



买入(首次)

所属行业: 家用电器/照明设备 II
当前价格(元): 12.33

证券分析师

邓健全

资格编号: S0120523100001

邮箱: dengjq@tebon.com.cn

赵悦媛

资格编号: S0120523100002

邮箱: zhaoyy5@tebon.com.cn

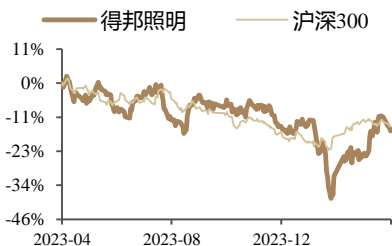
赵启政

资格编号: S0120523120002

邮箱: zhaoqz@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.14	22.23	-3.56
相对涨幅(%)	13.51	18.09	-9.89

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

得邦照明(603303.SH): 通用照明龙头 切入车载赛道, 迎来第二成长曲线

投资要点

- 通用照明+车载照明协同发展, 车用照明业务逐步贡献增量。**公司成立于1996年, 成立初期聚焦于通用照明领域, 2018年正式开展车载照明业务, 2021年明确了聚焦“车载控制器+车用照明”的车载业务发展战略, 目前公司业务持续稳健发展。2023年公司实现营业收入46.97亿元, 同比增长0.86%, 实现归母净利润3.76亿元, 同比增长10.31%。其中车载业务实现营收6.24亿元, 同比增长43.74%, 实现净利润0.4亿元。
- 通用照明行业进入整合期, 公司竞争优势不断增加。**我国是全球第一大LED照明产品出口国, 据华经产业研究院, 2022年我国LED照明产品出口占全球消费市场的比重为75%, LED照明行业中, 通用照明是主要的应用领域。目前照明行业竞争格局相对分散, 据公司2023年年报, 国内照明行业下游应用企业约有3万家, 规模以上企业超过3500家, 但年销售额超过50亿元人民币的企业较少。随着国内照明企业持续降本增效, 凭借成本、规模和价格等优势逐渐实现对外资龙头的赶超, 国际照明巨头已逐步剥离照明制造业务; 国内中小企业则面临供应链稳定、渠道变化、利润持续压缩等压力, 正加速出清; 拥有供应链优势、制造优势与资金实力的国内龙头企业份额有望提升, 公司的竞争优势不断加大。
- 车载业务聚焦“车载控制器+车用照明”, 销售规模实现高速增长。**公司在车载领域以车载控制器为支点稳步发展, 同时积极外拓进入车灯结构件与BMS领域。目前公司与松下、华域视觉、万向、马瑞利、零跑和海拉等公司建立了良好的合作关系, 持续获得新项目定点, 涉及的终端品牌包括保时捷、奥迪、大众、日产、大发、丰田、理想、广汽、零跑、长安和吉利等。根据公司公告, 2023年公司车载业务实现营收6.24亿元, 同比增长43.74%, 业务保持快速增长。
- 盈利预测与投资建议:**公司作为通用照明龙头, 在产业出清背景下有望获得更大优势, 且公司积极开拓车载业务新成长曲线, 业务规模有望持续增长。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为4.54、5.62、6.89亿元, 对应PE分别为12.95、10.46、8.54倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:**市场恶性竞争风险、原材料短缺和价格波动风险、汇率波动风险、物流不稳定风险。

股票数据

总股本(百万股):	476.94
流通A股(百万股):	476.94
52周内股价区间(元):	9.03-15.07
总市值(百万元):	5,880.73
总资产(百万元):	5,595.68
每股净资产(元):	7.31

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,657	4,697	5,488	6,371	7,299
(+/-)YOY(%)	-11.7%	0.9%	16.8%	16.1%	14.6%
净利润(百万元)	340	376	454	562	689
(+/-)YOY(%)	3.9%	10.3%	20.9%	23.8%	22.6%
全面摊薄EPS(元)	0.71	0.79	0.95	1.18	1.44
毛利率(%)	16.8%	19.4%	19.7%	20.3%	20.9%
净资产收益率(%)	10.4%	10.8%	11.5%	12.5%	13.3%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 通用照明龙头企业，拓展车载业务实现协同发展	5
1.1. 通用照明龙头企业，切入车载业务	5
1.2. 通用照明贡献主要业绩，车用照明业务逐步贡献增量	6
2. 通用照明：行业进入整合期，公司竞争优势不断增加	8
3. 发力车载业务，打开第二成长曲线	11
3.1. 车载控制器：智能化带来车载控制器新增需求	11
3.2. 车用照明行业：具备一定进入壁垒，市场集中度较高	12
3.3. 聚焦“车载控制器+车用照明”，公司车载业务持续拓展	13
3.4. 车载业务快速放量，公司不断获得新定点	15
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 投资建议	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司产品矩阵	6
图 3: 公司股权结构情况 (截至 2023 年年报)	6
图 4: 2018-2023 年公司营收水平	7
图 5: 2018-2023 年公司归母净利润水平	7
图 6: 2022-2023 年公司分业务营收 (亿元)	7
图 7: 2022-2023 年公司分业务营收占比	7
图 8: 2018-2023 年公司国内/出口业务营收占比	8
图 9: 2018-2023 年公司毛利率&净利率水平	8
图 10: 公司分业务毛利率水平	8
图 11: 2022 年全球 LED 照明市场规模预计 680 亿美元	9
图 12: 亚太、欧洲和北美地区是全球 LED 照明行业主要市场	9
图 13: 中国 LED 照明产品出口占全球消费市场的比重有所提升	9
图 14: 2021 年中国 LED 照明出口区域分布情况	9
图 15: 照明行业按照下游应用领域可分为通用照明领域和特殊照明领域	10
图 16: 2020 年中国 LED 照明行业下游应用结构分布情况	10
图 17: 2022 年国内照明行业的主要企业营收对比	11
图 18: 汽车电子电气架构的演进趋势	11
图 19: 中国汽车电子占整车制造成本比重	12
图 20: 2021 年全球市场车灯主要供应商份额	13
图 21: 2021 年中国市场车灯主要供应商份额	13
图 22: 公司全资子公司得邦车用照明营收快速增长	14
图 23: 上海良勤大灯灯体产品	14
图 24: 上海良勤尾灯灯体产品	14
图 25: 上海良勤营业收入与净利润状况	15
图 26: 武汉良信鹏营业收入与净利润状况	15
图 27: 公司车载业务快速放量	15
图 28: 公司车载控制器产品	16
图 29: 公司汽车照明产品	16
表 1: 国际照明巨头主要包括昕诺飞、欧司朗等	10

表 2: 基于功能集成的经典五域架构.....	12
表 3: 车灯行业进入壁垒.....	13
表 4: 公司获得万向一二三 16.7 亿元的 BMS 控制器定点.....	15
表 5: 公司车载业务主要新增定点项目.....	16

1. 通用照明龙头企业，拓展车载业务实现协同发展

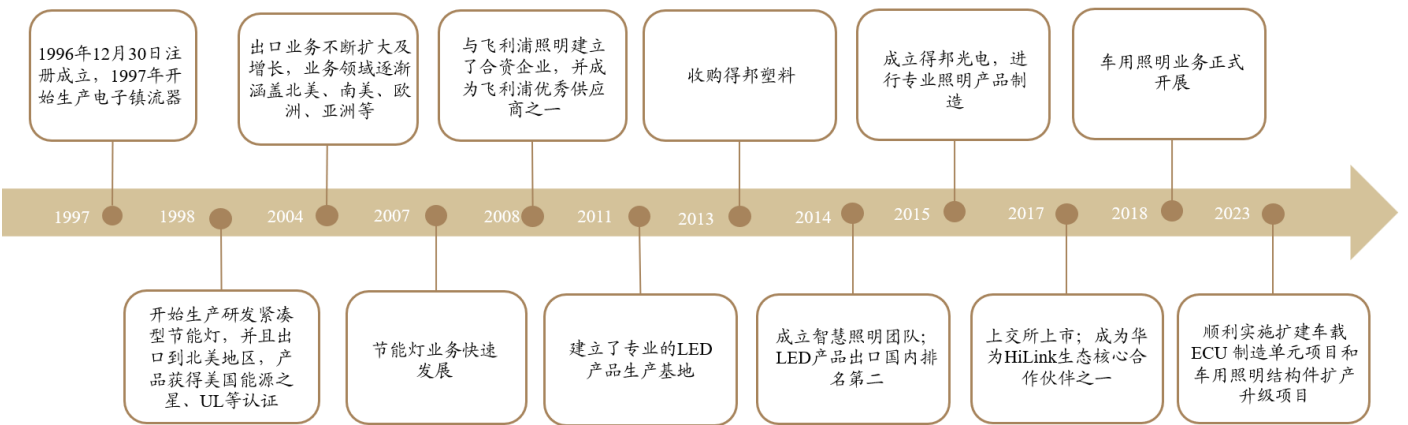
1.1. 通用照明龙头企业，切入车载业务

围绕“做大民用照明，做强商用照明，做专车载业务”的发展战略，打造企业核心竞争力。得邦照明是一家始终专注于通用照明行业，并逐步向车载领域拓展的企业，公司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，广泛用于民用及商用领域。

得邦照明成立于1996年，成立初期聚焦于通用照明领域，2004年出口业务不断扩大，业务领域涵盖北美、南美、欧洲、亚洲等国家和地区，2014年公司LED产品出口国内排名第二。2017年公司上交所上市，致力于提升通用照明国内外市场份额。

2018年，公司正式开展车载照明业务，2021年公司明确了聚焦“车载控制器+车用照明”的车载业务发展战略，目前公司与松下、华域视觉、万向、马瑞利、海拉和三立等知名零部件企业建立了良好的合作关系。

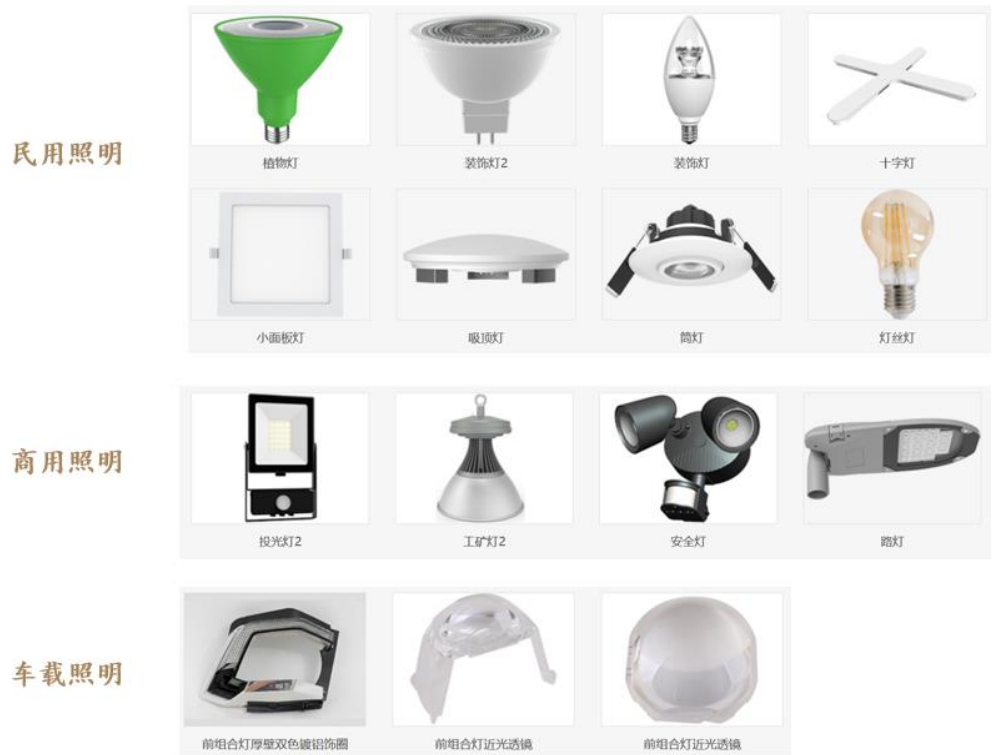
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，德邦研究所

公司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。公司民用照明产品主要包括LED光源和一体化民用灯具产品；商用照明产品主要包括工矿灯、安全灯、路灯等，覆盖工业照明、道路照明、智慧灯杆、商业照明和特种照明等细分领域；车载产品包括车灯部件、车载控制器等。截至2023年底，公司车载业务已有定点项目稳健、分批量产并不断获得新增定点项目超10亿元，涉及的终端品牌包括保时捷、奥迪、大众、日产、大发、丰田、理想、广汽、零跑、长安和吉利等。

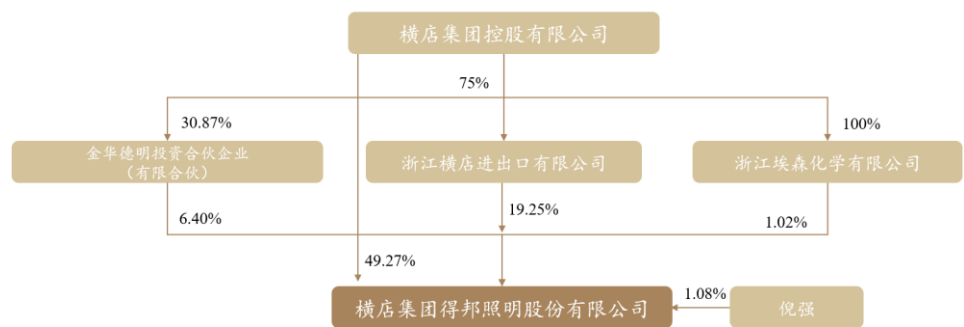
图 2：公司产品矩阵



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司股权高度集中，横店集团为控股股东。截至 2023 年年报，横店集团控股有限公司直接持有公司 49.27% 的股份，并通过金华德明投资合伙企业（有限合伙）、浙江横店进出口有限公司、浙江横店进出口有限公司间接持有公司股份，股权高度集中。

图 3：公司股权结构情况（截至 2023 年年报）



资料来源：公司公告，德邦研究所

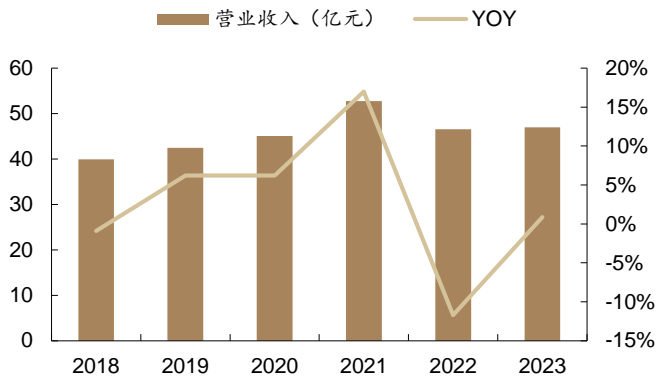
1.2. 通用照明贡献主要业绩，车用照明业务逐步贡献增量

从收入端来看，2018-2021 年公司营收稳健增长，2022 年受照明行业需求低迷和库存高企，新增订单不足，以及车规级芯片供给不足等影响，营收同比有所下滑；2023 年公司实现营收企稳，实现营收 46.97 亿元，同比+0.9%。

从利润端来看，2018-2020 年公司利润稳健增长，2021 年剔除拆分工程塑料

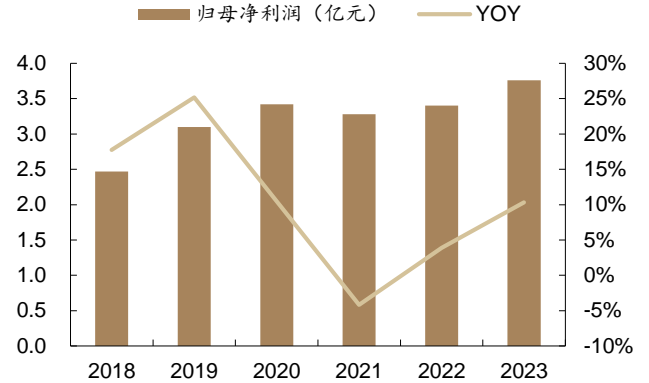
及并购上海良勤的影响后,净利润同比+10.5%。2023 年公司实现归母净利润 3.76 亿元,同比+10.3%。

图 4: 2018-2023 年公司营收水平



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

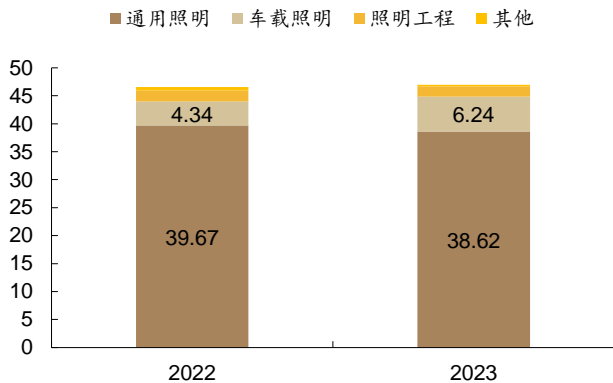
图 5: 2018-2023 年公司归母净利润水平



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

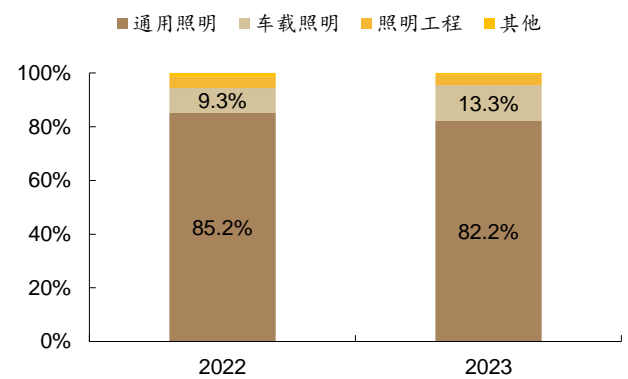
分业务看,通用照明业务为主要收入来源,2022-2023 年车载业务占比有所提升。2022-2023 年公司通用照明营收分别为 39.67/38.62 亿元,营收占比维持在 80%以上;2022-2023 年公司车载业务营收有所提升,分别为 4.34/6.24 亿元,营收占比分别为 9.3%/13.3%。

图 6: 2022-2023 年公司分业务营收 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

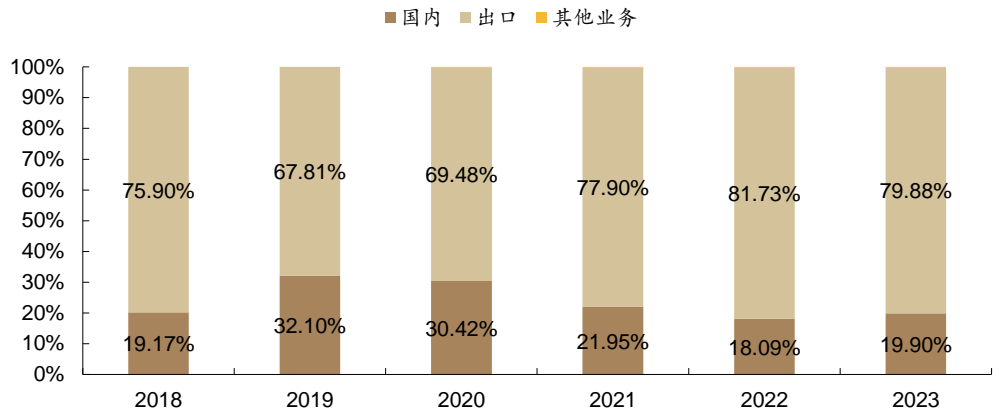
图 7: 2022-2023 年公司分业务营收占比



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

公司营收来源主要以出口为主。近几年来,公司海外业务占比均维持在 80% 左右,2023 年公司出口营收占比为 79.88%,国内业务营收占比为 19.9%。

图 8：2018-2023 年公司国内/出口业务营收占比

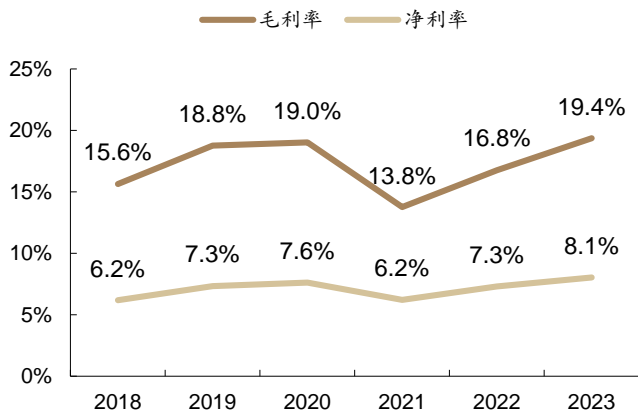


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

从盈利能力上来看，2021 年以来公司盈利能力逐步回升。2023 年公司实现毛利率 19.4%，净利率 8.1%。

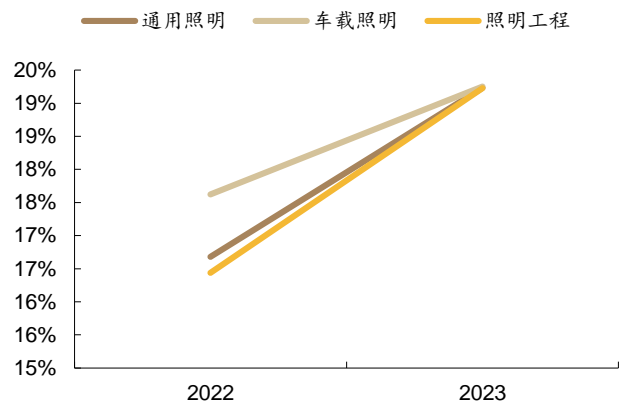
分业务看，车载照明业务毛利率最高。2023 年公司通用照明/车载照明/照明工程毛利率分别为 19.23%/19.25%/19.23%。

图 9：2018-2023 年公司毛利率&净利率水平



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 10：公司分业务毛利率水平

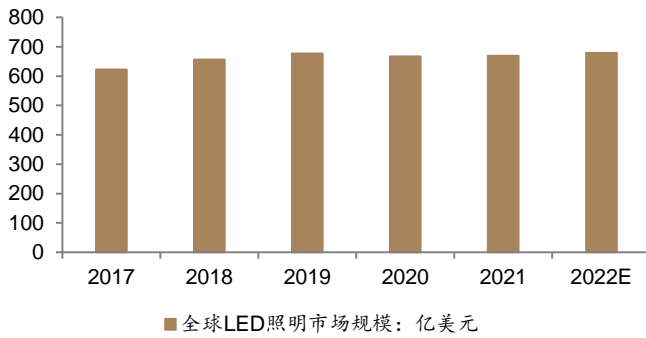


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

2. 通用照明：行业进入整合期，公司竞争优势不断增加

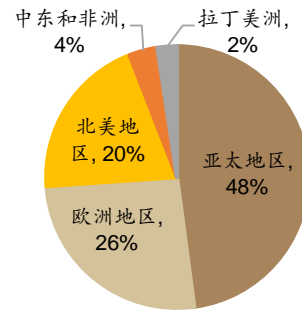
2022 年全球 LED 照明市场规模预计 680 亿美元，亚太、欧洲和北美地区是全球 LED 照明行业主要市场。相比于荧光灯、卤素灯等传统照明产品，LED 照明产品具有节能环保、光效高、产品寿命长等优势。据 Frost&Sullivan 预测，2017-2022 年全球 LED 照明市场规模从 623 亿美元增长至 680 亿美元。从区域分布情况来看，亚太、欧洲和北美地区分别占据全球 LED 照明行业 48%、26%、20%的市场。

图 11: 2022 年全球 LED 照明市场规模预计 680 亿美元



资料来源: 中商产业研究院, Frost&Sullivan, 德邦研究所

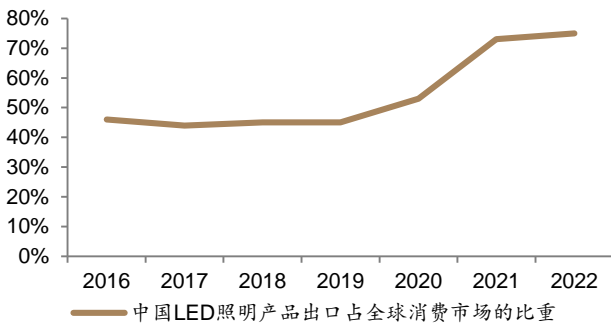
图 12: 亚太、欧洲和北美地区是全球 LED 照明行业主要市场



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

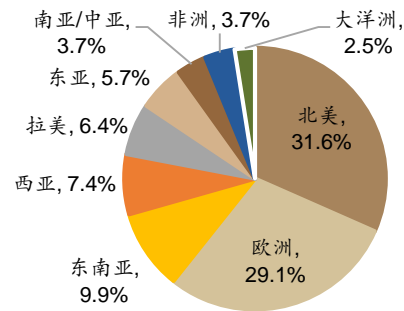
中国是全球第一大 LED 照明产品出口国, 2021 年主要出口北美、欧洲和东南亚。据华经产业研究院, 2016 年至 2019 年中国 LED 照明产品出口占全球消费市场的比重平均为 45%, 2020 年至 2022 年由 53% 提升至 75%。据中商产业研究院, 2021 年中国 LED 照明产品主要出口北美、欧洲和东南亚, 占比分别为 31.6%、29.1%、9.9%。

图 13: 中国 LED 照明产品出口占全球消费市场的比重有所提升



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

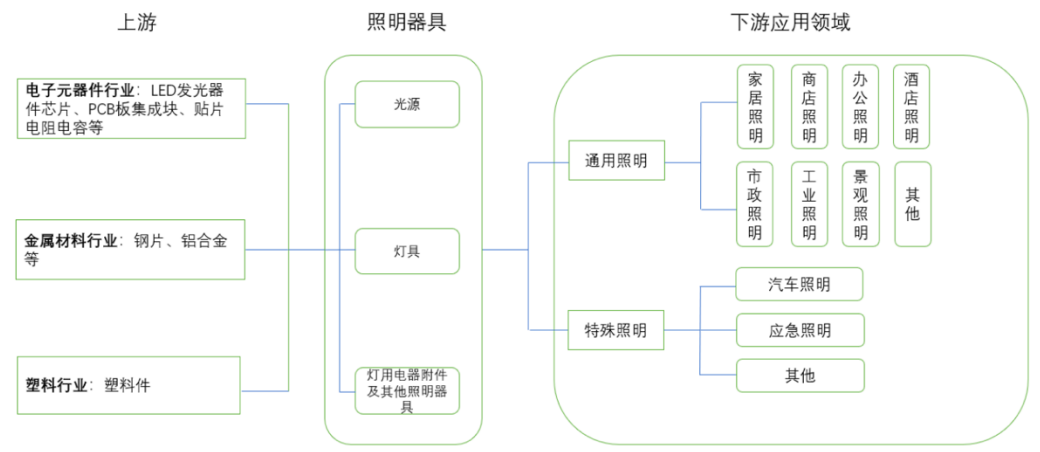
图 14: 2021 年中国 LED 照明出口区域分布情况



资料来源: 中商产业研究院, 德邦研究所

照明行业按照下游应用领域可分为通用照明领域和特殊照明领域。通用照明领域包括家具、商店、办公、酒店、市政设施、工业、景观等常见的场景; 特殊照明领域包括车用照明、应急灯等专业领域。通用照明行业上游主要涉及芯片、电子元器件、塑胶、五金、包装材料等, 下游主要包括家庭住宅、办公楼、商店、工厂、道路桥梁及其他特殊场景应用等。

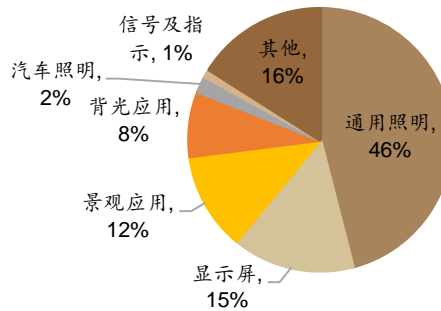
图 15: 照明行业按照下游应用领域可分为通用照明领域和特殊照明领域



资料来源: 公司 2023 年年报, 德邦研究所

通用照明是 LED 照明行业主要的应用领域。从 LED 照明应用结构来看, 通用照明是 2020 年中国 LED 照明行业最大的应用领域, 占比为 46%; 其次为显示屏和景观照明, 占比分别为 15% 和 12%。

图 16: 2020 年中国 LED 照明行业下游应用结构分布情况



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

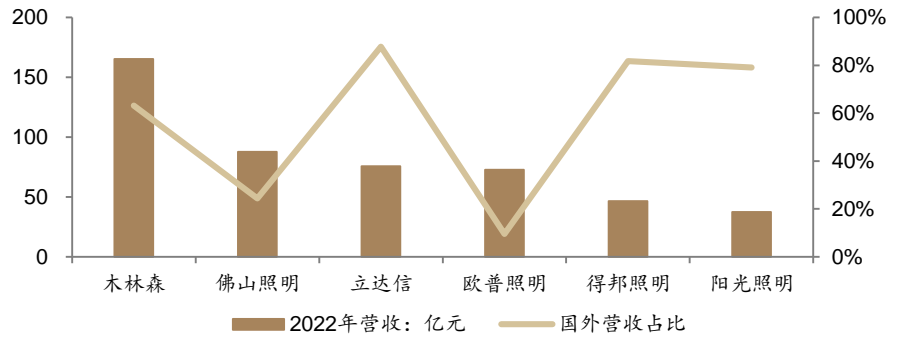
照明行业竞争格局相对分散, 国内龙头企业份额有望提升。据公司 2023 年年报, 国内照明行业下游应用企业约有 3 万家, 规模以上企业超过 3,500 家, 但年销售额超过 50 亿元人民币的企业较少。随着国内照明企业持续降本增效, 凭借成本、规模和价格等优势逐渐实现对外资龙头的赶超, 国际照明巨头已逐步剥离照明制造业务; 国内中小企业则面临供应链稳定、渠道变化、利润持续压缩等压力, 正加速出清; 拥有供应链优势、制造优势与资金实力的国内龙头企业份额有望提升。

表 1: 国际照明巨头主要包括昕诺飞、欧司朗等

公司	2022 年营收	主要销售市场	简介
昕诺飞	75.14 亿欧元	欧洲和美洲	昕诺飞前身为飞利浦照明, 是飞利浦公司旗下从事照明业务子公司, 创立于 1891 年。2016 年 5 月, 飞利浦照明在阿姆斯特丹泛欧交易所上市, 2018 年更名为昕诺飞。目前, 昕诺飞形成了以专业照明 (包括商业照明、工业照明、传统照明、照明电子和控制等) 和家居照明为主的照明产品体系。
欧司朗	48.19 亿欧元 (与艾迈斯合并后)	美国、中国和德国	欧司朗成立于 1919 年, 总部设于德国慕尼黑, 于 2012 年在法兰克福和慕尼黑证券交易所上市。目前, 欧司朗主要产品包括 LED 照明光源、LED 通用照明和特殊照明灯具及照明系统解决方案, 主要应用于商业照明、工业照明、汽车照明等领域。2016 年欧司朗将其通用照明中的光源业务分拆至朗德万斯, 并将其出售给木林森。2021 年欧司朗与艾迈斯合并。

资料来源: 民爆光电招股书, 德邦研究所

图 17：2022 年国内照明行业的主要企业营收对比



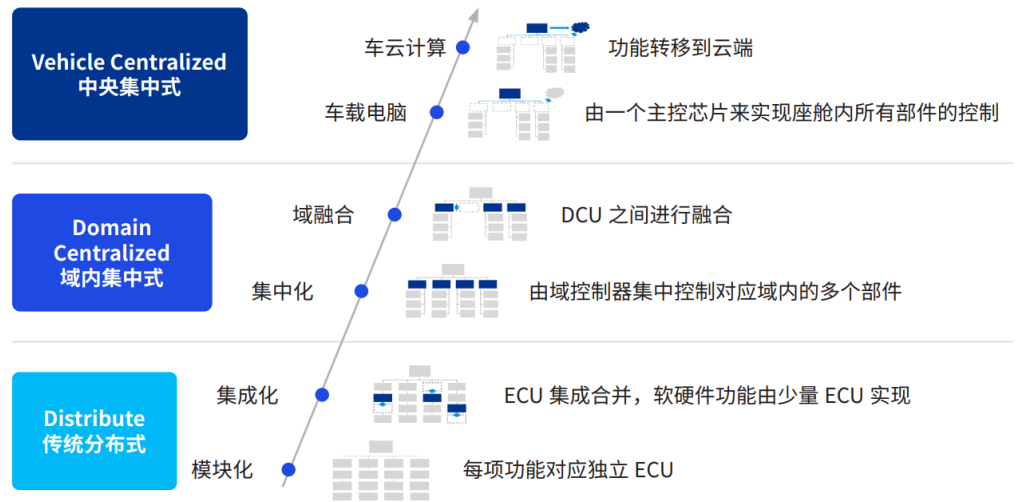
资料来源：Wind，德邦研究所

3. 发力车载业务，打开第二成长曲线

3.1. 车载控制器：智能化带来车载控制器新增需求

智能化推动电子电气架构由分布式向集中式演进。在软件定义汽车和汽车“新四化”（智能化、网联化、电动化及共享化）发展趋势下，对算力、传输速率等均提出了更高要求，功能更集中、算力更高、OTA 升级更快的集中式域控制架构应运而生，可更好地满足汽车的升级需求。

图 18：汽车电子电气架构的演进趋势



资料来源：毕马威，德邦研究所

目前车企、Tier1 零部件企业以功能集成为主开发域控制器，通常可分为动力域、底盘域、车身域、座舱域和自动驾驶域五大功能域，其中座舱域与自动驾驶域匹配智能化发展需求。座舱域实现 HUD、仪表盘、导航等部件的融合，不仅具有传统座舱电子部件，还进一步整合智能驾驶系统和车联网系统；而自动驾驶域能够使车辆具备多传感器融合、定位、路径规划、决策控制的能力。

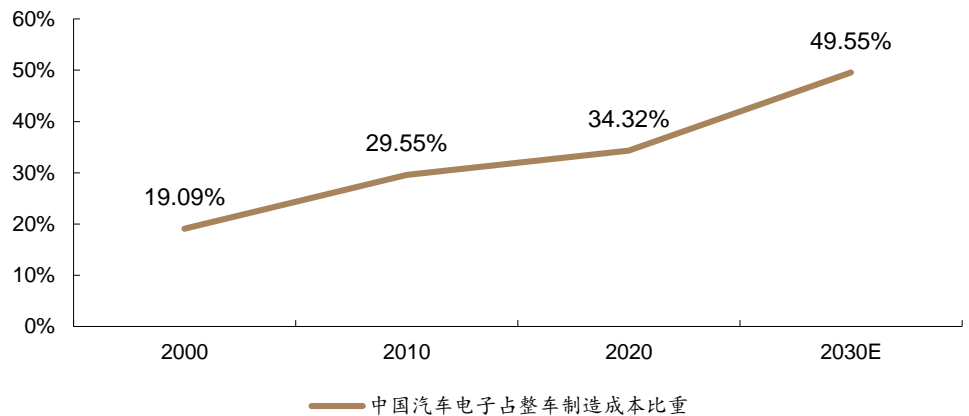
表 2: 基于功能集成的经典五域架构

五大功能域	各功能域简介	各功能域包含的控制模块
动力域	主要用于动力总成的优化与控制,同时兼具电气智能故障诊断、智能节电、总线通信等功能	电驱系统、电控系统、电机、DCDC/DCAC、电控、车载充电机、减速器、整车控制器、电驱桥等
底盘域	主要负责具体的汽车行驶控制,主要包括助力转向系统(EPS)、车身稳定系统(ESC)、电动刹车助力器、安全气囊控制系统以及空气悬架、车速传感器等	主动悬挂控制系统、安全气囊系统、电子制动助力器、电动停车助力器、电动助力转向、车内传感、胎压监测系统、电机控制、车辆制动稳定控制等
车身域	车身域控制器的主要功能包括传统 BCM 功能、PEPS (无钥匙进入和启动)、车窗控制、天窗控制、空调模块、座椅模块等	灯光控制模块、雨刮器、车身控制模块、座椅控制模块、智能门控模块、智能车窗升降模块、无钥匙进入/启动、空调控制系统、后视镜模块等
座舱域	实现 HUD、仪表盘、导航等部件的融合,不仅具有传统座舱电子部件,还进一步整合智能驾驶系统和车联网系统,从而进一步优化智能驾驶、车载互联、信息娱乐等	液晶仪表、多模交互、中控多媒体、副驾驶信息娱乐、HUD、后排娱乐系统等
自动驾驶域	能够使车辆具备多传感器融合、定位、路径规划、决策控制的能力,通常需要外接多个摄像头、毫米波雷达、激光雷达等设备,以及图像识别、数据处理等	毫米波雷达、GPS、摄像头、激光雷达、超声波雷达、惯导系统等

资料来源:盖世汽车研究院,德邦研究所

智能化趋势提升车载控制器需求量。车载控制器是汽车的仪器、设备、装备、系统中为完成特定用途而设计实现的计算机控制单元。目前,汽车电子控制器(ECU)已从传统的引擎控制系统、安全气囊、防抱死等系统,逐渐延伸到了车身电子稳定系统、车灯控制、空调、水泵油泵、仪表、娱乐影音系统,也越来越向集中式靠拢并逐渐演化到域控制器(DCU)和多域控制器(MDC)阶段。随着电动化、智能化渗透提升趋势下,车载控制器价值量将显著提升。

图 19: 中国汽车电子占整车制造成本比重



资料来源:智研咨询,德邦研究所

3.2. 车用照明行业: 具备一定进入壁垒, 市场集中度较高

车灯行业的进入壁垒包括客户资源壁垒、技术壁垒、成本壁垒、质量认证壁垒等。进入汽车灯具行业必须前期投入大量资金购置生产设备,且开发每款车灯投入的图纸设计、模具开发、工装开发成本很高。此外,汽车灯具制造需要运用跨学科(材料学、光学、电子学、机械工程等)的知识和技术,设计开发、生产制造、质量控制等能力是决定车灯制造企业竞争力的关键因素。

智能车灯时代或对车灯供应商技术提出更高要求。从华为的 HUAWEI XPIXEL 方案可以看出,智能车灯正在向多模态人车交互形式发展。未来汽车车灯将会趋向车外交互的形式发展,投影提示、行车辅助等多样化的交互方式正在逐步上车,对智能光控算法等技术或提出更高需求。

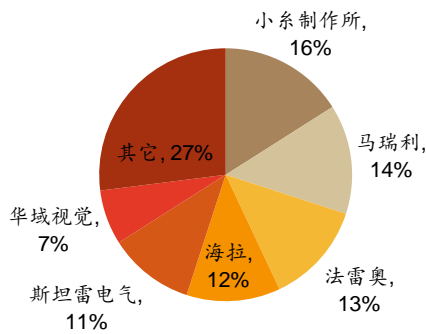
表 3: 车灯行业进入壁垒

进入壁垒	具体内容
客户资源壁垒	1、整车制造企业选择汽车灯具供应商的程序非常严格，需要投入大量人力、财力和时间，同样，汽车灯具制造企业也需要具备足够的实力才能成为符合条件的供应商。 2、汽车灯具产品属于定制型产品，而且开发新品的频率很高，整车制造企业为了降低协调、沟通、采购的成本，倾向于与固定的供应商合作。 3、部分情况下整车制造企业需要承担大量前期开发成本，而且设计开发有一定周期，通常出于财务成本、时间成本等因素考虑，一款车灯的供应商仅限于一家或少数几家，且在该款车灯的生命周期内，双方一般不会终止合作关系。
技术壁垒	整车制造企业对车灯质量和外观的要求非常严格，所以设计开发、生产制造、质量控制等方面的能力是决定车灯制造企业竞争力的关键因素。汽车灯具制造需要运用跨学科（材料学、光学、电子学、机械工程等）的知识和技术，这些知识和技术的掌握通常需要一个长期积累的过程。
成本壁垒	进入汽车灯具行业必须前期投入大量资金购置生产设备，而且开发每款车灯投入的图纸设计、模具开发、工装开发成本很高，如果不能迅速形成规模化生产，车灯制造企业难以在激烈的竞争中生存。一般而言，新进入的企业难以在短时间内形成规模生产，享受规模效应。
质量认证壁垒	1、进入汽车灯具制造行业的企业必须通过 ISO/TS16949 质量管理体系认证，该体系要求受审核方必须具备有至少 12 个月的生产和管理记录。 2、整车制造企业对汽车灯具质量的要求十分严格，汽车灯具制造企业必须经过整车制造企业严格的考察和评审程序才能成为其合格的供应商。

资料来源：星宇股份招股说明书，德邦研究所

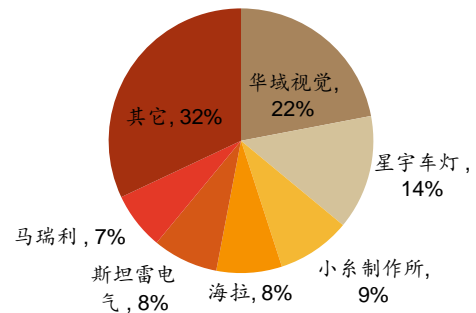
车用照明行业集中度较高，CR5 超 50%。根据 Marklines，2021 年全球车灯市场主要以小系、马瑞利、法雷奥、海拉、斯坦雷电气等外资企业为主导，CR3 为 43%，CR5 为 66%。2021 年中国市场车灯供应商主要以华域视觉、星宇车灯等国内企业和小系、海拉、斯坦雷、马瑞利等外资企业为主，CR3 为 45%，CR5 为 61%，集中度相对较高。

图 20: 2021 年全球市场车灯主要供应商份额



资料来源：Marklines，德邦研究所

图 21: 2021 年中国市场车灯主要供应商份额

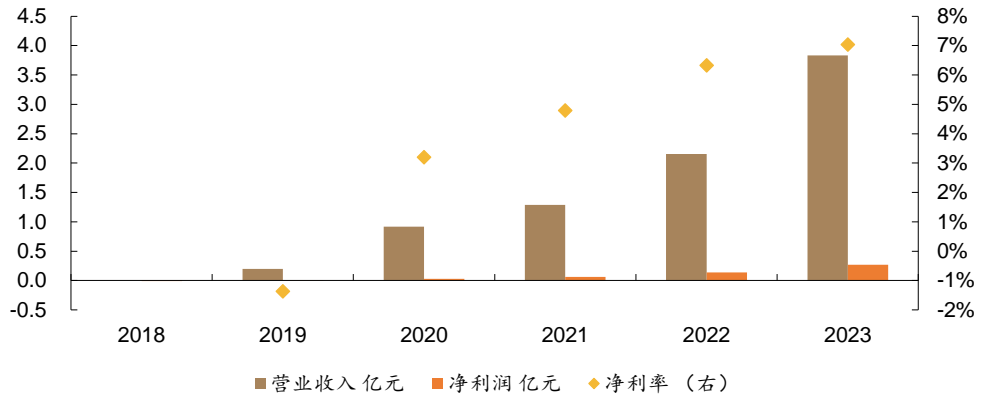


资料来源：Marklines，德邦研究所

3.3. 聚焦“车载控制器+车用照明”，公司车载业务持续拓展

公司积极开拓车载业务，车灯控制器业务快速增长。公司车载业务聚焦“车载控制器+车用照明”，于 2018 年 9 月成立全资子公司得邦车用照明，主要从事车用产品的生产、研发、设计和销售，已成功量产车载前大灯控制器（LDM）产品并搭载在部分日系车型中，目前公司汽车前大灯控制器 LDM 业务保持高速增长。

图 22：公司全资子公司得邦车用照明营收快速增长



资料来源：公司公告，德邦研究所

收购上海良勤与武汉良信鹏，公司进入车灯结构件领域。公司于 2020 年 12 月签订《股权投资意向协议》，拟以增资 9100 万元人民币的方式持有增资后的上海良勤 70% 股权，拟出资 700 万元人民币收购武汉良信鹏 70% 股权。上海良勤成立于 2007 年，主要以塑料模具开发制造，生产车灯上所有塑料零件及其他塑料元器件为主，其拥有 60 余台国内外知名注塑机、10 余台加工中心、二条 UV 喷涂流水线、10 余台真空镀铝机和多种国际知名品牌的检测仪器。通过收购上海良勤与武汉良信鹏，公司进入车灯结构件领域。

图 23：上海良勤大灯灯体产品



资料来源：上海良勤官网，德邦研究所

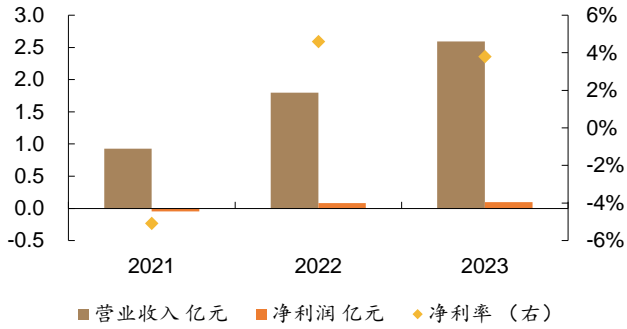
图 24：上海良勤尾灯灯体产品



资料来源：上海良勤官网，德邦研究所

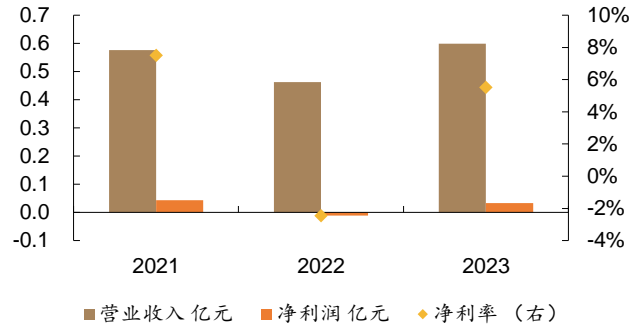
协同效应显现，公司开拓诸多新客户。通过收购上海良勤和武汉良信鹏，公司的协同优势逐步发挥，自收购上海良勤和武汉良信鹏之后，公司开发了诸多结构件业务的新客户，如零跑、三立、海拉等，同时进行了产线技改和厂房扩建，产能得到极大提升。根据公司公告，2023 年上海良勤实现营业收入 2.59 亿元，同比增长 44.48%；实现净利润 988.47 万元，同比增长 19.35%。2023 年武汉良信鹏实现营业收入 0.60 亿元，同比增长 29.38%；实现净利润 330.96 万元，同比增长 392.35%。

图 25: 上海良勤营业收入与净利润状况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 26: 武汉良信鹏营业收入与净利润状况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

基于技术相通性, 公司进入电池管理系统 (BMS) 领域。由于 LDM 与 BMS 在开发流程上具有一定的相通性, 公司积极开发 BMS 业务, 公司在 2021 年收到万向一二三项目定点函, 为其定制开发和供应 BMS 产品, 产品将应用于保时捷及奥迪部分车型中。同时公司积极扩展产线, 根据公司公告, 公司 BMS 产线计划完成 1 条组装 1 条贴片, 预计可实现年产 20 万套 BMS 产品。

表 4: 公司获得万向一二三 16.7 亿元的 BMS 控制器定点

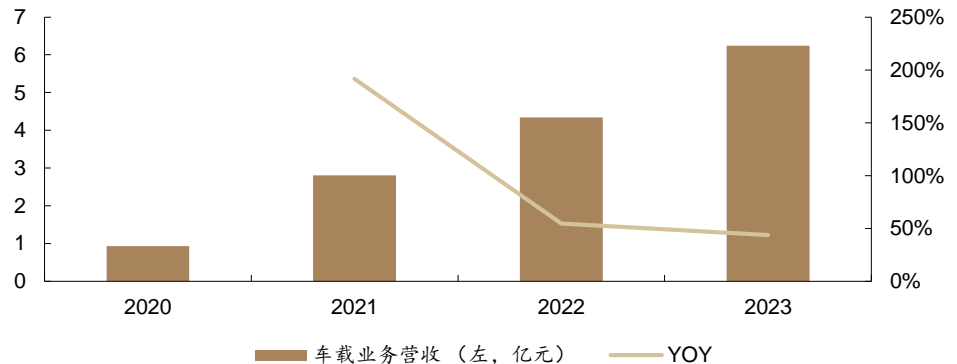
项目名称	开始供货时间	项目周期	金额	最终主机厂客户
12PPN001 项目	2021 年第四季度	2021 年-2024 年	0.7 亿元	保时捷及奥迪部分车型
48PAU001 项目	2023 年	2023 年-2033 年	12 亿元	
-	-	-	近 4 亿元	-

资料来源: 公司公告, 2023 年半年报, 德邦研究所

3.4. 车载业务快速放量, 公司不断获得新定点

公司车载业务聚焦车载控制器与车用照明, 销售规模持续实现高速增长。根据公司公告, 2023 年公司车载业务实现营收 6.24 亿元, 同比增长 43.74%。同时公司车载业务推进生产线扩建, 横店车载 ECU 制造二车间量产, 三车间完成产线安装, 武汉良信鹏新生产基地 (一期) 建设完成并投入使用, 车载业务呈现产销两旺状态。同时公司不断扩充研发团队, 打造上海、横店双研发基地。继 2022 年横店车载研发中心投入使用后, 上海车载研发中心已完成建设并于 2024 年 2 月正式开业。

图 27: 公司车载业务快速放量



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 28: 公司车载控制器产品


资料来源: 公司官网, 德邦研究所

图 29: 公司汽车照明产品


资料来源: 公司官网, 德邦研究所

在手订单丰富, 公司业务持续开拓。公司已有定点项目顺利量产, 与松下、华域视觉、万向、马瑞利、零跑和海拉等公司建立了良好的合作关系, 持续获得新项目定点。根据公司公告, 截至 2023 年年中, 公司有定点项目累计超 40 亿元, 项目周期为 5-10 年, 涉及保时捷、奥迪、大众、日产、大发丰田、广汽、理想和吉利等诸多主机品牌。在车用照明领域, 公司持续获得头部 Tier1 企业的多个定点; 在车载控制器领域, 公司新增万向 A123 BMS 近 4 亿元定点项目。随着公司订单的不断交付以及对于新客户的持续开拓, 公司车载业务有望持续增长。

表 5: 公司车载业务主要新增定点项目

定点客户	公告日期	提供产品	项目周期 (年)	项目金额 (亿元)
延锋彼欧汽车外饰系统有限公司	2024-02-24	发光格栅 PCB 支架总成产品	5	0.75
湖北华中马瑞利汽车照明有限公司	2023-08-23	S311 车大灯 ECU	3	0.81
马瑞利汽车照明系统 (芜湖) 有限公司	2023-05-13	VC1 汽车尾灯发光板	4	1.8
马瑞利汽车照明系统 (佛山) 有限公司	2023-01-19	马瑞利 A09 项目汽车前大灯控制器 (LDM)	6	0.6

资料来源: 《关于子公司收到项目定点函的公告》, 《关于子公司收到项目定点意向书的公告》, Wind, 德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

通用照明: 民用照明方面, 公司凭借规模化基础上的高效运营、迭代管理以及极致的性价比, 有望继续保持着民用照明领域的行业龙头地位; 商用照明方面, 围绕商用照明客户“定制化、智能化和专业化”的需求, 公司在多个细分领域实现销售规模的增长和盈利水平的持续提升。我们预计 2024-2026 年此业务收入分别为 44.03、50.21、56.04 亿元, 毛利率分别为 19.5%、19.7%、20.0%;

车载业务: 公司在“车用照明+车载控制器”领域持续拓展并加大投入, 与松下、华域视觉、万向、马瑞利、海拉和三立等知名零部件企业建立了良好的合作关系, 同时公司顺利实施扩建车载 ECU 制造单元项目和车用照明结构件扩产升级项目。我们预计 2024-2026 年此业务收入分别为 8.75、11.40、14.85 亿元, 毛利率分别为 20.5%、22.5%、24.0%;

表 9：公司营收拆分及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
通用照明业务 (亿元)	39.7	38.6	44.0	50.2	56.0
YOY	-10.2%	-2.6%	14.0%	14.0%	11.6%
毛利率	16.7%	19.2%	19.5%	19.7%	20.0%
车载业务 (亿元)	4.3	6.2	8.8	11.4	14.9
YOY	54.6%	43.7%	40.3%	30.3%	30.3%
毛利率	17.6%	19.3%	20.5%	22.5%	24.0%
照明工程施工业务 (亿元)	1.90	1.79	1.80	1.80	1.80
YOY	-31.0%	-5.5%	0.5%	0.0%	0.0%
毛利率	16.4%	19.2%	19.0%	19.0%	19.0%
其他主营业务 (亿元)	0.58	0.32	0.30	0.30	0.30
YOY	-80.1%	-45.1%	-6.5%	0.0%	0.0%
毛利率	11.3%	36.55%	36.00%	36.00%	36.00%

资料来源：Wind，德邦研究所预测

4.2. 投资建议

综上，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 4.54、5.62、6.89 亿元，对应 PE 分别为 12.95、10.46、8.54 倍。选取立达信、欧普照明、佛山照明作为可比公司，3 家可比公司对应 2023-2025 年 PE 均值分别为 22.0、16.3、13.9 倍，得邦照明在 2024-2025 年 PE 低于可比公司，考虑到公司通用照明业务规模持续提升，且开拓车载业务作为第二增长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
				2023A/E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
605365.SH	立达信	85.20	16.89	3.21	4.49	5.53	26.6	19.0	15.4
603515.SH	欧普照明	115.92	15.53	9.51	10.78	12.05	12.2	10.8	9.6
000541.SZ	佛山照明	85.18	5.50	3.14	4.44	5.09	27.2	19.2	16.8
可比公司平均 PE							22.0	16.3	13.9
603303.SH	得邦照明	58.81	12.33	3.76	4.54	5.62	-	13.0	10.5

资料来源：Wind，德邦研究所

注：收盘日期为 2024/04/12，因得邦照明已披露 2023 年年报，故其 2023 年数据为年报数据，2024-2025 年为德邦研究所盈利预测；可比公司 2023-2025 年数据均为 Wind 一致预期

5. 风险提示

市场恶性竞争风险、原材料短缺和价格波动风险、汇率波动风险、物流不稳定风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.79	0.95	1.18	1.44
每股净资产	7.31	8.26	9.44	10.88
每股经营现金流	1.64	0.71	0.96	1.23
每股股利	0.33	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	16.32	12.95	10.46	8.54
P/B	1.76	1.49	1.31	1.13
P/S	1.25	1.07	0.92	0.81
EV/EBITDA	7.35	5.89	4.09	2.56
股息率%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.4%	19.7%	20.3%	20.9%
净利润率	8.0%	8.5%	8.9%	9.5%
净资产收益率	10.8%	11.5%	12.5%	13.3%
资产回报率	6.7%	7.5%	8.4%	9.4%
投资回报率	9.1%	10.1%	10.8%	11.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.9%	16.8%	16.1%	14.6%
EBIT 增长率	12.8%	26.7%	21.6%	21.3%
净利润增长率	10.3%	20.9%	23.8%	22.6%
偿债能力指标				
资产负债率	36.6%	33.5%	31.6%	28.4%
流动比率	2.2	2.4	2.6	3.0
速动比率	1.8	2.0	2.3	2.6
现金比率	1.2	1.4	1.6	2.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	88.3	76.0	73.0	68.0
存货周转天数	56.1	45.0	40.0	35.0
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0
固定资产周转率	6.2	7.3	8.7	10.1

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	376	454	562	689
少数股东损益	2	3	4	4
非现金支出	198	108	108	108
非经营收益	15	-89	-91	-93
营运资金变动	193	-148	-129	-120
经营活动现金流	784	339	457	586
资产	-106	37	58	59
投资	-16	-9	-9	-9
其他	2	7	9	11
投资活动现金流	-120	35	58	61
债权募资	20	0	0	0
股权募资	2	0	0	0
其他	259	-1	-1	-1
融资活动现金流	281	-1	-1	-1
现金净流量	931	374	515	647

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 4 月 12 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,697	5,488	6,371	7,299
营业成本	3,788	4,405	5,080	5,777
毛利率%	19.4%	19.7%	20.3%	20.9%
营业税金及附加	15	17	21	23
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	158	187	217	248
营业费用率%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用	198	230	268	307
管理费用率%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
研发费用	172	203	236	270
研发费用率%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
EBIT	385	487	593	719
财务费用	-51	-74	-85	-101
财务费用率%	-1.1%	-1.3%	-1.3%	-1.4%
资产减值损失	-42	-40	-40	-40
投资收益	10	11	13	15
营业利润	366	473	591	735
营业外收支	75	79	78	78
利润总额	442	551	669	813
EBITDA	506	525	631	757
所得税	64	83	100	122
有效所得税率%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	2	3	4	4
归属母公司所有者净利润	376	454	562	689

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,486	2,859	3,374	4,021
应收账款及应收票据	1,115	1,172	1,352	1,346
存货	527	534	515	529
其它流动资产	240	233	222	236
流动资产合计	4,367	4,798	5,462	6,132
长期股权投资	62	72	82	92
固定资产	763	749	736	723
在建工程	0	22	23	22
无形资产	234	239	244	249
非流动资产合计	1,228	1,245	1,241	1,235
资产总计	5,596	6,044	6,703	7,367
短期借款	20	20	20	20
应付票据及应付账款	1,699	1,604	1,641	1,568
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	295	369	423	468
流动负债合计	2,014	1,994	2,084	2,057
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	34	34	34	34
非流动负债合计	34	34	34	34
负债总计	2,048	2,027	2,117	2,090
实收资本	477	477	477	477
普通股股东权益	3,486	3,940	4,502	5,191
少数股东权益	62	76	83	85
负债和所有者权益合计	5,596	6,044	6,703	7,367

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。