管理调整致经营承压，后续有望见底改善

——欧普照明（603515.SH）2019 年三季报点评

公司简报

买入（维持）

当前价：25.65 元

分析师

金星 (执业证书编号：S0930518030003)
021-52523878
jinxing@ebscn.com

甘骏 (执业证书编号：S0930518030002)
021-52523877
ganjun@ebscn.com

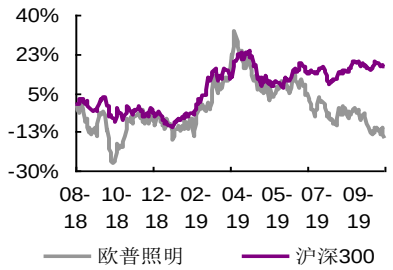
王奇琪 (执业证书编号：S0930519050001)
021-52523880
wangqq@ebscn.com

王彦玮 (执业证书编号：S0930519100001)
021-52523879
wangyw@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)： 7.56
总市值(亿元)：193.93
一年最低/最高(元)：24.01/40.65
近 3 月换手率：17.90%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-8.08	-16.87	-18.73
绝对	-6.63	-15.88	4.06

资料来源：Wind

相关研报

增速略有放缓，期待底部改善——欧普照明（603515.SH）2019 年中报点评 ……2019-08-23

事件：

欧普照明发布 2019 年三季报，公司前三季度实现收入 57.7 亿元，同比+3.3%，归母净利润 6.0 亿元，同比+5.6%，扣非归母净利 4.2 亿元，同比+4.1%。其中 19Q3 单季实现收入 19.9 亿元，同比-3.3%，归母净利 2.0 亿元，同比-7.0%，扣非归母净利实现 7.9%增长，因去年同期收到 3540 万政府补贴基数较高，导致整体利润有所下滑。

点评：

◆收入分析：单季下滑受累于行业压力与自身经营调整，预计增速已见底。

公司单季收入下滑，主要仍是受到线下家居业务的影响，估计单季线下家居业务同比两位数下滑。分渠道看：

1）线下零售：前期团队人事有所调整，为推动下一步经营改革，主动进行去库存，存货同比-15%下降明显。后续将进一步优化 SKU，强化门店上新速度与周转效率，同时发展整装等新业态，推动零售转型。公司线下零售已调整近两年，预计明年有望恢复同比正增长。

2）线下流通：前期与零售业务存在一定分流与渠道冲突，经过政策重新划分后，专注乡镇渠道扩展，门店形态与产品形成区隔。目前问题已基本解决，预计自 Q4 起有望恢复两位数增长。

3）商照：依旧是目前增长亮点，估计 Q3 保持近 30%快速增长。公司商照业务已经搭建起国内领先的研发与行业推广平台，随着收入逐步扩张，规模效应开始显现，利润率持续提升。

4）电商：增速估计有小幅放缓，但主要受行业需求疲弱拖累，公司在主要线上平台的份额依然保持第一位并逐步提升。

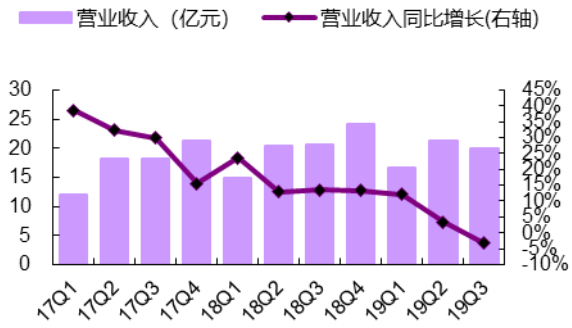
综合来看，虽然公司单季收入出现同比下滑，但考虑到人事调整与主动去库存的影响，预计增速将在年内见底，后续随着家居业务增速转正，收入有望逐季改善。

◆盈利能力：家居价格竞争趋缓，商照规模效应显现助推毛利率提升

公司单季毛利率 37.0%，同比+0.9pct，环比亦有 1.1pct 提升。除了家居业务（特别是线上）竞争态势有所改善外，随着商照业务收入扩张，规模效应显现，估计盈利能力也有明显改善，推动毛利率上行。费用率整体稳定，销售费用率同比-1.3pct，财务费用率略有上升。

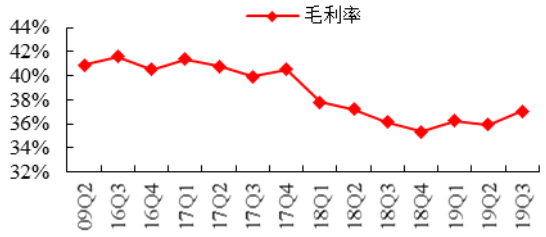
公司经营质量依旧稳定，前三季度经营净现金流 4.1 亿元，较去年同期 1.7 亿元改善明显。期末账面净现金（加理财）近 40 亿，储备丰厚。

图 1：公司季度收入增速表现



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：公司毛利率表现



资料来源：公司公告，光大证券研究所

◆**盈利预测、估值与评级**

受行业压力与自身经营调整影响，以及去年同期政府补贴的较高基数，公司单季收入利润均有所下滑。但考虑到人事调整与主动去库存接近尾声，预计增速将在年内见底，后续随着家居业务增速转正，收入有望逐季改善。长期来看，照明行业集中度仍有提升空间，公司完成产品、渠道的进一步改革后，仍有望迎来新一轮增长。考虑到 Q4 去年同期非经常性损益基数较高，我们小幅下调 2019~21 年 EPS 预测至 1.23/1.45/1.69 元（原预测 1.33/1.59/1.85 元），对应 PE21/18/15 倍，结合后续底部改善预期，维持“买入”评级。

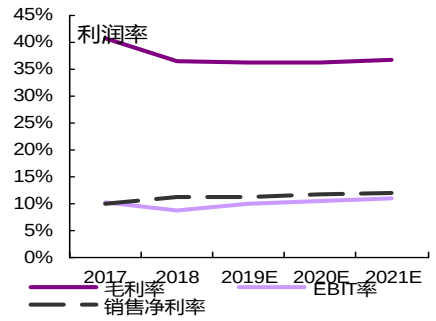
◆**风险提示：**

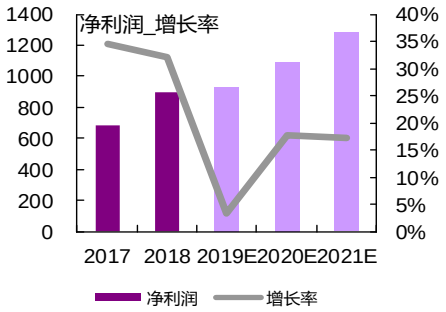
需求改善不达预期；专卖店转型不力；竞争加剧。

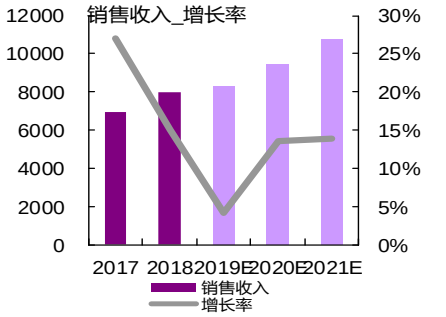
业绩预测和估值指标

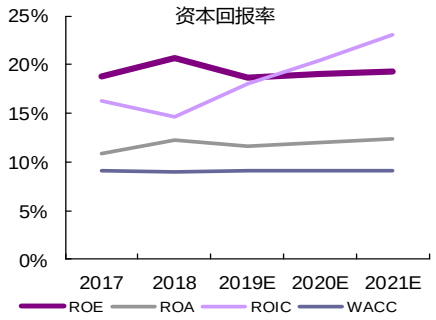
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,957	8,004	8,335	9,470	10,787
营业收入增长率	27.03%	15.05%	4.14%	13.61%	13.91%
净利润（百万元）	681	899	928	1,093	1,281
净利润增长率	34.48%	32.03%	3.19%	17.80%	17.22%
EPS（元）	0.90	1.19	1.23	1.45	1.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.74%	20.73%	18.68%	19.06%	19.32%
P/E	28	22	21	18	15
P/B	5.3	4.5	3.9	3.4	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 25 日









利润表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**6,957**	**8,004**	**8,335**	**9,470**	**10,787**
营业成本	4,133	5,086	5,323	6,038	6,830
折旧和摊销	118	128	105	115	127
营业税费	46	40	46	52	59
销售费用	1,637	1,604	1,609	1,828	2,071
管理费用	407	527	492	559	636
财务费用	16	-13	-8	-30	-47
公允价值变动损益	-9	6	0	0	0
投资收益	105	229	160	165	170
营业利润	**793**	**1,033**	**1,067**	**1,259**	**1,477**
利润总额	801	1,042	1,076	1,268	1,486
少数股东损益	0	0	1	1	1
归属母公司净利润	**681**	**899**	**928**	**1,093**	**1,281**

资产负债表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	**6,306**	**7,333**	**8,018**	**9,130**	**10,416**
流动资产	4,826	5,585	6,200	7,223	8,431
货币资金	326	494	1,059	1,641	2,344
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	425	611	600	682	777
应收票据	1	1	0	0	0
其他应收款	39	36	45	52	59
存货	689	890	855	976	1,111
可供出售投资	48	150	150	150	150
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	104	104	104	104
固定资产	1,095	1,050	1,105	1,172	1,239
无形资产	137	131	131	132	133
总负债	**2,672**	**2,996**	**3,049**	**3,393**	**3,779**
无息负债	2,561	2,796	3,048	3,392	3,778
有息负债	111	200	1	1	1
股东权益	**3,635**	**4,338**	**4,968**	**5,737**	**6,637**
股本	579	756	756	756	756
公积金	1,304	1,276	1,332	1,332	1,332
未分配利润	1,761	2,362	2,932	3,700	4,598
少数股东权益	0	0	1	2	3

现金流量表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**1,004**	**621**	**1,099**	**917**	**1,074**
净利润	681	899	928	1,093	1,281
折旧摊销	118	128	105	115	127
净营运资金增加	388	397	-189	148	178
其他	-183	-803	255	-439	-512
投资活动产生现金流	**-755**	**-350**	**-46**	**-40**	**-35**
净资本支出	-179	-173	-205	-205	-205
长期投资变化	0	104	0	0	0
其他资产变化	-576	-281	159	165	170
融资活动现金流	**-233**	**-97**	**-489**	**-295**	**-336**
股本变化	0	177	0	0	0
债务净变化	-46	89	-199	0	0
无息负债变化	696	235	253	344	386
净现金流	**11**	**175**	**564**	**582**	**703**

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	27.03%	15.05%	4.14%	13.61%	13.91%
净利润增长率	34.48%	32.03%	3.19%	17.80%	17.22%
EBITDA 增长率	37.31%	-0.47%	13.85%	18.98%	18.88%
EBIT 增长率	42.54%	-1.99%	19.79%	20.11%	19.91%
估值指标					
PE	28	22	21	18	15
PB	5	4	4	3	3
EV/EBITDA	18	24	20	16	13
EV/EBIT	21	28	22	18	15
EV/NOPLAT	25	32	26	21	17
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	4	5	5	4	4
盈利能力（%）					
毛利率	40.59%	36.46%	36.14%	36.24%	36.69%
EBITDA 率	11.72%	10.14%	11.08%	11.61%	12.11%
EBIT 率	10.03%	8.54%	9.83%	10.39%	10.94%
税前净利润率	11.51%	13.02%	12.91%	13.39%	13.78%
税后净利润率（归属母公司）	9.79%	11.23%	11.13%	11.54%	11.88%
ROA	10.81%	12.27%	11.59%	11.98%	12.31%
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.74%	20.73%	18.68%	19.06%	19.32%
经营性 ROIC	16.24%	14.58%	17.98%	20.36%	23.01%
偿债能力					
流动比率	1.81	1.87	2.04	2.14	2.24
速动比率	1.56	1.57	1.76	1.85	1.94
归属母公司权益/有息债务	32.81	21.67	4966.71	5734.71	6633.14
有形资产/有息债务	54.57	35.37	7792.00	8904.02	10189.36
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.90	1.19	1.23	1.45	1.69
每股红利	0.31	0.40	0.43	0.51	0.59
每股经营现金流	1.33	0.82	1.45	1.21	1.42
每股自由现金流(FCFF)	0.24	0.28	1.11	0.82	1.02
每股净资产	4.81	5.74	6.57	7.58	8.77
每股销售收入	9.20	10.59	11.02	12.52	14.27

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼