

欧普照明 (603515)

线下渠道增速放缓，利润保持稳健增长

事件

公司发布三季报，前三季度公司实现营业收入 55.87 亿元，同比增长 15.83%；实现归母净利润 5.7 亿元，同比增长 37.11%，扣非后归母净利润 3.998 亿元，同比增长 15.83%。其中 Q3 实现营业收入 20.6 亿元，同比增长 13.56%；实现归母净利润 2.12 亿元，同比增长 35.03%。

线下专卖店增速放缓，商照及流通渠道为新增长点

Q3 季度公司整体收入增速环比前两个季度有所放缓，我们认为，地产后周期效应对整体市场均有一定影响，我们认为公司线下专卖店渠道增速或有所放缓。此外，从天猫数据看，欧普照明 LED 光源产品 Q3 季度天猫销量和销售额同比分别 -10.0%、-30.7%，均价同比 -23.1%；欧普灯具灯饰产品 Q3 季度天猫销量及销售额同比 +9.2%、-12.5%，均价同比 -19.2%，以中低端为主的电商渠道产品均价明显下降。此外，我们认为，公司商照及流通渠道增速相对稳定，将成为未来发展的新亮点。

毛利率有所下降，费用控制表现较好

Q3 季度公司毛利率、净利率分别为 36.12%、10.32%，同比分别 -3.81%、+1.66pct。其中，公司主动进行中低端产品的价格调整，毛利率整体有所下降，同时在行业下行期积极抢占市场份额。根据天猫数据，截止 9 月，公司 LED 光源及灯具灯饰产品销量市占率分别为 19.82%、10.85%，同比分别 +3.27%、+1.89pct。

费用方面，公司 Q3 季度销售费用率同比下降 3.14pct，公司线下渠道开拓速度有所放缓；管理、研发费用率合计同比 +1.28pct，其中研发费用率同比上升 1.24pct，体现了公司在新品研发上积极投入。Q3 财务费用率同比大幅下降 -1.45pct，期间费用率整体明显下降，费用控制表现良好。此外，公司 Q3 季度其他收益（主要为政府补贴）为 3031 万元（同期为约 135 万元），成为保障净利润增长的重要贡献。

投资建议

欧普照明为国内通用照明行业龙头企业，公司具备强大的品牌影响力以及广泛的渠道布局，同时通过丰富的 SKU 系列进一步提升市场份额。我们认为，照明行业集中度存在广阔的提升空间，公司目前业务布局良好，有望在未来集中度上升中充分受益。基于前三季度收入增速及毛利率情况，我们将公司 18-20 年营业收入由 80.1 亿元、92.5 亿元、107.0 亿元调整为 80.0 亿元、92.4 亿元、106.7 亿元，增速由 15.2%、15.4%、15.7% 调整为 15.0%、15.6%、15.4%；归母净利润由 8.3 亿元、10.2 亿元、12.3 亿元调整为 8.8 亿元、10.9 亿元、12.5 亿元，增速由 22.3%、21.9%、21.0% 调整为 28.7%、24.9%、14.4%，对应 18-20 年 PE 为 21x、17x、15x，维持“买入”评级。

风险提示： 房地产市场、原材料价格波动风险；渠道下沉不达预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,476.64	6,957.05	7,998.06	9,243.07	10,668.36
增长率(%)	22.55	27.03	14.96	15.57	15.42
EBITDA(百万元)	650.44	889.05	924.97	1,226.24	1,418.84
净利润(百万元)	506.46	681.10	876.87	1,094.81	1,252.88
增长率(%)	16.17	34.48	28.74	24.85	14.44
EPS(元/股)	0.67	0.90	1.16	1.45	1.66
市盈率(P/E)	36.74	27.32	21.22	17.00	14.85
市净率(P/B)	5.94	5.12	4.23	3.64	3.13
市销率(P/S)	3.40	2.67	2.33	2.01	1.74
EV/EBITDA	33.78	27.41	18.73	13.31	11.30

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2018 年 10 月 26 日

投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.61 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	756.13
流通 A 股股本(百万股)	127.35
A 股总市值(百万元)	18,608.36
流通 A 股市值(百万元)	3,134.10
每股净资产(元)	5.28
资产负债率(%)	
一年内最高/最低(元)	59.27/21.35

作者

蔡雯娟	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
罗岸阳	联系人
luoanyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《欧普照明-首次覆盖报告:国内家居照明龙头企业，品牌渠道建设形成护城河》 2018-08-24



请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

事件

公司发布三季报，前三季度公司实现营业收入 55.87 亿元，同比增长 15.83%；实现归母净利润 5.7 亿元，同比增长 37.11%，扣非后归母净利润 3.998 亿元，同比增长 15.83%。其中 Q3 实现营业收入 20.6 亿元，同比增长 13.56%；实现归母净利润 2.12 亿元，同比增长 35.03%。

线下专卖店增速放缓，商照及流通渠道为新增长点

Q3 季度公司整体收入增速环比前两个季度有所放缓，我们认为，地产后周期效应对于整体市场均有一定影响，我们认为公司线下专卖店渠道增速或有所放缓。此外，从天猫数据看，欧普照明 LED 光源产品 Q3 季度天猫销量和销售额同比分别 -10.0%、-30.7%，均价同比 -23.1%；欧普灯具灯饰产品 Q3 季度天猫销量及销售额同比 +9.2%、-12.5%，均价同比 -19.2%，以中低端为主的电商渠道产品均价明显下降。此外，我们认为，公司商照及流通渠道增速相对稳定，将成为未来发展的新亮点。

毛利率有所下降，费用控制表现较好

Q3 季度公司毛利率、净利率分别为 36.12%、10.32%，同比分别 -3.81%、+1.66pct。其中，公司主动进行中低端产品的价格调整，毛利率整体有所下降，同时在行业下行期积极抢占市场份额。根据天猫数据，截止 9 月，公司 LED 光源及灯具灯饰产品销量市占率分别为 19.82%、10.85%，同比分别 +3.27%、+1.89pct。

费用方面，公司 Q3 季度销售费用率同比下降 3.14pct，公司线下渠道开拓速度有所放缓；管理、研发费用率合计同比 +1.28pct，其中研发费用率同比上升 1.24pct，体现了公司在新品研发上积极投入。Q3 财务费用率同比大幅下降 -1.45pct，期间费用率整体明显下降，费用控制表现良好。此外，公司 Q3 季度其他收益（主要为政府补贴）为 3031 万元（同期为约 135 万元），成为保障净利润增长的重要贡献。

预收账款稳健增长，周转效率有所下降

1) 从资产负债表项目看，截止 18Q3 期末，现金+其他流动资产（主要为银行理财）为 35.29 亿元，同比增加 3.89 亿元。存货余额为 9.32 亿元，同比增长 31.64%。应收票据和账款合计为 6.16 亿元，同比增长 63.83%。预收款项 1.51 亿元，同比增长 19.84%，体现了未来的收入增长潜力。

2) 从周转情况看，三季报公司存货和应收账款周转天数同比分别 +7.29 天和 +6.17 天，周转效率有所下降。

3) 从现金流量表看，18Q3 销售商品、提供劳务收到的现金为 23.04 亿元，同比增长 11.38%，与收入增速基本匹配；经营活动净现金流为 1.30 亿元，同比下滑 43.91%，主要由于本期购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。

投资建议

欧普照明为国内通用照明行业龙头企业，公司具备强大的品牌影响力以及广泛的渠道布局，同时通过丰富的 SKU 系列进一步提升市场份额。我们认为，照明行业集中度存在广阔的提升空间，公司目前业务布局良好，有望在未来集中度上升中充分受益。基于前三季度收入增速及毛利率情况，我们将公司 18-20 年营业收入由 80.1 亿元、92.5 亿元、107.0 亿

元调整为 80.0 亿元、92.4 亿元、106.7 亿元，增速由 15.2%、15.4%、15.7% 调整为 15.0%、15.6%、15.4%；归母净利润由 8.3 亿元、10.2 亿元、12.3 亿元调整为 8.8 亿元、10.9 亿元、12.5 亿元，增速由 22.3%、21.9%、21.0% 调整为 28.7%、24.9%、14.4%，对应 18-20 年 PE 为 21x、17x、15x，维持“买入”评级。

风险提示

房地产市场、原材料价格波动风险；渠道下沉不达预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	305.34	325.94	1,093.04	2,107.00	2,412.64
应收账款	335.95	464.43	650.86	632.90	848.82
预付账款	19.19	22.30	27.31	30.01	35.78
存货	454.91	688.84	913.42	843.49	1,134.62
其他	2,679.91	3,324.75	2,387.57	2,796.80	2,837.55
流动资产合计	3,795.29	4,826.25	5,072.20	6,410.20	7,269.41
长期股权投资	2.95	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,005.76	1,095.43	1,068.52	1,061.43	1,053.22
在建工程	10.78	1.51	36.91	70.14	72.09
无形资产	142.30	136.61	130.46	124.31	118.16
其他	209.52	246.36	193.40	182.56	168.52
非流动资产合计	1,371.31	1,479.91	1,429.29	1,438.44	1,411.99
资产总计	5,166.60	6,306.16	6,501.49	7,848.64	8,681.40
短期借款	155.97	109.77	0.00	0.00	0.00
应付账款	743.63	1,141.00	972.47	1,447.59	1,409.08
其他	1,110.06	1,409.94	1,119.38	1,271.00	1,317.82
流动负债合计	2,009.66	2,660.71	2,091.85	2,718.59	2,726.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	12.55	10.92	11.55	11.67	11.38
非流动负债合计	12.55	10.92	11.55	11.67	11.38
负债合计	2,022.21	2,671.62	2,103.40	2,730.26	2,738.27
少数股东权益	12.83	0.15	0.43	0.79	1.33
股本	579.48	579.48	756.13	756.13	756.13
资本公积	1,047.46	1,047.46	1,047.46	1,047.46	1,047.46
留存收益	2,557.66	3,064.92	3,641.53	4,361.46	5,185.67
其他	(1,053.04)	(1,057.47)	(1,047.46)	(1,047.46)	(1,047.46)
股东权益合计	3,144.39	3,634.53	4,398.10	5,118.38	5,943.13
负债和股东权益总	5,166.60	6,306.16	6,501.49	7,848.64	8,681.40

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	512.14	681.52	876.87	1,094.81	1,252.88
折旧摊销	104.29	117.57	57.67	60.00	62.41
财务费用	(1.45)	14.04	(42.76)	(4.91)	(6.94)
投资损失	(76.36)	(104.68)	(130.77)	(130.77)	(130.77)
营运资金变动	(588.08)	(67.25)	120.20	312.92	(532.53)
其它	1,209.51	363.18	18.68	13.12	13.55
经营活动现金流	1,160.05	1,004.38	899.89	1,345.17	658.59
资本支出	41.90	170.62	59.37	79.88	50.29
长期投资	0.62	(2.95)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,576.66)	(922.97)	(11.55)	(41.10)	18.48
投资活动现金流	(1,534.13)	(755.30)	47.82	38.77	68.77
债权融资	156.97	110.77	1.00	1.00	1.00
股权融资	809.23	(19.94)	229.42	4.91	6.94
其他	(351.16)	(323.76)	(411.03)	(375.89)	(429.66)
筹资活动现金流	615.04	(232.93)	(180.61)	(369.98)	(421.73)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	240.95	16.15	767.10	1,013.96	305.64

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,476.64	6,957.05	7,998.06	9,243.07	10,668.36
营业成本	3,236.89	4,133.39	5,050.93	5,749.89	6,616.38
营业税金及附加	37.13	45.77	47.35	59.40	67.30
营业费用	1,293.61	1,636.53	1,618.53	1,839.37	2,112.34
管理费用	365.42	407.27	532.91	531.48	624.10
财务费用	(0.54)	15.51	(42.76)	(4.91)	(6.94)
资产减值损失	54.12	36.37	30.21	40.23	35.60
公允价值变动收益	0.17	(8.74)	18.40	12.76	13.01
投资净收益	76.36	104.68	130.77	130.77	130.77
其他	(153.07)	(206.34)	(298.34)	(287.07)	(287.57)
营业利润	566.56	792.61	910.07	1,171.14	1,363.37
营业外收入	42.80	10.72	119.68	110.00	110.00
营业外支出	4.80	2.66	2.00	2.00	2.22
利润总额	604.56	800.66	1,027.74	1,279.14	1,471.14
所得税	92.41	119.14	150.58	183.97	217.73
净利润	512.14	681.52	877.16	1,095.17	1,253.41
少数股东损益	5.69	0.42	0.29	0.36	0.53
归属于母公司净利润	506.46	681.10	876.87	1,094.81	1,252.88
每股收益(元)	0.67	0.90	1.16	1.45	1.66
主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	22.55%	27.03%	14.96%	15.57%	15.42%
营业利润	35.88%	39.90%	14.82%	28.69%	16.41%
归属于母公司净利润	16.17%	34.48%	28.74%	24.85%	14.44%
获利能力					
毛利率	40.90%	40.59%	36.85%	37.79%	37.98%
净利率	9.25%	9.79%	10.96%	11.84%	11.74%
ROE	16.17%	18.74%	19.94%	21.39%	21.09%
ROIC	24.83%	24.70%	23.32%	32.06%	40.81%
偿债能力					
资产负债率	39.14%	42.37%	32.35%	34.79%	31.54%
净负债率	34.54%	42.92%	50.82%	19.72%	10.47%
流动比率	1.89	1.81	2.42	2.36	2.67
速动比率	1.66	1.56	1.99	2.05	2.25
营运能力					
应收账款周转率	17.39	17.38	14.34	14.40	14.40
存货周转率	12.64	12.17	9.98	10.52	10.79
总资产周转率	1.29	1.21	1.25	1.29	1.29
每股指标(元)					
每股收益	0.67	0.90	1.16	1.45	1.66
每股经营现金流	1.53	1.33	1.19	1.78	0.87
每股净资产	4.14	4.81	5.82	6.77	7.86
估值比率					
市盈率	36.74	27.32	21.22	17.00	14.85
市净率	5.94	5.12	4.23	3.64	3.13
EV/EBITDA	33.78	27.41	18.73	13.31	11.30
EV/EBIT	38.81	30.70	19.98	14.00	11.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com