



产品及渠道壁垒高筑，商用照明延续高增长

——欧普照明（603515）2018半年报点评

2018年08月24日

推荐/首次

欧普照明 财报点评

郑闵钢	分析师 zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	执业证书编号: S1480510120012
闵繁皓	研究助理 minfh@dxzq.net.cn	010-66554036	执业证书编号: S1480117090003

事件：

公司发布2018年上半年度业绩报告。上半年公司实现营业总收入35.3亿元，同比增长17.2%；归母净利3.8亿元，同比增长38.4%；扣非归母净利2.5亿元，同比增长16.5%。其中18Q2实现营业总收入20.4亿元，同比增长13%；归母净利2.9亿元，同比增长37.5%；扣非归母净利2.2亿元，同比增长14.5%。

表1：财务指标预测

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1845.79	1200.12	1809.64	1813.99	2133.29	1482.76	2044.91
增长率（%）	27.39%	38.53%	32.35%	29.83%	15.58%	23.55%	13.00%
毛利率（%）	40.52%	41.36%	40.80%	39.93%	40.53%	37.78%	37.20%
期间费用率（%）	28.57%	36.31%	27.39%	30.25%	27.15%	33.44%	23.44%
营业利润率（%）	11.72%	4.80%	13.93%	10.15%	14.00%	5.85%	16.63%
净利润（百万元）	210.70	48.58	210.21	157.05	265.68	70.15	287.84
增长率（%）	10.29%	53.19%	36.39%	35.86%	26.09%	44.38%	36.93%
每股盈利（季度，元）	0.36	0.09	0.36	0.27	0.46	0.12	0.49
资产负债率（%）	39.14%	37.38%	41.09%	41.78%	42.37%	39.57%	42.76%
净资产收益率（%）	6.70%	1.53%	6.54%	4.66%	7.31%	1.89%	7.63%
总资产收益率（%）	4.08%	0.96%	3.85%	2.71%	4.21%	1.14%	4.37%

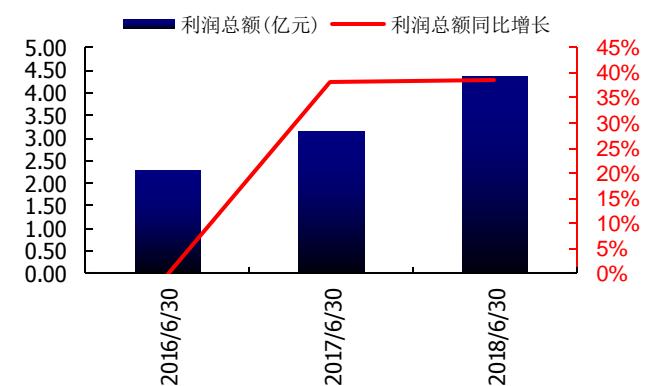
公司主营业务分析

单位 (万)	本期数	上年同期数	变动比例	变动原因
营业收入	352766.38	300976.03	17.21%	
营业成本	220672.48	177505.83	24.32%	
销售费用	74538.15	74266.35	0.37%	
管理费用	22752.13	18732.48	21.46%	
财务费用	215.80	135.53	59.23%	主要系本期汇兑损失增加所致
经营活动产生的现金流量净额	3767.23	25725.67	-85.36%	主要系本期购买商品、接收劳务支付的现金增加 所致
投资活动产生的现金流量净额	-19098.18	-20568.43	7.15%	
筹资活动产生的现金流量净额	7943.76	-22434.73	135.41%	主要系本期银行借款现金流入增加以及分配股利现金支出减少所致
研发支出	9827.16	9358.33	5.01%	

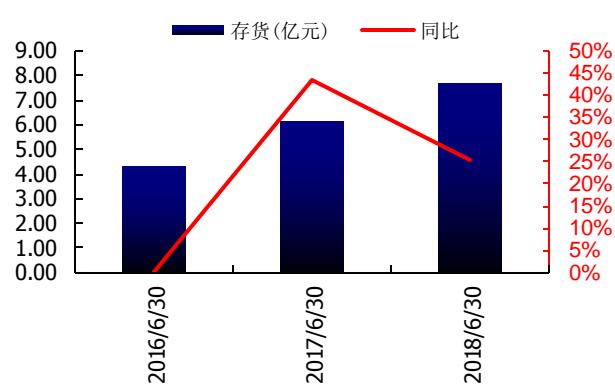
资料来源：公司公告、东兴证券

观点：

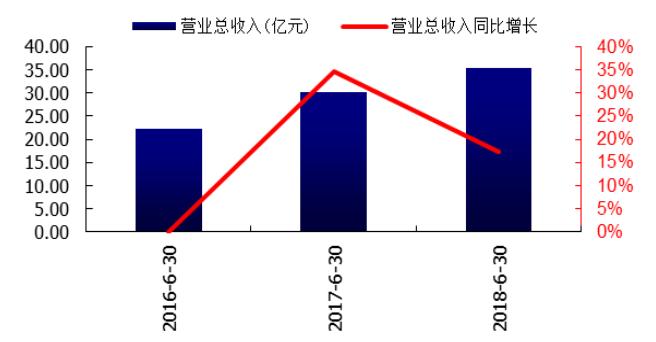
- 整体收入增速有所放缓，商用照明延续高增长。地产影响下，家居照明销售承压，上半年公司同比增长17.2%，Q2同比增长13%。从渠道拆分来看，电商表现相对较好，增速在25-30%之间，预计线下零售渠道保持平稳。从品类拆分来看，家居照明增长约10%，商用照明增长超35%，光源增长约10%，电工增长约20%，其中家居照明受地产影响最为明显，光源在照明灯具一体化趋势下增速放缓，其他品类延续高增长。
- 整体毛利率略下滑，降本增效使盈利能力企稳。公司上半年毛利率分别为37.45%，同比分别下滑3.58pct，主因是公司对标准化吸顶灯、筒灯、射灯等产品采取价格竞争策略以获取更高市场份额，叠加五金、塑料、包装辅料等原材料价格高位震荡。公司主动控制费用，上半年扩大店铺计划放缓，销售费用率分别为21.1%，同比下降3.55pct。上半年管理费用率分别为6.45%，同比下降0.23pct，研发费用不降反增，同比增长5%至9827万元，促进长期发展。此外，上半年处置理财产品收益6849.2万元，获得政府补助4818.7万元，增厚归母净利润，期间净利率提升1.55pct，扣非净利率保持平稳。公司存货水平较期初增长11.1%，与收入增长表现相匹配。
- 品类及五金流通渠道加速扩张，筑高产品及渠道壁垒。公司上半年新推出北欧极简系列，产品结构不断丰富，公司SKU超过2万个，满足不同消费者需求。公司亦投资25.8亿元建设粤港澳大湾区项目，布局未来3-5年的产能，产能落地后有望突破公司自产比例瓶颈，加速品类扩张，扩大公司的照明和集成家居的优势。在渠道终端建设方面，开拓空白市场，提升渠道覆盖率。同时，把提升五金销售网点数量和运营质量，并以产品组合的形式和定期进货的形式加深合作。线上线下融合有序推进，渠道布局日趋完善，为公司长期业绩发展提供基础。

图 1: 利润总额情况


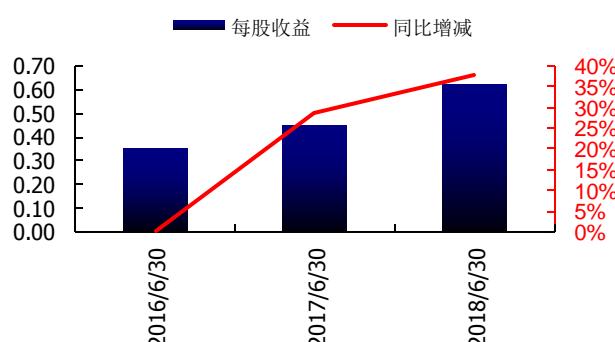
资料来源：公司公告、东兴证券

图 2: 存货情况


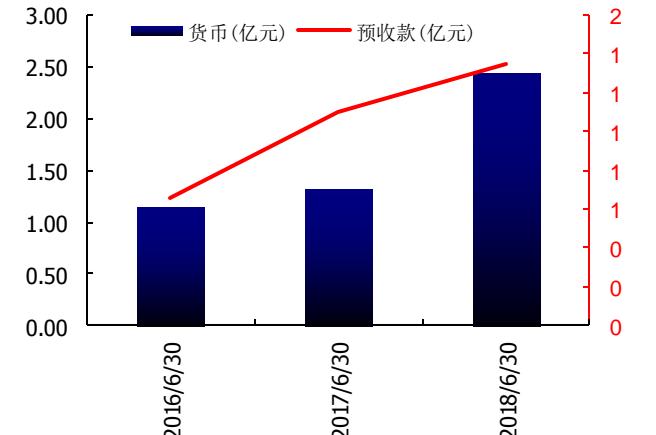
资料来源：公司公告、东兴证券

图 3: 营业收入情况


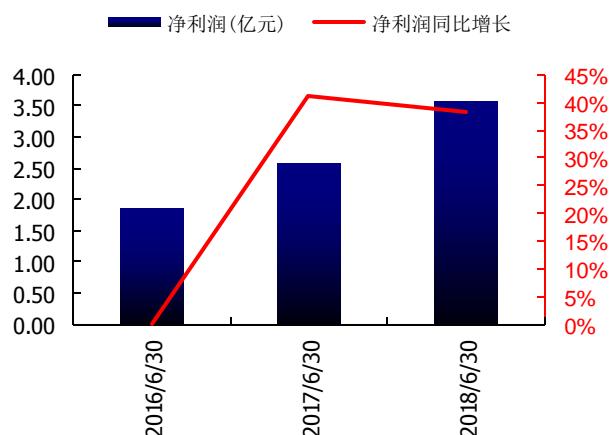
资料来源：公司公告、东兴证券

图 4: 每股收益情况


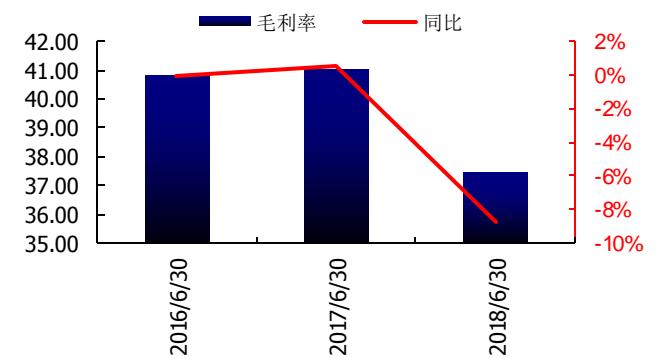
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5: 货币和预收款情况


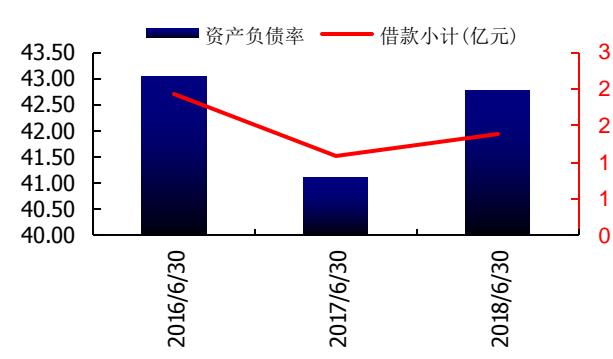
资料来源：公司公告、东兴证券

图 6: 净利润情况


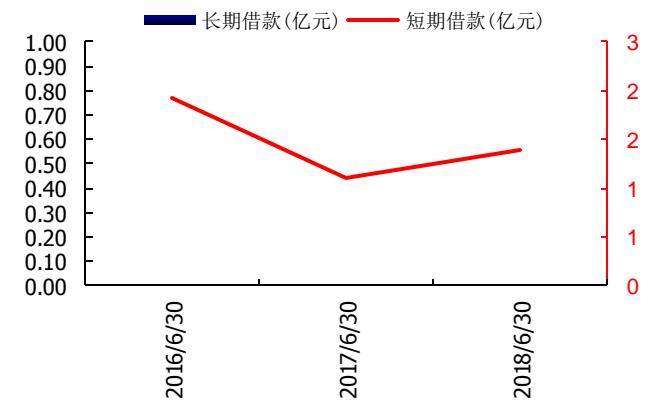
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7: 销售毛利率情况


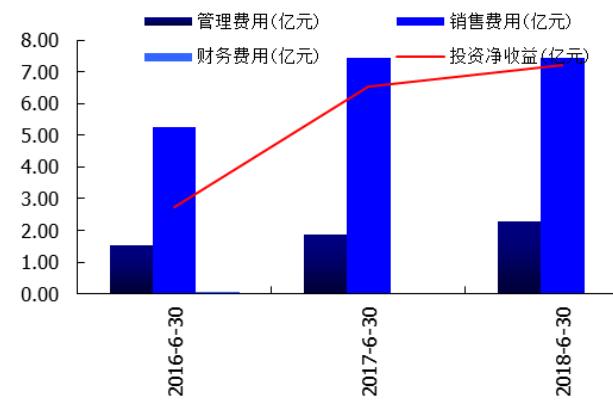
资料来源：公司公告、东兴证券

图 8: 资产负债率情况


资料来源：公司公告、东兴证券

图 9: 贷款情况


资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 10: 销售费用、管理费用和财务费用情况


资料来源：公司公告、东兴证券

结论：

估值和评级：照明与房地产的紧密联系是公司收入增速放缓的主要原因，尤其是家居照明，后续的增长更多依靠公司自身发展，其驱动力是持续的渠道下沉和品类扩张。

我们调整公司家居照明收入增速，维持商用照明增速预期，公司 18-20 年整体收入预测略降低至 87.8 亿元、110.1 亿元、137.6 亿元，预期 18 年政府补助约为 7500 万，调整 18-20 年归母净利润为 8.39 亿元、10.23 亿元、12.13 亿元，EPS 为 1.44 元、1.76 元、2.09 元。欧普作为 LED 照明行业龙头，公司市占率提升的逻辑未有改变，行业景气度不高的背景下，龙头产品、渠道的壁垒持续巩固，更可确定市场地位，首次给予“推荐”评级。

风险提示：区域市场销售不及预期、新业务拓展存在不确定性、行业政策进一步收紧

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合计	3795	4826	6071	7731	9831	营业收入	5477	6957	8777	11008	13764
货币资金	305	326	439	605	826	营业成本	3237	4133	5099	6284	7779
应收账款	306	425	541	679	848	营业税金及附加	37	46	61	77	96
其他应收款	30	39	50	62	78	营业费用	1294	1637	2106	2697	3441
预付款项	19	22	38	63	98	管理费用	365	407	570	771	1032
存货	455	689	768	947	1172	财务费用	-1	16	21	50	68
其他流动资产	2676	3324	4233	5371	6805	资产减值损失	54.12	36.37	40.00	40.00	40.00
非流动资产合计	1371	1480	1294	1178	1063	公允价值变动收益	0.17	-8.74	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	0	0	0	0	投资净收益	76.36	104.68	100.00	105.00	110.00
固定资产	1005.76	1095.43	996.84	898.26	799.67	营业利润	567	793	979	1194	1418
无形资产	142	137	123	111	100	营业外收入	42.80	10.72	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	34	39	0	0	0	营业外支出	4.80	2.66	2.50	2.50	2.50
资产总计	5167	6306	7365	8908	10894	利润总额	605	801	986	1202	1425
流动负债合计	2010	2661	3105	3901	5001	所得税	92	119	147	179	212
短期借款	156	110	1148	1539	2127	净利润	512	682	839	1023	1213
应付账款	610	959	1173	1463	1833	少数股东损益	6	0	0	0	0
预收款项	100	154	242	352	489	归属母公司净利润	506	681	839	1023	1213
一年内到期的非流动负债	1	1	0	0	0	EBITDA	786	1034	1112	1355	1595
非流动负债合计	13	11	11	11	11	EPS (元)	0.94	1.18	1.44	1.76	2.09
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	2022	2672	3116	3912	5012	成长能力					
少数股东权益	13	0	1	1	1	营业收入增长	22.55%	27.03%	26.15%	25.42%	25.04%
实收资本 (或股本)	579	579	582	582	582	营业利润增长	35.88%	39.90%	23.47%	22.04%	18.69%
资本公积	1047	1047	1047	1047	1047	归属于母公司净利润增长	16.17%	34.48%	23.18%	21.93%	18.57%
未分配利润	1311	1761	2059	2422	2853	盈利能力					
归属母公司股东权益合计	3132	3634	4259	5006	5891	毛利率 (%)	40.90%	40.59%	41.90%	42.91%	43.49%
负债和所有者权益	5167	6306	7365	8908	10894	净利率 (%)	9.35%	9.80%	9.56%	9.29%	8.81%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	9.80%	10.80%	11.39%	11.48%	11.14%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	16.17%	18.74%	19.70%	20.44%	20.59%
经营活动现金流	1160	1004	-771	38	-41	偿债能力					
净利润	512	682	839	1023	1213	资产负债率 (%)	39%	42%	42%	44%	46%
折旧摊销	220.27	225.73	0.00	98.59	98.59	流动比率	1.89	1.81	1.96	1.98	1.97
财务费用	-1	16	21	50	68	速动比率	1.66	1.56	1.71	1.74	1.73
应收账款减少	-38	-119	-116	-138	-170	营运能力					
预收帐款增加	38	54	88	110	138	总资产周转率	1.29	1.21	1.28	1.35	1.39
投资活动现金流	-1534	-755	99	65	70	应收账款周转率	19	19	18	18	18
公允价值变动收益	0	-9	0	0	0	应付账款周转率	10.83	8.87	8.23	8.35	8.35
长期股权投资减少	0	0	1	1	1	应付账款周转率					
投资收益	76	105	100	105	110	每股收益(最新摊薄)	0.94	1.18	1.44	1.76	2.09
筹资活动现金流	615	-233	785	64	192	每股净现金流(最新摊薄)	0.42	0.03	0.19	0.29	0.38
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.40	6.27	7.32	8.61	10.13
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	58	0	2	0	0	P/E	40.05	31.91	26.10	21.41	18.05
资本公积增加	753	0	0	0	0	P/B	6.97	6.00	5.14	4.37	3.72
现金净增加额	241	16	113	167	220	EV/EBITDA	27.56	20.90	20.34	16.85	14.54

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

闵繁皓

金融硕士研究生, 2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数) :

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数) :

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。