

佛山照明 (000541.SZ)

2023 年中报点评：经营稳健前行，扣非盈利有所改善

买入

核心观点

上半年经营稳健，扣非盈利有所改善。公司 2023 年上半年实现营收 45.7 亿/+3.0%，归母净利润 1.7 亿/+3.3%，扣非归母净利润 1.8 亿/+11.2%。其中 Q2 收入 23.7 亿/-0.5%，归母净利润 1.0 亿/+1.5%，扣非归母净利润 1.2 亿/+14.8%。公司上半年收入表现稳健，扣除远期外汇等带来的非经常性损益后，公司盈利能力实现小幅提升。

通用照明主业稳健增长，新兴照明应用持续发力。公司 H1 通用照明收入增长 4.6%至 17.9 亿，考虑到公司及子公司国星光电的外销收入均有 2%以上的下滑，预计通用照明的外销依然有所承压，而内销已实现较好的恢复性增长。公司在新兴照明领域持续发力，在海洋照明的技术及产品储备完善之后，在渠道端大力开拓，在国内沿海及东南亚市场搭建了 27 个销售网点和 6 个体验区（馆），布局了 40 多个水产养殖示范基地；智慧路灯、智能照明也持续加大产品和服务力度，扩展市场增量。

车灯业务盈利提升，新项目持续扩充。H1 公司车灯业务收入增长 2.3%至 8.1 亿，其中南宁燎旺收入增长 2.8%至 7.2 亿。燎旺的盈利能力实现恢复，H1 净利率同比提升 0.5pct 至 3.1%。在公司的全力配合下，车灯业务的项目订单持续落地，H1 成功承接 20 个车灯项目。后续随着公司车灯项目订单的持续推进，预计车灯业务收入有望迎来加速增长。

国星光电业务有所拖累。国星光电 2023H1 实现营收 17.6 亿/+0.5%，归母净利润 0.5 亿/-37.5%，扣非归母净利润 0.3 亿/-27.7%。国星光电对公司的收入增速及盈利均有所拖累，若减去国星光电对公司利润的影响，公司 H1 通用照明+车灯归母净利润共 1.6 亿，同比增长 9.5%；其中 Q2 增长 10.3%。

照明主业毛利率大幅改善，销售费用等投入加大。公司 Q2 毛利率同比+0.2pct 至 19.1%，预计主要由通用照明产品毛利率恢复贡献。H1 公司通用照明毛利率同比+3.3pct 至 23.3%，LED 封装及组件产品毛利率+1.5pct 至 19.0%，车灯业务毛利率+0.1pct 至 17.1%，贸易及其他毛利率-6.2pct 至 5.6%。公司在新兴领域的费用投入加大，Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.9/+0.5/+0.5/-0.6pct。Q2 公司归母净利率+0.1pct 至 4.3%，扣非归母净利率+0.6pct 至 5.1%。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；车灯客户开拓不及预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到国星光电对公司盈利的影响，调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 3.0/4.4/5.1 亿(前值为 3.2/4.4/5.1 亿)，增速为 31%/47%/15%，对应 PE=25/17/15x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,773	8,760	10,039	12,703	14,535
(+/-%)	27.4%	83.5%	14.6%	26.5%	14.4%
净利润(百万元)	250	230	303	444	512
(+/-%)	-21.1%	-7.9%	31.5%	46.6%	15.3%
每股收益(元)	0.18	0.17	0.22	0.33	0.38
EBIT Margin	3.9%	4.2%	4.6%	5.8%	6.1%
净资产收益率 (ROE)	4.3%	4.5%	5.7%	7.9%	8.6%
市盈率 (PE)	30.6	32.3	24.6	16.7	14.5
EV/EBITDA	37.3	15.9	16.8	13.4	12.5
市净率 (PB)	1.32	1.44	1.39	1.32	1.25

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

家用电器·照明设备 II

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	5.46 元
总市值/流通市值	7436/7378 百万元
52 周最高价/最低价	7.00/4.82 元
近 3 个月日均成交额	33.45 百万元

市场走势

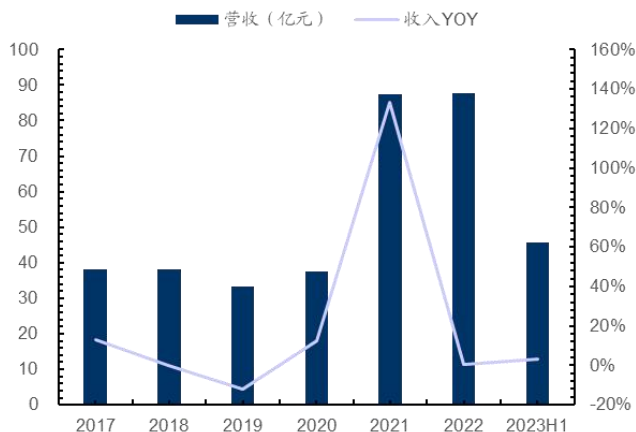


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

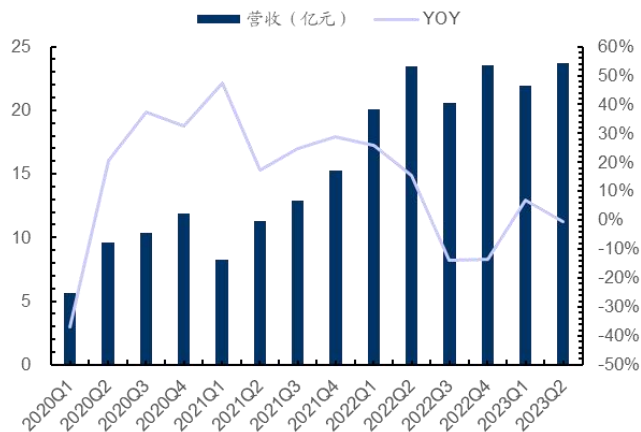
- 《佛山照明 (000541.SZ) - 股权激励激发国企活力，考核目标彰显成长信心》——2023-06-14
- 《佛山照明 (000541.SZ) - 2022 年年报点评：经营短期承压，车灯业务如期发展》——2023-04-13
- 《佛山照明 (000541.SZ) - 2022 年三季报点评：内生+外延蓄势待发》——2022-10-28
- 《佛山照明 (000541.SZ) - 控股子公司拟收购盐城东山，产业一体化有望稳步落地》——2022-10-11
- 《佛山照明 (000541.SZ) - 2022 年中报点评：收入盈利逆势增长，车灯与照明产业链一体化推进》——2022-09-01

图1：公司营业收入及增速



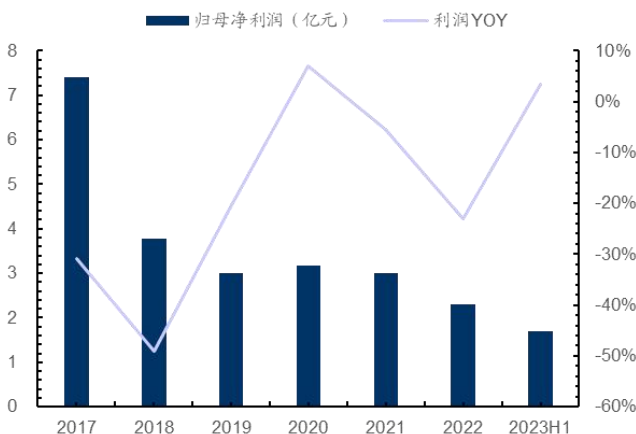
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



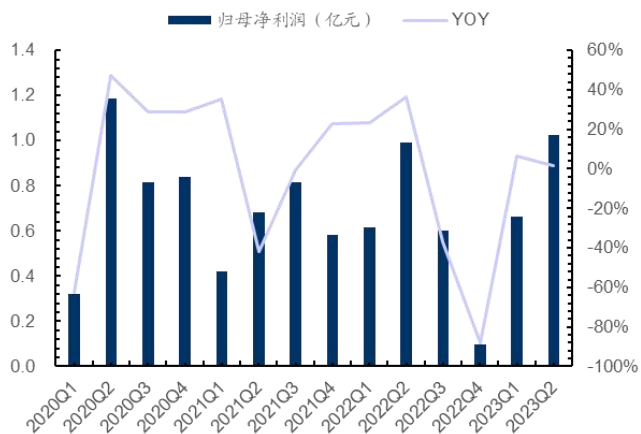
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



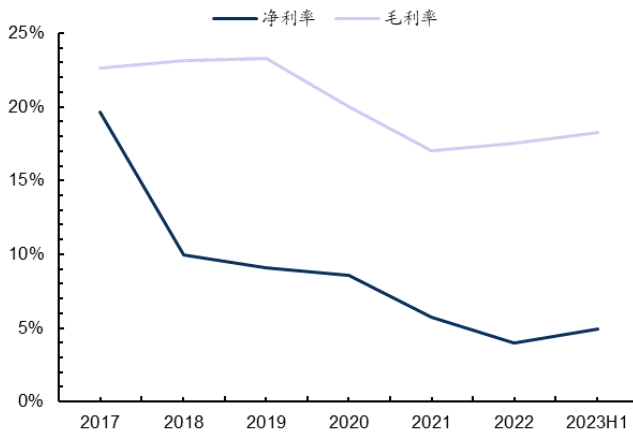
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



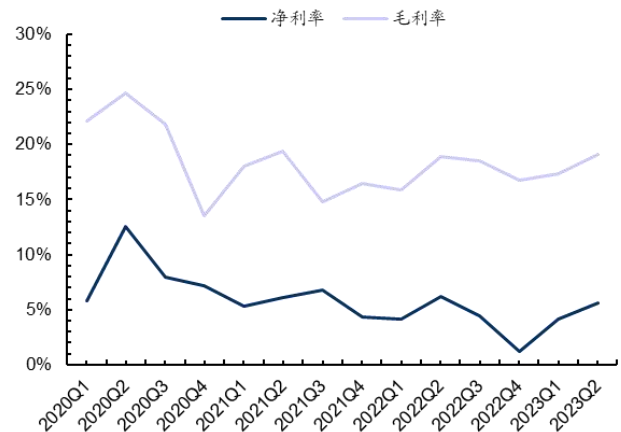
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



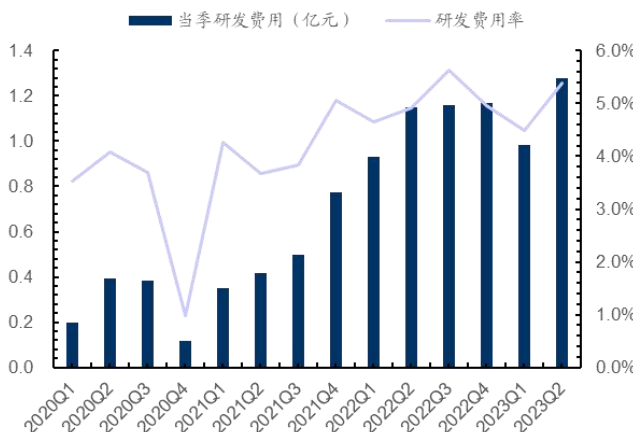
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



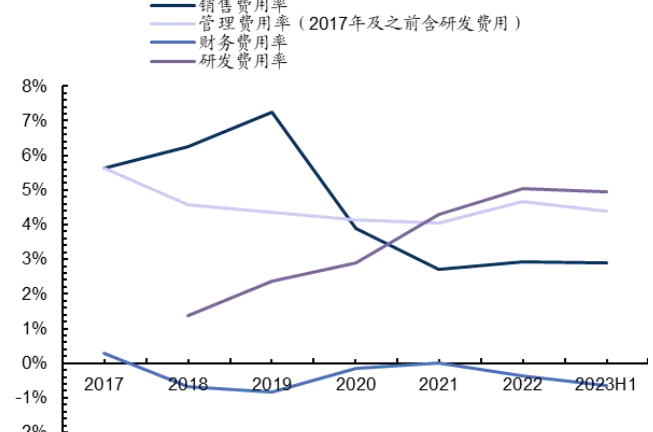
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司研发费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE			PEG	投资评级	
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		(23E)
000541.SZ	佛山照明	5.46	64	0.17	0.22	0.33	0.38	32.3	24.6	16.7	14.5	0.8	买入
603515.SH	欧普照明	21.42	160	1.04	1.25	1.41	1.59	20.6	17.1	15.2	13.5	1.1	无评级
603303.SH	得邦照明	13.65	65	0.71	0.80	0.96	1.11	19.1	17.1	14.2	12.3	1.1	增持
601799.SH	星宇股份	146.04	417	3.30	4.16	5.60	7.03	44.3	35.1	26.1	20.8	1.2	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注：欧普照明、星宇股份采用 wind 一致预测值

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1384	2485	1822	2987	2325	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	311	381	436
流动资产合计	4995	8270	8074	10814	11345	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)	(5)	(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	15171	17925	18393	其他收入	303	564	745	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	565	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	1081	1349	1545	利润总额	292	382	575	847	985
流动负债合计	3206	5622	6375	8038	9151	所得税费用	25	31	57	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	303	444	512
长期负债合计	218	1064	986	962	962	现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	3423	6687	7361	9001	10113	净利润	250	230	303	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	5355	5621	5929	折旧摊销	113	522	423	487	514
负债和股东权益总计	9700	15287	16272	18364	19996	公允价值变动损失	31	116	28	30	35
关键财务与估值指标	2020	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	3	(31)	(11)	(5)	(27)
每股收益	0.18	0.17	0.22	0.33	0.38	营运资本变动	1082	868	343	91	(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	3.93	4.13	4.35	经营活动现金流	1483	1779	1226	1237	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)	(121)	(178)	(205)
净利润增长率	-21%	-8%	31%	47%	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	(185)	(125)	(219)
股息率	1.9%	2.3%	1.6%	2.4%	2.8%	现金净变动	403	1100	438	503	502
P/E	30.6	32.3	24.6	16.7	14.5	货币资金的期初余额	981	1384	2485	1822	2987
P/B	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	货币资金的期末余额	1384	2485	2923	2325	3490
EV/EBITDA	37.3	15.9	16.8	13.4	12.5	企业自由现金流	414	(1472)	796	884	976
						权益自由现金流	489	584	742	942	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

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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（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