

佛山照明 (000541.SZ)

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

佛山照明控股子公司国星光电收购东山精密全资子公司。佛山照明 10 月 10 日晚发布公告，控股子公司国星光电正在筹划重大资产重组，近日与东山精密签署了《股权转让意向协议》，拟通过现金方式购买东山精密全资子公司盐城东山 60% 股权。本次交易完成后，盐城东山将成为国星光电控股子公司，纳入并表范围，预计本次交易将构成国星光电重大资产重组。

收购有望扩大中游封装份额优势，提升未来盈利能力并与下游应用业务形成协同。盐城东山是东山精密 LED 显示器件业务经营主体，据东山精密年报数据，东山精密 LED 显示器件业务 2021 年营业收入规模约为 26 亿元（毛利率 18.3%），22H1 收入规模约 11.3 亿元（毛利率 12.6%），21 年 LED 显示器件销量约 20.8 亿颗。盐城东山主要产品包括户外 RGB 产品及室内小间距 RGB 产品，拥有“硅胶压模封装技术专利”及背光 LED 封装的开发生产能力，在 LED 小间距细分领域市场全球领先，2021 年上半年盐城东山净利率约 11.4%（同期盐城东山 LED 显示器件业务毛利率为 18.9%），预计国星光电完成并购后将有效扩大自身 LED 封装业务规模优势及产品议价能力，提升公司盈利水平及盈利稳定性，并为佛山照明下游 LED 专业照明及汽车照明业务提供稳定供应链及核心元器件层面的降本和技术助力。

内生增长+外延扩张，份额提升+技术协同。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 8 月国星光电启动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。国星光电是全球领先的 LED 封装厂商，据 TrendForce 集邦咨询统计，2021 年国星光电封装业务营收位居全球第九，完成对风华芯电及盐城东山的并购后有望实现小间距封装领域的技术协同，并持续扩大规模及份额优势。

维持“强烈推荐”投资评级。佛山照明坚持“稳住基本盘，开拓新赛道”总体发展思路，在行业低谷期加快产业整合步伐，未来有望围绕 LED 产业通过内生+外延性发展实现快速扩张。我们预计公司未来三年分别可实现营业收入 102 亿元、123 亿元及 136 亿元，同比增长 113%、21%及 10%，预计分别可实现归母净利润 3.8 亿元、5.7 亿元及 6.7 亿元，同比分别增长 52%、51%及 16%，对应 PE 分别为 20.4 倍、13.5 倍及 11.6 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示：交易尚处筹划阶段存在不确定性、标的公司业绩不达预期导致商誉减值风险。

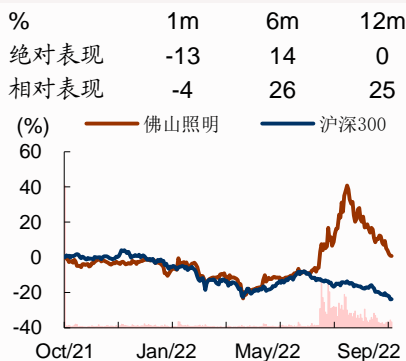
强烈推荐（维持）

消费品/家电  
目标估值：NA  
当前股价：5.68 元

基础数据

总股本（万股）	136199
已上市流通股（万股）	105649
总市值（亿元）	77
流通市值（亿元）	60
每股净资产（MRQ）	3.9
ROE（TTM）	5.6
资产负债率	38.7%
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



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《佛山照明 (000541) 一业绩表现符合市场预期，燎旺定点多个新项目》2022-09-01
- 《佛山照明 (000541) 一国星光电收购风华芯电，进一步加强上下游一体化》2022-08-15
- 《佛山照明 (000541) 一固本培元，开拓求新，车灯开启第二增长曲线》2022-07-31

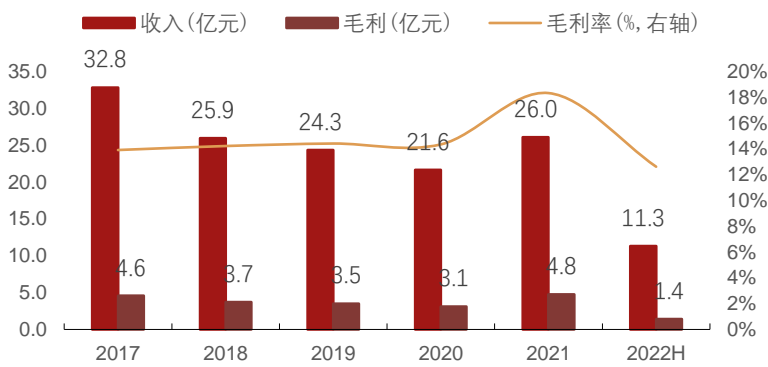
史晋星 S1090522010003  
shijinxing@cmschina.com.cn  
彭子豪 研究助理  
pengzihao@cmschina.com.cn  
纪向阳 研究助理  
jixiangyang@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3745	4773	10172	12335	13588
同比增长	12%	27%	113%	21%	10%
营业利润(百万元)	370	280	696	975	1118
同比增长	4%	-24%	148%	40%	15%
归母净利润(百万元)	317	250	380	574	668
同比增长	5%	-21%	52%	51%	16%
每股收益(元)	0.23	0.18	0.28	0.42	0.49
PE	24.4	30.9	20.4	13.5	11.6
PB	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1

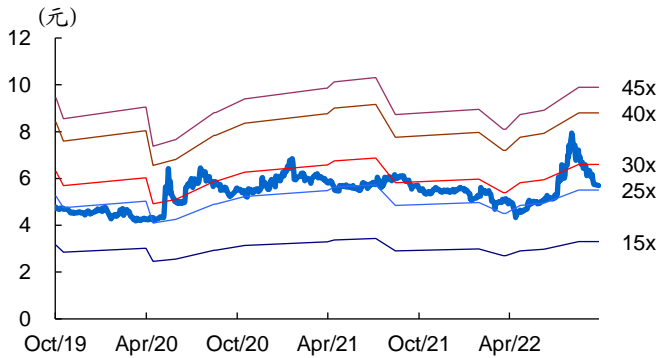
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 2017-2022H 东山精密 LED 显示器件业务收入及毛利情况



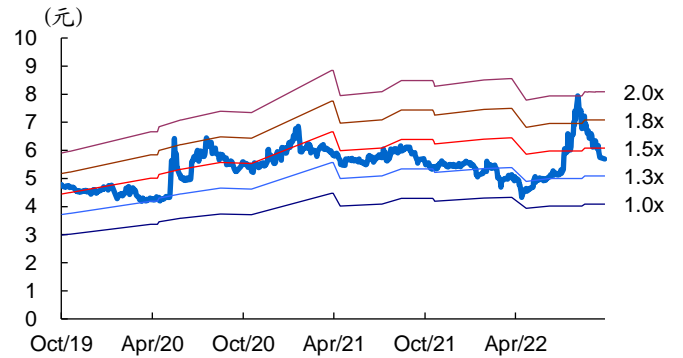
资料来源：东山精密公告、招商证券

图 2: 佛山照明历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 3: 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3607	4995	7616	8773	9534
现金	981	1384	1842	1883	1991
交易性投资	408	328	328	328	328
应收票据	141	594	1266	1536	1692
应收款项	1134	1453	1605	1947	2145
其它应收款	20	34	73	88	97
存货	736	1063	2207	2636	2890
其他	187	138	294	355	391
<b>非流动资产</b>	4912	4704	5206	5714	6231
长期股权投资	181	182	182	182	182
固定资产	686	1323	1879	2433	2989
无形资产商誉	171	288	259	233	210
其他	3875	2912	2887	2867	2851
<b>资产总计</b>	<b>8519</b>	<b>9700</b>	<b>12822</b>	<b>14487</b>	<b>15765</b>
<b>流动负债</b>	1791	3206	5859	6868	7465
短期借款	0	227	200	200	200
应付账款	1541	2381	4978	5946	6519
预收账款	67	93	194	232	254
其他	184	505	487	490	492
<b>长期负债</b>	416	218	218	218	218
长期借款	0	0	0	0	0
其他	416	218	218	218	218
<b>负债合计</b>	<b>2207</b>	<b>3423</b>	<b>6077</b>	<b>7086</b>	<b>7683</b>
股本	1399	1399	1399	1399	1399
资本公积金	15	(239)	(239)	(239)	(239)
留存收益	4849	4640	4879	5264	5645
少数股东权益	48	476	705	977	1276
归属于母公司所有者权益	6264	5801	6040	6425	6806
<b>负债及权益合计</b>	<b>8519</b>	<b>9700</b>	<b>12822</b>	<b>14487</b>	<b>15765</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	395	(277)	1281	912	1137
净利润	322	267	609	846	968
折旧摊销	90	163	191	241	292
财务费用	0	6	4	1	0
投资收益	(44)	(36)	(75)	(75)	(75)
营运资金变动	27	(678)	534	(116)	(60)
其它	0	2	18	15	12
<b>投资活动现金流</b>	(77)	973	(625)	(681)	(742)
资本支出	(233)	(326)	(700)	(756)	(816)
其他投资	156	1299	75	75	75
<b>筹资活动现金流</b>	(488)	(427)	(198)	(191)	(288)
借款变动	(93)	(59)	(54)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(143)	(254)	0	0	0
股利分配	(259)	(140)	(140)	(190)	(287)
其他	7	26	(4)	(1)	(0)
<b>现金净增加额</b>	<b>(171)</b>	<b>269</b>	<b>458</b>	<b>40</b>	<b>108</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	3745	4773	10172	12335	13588
营业成本	2996	3962	8285	9896	10850
营业税金及附加	39	46	102	123	136
营业费用	145	170	275	343	379
管理费用	155	206	407	493	544
研发费用	109	204	407	493	544
财务费用	(6)	3	4	1	0
资产减值损失	(15)	42	(71)	(84)	(92)
公允价值变动收益	5	5	5	5	5
其他收益	29	16	40	40	40
投资收益	44	36	30	30	30
<b>营业利润</b>	370	280	696	975	1118
营业外收入	2	13	20	20	20
营业外支出	4	1	5	5	5
<b>利润总额</b>	368	292	711	990	1133
所得税	46	25	102	144	165
少数股东损益	5	17	229	272	300
<b>归属于母公司净利润</b>	317	250	380	574	668

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	12%	27%	113%	21%	10%
营业利润	4%	-24%	148%	40%	15%
归母净利润	5%	-21%	52%	51%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.0%	17.0%	18.5%	19.8%	20.2%
净利率	8.5%	5.2%	3.7%	4.7%	4.9%
ROE	5.7%	4.1%	6.4%	9.2%	10.1%
ROIC	5.6%	4.0%	8.8%	11.4%	12.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	25.9%	35.3%	47.4%	48.9%	48.7%
净负债比率	0.0%	2.6%	1.6%	1.4%	1.3%
流动比率	2.0	1.6	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.6	1.2	0.9	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.9	0.9	0.9
存货周转率	4.4	4.4	5.1	4.1	3.9
应收账款周转率	3.6	2.9	4.1	3.9	3.7
应付账款周转率	2.4	2.0	2.3	1.8	1.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.23	0.18	0.28	0.42	0.49
每股经营净现金	0.29	-0.20	0.94	0.67	0.84
每股净资产	4.60	4.26	4.43	4.72	5.00
每股股利	0.10	0.10	0.14	0.21	0.25
<b>估值比率</b>					
PE	24.5	31.0	20.4	13.5	11.6
PB	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	33.8	38.3	16.7	12.2	10.5

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。