

欧普照明 (603515.SH)

经营情况环比改善

核心观点:

- 收入、利润增速环比改善。**公司公告 2020 年中报, 2020H1 公司实现营业收入 30.1 亿元 (YoY-20.4%), 归母净利 2.5 亿元 (YoY-38.3%), 毛利率 36.5% (YoY+0.4pct), 净利率 8.3% (YoY-2.4pct)。Q2 单季营业收入 19.8 亿元 (YoY-6.4%), 归母净利 2.6 亿元 (YoY-19.4%), 扣非后归母净利 2.2 亿元 (YoY+0.7%), 毛利率 37.7% (YoY+1.8pct), 净利率 13.0% (YoY-2.1pct)。Q2 环比 q1 收入下滑幅度缩小 32pct, 改善显著。扣非后归母净利实现正增长, 恢复良好, 归母净利增速慢于扣非后归母净利主要由于政府补助同比减少 2554 万元。
- 电商与商用渠道收入增长快于家居与海外渠道。**分渠道来看, 2020H1, 家居渠道, 受疫情影响较大, 预计收入同比下滑; 电商渠道, 实现良好增长, 欧普照明官方旗舰店荣登天猫平台“618”家装灯饰光源行业榜首; 商用渠道, 保持良好增长, 公司持续深化在地产、办公、工业、商业连锁、市政交通五大行业的专业优势, 同时逐步将业务向户外、智能消防等细分领域延伸; 海外渠道, 受海外疫情影响, 预计短期有所下滑。
- 投资建议: 照明行业进入整合阶段, 洗牌加剧, 而公司作为龙头有望受益, 市场份额持续提升。**公司家居、商用两大业务持续发展。预计 2020-22 年归母净利润同比增长 1.1%、15.3%、13.6%。最新收盘价对应 2021 年 PE 21.5x, 参考家居、厨电公司 2021 年 PE 估值 20-21 倍, 但公司作为照明行业龙头, 地位稳固, 成长空间大, 且利润有望恢复增长, 结合业务相近的公牛集团估值以及可比均值, 给予公司 2021 年 PE 25x, 对应合理价值 34.29 元/股, 维持“增持”评级。
- 风险提示。**原材料大幅涨价; 房地产市场出现大幅波动; 竞争恶化。

盈利预测:

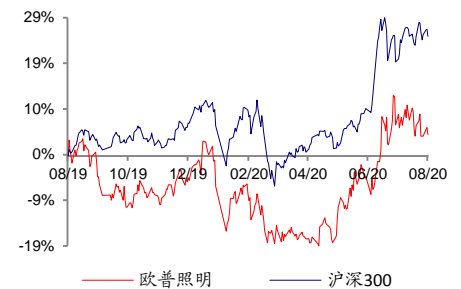
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,004	8,355	8,425	9,725	10,976
增长率 (%)	15.0	4.4	0.8	15.4	12.9
EBITDA (百万元)	874	1,004	908	1,057	1,199
归母净利润 (百万元)	899	890	900	1,037	1,178
增长率 (%)	32.0	-1.0	1.1	15.3	13.6
EPS (元/股)	1.19	1.18	1.19	1.37	1.56
市盈率 (P/E)	23.44	23.87	24.75	21.48	18.91
ROE (%)	20.7	17.8	16.3	17.0	17.5
EV/EBITDA	23.77	21.15	24.57	21.07	18.60

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	29.46 元
合理价值	34.29 元
前次评级	增持
报告日期	2020-08-27

相对市场表现



分析师:



曾婵

SAC 执证号: S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师:



袁雨辰

SAC 执证号: S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师:



王朝宁

SAC 执证号: S0260518100001

021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意, 王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

欧普照明 (603515.SH): 行业 2020-08-03
进入整合期, 公司份额有望持续提升

联系人:

高润鑫

gaorunxin@gf.com.cn

表 1: 欧普照明可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币)			市盈率 (X)		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002572.SZ	索菲亚	23.64	1.18	1.27	1.42	17.74	18.62	16.59
002745.SZ	木林森	15.81	0.39	0.68	1.11	35.35	23.30	14.30
603848.SH	好太太	15.91	0.70	0.73	0.81	19.90	21.90	19.56
603833.SH	欧派家居	99.99	4.38	3.43	4.09	26.73	29.14	24.47
002508.SZ	老板电器	40.20	1.68	1.82	2.05	19.88	22.13	19.60
002035.SZ	华帝股份	11.23	0.86	0.90	1.03	15.23	12.47	10.93
603195.SZ	公牛集团	161.00		3.94	4.61		40.87	34.89
	行业平均					23.42	24.06	20.05
603515.SH	欧普照明	29.46	1.18	1.19	1.37	23.43	24.75	21.48

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 股价为 2020-8-26 收盘价; 关于盈利预测数据, 其中老板电器、华帝股份、公牛集团盈利预测为广发证券外发盈利预测, 索菲亚、木林森、好太太、欧派家居盈利预测为 WIND 一致预测。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,585	6,277	7,481	8,536	9,613	经营活动现金流	621	1,113	342	481	537
货币资金	494	298	500	500	500	净利润	900	891	900	1,037	1,178
应收及预付	622	553	514	620	729	折旧摊销	128	193	103	112	122
存货	890	799	823	966	1,127	营运资金变动	-199	190	-544	-458	-520
其他流动资产	3,579	4,627	5,644	6,450	7,257	其它	-207	-161	-117	-210	-243
非流动资产	1,748	1,831	1,829	1,966	2,123	投资活动现金流	-350	-1,080	38	11	21
长期股权投资	104	134	134	134	134	资本支出	-173	-169	-90	-109	-124
固定资产	1,050	1,037	1,049	1,058	1,071	投资变动	-346	-1,070	-118	-115	-130
在建工程	12	21	20	20	20	其他	169	159	246	235	275
无形资产	131	125	114	102	91	筹资活动现金流	-97	-234	-178	-492	-558
其他长期资产	451	513	512	652	807	银行借款	89	59	275	-24	10
资产总计	7,333	8,107	9,310	10,501	11,735	股权融资	50	0	0	0	0
流动负债	2,985	3,064	3,789	4,393	4,999	其他	-235	-293	-453	-468	-568
短期借款	198	260	535	511	521	现金净增加额	174	-200	202	0	0
应付及预收	1,500	1,440	1,488	1,741	1,974	期初现金余额	316	491	298	500	500
其他流动负债	1,287	1,364	1,766	2,141	2,504	期末现金余额	491	296	500	500	500
非流动负债	11	27	11	11	11						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	11	27	11	11	11						
负债合计	2,996	3,091	3,800	4,404	5,010						
股本	756	756	756	756	756						
资本公积	954	958	958	958	958						
留存收益	2,684	3,295	3,845	4,432	5,060						
归属母公司股东权益	4,337	5,016	5,509	6,096	6,724						
少数股东权益	0	1	1	1	1						
负债和股东权益	7,333	8,107	9,310	10,501	11,735						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,004	8,355	8,425	9,725	10,976
营业成本	5,086	5,301	5,367	6,183	6,969
营业税金及附加	40	36	51	58	66
销售费用	1,604	1,634	1,601	1,848	2,085
管理费用	210	252	291	331	373
研发费用	317	321	312	360	406
财务费用	-13	7	10	23	23
资产减值损失	-63	-46	-27	-32	-39
公允价值变动收益	6	-5	0	0	0
投资净收益	229	181	190	240	280
营业利润	1,033	1,021	1,046	1,220	1,386
营业外收支	9	17	13	0	0
利润总额	1,042	1,038	1,059	1,220	1,386
所得税	142	148	159	183	208
净利润	900	891	900	1,037	1,178
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	899	890	900	1,037	1,178
EBITDA	874	1,004	908	1,057	1,199
EPS (元)	1.19	1.18	1.19	1.37	1.56

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	15.0%	4.4%	0.8%	15.4%	12.9%
营业利润增长	30.3%	-1.1%	2.4%	16.7%	13.6%
归母净利润增长	32.0%	-1.0%	1.1%	15.3%	13.6%
获利能力					
毛利率	36.5%	36.5%	36.3%	36.4%	36.5%
净利率	11.2%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
ROE	20.7%	17.8%	16.3%	17.0%	17.5%
ROIC	16.5%	160.1%	70.2%	52.3%	42.0%
偿债能力					
资产负债率	40.8%	38.1%	40.8%	41.9%	42.7%
净负债比率	2.7%	3.4%	5.7%	4.8%	4.4%
流动比率	1.87	2.05	1.97	1.94	1.92
速动比率	1.57	1.78	1.75	1.72	1.69
营运能力					
总资产周转率	1.17	1.08	0.97	0.98	0.99
应收账款周转率	15.43	14.62	17.38	16.59	15.87
存货周转率	6.44	6.28	6.52	6.40	6.19
每股指标 (元)					
每股收益	1.19	1.18	1.19	1.37	1.56
每股经营现金流	0.82	1.47	0.45	0.64	0.71
每股净资产	5.74	6.63	7.29	8.06	8.89
估值比率					
P/E	23.44	23.87	24.75	21.48	18.91
P/B	4.86	4.24	4.04	3.65	3.31
EV/EBITDA	23.77	21.15	24.57	21.07	18.60

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 高 润 鑫：研究助理，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。