

佛山照明（000541.SZ）

燎旺拟投建汽车车灯项目，车灯业务有望加速发展

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：陈伟奇
证券分析师：王兆康
证券分析师：邹会阳
联系人：李晶

0755-81982606
0755-81983063
0755-81981518

chenweiqi@guosen.com.cn
wangzk@guosen.com.cn
zouhuiyang@guosen.com.cn
lijing29@guosen.com.cn

◆ 家用电器 · 照明设备 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980520110004
执证编码：S0980520120004
执证编码：S0980523020001

事项：

佛山照明公告，为了拓展长三角地区汽车整车企业业务，扩大生产规模，并加快向中高端产品市场布局和升级，提升市场竞争力，公司控股子公司南宁燎旺拟在苏州市相城区投资成立全资子公司燎旺车灯（苏州）有限公司，投资汽车车灯生产建设项目，投资金额约为 5.8 亿元。

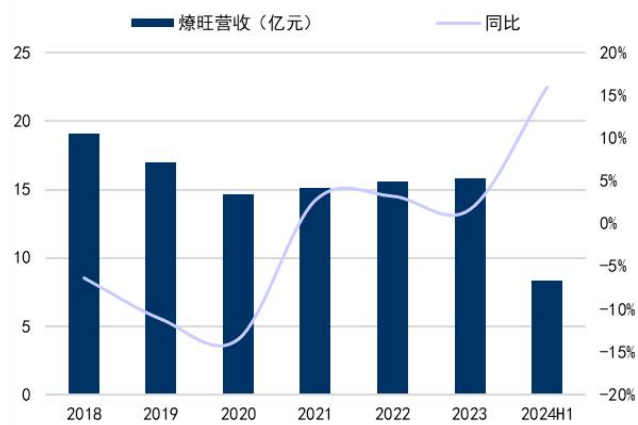
国信家电观点：1) 长三角地区是我国主要的汽车产业集群地之一，南宁燎旺作为我国头部的车灯内资企业，在苏州投建车灯项目有利于燎旺拓展及服务长三角车企，加速公司车灯业务发展。2) 我国车灯行业在产品升级的带动下有望持续增长，当前内资车灯企业市占率尚低，国产化替代大有可为。3) 佛山照明持续优化整合 LED 产业链上下游，大力开拓细分领域，在车灯、海洋照明、LED 封装产品等业务上持续发力。长三角地区是我国最为重要的整车企业集群区之一，南宁燎旺在苏州投建汽车车灯项目，有望提升公司对市场需求的响应速度，加速公司在车灯业务上的发展。考虑到公司在车灯等新业务上的投入及国内外通用照明需求，下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 3.4/4.1/4.8 亿（前值为 4.1/5.0/5.7 亿），同比+17%/+20%/+17%，对应 PE=23/19/16x，维持“优于大市”评级。4) 风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；车灯客户开拓不及预期；项目建设不及预期。

评论：

◆ 燎旺是我国头部内资车灯厂，投建苏州车灯项目有利于承接长三角客户资源

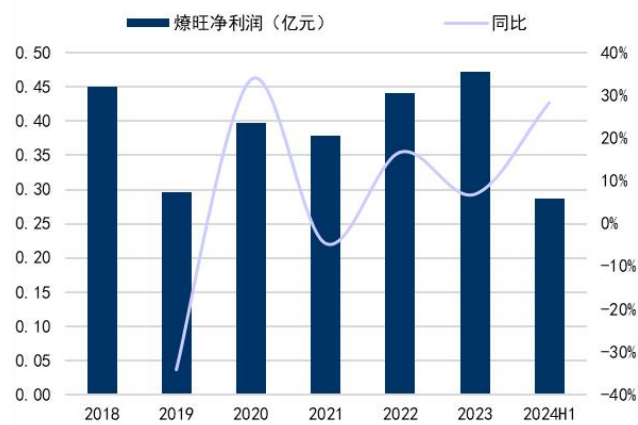
南宁燎旺是我国头部内资车灯企业，被佛山照明收购后，公司收入迎来加速增长、盈利持续改善。公司主营车灯 LED 模组、模块化 LED 光源和车灯总成，2021 年佛山照明通过增资及收购，获得南宁燎旺 53.8% 的股权并实现控股。收购后，佛山照明和南宁燎旺在资金、技术、客户等多方面实现协同发展，燎旺收入逐步企稳；并在持续积累新客户后，2024H1 公司收入迎来加速增长，利润率持续提升。2023 年南宁燎旺实现收入 15.9 亿，同比增长 1.7%；净利润 0.5 亿，同比增长 6.8%。2024H1 实现收入 8.4 亿，同比增长 16.0%；净利润 0.3 亿，同比增长 28.3%。

图1：燎旺 2021 年被收购后营收企稳并加速增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：燎旺 2022 年后净利率持续提升



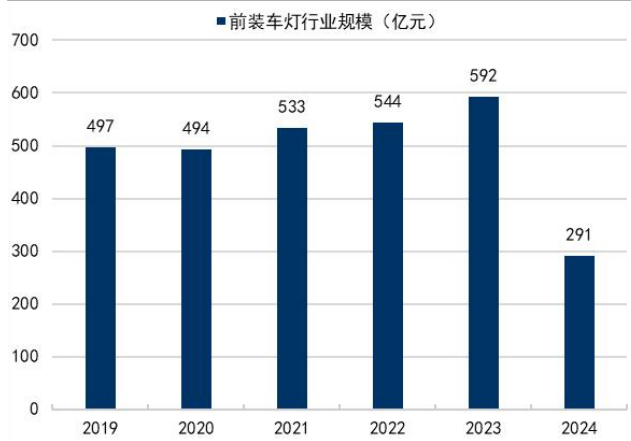
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

长三角是我国主要的汽车产业集群地，南宁燎旺投建苏州车灯项目有利于承接长三角客户资源。截至 2023 年底，燎旺具备年生产超 500 万台套车灯的生产能力，在南宁、柳州、重庆、青岛、印尼均有生产制造基地。其中南宁、柳州基地主要供应广东、广西等地区，重庆基地主要供应重庆、四川等地区，青岛主要面向山东、京津冀、华东等地区，主要生产基地离长三角地区较远。公司已与上汽通用五菱、上汽智己、上汽大通等汽车整车制造企业建立长期供应合作关系。此次在苏州市布局汽车车灯生产厂房及配套工程设施，有利于优化产业布局，提升公司对市场需求的响应速度，加速公司车灯业务的发展。

◆ 车灯产品升级带动行业发展，国产化替代大有可为

我国汽车车灯前装市场规模接近 600 亿元，随着我国汽车行业出海及车灯产品升级，车灯行业规模有望稳步增长。智研咨询数据显示，2023 年我国车灯行业规模达到 592 亿元，2019-2023 年复合增长 4.5%，高于同期我国汽车产量 3.2%的复合增长。目前我国整车企业正在加速出海步伐，中国汽车工业协会数据显示，2024 年 1-8 月我国汽车出口 377 万辆，同比增长 28.3%。随着我国汽车出口高速增长，汽车行业整体产量有望稳步提升，带动车灯行业需求。

图3：我国车灯行业规模稳步增长



资料来源：智研咨询、国信证券经济研究所整理

图4：我国汽车出口数量快速增长

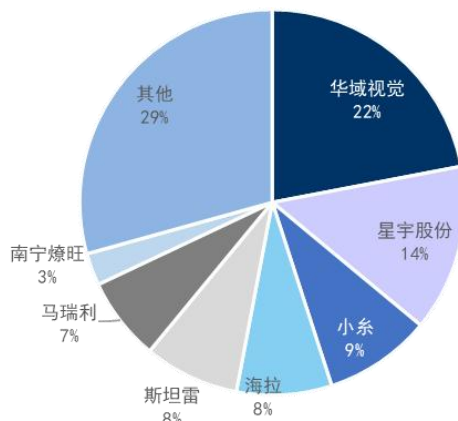


资料来源：中国汽车工业协会、国信证券经济研究所整理

汽车车灯也在持续进行产品结构升级，带动行业均价的上涨。智研咨询数据显示，2022 年中国卤素灯总成单价为 400 元/套，氙气灯总成单价为 970 元/套，LED 灯总成单价为 1880 元/套，激光灯总成单价为 3750 元/套。随着车灯结构逐步升级并带动均价提升，我国车灯行业规模同样有望稳步增长。

外资车灯企业在我国仍占有较大份额，我国内资车灯厂国产化替代空间较大。我国汽车车灯行业呈现出一超多强的竞争格局。Marklines 数据显示，华域视觉一直是我国车灯行业龙头，2021 年市占率达到 22%，其次为星宇股份，市占率为 14%；4 家外资车灯企业小糸、海拉、斯坦雷、马瑞利，各自占据 7%-9%的份额，在我国依然占有较大份额。以燎旺 2023 年收入计算，燎旺的市占率仅 2.7%，依然具备较大的成长空间。目前我国内资整车厂的话语权不断增加，国内车企占比持续提升，南宁燎旺已与重庆长安、赛力斯等内资车企建立良好合作关系，且在新能源汽车车灯方面大力投入，未来有望享受车灯国产化替代红利。

图5: 2021 年我国车灯行业竞争格局：外资车灯企业仍占有较大份额



资料来源：Marklines、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：投建苏州车灯项目辐射长三角客户，车灯业务有望加速发展

佛山照明持续优化整合 LED 产业链上下游，大力开拓细分领域，在车灯、海洋照明、LED 封装产品等业务上持续发力。长三角地区是我国最为重要的整车企业集群区之一，南宁燎旺在苏州投建汽车车灯项目，有望提升公司对市场需求的响应速度，加速公司在车灯业务上的发展。考虑到公司在车灯等新业务上的投入及国内外通用照明需求，下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 3.4/4.1/4.8 亿（前值为 4.1/5.0/5.7 亿），同比+17%/+20%/+17%，对应 PE=23/19/16x，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；车灯客户开拓不及预期；项目建设不及预期。

相关研究报告：

- 《佛山照明 (000541.SZ)-2023 年报点评：通用照明及车灯业务加速复苏，盈利有所改善》——2024-04-21
- 《佛山照明 (000541.SZ)-收购船用照明公司上海亮舟，产业一体化稳步推进》——2023-11-01
- 《佛山照明 (000541.SZ)-2023 年中报点评：经营稳健前行，扣非盈利有所改善》——2023-09-05
- 《佛山照明 (000541.SZ)-股权激励激发国企活力，考核目标彰显成长信心》——2023-06-14
- 《佛山照明 (000541.SZ)-2022 年年报点评：经营短期承压，车灯业务如期发展》——2023-04-13

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2485	3596	3394	3927	4345	营业收入	8760	9057	9907	10925	11961
应收款项	2775	3200	3393	3652	4107	营业成本	7224	7355	7988	8767	9558
存货净额	2032	1971	2191	2437	2634	营业税金及附加	62	72	79	87	95
其他流动资产	717	608	695	760	833	销售费用	257	331	337	371	407
流动资产合计	8270	9528	9839	10945	12089	管理费用	408	431	483	531	580
固定资产	4791	4628	4472	4240	3984	研发费用	441	484	535	590	646
无形资产及其他	340	435	417	400	382	财务费用	(31)	(32)	(50)	(59)	(68)
投资性房地产	1704	2165	2165	2165	2165	投资收益	11	15	20	15	7
长期股权投资	182	179	359	459	459	资产减值及公允价值变动	(101)	(80)	(80)	(75)	(78)
资产总计	15287	16934	17252	18209	19079	其他收入	(370)	(433)	(535)	(590)	(646)
短期借款及交易性金融负债	223	564	394	479	436	营业利润	380	403	476	579	672
应付款项	4489	5147	5586	6146	6707	营业外净收支	2	3	6	4	4
其他流动负债	910	930	1031	1129	1234	利润总额	382	406	481	582	676
流动负债合计	5622	6641	7011	7754	8377	所得税费用	31	21	36	49	57
长期借款及应付债券	748	253	23	23	23	少数股东损益	120	94	107	125	140
其他长期负债	316	269	269	269	269	归属于母公司净利润	230	290	339	408	479
长期负债合计	1064	522	292	292	292	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6687	7163	7303	8046	8669	净利润	230	290	339	408	479
少数股东权益	3427	3486	3529	3579	3635	资产减值准备	71	26	32	(4)	(9)
股东权益	5173	6285	6421	6584	6776	折旧摊销	522	537	420	479	504
负债和股东权益总计	15287	16934	17252	18209	19079	公允价值变动损失	101	80	80	75	78
关键财务与估值指标						财务费用	(31)	(32)	(50)	(59)	(68)
每股收益	0.17	0.19	0.22	0.26	0.31	营运资本变动	868	(58)	74	83	(68)
每股红利	0.13	0.12	0.13	0.16	0.19	其它	(42)	6	11	54	65
每股净资产	3.80	4.06	4.15	4.25	4.38	经营活动现金流	1750	882	956	1095	1050
ROIC	5%	4%	5%	6%	8%	资本开支	0	(308)	(360)	(300)	(300)
ROE	4%	5%	5%	6%	7%	其它投资现金流	67	109	(14)	(2)	(2)
毛利率	18%	19%	19%	20%	20%	投资活动现金流	66	(196)	(554)	(402)	(302)
EBIT Margin	4%	4%	5%	5%	6%	权益性融资	33	1091	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	9%	10%	10%	负债净变化	748	(495)	(230)	0	0
收入增长	84%	3%	9%	10%	9%	支付股利、利息	(175)	(191)	(204)	(245)	(287)
净利润增长率	-8%	26%	17%	20%	17%	其它融资现金流	(1896)	706	(170)	85	(43)
资产负债率	66%	63%	63%	64%	64%	融资活动现金流	(716)	426	(604)	(160)	(330)
股息率	2.2%	2.4%	2.6%	3.1%	3.6%	现金净变动	1100	1112	(202)	534	418
P/E	30.1	27.2	23.3	19.4	16.5	货币资金的期初余额	1384	2485	3596	3394	3927
P/B	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	货币资金的期末余额	2485	3596	3394	3927	4345
EV/EBITDA	15.3	16.3	16.8	15.1	14.1	企业自由现金流	0	536	584	792	755
						权益自由现金流	0	748	230	932	775

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

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门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的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 层
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