

佛山照明 (000541.SZ)

2022 年年报点评: 收入业绩承压, 车灯业务稳步增长 盈利改善

事件: 2023年4月9日, 佛山照明发布 2022 年年报。

- 佛山照明发布 2022 年年报。公司 2022 全年实现营收 87.6 亿元, 同比增长 0.4%, 实现归母净利润 2.3 亿元, 同比下滑 23.1%, 实现扣非归母净利润 2.2 亿元, 同比增长 48.1%; 其中单 Q4 实现营收 21.1 亿元, 实现归母净利润 430 万元。公司本次拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元 (含税), 对应分红率 59%, 不送红股或以公积金转增股本。
- 汽车车灯业务稳步增长, 全年新订单新能源占比过半。四季度公司收入同比下滑 13.3%, 受疫情放开政策影响, 收入端整体承压, 拆分来看: 1) 汽车车灯业务, 全年实现收入 17.3 亿元, 同比增长 92.4%, 增长主要来自南宁燎旺并表比例提升影响, 我们测算原车灯模组业务约实现业务收入 1.7 亿元, 同比下滑 11.1%, 我们认为模组收入下滑主要受并表比例提升后关联交易抵减影响。全年南宁燎旺实现收入 15.6 亿元, 同比增长 3.2%, 全年净利率同比提升 0.3pct, 燎旺业务持续突破, 全年成功承接 33 个项目, 其中过半为新能源车车灯订单, 预期未来新订单有望支撑公司车灯业务收入增长+盈利改善。2) 通用照明, 我们测算公司全年通用照明原主业实现营业收入约 36~37 亿元, 同比下滑 8%~9%, 我们测算公司主业收入端压力外销高于内销, 外销全年收入同比跌幅超 10%。受国内外宏观需求不振, 疫情扰动等因素影响照明行业整体承压, 但 5G 智慧灯杆、海洋照明、动植物照明等新场景需求以及行业格局向龙头集中化趋势部分对公司全年收入形成有利支撑。据公司公告披露, 2022 年公司 5G 智慧灯杆业务收入实现收入超 1 亿元, 截至 2023 年 2 月在手订单总额超 1.5 亿元, 公司海洋照明业务在全国沿海省份和东南亚市场共建立了 24 个销售网点及 6 个体验区, 营销渠道布局持续加速; 3) 国星光电, 全年实现收入 35.8 亿元, 同比下滑 11.5%。受疫情影响下交流物流不畅及下游需求不振影响, 国星光电全年收入业绩双承压。4) 分产品来看, 公司全年通用照明/ LED 封装及组件/ 车灯/ 贸易及其他产品收入分别同比变动-11.6%/ -15.5%/ +92.4%/ +6.7%, 其中下半年收入分别同比变动-25.1%/ -22.6%/ +24.2%/ -5.4%。
- 新型照明业务增长带动公司整体毛利提升。公司全年毛利率为 17.5%, 同比小幅提升 0.5pct, 我们认为公司毛利率提升主要来源为: 1) 新兴照明业务收入快速增长, 带动通用照明产品毛利率同比提升 5.6pct, 正向影响公司整体毛利率约 2pct; 2) 受行业均价下滑及外销收入占比提升影响, 公司 LED 封装及组件产品毛利毛利率同比下滑 4.1%, 负向影响公司整体毛利率约 1.2pct。费用端, 公司全年期间费用率为 12.3% (YoY+1.2pct), 其中销售/ 管理/ 研发/ 财务费用率分别同比变动+0.2pct/ +0.6pct/ +0.7pct/ -0.4pct, 费用率增加主要来自人员成本提升。此外, 公司 21 年出售部分物业资产产生资产处置收益约 7771 万元, 导致 22 年资产处置损益负向影响经营利润率 0.9pct, 存货跌价准备计提产生资产减值 9152 万元 (负向影响经营利润率约 1.0pct), 综合下来公司全年净利率同比下滑 1.7pct 至 4.0%, 归母净利率同比下滑 0.8pct 至 2.6%。

强烈推荐 (维持)

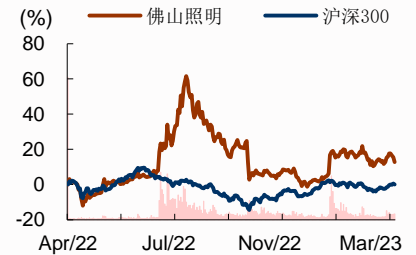
消费品/家电
目标估值: NA
当前股价: 5.54 元

基础数据

总股本 (万股)	136199
已上市流通股 (万)	105650
总市值 (亿元)	75
流通市值 (亿元)	59
每股净资产 (MRQ)	3.8
ROE (TTM)	4.5
资产负债率	43.7%
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	-5	-3	11
相对表现	-7	-12	13



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《佛山照明 (000541) —事件点评: 股权激励开启国企改革大幕, 逆周期定增凸显做大照明产业决心》 2023-03-16
- 《佛山照明 (000541) —Q3 收入暂承压, 主业&车灯盈利持续向好》 2022-10-28
- 《佛山照明 (000541) —收购盐城东山事件点评: 加速产业一体化整合, 扩大 LED 封装市场优势》 2022-10-11

史晋星 S1090522010003
shijinxing@cmschina.com.cn
彭子豪 S1090522120001
pengzihao@cmschina.com.cn
纪向阳 研究助理
jixiangyang@cmschina.com.cn

□ **盈利预测及投资评级。**佛山照明近年来围绕 LED 产业链积极推动上下游一体化及同心多元化，2021 年以来陆续启动/落地多个并购项目，21 年 8 月完成对南宁燎旺的并购，22 年 2 月完成对国星光电的并购，22 年 11 月国星光电完成对风华高科子公司风华芯电的并购，22 年 10 月国星光电启动对东山精密全资子公司盐城东山的并购。同时，公司进一步通过定增推动 LED 通用照明、车灯模组、智慧灯杆、海洋照明等业务的产能扩张，彰显公司围绕 LED 产业搭建上下游一体化头部平台的经营决心。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 100/ 115/ 130 亿元，同比分别增长 15%/ 14%/ 13%，预计归母净利润分别为 2.6/ 4.0/ 4.5 亿元，同比分别增长 11%/ 56%/ 14%，对应 PE 分别为 29.6X/ 19.0X/ 16.7X，维持“强烈推荐”投资评级。

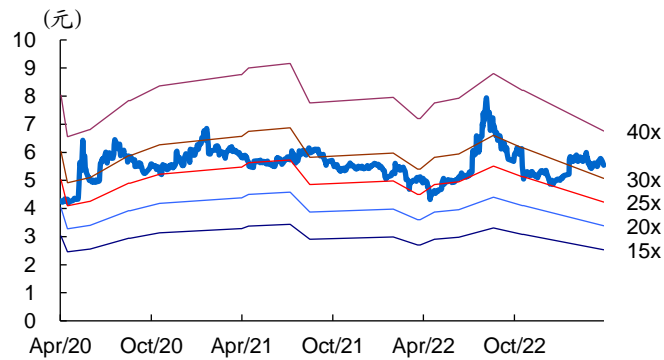
□ **风险提示：**新业务发展不及预期、下游市场竞争加剧、原材料价格大幅上涨。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8726	8760	10034	11485	13020
同比增长	133%	0%	15%	14%	13%
营业利润(百万元)	540	380	459	657	756
同比增长	46%	-30%	21%	43%	15%
归母净利润(百万元)	300	230	255	397	453
同比增长	-5%	-23%	11%	56%	14%
每股收益(元)	0.22	0.17	0.19	0.29	0.33
PE	25.2	32.8	29.6	19.0	16.7
PB	1.1	1.5	1.4	1.4	1.3

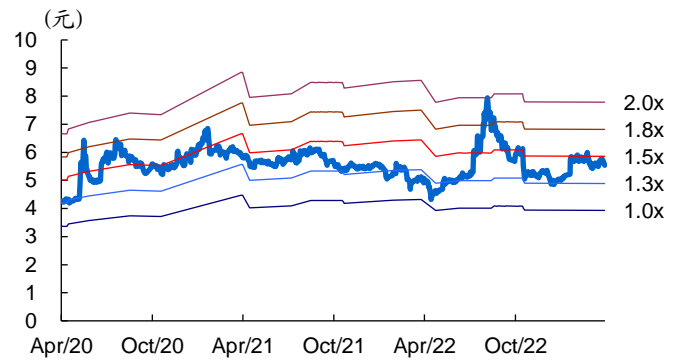
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：佛山照明历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：佛山照明历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8719	8270	9242	10426	11655
现金	2435	2485	2697	2997	3273
交易性投资	348	262	262	262	262
应收票据	1688	822	941	1077	1221
应收款项	2018	1921	2178	2492	2826
其它应收款	38	33	38	43	49
存货	1990	2032	2305	2615	2960
其他	203	717	822	940	1065
非流动资产	7880	7017	6936	6910	6932
长期股权投资	182	182	182	182	182
固定资产	3515	3508	3542	3614	3723
无形资产商誉	796	762	686	617	555
其他	3389	2565	2527	2496	2472
资产总计	16600	15287	16178	17336	18587
流动负债	5588	5622	6256	6979	7783
短期借款	227	158	200	200	200
应付账款	4523	4489	5114	5801	6565
预收账款	149	128	145	165	187
其他	688	848	797	813	831
长期负债	432	1064	1064	1064	1064
长期借款	0	748	748	748	748
其他	432	316	316	316	316
负债合计	6020	6687	7320	8043	8847
股本	1399	1362	1362	1362	1362
资本公积金	801	(75)	(75)	(75)	(75)
留存收益	4836	3886	4005	4275	4528
少数股东权益	3544	3427	3566	3731	3924
归属于母公司所有者	7036	5173	5292	5562	5816
负债及权益合计	16600	15287	16178	17336	18587

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	433	1065	862	957	1051
净利润	500	351	394	562	646
折旧摊销	510	601	623	613	611
财务费用	13	22	42	40	38
投资收益	(33)	(11)	(96)	(96)	(96)
营运资金变动	(581)	185	(105)	(166)	(153)
其它	25	(84)	4	5	5
投资活动现金流	1138	(347)	(447)	(491)	(538)
资本支出	(641)	(593)	(543)	(587)	(634)
其他投资	1778	247	96	96	96
筹资活动现金流	(992)	(746)	(201)	(167)	(237)
借款变动	(1789)	314	(23)	0	0
普通股增加	0	(37)	0	0	0
资本公积增加	785	(875)	0	0	0
股利分配	(140)	(140)	(136)	(127)	(199)
其他	151	(6)	(42)	(40)	(38)
现金净增加额	579	(27)	213	300	276

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8726	8760	10034	11485	13020
营业成本	7243	7224	8229	9335	10566
营业税金及附加	68	62	71	81	92
营业费用	236	257	294	337	382
管理费用	352	408	467	535	607
研发费用	375	441	492	563	638
财务费用	(0)	(31)	42	40	38
资产减值损失	(25)	(106)	(75)	(33)	(37)
公允价值变动收	4	(10)	(10)	(10)	(10)
其他收益	74	85	95	95	95
投资收益	33	11	11	11	11
营业利润	540	380	459	657	756
营业外收入	25	19	19	19	19
营业外支出	6	17	17	17	17
利润总额	558	382	461	659	758
所得税	58	31	68	97	112
少数股东损益	200	120	139	165	194
归属于母公司净利	300	230	255	397	453

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	133%	0%	15%	14%	13%
营业利润	46%	-30%	21%	43%	15%
归母净利润	-5%	-23%	11%	56%	14%
获利能力					
毛利率	17.0%	17.5%	18.0%	18.7%	18.8%
净利率	3.4%	2.6%	2.5%	3.5%	3.5%
ROE	4.5%	3.8%	4.9%	7.3%	8.0%
ROIC	5.6%	3.1%	4.4%	5.9%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	36.3%	43.7%	45.2%	46.4%	47.6%
净负债比率	1.5%	6.4%	5.9%	5.5%	5.1%
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	5.3	3.6	3.8	3.8	3.8
应收账款周转率	3.5	2.7	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	2.4	1.6	1.7	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	0.22	0.17	0.19	0.29	0.33
每股经营净现	0.32	0.78	0.63	0.70	0.77
每股净资产	5.17	3.80	3.89	4.08	4.27
每股股利	0.10	0.10	0.09	0.15	0.17
估值比率					
PE	25.2	32.8	29.6	19.0	16.7
EV/EBITDA	16.3	18.6	14.2	12.2	11.3

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。

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。