

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

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 家用电器 · 照明设备 II

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：陈伟奇	0755-81982606	chenweiqi@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110004
证券分析师：王兆康	0755-81983063	wangzk@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120004
证券分析师：邹会阳	0755-81981518	zouhuiyang@guosen.com.cn	执证编码：S0980523020001

事项：

佛山照明发布《2023年限制性股票激励计划(草案)》，拟授予公司（含全资子公司、控股子公司，不含国星光电）董事、高管、中层管理人员、骨干员工共 262 人，限制性股票数量不超过 1300 万股，占公司总股本的 0.95%。股份来源于公司回购，授予价格为 3.81 元。

股权激励考核年度为 2024-2026 年，依次解锁 40%、30%、30%，**公司业绩考核目标如下：**

- 2024 年营业收入较 2022 年增长不低于 45%且不低于同行业平均水平；归母净利润与 2022 年相比增长不低于 100%且不低于同行业平均水平；研发费用较 2022 年增长不低于 20%；营业现金比率不低于 12.5%。
- 2025 年营业收入较 2022 年增长不低于 65%且不低于同行业平均水平；归母净利润与 2022 年相比增长不低于 130%且不低于同行业平均水平；研发费用较 2022 年增长不低于 35%；营业现金比率不低于 12.5%。
- 2026 年营业收入与 2022 年相比增长不低于 90%且不低于同行业平均水平；归母净利润与 2022 年相比增长不低于 150%且不低于同行业平均水平；研发费用较 2022 年增长不低于 45%；营业现金比率不低于 12.5%。

（注：归母净利润是指扣非归母净利润；营业现金比率=经营活动产生的现金流量净额/营业收入*100%；同行业平均水平，选取欧普照明、立达信、三雄极光、得邦照明、阳光照明、木林森、鸿利智汇、华灿光电、瑞丰光电、万润科技作为对标企业。）

国信家电观点：1) 此次股权激励覆盖人数较多，业绩目标增长较快，有望激发国企经营活力，彰显管理层对公司经营的信心；2) 公司定增募投同步进行中，有望助推业绩目标的达成；3) 2023 年以来，照明行业逐渐回暖，内销随地产竣工好转而复苏，出口开始转正，预计公司通用照明主业有望企稳回升，带动盈利修复，同时车灯、海洋照明等新业务有望逐渐起量，后续增长可期。4) 投资建议：股权激励的推出，是公司国企改革的重要一步，有望充分激发公司经营活力，推动各项业务的发展。公司通用照明主业有望迎来积极复苏，车灯、海洋照明、智慧灯杆等新业务不断开拓，外延收购持续推进，成长潜力有望逐渐释放。参考公司股权激励指引，上调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 3.2/4.4/5.1 亿（前值为 3.2/4.2/4.9 亿），增速为 39%/38%/15%，对应 PE=23/17/15x，维持“买入”评级。5) 风险提示：行业竞争加剧；需求恢复不及预期；原材料价格大幅上涨；新业务拓展不及预期。

评论：

◆ 股权激励覆盖人数广，业绩增长目标较高，彰显管理层经营信心

此次股权激励涵盖董事、高管、中层及骨干员工在内的 262 人，覆盖人数较多，有望充分激发公司的经营活力，提升员工的积极性，优化国企治理。在目标设置上，公司预计 2024 年利润较 2022 年实现翻倍增长，2022-2026 年利润复合增速达到 25.5%，业绩目标较为积极，彰显出公司管理层对未来业绩增长的信心。

预计业绩增长主要来自于原有通用照明主业复苏+车灯、海洋照明、5G 智慧灯杆等新业务起量+外延式收购。

表1: 公司股权激励目标增速相对较快

2022 年为基准		2022 年业绩: 营收 87.6 亿, 扣非归母净利润 2.2 亿, 研发费用 4.4 亿, 营业现金比率 12.2%		
业绩考核年度	考核项目	股权激励业绩考核目标		
		数值(亿元)	较 2022 年同比增长	较上年同比增长
2024 年	营业收入	126	45%	-
	扣非归母净利润	4.4	100%	-
	研发费用	5.2	20%	-
	营业现金比率	12.5%	-	-
2025 年	营业收入	144	65%	14%
	扣非归母净利润	5.1	130%	15%
	研发费用	5.9	35%	13%
	营业现金比率	12.5%	-	-
2026 年	营业收入	165	90%	15%
	扣非归母净利润	5.5	150%	9%
	研发费用	6.3	45%	7%
	营业现金比率	12.5%	-	-

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 除了上述指标, 公司营收及利润增速还不能低于同行业平均水平

◆ 定增募投同步进行中, 有望助推业绩目标的达成

公司在 3 月发布定增预案, 拟募资不超过 10.9 亿, 用于自动化改造与数字化转型建设、海南产业园一期、智慧路灯建设、车灯模组生产建设及研发中心建设 5 个项目, 有望提升公司的自动化生产水平和数字化建设, 提升 LED 业务的盈利能力; 扩大海洋照明、智慧灯杆、车灯模组的产能, 助推新业务的快速发展; 强化公司的研发实力, 拓宽产品体系。项目达产后, 预计合计新增营收 16.6 亿, 新增利润 2.0 亿。

表2: 公司定增募投项目情况: 预计新增营收 17 亿元

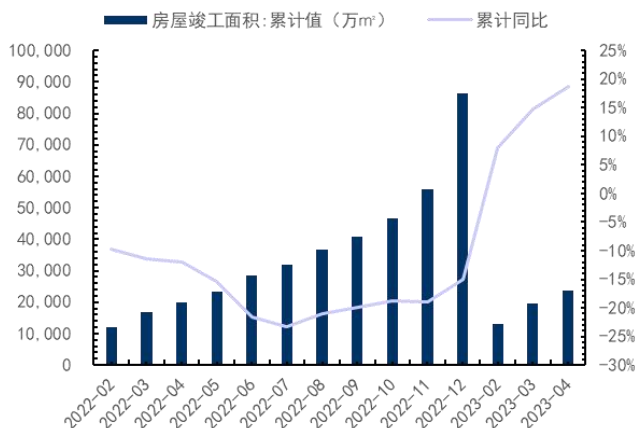
项目名称	项目投资金额 (万元)	募集资金使用金额 (万元)	建设期(月)	达产后新增年均营收 (万元)	达产后新增年均净利润 (万元)
佛山照明自动化改造与数字化转型建设项目	36,464	36,464	36	24,223	5,785
佛山照明海南产业园一期	33,355	25,253	18	54,200	7,765
智慧路灯建设项目	9,180	9,180	18	23,960	2,234
车灯模组生产建设项目	24,009	24,009	18	64,000	4,384
研发中心建设项目	14,550	14,550	6		
合计	117,557	109,455		166,383	20,169

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 公司通用照明主业企稳复苏, 车灯、海洋照明等新业务有望起量, 基本面稳固向上

2023 年以来公司基本面有望迎来企稳回升: 通用照明主业方面, 随着线下消费回归正常及地产竣工等需求端迎来好转, 照明业务内销预计实现良好复苏; 外销方面, 根据海关总署的数据, 我国 1-5 月灯具、照明装置及零件出口额(人民币口径)同比增长 7.2%, 其中 3 月以来均有正增长, 后续随着出口基数走低, 预计出口仍将保持修复态势。车灯、海洋照明、智慧路灯等新业务方面, 公司正积极开拓客户、扩张渠道、新建产能, 后续有望实现良好增长。同时, 公司向 LED 产业链上下游的外延收购也在持续进行, 助推公司成为国内的“一流照明企业”。

图1: 2023 年以来我国房屋竣工面积快速恢复



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图2: 2023 年以来我国照明灯具等出口额实现恢复性增长



资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 股权激励激发国企活力, 目标积极彰显成长信心, 维持“买入”评级

股权激励的推出, 是公司国企改革的重要一步, 有望充分激发公司经营活力, 推动各项业务的发展。公司通用照明主业有望迎来积极复苏, 车灯、海洋照明、智慧灯杆等新业务不断开拓, 外延收购持续推进, 成长潜力有望逐渐释放。参考公司股权激励指引, 上调盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润 3.2/4.4/5.1 亿 (前值为 3.2/4.2/4.9 亿), 增速为 39%/38%/15%, 对应 PE=23/17/15x, 维持“买入”评级。

◆ 风险提示

行业竞争加剧; 需求恢复不及预期; 原材料价格大幅上涨; 新业务拓展不及预期。

相关研究报告:

- 《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
- 《佛山照明 (000541.SZ) -2022 年三季度报点评: 内生+外延蓄势待发》——2022-10-28
- 《佛山照明 (000541.SZ) -控股子公司拟收购盐城东山, 产业一体化有望稳步落地》——2022-10-11
- 《佛山照明 (000541.SZ) -2022 年中报点评: 收入盈利逆势增长, 车灯与照明产业链一体化推进》——2022-09-01
- 《佛山照明-000541.SZ-深度报告: 照明为核稳基础, 车灯为翼拓空间》——2022-07-20

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2022	2023E	2024E	2025E	2020	2022	2023E	2024E	2025E		
现金及现金等价物	1384	2485	1831	2990	2333	营业收入	4773	8760	10039	12703	14535
应收款项	2081	2775	3080	3828	4482	营业成本	3962	7224	8215	10286	11730
存货净额	1063	2032	2155	2686	3043	营业税金及附加	46	62	71	90	103
其他流动资产	138	717	716	933	1061	销售费用	170	257	301	381	436
流动资产合计	4995	8270	8082	10816	11353	管理费用	619	1327	1647	1670	1537
固定资产	2054	4791	4705	4553	4323	研发费用	1285	1987	2463	2710	2845
无形资产及其他	272	340	327	313	299	财务费用	3	(31)	(11)	(6)	(27)
投资性房地产	2198	1704	1704	1704	1704	投资收益	36	11	42	45	33
长期股权投资	182	182	362	542	722	资产减值及公允价值变动	(31)	(116)	(28)	(30)	(35)
资产总计	9700	15287	15180	17928	18401	其他收入	303	564	755	542	223
短期借款及交易性金融负债	254	223	159	212	198	营业利润	280	380	585	838	976
应付款项	2381	4489	5135	6477	7407	营业外净收支	12	2	10	8	9
其他流动负债	571	910	1078	1349	1545	利润总额	292	382	595	847	985
流动负债合计	3206	5622	6372	8038	9151	所得税费用	25	31	60	93	118
长期借款及应付债券	0	748	748	748	748	少数股东损益	17	120	215	309	354
其他长期负债	218	316	238	214	214	归属于母公司净利润	250	230	321	444	512
长期负债合计	218	1064	986	962	962	现金流量表（百万元）					
负债合计	3423	6687	7359	9001	10113	净利润	250	230	321	444	512
少数股东权益	476	3427	3556	3742	3954	资产减值准备	12	71	30	(1)	(5)
股东权益	5801	5173	5366	5632	5940	折旧摊销	113	522	423	487	514
负债和股东权益总计	9700	15287	16280	18375	20007	公允价值变动损失	31	116	28	30	35
关键财务与估值指标						财务费用	3	(31)	(11)	(6)	(27)
每股收益	0.18	0.17	0.24	0.33	0.38	营运资本变动	1082	868	341	93	(18)
每股红利	0.10	0.13	0.09	0.13	0.15	其它	(4)	(29)	99	187	218
每股净资产	4.15	3.80	3.94	4.14	4.36	经营活动现金流	1483	1779	1241	1240	1256
ROIC	3%	5%	5%	9%	10%	资本开支	(950)	(3199)	(384)	(350)	(300)
ROE	4%	4%	6%	8%	9%	其它投资现金流	79	67	(38)	(80)	(55)
毛利率	17%	18%	18%	19%	19%	投资活动现金流	(871)	(3133)	(602)	(610)	(535)
EBIT Margin	4%	4%	5%	6%	6%	权益性融资	(6)	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	10%	9%	10%	10%	负债净变化	0	748	0	0	0
收入增长	27%	84%	15%	27%	14%	支付股利、利息	(140)	(175)	(128)	(178)	(205)
净利润增长率	-21%	-8%	39%	38%	15%	其它融资现金流	75	1308	(64)	53	(14)
资产负债率	40%	66%	67%	69%	70%	融资活动现金流	(210)	2454	(193)	(125)	(219)
股息率	1.9%	2.3%	1.7%	2.4%	2.7%	现金净变动	403	1100	447	505	502
P/E	30.8	32.5	23.3	16.9	14.6	货币资金的期初余额	981	1384	2485	1831	2990
P/B	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	货币资金的期末余额	1384	2485	2931	2336	3492
EV/EBITDA	37.5	15.9	16.4	13.5	12.6	企业自由现金流	414	(1472)	812	886	976
						权益自由现金流	489	584	758	944	986

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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