五年毛利对比情况 | 6 |
| 图 7：公司及可比公司近五年净利对比情况 | 7 |
| 图 8：佛山照明近五年期间费用率情况 | 7 |
| 图 9：世界各大主要经济体陆续推动白炽灯、卤素灯等上一代照明光源的淘汰 | 7 |
| 图 10：我国照明行业 LED 渗透率快速提升（%） | 8 |
| 图 11：2006-2021 年我国 LED 产业产值及变动情况（亿元，%） | 8 |
| 图 12：2014-2021 年公司各项业务毛利率变动情况 | 8 |
| 图 13：采购国星光电灯珠比其他供应商便宜 4%-8% | 8 |
| 图 14：智慧灯杆产品实现“多杆合一，一杆多用” | 10 |
| 图 15：公司智慧车灯业务覆盖施工环节前后盈利能力对比 | 10 |
| 图 16：2014-2021 年国星光电营业收入及业绩变化（亿元，%） | 12 |
| 图 17：2020 年我国 LED 封装行业市场格局（%） | 12 |
| 图 18：汽车车灯光源进化历程 | 12 |
| 图 19：汽车车灯种类丰富 | 12 |
| 图 20：理想 L9 搭载 LED 星环日行灯及两侧标志灯 | 13 |
| 图 21：2019 年我国车灯市场呈现一超多强竞争格局 | 15 |
| 图 22：22Q1 南宁燎旺前五大客户 | 16 |
| 图 23：南宁燎旺收入及利润（百万元/%） | 17 |
| 图 24：星宇股份收入及利润（亿元/%） | 17 |
| 表 1：2021 年末佛山照明高管持股情况 | 5 |
| 表 2：各类车灯光源性能对比 | 13 |
| 表 3：LED 车灯价值量提升明显 | 14 |
| 表 4：车灯智能化技术路径对比 | 14 |
| 表 5：南宁燎旺及主要竞争对手客户对比 | 16 |
| 表 6：佛山照明营业收入预测表 | 17 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 表 7: 佛山照明期间费用率预测表 | 18 |
| 表 8: 相对估值表 (截至 2022 年 7 月 29 日) | 18 |
| 附: 财务预测表..... | 20 |

一、佛山照明：业务规模稳步扩增，三大板块持续发力

1、专注 LED 照明领域，外延扩张实现上下游一体化

佛山照明是广东省属企业广晟控股集团有限公司下属一级企业，公司前身为 1958 年成立的佛山市灯泡厂，1993 年 11 月于深交所正式上市。公司属于国内照明龙头企业，目前业务主要分布在照明、电工、车灯三个领域，形成通用照明、汽车照明和 LED 封装三大业务板块。近年来公司深入布局智慧照明、健康照明、海洋照明、动植物照明、5G 智慧灯杆等细分领域，提供全新专业智能化照明解决方案。

公司在 2012 年前主营业务为以氙气灯、卤素灯为主的传统照明业务，2012 年开始从传统照明转向 LED 照明，凭借技术积累以及长期渠道优势顺利完成转型，2020 年 LED 营收占比 77.6%，2021 年由于车灯业务放量 LED 照明营收占比下降至 62.6%。2022 年公司完成并购国星光电重大资产重组项目，拟以支付现金的方式购买电子集团持有的西格玛 100% 股权（西格玛持有国星光电 7975.3 万股股份）以及广晟集团、广晟金控合计持有的国星光电 5205.2 万股无限售条件的流通股股份，并购完成后佛山照明及其控股子公司将合计持有国星光电 21.48% 的股份，成为国星光电控股股东。国星光电业务涵盖 LED 产业链的上游 LED 芯片制造和中游 LED 封装，本次资产重组后公司在上游价格和质量控制方面将享有更高自主权。

除通用照明外，公司积极拓展第二、三条增长曲线，进军电工和车灯市场。2016 年组建佛照电工事业部，同年成立佛山照明智达电工科技有限公司，依靠传统业务渠道优势向市场推出开关插座、电工电器、电工附件等产品。近年来公司加大智能家居领域的生态布局，推出智能开关、智能门锁等产品。公司在摩托车灯市场早有布局，2017 年成立佛山照明机动车灯事业部进军乘用车灯领域，2021 年并购南宁燎旺车灯股份有限公司。南宁燎旺是国内综合实力排名前列的汽车灯具制造企业，此次重组有望推动公司车灯业务升级，实现汽车照明业务从光源、模组向车灯灯具转型。

图 1：佛山照明公司发展历程



资料来源：公司官网，招商证券

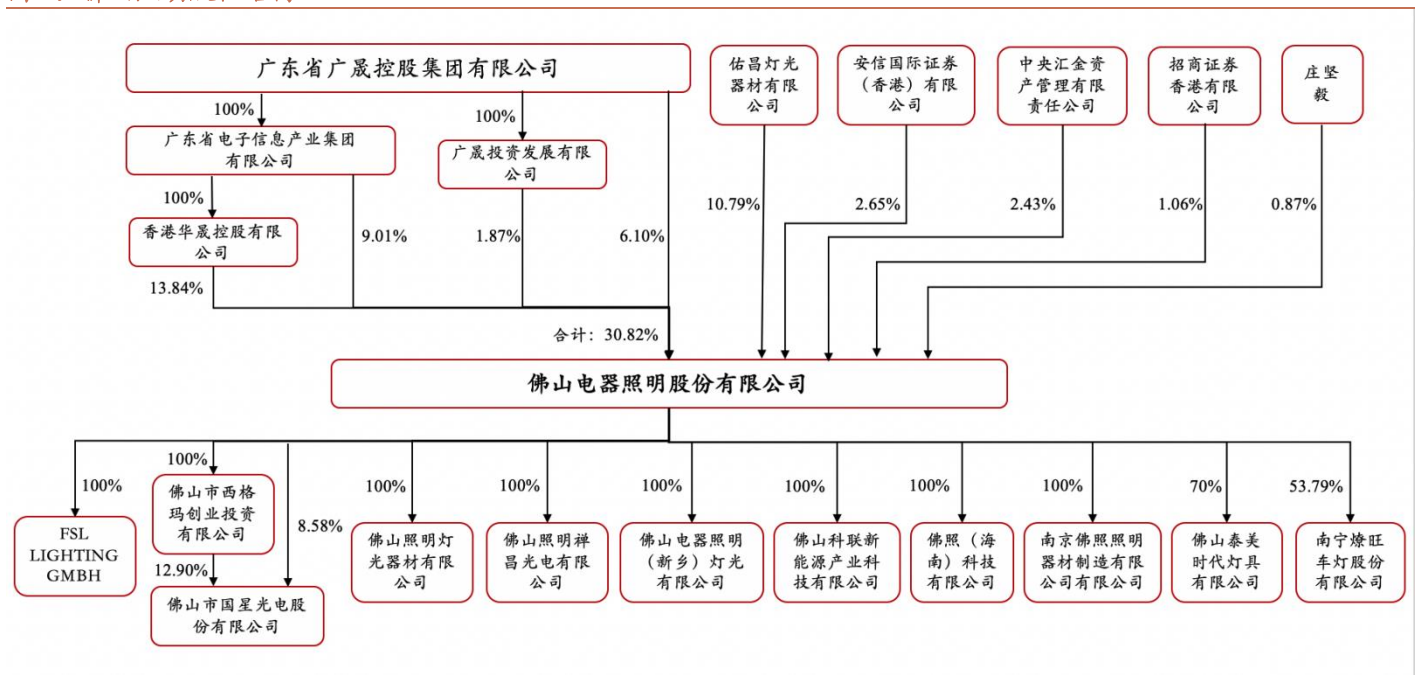
2、地方国有企业，高管激励机制明确

佛山照明实际控制人为广东省广晟控股集团有限公司，广晟集团合计持有公司 30.82% 的股份。广晟集团为广东省属独资重点企业，广东省人民政府和广东省财政厅分别持股 90% 和 10%。目前广晟集团控股 6 家 A 股上市公司（中金岭南、广晟有色、风华高科、国星光电、佛山照明、东江环保），在矿业、电子信息、环保、工程地产等板块布局业务，其中电子信息板块是集团重点扶植的业务板块，集团预计在“十四五”期末在电子信息板块投资 390 亿元，用于电子新材料、新一代 LED 封装器件、汽车、海洋照明等领域的研发及扩大生产。

截至 2022 年 7 月，佛山照明共有控股或参股公司 19 家，其中子公司 12 家，联营公司 2 家，孙公司 5 家。公司 2021 年并购南宁燎旺，直接持有其 53.79% 的股份，拓展乘用车照明方面业务；公司 2021 年注册成立全资子公司佛照（海

南) 科技有限公司, 拓展研发深海照明、集鱼照明、养殖照明等系列产品; 2022 年公司通过重大资产重组持有国星光电 21.48% 的股份, 未来将会借力国星光电在 LED 封装方面的优势, 打通上下游产业链, 推动 LED 照明业务发展以及细分照明领域业务开拓。

图 2: 佛山照明股权结构



资料来源: WIND, 招商证券

高管团队稳定, 激励机制明确。佛山照明目前共有董事会成员 9 人, 监事会 5 人, 高级管理人员 8 人, 根据 2021 年年报, 公司管理层共有 11 人持有公司股份, 合计持有 1254 万股, 占公司总股本比例约为 0.9%。公司管理层人员构成相对稳定, 绝大部分高管在公司有 20 年以上的工作经验。公司充分重视员工激励, 2020 年底更新发布《领导班子人员薪酬管理办法》, 领导班子薪酬调整为由基本年薪、绩效年薪、增量奖励、特殊贡献奖、任期激励收入五部分构成, 进一步明晰绩效激励机制。

表 1: 2021 年末佛山照明高管持股情况

| 姓名 | 职位 | 持股数量 (万股) | 持股比例 | 高管履历 |
|-----|--------|-----------|--------|---|
| 张学权 | 常务副总经理 | 7.31 | 0.005% | 1996 年进入佛山电器照明股份有限公司工作, 2013 年 5 月至 2016 年 8 月任公司监事; 2016 年 8 月起任公司副 |
| 魏彬 | 副总经理 | 10.52 | 0.008% | 1991 年进入佛山电器照明股份有限公司工作, 2009 年 9 月起任公司副总经理。 |
| 张勇 | 副总经理 | 7.76 | 0.006% | 1997 年 7 月进入佛山电器照明股份有限公司工作, 2016 年 8 月起任公司副总经理。 |
| 焦志刚 | 副总经理 | 9.04 | 0.006% | 1994 年进入佛山电器照明股份有限公司工作, 2013 年 9 月起任公司副总经理。 |
| 陈煜 | 副总经理 | 6.61 | 0.005% | 1994 年进入佛山电器照明股份有限公司工作, 2014 年 5 月起任公司副总经理。 |
| 汤琼兰 | 财务总监 | 7.59 | 0.005% | 现任佛山电器照明股份有限公司财务总监。 |
| 胥小平 | 副总经理 | 3.73 | 0.003% | 2016 年 1 月开始任佛山电器照明股份有限公司副总经理, 2022 年 5 月因工作调整离职, 22 年 6 月起担任国星光电副总裁。 |

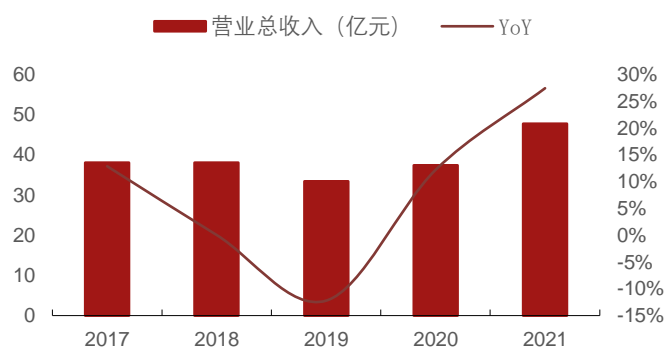
资料来源: iFinD, 招商证券

3、营收稳定增长，盈利能力表现平稳

营收保持增长，业务结构日趋丰富。佛山照明 2019/2020/2021 年实现营业收入 33.38/37.45/47.73 亿元，分别同比 -12.21%/+12.20%/+27.44%，三年营收复合增长率达 19.58%。2019 年受国内经济增速放缓、中美贸易摩擦下外销疲软影响，公司营收略有下降，2020 年开始公司在研发端和营销端双向发力，在疫情影响的大环境下依旧保持逆势增长，展现较强的外部因素应对能力，2020 年收入增速加快跟并表南宁燎旺有关。2022Q1 公司营业收入 20.08 亿元，同比增长 25.7%，剔除并购国星光电和南宁燎旺对公司的影响后，公司 Q1 实现营业收入 9.24 亿元，同比增长 11.58%。

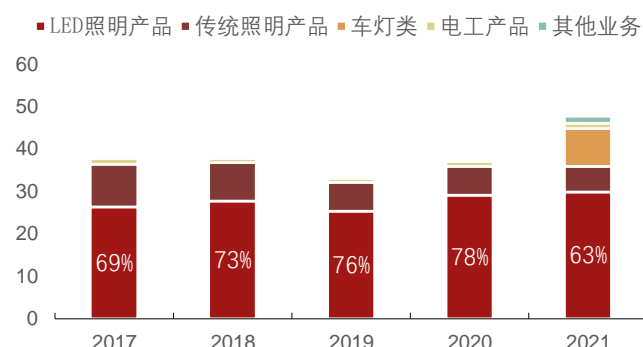
公司收入结构趋向多元化，传统光源照明产品占比降至 10%左右，LED 照明产品收入占比逐年提升，2021 年新增车灯类产品，当年实现营业收入 8.99 亿元，占比 18.84%。

图 3：佛山照明近五年营收情况



资料来源：WIND、招商证券

图 4：佛山照明近五年收入结构



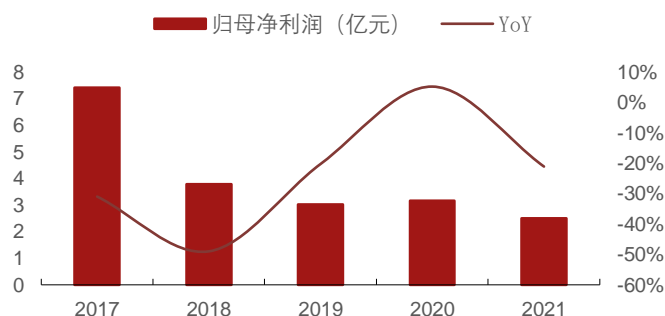
资料来源：WIND、招商证券

盈利能力韧性较强。2019/2020/2021 年公司实现归属于母公司所有者净利润 3.01/3.17/2.50 亿元，分别同比 -20.24%/+5.22%/-21.09%。受宏观环境动荡、原材料成本大幅变化、全球疫情反复等因素影响，公司盈利能力出现较大幅度波动，2022 年开始公司通过控成本、提价格等方式应对外部负面因素，2022Q1 实现归母净利润 6136 万元，同比+23.5%，剔除并购国星光电和南宁燎旺影响后实现归母净利润 5177.31 万元，同比+22.68%。

公司近年毛利和净利水平略有下降，2021 年毛利率和净利率分别为 16.98%和 5.6%，同比分别-3.01pcts 和-3.00pcts。受外部经营环境影响，近三年照明行业各可比公司的毛利水平均呈现下降趋势，公司毛利维持在合理水平，净利水平领先行业。公司积极采取一系列措施应对毛利/净利下降情况，随着新整合业务逐步进入正常盈利状态，公司有望迎来盈利修复。

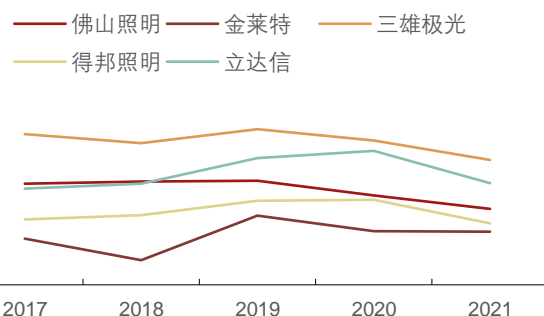
公司期间费用率小幅波动，2021 年管理费用率 8.59%，同比提升 1.53pcts，主要系收购南宁燎旺所致；研发费用率逐年提升，2021 年研发费用占营收比例为 4.27%，公司在研发端持续加大投入，依靠技术基础稳固行业地位；公司销售费用率近三年逐年下降，在渠道和营销方面更加高效运营；公司财务费用率一直维持在较低水平。

图 5：佛山照明近五年归母净利润情况



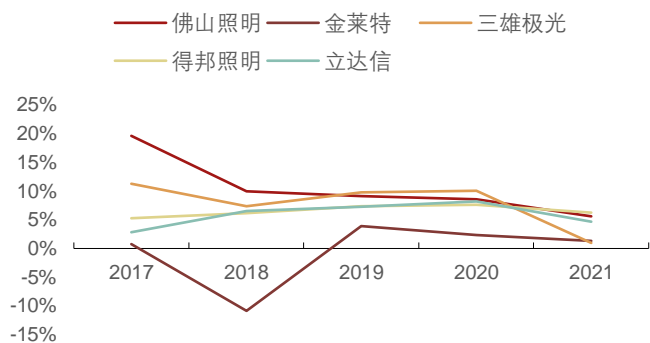
资料来源：WIND、招商证券

图 6：公司及可比公司近五年毛利对比情况



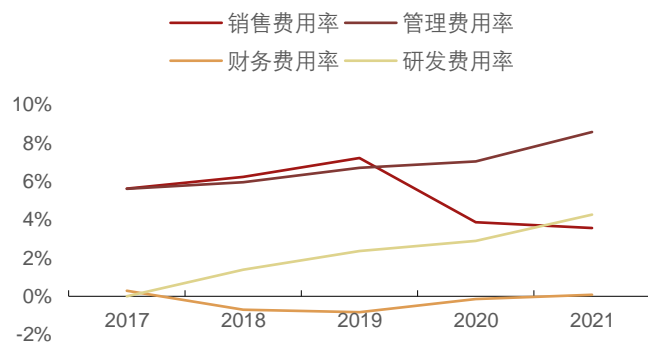
资料来源：WIND、招商证券

图 7: 公司及可比公司近五年净利对比情况



资料来源: WIND、招商证券

图 8: 佛山照明近五年期间费用率情况



资料来源: WIND、招商证券

二、通用照明: 固本培元, 开拓求新

1、传统照明: 产业链上下游协作, 推动盈利改善

LED 于 1962 年由通用电气发明, 但早期受制于亮度低、成本高等因素限制, LED 仅应用于指示灯领域, 进入 90 年代随着日亚化学在高亮度蓝光 LED 领域的突破, LED 行业实现了白光以及高亮度的突破, 从此进入通用照明领域, 并凭借相较传统白炽灯及卤素灯光效高、寿命长、低热量、多色彩、绿色环保等优势成为第四代照明光源。

LED 制造时无需使用节能灯及其他荧光类产品所需的汞、铅等有害材料, 可以回收再利用, 同时具有节能省电的优势, 21 世纪以来澳大利亚、欧盟、美国、中国、日本等世界主要经济体陆续在本国禁止白炽灯、卤素灯、荧光灯等老一代照明产品的销售, 其中我国于 2011 年由国家发改委、商务部、海关总署等五部委联合发布《中国逐步淘汰白炽灯路线图》, 计划分别于 12 年 10 月/14 年 10 月/16 年 10 月起禁止进口和销售 100 瓦/60 瓦/15 瓦及以上普通照明白炽灯。

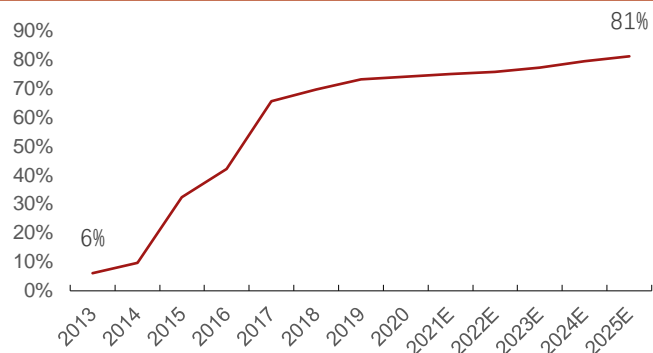
政策红利推动 LED 照明行业市场规模及渗透率迅速上升, 据国家半导体照明工程研发及产业联盟数据, 2013 年我国 LED 照明渗透率仅 6.1%, 至 2017 年《路线图》完全实施渗透率时已提升至 65.4%。2017 年后随着 LED 照明成为主流, 渗透率提升速度逐步趋缓, 至 2021 年 LED 照明渗透率缓慢提升至 75%, 国家半导体照明工程研究院预计未来五年我国 LED 照明渗透率仍将持续上升, 并于 2025 年突破 80%。受益于渗透率的快速提升, LED 市场规模在 2006-2021 年期间年化复合增长 22.8%, 至 2021 年总产值已达到 7773 亿元, 下游应用市场年化复合增长 26.2%, 拉动整体增速, 2021 年占总产值的 84%, 其中通用照明行业占下游应用产值的 47%, 规模突破 3000 亿元。

图 9: 世界各大主要经济体陆续推动白炽灯、卤素灯等上一代照明光源的淘汰



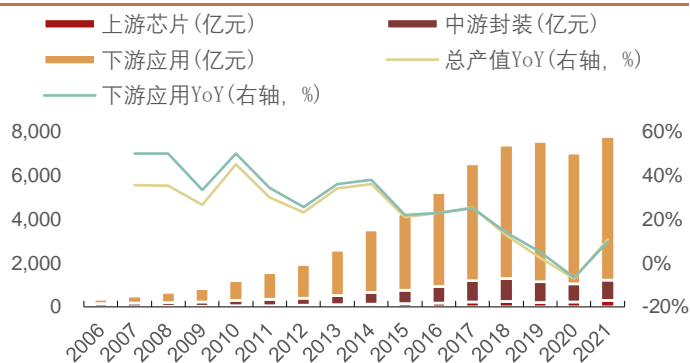
资料来源: 弗若斯特沙利文、招商证券

图 10: 我国照明行业 LED 渗透率快速提升 (%)



资料来源: 国家半导体照明工程研发及产业联盟、招商证券

图 11: 2006-2021 年我国 LED 产业产值及变动情况 (亿元, %)



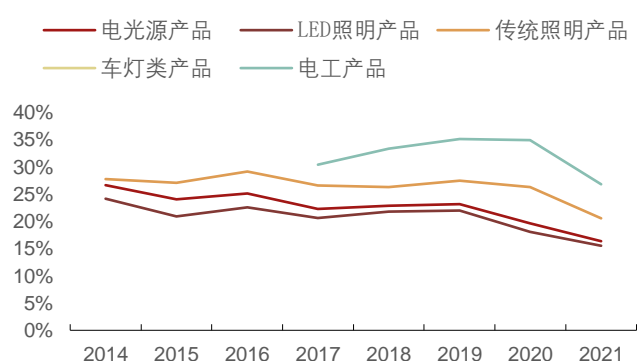
资料来源: CSA、招商证券

LED 照明拉动整体增长, 产业链协同推动盈利改善。同步与行业整体发展趋势, LED 照明产品也是佛山照明增长的主要驱动力, 2013 至 2021 年营业收入年化复合增长 18.2%, 销售收入占比从 2013 年的 30.2% 快速提升至 2020 年的 77.6% 高点, 2021 年受并表南宁燎旺、新冠疫情反复、竣工景气下滑等多重影响, 公司 LED 照明产品销售收入占比同比下滑 15.0pct 至 62.6%, 剔除并表影响, LED 照明产品销售收入占比小幅下滑 0.9pct。

2021 年公司 LED 照明产品毛利率为 15.5%, 参考欧普照明应用业务毛利率 32.4%, 公牛集团智能电工照明业务毛利率 42.0% 及雷士照明中国地区业务毛利率 17.0%, 仍有较大提升空间。2021 年公司加速生产自动化布局, 同时通过降本提效及产品升级优化整体盈利能力, 当年在原材料价格大幅上升影响下 LED 照明产品毛利率同比降低 2.5pct, 降幅小于欧普、雷士等可比公司。我们预计未来随生产自动化程度继续提升, 公司规模优势将进一步体现, 叠加产品力上升及 LED 对传统光源继续迭代下产品结构提升, 整体盈利能力有望进一步改善。

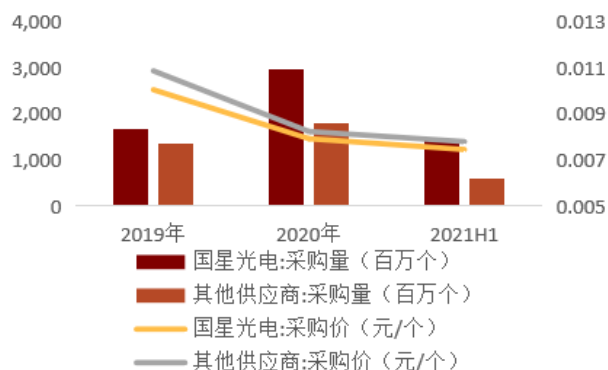
并购国星光电, 上游协同降本。参考公司公告, 2019/2020/2021H1 佛山照明向国星光电采购的该型号灯珠平均单价较其他同类供应商的平均单价低 8.17%、3.95% 和 4.61%, 能一定程度为佛山照明带来采购成本的下降。在确保国星光电合理利润、保证关联交易的公允性前提下, 双方通过在长期合作中不断优化材料选择、改进生产工艺、提升生产熟练度, 相关型号灯珠的制造成本得以下降。随着并购交易完成后双方合作深度和广度提升, 预计佛山照明对国星光电的采购数量及采购品类将进一步增加, 将有更多型号的灯珠制造成本得以下降, 佛山照明的采购成本也将进一步降低。

图 12: 2014-2021 年公司各项业务毛利率变动情况



资料来源: iFinD、招商证券

图 13: 采购国星光电灯珠比其他供应商便宜 4%-8%



资料来源: 公司公告、招商证券

目前我国 LED 照明产业在全国已形成以珠三角、长三角为首的五大产业集群, 但整体行业格局仍然较为分散, 据中国照明电器协会统计, 目前全国照明企业数量近 3 万家, 其中规模以上照明企业数量近 3000 家, 占比仅约 10%。过去受行业进入门槛低、渠道零散、品牌力弱、装饰灯个性化程度高等因素影响, LED 通用照明行业整体集中度较低,

激烈的行业竞争也带来不断下降的行业盈利能力，近年来随着 LED 渗透率提升幅度逐步趋缓，行业呈现向头部集中趋势，我们认为未来行业集中度有望提升：

- 无主灯趋势：**过去家居照明行业主要围绕吸顶灯、吊灯等主灯+辅灯设计为主，产品标准化程度低，企业难以积累规模优势，消费者购买需求也更多基于主灯产品设计而非产品品质。近年来，无主灯凭借精准照明、见光不见灯、空间设计氛围感强等优势逐步取代主灯+辅灯设计成为行业趋势。无主灯方案主要通过专业灯光设计，使用标准化桶射灯、灯带等基础光源进行搭配，大幅提升产品标准化程度，有望提升领先企业规模化及自动化带来的产品成本及质量优势，从而带动集中度向上。
- 精装修占比提升：**在国家政策及头部房地产企业的双重推动下，精装修大潮兴起，据奥维云网统计，2021 年我国新开盘项目精装修渗透率占比达 34.2%，并预计将于 22 年继续提升至 37.7%，预计总规模约在 315 万套。精装修渠道相较传统 C 端流通渠道具有更强的进入门槛，相对集中度更高，以厨电为例，烟灶精装市场 CR2 高达 68%，远超行业整体 CR2 约 20%-30% 水平，预计渠道结构变化有望拉动照明市场继续集中。
- 行业盈利能力下降：**早期受益于行业天然的低进入门槛，政策红利带来的 LED 渗透率快速提升，以及渠道高碎片化带来的市场区域化，LED 照明市场长尾企业众多，格局零散。但随着 LED 渗透率增速逐步趋缓，行业盈利能力迅速下滑，20 年新冠疫情及原材料价格上涨带来需求及成本端双重压力更是加剧了行业经营困境，据中国照明电器协会数据，2020 年近 600 家规上照明企业出现亏损，占规上照明企业总数的近 20%，2021 年虽出现小幅缓解，但亏损规上照明企业仍超过 500 家。行业逐步步入成熟期，有望将行业从野蛮发展时代带入精细管理时代，大企业通过相对更优的管理能力有望实现竞争优势，并凭借资金优势通过兼并收购实现业务的快速扩张。

2、新兴照明：开拓新赛道，打开增长空间

我国路灯市场规模巨大，据国家统计局数据，2020 年我国合计拥有城市道路照明灯 3049 万盏，同比增长 6.4%，据国务院办公厅 22 年引发的《乡村建设行动实施方案》，本次建设行动重点任务包括实施农村道路畅通工程及实施村级综合服务设施提升工程，并提出要推进公共照明设施与村内道路、公共场所一体规划建设，加强行政村村内主干道路灯建设，预计未来政策红利仍将推动道路照明灯行业持续扩容。

顺应“两新一重”建设方针，智慧灯杆行业兴起。智慧灯杆最早出现于 2010 年 IBM 提出的智慧城市愿景，我国智慧灯杆行业起步于 2016 年德国汉诺威 CEBIT 展，华为及中兴分别发布首个多级智能控制照明物联网解决方案，以及 Blue Pillar 智慧灯杆综合解决方案，同年中兴通讯在深圳工业园试点了首个 Blue Pillar 智慧灯杆。2020 年全国两会期间，李克强总理提出重点支持“两新一重”建设，即新型基础设施、新型城镇化以及交通、水利等重大工程，智慧灯杆作为传统灯杆的升级产品，实现“多杆合一、一杆多用”，顺应了新基建和智慧城市建设的发展大势。

根据中国通信企业协会团体标准《智慧灯杆设计导则》，智慧灯杆是综合使用有线、无线通信技术、集成多种传感器和便民服务设施，具备照明、监控、环境信息采集、基站、广播、信息屏、充电桩等多种功能的智慧城市基础设施。

“两新一重”建设方针下，住建部和科技部于 2013 年、2014 年、2015 年发布了合计三批 290 个城市（区、县、镇）作为国家智慧城市试点，截至 21 年底全国 95% 的副省级以上城市，76% 的地级市和 32% 的县级市，合计约 500 座城市已明确提出正在建设新型智慧城市，智慧灯杆作为智慧城市道路的重要组成部分，也得到了大力推动，据 CSA 统计，2018-2020 年期间，中国智慧灯杆市场规模每年增速超过 50%，2021 年更是同比增长近 100% 至 46 亿元。2021 年以来，北京、上海、广州、深圳、杭州、成都等多个重点城市及山东、河南、湖北等多个省份均陆续出台相关政策推动智慧灯杆普及，其中上海/山东/湖北分别计划在 22 年底前加建 2 万根/3 万根/1.2 万根智慧灯杆，广州/深圳/成都分别计划于“十四五”期间建成不少于 8 万根、4.5 万根及 3 万根智慧灯杆。政策支持下，CSA 预计我国智慧灯杆市场规模有望在 2025 年超过 160 亿元，四年年化复合增长率近 40%。

图 14: 智慧灯杆产品实现“多杆合一，一杆多用”



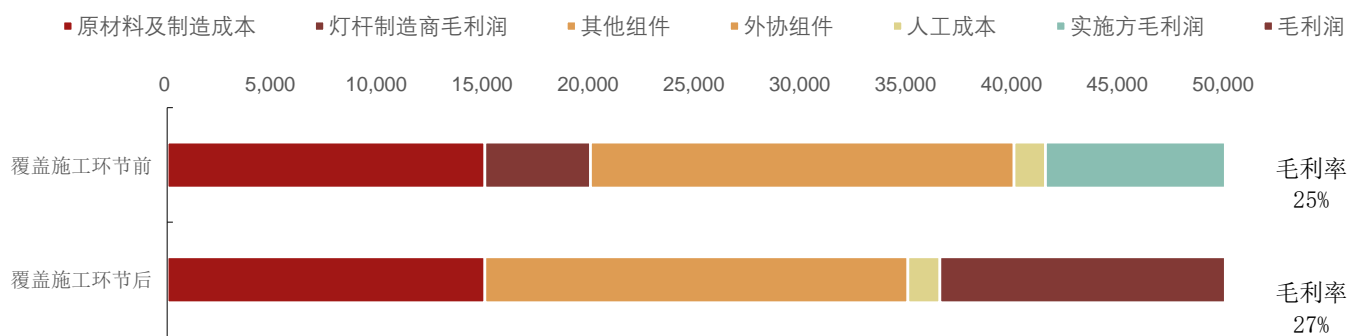
资料来源：佛山照明官网、招商证券

智慧灯杆行业从产业链上主要可分为原材料及组件提供商、5G 基站与通信技术提供商、主体制造商、市政工程模块、项目实施方及集成应用。从行业属性来看，智慧灯杆行业具有强资质+强 ToG 属性，我们认为未来智慧灯杆行业突围者需要具备资质优势、G/B 端业务运营能力优势及上下游整合能力：

- **资质优势：**智慧灯杆行业作为强资质行业，项目实施方需要具备照明工程设计专项及专业承包双甲资质，根据中国照明网 7 月 25 日数据统计，目前全国范围内共有 200 家照明企业拥有“双甲”资质，其中华东/华南/西南/华中/华北/西北/东北地区分别有 74/ 38/ 28/ 25/ 21/ 9/ 5 家，同时具备电子与智能化工程专业承包一级资质的“三甲”资质照明企业在智慧城市相关竞标时具有相对竞争优势，目前全国共 31 家照明企业具备“三甲”资质，我们认为“双甲”乃至“三甲”资质是未来行业突围者的必需条件之一；
- **G/B 端业务运营能力：**智慧灯杆作为城市新型公共基础设施，项目需求方一般为政府和园区管理者，丰富的 G 端及 B 端业务运营能力有助于帮助公司在竞标时获得竞争优势；
- **上下游整合能力：**目前智慧灯杆行业尚未出现上下游整合者，洲明科技、上海三思等头部企业也仅覆盖项目实施及中游制造环节，如头部企业覆盖完整产业链，有望凭借产品力优势成功突围。

佛山照明目前已取得智慧灯杆相关专利及软件著作权 16 项，产品可实现人群动态监测及预警、AI 互联及上报警情、智慧物联设施接入、道路情况动态采集、运行监测及时间预警等多种功能，我们测算公司 21 年智慧灯杆业务合计实现营业收入 7000 万元。根据 Wind 招投标数据，7 月 25 日公司中标成都城投智慧灯杆采购项目，中标金额 2410 万元。佛山照明目前覆盖产业链原材料及组件提供商环节（国星光电）及主体制造商环节，是行业内目前最接近实现上中下游一体化的企业，公司过往在通用照明行业积累的丰富 G 端及 B 端业务运营经验，曾承接并完成机场、学校、公园、酒店、医院、轨道交通、体育馆等多个 G/B 端项目，公司国企属性也有望帮助公司在资质达标后快速突围。如公司成功实现资质达标，我们测算公司单项工程价值量有望提升约 3 倍，毛利润有望提升约 3 倍，同时盈利能力有望实现小幅提升。

图 15: 公司智慧车灯业务覆盖施工环节前后盈利能力对比



资料来源：公司公告、Wind、iFinD、招商证券

除智慧灯杆行业外，佛山照明在智能照明、健康照明、海洋照明、动植物照明及车灯等新兴应用上均有不同程度突破，积极开拓 LED 照明新赛道，构建细分领域竞争优势：

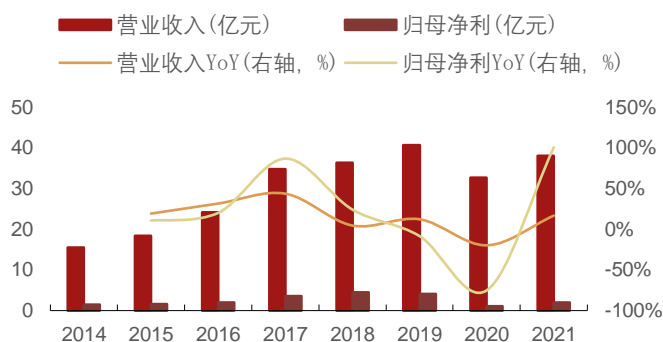
- 智能照明。**佛山照明 21 年 6 月提出“1+3+N”全屋智能解决方案，其中“1”指佛照智家云平台，“3”指智能照明产品、智能控制产品、智能安防传感产品，“N”指智慧教育、智慧地产、智慧酒店等各类智慧生活场景解决方案。智能照明行业目前正处于爆发期，**前瞻产业院预计 22 年中国智能照明行业规模有望达到 431 亿元**，目前公司已携手华为、阿里等平台打造一系列智能产品，未来有望凭借多年的产品、品牌及渠道积累构建竞争优势。佛山照明完成并购后，可以发挥国星光电在 RGB 方面的技术优势，开发小角度 LED 灯珠，开发智能家居、智慧城市领域需求的新产品，可以满足在特殊应用场景的需求。
- 海洋照明。**海洋照明主要可分为捕捞照明（包括集鱼照明、稳鱼照明等）、养殖照明（包括暂养灯、育苗灯、养殖灯等）、码头照明以及深海照明，根据农业农村部渔业渔政管理局数据，21 年末全国渔船合计 52.1 万艘，其中机动渔船 35.7 万艘，仅以每艘机动渔船 36 只集鱼灯及每只 2000 元均价估算，**需求量可达 1285 万只，仅集鱼照明总市场规模可达 257 亿元**，市场空间广阔。佛山照明联合中科院深海研究所、大连海洋大学等学术机构，共同开发了深海照明、集鱼照明、养殖照明灯系列产品，同时可由国星光电提供大功率、高功率密度的白光 LED 光源。公司 2021 年 11 月成立海南子公司，组建和派驻海洋照明等相关业务团队进行市场拓展和渠道铺设，目前携手中科院深海所共建深海照明工程技术联合实验室，成功研制出的某型深海探照灯，已在我国全海深载人潜水器“奋斗者”号安装使用，协助“奋斗者”号在 2021 年马里亚纳航次中成功坐底。
- 动植物照明。**动植物照明指利用 LED 照明设备替代阳光给动植物进行打光，促进生长发育，缩短生长周期。据新华社 21 年报导，中国农科院与中国水稻研究所合作，成功在植物工厂环境下，通过植物照明等一系列光、温、水、气、肥控制，将水稻生长周期缩短一半，根据高工产业研究院统计，**2020 年我国 LED 植物照明系统产值规模达 95 亿元，同比增长 25%，预计 21 年仍将保持 20%以上增速，产值有望突破 110 亿元**。佛山照明利用国星光电丰富的光谱方案数据库及其光电生物光学 LED 封装技术优势，推出系列动植物照明产品，目前已成功开发多种养殖补光灯、保温灯、杀菌灯、植物生长飞碟灯等基础类产品，并拥有成熟中草药光谱方案。
- 车灯照明。**高工产业研究院（GGII）预计，2020 年中国 LED 汽车照明市场规模有望突破 425 亿元。公司 2017 年 8 月成立汽车照明事业部，2021 年先后并购国星光电和南宁燎旺后，巩固产品研发实力和客户资源优势，可由国星光电定制小角度、高功率密度、符合各类应用场景的车规级照明产品。

3、并购协同：并购国星光电，推动上下游一体化

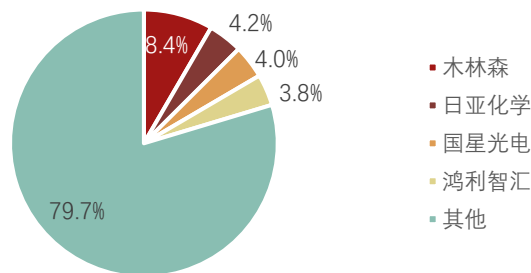
佛山照明 2021 年 6 月 21 日发布关于筹划重大资产重组的提示性公告，控股股东广晟集团及其一致行动人拟将其所持国星光电 21.32%股权转让给公司。2022 年 2 月 25 日，公司发布公告宣布交易完成，本次合计以 15.17 亿元现金向购买西格玛 100%股权（西格玛持有国星光电 7975 万股股份）及国星光电 5205 万股股份，交易平均价格为 11.51 元/股，交易完成后合计持有国星光电 21.48%股份，成为国星光电的控股股东。

国星光电是我国领先的 LED 封装企业，业务覆盖上游芯片制造、中游封装器件及显示屏用器件等下游应用领域，2021 年国星光电实现营业收入 38.1 亿元，据华经产业研究院数据，国星光电占我国 LED 封装行业市场份额约 4.02%，仅次于木林森及日亚化学位居第三。佛山照明主营业务为 LED 下游应用，收购国星光电后成功打通 LED 产业链上中下游，协同作用主要包括：1）提高供应商议价能力、协调上游原料供应进度、提高供应链运行效率，佛山照明可通过国星光电掌握上游原材料供应成本区间的动态，提高其在采购环节对其他供应商的议价能力，获取合理的报价区间，同时可以更加合理安排原材料交期、提高自身产品交付速度，从而提高佛山照明的上游供应链运行效率；2）双向促进新产品开发，凭借国星光电在组件类产品、LED 外延片及芯片产品上的技术优势，有望帮助佛山照明在智能照明、深海照明、动植物照明、汽车照明等先进领域更快地实现突破。

图 16: 2014-2021 年国星光电营业收入及业绩变化 (亿元, %) 图 17: 2020 年我国 LED 封装行业市场格局 (%)



资料来源: 国星光电公告、招商证券



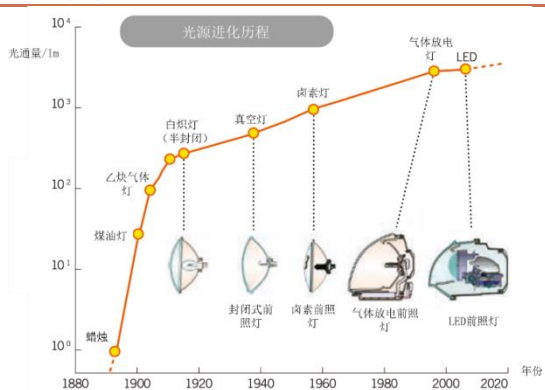
资料来源: 华经研究所、招商证券

三、车灯业务: 市场空间广阔, 上下游一体化优势显著

1、车灯市场: 市场规模 500 亿元, 技术升级推动单价提升

汽车车灯种类丰富, 除前照灯、前雾灯、倒车灯、牌照灯等外部照明灯具外, 也包含壁灯、顶灯、门灯、阅读灯等内部照明灯具, 位置灯、示廓灯、转向灯、行车灯、驻车灯、制动灯、后雾灯等外部信号灯以及前照灯远光工作指示灯、转向信号指示灯、冷却液温度报警灯等内部信号灯具。其中, 前大灯在过去 150 年经历了从以煤油灯、乙炔灯为代表的第一代光源燃料照明灯, 到以白炽灯、卤素灯为代表的第二代光源, 到以氙气灯为代表的第三代光源气体放电灯, 目前正逐步向第四代光源半导体二极管 (即 LED) 以及第五代光源半导体激光二极管演进, 但由于激光光源仍受到成本较高的限制, 暂时主要只用于高端车型, 目前在跑车型车灯主要光源仍为卤素灯、氙气灯及 LED 灯。

图 18: 汽车车灯光源进化历程



资料来源: 日本小系制作所年报、招商证券

图 19: 汽车车灯种类丰富



资料来源: 威朗官网、招商证券

汽车车灯行业也类似家用照明行业的过往发展历程, LED 渗透率也正处于高速提升期。上世纪 80 年代以前, 受制于当时 LED 亮度不足等缺陷, 车企仍主要将其用于内部信号灯领域, 80 年代后, 随着 LED 产业的快速发展, LED 亮度快速提升, 1986 年尼桑公司首次将 LED 应用于 300ZX 车型刹车灯, 标志着 LED 正式进入汽车照明灯具领域, 并在随后陆续进入尾灯、雾灯, 转向灯等多个领域, 2007 年雷克萨斯 LS600h 搭载日本小系制作所开发的 LED 前照灯, 标志着 LED 正式进入全车车灯领域。

相较目前其他两大主流车灯光源路径卤素灯及氙灯, LED 具有以下几点明显优势: 1) 亮度高, LED 相较传统卤素灯亮度明显提升, 根据星宇股份可转债招股说明书数据, 单颗 LED 灯光线强度可达 300-2240 流明, 一般而言 LED 前照灯亮度可达 3400-5400 流明, 较卤素灯可提升 1-3 倍; 2) 能效高, LED 光效一般可达每瓦 150 流明以上, 相较卤素灯提升幅度近 10 倍, 具有明显节能优势; 3) 响应速度快, 卤素灯点亮需要 0.3S, 氙气灯需要 2-5S 左右, LED

仅仅需要 0.01S 秒就能到达最亮；**4) 寿命长**，相较于卤素灯 150-500 小时以及氙灯 3000 小时左右的使用寿命，用于汽车上的 LED 光源因为没有灯丝熔断的风险，普遍寿命可达 50000 小时以上，部分头部厂商产品寿命可达 10 万小时，以日均点亮 8 小时计算，卤素灯、氙灯、LED 灯分别可使用 63、375 及 6250 天（卤素灯以 500 小时寿命，氙灯以 3000 小时寿命，LED 以 5 万小时寿命计算），LED 车灯基本可覆盖整车完整生命周期，降低期间车灯更换带来的成本及不便；**5) 光衰低**，LED 相较于卤素灯亮度衰减速度更低，一般 3000 小时内光衰幅度仅 1%，1 万小时内光衰幅度仅 3%，较低的亮度衰减速度也有效带来汽车使用及维护成本的节约；**6) 体积小**，LED 单颗体积较小，照明灯及指示灯一般由多颗 LED 组合而成，给予了汽车设计师更大的设计空间，并可通过对单颗 LED 的分离控制实现更丰富的智能交互灯语，增强车辆的科技感及设计感。

随着 LED 在亮度和成本端的不断突破，LED 车灯渗透率进入提升快车道，据 TrendForce 集邦咨询数据，2021 年全球 LED 头灯渗透率超过 60%，其中新能源车 LED 头灯渗透率高达 90%，预计 2022 年有望分别进一步提升至 72% 及 92%。未来随新能源车型渗透率以及 LED 前照灯在传统车型的渗透率不断向上，预计 LED 车灯市场在未来 3-5 年仍具有较强发展红利。

表 2: 各类车灯光源性能对比

| | 卤素灯 | 氙气灯 (HID) | LED 灯 | 激光灯 |
|-------------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| 光效 (lm/w) | 10-18 | >90 | >150 | 170 |
| 功耗 (W) 8 | 55 | 25-35 | 3-18 | 5 |
| 寿命 (h) | 150-500 | >3000 | >50000 | 数万小时以上 |
| 响应时间 (s) | 0.3 | 2-5 | 纳秒级 | |
| 色温 (K) | 3200 | 4300 | 2700-8300 | 6000 |
| 发光面积 (mm ²) | 20 | 12.5 | 1-5 | 3 |
| 优点 | 结构简单、成本低、技术成熟 | 亮度高、耗能低 | 能耗低、节能环保、体积小、重量轻、响应速度快、可以灵活组合 | 功率大、体积小、寿命长、定向性强、照射距离长、冷却系统简单 |
| 缺点 | 亮度低、需要定期更换灯泡、辐射能量大、产生光污染 | 光污染严重、安全角度要求高、夜间行车存在安全隐患 | 成本高、散热性差 | 成本高 |

资料来源：中国知网、招商证券

图 20: 理想 L9 搭载 LED 星环日行灯及两侧标志灯



资料来源：理想官网，招商证券

我国汽车灯具市场接近 500 亿元，结构提升有望继续推动市场扩容。我国车灯市场规模巨大，据中商产业研究所数据，2021 年我国汽车灯具市场规模达 489 亿元，根据国家统计局数据，2021 年我国汽车产量为 2653 万台，以 LED 车灯单套 3300 元/套，LED 整体渗透率 60% 测算，仅 LED 车灯市场规模便有望达到 525 亿元，考虑到 AFS、ADB 等技术对产品均价的拉升作用，汽车灯具市场仍有可观的向上空间。

- 车灯光源升级**。车灯光源升级过程中，单套产品价格明显提升，据星宇股份可转债招股说明书，单套氙灯车灯（含前照灯、后组合灯、雾灯及其他小灯）较卤素灯价值量提升 27%，单套 LED 车灯价值量较氙灯提升超 70%，激光大灯单车价值量更是可超过一万美元，光源升级有望大幅推动行业均价及盈利能力不断提升；
- 智能化升级**。近年来在 AFS、ADB、DLP 等技术的推动下，车灯行业智能化程度不断提升，解决转弯、加减速及上

下坡时照明盲区、车辆交汇时产生炫光等多个痛点。ADB 自适应远光灯系统（即 Adaptive Driving Beam）是一种智能远光灯系统，通过视频摄像头信号的输入和分析，判断前方来车位置及距离，并通过对 LED 的精细化控制避免来车产生炫光，根据 TrendForce 数据，预计 2022 年 ADB 车灯渗透率仅 3.2%，2026 年有望达到 13.2%，未来 ADB 的逐步普及有望带动行业持续升级。同时 DLP 等技术的百万级别像素成像也为车灯灯光效果的进一步优化带来了可能，同时也进一步为“人车交互”提供技术基础；

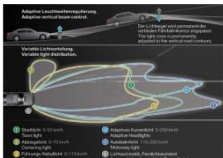
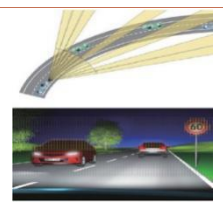


●**装饰灯增加。**为提升新车科技感及设计感，车辆氛围灯、迎宾灯、标识灯等车内外灯饰正越来越多地加入各车企新车型，尤其是新能源车型的选配单，装饰灯的增加有助于提升单套车灯整体价值量。

表 3: LED 车灯价值量提升明显

| 车灯分类 | 每套包含的只数 | 产品单价 (元/套) | | | 技术路线偏好 |
|---------|-------------------|------------|-----------|-----------|---|
| | | 卤素 | 氙气 | LED | |
| 前照灯 | 2 | 400-500 | 800-1000 | 1600-2000 | 基于安全环保造型诸多因素考虑，目前大多信号灯都使用 LED 光源；不单中高端车型，越来越多的经济型车也采用 LED 作为前照灯光源 |
| 后组合灯 | 一般为 4 只，有些车型为 2 只 | 400-500 | - | 800-1000 | 后组合灯大部分都已经升级为 LED 灯，后组合灯使用的是小功率 LED，技术难度低，成本低，渗透率比价高 |
| 单车配套价值量 | | 1200-1800 | 1600-2300 | 2800-3800 | |

资料来源：南宁燎旺可转债募集说明书、招商证券

表 4: 车灯智能化技术路径对比

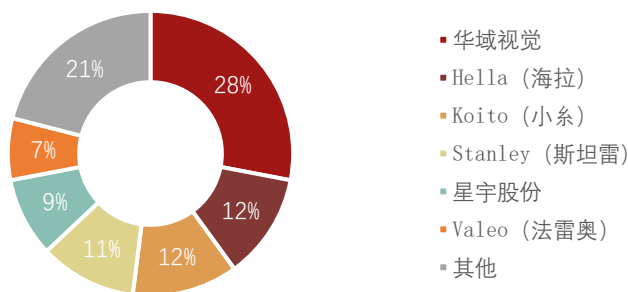
| 技术路线 | 示意图 | 路面成像 | 像素数量 | 路面光通量 (Lm) | 优势 | 劣势 | 量产时间 |
|-------|---|------|-----------|------------|---|---|-----------|
| AFS |  | 不具备 | | | 根据汽车行驶状况调整灯光，是汽车智能照明的最初级形态 | 只能产生有限光型，无法满足任意需求 | 2006 |
| ADB |  | 不具备 | 4-200 | 700-1000 | 较经济的多像素实现方式，技术相对较成熟，开发的不确定性较低，周期相对较短 | 由于 LED 封装尺寸的限制，最终的像素数量级能到百位级已基本上是极限 | 2013-2017 |
| μ AFS |  | 优秀 | 1000-100K | - | 较低的系统成本，较小的系统体积，以及相当高的效率 | 与 LCD 式及 DLP 式相比，μ AFS 式的主要限制在于像素的数量。目前面市的 μ AFS 像素数量级在千级 | 2023-2025 |
| LCD |  | 高 | 30K | 700 | 相对于 DLP 式大灯光源系统，LCD 式具有成本相对较低，体积相对较小，光型可拉伸角度较宽，明暗对比度较高等优势 | 由于偏光片及液晶面板的损耗，光学效率相对较低 | - |

| 技术路线 | 示意图 | 路面成像 | 像素数量 | 路面光通量 (Lm) | 优势 | 劣势 | 量产时间 |
|------|---|------|---------|------------|----------|---------------------|------|
| DLP |  | 完美 | 200K-2M | 300 | 已突破百万级像素 | 系统成本较高，所需的系统空间相对较大。 | 2020 |

资料来源：佐思汽研、智能汽车俱乐部、中国知网、OSRAM 官网、Hella 官网、Texas Instrument 官网、招商证券

目前国际车灯市场仍以外企为主导，但存在较大国产替代空间。车灯行业整体集中度较高，目前我国车灯市场整体呈一超多强的竞争格局，根据中国产业信息网数据，2019 年华域视觉占国内汽车车灯市场 28% 的市场份额，市占率独占鳌头，Hella（海拉）、Koito（小糸）、Stanley（斯坦雷）、星宇股份、Valeo（法雷奥）构成第二梯队，合计市场份额达 51%，其中外资品牌 Hella、Koito、Stanley 份额均超过 10%，在国产替代的趋势下，未来华域视觉、星宇股份、南宁燎旺等国产厂商市占率有望进一步提升。放眼海外，全球车灯市场集中度也处于较高水平，据 TrendForce 统计，2021 年前五大国际车灯厂商 Koito、Valeo、Marelli Automotive Lighting（马瑞丽）、Hella、Stanley 合计市场份额达 65%，但目前中国品牌市占率仍然较低，预计未来随中国品牌技术及生产能力逐步突破，以及比亚迪、蔚来、小鹏等新能源新势力不断突破，中国品牌份额有望持续向上。

图 21：2019 年我国车灯市场呈现一超多强竞争格局



资料来源：中国产业信息网、招商证券

2、南宁燎旺：内资第三大车灯厂商，多方位协同推动经营改善

佛山照明是我国较早进入车灯制造市场的企业，据公司招股说明书披露，1992 年公司改制为股份制企业时，已拥有卤钨摩托车灯产品，并计划使用 2600 万元（占募资总额的 22.5%）用于卤钨灯的产能扩建（卤钨灯的主要应用之一为摩托车灯）；IPO 时公司计划分别投资 5000 万元及 4000 万元募集资金用于石英卤钨汽车泡的产能建造及单端卤钨灯&石英卤钨摩托灯的产能扩建，分别占募资总额的 26.3%及 21.1%；2017 年 8 月公司成立车用照明事业部。2021 年 8 月，公司以 4.9 亿元自有资金通过受让老股和增资的方式完成对南宁燎旺的控股，交易完成后佛山照明持有南宁燎旺约 53.79% 的股份，进一步加码汽车车灯产业。

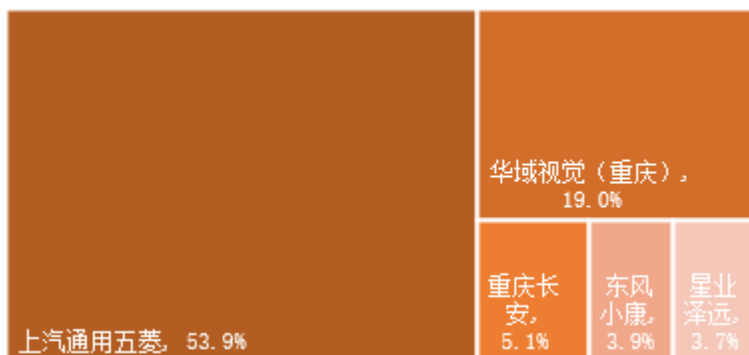
南宁燎旺是一家集研发、生产、检测、销售为一体的汽车灯具专业公司，核心产业包括 LED 模组、模块化 LED 光源、全车灯具总成制造，覆盖传统轿车、大货车、新能源车等多种车型。南宁燎旺在广西南宁、广西柳州、山东青岛、重庆及印尼均部署有生产工厂，目前具备 530 万套汽车全车灯具的产能，是我国西南地区规模最大的汽车车灯生产基地。对比来看，我国第二大内资车灯厂商星宇股份 2021 年前照灯、后组合灯产量分别为 651 万只及 1413 万只，以前照灯车均 2 只，后组合灯车均 4 只计算分别为 326 万套及 353 万套，产能规模不及南宁燎旺，充足的产能储备为公司未来订单扩张打下了坚实基础，并在初期可以通过 ODM/OEM 代工业务迅速扩张规模摊薄生产成本。

公司目前产品包括 LED 车灯及传统卤素车灯，其中 LED 车灯销售占比约 60%，占主导地位，预计未来随公司传统车企客户 LED 车灯渗透率提升及新能源车企客户开拓，LED 车灯销售占比有望继续提升。从在研项目看，公司目前在

研项目包括: 1) 智能化 LED 汽车车灯的关键技术研发及产业化; 2) 24 像素智能化 ADB 远光模组, 其中智能化 LED 汽车车灯项目截至 2021 年底已处于待验收状态, 产品智能化技术提升有望帮助公司开拓高端客户, 提升客户结构。

从客户结构看, 公司客户包括整车厂客户及零部件客户两大类, 其中整车厂商上汽通用五菱是公司最大的客户, 20 年及 21Q1 销售收入占比均在 50% 以上, 同时公司与重庆长安、东风柳汽、东风小康、一汽奔腾、上汽大通、北京汽车公司等整车厂商也均已建立稳定的合作关系, 此外公司零部件客户华域视觉、星业泽远也均进入公司 21Q1 前五大客户之列。目前公司正在积极开拓多家新客户, 同时通过加大研发投入积极推动产品迭代更新, 预期未来新产品及新客户有望带动公司整体销售结构持续改善, 销售均价及盈利能力不断提升。

图 22: 22Q1 南宁燎旺前五大客户



资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 南宁燎旺及主要竞争对手客户对比

| 公司 | 主要客户 |
|------|---|
| 华域视觉 | 国际客户: 大众、奥迪、斯柯达、别克、凯迪拉克、雪佛兰、福特、丰田、宝马、特斯拉、尼桑、马自达、雪铁龙、标致、克莱斯勒等; 国内客户: 上汽荣威、广汽传祺、长安汽车、中国一汽、领克、上汽大通、吉利、华人运通、爱驰汽车等 |
| 星宇股份 | 一汽大众、上汽大众、上汽通用、戴姆勒、德国宝马、通用汽车、一汽丰田、广汽丰田、东风日产、广汽本田、东风本田、长安马自达、一汽红旗、一汽轿车、一汽解放、吉利汽车、上汽通用五菱、广汽乘用车、奇瑞汽车、蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车等 |
| 南宁燎旺 | 整车车企: 上汽通用五菱、重庆长安、一汽奔腾、上汽大通、北京汽车公司、东风柳汽、东风小康等; 零部件厂商: 华域视觉、星业泽远等 |

资料来源: 华域视觉官网、星宇股份公告、佛山照明公告、招商证券

经营改善+成本节约+技术协同, 多方位协同改善经营。受制于产品结构、经营效率等因素, 南宁燎旺 2020 年净利率仅 2.7%, 大幅低于可比公司星宇股份同期净利率 15.8%, 其中毛利率较星宇股份低 9.6 pct, 销售/管理/财务费用率分别较星宇股份高 2.7pct/ 2.1pct/ 1.2pct, 在研发费用较星宇股份低 2.0pct 基础上期间费用率合计较星宇股份高 3.9pct, 综合下来净利率较星宇低 13.1pct。2021 年佛山照明完成对南宁燎旺的收购后, 通过一系列资本、管理及协同推动南宁燎旺进行降本增效, 2021 年在原材料价格大幅涨价背景下南宁燎旺净利率同比仅微降 0.2pct, 与星宇股份净利率差距拉近至 9.5pcts。

- **资本导入:** 佛山照明 21 年收购南宁燎旺时以 2 亿元现金对南宁燎旺进行增资扩股, 现金资本的导入一方面可以帮助南宁燎旺优化资本结构及财务支出, 另一方面可以帮助南宁燎旺吸引优秀人才, 提升研发实力及管理能力;
- **人才导入及管理赋能:** 佛山照明 2021 年帮助南宁燎旺引入一批中高端人才, 在智能化 LED 车灯项目等方面取得了突破性进展, 同时通过信息化、管理等多方面赋能帮助南宁燎旺降本增效;
- **技术协同:** 佛山照明多年来在 LED 照明领域沉淀了丰富的技术积累, 同时 2022 年通过对国星光电的并购实现产业链上中下游整合, 未来有望对南宁燎旺进行技术赋能, 从 LED 芯片底层技术领域全方位增强产品力, 帮助南宁燎旺开拓中高端客户。

图 23: 南宁燎旺收入及利润 (百万元/%)

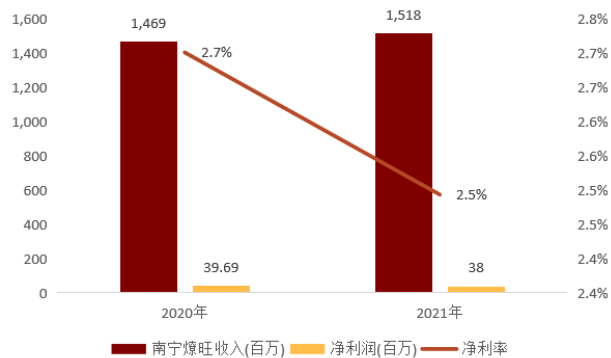
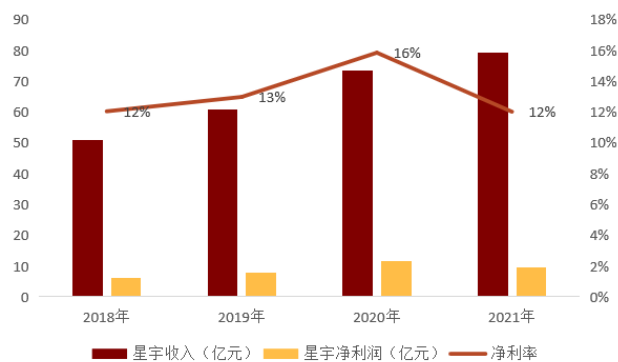


图 24: 星宇股份收入及利润 (亿元/%)



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

四、盈利预测、公司估值及投资评级

1、盈利预测: 预计 2022 年收入突破百亿大关

考虑到国星光电及南宁燎旺并表影响, 我们预计佛山照明 2022-2024 年营业收入分别为 102 亿元、111 亿元及 122 亿元, 同比分别增长 113%、10%及 10%, 追溯调整并表影响后预计公司 2022 年营业收入同比增长 8.3%, 其中核心假设如下:

- 通用照明业务:** 我们预计公司 22-24 年通用照明业务分别可实现营业收入 39 亿元、42 亿元及 45 亿元, 同比分别增长 8%, 毛利率在大宗原材料价格回落、人民币汇率贬值及盈利能力相对更高的新兴业务占比提升带来的结构升级带动下, 预计将逐年回升至 19%、20%及 21%。
- 汽车照明:** 我们预计南宁燎旺 22-24 年营业收入分别为 17 亿元、20 亿元及 23 亿元, 同比分别增长 15%, 公司原有车灯业务规模维持 2 亿元, 汽车照明业务营业收入合计分别为 19 亿元、22 亿元及 25 亿元, 同比分别增长 116%、13%及 14%, 22 年回溯并表影响后营业收入预计同比增长 13%。毛利率方面, 我们预计公司汽车照明业务毛利率在新能源车灯占比提升、智能车灯占比提升、原材料价格回落多重影响下将分别回升至 19%。
- 国星光电:** 我们预计国星光电 22-24 年分别可实现营业收入 40 亿元、44 亿元及 48 亿元, 6%、9%及 9%, 剔除关联交易收入抵减影响后预计营业收入分别同比增长 9%、12%及 12%, 毛利率预计将恢复至 17.5%。

综合影响下, 预计公司 22-24 年分别可实现毛利润 19 亿元、21 亿元及 24 亿元, 同比分别增长 133%、12%及 12%, 综合毛利率分别为 18.5%、18.9%及 19.3%。

表 6: 佛山照明营业收入预测表

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 3,745 | 4,773 | 10,172 | 11,143 | 12,216 |
| YoY | 12% | 27% | 113% | 10% | 10% |
| 营业成本 | 2,996 | 3,962 | 8,285 | 9,032 | 9,855 |
| 毛利率 | 20.0% | 17.0% | 18.5% | 18.9% | 19.3% |
| 通用照明 | | | | | |
| 营业收入 | 3,594 | 3,586 | 3,872 | 4,182 | 4,517 |
| YoY | 12% | 0% | 8% | 8% | 8% |
| 营业成本 | 2,889 | 2,999 | 3,137 | 3,346 | 3,568 |
| 毛利率 | 19.6% | 16.4% | 19.0% | 20.0% | 21.0% |
| 汽车照明 | | | | | |
| 营业收入 | | 899 | 1,946 | 2,208 | 2,509 |
| YoY | | | 116% | 13% | 14% |

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 其中：南宁燎旺并表 | | 707 | 1,746 | 2,008 | 2,309 |
| 营业成本 | | 747 | 1,576 | 1,788 | 2,032 |
| 毛利率 | | 16.9% | 19.0% | 19.0% | 19.0% |
| 国星光电 | | | | | |
| 营业收入 | 3,263 | 3,806 | 4,152 | 4,530 | 4,944 |
| YoY | | 17% | 9% | 9% | 9% |
| 其中：LED 封装业务 | 2,678 | 3,085 | 3,394 | 3,733 | 4,106 |
| 照明业务 | 495 | 551 | 579 | 607 | 638 |
| 减：关联交易金额 | | | 105 | 105 | 105 |
| 扣减关联交易后金额 | 3,263 | 3,806 | 4,047 | 4,425 | 4,839 |
| YoY | | 17% | 6% | 9% | 9% |
| 营业成本 | 2,867 | 3,210 | 3,339 | 3,651 | 3,992 |
| 毛利率 | 12.2% | 15.7% | 17.5% | 17.5% | 17.5% |

资料来源：iFinD、招商证券

费用率方面，我们预计未来佛山照明及南宁燎旺综合销售费用率将维持 3.5%，国星光电销售费用率将维持 1.5%，公司综合管理费用率及研发费用率在并表影响下将小幅下降至 4.0%。综合带来公司 22-24 年预计可实现净利润 6.09 亿元、7.00 亿元及 8.00 亿元，对应净利率分别为 6.0%、6.3%及 6.5%，扣除少数股东权益后，预计分别可实现归母净利润 3.80 亿元、4.45 亿元及 5.20 亿元，同比分别增长 52%、17%及 17%。

表 7：佛山照明期间费用率预测表

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 综合销售费用率 | | | 2.7% | 2.7% | 2.7% |
| 国星光电销售费用率 | | | 1.5% | 1.5% | 1.5% |
| 剔除国星销售费用率 | 8.3% | 3.9% | 3.5% | 3.5% | 3.5% |
| 管理费用率 | 4.1% | 4.3% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |
| 研发费用率 | 2.9% | 4.3% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |

资料来源：iFinD、招商证券

2、首次覆盖给予“增持”投资评级

我们选取以下标的作为公司三大业务可比公司：1) 通用照明方面，我们选取主营业务为通用照明的欧普照明及得邦照明作为可比公司；2) 车灯业务，我们选取以车灯作为公司主业且与公司行业地位相似的星宇股份作为可比公司；3) LED 封装业务，我们选取主业为 LED 封装业务且行业地位与公司相近的木林森及鸿利智汇作为公司可比公司。综合来看，可比公司 2022 年平均估值 19 倍，与公司目前估值水平相近；从 PEG 角度看，佛山照明估值同样低于公司复合增速。我们首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

表 8：相对估值表（截至 2022 年 7 月 29 日）

| 代码 | 公司名称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | | PE | | | | PEG | |
|-------------------|------|---------|----------|------------|-------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------|
| | | | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | CAGR |
| 000541.SZ | 佛山照明 | 6.20 | 73 | 2.5 | 3.8 | 4.5 | 5.2 | 29.1 | 19.1 | 16.3 | 14.0 | 0.7 | 28% |
| 通用照明 | | | | | | | | 17.9 | 14.8 | 12.0 | 9.7 | 1.0 | |
| 603515.SH | 欧普照明 | 16.63 | 125 | 9.1 | 9.3 | 10.4 | 11.7 | 13.8 | 13.4 | 12.1 | 10.7 | 1.5 | 9% |
| 603303.SH | 得邦照明 | 15.15 | 72 | 3.3 | 4.5 | 6.0 | 8.2 | 22.0 | 16.2 | 12.0 | 8.8 | 0.4 | 36% |
| 汽车照明 | | | | | | | | 52.8 | 37.7 | 28.5 | 22.6 | 1.1 | |
| 601799.SH | 星宇股份 | 175.60 | 502 | 9.5 | 13.3 | 17.6 | 22.2 | 52.8 | 37.7 | 28.5 | 22.6 | 1.1 | 33% |
| LED 封装 | | | | | | | | 17.9 | 13.3 | 10.5 | 8.5 | 0.6 | |
| 002745.SZ | 木林森 | 9.71 | 144 | 11.6 | 11.7 | 14.5 | 18.3 | 12.4 | 12.3 | 10.0 | 7.9 | 0.8 | 16% |
| 300219.SZ | 鸿利智汇 | 8.75 | 62 | 2.7 | 4.3 | 5.6 | 6.8 | 23.3 | 14.3 | 11.1 | 9.1 | 0.4 | 37% |
| 剔除佛山照明后平均值 | | | | | | | | 24.9 | 18.8 | 14.7 | 11.8 | 0.8 | |

资料来源：Wind、招商证券；盈利预测除欧普照明、佛山照明外为 Wind 一致预期值

五、风险提示

1、新业务发展不及预期

公司照明业务未来主要发展来自汽车照明、智慧灯杆、海洋照明等照明领域新应用，如下游需求不及预期或公司在新产业竞争力及发展不及预期，将大幅影响公司未来收入及业绩预期。

2、原材料价格大幅上涨

公司主营业务是 LED 相关产品制造及销售，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，21 年原材料成本占公司照明器材以及灯具产品营业成本比例超过 75%，如未来原材料价格大幅上涨，将对公司中短期盈利能力产生较大不利影响。

3、人民币汇率快速升值

公司 21 年外销收入占比达 31%，货款主要以美元结算，如人民币兑美元汇率短期快速升值，将对公司短期营业收入及盈利能力产生不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 3607 | 4995 | 7621 | 8098 | 8681 |
| 现金 | 981 | 1384 | 1848 | 1816 | 1839 |
| 交易性投资 | 408 | 328 | 328 | 328 | 328 |
| 应收票据 | 141 | 594 | 1266 | 1387 | 1521 |
| 应收款项 | 1134 | 1453 | 1605 | 1759 | 1928 |
| 其它应收款 | 20 | 34 | 73 | 80 | 87 |
| 存货 | 736 | 1063 | 2207 | 2406 | 2625 |
| 其他 | 187 | 138 | 294 | 322 | 352 |
| 非流动资产 | 4912 | 4704 | 5201 | 5702 | 6211 |
| 长期股权投资 | 181 | 182 | 182 | 182 | 182 |
| 固定资产 | 686 | 1323 | 1873 | 2421 | 2969 |
| 无形资产商誉 | 171 | 288 | 259 | 233 | 210 |
| 其他 | 3875 | 2912 | 2887 | 2867 | 2851 |
| 资产总计 | 8519 | 9700 | 12822 | 13800 | 14892 |
| 流动负债 | 1791 | 3206 | 5859 | 6327 | 6843 |
| 短期借款 | 0 | 227 | 200 | 200 | 200 |
| 应付账款 | 1541 | 2381 | 4978 | 5427 | 5922 |
| 预收账款 | 67 | 93 | 194 | 212 | 231 |
| 其他 | 184 | 505 | 487 | 488 | 490 |
| 长期负债 | 416 | 218 | 218 | 218 | 218 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 416 | 218 | 218 | 218 | 218 |
| 负债合计 | 2207 | 3423 | 6077 | 6545 | 7060 |
| 股本 | 1399 | 1399 | 1399 | 1399 | 1399 |
| 资本公积金 | 15 | (239) | (239) | (239) | (239) |
| 留存收益 | 4849 | 4640 | 4879 | 5135 | 5432 |
| 少数股东权益 | 48 | 476 | 705 | 960 | 1240 |
| 归属于母公司所有者权益 | 6264 | 5801 | 6040 | 6295 | 6593 |
| 负债及权益合计 | 8519 | 9700 | 12822 | 13800 | 14892 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|------------|------------|-------------|-----------|
| 经营活动现金流 | 395 | (277) | 1287 | 841 | 988 |
| 净利润 | 322 | 267 | 609 | 700 | 800 |
| 折旧摊销 | 90 | 167 | 197 | 248 | 300 |
| 财务费用 | 0 | 6 | 4 | 1 | 1 |
| 投资收益 | (44) | (36) | (75) | (75) | (75) |
| 营运资金变动 | 27 | (682) | 534 | (44) | (49) |
| 其它 | 0 | 2 | 18 | 10 | 11 |
| 投资活动现金流 | (77) | 973 | (625) | (681) | (742) |
| 资本支出 | (233) | (326) | (700) | (756) | (816) |
| 其他投资 | 156 | 1299 | 75 | 75 | 75 |
| 筹资活动现金流 | (488) | (427) | (198) | (191) | (224) |
| 借款变动 | (93) | (59) | (54) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (143) | (254) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (259) | (140) | (140) | (190) | (223) |
| 其他 | 7 | 26 | (4) | (1) | (1) |
| 现金净增加额 | (171) | 269 | 463 | (31) | 23 |

利润表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业总收入 | 3745 | 4773 | 10172 | 11143 | 12216 |
| 营业成本 | 2996 | 3962 | 8285 | 9032 | 9855 |
| 营业税金及附加 | 39 | 46 | 102 | 111 | 122 |
| 营业费用 | 145 | 170 | 275 | 301 | 331 |
| 管理费用 | 155 | 206 | 407 | 446 | 489 |
| 研发费用 | 109 | 204 | 407 | 446 | 489 |
| 财务费用 | (6) | 3 | 4 | 1 | 1 |
| 资产减值损失 | (15) | 42 | (71) | (77) | (84) |
| 公允价值变动收益 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 其他收益 | 29 | 16 | 40 | 40 | 40 |
| 投资收益 | 44 | 36 | 30 | 30 | 30 |
| 营业利润 | 370 | 280 | 696 | 803 | 920 |
| 营业外收入 | 2 | 13 | 20 | 20 | 20 |
| 营业外支出 | 4 | 1 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 368 | 292 | 711 | 818 | 935 |
| 所得税 | 46 | 25 | 102 | 118 | 136 |
| 少数股东损益 | 5 | 17 | 229 | 255 | 280 |
| 归属于母公司净利润 | 317 | 250 | 380 | 445 | 520 |

主要财务比率

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 12% | 27% | 113% | 10% | 10% |
| 营业利润 | 4% | -24% | 148% | 15% | 15% |
| 归母净利润 | 5% | -21% | 52% | 17% | 17% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 20.0% | 17.0% | 18.5% | 18.9% | 19.3% |
| 净利率 | 8.5% | 5.2% | 3.7% | 4.0% | 4.3% |
| ROE | 5.7% | 4.1% | 6.4% | 7.2% | 8.1% |
| ROIC | 5.6% | 4.0% | 8.8% | 9.5% | 10.1% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 25.9% | 35.3% | 47.4% | 47.4% | 47.4% |
| 净负债比率 | 0.0% | 2.6% | 1.6% | 1.4% | 1.3% |
| 流动比率 | 2.0 | 1.6 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 速动比率 | 1.6 | 1.2 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.9 | 0.8 | 0.9 |
| 存货周转率 | 4.4 | 4.4 | 5.1 | 3.9 | 3.9 |
| 应收账款周转率 | 3.6 | 2.9 | 4.1 | 3.7 | 3.7 |
| 应付账款周转率 | 2.4 | 2.0 | 2.3 | 1.7 | 1.7 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.23 | 0.18 | 0.28 | 0.33 | 0.38 |
| 每股经营净现金 | 0.29 | -0.20 | 0.94 | 0.62 | 0.73 |
| 每股净资产 | 4.60 | 4.26 | 4.43 | 4.62 | 4.84 |
| 每股股利 | 0.10 | 0.10 | 0.14 | 0.16 | 0.19 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 23.0 | 29.1 | 19.1 | 16.3 | 14.0 |
| PB | 1.2 | 1.2 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 30.9 | 34.7 | 15.2 | 12.9 | 11.1 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组：

史晋星：复旦大学世界经济硕士，2017年-2021年四年家电行业研究经验，曾工作于申万宏源证券研究所，先后获得2017年水晶球第四，2019-2020年水晶球第五，2017/2020年新财富入围等奖项。

陈东飞：美国莱斯大学统计学硕士，中国人民大学环境经济管理学学士。2017年入职招商证券，任环保与公用事业行业分析师，2020年任家电行业分析师。

彭子豪：北京大学光华管理学院工商管理硕士，英国华威大学统计学学士，2020年加入招商证券家电研究团队。

纪向阳：上海财经大学经济学类硕士，南京航空航天大学工学学士，曾就职于民生证券研究院，2022年加入招商证券研发中心，从事家电行业研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。