

研究所
 证券分析师：林昕宇 S0350522110005
 linxy01@ghzq.com.cn
 联系人：杨蕊菁 S0350122090030
 yangrj01@ghzq.com.cn

经营效益改善，智能品类拓展优化业绩预期

——奥普家居（603551）2022 年报及 2023 一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2023/04/28		
表现	1M	3M	12M	
奥普家居	4.1%	10.9%	66.7%	
沪深 300	0.7%	-3.6%	2.8%	

市场数据		2023/04/28
当前价格(元)		11.72
52 周价格区间(元)		7.44-12.66
总市值(百万)		4,707.92
流通市值(百万)		4,678.14
总股本(万股)		40,170.00
流通股本(万股)		39,915.90
日均成交额(百万)		24.61
近一月换手(%)		0.90

事件：

奥普家居发布 2022 年年报及 2023 年一季报：2022 年公司实现营业收入 18.80 亿元/同比-8.64%，归母净利润 2.40 亿元/同比+673.21%，扣非归母净利润 1.83 亿元/同比+687.83%，其中 2022Q4 实现营业收入 6.06 亿元/同比-5.65%，归母净利润 0.77 亿元/较 2021Q4 增加 1.86 亿元，扣非归母净利润 0.45 亿元/较 2021Q4 增加 1.56 亿元。

2023Q1，公司实现营业收入 3.47 亿元/同比-7.85%，归母净利润 0.6 亿元/同比+115.24%，扣非归母净利润 0.46 亿元/同比+74.15%。

投资要点：

- **地产市场下行拖累收入，核心产品浴霸表现相对稳定。**受地产市场影响，公司 2022 年及 2023Q1 收入有所下滑。集成吊顶与集成墙面受影响更为明显，2022 年收入下滑 23.22%/49.19%，拖累公司整体表现。但公司作为浴霸行业龙头，核心产品浴霸品牌效应强、用户基础扎实、产品推新升级，2022 年表现相对稳定，同比略下滑 1.54%。晾衣机产品通过融入杀菌、烘干等功能更加贴合用户需求，抢占低渗透率子赛道市场份额，表现同样优于整体。
- **整合渠道资源，电商渠道加快发展。**公司稳定传统电商渠道市占同时，以自有团队加快突破直播电商渠道。2022 年，公司电商渠道收入 5.91 亿元，占比位居第一，同比增长 8.76%。受地产及疫情影响，实体、工程、家装渠道收入分别下滑 19.85%/14.90%/22.51%。公司加快县级市和经济发达地区的乡镇渠道下沉建设，加强与家装公司合作，为实体及家装渠道恢复增长打好基础。
- **渠道结构优化叠加原料、人工成本压缩，毛利率提升明显。**公司全年毛利率为 44.35%，同比变动+3.39 pct，其中 Q4 毛利率为 50.05%，同比变动+14.20 pct。2023Q1 毛利率为 46.36%，同比变动+6.1pct。公司电商以直营为主，毛利率（2022 年 56.21%）高于其他渠道至少 10 pct，电商渠道收入占比提升优化整体毛利表现，此外由于原材料价格下行（占成本 90%以上）以及流水线优化人均产能提高影响，成本端压缩，毛利率表现更优。
- **经营效益提升压降期间费用率。**公司全年销售/管理/财务/研发费用率分别为 16.46%/6.00%/-1.28%/4.90%，同比分别-2.49 pct /-0.43 pct

/+0.05 pct/基本持平；2023Q1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 19.12%/6.83%/-2.01%/6.29%，同比+0.97/-2.38/-0.35/+2.06 pct。公司经营效益优化，保持研发费用率持平或增长的同时，期间费用率整体下降。

- **毛利率费用率优化与非经常性因素共同影响，归母净利润同比高增。** 毛利率提升及期间费用率压降公司净利润增长提供良好支撑。同时受收回部分计提坏账准备的应收款项以及同期低基数影响，2022 年归母净利润同比增长达 687.83%。2023Q1 亦受处置股票资产收益影响，归母净利润同比增长 115.24%。
- **盈利预测和投资评级：** 作为我国浴霸及集成吊顶龙头，公司两大品类市占率领先的基础上，从根据地业务出发，公司打造智能化家居空间，拓展晾衣机、凉霸、全功能阳台等产品及空间，迈入低渗透率智能家居市场。我们预计 2023-2025 年公司营业收入 21.68/25.08/28.58 亿元，归母净利润 3.01/3.52/4.03 亿元，对应估值为 16/13/12 x。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：** 品类拓展不及预期，电商渠道发展不及预期，智能家居市场竞争加剧，地产需求恢复不及预期，终端消费力恢复不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1880	2168	2508	2858
增长率（%）	-9	15	16	14
归母净利润（百万元）	240	301	352	403
增长率（%）	673	25	17	14
摊薄每股收益（元）	0.60	0.75	0.88	1.00
ROE（%）	16	16	16	16
P/E	15.98	15.67	13.36	11.69
P/B	2.55	2.57	2.15	1.82
P/S	2.08	2.17	1.88	1.65
EV/EBITDA	9.28	9.15	6.63	5.38

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：奥普家居盈利预测表

证券代码:	603551				股价:	11.72		投资评级:	增持		日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	16%	16%	16%	16%	EPS	0.61	0.75	0.88	1.00				
毛利率	44%	44%	44%	44%	BVPS	3.82	4.57	5.45	6.45				
期间费率	21%	23%	23%	23%	估值								
销售净利率	13%	14%	14%	14%	P/E	15.98	15.67	13.36	11.69				
成长能力					P/B	2.55	2.57	2.15	1.82				
收入增长率	-9%	15%	16%	14%	P/S	2.08	2.17	1.88	1.65				
利润增长率	673%	25%	17%	14%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.78	0.75	0.75	0.72	营业收入	1880	2168	2508	2858				
应收账款周转率	17.22	15.44	17.59	15.12	营业成本	1046	1205	1395	1591				
存货周转率	8.05	6.72	7.54	6.57	营业税金及附加	18	21	24	28				
偿债能力					销售费用	309	390	446	506				
资产负债率	34%	35%	32%	33%	管理费用	113	132	153	174				
流动比	2.02	2.08	2.27	2.29	财务费用	-24	-22	-24	-35				
速动比	1.69	1.72	1.93	1.93	其他费用/(-收入)	92	113	128	146				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	276	346	407	465				
现金及现金等价物	1125	1208	1736	1951	营业外净收支	1	2	1	1				
应收款项	115	262	136	316	利润总额	277	348	408	466				
存货净额	234	323	333	435	所得税费用	33	42	49	56				
其他流动资产	47	166	105	171	净利润	245	306	359	410				
流动资产合计	1521	1959	2310	2873	少数股东损益	4	6	7	7				
固定资产	524	544	575	620	归属于母公司净利润	240	301	352	403				
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	260	265	271	267	经营活动现金流	422	201	678	384				
长期股权投资	98	131	175	219	净利润	240	301	352	403				
资产总计	2404	2899	3332	3978	少数股东权益	4	6	7	7				
短期借款	3	3	3	2	折旧摊销	65	71	80	92				
应付款项	486	618	654	844	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	59	-165	251	-111				
其他流动负债	264	321	360	406	投资活动现金流	-102	-117	-150	-169				
流动负债合计	753	942	1017	1252	资本支出	-61	-70	-84	-102				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-57	-58	-77	-73				
其他长期负债	64	64	64	64	其他	16	10	11	6				
长期负债合计	64	64	64	64	筹资活动现金流	-367	0	0	0				
负债合计	817	1006	1081	1316	债务融资	-8	0	0	0				
股本	402	402	402	402	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	1586	1893	2251	2662	其它	-359	0	0	0				
负债和股东权益总计	2404	2899	3332	3978	现金净增加额	-46	83	528	215				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【轻工小组介绍】

林昕宇：轻工行业首席分析师，6年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016年、2017年《新财富》造纸印刷行业第2名团队核心成员，2020年“*Institutional Investor*·财新”家电与家具行业第3名团队核心成员。

杨蕊菁：轻工行业研究员，西南财经大学本科，南开大学硕士，拥有社服、轻工等大消费行业研究经验。

【分析师承诺】

林昕宇，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。