



平安证券  
PING AN SECURITIES

电子

2018 年 10 月 30 日

## 三雄极光 (300625)

# 市场开拓期业绩承压，长期看好LED渗透率提升

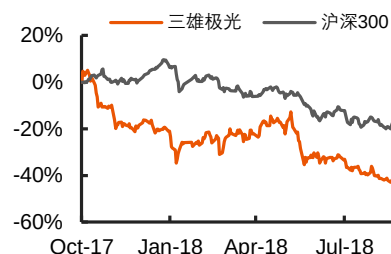
### 推荐（维持）

现价：13.30 元

#### 主要数据

|               |                |
|---------------|----------------|
| 行业            | 电子             |
| 公司网址          | www.pak.com.cn |
| 大股东/持股        | 张宇涛/22.24%     |
| 实际控制人         | 张宇涛            |
| 总股本(百万股)      | 280            |
| 流通 A 股(百万股)   | 92             |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0              |
| 总市值(亿元)       | 37.24          |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 12.28          |
| 每股净资产(元)      | 7.28           |
| 资产负债率(%)      | 23.90          |

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《三雄极光\*300625\*打造品牌竞争力，持续完善渠道建设》 2018-08-30  
《三雄极光\*300625\*积极拓展照明渠道，营收增长较快》 2018-04-26  
《三雄极光\*300625\*家居照明业务高速增长，原料涨价制约净利增速》 2018-04-18  
《三雄极光\*300625\*立足商照，开拓家居，业绩增长可期》 2018-03-06

#### 证券分析师

刘舜逢 投资咨询资格编号  
S1060514060002  
0755-22625254  
LIUSHUNFENG669@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

徐勇 一般从业资格编号  
S1060117080022  
0755-33547378  
XUYONG318@PINGAN.COM.CN

### 投资要点

#### 事项：

公司公布2018年三季度财报，前三季度公司实现营收17.57亿元（10.71% YoY），归属上市公司股东净利润1.30亿元（-24.64% YoY），每股收益0.46元。

#### 平安观点：

■ **市场开拓期，业绩短期承压：**公司公布 2018 年三季度财报，前三季度公司实现营收 17.57 亿元（10.71% YoY），归属上市公司股东净利润 1.30 亿元（-24.64% YoY），销售毛利率和净利率分别为 30.60%和 7.39%，前三季度毛利率和净利率比去年同期分别下降了 2.68pct 和 3.46pct，就三季度单季而言，实现营收 6.93 亿元（9.12% YoY），归属上市公司股东净利润 0.36 亿元（-57.39% YoY），三季度单季的毛利率和净利率分别为 29.40%和 5.13%，公司业绩低于预期。一方面，在经济下行趋势中，商业照明、专业照明和家居照明等市场需求下滑影响了公司业绩增长，上游成本上升及产品价格竞争影响公司盈利；另一方面，家居照明产品尤其是灯饰产品进入快速投入阶段，五金渠道也处于市场开拓期，市场拓展、营销力度加大带来的广告宣传费等相关费用增加，前三季度公司销售费占比提升 2.44pct。

■ **持续完善渠道建设，提高覆盖广度和密度：**前三季度公司应收票据及账款达 5.31 亿元，同比增速 40%，存货达 4.85 亿元，同比增速 34%，主要是旺季备货所致。公司目前销售市场以商业照明、工装照明等专业照明市场为主，渠道网络以一二线城市为主。渠道建设方面，公司加大了实体营销网络渠道下沉力度，进一步在二三线城市发展经销商，并延伸销售渠道至三四线城市，大力开拓五金渠道，提高公司销售渠道的覆盖广度和密度，继续完善销售终端的建立。上半年，公司新建专业终端和家居终端超过 500 个，开发新建五金展柜终端超过 300 个。另外，公司各制造基地通过生产线的自动化改造、购置自动化生产设备、排产模式优化、工艺改进等不断提升生产效率。

|           | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1897  | 2266  | 2557  | 3071  | 3772  |
| YoY(%)    | 2.7   | 19.4  | 12.9  | 20.1  | 22.8  |
| 净利润(百万元)  | 247   | 256   | 191   | 247   | 320   |
| YoY(%)    | 35.9  | 3.7   | -25.2 | 29.3  | 29.6  |
| 毛利率(%)    | 37.0  | 33.7  | 32.5  | 33.0  | 34.1  |
| 净利率(%)    | 13.0  | 11.3  | 7.5   | 8.0   | 8.5   |
| ROE(%)    | 33.6  | 11.3  | 9.1   | 11.7  | 14.8  |
| EPS(摊薄/元) | 0.88  | 0.91  | 0.68  | 0.88  | 1.14  |
| P/E(倍)    | 15.1  | 14.6  | 19.5  | 15.1  | 11.6  |
| P/B(倍)    | 5.1   | 1.6   | 1.8   | 1.8   | 1.7   |

- **LED 照明占比提升，家居照明市场金矿待掘：**公司 LED 产品已占照明产品营收总额的 90%以上。17 年公司大力发展家居照明业务，设立了独立的家居产品事业部，通过设计新的 VI 品牌标识、签约李晨为品牌形象代言人、上半年公司家居照明产品专卖店或专卖区总量达 2,000 家。同时，公司也对部分销售终端专卖店的装饰装修等进行了更加高标准的规范与形象升级，提高公司销售终端的店面形象和广大消费者的消费体验。电商渠道方面，除了在天猫和京东开设旗舰店之外，新增唯品会旗舰店，进一步开发专业的电商渠道经销商。
- **投资策略：**盈利预测方面，LED 照明受宏观经济及房地产销售等影响，房地产市场增速下降将影响家装照明需求，宏观经济影响社会商业情况，进而影响商业照明更新速度。我们下调公司 2018-2020 年归母净利润预测至 1.91/2.47/3.20 亿元（原值为 2.81/3.69/4.73 亿元），对应当前 PE 为 20/15/12 倍，三雄极光作为国内商业照明的领导者，积极开拓家居照明市场，有望实现商照家居双轮驱动，长期业绩增长值得期待。因此，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 需求不及预期。LED 照明受宏观经济及房地产销售等影响，房地产市场低迷将影响家装照明需求，宏观经济影响社会商业情况，进而影响商业照明更新速度。公司开拓家居照明业务可能存在市场认可低，销售费用上升等风险；2) 原材料成本上升。公司主要采购 LED 芯片及五金件进行组装设计，行业成本转移有一定时滞，原材料成本上升将影响公司的盈利能力；3) 行业竞争加剧。LED 通用照明属充分竞争行业，进入门槛相对较低，行业竞争激烈，照明产品面临价格下降等风险。

| 资产负债表            |              |              |              |              | 利润表             |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元           |              |              |              |              | 单位:百万元          |              |              |              |              |
| 会计年度             | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        | 会计年度            | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
| <b>流动资产</b>      | 2344         | 2336         | 2639         | 2819         | <b>营业收入</b>     | 2266         | 2557         | 3071         | 3772         |
| 现金               | 337          | 324          | 328          | 402          | 营业成本            | 1502         | 1726         | 2058         | 2487         |
| 应收账款             | 300          | 281          | 417          | 441          | 营业税金及附加         | 19           | 23           | 27           | 33           |
| 其他应收款            | 11           | 29           | 18           | 39           | 营业费用            | 287          | 371          | 430          | 536          |
| 预付账款             | 20           | 18           | 27           | 28           | 管理费用            | 211          | 238          | 290          | 356          |
| 存货               | 361          | 380          | 503          | 564          | 财务费用            | -5           | -5           | -1           | 5            |
| 其他流动资产           | 1316         | 1305         | 1346         | 1344         | 资产减值损失          | 4            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>     | 473          | 489          | 534          | 599          | 公允价值变动收益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资             | 0            | 0            | 0            | 0            | 投资净收益           | 18           | 14           | 15           | 15           |
| 固定资产             | 295          | 307          | 342          | 395          | <b>营业利润</b>     | 292          | 218          | 284          | 370          |
| 无形资产             | 57           | 58           | 61           | 64           | 营业外收入           | 8            | 9            | 9            | 9            |
| 其他非流动资产          | 122          | 124          | 131          | 140          | 营业外支出           | 3            | 2            | 2            | 2            |
| <b>资产总计</b>      | 2817         | 2825         | 3173         | 3418         | <b>利润总额</b>     | 298          | 225          | 290          | 376          |
| <b>流动负债</b>      | 543          | 710          | 1044         | 1241         | 所得税             | 43           | 34           | 43           | 56           |
| 短期借款             | 0            | 0            | 281          | 247          | <b>净利润</b>      | 256          | 191          | 247          | 320          |
| 应付账款             | 419          | 503          | 597          | 732          | 少数股东损益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债           | 124          | 207          | 166          | 262          | <b>归属母公司净利润</b> | 256          | 191          | 247          | 320          |
| <b>非流动负债</b>     | 15           | 15           | 15           | 15           | EBITDA          | 322          | 250          | 329          | 430          |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | EPS (元)         | 0.91         | 0.68         | 0.88         | 1.14         |
| 其他非流动负债          | 15           | 15           | 15           | 15           | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | 558          | 725          | 1059         | 1256         | <b>会计年度</b>     | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>成长能力</b>     | -            | -            | -            | -            |
| 股本               | 280          | 280          | 280          | 280          | 营业收入(%)         | 19.4         | 12.9         | 20.1         | 22.8         |
| 资本公积             | 1208         | 1208         | 1208         | 1208         | 营业利润(%)         | 1.9          | -25.3        | 29.9         | 30.4         |
| 留存收益             | 771          | 788          | 772          | 767          | 归属于母公司净利润(%)    | 3.7          | -25.2        | 29.3         | 29.6         |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 2259         | 2100         | 2114         | 2162         | <b>获利能力</b>     | -            | -            | -            | -            |
| <b>负债和股东权益</b>   | 2817         | 2825         | 3173         | 3418         | 毛利率(%)          | 33.7         | 32.5         | 33.0         | 34.1         |
| <b>现金流量表</b>     |              |              |              |              | 净利率(%)          | 11.3         | 7.5          | 8.0          | 8.5          |
| 单位:百万元           |              |              |              |              | ROE(%)          | 11.3         | 9.1          | 11.7         | 14.8         |
| <b>会计年度</b>      | <b>2017A</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | ROIC(%)         | 10.9         | 8.6          | 10.2         | 13.4         |
| <b>经营活动现金流</b>   | 51           | 369          | 26           | 486          | <b>偿债能力</b>     | -            | -            | -            | -            |
| 净利润              | 256          | 191          | 247          | 320          | 资产负债率(%)        | 19.8         | 25.6         | 33.4         | 36.7         |
| 折旧摊销             | 34           | 35           | 41           | 49           | 净负债比率(%)        | -14.9        | -15.4        | -2.2         | -7.2         |
| 财务费用             | -5           | -5           | -1           | 5            | 流动比率            | 4.3          | 3.3          | 2.5          | 2.3          |
| 投资损失             | -18          | -14          | -15          | -15          | 速动比率            | 3.7          | 2.8          | 2.0          | 1.8          |
| 营运资金变动           | -227         | 162          | -246         | 126          | <b>营运能力</b>     | -            | -            | -            | -            |
| 其他经营现金流          | 11           | 0            | 0            | 0            | 总资产周转率          | 1.1          | 0.9          | 1.0          | 1.1          |
| <b>投资活动现金流</b>   | -1210        | -37          | -71          | -100         | 应收账款周转率         | 8.8          | 8.8          | 8.8          | 8.8          |
| 资本支出             | 125          | 16           | 45           | 66           | 应付账款周转率         | 3.7          | 3.7          | 3.7          | 3.7          |
| 长期投资             | -1102        | 0            | 0            | 0            | <b>每股指标(元)</b>  | -            | -            | -            | -            |
| 其他投资现金流          | -2186        | -21          | -26          | -35          | 每股收益(最新摊薄)      | 0.91         | 0.68         | 0.88         | 1.14         |
| <b>筹资活动现金流</b>   | 1275         | -345         | -232         | -277         | 每股经营现金流(最新摊薄)   | -3.71        | 1.32         | 0.09         | 1.74         |
| 短期借款             | 0            | 0            | 281          | -34          | 每股净资产(最新摊薄)     | 8.07         | 7.50         | 7.55         | 7.72         |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     | -            | -            | -            | -            |
| 普通股增加            | 70           | 0            | 0            | 0            | P/E             | 14.57        | 19.49        | 15.07        | 11.63        |
| 资本公积增加           | 1200         | 0            | 0            | 0            | P/B             | 1.65         | 1.77         | 1.76         | 1.72         |
| 其他筹资现金流          | 5            | -345         | -513         | -244         | EV/EBITDA       | 10.6         | 13.7         | 11.2         | 8.3          |
| <b>现金净增加额</b>    | 117          | -13          | -277         | 108          |                 |              |              |              |              |

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）  
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033