

多元渠道拓展，盈利能力优化

投资要点

- 业绩总结：**公司发布2021年半年报，2021年H1公司实现营收39.6亿元，同比增长31.7%；实现归母净利润4.4亿元，同比增长76.9%；实现扣非净利润3.2亿元，同比增长136.6%，主要系去年同期公司收到政府补助与实现投资收益合计1.3亿元。单季度来看，Q2公司实现营收22.1亿元，同比增长11.5%；实现归母净利润3.1亿元，同比增长19.5%。相较于2019H1，公司营收增长4.8%，归母净利润增长10%。
- 多业务齐发力，经营情况稳步恢复。**分业务来看，受疫情影响减弱，客流量逐步回暖，公司线下家居业务表现亮眼，主推产品与方案销售额同比增长100%。商用业务方面，公司中标中石化等头部企业，助力公司商业连锁、工业照明、教育照明业务增长超100%。电商业务方面，公司致力于打造一站式多品类智能硬装生态圈，报告期内线上智能化产品销售快速增长，占比达到20%，新平台业务同比增长超过300%。海外业务方面，公司聚焦重点市场，来自沙特、菲律宾、印尼的收入同比增长40%；向多国普及高端智能化，助力欧洲智能业务销售占比突破双位数。整体来看，公司经营情况恢复良好。
- 盈利能力稳中有升。**报告期内，公司综合毛利率为37.5%，同比增加1pp。公司毛利率提升主要系公司数字化转型背景下，供应链持续优化，生产效率提升，推动成本下降。费用率方面，公司销售费用率为20%，同比下降1.9pp；管理费用率为8%，同比下降0.6pp；财务费用率为0.2%，同比下降0.1pp。综合来看，公司净利率为11.2%，同比上升2.9PP。
- 多元化渠道布局，持续扩张营销版图。**(1) 家居业务：一方面，公司重点布局下沉市场，满足乡镇消费者的一站式需求，截止2021年H1，公司已开发水电光超市及专区超2000家；另一方面，为提升消费者体验，公司持续对门店进行升级，截止2021年H1已对近500家门店重装升级，促使单店产出增长30%。(2) 商照业务：公司深耕工业照明、商业连锁、精装、教育照明等多渠道，在精装渠道形成以灯具为主，配套浴霸电器、开关面板等成套解决方案；在教育照明领域已完成300余所学校照明项目。
- 盈利预测与投资建议。**公司产品及渠道不断拓展，其中商用照明业务快速发展，随着供应链持续优化，预期公司盈利能力稳步上行。预计2021-2023年EPS分别为1.35元、1.57元、1.81元，未来三年归母净利润将保持19.6%的复合增长率，维持“持有”评级。
- 风险提示：**渠道拓展不及预期风险、房地产销售大幅波动风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7969.73	9553.32	11069.42	12585.10
增长率	-4.61%	19.87%	15.87%	13.69%
归属母公司净利润（百万元）	799.97	1021.24	1186.33	1367.40
增长率	-10.15%	27.66%	16.17%	15.26%
每股收益EPS（元）	1.06	1.35	1.57	1.81
净资产收益率ROE	15.23%	17.31% 7.82%		18.16%
PE	22	17	15	13
PB	3.33	2.96	2.62	2.32

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

联系人：夏勤
电话：023-63786049
邮箱：xiaqin@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)	7.55
流通A股(亿股)	7.54
52周内股价区间(元)	23.1-35.8
总市值(亿元)	174.64
总资产(亿元)	86.60
每股净资产(元)	7.06

相关研究

- 欧普照明（603515）：经营稳步恢复，Q1业绩增速亮眼（2021-04-25）
- 欧普照明（603515）：Q3业绩大幅增长，后续经营有望持续改善（2020-10-29）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7969.73	9553.32	11069.42	12585.10	净利润	799.85	1021.08	1186.15	1367.20
营业成本	4961.57	5885.76	6803.24	7714.00	折旧与摊销	178.62	122.08	129.30	136.85
营业税金及附加	42.75	51.24	59.38	67.51	财务费用	33.96	14.40	0.56	-24.60
销售费用	1586.84	1910.66	2213.88	2517.02	资产减值损失	-21.84	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	279.63	668.73	774.86	880.96	经营营运资本变动	102.00	-531.76	571.58	120.16
财务费用	33.96	14.40	0.56	-24.60	其他	-61.89	-112.35	-109.50	-111.77
资产减值损失	-21.84	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	1030.70	493.46	1758.09	1467.83
投资收益	128.05	130.00	130.00	130.00	资本支出	140.82	-120.00	-120.00	-120.00
公允价值变动损益	3.68	0.97	0.82	1.35	其他	-619.89	84.95	81.43	81.56
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-479.08	-35.05	-38.57	-38.44
营业利润	919.56	1173.49	1368.32	1581.56	短期借款	49.04	182.83	-491.48	0.00
其他非经营损益	20.62	17.53	18.48	18.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	940.18	1191.02	1386.79	1600.07	股权融资	-24.73	0.00	0.00	0.00
所得税	140.33	169.93	200.64	232.88	支付股利	-373.18	-335.31	-428.06	-497.26
净利润	799.85	1021.08	1186.15	1367.20	其他	-211.01	-60.31	-0.90	24.34
少数股东损益	-0.12	-0.15	-0.18	-0.21	筹资活动现金流净额	-559.89	-212.79	-920.45	-472.92
归属母公司股东净利润	799.97	1021.24	1186.33	1367.40	现金流量净额	-8.40	245.62	799.08	956.47
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	289.37	534.99	1334.06	2290.53	成长能力				
应收和预付款项	493.23	629.25	710.21	809.66	销售收入增长率	-4.61%	19.87%	15.87%	13.69%
存货	787.82	944.24	1092.59	1252.69	营业利润增长率	-9.96%	27.61%	16.60%	15.58%
其他流动资产	5035.20	5564.15	5280.35	5421.64	净利润增长率	-10.21%	27.66%	16.17%	15.26%
长期股权投资	171.25	171.25	171.25	171.25	EBITDA 增长率	-7.30%	15.71%	14.37%	13.06%
投资性房地产	86.70	86.70	86.70	86.70	获利能力				
固定资产和在建工程	917.48	932.42	940.15	940.33	毛利率	37.74%	38.39%	38.54%	38.71%
无形资产和开发支出	342.42	328.91	315.39	301.88	三费率	23.85%	27.15%	27.01%	26.80%
其他非流动资产	437.00	479.51	525.38	571.66	净利润率	10.04%	10.69%	10.72%	10.86%
资产总计	8560.46	9671.40	10456.08	11846.33	ROE	15.23%	17.31%	17.82%	18.16%
短期借款	308.66	491.48	0.00	0.00	ROA	9.34%	10.56%	11.34%	11.54%
应付和预收款项	1738.67	2058.91	2370.09	2694.80	ROIC	296.14%	181.08%	186.57%	372.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.21%	13.71%	13.53%	13.46%
其他负债	1261.03	1221.44	1428.33	1623.92	营运能力				
负债合计	3308.35	3771.83	3798.42	4318.72	总资产周转率	0.96	1.05	1.10	1.13
股本	754.70	754.70	754.70	754.70	固定资产周转率	8.19	10.49	12.08	13.69
资本公积	934.90	934.90	934.90	934.90	应收账款周转率	17.48	19.10	18.47	18.55
留存收益	3721.89	4407.82	5166.08	6036.23	存货周转率	5.78	6.34	6.29	6.24
归属母公司股东权益	5249.12	5896.73	6655.00	7525.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.40%	—	—	—
少数股东权益	3.00	2.84	2.66	2.46	资本结构				
股东权益合计	5252.11	5899.58	6657.66	7527.61	资产负债率	38.65%	39.00%	36.33%	36.46%
负债和股东权益合计	8560.46	9671.40	10456.08	11846.33	带息债务/总负债	9.33%	13.03%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	流动比率	2.02	2.05	2.23	2.28
EBITDA	1132.15	1309.97	1498.18	1693.80	速动比率	1.77	1.80	1.94	1.99
PE	21.83	17.10	14.72	12.77	股利支付率	46.65%	32.83%	36.08%	36.36%
PB	3.33	2.96	2.62	2.32	每股指标				
PS	2.19	1.83	1.58	1.39	每股收益	1.06	1.35	1.57	1.81
EV/EBITDA	10.61	9.08	7.05	5.64	每股净资产	6.96	7.82	8.82	9.97
股息率	2.14%	1.92%	2.45%	2.85%	每股经营现金	1.37	0.65	2.33	1.94
					每股股利	0.49	0.44	0.57	0.66

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

持有：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指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

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

行业评级

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn