

## 佛山照明 (000541.SZ)

## 控股股东专项再贷款增持股份，董事会换届开启新征程

- **实控人持续增持股份，彰显发展信心。** 1) 11 月 8 日，公司宣布实控人广东电子信息产业集团及一致行动人增持佛山照明 1.2% 股份，其中 A 股回购 0.76% 股份，B 股回购 2.91% 股份；2) 11 月 19 日，公司宣布实控人拟使用自有资金及增持专项贷款资金，进一步增持不低于人民币 3600 万，不超过 7200 万，且不低于公司总股本 0.8%。11 月 5 日广东电子集团已获得光大银行广州分行的 5000 万贷款额度。
- **土地收储回笼资金盘活资产，董事会换届开启新征程。** 11 月 4 日公司公告，佛山照明总部南区 4.7 万平方米土地挂账收储成交，成交价为 9.27 亿元，将收到补偿收入约 3.94 亿元，扣除相关成本及税费后净收益约 3.06 亿元。本次土地收储有望帮助公司盘活资产，回笼资金用于产业链垂直一体化整合和新赛道业务布局，打造有竞争力的照明产业集群。10 月 10 日，公司完成董事会换届选举，其中王烨过去曾在欧普担任供应链中心负责人、副总裁兼电商事业部总经理，2024 年 9 月就职佛照后有望推动国企运营效率升级、降本增效释放业绩潜力。
- **新赛道布局加快落地，船舶/航空/智能照明多点开花。** 1) 2024 年 8 月公司收购沪乐电气 66% 股权，船舶照明产品性能要求高，资质认证时间长，沪乐电气深耕行业 40 年，符合全球各地船级社规范，获得多项国际认证，佛照通过收购获得核心技术、完整产品体系及相关资质，有望享受行业增长红利；2) 9 月 29 日，佛山照明联合临空产发公司，共同投资北京航信，整合产业资源实现优势互补，在机场跑道照明基础上逐步向低空飞行照明及其他航空照明领域拓展；3) 10 月 28 日，公司跟易来照明签署股权收购意向协议，切入小米生态链，补齐智能照明。易来作为小米生态链中智能照明企业，易来照明打造米家台灯、米家立式学习灯多种爆款产品，同时全国 500 家线下体验店提供全屋智能照明定制服务。
- **车灯南宁燎旺落子苏州，覆盖长三角地区车企。** 11 月 8 日，苏州市相城区政府与佛山照明签署战略合作协议，南宁燎旺车灯项目拟投资规模 20 亿元，其中一期项目计划投资 5.8 亿、达产后年销售额 14 亿元，建成后有望对上汽大众五菱、上汽大众、奇瑞捷豹路虎、金龙汽车等具有苏州生产基地的车企形成有效覆盖，并辐射长三角地区车企。我们预计 2024 年公司车灯业务规模有望达到 23 亿元，同比大幅增长 45%。
- **维持“强烈推荐”投资评级。** 公司坚持“稳住基本盘，做实新赛道”发展思路，在传统通用照明稳健发展的同时，积极拓展车载照明、海洋照明、机场照明等新业务。暂不考虑易来照明等尚未并表业务，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 96 亿元、105 亿元及 115 亿元，同比增长 6%、9%及 9%，预计经营性归母净利润分别为 3.6 亿元、4.1 亿元及 4.5 亿元，同比分别增长 25%、12%及 10%，对应 PE 分别为 25 倍、22 倍及 20 倍。
- **风险提示：** 被并购标的经营状况不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧。

## 强烈推荐 (维持)

消费品/家电

目标估值: NA

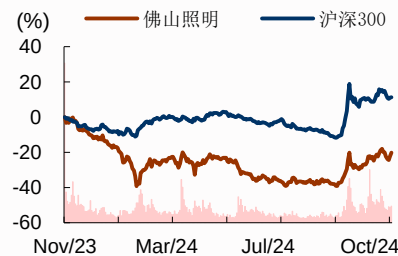
当前股价: 5.77 元

## 基础数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本 (百万股)    | 1549       |
| 已上市流通股 (百万股) | 1197       |
| 总市值 (十亿元)    | 8.9        |
| 流通市值 (十亿元)   | 6.9        |
| 每股净资产 (MRQ)  | 4.1        |
| ROE (TTM)    | 4.7        |
| 资产负债率        | 42.3%      |
| 主要股东         | 香港华晟控股有限公司 |
| 主要股东持股比例     | 12.74%     |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 11 | 3  | -23 |
| 相对表现 | 9  | -6 | -35 |



## 相关报告

- 《佛山照明 (000541) 一多项并购及扩产项目落地，积极开拓新赛道》2024-10-13
- 《佛山照明 (000541) 一控股上海亮舟，加快海洋照明布局》2023-11-01
- 《佛山照明 (000541) 一主业稳步恢复，车灯增长可期》2023-10-30

史晋星 S1090522010003

✉ shijinxing@cmschina.com.cn

彭子豪 S1090522120001

✉ pengzihao@cmschina.com.cn

闫哲坤 S1090523070001

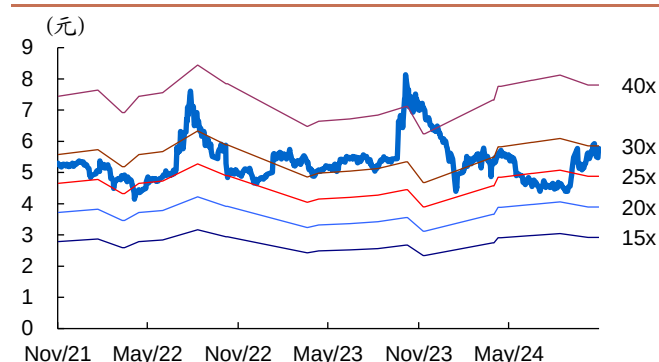
✉ yanzhekun@cmschina.com.cn

### 财务数据与估值

| 会计年度       | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 8760 | 9057 | 9629  | 10512 | 11483 |
| 同比增长       | 84%  | 3%   | 6%    | 9%    | 9%    |
| 营业利润(百万元)  | 380  | 403  | 558   | 627   | 693   |
| 同比增长       | 35%  | 6%   | 39%   | 12%   | 11%   |
| 归母净利润(百万元) | 230  | 290  | 362   | 406   | 449   |
| 同比增长       | -8%  | 26%  | 25%   | 12%   | 10%   |
| 每股收益(元)    | 0.15 | 0.19 | 0.23  | 0.26  | 0.29  |
| PE         | 38.8 | 30.8 | 24.7  | 22.0  | 19.9  |
| PB         | 1.7  | 1.4  | 1.4   | 1.3   | 1.3   |

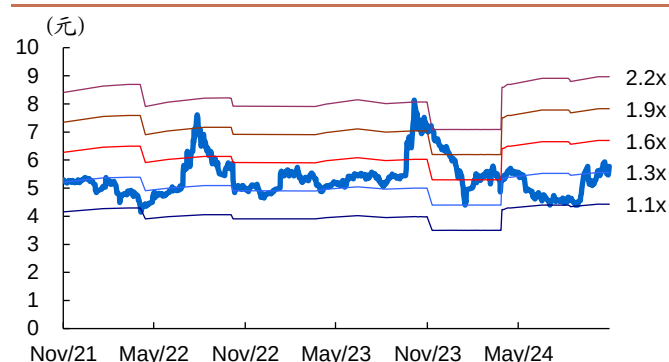
资料来源：公司数据、招商证券

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         | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 8270         | 9528         | 9995         | 10995        | 12032        |
| 现金             | 2485         | 3596         | 3732         | 4177         | 4602         |
| 交易性投资          | 262          | 153          | 153          | 153          | 153          |
| 应收票据           | 822          | 1057         | 1124         | 1227         | 1340         |
| 应收款项           | 1921         | 2093         | 2205         | 2407         | 2629         |
| 其它应收款          | 33           | 49           | 52           | 57           | 62           |
| 存货             | 2032         | 1971         | 2082         | 2269         | 2475         |
| 其他             | 717          | 608          | 647          | 706          | 771          |
| <b>非流动资产</b>   | 7017         | 7406         | 7269         | 7191         | 7165         |
| 长期股权投资         | 182          | 179          | 179          | 179          | 179          |
| 固定资产           | 3508         | 3453         | 3440         | 3469         | 3537         |
| 无形资产商誉         | 762          | 856          | 771          | 694          | 624          |
| 其他             | 2565         | 2918         | 2879         | 2849         | 2825         |
| <b>资产总计</b>    | <b>15287</b> | <b>16934</b> | <b>17264</b> | <b>18186</b> | <b>19197</b> |
| <b>流动负债</b>    | 5622         | 6641         | 6608         | 7131         | 7704         |
| 短期借款           | 158          | 220          | 200          | 200          | 200          |
| 应付账款           | 4489         | 5147         | 5458         | 5949         | 6488         |
| 预收账款           | 128          | 236          | 250          | 273          | 297          |
| 其他             | 848          | 1038         | 700          | 709          | 719          |
| <b>长期负债</b>    | 1064         | 522          | 522          | 522          | 522          |
| 长期借款           | 748          | 253          | 253          | 253          | 253          |
| 其他             | 316          | 269          | 269          | 269          | 269          |
| <b>负债合计</b>    | <b>6687</b>  | <b>7163</b>  | <b>7130</b>  | <b>7653</b>  | <b>8226</b>  |
| 股本             | 1362         | 1549         | 1549         | 1549         | 1549         |
| 资本公积金          | (75)         | 832          | 832          | 832          | 832          |
| 留存收益           | 3886         | 3904         | 4112         | 4337         | 4583         |
| 少数股东权益         | 3427         | 3486         | 3641         | 3815         | 4008         |
| 归属于母公司所有者权益    | 5173         | 6285         | 6493         | 6718         | 6964         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>15287</b> | <b>16934</b> | <b>17264</b> | <b>18186</b> | <b>19197</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2022        | 2023        | 2024E      | 2025E      | 2026E      |
|----------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1065        | 1174        | 1072       | 1069       | 1114       |
| 净利润            | 351         | 385         | 517        | 580        | 641        |
| 折旧摊销           | 601         | 611         | 643        | 625        | 615        |
| 财务费用           | 22          | 13          | 16         | 3          | 1          |
| 投资收益           | (11)        | (15)        | (106)      | (106)      | (106)      |
| 营运资金变动         | 185         | 201         | (0)        | (36)       | (41)       |
| 其它             | (84)        | (21)        | 1          | 3          | 3          |
| <b>投资活动现金流</b> | (347)       | (708)       | (400)      | (441)      | (484)      |
| 资本支出           | (593)       | (377)       | (506)      | (547)      | (590)      |
| 其他投资           | 247         | (331)       | 106        | 106        | 106        |
| <b>筹资活动现金流</b> | (746)       | 683         | (535)      | (184)      | (204)      |
| 借款变动           | (847)       | (287)       | (364)      | 0          | 0          |
| 普通股增加          | (37)        | 187         | 0          | 0          | 0          |
| 资本公积增加         | 164         | 907         | 0          | 0          | 0          |
| 股利分配           | (140)       | (136)       | (155)      | (181)      | (203)      |
| 其他             | 116         | 12          | (16)       | (3)        | (1)        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(27)</b> | <b>1150</b> | <b>136</b> | <b>444</b> | <b>426</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业总收入</b>     | 8760  | 9057  | 9629  | 10512 | 11483 |
| 营业成本             | 7224  | 7355  | 7799  | 8501  | 9271  |
| 营业税金及附加          | 62    | 72    | 77    | 84    | 92    |
| 营业费用             | 257   | 331   | 366   | 399   | 436   |
| 管理费用             | 408   | 431   | 472   | 515   | 563   |
| 研发费用             | 441   | 484   | 530   | 578   | 632   |
| 财务费用             | (31)  | (32)  | 16    | 3     | 1     |
| 资产减值损失           | (106) | (121) | 83    | 90    | 98    |
| 公允价值变动收益         | (10)  | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 其他收益             | 85    | 90    | 90    | 90    | 90    |
| 投资收益             | 11    | 15    | 15    | 15    | 15    |
| <b>营业利润</b>      | 380   | 403   | 558   | 627   | 693   |
| 营业外收入            | 19    | 10    | 10    | 10    | 10    |
| 营业外支出            | 17    | 7     | 7     | 7     | 7     |
| <b>利润总额</b>      | 382   | 406   | 561   | 630   | 696   |
| 所得税              | 31    | 21    | 44    | 49    | 54    |
| 少数股东损益           | 120   | 94    | 155   | 174   | 192   |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 230   | 290   | 362   | 406   | 449   |

## 主要财务比率

|                | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 84%   | 3%    | 6%    | 9%    | 9%    |
| 营业利润           | 35%   | 6%    | 39%   | 12%   | 11%   |
| 归母净利润          | -8%   | 26%   | 25%   | 12%   | 10%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 17.5% | 18.8% | 19.0% | 19.1% | 19.3% |
| 净利率            | 2.6%  | 3.2%  | 3.8%  | 3.9%  | 3.9%  |
| ROE            | 4.2%  | 5.1%  | 5.7%  | 6.2%  | 6.6%  |
| ROIC           | 4.0%  | 3.5%  | 5.0%  | 5.4%  | 5.7%  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 43.7% | 42.3% | 41.3% | 42.1% | 42.9% |
| 净负债比率          | 6.4%  | 4.8%  | 2.6%  | 2.5%  | 2.4%  |
| 流动比率           | 1.5   | 1.4   | 1.5   | 1.5   | 1.6   |
| 速动比率           | 1.1   | 1.1   | 1.2   | 1.2   | 1.2   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| 存货周转率          | 4.7   | 3.7   | 3.8   | 3.9   | 3.9   |
| 应收账款周转率        | 3.7   | 3.1   | 3.0   | 3.0   | 3.0   |
| 应付账款周转率        | 2.1   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 0.15  | 0.19  | 0.23  | 0.26  | 0.29  |
| 每股经营净现金        | 0.69  | 0.76  | 0.69  | 0.69  | 0.72  |
| 每股净资产          | 3.34  | 4.06  | 4.19  | 4.34  | 4.50  |
| 每股股利           | 0.09  | 0.10  | 0.12  | 0.13  | 0.14  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 38.8  | 30.8  | 24.7  | 22.0  | 19.9  |
| PB             | 1.7   | 1.4   | 1.4   | 1.3   | 1.3   |
| EV/EBITDA      | 17.8  | 17.1  | 12.5  | 12.2  | 11.6  |

## 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。

## 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，任何机构和个人均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。