

海洋王 (002724.SZ)

买入

2022 年报及 2023 一季报点评：全年业绩有所承压，Q1 现金回款改善

核心观点

全年经营有所承压，23Q1 收入小幅增长。2022 年公司实现营收 17.34 亿，同比-17.91%，归母净利润 1.39 亿，同比-64.55%，扣非后归母净利润 0.40 亿，同比-89.11%，EPS 为 0.1783 元/股，拟 10 派 0.7 元（含税），符合此前业绩快报，业绩下降主因受疫情多地散发及宏观经济运行承压等因素影响，收入确认拉长和放缓，同时，公司持续进行研发投入及战略布局。23Q1 公司实现收入 3.16 亿，同比+3.94%，归母净利润 0.1 亿，同比-41.93%，业绩下降主因研发投入及管理费用增加。

照明业务有所承压，工程业务稳步增长。分业务来看，照明业务 2022 年实现营收 12.77 亿，同比-24.48%，其中固定/便携/移动产品分别实现收入 8.19/2.32/2.26 亿，分别同比下降 20.87%/30.95%/29.15%；照明业务整体实现毛利率 64.21%，同比-4.66pct，主要由于疫情影响之下人工和物流成本增加。工程业务明之辉全年实现收入 4.57 亿，同比+8.38%，逆势取得稳步增长，毛利率 33.16%，同比+0.56pct，主要由于在夯实城市、文旅照明主业的同时转型开拓智慧城市业务，项目盈利水平提升。全年期间费用率为 50.55%，同比+10.21pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 35.51%/8.56%/-0.46%/6.94%，分别同比+6.41%/+1.74%/-0.15%/+2.22pct，销售费用率增加明显主因收入确认减少。公司全年经营性现金流净额为-0.09 亿元，同比减少 104.4%，主因收入下降、研发投入增加等因素所致。

Q1 盈利水平回升，回款/现金流改善。公司 22Q1 毛利率实现 56.29%，同比提高 1.5pct，主因明之辉盈利水平同比提升；费用率同比+2.9pct 至 55.82%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-1.12%/+2.32%/+0.86%/+0.83pct，管理费用率增长较高主因加强人员队伍建设导致培训费用增加。今年以来加强回款管理，截至 23Q1，应收账款及票据 8.47 亿，较去年末减少 12.95%；23Q1 经营性现金流净额-0.26 亿，同比减少流出 0.91 亿。

风险提示：经济运行不及预期；市场开拓不及预期；人员流失风险。

投资建议：经营有望持续改善，费用端仍有摊薄空间，维持“买入”评级。

随着疫情防控平稳转段，国民经济企稳回升，工业部门需求保持恢复，在节能降耗、安全生产、智能制造的背景下，工业领域专业照明需求有望保持恢复。公司作为行业龙头，近年来持续深化渠道布局和人员队伍建设，加强产品研发，经营有望持续改善，同时费用端仍有摊薄空间，预计 2023-25 年 EPS 为 0.40/0.48/0.57 元/股，对应 PE 为 22.6/18.6/15.8x，维持“买入”评级。

| 盈利预测和财务指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,113 | 1,734 | 2,127 | 2,549 | 2,980 |
| (+/-%) | 24.0% | -17.9% | 22.7% | 19.8% | 16.9% |
| 净利润(百万元) | 392 | 139 | 308 | 375 | 441 |
| (+/-%) | 30.4% | -64.6% | 121.5% | 21.8% | 17.6% |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.18 | 0.40 | 0.48 | 0.57 |
| EBIT Margin | 19.9% | 3.8% | 10.1% | 11.9% | 12.9% |
| 净资产收益率 (ROE) | 13.5% | 4.9% | 10.1% | 11.3% | 12.2% |
| 市盈率 (PE) | 17.8 | 50.1 | 22.6 | 18.6 | 15.8 |
| EV/EBITDA | 16.6 | 72.5 | 30.3 | 24.0 | 20.0 |
| 市净率 (PB) | 2.39 | 2.45 | 2.28 | 2.10 | 1.92 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

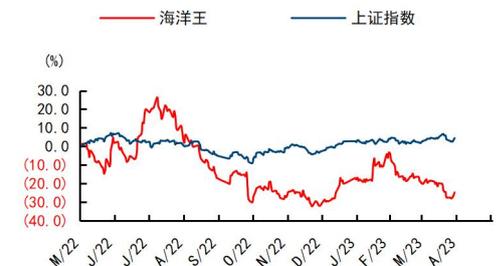
fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

基础数据

| | |
|-------------|---------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 8.93 元 |
| 总市值/流通市值 | 6964/2169 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 15.29/8.00 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 50.53 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海洋王 (002724.SZ) -2022 年三季报点评：业绩承压，深化布局仍在继续》——2022-10-27
- 《海洋王 (002724.SZ) -中标重大项目，助力公司业绩增长》——2022-09-02
- 《海洋王 (002724.SZ) -2022 年中报点评：Q2 业绩降幅收敛，全年成长仍然可期》——2022-08-30
- 《海洋王 (002724.SZ) -2021 年报及 2022 年一季报点评：全年盈利水平逆势提升，Q1 承压不改成长潜力》——2022-04-28
- 《海洋王 (002724.SZ) -加大员工激励力度，未来成长动力充足》——2022-03-22

全年经营有所承压，23Q1 收入小幅增长。2022 年公司实现营收 17.34 亿，同比-17.91%，归母净利润 1.39 亿，同比-64.55%，扣非后归母净利润 0.40 亿，同比-89.11%，EPS 为 0.1783 元/股，拟 10 派 0.7 元（含税），符合此前业绩快报，业绩下降主因受疫情多地散发及宏观经济运行承压等因素影响，收入确认拉长和放缓，同时，公司持续进行研发投入及战略布局。23Q1 公司实现收入 3.16 亿，同比+3.94%，归母净利润 0.1 亿，同比-41.93%，业绩下降主因研发投入及管理费用增加。

图1：海洋王营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：海洋王单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：海洋王归母净利润营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：海洋王单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

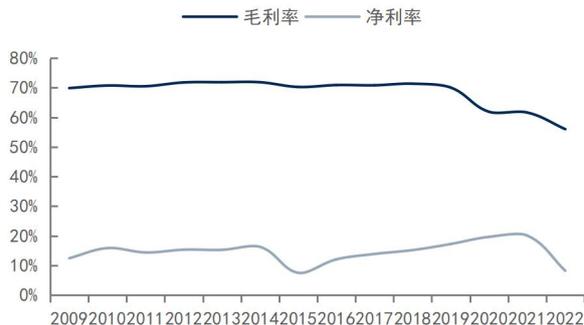
照明业务有所承压，工程业务稳步增长。分业务来看，照明业务 2022 年实现营收 12.77 亿，同比-24.48%，其中固定/便携/移动产品分别实现收入 8.19/2.32/2.26 亿，分别同比下降 20.87%/30.95%/29.15%；照明业务整体实现毛利率 64.21%，同比-4.66pct，主要由于疫情影响之下人工和物流成本增加。工程业务明之辉全年实现收入 4.57 亿，同比+8.38%，逆势取得稳步增长，毛利率 33.16%，同比+0.56pct，主要由于在夯实城市、文旅照明主业的同时转型开拓智慧城市业务，项目盈利水平提升。全年期间费用率为 50.55%，同比+10.21pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 35.51%/8.56%/-0.46%/6.94%，分别同比+6.41%/+1.74%/-0.15%/+2.22pct，销售费用率增加明显主因收入确认减少。公司全年经营性现金流净额为-0.09 亿元，同比减少 104.4%，主因收入下降、研发投入增加等因素所致。

图5: 海洋王三大系列产品收入情况 (亿, %)



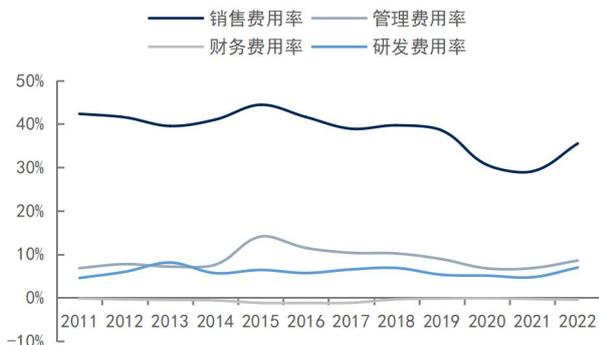
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司经营活动现金流净额及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

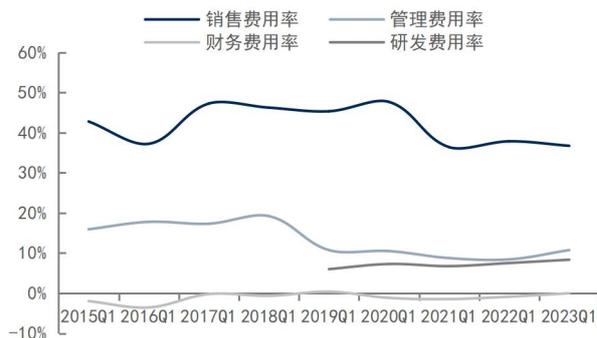
Q1 盈利水平回升，回款/现金流改善。公司 22Q1 毛利率实现 56.29%，同比提高 1.5pct，主因明之辉盈利水平同比提升；费用率同比提高 2.9pct 至 55.82%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-1.12/+2.32/+0.86/+0.83pct，管理费用率增长较高主因加强人员队伍建设导致培训费用增加。今年以来加强回款管理，截至 23Q1，应收账款及票据 8.47 亿，较去年末-12.95%；23Q1 经营性现金流净额-0.26 亿，同比减少流出 0.91 亿。

图9：公司一季度毛利率和净利率（%）



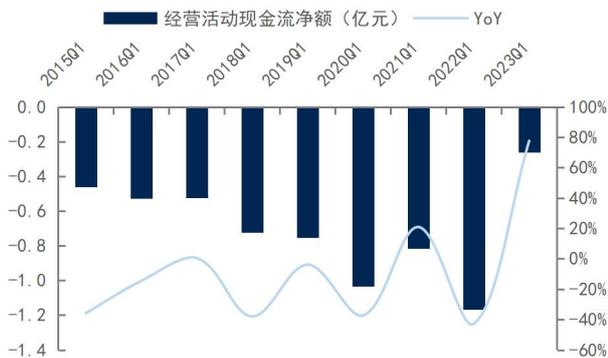
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司一季度期间费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司 23Q1 经营活动现金流净额及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司 23Q1 应收账款及票据减少



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营有望持续改善，费用端仍有摊薄空间，维持“买入”评级。随着疫情防控平稳转段，国民经济企稳回升，工业部门需求保持恢复，在节能降耗、安全生产、智能制造的背景下，工业领域专业照明需求有望保持恢复。公司作为行业龙头，近年来持续深化渠道布局和人员队伍建设，加强产品研发，经营有望持续改善，同时费用端仍有摊薄空间，预计 2023-25 年 EPS 为 0.40/0.48/0.57 元/股，对应 PE 为 22.6/18.6/15.8x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 349 | 343 | 340 | 357 | 375 | 营业收入 | 2113 | 1734 | 2127 | 2549 | 2980 |
| 应收款项 | 974 | 1011 | 1612 | 1970 | 2349 | 营业成本 | 811 | 763 | 883 | 1050 | 1228 |
| 存货净额 | 269 | 157 | 235 | 284 | 337 | 营业税金及附加 | 23 | 21 | 24 | 29 | 34 |
| 其他流动资产 | 246 | 493 | 426 | 617 | 659 | 销售费用 | 615 | 616 | 710 | 820 | 933 |
| 流动资产合计 | 2423 | 2662 | 3133 | 3749 | 4241 | 管理费用 | 144 | 148 | 153 | 178 | 201 |
| 固定资产 | 412 | 403 | 481 | 601 | 716 | 研发费用 | 100 | 120 | 141 | 169 | 198 |
| 无形资产及其他 | 75 | 73 | 71 | 69 | 67 | 财务费用 | (6) | (8) | (2) | 10 | 20 |
| 投资性房地产 | 882 | 727 | 727 | 727 | 727 | 投资收益 | (1) | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | 36 | 130 | 125 | 125 | 125 |
| 资产总计 | 3793 | 3865 | 4411 | 5145 | 5751 | 其他收入 | (81) | (158) | (141) | (169) | (198) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 12 | 30 | 531 | 842 | 977 | 营业利润 | 480 | 167 | 343 | 418 | 492 |
| 应付款项 | 256 | 332 | 344 | 421 | 504 | 营业外净收支 | 0 | (11) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 363 | 370 | 412 | 491 | 564 | 利润总额 | 480 | 155 | 343 | 418 | 492 |
| 流动负债合计 | 631 | 733 | 1288 | 1754 | 2045 | 所得税费用 | 56 | 13 | 29 | 35 | 41 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | (230) | (230) | (230) | 少数股东损益 | 32 | 3 | 6 | 8 | 9 |
| 其他长期负债 | 21 | 28 | 34 | 40 | 46 | 归属于母公司净利润 | 392 | 139 | 308 | 375 | 441 |
| 长期负债合计 | 21 | 28 | (196) | (190) | (184) | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 652 | 760 | 1091 | 1564 | 1861 | 净利润 | 392 | 139 | 308 | 375 | 441 |
| 少数股东权益 | 231 | 263 | 262 | 261 | 260 | 资产减值准备 | 46 | 28 | 13 | 17 | 18 |
| 股东权益 | 2910 | 2842 | 3057 | 3320 | 3629 | 折旧摊销 | 38 | 41 | 50 | 52 | 56 |
| 负债和股东权益总计 | 3793 | 3865 | 4411 | 5145 | 5751 | 公允价值变动损失 | (36) | (130) | (125) | (125) | (125) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | (6) | (8) | (2) | 10 | 20 |
| 每股收益 | 0.50 | 0.18 | 0.40 | 0.48 | 0.57 | 营运资本变动 | (521) | 103 | (539) | (420) | (294) |
| 每股红利 | 0.15 | 0.20 | 0.12 | 0.14 | 0.17 | 其它 | (24) | (29) | (13) | (18) | (19) |
| 每股净资产 | 3.73 | 3.64 | 3.92 | 4.26 | 4.65 | 经营活动现金流 | (105) | 152 | (307) | (118) | 78 |
| ROIC | 16% | 3% | 7% | 8% | 9% | 资本开支 | 0 | (187) | (13) | (63) | (63) |
| ROE | 13% | 5% | 10% | 11% | 12% | 其它投资现金流 | (105) | (73) | 139 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 62% | 56% | 58% | 59% | 59% | 投资活动现金流 | (105) | (261) | 126 | (63) | (63) |
| EBIT Margin | 20% | 4% | 10% | 12% | 13% | 权益性融资 | (2) | 14 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 22% | 6% | 12% | 14% | 15% | 负债净变化 | 0 | 0 | (230) | 0 | 0 |
| 收入增长 | 24% | -18% | 23% | 20% | 17% | 支付股利、利息 | (121) | (157) | (92) | (113) | (132) |
| 净利润增长率 | 30% | -65% | 122% | 22% | 18% | 其它融资现金流 | 107 | 402 | 501 | 311 | 136 |
| 资产负债率 | 23% | 26% | 31% | 35% | 37% | 融资活动现金流 | (136) | 103 | 178 | 198 | 3 |
| 息率 | 1.7% | 2.2% | 1.3% | 1.6% | 1.9% | 现金净变动 | (346) | (6) | (3) | 17 | 18 |
| P/E | 17.8 | 50.1 | 22.6 | 18.6 | 15.8 | 货币资金的期初余额 | 694 | 349 | 343 | 340 | 357 |
| P/B | 2.4 | 2.5 | 2.3 | 2.1 | 1.9 | 货币资金的期末余额 | 349 | 343 | 340 | 357 | 375 |
| EV/EBITDA | 16.6 | 72.5 | 30.3 | 24.0 | 20.0 | 企业自由现金流 | 0 | 16 | (305) | (153) | 53 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 419 | (32) | 148 | 170 |

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