

欧普照明 (603515)

公司研究/简评报告

行业内规模领先企业，净利率水平稳步提升

—2017 年年报&2018 年一季报点评

简评报告/家电

2018 年 04 月 18 日

一、事件概述

公司于 4 月 17 日晚发布 2017 年年报与 2018 年一季报：

2017 年全年，公司实现营收 69.57 亿，同比增长 27.03%；实现归母净利润 6.81 亿，同比增长 34.48%；实现基本每股收益 1.18 元。拟每 10 股派发现金红利 4 元（含税），同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股。

2018 年一季度实现营收 14.83 亿，同比增长 23.55%；实现归母净利润 0.70 亿，同比增长 42.20%，扣非后归母净利润 0.36 亿元，同比增长 29.87%；基本每股收益 0.12 元。

二、分析与判断

➤ 内外销齐增长，2018 年 Q1 业绩增速环比提升

外销收入快速增长：2017 年公司内销收入 62.79 亿元，同比增长 24.79%，毛利率 41.53%（同比-0.51pct）；出口收入 6.1 亿元，同比增长 49.01%，毛利率 31.11%（同比+3.54pct），主要得益于公司在全球区域和市场进行本地化布局，在 2017 年下半年海外中标一系列商照工程项目。我们预计未来随着公司海外布局力度加大与品牌力提升，公司海外收入规模有望保持快速增长。

单季度来看，18 年 Q1 营收与业绩增速环比改善：2017 年 Q4 单季度营收 21.33 亿，同比+15.58%；归母净利润 2.65 亿，同比+27.84%。Q4 单季度营收与业绩增速均较前三季度出现明显下降，我们认为主要原因是受一二线城市地产成交量增速放缓影响所致。但是公司在 2018 年一季度营收和业绩增速均有环比回升，我们认为主要原因是公司系列措施开始显成效：一是公司在线下引导经销商由“坐商”向“行商”模式切换；二是公司在线上建立到家服务平台，有效挖掘潜在替换市场；三是公司海外收入规模快速增长，一定程度上降低了国内房地产下行对公司的业务压力。

➤ 受益收入结构调整与管理能力提升，净利率水平稳步增长

公司 2017 年与 2018 年 Q1 均表现为毛利率同比下降而净利率同比上升：2017 年公司毛利同比下降 0.31pct 至 40.59%，净利率同比提升 0.45pct 至 9.80%，2018Q1 毛利率同比下降 3.58pct 至 37.78%，净利率同比提升 0.68pct 至 4.73%。我们认为毛利率下降的主要原因一是原材料成本上涨，二是毛利率相对较低的出口收入占比提升。公司 2017 年全年与 2018Q1 销售费用率分别同比下降 0.1pct 和 2.76pct，管理费用率主要受会计调整影响分别同比下降 0.82pct 和 1.32pct，财务费用率受汇兑影响分别同比增加 0.23pct 和 1.21pct，综合引起净利率水平提升。预计未来随着公司产品结构调整与线上渠道收入占比提升，公司盈利水平仍有望进一步提高。

➤ 产品拓展与全渠道覆盖，为未来收入增长提供支撑

产品端：在家居照明板块，公司不断丰富产品结构层次，从标准化的光源、吸顶灯拓展至装饰灯等风格化产品，提升产品与服务竞争力；商用照明板块，公司在办公、地产、连锁品牌店铺、市政交通、道路等多个领域布局突破。

业务端：公司于 2017 年进入集成家居业务领域，通过集成墙面、集成吊顶、地板、晾衣架等相关配套产品及“七天焕新家”一站式服务，为消费者提供集成家居综合解决服务方案；并推出到家服务平台，优化用户体验的同时挖掘潜在客户。

渠道端：线下，公司通过门店升级以及新建一批千坪大店，实现了全品类、全系列家居照明产品的展示；线上，收入稳定增长，“双 11”当天实现 3 亿的官方直营收入，连续第五年获得照明家装行业第一。我们认为，这些为公司未来收入增长提供

强烈推荐 首次评级

当前价格： 50.73 元

交易数据 2018-4-17

近 12 个月最高/最低	50.73/33.74
总股本（百万股）	579.48
流通股本（百万股）	97.96
流通股比例（%）	17%
总市值（亿元）	293.97
流通市值（亿元）	49.70

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：马科

执业证号： S0100513070001
电话： 010-85127533
邮箱： make@mszq.com

研究助理：陈梦

执业证号： S0100116080018
电话： 010-85127533
邮箱： chenmeng@mszq.com

相关研究

➤ “股票期权+限制性股票”混合激励模式，为公司业绩持续稳增提供动力

公司于3月9日向符合条件的278名激励对象授予484.98万份股票期权，约占公司股本总额的0.837%，行权价为每份43.79元；向符合条件的148名激励对象授予217.14万股限制性股票，约占股本总额的0.375%，其中，按照每股21.90元授予的限制性股票数量为162.54万股，按照每股26.28元授予的限制性股票数量为54.60万股。行权与解锁条件为，以2017年净利润为基数，2018-2023年净利润增长率不低于20%/44%/73%/108%/149%/199%，每期行权或解锁数量为获授数量的1/6。我们认为公司混合激励模式有利于提高公司管理层与核心技术（业务）骨干的积极性，有利于推动公司持续稳定的业绩增长与公司战略的实现。

三、盈利预测与投资建议

行业角度来看，我国照明行业市场空间大、市场集中度低，公司在照明行业中处于第一梯队有望受益于行业整体增长，同时，公司虽然在行业中处于比较领先，但市占率也仅约为2%-5%，未来公司在行业中市占率仍有很大提升空间。渠道方面，公司目前具有完善的线上线下渠道覆盖，三四级市场的布局使得公司有望在地产下行周期中保持收入端相对稳定增长。有效期长达7年的混合激励模式也为彰显出公司管理层对未来发展的信心。我们预测公司2018-2020年EPS分别为1.51元、1.92元、2.41元，对应的PE分别为34倍、26倍、21倍。首次覆盖，给予**强烈推荐**评级。

四、风险提示：

原材料价格波动；房地产成交量持续下滑；技术研发成果不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6,957	8,893	10,957	13,163
增长率（%）	27.0%	27.8%	23.2%	20.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	681	877	1,114	1,395
增长率（%）	34.5%	28.8%	27.0%	25.2%
每股收益（元）	1.18	1.51	1.92	2.41
PE（现价）	43	34	26	21
PB	8.1	6.5	5.2	4.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	6,957	8,893	10,957	13,163
营业成本	4,133	5,274	6,488	7,768
营业税金及附加	46	60	73	87
销售费用	1,637	2,095	2,586	3,105
管理费用	407	521	641	763
EBIT	734	943	1,169	1,440
财务费用	16	(9)	(58)	(113)
资产减值损失	36	28	21	19
投资收益	105	91	91	91
营业利润	793	1,014	1,296	1,625
营业外收支	8	0	0	0
利润总额	801	1,032	1,310	1,641
所得税	119	155	197	246
净利润	682	877	1,114	1,395
归属于母公司净利润	681	877	1,114	1,395
EBITDA	852	1,036	1,262	1,533

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	326	1549	2937	4620
应收账款及票据	426	482	600	724
预付款项	22	29	36	43
存货	689	736	918	1103
其他流动资产	3324	3324	3324	3324
流动资产合计	4826	6136	7819	9811
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1095	1095	1095	1095
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1480	1321	1228	1135
资产合计	6306	7457	9047	10946
短期借款	110	110	110	110
应付账款及票据	960	1002	1233	1476
其他流动负债	750	750	750	750
流动负债合计	2661	2934	3411	3915
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	11	11	11	11
非流动负债合计	11	11	11	11
负债合计	2672	2945	3421	3926
股本	579	579	579	579
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3635	4512	5626	7020
负债和股东权益合计	6306	7457	9047	10946

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	27.0%	27.8%	23.2%	20.1%
EBIT 增长率	35.0%	28.5%	23.9%	23.2%
净利润增长率	34.5%	28.8%	27.0%	25.2%
盈利能力				
毛利率	40.6%	40.7%	40.8%	41.0%
净利润率	9.8%	9.9%	10.2%	10.6%
总资产收益率 ROA	10.8%	11.8%	12.3%	12.7%
净资产收益率 ROE	18.7%	19.4%	19.8%	19.9%
偿债能力				
流动比率	1.8	2.1	2.3	2.5
速动比率	1.6	1.8	2.0	2.2
现金比率	0.1	0.5	0.9	1.2
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	19.2	19.2	19.2	19.2
存货周转天数	50.5	50.0	50.1	50.1
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	1.2	1.5	1.9	2.4
每股净资产	6.3	7.8	9.7	12.1
每股经营现金流	1.7	1.8	2.2	2.7
每股股利	0.4	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	43.0	33.5	26.4	21.1
PB	8.1	6.5	5.2	4.2
EV/EBITDA	34.3	27.0	21.1	16.2
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	682	877	1,114	1,395
折旧和摊销	154	121	114	112
营运资金变动	287	157	160	177
经营活动现金流	1,004	1,052	1,287	1,581
资本开支	179	(85)	(15)	(16)
投资	(670)	0	0	0
投资活动现金流	(755)	175	105	106
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(50)	0	0	0
筹资活动现金流	(233)	(4)	(4)	(4)
现金净流量	16	1,223	1,388	1,683

分析师与研究助理简介

马科，毕业于南开大学，2011年入职民生证券，从事策略研究。2014年至今转为家电行业研究。

陈梦，北京大学计算机技术硕士，2016年入职民生证券，从事家电行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。