

# 海洋王 (002724.SZ)

买入

## 2021 年报及 2022 年一季报点评：全年盈利水平逆势提升，Q1 承压不改成长潜力

### 核心观点

**全年收入利润创新高，22Q1 业绩因疫情承压。**2022 年公司实现营收 21.13 亿，同比+23.96%，归母净利润 3.92 亿，同比+30.43%，扣非后归母净利润 3.63 亿，同比+33.4%，EPS 为 0.5031 元/股，拟 10 派 2 元（含税），分红率 39.75%，符合此前业绩快报，业绩稳步增长主要受益于“双碳”节能降耗背景下，客户需求稳定增长，同时公司启动系列改革，激发企业活力。22Q1 公司收入 3.04 亿，同比-3.5%，归母净利润 0.17 亿，同比-38.32%，业绩下降主要由于疫情影响发货和人员及研发投入增加。

**盈利水平逆势提升，人均创收稳步增长。**分业务来看，照明业务 2021 年实现营收 16.91 亿，同比+15.8%，其中固定/便携/移动产品分别实现收入 10.13/3.36/3.19 亿，分别同比增长 25.28%/3.3%/3.8%；照明业务整体实现毛利率 68.86%，同比+3.06pct，净利率 21.31%，同比+3.05pct，通过产品工艺改善、加快产品迭代、与供应商战略合作等方式克服原材料上涨不利因素，盈利能力实现逆势提升。明之辉全年实现收入 4.22 亿，同比+72.94%，主要由于 2020 年仅下半年并表，全年业务毛利率 32.6%，同比-5.7pct。公司全年销售人员人均创收 97.49 万，同比+11.5%，费用端进一步摊薄，全年期间费用率为 40.34%，同比-1.94pct，其中销售费用率下降 1.48pct 至 29.1%。截至报告期末，公司资产负债率优化至 11.92%，同比-4.58pct。

**提前开展业务布局，Q1 经营略有承压。**公司 22Q1 毛利率实现 54.8%，同比下降 10.5%，主要由于业务结构占比变化所致，费用率同比提高 2.5pct 至 52.9%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别变化 +1.4pct/-0.3pct/+0.6pct/+0.8pct，销售费用率增长较高主因进一步加深渠道建设和增加人员队伍搭建。22Q1 经营性现金流净额实现-1.17 亿，同比-42.84%，主因提前开展业务布局导致工资和支付备用金增加，以及提前锁定成本预付供应商款项增加所致。

**风险提示：**疫情反复；市场开拓不及预期；人员流失风险。

**投资建议：**激励计划落地，成长仍然值得期待，维持“买入”评级。

今年以来，公司进一步新增成立 3 家行业子公司，深化自主经营，此外，发布重磅股票期权激励计划和员工持股计划，充分释放和提高员工积极性。在节能降耗、安全生产、智能制造的背景下，行业需求不断增加，公司作为专业照明龙头企业有望持续受益，未来成长仍值得期待，预计 2022-24 年 EPS 为 0.66/0.89/1.19 元/股，对应 PE 为 17.1/12.8/9.5x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,704	2,113	2,680	3,369	4,221
(+/-%)	14.0%	24.0%	26.9%	25.7%	25.3%
净利润(百万元)	301	392	518	694	929
(+/-%)	16.9%	30.4%	32.0%	34.1%	33.8%
每股收益(元)	0.39	0.50	0.66	0.89	1.19
EBIT Margin	18.3%	19.9%	22.3%	24.0%	25.8%
净资产收益率 (ROE)	11.4%	13.5%	15.8%	18.5%	21.1%
市盈率 (PE)	29.4	22.6	17.1	12.8	9.5
EV/EBITDA	27.0	20.8	14.7	11.2	8.7
市净率 (PB)	3.36	3.04	2.70	2.36	2.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 建筑材料·装修建材

**证券分析师：黄道立** 0755-82130685 huangdl@guosen.com.cn S0980511070003  
**证券分析师：冯梦琪** 0755-81982950 fengmq@guosen.com.cn S0980521040002

**证券分析师：陈颖** 0755-81981825 chenying4@guosen.com.cn S0980518090002

### 基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		11.35 元
总市值/流通市值		8853/4131 百万元
52 周最高价/最低价		22.00/9.77 元
近 3 个月日均成交额		30.20 百万元

### 市场走势



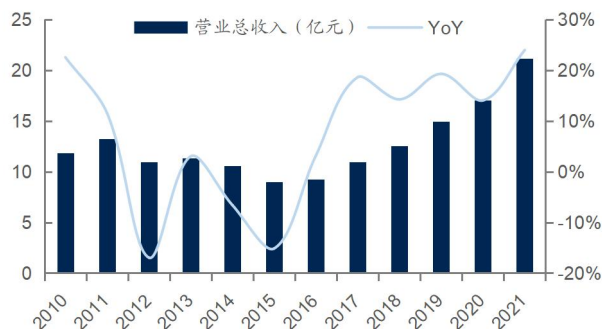
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《海洋王 (002724.SZ) - 加大员工激励力度，未来成长动力充足》——2022-03-22
- 《海洋王-002724-重大事件快评：收入利润稳步增长，未来增速仍有提升空间》——2022-02-22
- 《海洋王-002724-重大事件快评：新成立三家子公司，加大激励，促进成长》——2022-01-12
- 《海洋王-002724-2021 年三季报点评：业绩增长势头延续，成长潜力持续兑现》——2021-10-17
- 《海洋王-002724-2021 年中报点评：业绩大幅增长，拐点持续验证》——2021-09-01

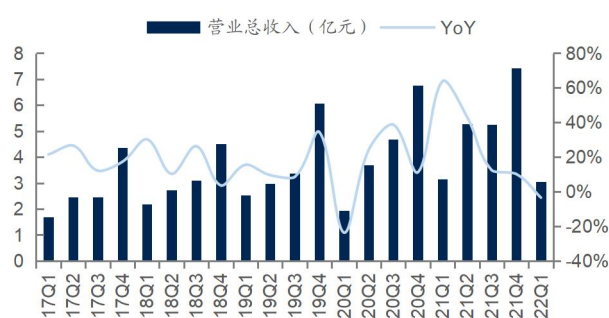
**全年收入利润创新高，22Q1 业绩因疫情承压。**2022 年公司实现营收 21.13 亿，同比+23.96%，归母净利润 3.92 亿，同比+30.43%，扣非后归母净利润 3.63 亿，同比+33.4%，EPS 为 0.5031 元/股，拟 10 派 2 元（含税），分红率 39.75%，符合此前业绩快报，业绩稳步增长主要受益于“双碳”节能降耗背景下，客户需求稳定增长，同时公司启动系列改革，激发企业活力。22Q1 公司收入 3.04 亿，同比-3.5%，归母净利润 0.17 亿，同比-38.32%，业绩下降主要由于疫情影响发货和人员及研发投入增加。

图1：海洋王营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：海洋王单季度营业收入及增速



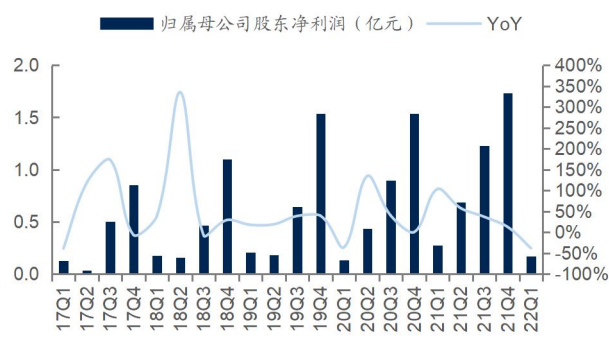
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：海洋王归母净利润营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

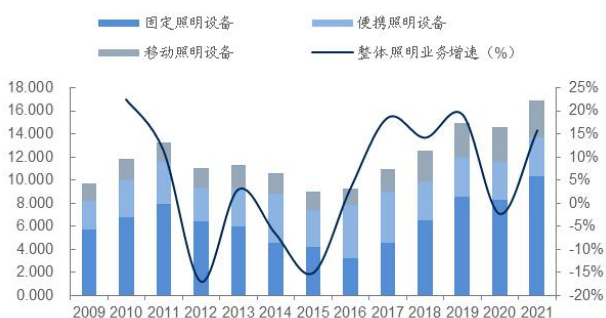
图4：海洋王单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

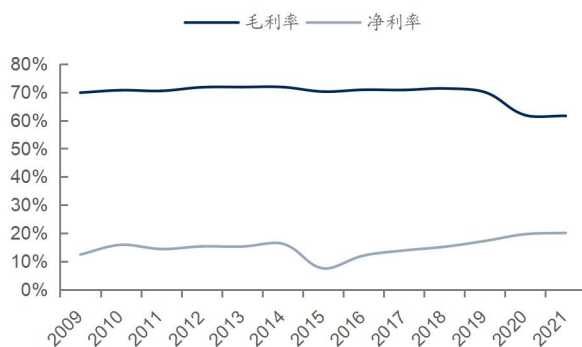
**盈利水平逆势提升，人均创收稳步增长。**分业务来看，照明业务 2021 年实现营收 16.91 亿，同比+15.8%，其中固定/便携/移动产品分别实现收入 10.13/3.36/3.19 亿，分别同比增长 25.28%/3.3%/3.8%；照明业务整体实现毛利率 68.86%，同比+3.06pct，净利率 21.31%，同比+3.05pct，通过产品工艺改善、加快产品迭代、与供应商战略合作等方式克服原材料上涨不利因素，盈利能力实现逆势提升。明之辉全年实现收入 4.22 亿，同比+72.94%，主要由于 2020 年仅下半年并表，全年业务毛利率 32.6%，同比-5.7pct。公司全年销售人员人均创收 97.49 万，同比+11.5%，费用端进一步摊薄，全年期间费用率为 40.34%，同比-1.94pct，其中销售费用率下降 1.48pct 至 29.1%。截至报告期末，公司资产负债率优化至 11.92%，同比-4.58pct。

图5: 海洋王三大系列产品收入情况 (亿元)



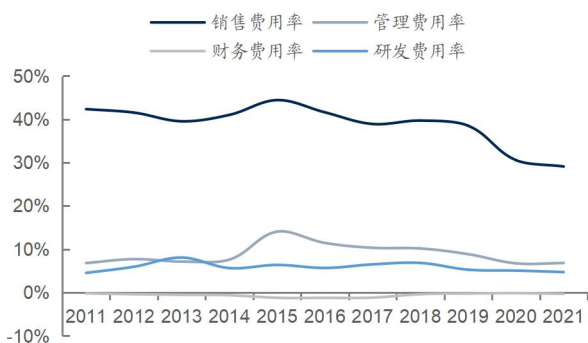
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司毛利率和净利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司期间费用率 (%)



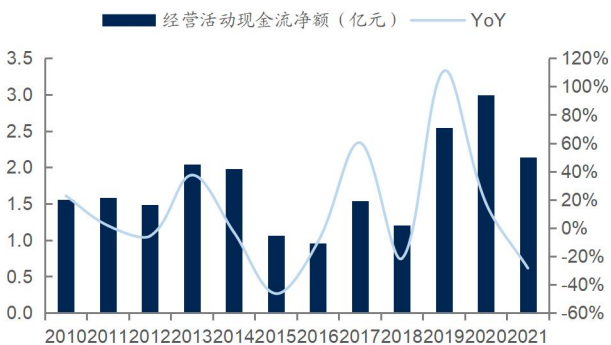
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司销售人员人均创收及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司经营活动现金流净额及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

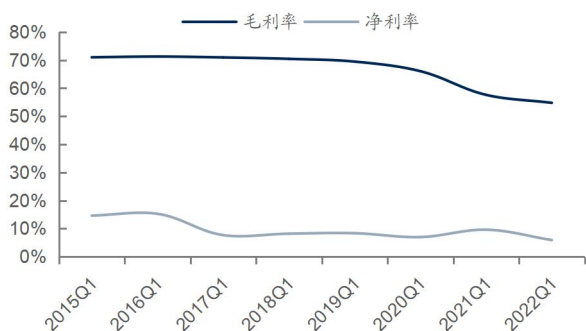
图10: 公司资产负债率下行 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

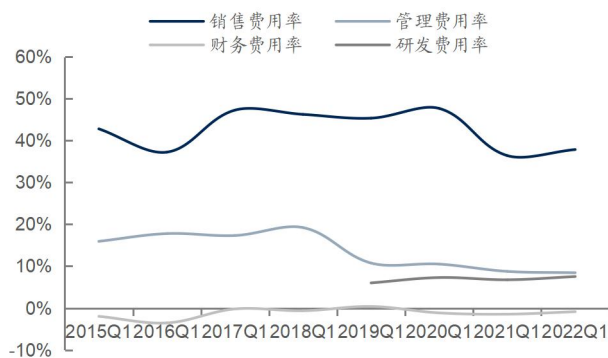
**提前开展业务布局，Q1 经营略有承压。**公司 22Q1 毛利率实现 54.8%，同比下降 10.5%，主要由于业务结构占比变化所致，费用率同比提高 2.5pct 至 52.9%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别变化+1.4pct/-0.3pct/+0.6pct/+0.8pct，销售费用率增长较高主因进一步加深渠道建设和增加人员队伍搭建。22Q1 经营性现金流净额实现-1.17 亿，同比-42.84%，主因提前开展业务布局导致工资和支付备用金增加，以及提前锁定成本预付供应商款项增加所致。

图 11: 公司一季度毛利率和净利率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司一季度期间费用率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**激励计划落地，成长仍然值得期待，维持“买入”评级。**今年以来，公司进一步新增成立 3 家行业子公司，深化自主经营，此外，发布重磅股票期权激励计划和员工持股计划，充分释放和提高员工积极性。在节能降耗、安全生产、智能制造的背景下，行业需求不断增加，公司作为专业照明龙头企业有望持续受益，未来成长仍值得期待，预计 2022-24 年 EPS 为 0.66/0.89/1.19 元/股，对应 PE 为 17.1/12.8/9.5x，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	694	349	349	463	744	营业收入	1704	2113	2680	3369	4221
应收款项	685	974	1260	1616	2066	营业成本	650	811	1026	1292	1617
存货净额	303	269	342	439	558	营业税金及附加	20	23	29	37	46
其他流动资产	167	246	287	377	462	销售费用	521	615	721	856	1009
<b>流动资产合计</b>	<b>2330</b>	<b>2423</b>	<b>2824</b>	<b>3480</b>	<b>4415</b>	管理费用	115	144	174	211	255
固定资产	391	412	391	414	434	研发费用	86	100	131	165	204
无形资产及其他	77	75	73	71	69	财务费用	(2)	(6)	(13)	(20)	(27)
投资性房地产	539	882	882	882	882	投资收益	9	(1)	12	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	20	36	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>3337</b>	<b>3793</b>	<b>4170</b>	<b>4848</b>	<b>5800</b>	其他收入	(38)	(81)	(131)	(165)	(204)
短期借款及交易性金融负债	20	12	70	12	13	营业利润	390	480	634	849	1136
应付款项	228	256	329	426	546	营业外净收支	(8)	0	0	0	0
其他流动负债	288	363	438	544	664	<b>利润总额</b>	<b>382</b>	<b>480</b>	<b>634</b>	<b>849</b>	<b>1136</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>535</b>	<b>631</b>	<b>836</b>	<b>982</b>	<b>1223</b>	所得税费用	47	56	74	99	132
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	34	32	42	56	76
其他长期负债	15	21	31	39	48	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>301</b>	<b>392</b>	<b>518</b>	<b>694</b>	<b>929</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>(199)</b>	<b>(191)</b>	<b>(182)</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>551</b>	<b>652</b>	<b>637</b>	<b>790</b>	<b>1041</b>	净利润	301	392	518	694	929
少数股东权益	150	231	260	299	352	资产减值准备	(13)	46	(2)	1	1
股东权益	2636	2910	3272	3758	4408	折旧摊销	36	38	48	50	54
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3337</b>	<b>3793</b>	<b>4170</b>	<b>4848</b>	<b>5800</b>	公允价值变动损失	(20)	(36)	(10)	(10)	(10)
						财务费用	(2)	(6)	(13)	(20)	(27)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(763)	(521)	(245)	(330)	(403)
每股收益	0.39	0.50	0.66	0.89	1.19	其它	39	(24)	31	38	51
每股红利	0.09	0.15	0.20	0.27	0.36	<b>经营活动现金流</b>	<b>(421)</b>	<b>(105)</b>	<b>340</b>	<b>443</b>	<b>622</b>
每股净资产	3.38	3.73	4.20	4.82	5.65	资本开支	0	(136)	(13)	(63)	(63)
ROIC	15%	16%	20%	25%	29%	其它投资现金流	131	(105)	0	0	0
ROE	11%	13%	16%	18%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>131</b>	<b>(240)</b>	<b>(13)</b>	<b>(63)</b>	<b>(63)</b>
毛利率	62%	62%	62%	62%	62%	权益性融资	(4)	49	0	0	0
EBIT Margin	18%	20%	22%	24%	26%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	20%	22%	24%	26%	27%	支付股利、利息	(72)	(121)	(155)	(208)	(279)
收入增长	14%	24%	27%	26%	25%	其它融资现金流	558	192	58	(58)	1
净利润增长率	17%	30%	32%	34%	34%	<b>融资活动现金流</b>	<b>410</b>	<b>(0)</b>	<b>(327)</b>	<b>(266)</b>	<b>(278)</b>
资产负债率	21%	23%	22%	22%	24%	<b>现金净变动</b>	<b>121</b>	<b>(346)</b>	<b>0</b>	<b>114</b>	<b>281</b>
息率	0.8%	1.4%	1.8%	2.4%	3.1%	货币资金的期初余额	574	694	349	349	463
P/E	29.4	22.6	17.1	12.8	9.5	货币资金的期末余额	694	349	349	463	744
P/B	3.4	3.0	2.7	2.4	2.0	企业自由现金流	0	(248)	319	372	551
EV/EBITDA	27.0	20.8	14.7	11.2	8.7	权益自由现金流	0	(56)	159	332	575

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032