

照明龙头稳健发展, 享集中度提升红利

投资要点

- **事件:** 近期, 我们对公司进行了调研。
- **技术:** 照明产业技术更迭, 公司转型抢占先机。在半导体照明产业关键技术稳步提升、创新应用进程加快、行业标准体系不断完善以及国家政策支持“四驾马车”的支撑和推动下, 白炽灯逐渐淘汰, LED成为照明的主流光源。公司2014年率先完成传统照明向LED照明的转型, 现已成为LED通用照明行业龙头。
- **市场:** 潜力与机会并存, 龙头扩张未来可期。CSA指出2017年中国LED产业链中下游应用端市场规模占比82%左右, 欧普所属的通用照明领域占LED下游应用端近47%, 达2551亿人民币。目前通用照明行业CR5 10%, 相信欧普照明在行业集中度提升的趋势下能抢占更大的市场份额。
- **产品:** 结构改善提抗险能力, 品类拓展促利润增长。1) 家居照明: 风格多样化, 包含西式复古、新亚洲风尚、现代简约等多个系列, 新品北欧极简因采用创新的模块组装批量化生产方式, 目前仍在进行稳定性测试, 今年终端商上量低于预期, 量产后有望提升公司毛利水平。2) 商用照明: 公司与海尔、万科等多家公司和多地政府开展合作, 打造了十三届全运会天津夜景提升等精品工程, 提升了公司品牌力。3) 非照明产品: 非照明业务对照明业务可以起到引流作用。17年新开展的集成整装业务在全装修政策的指引下有望为公司带来新的利润增长点, 电工产品对改善公司整体毛利有正向促进作用。
- **渠道:** 多渠道升级扩张, 增量提质对症下药。1) 零售渠道: 专业渠道不同种类门店经营不同品类产品, 强调标准化运营, 用以提升用户体验的千平大店是今年拓展重点; 县镇渠道推行“坐商”转“行商”, 提高经销商主动获客能力。2) 流通渠道: 主要依托于五金店、文具店、杂货店等销售公司产品, 主要品类有LED球泡灯、灯管、灯带、射筒灯和五金电工等。公司未来将加大流通渠道的铺设密度、压缩基础产品生产成本并上架高毛利新品。公司整体营运能力业内最强。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2018-2020年EPS分别为1.16元、1.40元、1.67元, 未来三年归母净利润将保持22.8%的复合增长率。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动, 房地产大幅波动风险, 新品不达预期风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6957.05	8158.43	9681.97	11622.16
增长率	27.03%	17.27%	18.67%	20.04%
归属母公司净利润(百万元)	681.10	880.74	1060.35	1260.24
增长率	34.48%	29.31%	20.39%	18.85%
每股收益EPS(元)	0.90	1.16	1.40	1.67
净资产收益率ROE	18.75%	20.52%	21.02%	21.22%
PE	32	25	21	18
PB	6.07	5.14	4.37	3.71

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

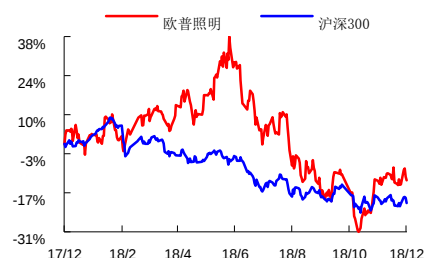
分析师: 龚梦泓

执业证号: S1250518090001

电话: 023-63786049

邮箱: gmh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.56
流通A股(亿股)	1.27
52周内股价区间(元)	22.48-58.93
总市值(亿元)	214.82
总资产(亿元)	68.24
每股净资产(元)	5.28

相关研究

目 录

1 照明龙头，业绩稳定增长.....	1
2 照明产业技术更迭，LED 渗透率持续提升	2
3 潜力与机会并存，龙头扩张未来可期.....	3
3.1 LED 下游应用产值占比高，公司成长空间广阔	3
3.2 行业集中度低，龙头扩张优势明显	3
3.3 马太效应凸显，欧普地位稳固	4
4 结构改善提抗险能力，品类拓展促利润增长	5
4.1 家居：北欧极简蓄势待发，新品量产等待开花	5
4.2 商照：房地产下行稳定器，品牌力提升新工具	6
4.3 非照明：集成+电工共同发力，品类拓展种豆得瓜.....	7
5 多渠道升级扩张，增量提质对症下药.....	8
5.1 零售：千平大店增强体验，“坐商”转“行商”改变营销路线	8
5.2 流通：渠道下沉优化网点覆盖，品类协同增长隔山打牛.....	9
5.3 经销商考核严格，营运能力业内最强	10
6 盈利预测与估值.....	10
7 风险提示	11

图 目 录

图 1：2018H1 国内外营业收入占比	1
图 2：公司 2018Q3 主营业务构成	1
图 3：公司 2013 年以来营收及增速	1
图 4：公司 2013 年以来归母净利润及增速	1
图 5：2010-2017 LED 照明产品国内市场渗透率	2
图 6：2012-2016 照明产品全球市场渗透率	2
图 7：2017 我国半导体照明行业各环节产业规模占比	3
图 8：2017 我国半导体照明行业头部企业市占率	3
图 9：2012-2018 Q1-Q3 国内头部照明公司营业收入（亿元）	4
图 10：2012-2018 Q1-Q3 国内头部照明公司营收增速（同比）	4
图 11：2012-2018 Q1-Q3 国内头部照明企业毛利率	5
图 12：照明行业主要头部企业经营范围	5
图 13：2012-2018 Q1-Q3 国内头部照明企业净利率	5
图 14：2012-2018 Q1-Q3 国内头部照明企业销售费用率	5
图 15：新亚洲风尚风格-云图	6
图 16：西式复古风格-百灵	6
图 17：2012-2018 年 9 月我国住宅现房及期房销售情况	6
图 18：公司南宁高铁站照明项目	7
图 19：万科翡翠公园项目	7
图 20：欧普非照明产品发展布局	8
图 21：欧普渠道建设图	8
图 22：欧普布局流通渠道门头	9
图 23：五金店除了欧普的产品也有其他产品	9
图 24：2012-2018Q1-Q3 国内头部照明企业存货周天数	10
图 25：2012-2018Q1-Q3 头部照明企业应收账款周转天数	10

表 目 录

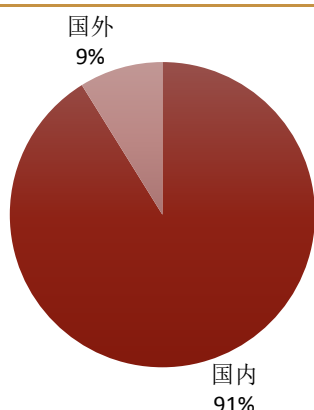
表 1：各类光源寿命、有毒物质及实际光效比较	2
表 2：国家淘汰白炽灯计划	2
表 3：传统照明与 LED 照明行业壁垒比较	4
表 4：分业务收入及毛利率	11
表 5：可比上市公司一致预测与估值	11
附表：财务预测与估值	12

1 照明龙头，业绩稳定增长

欧普照明成立于1996年8月，公司定位于绿色节能智慧照明企业，主要从事照明光源、灯具、控制类产品的研发、生产和销售，并为消费者提供差异化整体照明解决方案等专业的配套服务。

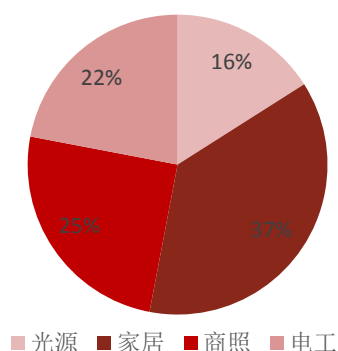
公司主营产品分为家居照明灯具、商业照明灯具、光源、照明控制等四大类。2018年前三季度，主营收入光源占比逐步降低至16%，现家居业务、商照业务和电工业务收入占比分别为37%、25%、22%。从地域上看，2018H1公司国内业务营收占比达到91%。

图 1：2018H1 国内外营业收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

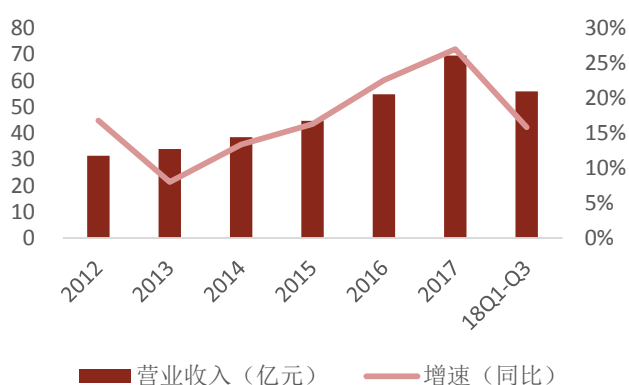
图 2：公司 2018Q3 主营业务构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

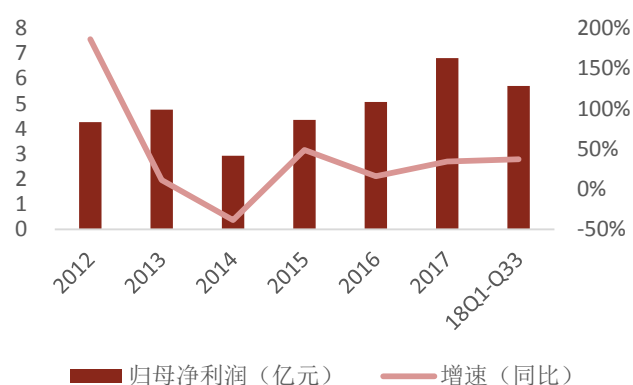
近年来，公司营收规模持续快速扩张，归母净利润波动增长。自2016年登陆资本市场，公司营收利润保持稳健增长。2018年Q3实现营业收入20.6亿元，同比增长13.6%，实现归母净利润2.1亿元，同比增长35%。

图 3：公司 2013 年以来营收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2013 年以来归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

2 照明产业技术更迭，LED 渗透率持续提升

按照光源的技术区别，通用照明主要分为传统光源（白炽灯、荧光灯）通用照明和 LED 通用照明。与白炽灯、荧光灯等传统照明光源相比，LED 照明光源具备节能、使用时间长、绿色环保等优势，是理想的替代光源。近年来，在半导体照明产业关键技术稳步提升、创新应用进程加快、行业标准体系不断完善以及国家政策支持“四驾马车”的支撑和推动下，白炽灯淘汰，LED 已成为照明的主流光源。

表 1：各类光源寿命、有毒物质及实际光效比较

光源	寿命	有毒物质	实际光效
白炽灯	1000 小时	磷	15lm/W
节能灯	8000 小时	汞、铅	60lm/W
LED 灯	50000 小时	不含汞、铅、镉等	60lm/W

数据来源：西南证券整理

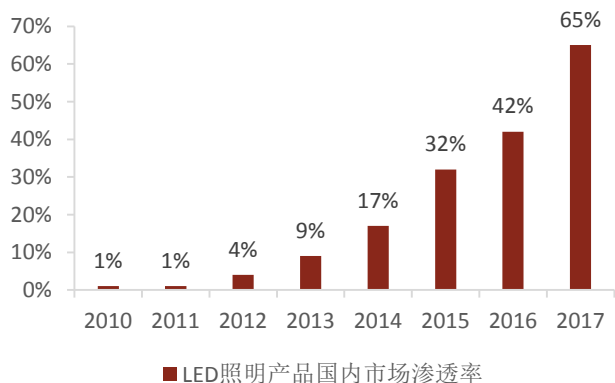
表 2：国家淘汰白炽灯计划

国家淘汰白炽灯计划
2012 年 10 月 1 日起禁止进口和销售 100 瓦及以上普通照明白炽灯；2014 年 10 月 1 日起禁止进口和销售 60 瓦及以上普通照明白炽灯；2015 年 10 月 1 日至 2016 年 9 月 30 日为中期评估期；2016 年 10 月 1 日起禁止进口和销售 15 瓦及以上普通照明白炽灯，或视中期评估结果进行调整。

数据来源：《关于逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯的公告》，西南证券整理

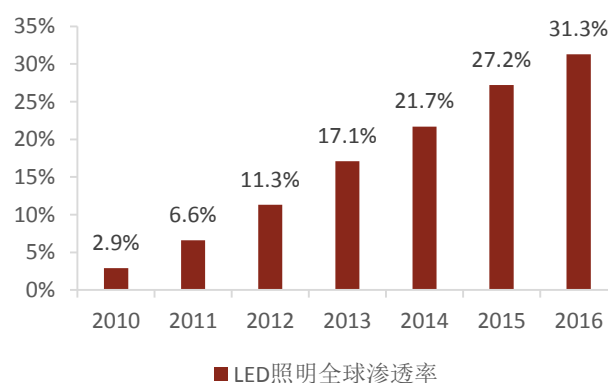
2017 年，我国国内 LED 照明产品产量约 106 亿只（台/套），同比增长 34%；国内销量约 47 亿只（台/套），同比增长 39%。LED 照明产品国内市场渗透率（LED 照明产品国内销售数量/照明产品国内总销售数量）达到 65%，比 2016 年上升 20 个百分点。同时 2017 年，国内 LED 照明产品的在用用量也达到约 40 亿只（台/套），国内 LED 产品在用渗透率（LED 照明产品国内在用数量/照明产品国内总在用数量）也超过 35%。从全球范围来看，近年来 LED 照明产品渗透率保持稳定增长，但增速慢于国内市场。

图 5：2010-2017 LED 照明产品国内市场渗透率



数据来源：CSA，西南证券整理

图 6：2012-2016 照明产品全球市场渗透率



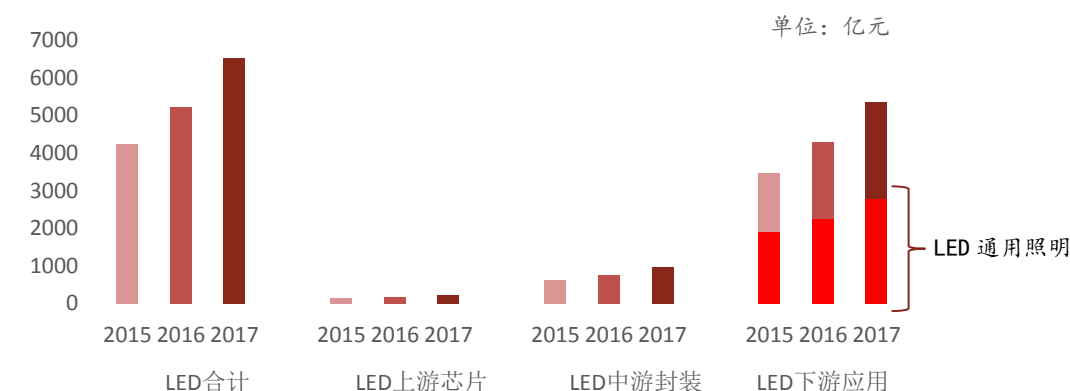
数据来源：Technavio，西南证券整理

3 潜力与机会并存，龙头扩张未来可期

3.1 LED 下游应用产值占比高，公司成长空间广阔

2014 年，公司抛弃原有传统照明的生产线和技术研发体系，快速完成了从传统照明向 LED 照明的转型。根据 CSA Research 发布的《2017 年中国半导体照明产业发展蓝皮书》，2017 年中国 LED 行业市场规模达到 6538 亿元，其中 LED 下游应用端占比 82%左右，达 5343 亿人民币，欧普所属的通用照明领域占 LED 下游应用端近 47%，即 2551 亿人民币。随着 LED 行业市场规模的扩大，通用照明市场容量将持续提升，公司拥有巨大的成长空间。

图 7：2017 我国半导体照明行业各环节产业规模占比

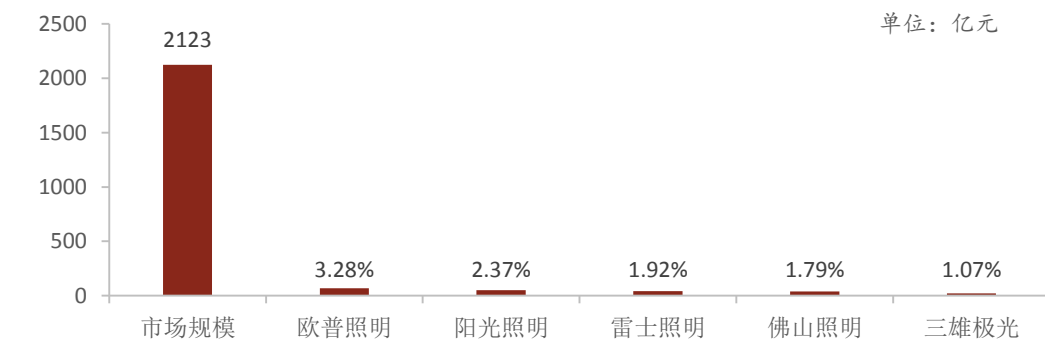


数据来源：CSA，西南证券整理

3.2 行业集中度低，龙头扩张优势明显

过去国际巨头飞利浦、欧司朗、GE 与喜万年一度垄断了全球照明业 70%的份额。国内品牌借助渠道、政策等方面优势，迅速崛起。2017 年，飞利浦照明、欧司朗照明及通用照明相继退出国内通用照明市场，空缺巨大的市场份额。CSA 统计 2017 年我国 LED 通用照明行业市场规模为 2123 亿元，行业 CR5 仅 10%，公司作为行业龙头，市场份额约为 3%左右，行业格局十分分散。

图 8：2017 我国半导体照明行业头部企业市占率



数据来源：CSA，wind，西南证券整理

相较于传统行业，照明行业的创新面临基础和应用研究双重挑战，照明企业既需要在高光效、全光谱等热点技术问题上进行持续的研发，也需要提升在产品多元化、定制化上的能力，在未来智慧照明更需要与物联网、云计算、边缘计算、大数据等技术进行结合，这将促使 LED 光源行业、灯具行业以及其他高新技术产业的整合，行业壁垒会不断提高。同时，随着照明产品的不断丰富，线下渠道需要更大的店面来为消费者创造更好的体验，零售渠道的建店成本、运营成本就会逐步提高，龙头企业的资金和渠道规模优势将形成坚固的壁垒。因此，我们认为未来行业集中度势必上升，龙头公司有所受益。

表 3：传统照明与 LED 照明行业壁垒比较

传统照明：行业进入门槛低		LED 照明：行业壁垒提升
制造	产线固定资产投资少，门槛低	工厂必须具备光源、电驱动、散热、透镜安装、灯具设计等多重能力
研发	技术壁垒低，同质化严重	技术更新周期缩短至 3-5 年，智能照明等前沿技术开发需要技术积累储备
渠道	产品品类单一，零售渠道门店不注重体验，面积小	产品不断丰富，线下体验重要性提升，要求的店面面积更大
品牌	消费者品牌认知度低	消费升级趋势下消费者信任优秀品牌

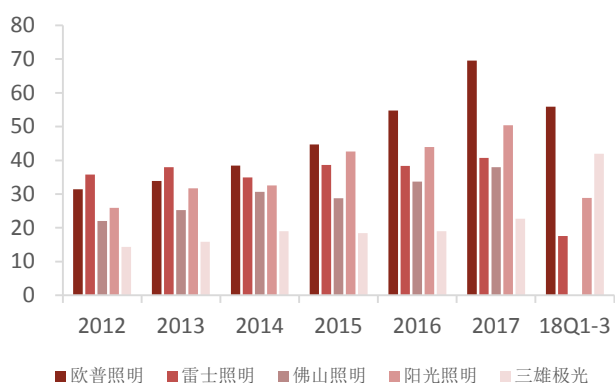
数据来源：西南证券整理

2017 年 7 月，国家发改委印发《半导体照明产业“十三五”发展规划》。《规划》提出：到 2020 年，形成 1 家以上销售额突破 100 亿元的 LED 照明企业，培育 1-2 个国际知名品牌，10 个左右国内知名品牌；产业集中度（CR10）达 15%；引导、鼓励 LED 照明企业兼并重组，做大做强，培育具有国际竞争力的龙头企业。随着行业集中度不断上升，相信公司未来能够抢占更大的市场份额。

3.3 马太效应凸显，欧普地位稳固

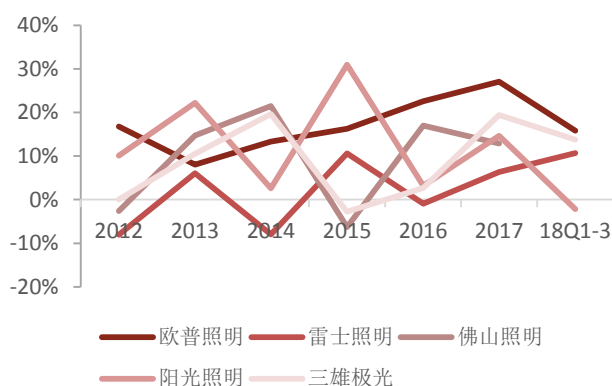
2014 年以后，公司营业收入跃居行业第一，营业收入增长速度也处于行业较高水平，与同行业其余几家头部企业的差距逐年扩大。

图 9：2012-2018 Q1-Q3 国内头部照明公司营业收入（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 10：2012-2018 Q1-Q3 国内头部照明公司营收增速（同比）

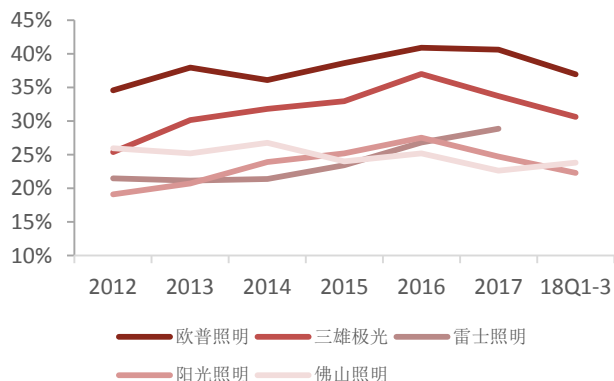


数据来源：wind，西南证券整理

在通用照明领域，家居照明业务相较商照业务毛利率更高。同时欧普因为其行业领先的研发能力和品牌力，在产品生产上采取了代工厂加工的方式，相比雷士、佛山、阳光等给国外厂商做代工的企业拥有更高的毛利率水平。今年公司毛利率有所下降，主要因为公司进行了主动的策略性降价。为了阻击跨界竞品公牛，公司在上半年对家居渠道的基础灯具进行了

降价；为了在电商平台价格战压力下保持市占率的稳定及提升，公司在电商平台的产品价格也有下调。

图 11：2012-2018 Q1-Q3 国内头部照明企业毛利率



数据来源：wind，西南证券整理

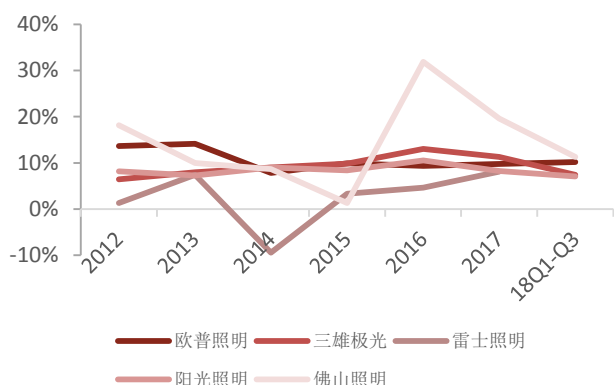
图 12：照明行业主要头部企业经营范围

	家居照明	商业照明	代工
欧普照明	✓	✓	
三雄极光	✓	✓	
雷士照明	✓	✓	✓
阳光照明	✓		✓
佛山照明	✓		✓

数据来源：wind，西南证券整理

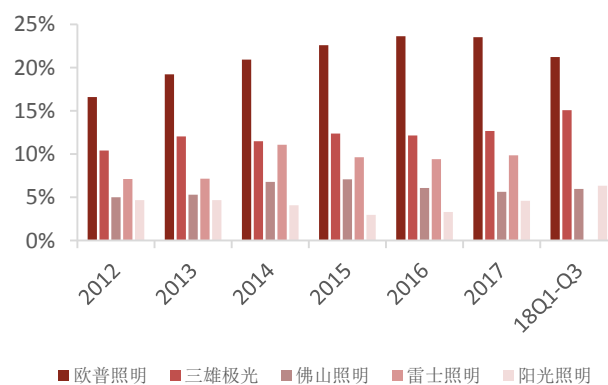
在净利率水平上，欧普照明与同类企业相差无几，主要是因为欧普管理层持续投入大量资金在线下对经销商进行渠道支持与市场推广以及线上的引流。短期内公司无意通过降低销售费用率释放利润，但长期来看这将有助于公司获得更大的市场份额。

图 13：2012-2018 Q1-Q3 国内头部照明企业净利率



数据来源：wind，西南证券整理

图 14：2012-2018 Q1-Q3 国内头部照明企业销售费用率



数据来源：wind，西南证券整理

4 结构改善提抗险能力，品类拓展促利润增长

4.1 家居：北欧极简蓄势待发，新品量产等待开花

公司多年深植照明行业，凭借卓越的研发能力和设计水平紧跟市场需求，并不断尝试开发新产品和新业务模式。在家居照明板块，公司家居照明灯具风格多样化，包含西式复古、新亚洲风尚、现代简约等多个系列，充分满足消费者多样化需求。

图 15：新亚洲风尚风格-云图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 16：西式复古风格-百灵



数据来源：公司官网，西南证券整理

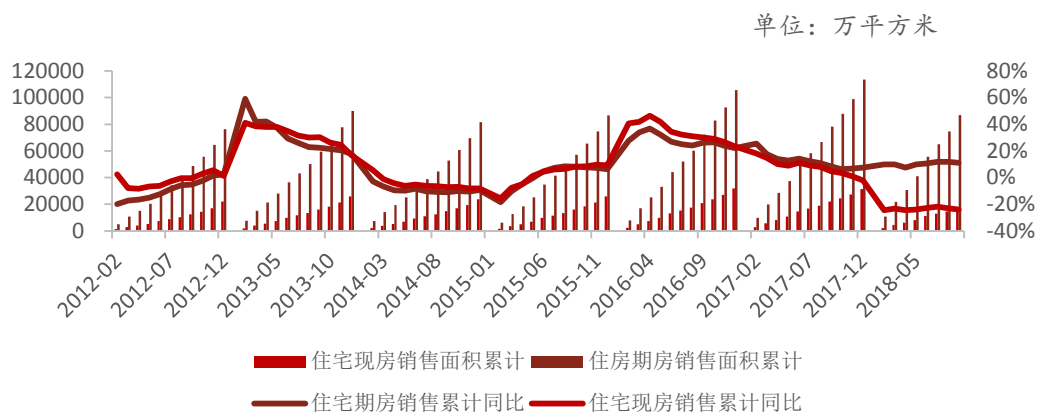
今年逐步推出新品北欧极简系列，以轻奢风迎合年轻时尚人群需求。该系列受市场欢迎程度较高，供不应求。到今年年底预计能稳定在 100 个 SKU，预计全年实现营收一亿元。随着模块组装批量化生产方式逐渐稳定，SKU 预计提升至 200，且供应量稳定，我们预估该品类在 2019 年贡献较大增长弹性。

新产品系列自制比例达到 80%，随着产量的提高及工艺稳定后成本逐步优化，新产品系列的毛利率将高于传统灯饰产品，改善公司整体的毛利率水平。

4.2 商照：房地产下行稳定器，品牌力提升新工具

受宏观经济及政策挂空影响，2018 年房地产销售遇冷，一二线、三四线城市均出现负增长。家居照明作为地产后周期行业，为应对未来房地产市场低迷的风险，公司在优化供应链能力，精细化管理渠道的同时，持续加大对商用照明领域的开发力度，近年来公司商业照明在公司业务中占比持续提升，2018 年前三季度营收占比达到 25%。

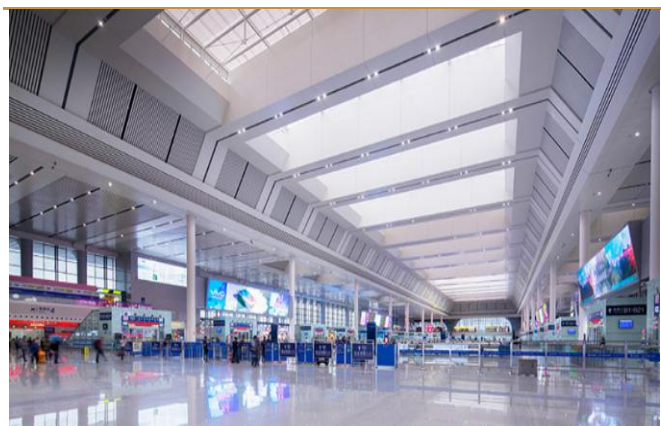
图 17：2012-2018 年 9 月我国住宅现房及期房销售情况



数据来源：wind，西南证券整理

在商业照明板块，公司商用产品主要包括筒灯/射灯类产品、灯盘、泛光灯、路灯、天棚灯等系列。凭借专业的产品研发能力和一流的客户定制服务，公司在办公、地产、市政交通、道路照明、户外照明等领域与海尔、万科等多家公司和多地政府开展合作，如今公司的商照产品覆盖了全国数十个城市的二十余条地铁线路，路灯业务已覆盖全国 26 个省市自治区，也打造了十三届全运会天津夜景提升等精品工程。

图 18：公司南宁高铁站照明项目



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 19：万科翡翠公园项目



数据来源：公司官网，西南证券整理

相比于传统照明时代各厂商产品同质化严重，LED 照明时代技术壁垒提高，消费者也越来越注重体验，照明供应商也趋向品牌化。公司 2014 年便成为万科合规供应商名录中唯一照明材料设备的 A 级供应商，吸引了众多其他地产商相继开展合作，在激烈的市场竞争中早早地构筑起了自身的品牌护城河。随着近年来一系列精品工程的推出以及众多优质项目带来直观的宣传效应，公司的品牌力还将持续提高，这不仅能促进公司商照业务的进一步提升，也将带动公司其他板块业务的增长。

4.3 非照明：集成+电工共同发力，品类拓展种豆得瓜

在非照明业务方面，2017 年，公司新开展集成整装业务：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，致力于为消费者提供集成家居综合解决服务方案。此外，近几年公司也开始将产品延伸到电工产品，18 年前三季度电工类产品营收占比达到 22%。

在全装修政策的指引下，开发商新建楼盘精装率稳步提升。伴随着发展装配式建筑的政策东风，装配式装修预期也将迎来高速增长期，公司大力发展的整装业务有望分享变革红利，为公司带来新的利润增长点。电工类产品毛利较高，可达 40% 左右，对改善公司毛利有正向促进作用。

更重要的是，集成整合和电工业务对公司的照明业务有引流和促进的作用。公司通过电商大数据分析发现消费者在购买电工产品时往往会产生对购买照明产品的需求，集成家居业务也可以通过墙板、客厅、餐厅的改造把部分消费者引流到公司照明业务上去。公司产品品类的不断拓展让公司在消费者引流上不断延伸出新的触角，随着产品体系的完善与整合，未来各品类产品联动效应将不断增强，增强公司的整体竞争力。

图 20：欧普非照明产品发展布局



数据来源：wind，西南证券整理

5 多渠道升级扩张，增量提质对症下药

5.1 零售：千平大店增强体验，“坐商”转“行商”改变营销路线

近年来公司销售费用投入远高于同类企业，主要原因是其投入了大量资金进行渠道建设以及市场推广。针对不同产品定位及需求，公司建立了不同种类的线下门店，不同门店运营和提升改造的侧重点也有所不同。

图 21：欧普渠道建设图



数据来源：wind，西南证券整理

在传统照明时代，灯具同质化严重，体验性不强，门店布局上密度更为重要。在 LED 照明时代，光源技术壁垒提高，照明产品设计和制造专业性加强，产品多样化程度提高。同时在消费升级的背景下，消费者更加注重实际体验，门店的质量更为重要，因此公司零售渠道运营重心不再是终端数量扩张。

在专业渠道，去年公司建设了超过 150 家千平店，通过对经销商进行经验分享和培训，在店铺陈列、消费者动线、导购话术等方面做到各个大店标准化运营，提升消费者体验，增强公司品牌力。

在县镇渠道，公司转变经营策略，在经销商层面推行“坐商”转“行商”的营销策略。今年公司降低对经销商建店的补贴，提高对经销商“配人”的补贴，通过资源投向的改变迫使经销商改变以往消极的经营策略，转而积极地配备业务代表进入新楼盘和老小区，主动地将客流拉到店来。同时公司计划明年对经销商实行淘汰机制，对不合格的经销商取消运营资格，提高整体运营效率。

5.2 流通：渠道下沉优化网点覆盖，品类协同增长隔山打牛

流通渠道主要依托于五金店、文具店、杂货店等销售公司产品，主要品类有 LED 球泡灯、灯管、灯带、射筒灯和五金电工等。开关、插座等电工产品和流通渠道较为契合，五金店、杂货店等也是重要的光源替换渠道。与零售渠道不同，流通渠道网点品类较杂，不只销售欧普的产品，欧普品牌力在流通渠道不强。且流通渠道往往解决的是即时性需求，消费者往往只会购买同质化程度较高的基础产品。

图 22：欧普布局流通渠道门头



数据来源：西南证券整理

图 23：五金店除了欧普的产品也有其他产品



数据来源：西南证券整理

2018 年，公司新增一批流通网点，现流通网点数量超过 100000 家，未来公司将持续加大网点铺设密度，同时通过压缩基础产品的生产成本及逐步增加平板灯、吸顶灯等较为简单的装饰灯产品来提升流通网点的毛利率。公司在流通渠道采取的策略是通过更密集的网点覆盖使光源、五金电工等产品逐步放量提升利润，同时通过布局流通渠道门头等方式加深品牌形象，更好地通过流通渠道的基础产品对零售渠道的照明业务进行引流。

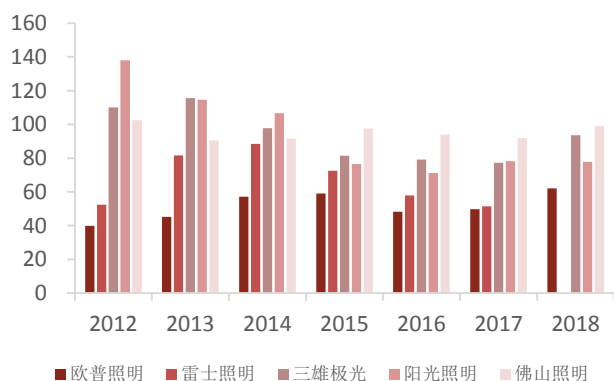
5.3 经销商考核严格，营运能力业内最强

欧普在扩张渠道布局的同时，一直保持着对渠道很强的掌控能力，这源于公司完善的经销商筛选和考核机制。

公司会综合仓库面积、车辆数量、资金规模等多方面进行考量，同时至少要求经销商在建材和照明领域至少有 5-6 年经验，保证了经销商团队的高素质。在经销商考核上，公司从 sell through、sell in、库存准确性、订单预测能力、以及提货分布的合理度五大方面进行考核，督促了经销商提升自身管理能力，保证了公司高效的存货周转效率。

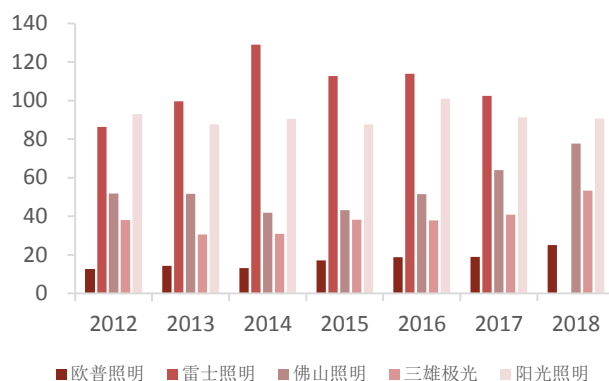
公司在线下渠道供应链中地位强势，所有线下供货要求先款后货，线下渠道不存在应收账款，仅因电商平台消费者购货确认付款周期存在一定账期。因此，公司应收账款周转天数多年来一直远低于竞争对手，保持了良好的营运能力。

图 24：2012-2018Q1-Q3 国内头部照明企业存货周转天数



数据来源：wind，西南证券整理

图 25：2012-2018Q1-Q3 头部照明企业应收账款周转天数



数据来源：wind，西南证券整理

6 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：国内照明行业市场持续扩张，未来三年商业照明市场保持 20% 增速，公司快于行业增长；

假设 2：受今年价格调整影响，2018 年前三季度毛利率有所下滑，综合毛利率 37.17%；随着产品线稳定量产，毛利率预计逐年回升，2019-2020 年综合毛利率分别为 38.95%、39.55%；

假设 3：公司主要费用率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
家居灯具	收入	2771.94	2910.54	3143.38	3457.72
	增速	27.70%	5.00%	8.00%	10.00%
	毛利率	45.53%	40.00%	43.00%	45.00%
光源	收入	1103.27	1257.73	1446.39	1663.35
	增速	14.00%	14.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	31.11%	30.00%	31.00%	30.00%
商业照明	收入	1494.79	2003.02	2603.92	3385.10
	增速	30.10%	34.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	32.43%	30.00%	32.00%	33.00%
照明控制	收入	1520.24	1900.30	2375.38	2969.22
	增速	31.80%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	46.39%	45.00%	46.00%	46.00%
其它	收入	66.81	86.85	112.90	146.77
	增速	86.67%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	42.54%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入	6957.05	8158.43	9681.97	11622.16
	增速	27.03%	17.27%	18.67%	20.04%
	毛利率	40.59%	37.17%	38.95%	39.55%

数据来源：Wind，西南证券

表 5：可比上市公司一致预测与估值

证券代码	证券简称	EPS			PE		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
603833.SH	欧派家居	3.95	4.81	5.77	21.63	17.74	14.79
603326.SH	我乐家居	0.51	0.67	0.87	20.12	15.28	11.73
300616.SZ	尚品宅配	2.61	3.43	4.47	28.05	21.33	16.37
300625.SZ	三雄极光	0.68	0.88	1.14	21.99	17.00	13.12
平均值		1.27	1.66	2.16	23	18	14

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.16 元、1.40 元、1.67 元，未来三年归母净利润将保持 22.8% 的复合增长率。首次覆盖，给予“增持”评级。

7 风险提示

- 新品销售不达预期风险；
- 原材料大幅波动风险；
- 房地产销量波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6957.05	8158.43	9681.97	11622.16	净利润	681.52	880.74	1061.45	1262.24
营业成本	4133.39	5126.12	5910.85	7025.55	折旧与摊销	117.57	167.71	175.48	185.54
营业税金及附加	45.77	52.23	63.16	75.46	财务费用	15.51	-25.42	-37.87	-52.42
销售费用	1636.53	1754.06	2159.08	2649.85	资产减值损失	36.37	0.00	0.00	0.00
管理费用	407.27	489.51	561.55	674.09	经营营运资本变动	-303.71	-359.05	-442.68	-593.92
财务费用	15.51	-25.42	-37.87	-52.42	其他	457.12	-174.75	-136.30	-144.80
资产减值损失	36.37	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1004.38	489.22	620.08	656.65
投资收益	104.68	160.00	130.00	140.00	资本支出	-82.75	-146.00	-145.00	-145.00
公允价值变动损益	-8.74	16.00	5.12	6.44	其他	-672.55	176.00	135.12	146.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-755.30	30.00	-9.88	1.44
营业利润	792.61	937.93	1160.31	1396.07	短期借款	-46.20	170.05	-193.39	-86.43
其他非经营损益	8.06	96.76	86.69	86.82	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	800.66	1034.70	1247.00	1482.89	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	119.14	153.96	185.55	220.65	支付股利	-173.84	-233.79	-302.32	-363.97
净利润	681.52	880.74	1061.45	1262.24	其他	-12.89	34.43	37.87	52.42
少数股东损益	0.42	0.00	1.10	2.00	筹资活动现金流净额	-232.93	-29.31	-457.84	-397.98
归属母公司股东净利润	681.10	880.74	1060.35	1260.24	现金流量净额	10.80	489.91	152.35	260.11
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	325.94	815.84	968.20	1228.30	成长能力				
应收和预付款项	487.75	558.87	662.41	798.28	销售收入增长率	27.03%	17.27%	18.67%	20.04%
存货	688.84	872.25	1011.98	1212.23	营业利润增长率	39.90%	18.34%	23.71%	20.32%
其他流动资产	3323.73	3897.69	4625.56	5552.48	净利润增长率	33.07%	29.23%	20.52%	18.92%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	38.10%	16.69%	20.15%	17.82%
投资性房地产	34.25	34.25	34.25	34.25	获利能力				
固定资产和在建工程	1096.94	1081.78	1058.85	1025.85	毛利率	40.59%	37.17%	38.95%	39.55%
无形资产和开发支出	138.43	138.35	137.27	136.20	三费率	29.60%	27.19%	27.71%	28.15%
其他非流动资产	210.29	203.82	197.36	190.89	净利率	9.80%	10.80%	10.96%	10.86%
资产总计	6306.16	7602.86	8695.87	10178.49	ROE	18.75%	20.52%	21.02%	21.22%
短期借款	109.77	279.82	86.43	0.00	ROA	10.81%	11.58%	12.21%	12.40%
应付和预收款项	1611.16	1856.38	2205.43	2623.03	ROIC	18.72%	18.64%	20.40%	21.39%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.31%	13.24%	13.41%	13.16%
其他负债	950.70	1175.16	1353.39	1606.56	营运能力				
负债合计	2671.62	3311.37	3645.25	4229.59	总资产周转率	1.21	1.17	1.19	1.23
股本	579.48	756.13	756.13	756.13	固定资产周转率	6.62	7.73	9.79	12.41
资本公积	1047.46	870.80	870.80	870.80	应收账款周转率	19.03	17.84	18.14	18.23
留存收益	2017.46	2664.41	3422.44	4318.71	存货周转率	6.64	6.16	5.96	6.04
归属母公司股东权益	3634.39	4291.34	5049.38	5945.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.88%	—	—	—
少数股东权益	0.15	0.15	1.25	3.25	资本结构				
股东权益合计	3634.53	4291.49	5050.62	5948.90	资产负债率	42.37%	43.55%	41.92%	41.55%
负债和股东权益合计	6306.16	7602.86	8695.87	10178.49	带息债务/总负债	4.11%	8.45%	2.37%	0.00%
					流动比率	1.81	1.86	2.00	2.08
					速动比率	1.56	1.60	1.72	1.80
					股利支付率	25.52%	26.54%	28.51%	28.88%
					每股指标				
					每股收益	0.90	1.16	1.40	1.67
					每股净资产	4.81	5.68	6.68	7.87
					每股经营现金	1.33	0.65	0.82	0.87
					每股股利	0.23	0.31	0.40	0.48
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	925.68	1080.22	1297.92	1529.19					
PE	32.38	25.04	20.80	17.50					
PB	6.07	5.14	4.37	3.71					
PS	3.17	2.70	2.28	1.90					
EV/EBITDA	17.76	19.69	16.12	13.46					
股息率	0.79%	1.06%	1.37%	1.65%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn