

2023年04月27日

证券研究报告·22年年报和23年一季报点评

欧普照明 (603515) 家用电器

持有 (维持)

当前价: 18.18元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

深入变革效率提升, Q1 恢复性增长

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报及2023年一季报, 2022年公司实现营收72.7亿元, 同比下降17.8%; 实现归母净利润7.8亿元, 同比下降13.6%; 实现扣非后归母净利润6.3亿元, 同比减少9.2%, 主要是上年同期交易性金融资产投资收益和政府补助较多。Q4单季度实现营收20.6亿元, 同比下降23.2%; 实现归母净利润2.8亿元, 同比下降2.1%。2023 Q1实现营收15亿元, 同比增加3.3%; 实现归母净利润1亿元, 同比增加47.8%。公司拟每10股派息5元, 合计分红3.7亿元, 分红率为47.1%。
- **境内营收承压, 海外业务快速拓展。** 分地区来看, 境外营业收入6.9亿元, 同比增长3.3%。公司坚持全球化自主品牌发展战略, 海外业务不断扩大营销版图, 公司海外业务聚焦重点市场, 持续优化渠道布局, 实现了营利双增的良性发展。公司实现境内营业收入65亿元, 同比降低19.4%。在房地产周期波动和照明需求低迷等因素拖累, 2022年公司境内收入有所承压。我们推测公司家居事业部下滑较多, 商用事业部和电商事业部均有所承压。展望后续来看, 我们认为公司积极拓展线上线下渠道, 发展商用业务, 海外市场也在持续开拓。在照明需求逐步恢复的背景下, 预期公司经营稳步向好。
- **盈利能力稳步提升。** 2022年, 公司综合毛利率为35.7%, 同比提升2.7pp。其中Q4单季度毛利率为40.3%, 同比提升15.4pp。我们认为公司毛利率显著提升主要原因有三: (1) 公司持续推进产品技术及部件的平台化开发, 产品开发采购生产成本降低, 生产效率提升; (2) 上年同期海运费计入成本导致毛利率基数较低; (3) 产品结构优化推动盈利优化, 2022年线上核心产品的智能化占比超过35%, 智能产品销售进一步增长。费用率方面, 公司销售费用率为15.8%, 同比持平; 管理费用率为9.5%, 同比提升2.5pp; 财务费用率为-0.5%, 同比降低0.8pp。综合来看, 公司净利率同比提升0.5pp至10.8%。
- **Q1 盈利能力改善。** 2022年在行业形式严峻的背景下, 公司深化内部变革, 推进数字化转型, 运营效率提升, 综合竞争实力增强。随着照明需求的好转, 2023Q1营收实现恢复性增长。此外, 公司Q1盈利能力得到明显提升。2023Q1公司毛利率为36.8%, 同比提升5.4pp。我们推测公司(1) 深入数字化变革, 成本持续优化; (2) 原材料价格回落叠加公司产品结构优化, 公司毛利率得到明显提升。综合来看, 公司净利率为6.5%, 同比提升2.1pp。
- **多元化渠道建设稳步推进。** (1) 家居渠道方面, 公司持续布局全屋智能照明领域, 开拓超150家全屋智能体验馆。(2) 商用渠道方面, 公司凭借多年的行业经验提供多元化的照明解决方案, 截至2022年底, 公司在全国上百个城市落地智慧路灯和智慧多功能杆项目, 重点项目节电率超过55%。(3) 电商渠道方面, 公司不断优化产品结构, 重视线上智能化产品的布局, 推动智能产品销售占比提升。(4) 海外市场方面, 公司一方面通过扩大零售流通网络覆盖, 实现渠道下沉。另一方面, 重点市场发力工程渠道, 推动海外业务快速发展。
- **盈利预测与投资建议。** 随着照明需求的逐步恢复, 公司修炼内功, 综合竞争实力进一步强化, 有望逐步实现良性增长, 预计公司2023-2025年EPS分别为1.18/1.32/1.47元, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 市场竞争风险、房地产行业波动风险、原材料价格波动的风险。

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 7269.98 | 8195.18 | 9061.67 | 10056.68 |
| 增长率 | -17.82% | 12.73% | 10.57% | 10.98% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 784.11 | 892.58 | 992.03 | 1105.59 |
| 增长率 | -13.59% | 13.83% | 11.14% | 11.45% |
| 每股收益EPS(元) | 1.04 | 1.18 | 1.32 | 1.47 |
| 净资产收益率ROE | 12.87% | 13.48% | 13.68% | 13.90% |
| PE | 17 | 15 | 14 | 12 |
| PB | 2.25 | 2.07 | 1.89 | 1.72 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓

执业证号: S1250518090001

电话: 023-63786049

邮箱: gmh@swsc.com.cn

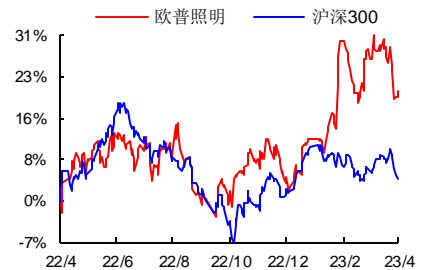
分析师: 夏勤

执业证号: S1250522080003

电话: 023-63786049

邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股) | 7.54 |
| 流通A股(亿股) | 7.54 |
| 52周内股价区间(元) | 14.67-19.7 |
| 总市值(亿元) | 137.08 |
| 总资产(亿元) | 80.97 |
| 每股净资产(元) | 7.66 |

相关研究

1. 欧普照明 (603515): 短期承压, 运营提效静待盈利好转 (2022-08-29)
2. 欧普照明 (603515): 聚焦核心业务, Q1 经营承压 (2022-04-28)

盈利预测

关键假设：

假设 1：随着国内外市场照明需求稳步修复，预期未来三年行业规模保持 5-10% 的稳健增长。

假设 2：随着公司推进数字化变革，内部运营效率提升，预期公司盈利能力持续改善，假设 2023-2025 年公司毛利率分别为 35.8%/35.9%/35.9%；

假设 3：随着房地产保交付的推进，预期前期压制的照明需求将在今年有所释放，并且随着线下客流的恢复，预期公司线下渠道也将有所恢复，假设 2023-2025 年公司家居事业部订单分别增长 12%/5%/5%，商用事业部订单增速为 25%/20%/20%；

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-----|----------|----------|----------|-----------|
| 家居事业部 | 收入 | 2133.75 | 2389.80 | 2509.29 | 2634.76 |
| | 增速 | -33.0% | 12.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 毛利率 | 34.00% | 34.00% | 34.00% | 34.00% |
| 商用事业部 | 收入 | 2,130.91 | 2,663.63 | 3,196.36 | 3,835.63 |
| | 增速 | -7.0% | 25.00% | 20.00% | 20.00% |
| | 毛利率 | 37.00% | 37.00% | 37.00% | 37.00% |
| 电商事业部 | 收入 | 2,268.03 | 2,381.43 | 2,571.94 | 2,777.70 |
| | 增速 | -15.0% | 5.00% | 8.00% | 8.00% |
| | 毛利率 | 36.00% | 36.00% | 36.00% | 36.00% |
| 海外事业部 | 收入 | 692.14 | 712.90 | 734.29 | 756.32 |
| | 增速 | 3.3% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| | 毛利率 | 34.41% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 合计 | 收入 | 7,269.98 | 8,195.18 | 9,061.67 | 10,056.68 |
| | 增速 | -17.82% | 12.73% | 10.57% | 10.98% |
| | 毛利率 | 35.72% | 35.79% | 35.85% | 35.91% |

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 82 亿元（+12.7%）、90.6 亿元（+10.6%）和 100.6 亿元（+11%），归母净利润分别为 8.9 亿元（+13.8%）、9.9 亿元（+11.1%）、11.1 亿元（+11.5%）。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 7269.98 | 8195.18 | 9061.67 | 10056.68 | 净利润 | 785.69 | 894.37 | 994.02 | 1107.81 |
| 营业成本 | 4673.07 | 5261.82 | 5813.08 | 6445.63 | 折旧与摊销 | 142.59 | 143.10 | 166.67 | 176.66 |
| 营业税金及附加 | 48.92 | 55.14 | 60.97 | 67.67 | 财务费用 | -36.76 | -77.72 | -98.16 | -123.45 |
| 销售费用 | 1152.16 | 1311.23 | 1449.87 | 1609.07 | 资产减值损失 | -34.97 | -20.00 | -20.00 | -20.00 |
| 管理费用 | 691.88 | 778.54 | 860.86 | 955.38 | 经营营运资本变动 | -256.50 | 113.01 | 76.19 | 138.13 |
| 财务费用 | -36.76 | -77.72 | -98.16 | -123.45 | 其他 | -165.97 | -69.69 | -109.34 | -107.42 |
| 资产减值损失 | -34.97 | -20.00 | -20.00 | -20.00 | 经营活动现金流净额 | 434.08 | 983.08 | 1009.38 | 1171.72 |
| 投资收益 | 129.09 | 130.00 | 130.00 | 130.00 | 资本支出 | -202.89 | -120.00 | -120.00 | -120.00 |
| 公允价值变动损益 | -6.63 | -5.11 | -5.97 | -5.79 | 其他 | 1599.88 | 78.87 | 74.64 | 74.42 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | 1396.98 | -41.13 | -45.36 | -45.58 |
| 营业利润 | 873.32 | 1011.05 | 1119.07 | 1246.58 | 短期借款 | -66.18 | -239.93 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 12.98 | 19.61 | 18.97 | 18.19 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 886.31 | 1030.66 | 1138.05 | 1264.77 | 股权融资 | -3.59 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 100.62 | 136.28 | 144.02 | 156.96 | 支付股利 | -369.40 | -319.19 | -363.34 | -403.82 |
| 净利润 | 785.69 | 894.37 | 994.02 | 1107.81 | 其他 | -172.93 | 21.52 | 97.82 | 123.19 |
| 少数股东损益 | 1.58 | 1.79 | 1.99 | 2.22 | 筹资活动现金流净额 | -612.11 | -537.60 | -265.52 | -280.63 |
| 归属母公司股东净利润 | 784.11 | 892.58 | 992.03 | 1105.59 | 现金流量净额 | 1244.27 | 404.35 | 698.50 | 845.51 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 1574.95 | 1979.30 | 2677.80 | 3523.31 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 677.61 | 623.66 | 713.32 | 807.12 | 销售收入增长率 | -17.82% | 12.73% | 10.57% | 10.98% |
| 存货 | 529.01 | 682.91 | 735.16 | 812.31 | 营业利润增长率 | -14.54% | 15.77% | 10.68% | 11.39% |
| 其他流动资产 | 3352.16 | 3344.93 | 3352.02 | 3358.09 | 净利润增长率 | -13.68% | 13.83% | 11.14% | 11.45% |
| 长期股权投资 | 221.51 | 221.51 | 221.51 | 221.51 | EBITDA 增长率 | -18.26% | 9.94% | 10.33% | 9.45% |
| 投资性房地产 | 58.25 | 58.25 | 58.25 | 58.25 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1337.23 | 1330.59 | 1300.38 | 1260.19 | 毛利率 | 35.72% | 35.79% | 35.85% | 35.91% |
| 无形资产和开发支出 | 367.22 | 352.47 | 337.71 | 322.96 | 三费率 | 24.86% | 24.55% | 24.42% | 24.27% |
| 其他非流动资产 | 577.46 | 621.77 | 669.45 | 717.52 | 净利率 | 10.81% | 10.91% | 10.97% | 11.02% |
| 资产总计 | 8695.40 | 9215.38 | 10065.60 | 11081.25 | ROE | 12.87% | 13.48% | 13.68% | 13.90% |
| 短期借款 | 239.93 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 9.04% | 9.71% | 9.88% | 10.00% |
| 应付和预收款项 | 1130.62 | 1437.50 | 1535.93 | 1698.56 | ROIC | 88.66% | 80.34% | 97.35% | 120.63% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 13.47% | 13.13% | 13.11% | 12.92% |
| 其他负债 | 1219.22 | 1142.81 | 1263.92 | 1412.95 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 2589.77 | 2580.31 | 2799.85 | 3111.51 | 总资产周转率 | 0.82 | 0.92 | 0.94 | 0.95 |
| 股本 | 754.21 | 754.03 | 754.03 | 754.03 | 固定资产周转率 | 8.77 | 8.06 | 7.25 | 8.03 |
| 资本公积 | 915.03 | 915.21 | 915.21 | 915.21 | 应收账款周转率 | 13.60 | 13.81 | 14.97 | 14.57 |
| 留存收益 | 4671.54 | 5244.93 | 5873.62 | 6575.38 | 存货周转率 | 6.49 | 8.44 | 7.84 | 8.04 |
| 归属母公司股东权益 | 6061.05 | 6588.69 | 7217.38 | 7919.14 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 107.83% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 44.58 | 46.38 | 48.37 | 50.60 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 6105.63 | 6635.07 | 7265.75 | 7969.74 | 资产负债率 | 29.78% | 28.00% | 27.82% | 28.08% |
| 负债和股东权益合计 | 8695.40 | 9215.38 | 10065.60 | 11081.25 | 带息债务/总负债 | 9.26% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 2.39 | 2.60 | 2.70 | 2.75 |
| | | | | | 速动比率 | 2.19 | 2.33 | 2.43 | 2.49 |
| | | | | | 股利支付率 | 47.11% | 35.76% | 36.63% | 36.53% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.04 | 1.18 | 1.32 | 1.47 |
| | | | | | 每股净资产 | 8.10 | 8.80 | 9.64 | 10.57 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.58 | 1.30 | 1.34 | 1.55 |
| | | | | | 每股股利 | 0.49 | 0.42 | 0.48 | 0.54 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | |
| EBITDA | 979.15 | 1076.43 | 1187.58 | 1299.79 | | | | | |
| PE | 17.48 | 15.36 | 13.82 | 12.40 | | | | | |
| PB | 2.25 | 2.07 | 1.89 | 1.72 | | | | | |
| PS | 1.89 | 1.67 | 1.51 | 1.36 | | | | | |
| EV/EBITDA | 8.55 | 7.12 | 5.83 | 4.63 | | | | | |
| 股息率 | 2.69% | 2.33% | 2.65% | 2.95% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------|-------------|--------------|-----------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyfy@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfiiyu@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| 卞黎旻 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyrif@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |