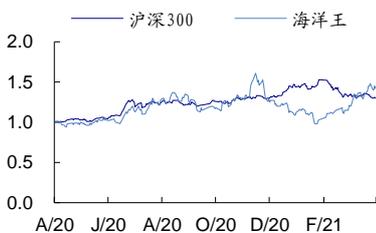


证券研究报告—动态报告
建材/电子
专业照明
海洋王(002724)
买入
20 年年报及 21 年一季报点评

(调高评级)

2021 年 04 月 16 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	780/359
总市值/流通(百万元)	6,800/3,129
上证综指/深圳成指	3,399/13,680
12 个月最高/最低(元)	10.26/5.66

相关研究报告:

《海洋王-002724-2020 年 3 季度财报点评: 专业照明龙头, 享较快增长》——2020-10-23
 《海洋王-002724-20 年中报点评: 小而美的专业照明龙头》——2020-08-27

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

证券分析师: 唐泓翼

电话: 021-60875135
 E-MAIL: tanghy@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080001

联系人: 冯梦琪

电话:
 E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
稳中有进, 开拓进取, 看好未来成长性
● 业绩稳步增长, 上半年有望延续

2020 年实现营收 17.04 亿元, 同比+14.03%, 归母净利润 3.01 亿元, 同比+16.90%, EPS 为 0.4011 元/股, 符合此前业绩预告, 拟 10 派 1.5388 元(含税), 分红率 39.9%, 创历史新高。业绩稳步增长主要受益于提质增效及明之辉并表。21Q1 营收和归母净利润分别为 3.15 亿和 0.27 亿, 分别同增 63.71%和 103.37%, 预计上半年归母净利润 0.71-0.83 亿, 同增 25%-45%。公司 21 年收入增速目标为不低于 25%。

● 人均创收保持增长, 净利率水平创新高

公司全年固定/移动/便携产品分别实现收入 8.3/3.1/3.3 亿, 分别同比 -2.76%/+5.16%/-7.4%; 从应用领域来看, 军品、电煤、网电领域增速靠前, 收入及增速分别为 1.25 亿(+30.38%)、1.52 亿(+21.51%) 和 2.54 亿(+14.17%)。经测算, 销售人员人均创收 87.4 万, 同比+8.7%。20 年和 21Q1 公司销售毛利率分别为 61.9%和 57.6%, 分别同比-8.2pct 和-8.4pct, 主要由于新会计准则调整及明之辉并表所致。公司全年期间费用率同比降低 9.97pct 至 37.2%, 净利率水平达 19.6%(+2.41pct), 创历史新高。经营性现金流净额为 2.99 亿, 同比+17.6%。

● 技术创新稳中有进, 渠道销售开拓进取

报告期内, 公司 LED 灯具通过在核岛中 18 个月试用期, 同时加大技术投入, 全年研发费用 8648 万, 同比+9.5%。今年初, 公司以原有网电、铁路、油田、船舶场馆、军品事业部为基础, 投资设立 5 家控股子公司并给予员工股份, 在加强专业化运作和提供更优质服务的同时, 给予员工更多自主权和更强激励, 促进公司更加快速和高质量发展。

● 业绩弹性有望显现, 给予“买入”评级

公司深耕特殊环境照明领域二十余年, 在产品和服务方面引领行业发展。近年来, 公司持续深化自主经营模式, 积极完善内控管理, 经营质量有望进一步提升。同时, 随着 LED 光源在工业领域的持续渗透, 以及数字化、智能化照明市场的逐步开启, 公司业绩弹性有望显现, 未来成长可期, 预计 2021-23 年公司 EPS 分别为 0.59/0.77/0.98 元/股, 对应 PE 为 14.7/11.4/8.9x, 给予“买入”评级。

● 风险提示: 行业竞争加剧; 市场开拓不及预期。
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,495	1,704	2,192	2,766	3,438
(+/-%)	19.3%	14.0%	28.6%	26.2%	24.3%
净利润(百万元)	257	301	410	531	677
(+/-%)	35.5%	16.9%	36.4%	29.5%	27.4%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.40	0.59	0.77	0.98
EBIT Margin	21.0%	23.4%	24.8%	25.4%	25.9%
净资产收益率(ROE)	12.3%	11.4%	13.8%	15.7%	17.2%
市盈率(PE)	24.4	20.1	14.7	11.4	8.9
EV/EBITDA	19.2	15.2	11.6	9.3	7.7
市净率(PB)	3.01	2.29	2.04	1.78	1.54

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩稳步增长，上半年有望延续。公司 2020 年实现营收 17.04 亿元，同比+14.03%，归母净利润 3.01 亿元，同比+16.90%，EPS 为 0.4011 元/股，符合此前业绩预告，拟 10 派 1.5388 元（含税），分红率为 39.9%，创历史新高。业绩稳步增长主要受益于提质增效以及明之辉并表。公司 21Q1 营收和归母净利润分别为 3.15 亿和 0.27 亿，分别同增 63.71%和 103.37%，预计上半年归母净利润 0.71-0.83 亿，同增 25%-45%。公司 21 年收入增速目标为不低于 25%。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

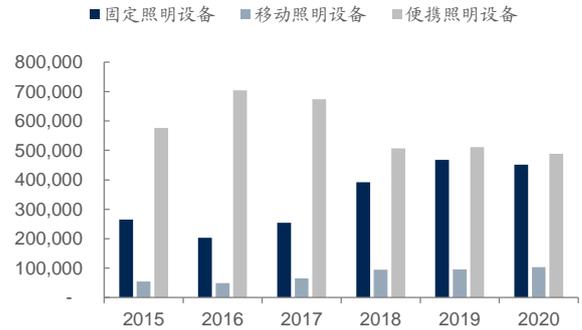
人均创收保持增长，净利率水平创新高。公司全年销售固定/移动/便携照明设备分别为 45.18/10.27/48.80 万套，分别同比-3.44%/+7.75%/4.48%，三大系列产品分别实现收入 8.3/3.1/3.3 亿，分别同比-2.76%/+5.16%/-7.4%；从应用领域来看，军品、电煤、网电和船舶场馆领域增速靠前，收入及增速分别为 1.25 亿（+30.38%）、1.52 亿（+21.51%）、2.54 亿（+14.17%）和 1.35 亿（+4.96%）。明之辉全年实现收入和净利润分别为 3.93 亿和 0.64 亿。我们测算公司全年销售人员人均创收 87.4 万，同比+8.7%。2020 年和 21Q1 公司销售毛利率分别为 61.9%和 57.6%，分别同比-8.2pct 和-8.4pct，主要由于新会计准则调整及明之辉并表所致。在进一步费用管控下，公司去年期间费用率同比降低 9.97pct 至 37.2%，其中销售和管理费用率分别下降 7.93pct 和 2.12pct，净利率水平达 19.6%（+2.41pct），创历史新高。报告期内，公司经营性现金流净额为 2.99 亿，同比+17.6%，继续保持充裕健康状态。

图 5: 公司三大系列产品收入情况 ()



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司三大系列产品销量 (套)



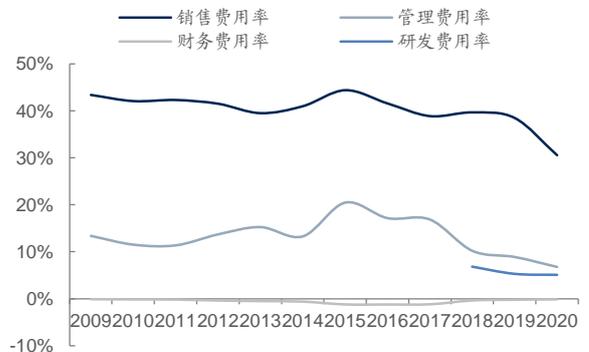
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司期间费用率 (%)



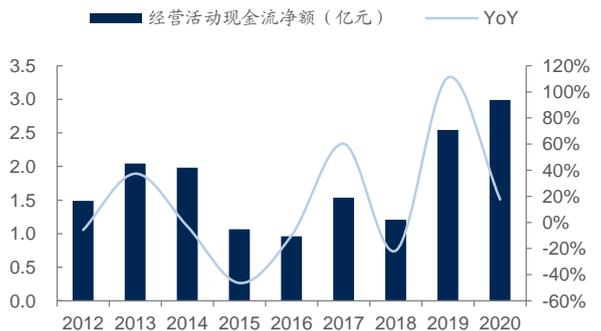
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司销售人员人均创收及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司经营活动现金流净额及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司各应用领域收入、收入增速及毛利率情况

应用领域	收入 (万)	增速 (%)	毛利率 (%)
船舶场馆	13,459.10	4.96%	65.71%
大型企业	7,274.90	-17.17%	65.64%
厂电	7,127.55		66.10%
煤炭	8,094.64		67.02%
电煤		21.51%	66.59%
公安消防	11,259.04	-18.44%	66.00%
国际部	3,772.99	-11.19%	67.02%
军品	12,456.23	30.38%	66.28%
石化	11,198.45	-4.29%	67.04%
网电	25,362.71	14.17%	64.41%
冶金	9,372.52	-11.77%	65.95%
油田	18,970.76	-2.79%	66.04%
铁路	17,674.29	-25.31%	65.37%
工程	23,161.29		37.25%
其他	1,245.84		57.95%
合计	170,430.30	14.03%	61.86%

资料来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理 (2021 年电煤口径拆分为厂电和煤炭)

技术创新稳中有进，渠道销售开拓进取。报告期内，公司加强对新市场和新技术的开发，具有耐辐照认证的 LED 灯具通过在核岛中 18 个月试用期，并入选中国三大核电集团供应商库，同时继续加大对新光源和技术应用的投入，全年研发费用 8648 万，同比增加 9.5%。此外，公司报告期内完成了明之辉 51% 股权的收购，未来有望在项目施工方面形成协同效应。2021 年初，公司以原有网电、铁路、油田、船舶场馆、军品事业部为基础，投资设立 5 家控股子公司并给予员工股份，在加强专业化运作和提供更优质服务的同时，给予员工更多自主权和更强激励，促进公司更加快速和高质量发展。

业绩弹性有望显现，给予“买入”评级。公司深耕特殊环境照明领域二十余年，在产品和服务方面引领行业发展。近年来，公司持续深化自主经营模式，积极完善内控管理，经营质量有望进一步提升。同时，随着 LED 光源在工业领域的持续渗透，以及数字化、智能化照明市场的逐步开启，公司业绩弹性有望显现，未来成长可期，预计 2021-23 年公司 EPS 分别为 0.59/0.77/0.98 元/股，对应 PE 为 14.7/11.4/8.9x，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	694	907	1161	1513	营业收入	1704	2192	2766	3438
应收款项	685	899	1157	1467	营业成本	650	833	1051	1306
存货净额	303	395	507	641	营业税金及附加	20	26	32	40
其他流动资产	167	209	267	330	销售费用	521	647	802	980
流动资产合计	2330	2890	3573	4431	管理费用	115	143	177	220
固定资产	391	369	347	327	财务费用	(2)	(11)	(15)	(19)
无形资产及其他	77	74	71	68	投资收益	9	12	10	10
投资性房地产	539	539	539	539	资产减值及公允价值变动	19	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(37)	(52)	(60)	(69)
资产总计	3337	3872	4531	5365	营业利润	390	520	673	857
短期借款及交易性金融负债	20	20	21	22	营业外净收支	(8)	0	0	0
应付款项	228	299	389	496	利润总额	382	520	673	857
其他流动负债	288	380	467	585	所得税费用	47	63	82	105
流动负债合计	535	699	877	1104	少数股东损益	34	46	59	76
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	301	410	531	677
其他长期负债	15	23	33	43					
长期负债合计	15	23	33	43	现金流量表 (百万元)				
负债合计	551	722	911	1146	净利润	301	410	531	677
少数股东权益	150	185	230	288	资产减值准备	(13)	1	1	1
股东权益	2636	2965	3390	3931	折旧摊销	36	42	43	43
负债和股东权益总计	3337	3872	4531	5365	公允价值变动损失	(20)	(5)	(5)	(5)
					财务费用	(2)	(11)	(15)	(19)
					营运资本变动	(763)	(176)	(241)	(272)
					其它	39	34	45	57
					经营活动现金流	(421)	306	374	501
					资本开支	(23)	(12)	(14)	(16)
					其它投资现金流	131	0	0	0
					投资活动现金流	108	(12)	(14)	(16)
					权益性融资	121	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(72)	(82)	(106)	(135)
					其它融资现金流	456	0	1	1
					融资活动现金流	433	(82)	(105)	(134)
					现金净变动	121	212	255	351
					货币资金的期初余额	574	694	907	1161
					货币资金的期末余额	694	907	1161	1513
					企业自由现金流	(402)	331	406	539
					权益自由现金流	54	341	420	557

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.40	0.59	0.77	0.98
每股红利	0.10	0.12	0.15	0.20
每股净资产	3.80	4.28	4.89	5.67
ROIC	18%	20%	24%	27%
ROE	11%	14%	16%	17%
毛利率	62%	62%	62%	62%
EBIT Margin	23%	25%	25%	26%
EBITDA Margin	25%	27%	27%	27%
收入增长	14%	29%	26%	24%
净利润增长率	17%	36%	30%	27%
资产负债率	21%	23%	25%	27%
息率	1.2%	1.4%	1.8%	2.2%
P/E	20.1	14.7	11.4	8.9
P/B	2.3	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	15.2	11.6	9.3	7.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032