

得邦照明（603303.SH）

收购车灯企业嘉利股份，加速开拓车载新增长曲线

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
证券分析师：李晶

0755-81982606
0755-81983063
0755-81981518

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

◆ 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
执证编码：S0980525080003

事项：

公司发布公告，拟以现金受让部分老股及现金认购部分新增股份的方式收购浙江嘉利（丽水）工业股份有限公司 67.48% 的股份，合计交易对价 14.54 亿元。本次交易完成后，上市公司将成为嘉利股份的控股股东，本次交易构成公司重大资产重组。

国信家电观点：得邦照明系我国通用照明出口龙头，在高效柔性生产、供应链管理、稳定的品质控制等方面具备领先的优势。近年来公司逐步开拓车载领域，此次收购专注于车载照明灯具领域的嘉利股份，有利于扩大和巩固公司在车载照明领域的战略布局。车载照明领域具备良好的成长性和国产化替代空间，随着双方在技术积累、产品研发、供应链、客户资源等多方面的协同，公司有望进一步提高在汽车车灯领域的竞争力，加速发展第二成长曲线。考虑到关税及汇兑变化影响，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.9/3.4/3.8 亿（前值 3.3/3.6/4.0 亿，考虑到收购存在不确定性，此盈利预测未考虑收购的影响），同比-17%/+18%/+12%，对应 PE 为 23/19/17 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧；车载客户拓展不及预期；行业需求复苏不及预期；国际贸易形势变化；汇率及原材料成本大幅波动。

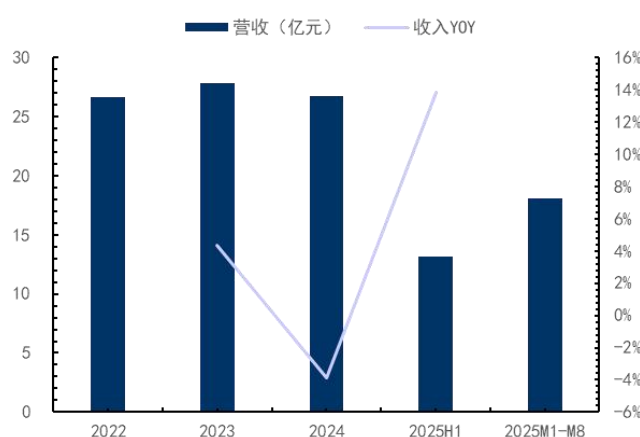
评论：

◆ 嘉利股份专注车灯业务，与国内外头部车企建立长期合作

此次被收购的嘉利股份系我国头部车灯制造企业，拥有丰富的国内外客户资源。嘉利股份专业从事汽车（乘用车、商用车）灯具的研发、设计、制造和销售，以及少量摩托车车灯业务、模具配套业务，是我国知名的内资汽车灯具制造企业。嘉利股份凭借稳定的产品质量与专业的技术服务，构建了覆盖乘用车、商用车及高端摩托车领域的多元化优质客户体系。乘用车客户涵盖广汽乘用车、奇瑞汽车、比亚迪、小鹏汽车等自主品牌，以及一汽丰田、广汽本田、一汽大众、东风日产等合资品牌；商用车客户包括中国重汽、陕重汽等龙头企业；同时为本田、雅马哈等摩托车品牌提供配套服务。

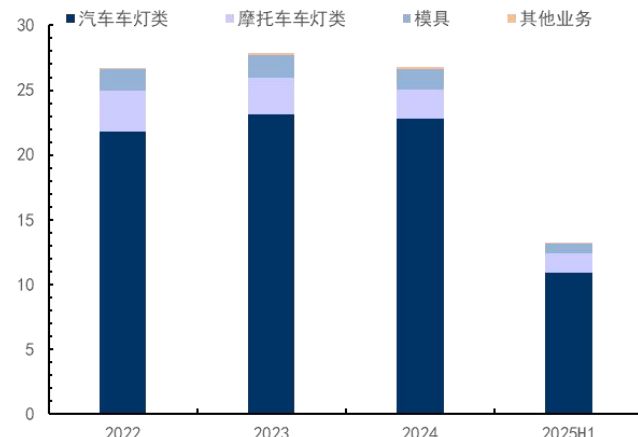
嘉利股份营收以汽车车灯为主，营收规模相对稳定，盈利有所承压。2024 年嘉利股份营收 26.8 亿，同比下降 3.9%，公司近三年营收维持在 27 亿上下波动。其中，2024 年公司汽车车灯收入占比 84.9%，摩托车车灯收入占比 8.5%，模具收入占比 6.1%。公司毛利率有所上升，从 2022 年 13.2% 上升至 2024 年 15.6%，但管理及研发费用率同步上升。2022-2024 年公司归母净利率从 4.3% 陆续下降至 3.3%。2025H1 公司实现收入 13.2 亿，同比增长 13.9%；实现归母利润 0.30 亿，同比下降 14.6%；2025 年 1-8 月实现收入 18.1 亿元，实现归母利润-0.13 亿元，盈利持续承压。

图1：嘉利股份营收规模表现稳健



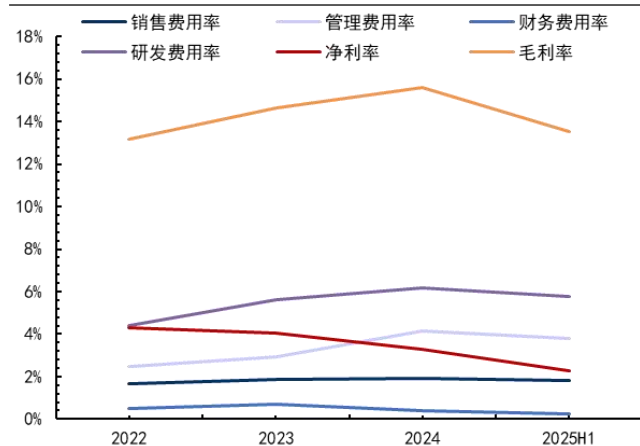
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：嘉利股份收入以汽车车灯为主



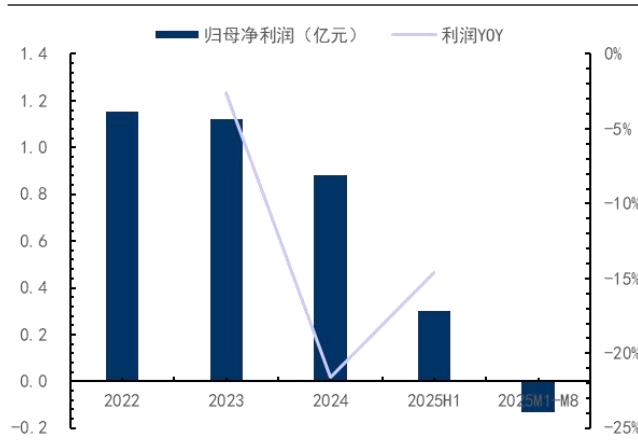
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：嘉利股份净利率相对承压



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

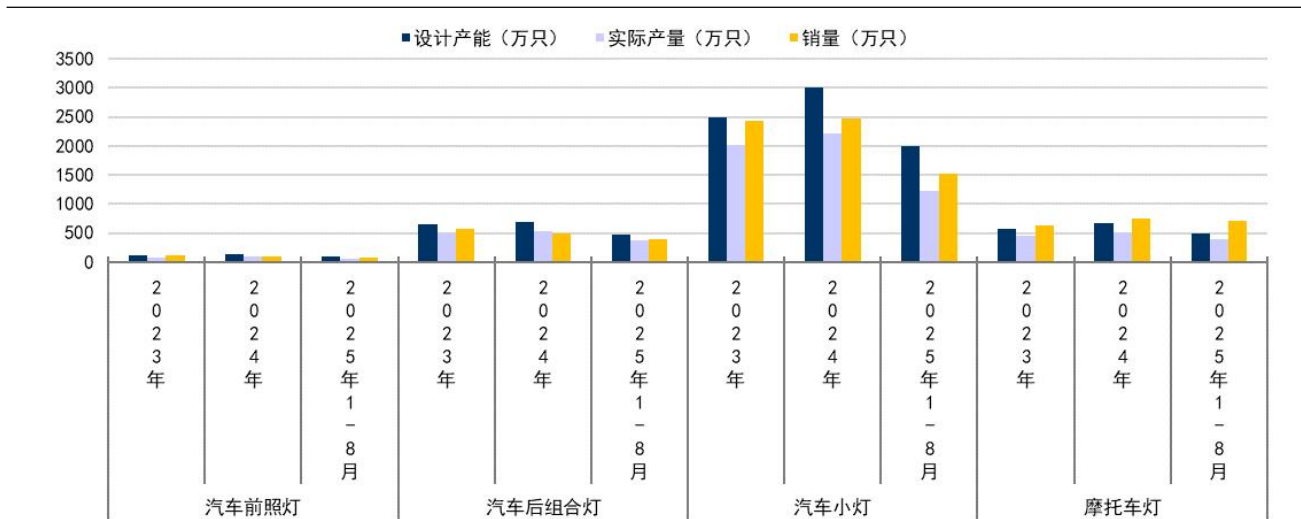
图4：嘉利股份归母净利润在近两年有所下降



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从产销量看，公司2024年拥有设计产能：汽车前照灯130万只、汽车后组合灯700万只、汽车小灯3000万只、摩托车灯680万只；2024年共销售：汽车前照灯99万只、汽车后组合灯497万只、汽车小灯2470万只、摩托车灯753万只。从收入角度看，公司汽车后组合灯占车灯收入比例最高，2024年占比45.1%；汽车前照灯占比15%，汽车小灯占比19.7%，摩托车灯占比8.5%。

图5：嘉利股份的主要产品产销量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 我国车灯行业具备良好成长性，国内车灯企业大有可为

随着我国汽车产销量的增长及新能源车普及提升对智能化、低功耗汽车照明的需求，我国车灯行业规模有望实现持续增长。佐思汽研数据显示，基于中国汽车销量测算，中国汽车照明市场规模 2025 年约为 651.2 亿元，预计 2030 年将达 882.2 亿元；则 2025-2030 年我国车灯行业规模有望保持 6.3% 的复合增长。同时，车灯作为汽车中与安全相关的重要零部件，有着较高的行业进入壁垒，包括客户资源、技术、质量认证等，是汽车零部件中相对优质的赛道。

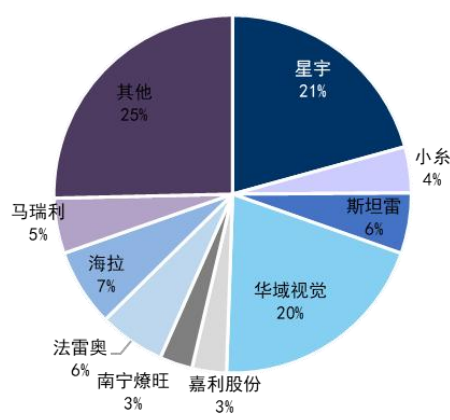
目前车灯行业正迎来技术的不断升级，ADB、DLP、交互式车灯等在提升用户体验的同时，也提升了产品的价值量和技术门槛，有利于技术积累深的国内车灯企业实现突破。此外，海外车灯企业在我国车灯行业占据一定的市场份额，如法雷奥、马瑞利、海拉、斯坦雷、小糸等，国内车灯企业凭借供应链、客户响应速度、技术及成本优势有望抢占更多的市场份额。从全球角度看，根据公司公告，全球车灯市场呈现寡头垄断的竞争格局，全球前五大车灯制造商小糸制作所、法雷奥、马瑞利、佛瑞亚海拉、斯坦雷共计占有 95% 的市场份额。国内车灯企业在国际市场的发展才刚刚起步，未来成长的空间依然广阔。

图6：我国车灯行业规模仍有良好的成长性



资料来源：佐思汽研、国信证券经济研究所整理

图7：2024 年我国车灯行业预计格局



资料来源：公司公告、Marklines、国信证券经济研究所整理

注：星宇、小糸、斯坦雷、华域视觉、嘉利股份、南宁燎旺市占率为根据 2024 年中国车灯收入/车灯行业 616 亿规模计算得到，马瑞利、海拉、法雷奥为根据 Marklines 等数据得到的预估值

◆ 得邦与嘉利协同可期，驱动双方车灯业务加速发展

得邦照明在车载领域聚焦“车用照明+车载控制器”，与松下、华域视觉、万向、马瑞利、海拉等众多知名零部件企业达成合作。公司与嘉利股份有望在技术研发、供应链、客户资源等方面发挥积极的协同效应。在技术研发方面，通过整合双方技术，公司可快速提升智能车灯研发能力，满足新能源车企对激光大灯、自适应远光系统等高端产品的需求，从而在智能化浪潮中占据先机。供应链方面，双方在供应链端存在显著协同：嘉利股份的模具配套业务可支持公司灯具生产，降低外部采购成本；公司的规模化采购能力可反哺嘉利股份，提升议价权。客户方面，公司可借助嘉利股份渠道直接对接汽车主机厂，扩大客户资源，双方合作也有助于强化双方的客户开拓能力，丰富车载业务产品线，提升对大客户的综合服务能力与粘性。

◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

得邦照明收购专注于车载照明灯具领域的嘉利股份，有利于扩大和巩固公司在车载照明领域的战略布局，驱动双方车灯业务实现更好增长。车载照明领域具备良好的成长性和国产化替代空间，随着双方在技术积累、产品研发、供应链、客户资源等多方面的协同，公司有望进一步提高在汽车车灯领域的竞争力，加速发展第二成长曲线。考虑到关税及汇兑变化影响，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.9/3.4/3.8 亿（前值 3.3/3.6/4.0 亿，考虑到收购存在不确定性，此盈利预测未考虑收购的影响），同比-17%/+18%/+12%，对应 PE 为 23/19/17 倍，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

行业竞争加剧；车载客户拓展不及预期；行业需求复苏不及预期；国际贸易形势变化；汇率及原材料成本大幅波动。

相关研究报告：

- 《得邦照明（603303.SH）-2025 年中报点评：二季度收入增速修复，中期高分红高股息》——2025-08-19
- 《得邦照明（603303.SH）-2024 年报点评：四季度经营回暖，高分红下股息价值凸显》——2025-03-10
- 《得邦照明（603303.SH）-2024 年中报点评：收入短期承压，经营质量提升》——2024-08-17
- 《得邦照明（603303.SH）-2023 年年报点评：经营表现平稳，车载照明成长良好》——2024-03-07

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2486	2818	2876	2995	3087	营业收入	4697	4431	4477	4759	4995
应收款项	1125	1174	1104	1191	1268	营业成本	3788	3580	3710	3895	4051
存货净额	527	482	549	548	572	营业税金及附加	15	22	23	24	25
其他流动资产	207	248	240	257	270	销售费用	158	167	157	162	170
流动资产合计	4367	4750	4797	5022	5228	管理费用	619	1327	1647	1670	1537
固定资产	763	739	719	678	623	研发费用	1285	1987	2463	2710	2845
无形资产及其他	234	223	215	206	197	财务费用	(51)	(110)	(41)	(42)	(44)
投资性房地产	170	151	151	151	151	投资收益	10	14	12	13	11
长期股权投资	62	89	115	142	168	资产减值及公允价值变动	(72)	(80)	(50)	(56)	(55)
资产总计	5596	5952	5996	6198	6367	其他收入	260	962	1328	1319	1164
短期借款及交易性金融负债	42	56	38	45	47	营业利润	366	341	271	327	375
应付款项	1699	1976	1976	2090	2169	营业外净收支	75	51	56	60	60
其他流动负债	273	267	272	286	298	利润总额	442	392	327	387	435
流动负债合计	2014	2299	2287	2421	2514	所得税费用	64	47	43	50	57
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	(3)	(2)	(3)	(3)
其他长期负债	34	25	25	25	25	归属于母公司净利润	376	347	287	339	381
长期负债合计	34	25	25	25	25	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2048	2324	2312	2446	2539	净利润	376	347	287	339	381
少数股东权益	62	65	64	64	63	资产减值准备	(6)	4	(2)	(3)	(4)
股东权益	3486	3563	3620	3688	3764	折旧摊销	98	100	91	97	103
负债和股东权益总计	5596	5952	5996	6198	6367	公允价值变动损失	72	80	(50)	(56)	(55)
						财务费用	(51)	(110)	(41)	(42)	(44)
关键财务与估值指标						营运资本变动	499	240	14	20	(25)
每股收益	0.79	0.73	0.60	0.71	0.80	其它	8	(6)	101	115	112
每股红利	0.39	0.38	0.48	0.57	0.64	经营活动现金流	1047	766	441	512	514
每股净资产	7.31	7.47	7.59	7.73	7.89	资本开支	16	11	(110)	(100)	(90)
ROIC	10%	7%	7%	9%	10%	其它投资现金流	17	(6)	(0)	(2)	(1)
ROE	11%	10%	8%	9%	10%	投资活动现金流	24	(21)	(137)	(128)	(118)
毛利率	19%	19%	17%	18%	19%	权益性融资	(13)	6	0	0	0
EBIT Margin	8%	6%	5%	6%	7%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	7%	9%	9%	支付股利、利息	(188)	(181)	(229)	(271)	(305)
收入增长	1%	-6%	1%	6%	5%	其它融资现金流	92	(56)	(17)	7	1
净利润增长率	10%	-8%	-17%	18%	12%	融资活动现金流	(297)	(412)	(247)	(264)	(304)
资产负债率	38%	40%	40%	40%	41%	现金净变动	774	333	58	119	92
股息率	2.9%	2.8%	3.5%	4.1%	4.7%	货币资金的期初余额	1712	2486	2818	2876	2995
P/E	17.4	18.9	22.9	19.3	17.2	货币资金的期末余额	2486	2818	2876	2995	3087
P/B	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7	企业自由现金流	926	597	206	285	297
EV/EBITDA	18.5	23.4	26.6	22.2	19.9	权益自由现金流	1019	541	225	328	336

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 ±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 ±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

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