

欧普照明 (603515)

Q3 收入增速见底，实际盈利能力同比提升

——欧普照明 2019 年三季度报点评

	范杨 (分析师)	颜晓晴 (分析师)	李树建 (研究助理)
	021-38031722	021-38032024	021-38031655
	fanyang021430@gtjas.com	yanxiaoping@gtjas.com	lishujian@gtjas.com
证书编号	S0880519050001	S0880519050002	S0880118090151

本报告导读:

Q3 收入增速环比放缓，实际盈利能力同比提升。公司渠道与内部管理调整已接近尾声，改善趋势逐步确立，维持“增持”评级。

投资要点:

- 下调盈利预测，下调目标价，维持“增持”评级。Q3 收入增速受家居渠道调整影响放缓，毛利率同比提升。渠道与内部管理调整影响短期业绩，下调 2019-2021 年 EPS 预测至 1.23/1.44/1.66 元（原值 1.40/ 1.61/1.87 元，-12%/-11%/-11%），参考可比公司给予 19 年 26xPE，下调目标价至 32 元（原值 41.5 元，-23%），维持“增持”评级。
- Q3 收入业绩略低于市场预期。19Q3 收入 19.91 亿（-3.32%），归母净利润 1.97 亿（-7.03%），扣非归母 1.59 亿元（+7.94%），毛利率 37.04%（+0.93pct），净利率 9.91%（-0.40pct）。19Q1-3 累计收入 57.7 亿（+3.26%），归母净利润 6.02 亿元（+5.60%），扣非归母 4.16 亿（+4.05%），毛利率 36.41%（-0.54pct），净利率 10.44%（+0.23pct）。
- Q3 收入增速环比放缓，实际盈利能力同比提升。Q3 家居渠道受渠道与产品调整影响增速环比放缓，电商维持双位数增长，商照延续前期高增长，海外产品认证逐步落地收入增速环比提升明显。Q3 原材料价格下降以及海外产品结构升级，毛利率同比提升 0.93pct，扣非归母净利+7.94%，实际盈利能力改善明显。
- 渠道调整基本完成，改善趋势逐步确立。Q3 收入见底，预计 Q4 家居渠道收入增长逐步恢复，电商/商照/海外延续较好增长。公司为国内通用照明龙头，在渠道、产品、品牌等均具先发优势，未来整合空间大，Q3 渠道与内部管理调整已接近尾声，改善趋势逐步确立。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,957	8,004	8,390	9,668	11,203
(+/-)%	27%	15%	5%	15%	16%
经营利润 (EBIT)	734	747	898	1,113	1,360
(+/-)%	35%	2%	20%	24%	22%
净利润 (归母)	681	899	927	1,085	1,252
(+/-)%	34%	32%	3%	17%	15%
每股净收益 (元)	0.90	1.19	1.23	1.44	1.66
每股股利 (元)	0.30	0.40	0.42	0.48	0.52

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	10.6%	9.3%	10.7%	11.5%	12.1%
净资产收益率 (%)	18.7%	20.7%	18.7%	19.1%	19.1%
投入资本回报率 (%)	18.5%	16.5%	17.2%	20.8%	25.4%
EV/EBITDA	28.90	23.77	20.28	15.50	11.98
市盈率	28.47	21.57	20.92	17.87	15.49
股息率 (%)	1.2%	1.6%	1.6%	1.9%	2.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **32.00**

上次预测: 41.50

当前价格: 25.65

2019.10.27

交易数据

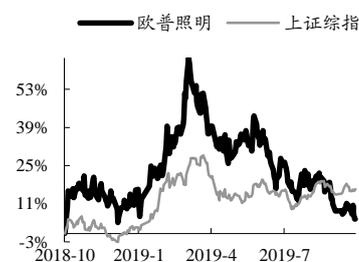
52 周内股价区间 (元)	24.30-41.14
总市值 (百万元)	19,393
总股本/流通 A 股 (百万股)	756/754
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	2.29
日均成交值 (百万元)	64.40

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,764
每股净资产	6.30
市净率	4.1
净负债率	-81.38%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.09	0.11
Q2	0.38	0.42
Q3	0.28	0.26
Q4	0.44	0.44
全年	1.19	1.23

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	-17%	4%
相对指数	-7%	-17%	-10%

相关报告

《Q2 收入环比放缓，家居商照合并管理发挥协同优势》2019.08.23

《线上维持高增长，19 年盈利能力逐步企稳》2019.04.23

《通用照明行业龙头，未来整合空间大》2019.03.24

模型更新时间: 2019.10.27

股票研究

可选消费品
家用电器业

欧普照明 (603515)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **32.00**

上次预测: 41.50

当前价格: 25.65

公司网址

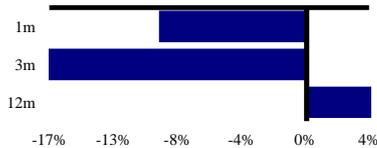
www.opple.com.cn

公司简介

公司定位为专业绿色节能照明企业,主要从事照明光源、灯具、控制类产品的研发、生产和销售。

公司拥有一支强大的营销队伍和完善的国内外营销网络。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

24.30-41.14

市值 (百万)

19,393

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,957	8,004	8,390	9,668	11,203
营业成本	4,133	5,086	5,280	6,055	7,002
税金及附加	46	40	39	44	52
销售费用	1,637	1,604	1,678	1,934	2,185
管理费用	187	210	243	271	314
EBIT	734	747	898	1,113	1,360
公允价值变动收益	-9	6	0	0	0
投资收益	105	229	120	110	70
财务费用	16	-13	3	0	0
营业利润	793	1,033	1,076	1,268	1,466
所得税	119	142	164	192	221
少数股东损益	0	0	0	0	1
归母净利润	681	899	927	1,085	1,252

资产负债表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金、交易性金融资产	326	494	389	981	1,845
其他流动资产	4,500	5,091	4,760	4,908	5,123
长期投资	0	104	104	104	104
固定资产合计	1,095	1,050	1,360	1,585	1,730
无形及其他资产	384	594	394	392	390
资产合计	6,306	7,333	7,007	7,970	9,191
流动负债	2,661	2,985	2,054	2,291	2,650
非流动负债	11	11	0	0	0
股东权益	3,635	4,338	4,953	5,678	6,541
投入资本(IC)	3,378	3,895	4,444	4,549	4,548

现金流量表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
NOPLAT	625	645	764	946	1156
折旧与摊销	118	128	40	75	105
流动资金增量	-109	32	-222	-118	-144
资本支出	-179	-173	-387	-343	-294
自由现金流	454	631	194	560	822
经营现金流	1,004	621	540	1,214	1,478
投资现金流	-755	-350	-148	-233	-224
融资现金流	-233	-97	-498	-389	-390
现金流净增加额	16	174	-105	592	864

财务指标

成长性

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入增长率	27.0%	15.0%	4.8%	15.2%	15.9%
EBIT 增长率	35.0%	1.7%	20.3%	23.8%	22.2%
净利润增长率	34.5%	32.0%	3.1%	17.1%	15.4%
利润率					
毛利率	40.6%	36.5%	37.1%	37.4%	37.5%
EBIT 率	10.6%	9.3%	10.7%	11.5%	12.1%
归母净利润率	9.8%	11.2%	11.0%	11.2%	11.2%

收益率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净资产收益率(ROE)	18.7%	20.7%	18.7%	19.1%	19.1%
总资产收益率(ROA)	10.8%	12.3%	13.2%	13.6%	13.6%
投入资本回报率(ROIC)	18.5%	16.5%	17.2%	20.8%	25.4%

运营能力

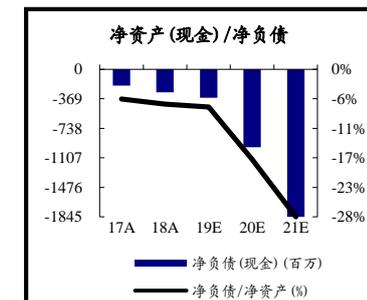
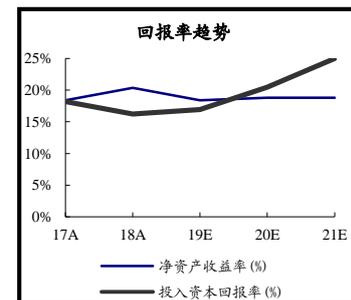
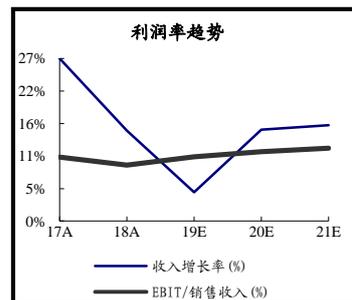
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
存货周转天数	50	57	50	48	48
应收账款周转天数	19	24	18	18	18
总资产周转天数	301	311	312	283	280
净利润现金含量	147.5%	69.1%	58.3%	111.9%	118.0%
资本支出/收入	2.6%	2.2%	4.6%	3.5%	2.6%

偿债能力

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资产负债率	42.4%	40.8%	29.3%	28.7%	28.8%
净负债率	-5.7%	-6.7%	-7.2%	-17.2%	-28.2%

估值比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
PE(现价)	28.47	21.57	20.92	17.87	15.49
PB	8.91	4.86	3.92	3.42	2.97
EV/EBITDA	28.90	23.77	20.28	15.50	11.98
P/S	2.14	2.42	2.31	2.01	1.73
股息率	1.2%	1.6%	1.6%	1.9%	2.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		