

投资评级 优于大市 维持

半年报点评：收入略微承压，盈利依旧稳健

股票数据

08月24日收盘价(元)	29.21
52周股价波动(元)	28.20-59.27
总股本/流通A股(百万股)	756/127
总市值/流通市值(百万元)	22087/3720

相关研究

《17 交付满意答卷，18 成长步伐未停》
2018.04.24

《欧普照明深度报告：多品类、全渠道共同发展，拥抱照明黄金时代》2018.02.02

《照明龙头高增延续，盈利能力稳中有提》
2017.10.26

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-19.1	-24.5	-29.5
相对涨幅 (%)	-12.0	-16.6	-16.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:陈子仪

Tel:(021)23219244

Email:chenzy@htsec.com

证书:S0850511010026

分析师:李阳

Tel:(021)23154382

Email:ly11194@htsec.com

证书:S0850518080005

联系人:朱默辰

Tel:(021)23154383

Email:zmc11316@htsec.com

联系人:刘璐

Tel:(021)23214390

Email:ll11838@htsec.com

投资要点:

- **公司发布 2018 半年度报告，收入略微承压，盈利依旧稳健。**公司上半年实现营收 35.28 亿元，同比增长 17.2%；实现归母净利润 3.58 亿元，同比增长 38.4%。其中 Q2 实现营收 20.45 亿元，同比增长 13.0%；实现归母净利润 2.88 亿元，同比增长 37.5%。18 上半年公司确认政府补助 4819 万元，去年同期确认政府补助 501 万元，扣除该部分影响后，我们测算 18H1 归母净利润同比增长 22%。
- **结构变化致毛利率下降，整体盈利能力依旧上提。**18H1 公司综合毛利率下滑 3.6pct 致 37.5%，我们判断主要受产品结构变化及部分标品降价所致。18H1 销售费用率降低 3.55pct 致 21.13%，其中 Q2 单季度降低 4.34pct 致 17.93%，我们推测系收入增长的规模效应及开店速度放缓所致。管理费用率略提 0.23pct 致 6.45%，其中研发投入 0.98 亿元，占收入比重为 2.8%。汇兑损失略有增加致财务费用率略增 0.02pct 致 0.06%。综合来看，公司最终净利率仍然稳步提升 1.55pct 达 10.15%，其中 Q2 单季度净利率达 14.07%。
- **在手现金充沛，资产周转健康。**公司自有资金充沛，货币资金+理财-短期借款达 34.22 亿元，充足资金提供经营安全垫。周转方面公司相较去年同期有所下滑，存货周转天数同比增加 5 天达 59 天，主要因原材料相比期初增加 0.59 亿元，占存货比重由 12% 上升至 18%。应收账款周转天数同比增加 4 天达 24 天，我们判断或因放宽对经销商账期所致，就结构来看 3 个月以内应收账款占比达 79%，应收账款结构仍优。我们认为整体来看，公司存货及应收账款周转健康，配合不断优化的供应链体系及门店效率，未来运营效率有望进一步提升。
- **渠道对症下药，家居渠道继续提升覆盖率及门店运营效率，商照及海外渠道继续扩张。**家居方面，18 年零售渠道从数量增长转至质量增长，侧重渠道质量及单店经营能力提升；配合营销端“坐商变行商”，流通渠道继续大幅开拓以提升网点覆盖率及狙击竞争对手。商照方面，18 年公司在地产、零售领域持续扩张，并在工业专业照明产品方面取得突破性进展，与多家集团公司签订战略合作协议。海外方面继续有序拓展重点市场，深入开发海外商照客户。因此我们认为，公司家居渠道虽在地产压力下增长略承压，商照及海外渠道的全面拓展将有助于缓解地产后周期带来的增长压力。
- **投资建设粤港澳大湾区生产基地，生产制造能力有望进一步提高。**公司年内公告拟以自有及自筹资金预计总额约为 25.8 亿元投资建设粤港澳大湾区区域

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5476.64	6957.05	8295.32	9917.95	11909.37
(+/-)YoY(%)	22.55%	27.03%	19.24%	19.56%	20.08%
净利润(百万元)	506.46	681.10	892.74	1133.19	1429.29
(+/-)YoY(%)	16.17%	34.48%	31.07%	26.93%	26.13%
全面摊薄 EPS(元)	0.67	0.90	1.18	1.50	1.89
毛利率(%)	40.90%	40.59%	37.35%	37.30%	36.92%
净资产收益率(%)	16.17%	18.74%	19.72%	20.02%	20.16%

资料来源：公司年报（2016-2017），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

总部项目, 大湾区生产基地建设包括制造、仓储、研发设计等职能, 后期将根据项目实际进展分 6 年期依次投入。该生产基地建设将主要支持公司未来 3-5 年的产能扩张, 我们预计公司未来生产制造能力及自制占比将进一步提高, 供应链管控能力提升, 长期战略利好。

- 投资建议及盈利预测。**公司作为家居照明龙头, 凭借多品类的持续增长与全渠道的深耕布局, 品牌+渠道共筑竞争壁垒, 有望在行业整合时期实现市场份额的不断提升。14 年产品转型以来 LED 占比已达 90% 左右, 17 年实现了家居、商用、电商及海外的全渠道发展, 18 年渠道改革与精细化管理持续推进, 家居商照双管齐下, 增长稳健无忧。长期来看, 照明行业整体赛道转换大背景下, 政策与资本共同推波助澜, 叠加消费升级下需求端品牌意识增强, 多方利好龙头整合行业。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 1.18 元、1.50 元及 1.89 元, 考虑到公司作为照明消费品龙头未来成长空间广阔, 给予公司相比同行业一定估值溢价, 给予 18 年 25-30 倍 PE 估值, 按照 16-19 年复合增速计算对应 PEG 为 0.81-0.97, 对应合理价值区间 29.5 元-35.4 元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**地产增速下滑致家居业务承压, LED 行业整合不及预期。

表 1 公司单季度数据对比 (%)

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
营业总收入 (亿元)	13.67	13.97	18.46	12.00	18.10	18.14	21.33	14.83	20.45
yoy		16.56	27.39	38.53	32.35	29.83	15.58	23.55	13.00
qoq	57.83	2.19	32.10	-34.98	50.79	0.24	17.60	-30.49	37.91
综合毛利率	40.87	41.55	40.52	41.36	40.80	39.93	40.53	37.78	37.20
销售费用率	21.37	25.04	22.70	28.30	22.27	24.46	21.10	25.54	17.93
毛利率-销售费用率	19.49	16.50	17.82	13.06	18.53	15.47	19.43	12.24	19.27
管理费用率	6.03	6.95	6.16	8.01	5.04	5.35	5.76	6.69	6.28
财务费用率	0.03	-0.13	-0.28	-0.00	0.08	0.44	0.29	1.21	-0.77
营业利润率	13.21	9.68	11.80	4.80	13.70	10.38	14.00	5.85	16.63
税前利润率	13.64	10.22	12.70	5.14	13.96	10.54	13.83	5.96	16.97
所得税率	17.38	19.05	10.12	21.21	16.82	17.84	9.98	20.60	17.07
净利润率	11.09	8.30	11.24	4.11	11.57	8.67	12.43	4.73	14.07
净利润 (亿元)	1.52	1.16	2.07	0.49	2.09	1.57	2.65	0.70	2.88
yoy		4.82	10.17	56.79	38.08	35.62	27.84	42.20	37.47

资料来源: 公司 16-18 年季报及年报, 海通证券研究所

表 2 报告期数据分析 (%)

% of sales	17H1	18H1	同比变化	利润率贡献	17Q2	18Q2	同比变化	利润率贡献	18Q1	环比变化	利润率贡献
综合毛利	41.02	37.45	-3.58	-3.58	40.80	37.20	-3.59	-3.59	37.78	-0.58	-0.58
营业税金及附加	0.65	0.48	-0.17	0.17	0.67	0.49	-0.18	0.18	0.47	0.02	-0.02
销售费用	24.68	21.13	-3.55	3.55	22.27	17.93	-4.34	4.34	25.54	-7.61	7.61
管理费用	6.22	6.45	0.23	-0.23	5.04	6.28	1.24	-1.24	6.69	-0.41	0.41
财务费用	0.05	0.06	0.02	-0.02	0.08	-0.77	-0.85	0.85	1.21	-1.97	1.97
资产减值损失	0.64	0.53	-0.11	-0.11	0.31	0.45	0.15	0.15	0.63	-0.17	-0.17
公允价值变动收益	-0.29	0.41	0.70	0.70	-0.28	0.91	1.18	1.18	-0.26	1.17	1.17
投资净收益	1.63	1.54	-0.09	-0.09	1.51	1.63	0.12	0.12	1.40	0.23	0.23
营业利润	10.15	12.10	1.95	1.95	13.70	16.63	2.93	2.93	5.85	10.78	10.78
营业外收入	0.33	0.26	-0.07	-0.07	0.32	0.35	0.03	0.03	0.14	0.21	0.21
营业外支出	0.04	0.02	-0.02	0.02	0.05	0.01	-0.05	0.05	0.03	-0.02	0.02
利润总额	10.44	12.34	1.90	1.90	13.96	16.97	3.01	3.01	5.96	11.01	11.01
所得税	1.85	2.20	0.35	-0.35	2.35	2.90	0.55	-0.55	1.23	1.67	-1.67
税后利润	8.60	10.15	1.55	1.55	11.62	14.08	2.46	2.46	4.73	9.35	9.35
归属于母公司所有者的净利润	8.59	10.15	1.55	1.55	11.57	14.07	2.50	2.50	4.73	9.34	9.34

资料来源: 公司 17-18 年季报及年报, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值情况

代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PEG(2018)
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
300625.SZ	三雄极光	17.6	49.3	0.91	1.11	1.46	19.3	15.9	12.1	0.86
002572.SZ	索菲亚	24.9	229.9	0.98	1.32	1.77	25.4	18.8	14.1	0.54
603515.SH	欧普照明	29.2	220.9	0.90	1.18	1.50	32.4	24.8	19.5	0.80

 注: 表中可比公司的 EPS, PE 均来自于万得一致预期, 欧普照明 EPS, PE 为海通预测, peg(2018) 计算为 2018 年 PE 除以 16-19 年复合增速
 资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	6957.05	8295.32	9917.95	11909.37
每股收益	0.90	1.18	1.50	1.89	营业成本	4133.39	5197.12	6218.34	7511.84
每股净资产	6.27	6.05	7.55	9.45	毛利率%	40.59%	37.35%	37.30%	36.92%
每股经营现金流	1.73	1.05	1.47	1.86	营业税金及附加	45.77	48.11	71.21	83.98
					营业税金率%	0.66%	0.58%	0.72%	0.71%
价值评估 (倍)					营业费用	1636.53	1712.29	2036.94	2421.51
P/E	32.43	24.74	19.46	15.43	营业费用率%	23.52%	20.64%	20.54%	20.33%
P/B	4.66	4.83	3.87	3.09	管理费用	407.27	502.97	575.61	622.79
P/S	3.17	2.66	2.23	1.85	管理费用率%	5.85%	6.06%	5.80%	5.23%
EV/EBITDA	25.69	22.52	17.66	13.29	EBIT	734.09	834.83	1015.84	1269.25
					财务费用	15.51	-29.59	-86.71	-164.07
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.22%	-0.36%	-0.87%	-1.38%
毛利率	40.59%	37.35%	37.30%	36.92%	资产减值损失	36.37	27.26	20.24	20.54
净利润率	9.80%	10.83%	11.48%	12.07%	投资收益	104.68	146.41	186.62	188.89
净资产收益率	18.74%	19.50%	19.87%	20.03%	营业利润	792.61	1007.08	1268.94	1601.68
资产回报率	10.80%	12.20%	12.81%	13.28%	营业外收支	8.06	49.39	70.58	89.61
投资回报率	18.73%	22.05%	28.34%	37.77%	利润总额	800.66	1056.47	1339.52	1691.29
					EBITDA	851.65	931.60	1122.36	1380.00
盈利增长 (%)					所得税	119.14	158.47	200.93	253.69
营业收入增长率	27.03%	19.24%	19.56%	20.08%	有效所得税率%	14.88%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT 增长率	35.04%	13.72%	21.68%	24.95%	少数股东损益	0.42	5.26	3.69	6.54
净利润增长率	33.07%	31.76%	26.79%	26.26%	归属母公司所有者净利润	681.10	892.74	1134.90	1431.05
偿债能力指标									
资产负债率	42.4%	37.4%	35.4%	33.6%	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动比率	1.81	2.12	2.31	2.50	货币资金	325.94	1103.26	2262.75	3741.19
速动比率	1.55	1.82	2.01	2.19	应收款项	424.99	519.99	649.97	814.40
现金比率	2.94	1103.26	2262.75	3741.19	存货	743.09	830.40	979.69	1161.15
					其它流动资产	3323.73	3323.73	3323.73	3323.73
经营效率指标					流动资产合计	4826.25	5767.60	7200.67	9021.47
应收帐款周转天数	19.18	22.00	23.00	24.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	52.89	54.00	53.00	52.00	固定资产	1095.43	1145.43	1195.43	1245.43
总资产周转率	1.21	1.22	1.23	1.21	在建工程	1.51	11.51	21.51	31.51
固定资产周转率	6.62	7.74	9.69	12.27	无形资产	136.61	131.61	125.58	119.83
					非流动资产合计	1479.91	1552.01	1655.49	1754.75
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	6306.16	7319.62	8856.17	10776.22
净利润	681.52	898.00	1138.59	1437.60	短期借款	109.77	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.42	5.26	3.69	6.54	应付账款	959.07	928.39	1134.01	1360.56
非现金支出	153.94	124.03	126.76	131.28	预收账款	153.87	172.81	210.86	251.50
非经营收益	-118.28	-217.12	-257.20	-278.50	其它流动负债	750.01	750.01	750.01	750.01
营运资金变动	287.20	-9.56	104.14	119.57	流动负债合计	2660.71	2725.83	3123.79	3606.24
经营活动现金流	1004.81	800.62	1115.98	1416.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资产	-179.30	60.88	10.58	29.61	其它长期负债	10.92	10.92	10.92	10.92
投资	-669.51	-180.36	-150.00	-150.00	非流动负债合计	10.92	10.92	10.92	10.92
其他	93.50	-169.93	-186.62	-188.89	负债总计	2671.62	2736.75	3134.71	3617.16
投资活动现金流	-755.30	-289.41	-326.03	-309.27	实收资本	579.48	756.13	756.13	756.13
债权募资	-50.17	-116.61	0.00	0.00	普通股股东权益	3634.39	4577.46	5712.36	7143.41
股权募资	0.20	50.33	0.00	0.00	少数股东权益	0.15	5.41	9.10	15.65
其他	-182.96	-2.20	0.00	0.00	负债和所有者权益合计	6306.16	7319.62	8856.17	10776.22
融资活动现金流	-232.93	-68.47	0.00	0.00					
现金净流量	16.57	442.74	789.95	1107.21					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 24 日

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈子仪 家电行业
李阳 家电行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 格力电器, TCL 集团, 海信科龙, 欧普照明, 美的集团, 苏泊尔, 三花智控, 哈尔斯, 新宝股份, 荣泰健康, 长虹美菱, 小天鹅 A, 浙江美大, 老板电器, 海信电器, 爱仕达, 飞科电器, 华帝股份, 莱克电气, 九阳股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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客户。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。在任何情况下, 本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。