

欧普照明 (603515.SH)

经营情况处于底部，期待逐步改善

核心观点：

● 受公司内部人员调整以及地产的影响，2019Q3 收入下滑

2019 年前三季度公司实现营业总收入 57.7 亿元 (YoY+3.3%)，毛利润 21.0 亿元 (YoY+1.7%)，毛利率 36.4% (YoY-0.5pct)，归母净利润 6.0 亿元 (YoY+5.6%)，净利率 10.4% (YoY+0.2pct)，扣非后归母净利润 4.2 亿元 (YoY+4.0%)。

Q3 单季营业总收入 19.9 亿元 (YoY-3.3%)，毛利润 7.4 亿元 (YoY-0.8%)，毛利率 37.0% (YoY+0.9pct)，归母净利润 2.0 亿元 (YoY-7.0%)，净利率 9.9% (YoY-0.4pct)，扣非后归母净利润 1.6 亿元 (YoY+7.9%)。

Q3 单季收入下滑，我们认为，主要受家居业务收入增速下滑的导致的，具体来看：1) 地产需求趋弱，行业增速放缓；2) 公司内部管理人员调整，导致家居业务在短期内受到负面影响。

Q3 盈利能力有所提升，所以扣非后归母净利润增速快于收入增速，但归母净利润同比下滑，主要受政府补助发放节奏的影响，具体来看：2018Q3 收到政府补助 3540 万元，2019Q3 政府补助为 239 万元。

● 经营情况处于底部，期待逐步改善

短期来看，一方面，家居业务受房地产影响较大，导致整体收入增速放缓，但是公司已经采取相应措施：线下培育经销商从“坐商”向“行商”的能力转型，持续完善门店运营的标准化，推动门店运营效率提升，未来收入增速有望恢复；另一方面，公司管理层调整已经完成，目前家居业务处于恢复阶段，逐步向好。

长期来看，行业增速放缓有利于行业洗牌，有利于推动照明行业集中度的提升，公司作为照明行业 B2C 的龙头，公司的份额有望持续提升；同时公司积极拓展商用领域以及海外市场，有望为公司带来新的增长。

● 盈利预测

我们认为未来消费升级趋势持续，照明行业市场集中度将继续提升，公司作为家居照明龙头企业，积极拓展家用和商用渠道，未来市场份额有望持续提升，业绩有望恢复良好增长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 8.5、9.6、10.8 亿元，同比增长-5.7%、12.5%、13.3%。最新收盘价对应 2020 年 PE 20.3x，参考家居、厨电公司 2020 年 PE 估值 15 倍，但公司作为照明行业龙头，地位稳固，竞争格局优于厨电、家居，且利润有望恢复增长，因此给予一定估值溢价，给予公司 2020 年 PE 21x，对应合理价值 26.46 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；行业竞争环境恶化导致价格战；整体消费需求羸弱；公司渠道拓张不及预期。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,957	8,004	8,283	9,129	10,253
增长率 (%)	27.0	15.0	3.5	10.2	12.3
EBITDA (百万元)	852	874	836	941	1,074
净利润 (百万元)	681	899	848	955	1,082
增长率 (%)	34.5	32.0	-5.7	12.5	13.3
EPS (元/股)	1.18	1.19	1.12	1.26	1.43
市盈率 (P/E)	36.45	23.44	22.86	20.32	17.93
市净率 (P/B)	6.83	4.86	4.01	3.63	3.30
EV/EBITDA	28.90	23.77	22.73	20.30	17.89

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

增持

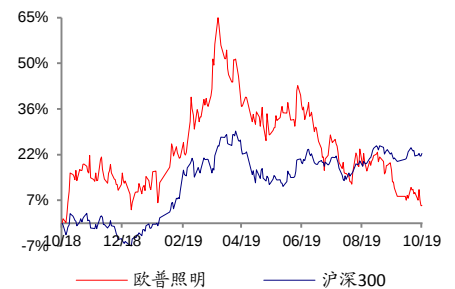
当前价格 25.65 元

合理价值 26.46 元

前次评级 增持

报告日期 2019-10-27

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): 受地 2019-08-22

产影响行业需求趋弱，收入增速放缓

联系人：黄涛 0755-82771936

szhuangtao@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

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)	
			2019E	2020E	2019E	2020E
002572.SZ	索菲亚	18.78	1.17	1.34	16.05	14.01
002745.SZ	木林森	10.25	0.64	0.78	16.02	13.14
603848.SH	好太太	14.78	0.75	0.89	19.71	16.61
603833.SH	欧派家居	116.78	4.49	5.38	26.01	21.71
002508.SZ	老板电器	29.06	1.64	1.80	17.77	16.10
002035.SZ	华帝股份	10.15	0.89	1.02	11.35	9.97
	行业平均				17.82	15.26
603515.SH	欧普照明	25.65	1.12	1.26	22.86	20.32

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 股价为 2019-10-25 收盘价; 关于盈利预测数据, 其中老板电器、华帝股份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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,826	5,585	6,406	7,385	8,438	经营活动现金流	1,004	621	400	342	425
货币资金	326	494	500	500	500	净利润	682	900	848	955	1,082
应收及预付	448	622	505	582	681	折旧摊销	118	128	103	112	122
存货	689	890	808	907	1,054	营运资金变动	287	-199	-389	-496	-524
其他流动资产	3,363	3,579	4,593	5,397	6,202	其它	-82	-207	-163	-229	-255
非流动资产	1,480	1,748	1,764	1,901	2,058	投资活动现金流	-755	-350	58	11	21
长期股权投资	0	104	104	104	104	资本支出	-179	-173	-90	-109	-124
固定资产	1,095	1,050	1,063	1,071	1,084	投资变动	-670	-346	-118	-115	-130
在建工程	2	12	11	11	11	其他	94	169	266	235	275
无形资产	137	131	119	108	97	筹资活动现金流	-233	-97	-452	-353	-446
其他长期资产	246	451	468	608	763	银行借款	-50	89	-86	103	114
资产总计	6,306	7,333	8,170	9,287	10,496	股权融资	0	50	0	0	0
流动负债	2,661	2,985	3,326	3,937	4,615	其他	-183	-235	-366	-456	-560
短期借款	110	198	113	216	329	现金净增加额	16	174	6	0	0
应付及预收	1,114	1,500	1,461	1,635	1,847	期初现金余额	305	316	494	500	500
其他流动负债	1,437	1,287	1,752	2,086	2,439	期末现金余额	316	491	500	500	500
非流动负债	11	11	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	11	11	11	11						
负债合计	2,672	2,996	3,336	3,948	4,626						
股本	579	756	756	756	756						
资本公积	1,047	954	954	954	954						
留存收益	2,017	2,684	3,183	3,687	4,219						
归属母公司股东权益	3,634	4,337	4,833	5,338	5,870						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	6,306	7,333	8,170	9,287	10,496						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,957	8,004	8,283	9,129	10,253	成长能力					
营业成本	4,133	5,086	5,268	5,808	6,523	营业收入增长	27.0%	15.0%	3.5%	10.2%	12.3%
营业税金及附加	46	40	50	55	62	营业利润增长	40.3%	30.3%	-4.6%	14.0%	13.4%
销售费用	1,637	1,604	1,640	1,780	1,979	归母净利润增长	34.5%	32.0%	-5.7%	12.5%	13.3%
管理费用	187	210	286	320	359	获利能力					
研发费用	221	317	306	338	379	毛利率	40.6%	36.5%	36.4%	36.4%	36.4%
财务费用	16	-13	0	11	15	净利率	9.8%	11.2%	10.2%	10.5%	10.5%
资产减值损失	36	63	25	25	36	ROE	18.7%	20.7%	17.6%	17.9%	18.4%
公允价值变动收益	-9	6	0	0	0	ROIC	18.5%	16.5%	14.5%	14.4%	14.6%
投资净收益	105	229	190	240	280	偿债能力					
营业利润	793	1,033	985	1,123	1,273	资产负债率	42.4%	40.8%	40.8%	42.5%	44.1%
营业外收支	8	9	13	0	0	净负债比率	1.9%	2.7%	1.3%	2.3%	3.1%
利润总额	801	1,042	998	1,123	1,273	流动比率	1.81	1.87	1.93	1.88	1.83
所得税	119	142	150	168	191	速动比率	1.55	1.57	1.67	1.64	1.59
净利润	682	900	848	955	1,082	营运能力					
少数股东损益	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.21	1.17	1.07	1.05	1.04
归属母公司净利润	681	899	848	955	1,082	应收账款周转率	18.94	15.43	17.38	16.59	15.87
EBITDA	852	874	836	941	1,074	存货周转率	7.23	6.44	6.52	6.40	6.19
EPS (元)	1.18	1.19	1.12	1.26	1.43	每股指标 (元)					
						每股收益	1.18	1.19	1.12	1.26	1.43
						每股经营现金流	1.73	0.82	0.53	0.45	0.56
						每股净资产	6.27	5.74	6.39	7.06	7.76
						估值比率					
						P/E	36.45	23.44	22.86	20.32	17.93
						P/B	6.83	4.86	4.01	3.63	3.30
						EV/EBITDA	28.90	23.77	22.73	20.30	17.89

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，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 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，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 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，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 黄 涛：研究助理，同济大学工学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

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	gfyf@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。

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。