

## 公司研究

## 改革初见成效，Q1 业绩重回增长

——欧普照明（603515.SH）2022 年报及 2023 年一季度点评

## 增持（维持）

当前价：20.83 元

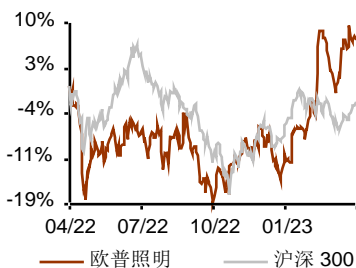
## 作者

分析师：洪吉然  
 执业证书编号：S0930521070002  
 021-52523793  
 hongjiran@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股) 7.54  
 总市值(亿元)： 157.06  
 一年最低/最高(元)： 14.24/21.30  
 近 3 月换手率： 18.52%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.60	27.60	28.27
绝对	8.10	24.88	32.55

资料来源：Wind

## 相关研报

短期公司盈利承压，净利率环比改善——欧普照明（603515.SH）2022 年半年报点评（2022-08-28）

## 要点

## 事件：

公司发布 2022 年年报以及 2023 年一季度报。2022 年公司实现营业收入 72.7 亿元，YoY-18%；归母净利润 7.8 亿元，YoY-14%，扣非归母净利润 6.3 亿元，YoY-9%。其中 4Q22 公司实现营业收入 20.64 亿元，YoY-23%，归母净利润 2.8 亿元，YoY-2%。1Q23 公司营收 15.03 亿元，YoY+3%；归母净利润 1 亿元，YoY+48%。公司拟向股东每 10 股派发现金红利 5 元（含税），现金分红率达上市以来最高的 47%。

## 点评：

**多重化改革初见成效，高质量发展拨云见日。**2022 年受疫情和经济大环境影响，公司营收同比下滑，同时针对可持续高质量发展目标，从生产经营能力、核心竞争力、营销能力等方面进行多重改革，1Q23 营收同比恢复正值。从改革成效上看：1) 数字化转型全面推动公司端到端流程体系建设和数据打通，实现大数据营销和数字化决策，提高公司经营效率。2) 平台化转型降本增效，通过产品部件外协转自制以及持续的技术研发，增强公司核心竞争力。3) 智能化转型助力价值链服务能力提升，打造品牌高端形象。分渠道：1) 线下零售业务公司继续联合经销商打造智能化体验，推出了“欧普设计家”实时场景分析数字化设计销售平台，已录入超 6 万套案例，获客人数超 9 万，加之保交楼政策推动，Q1 收入增长超双位数。2) 商照业务 Q1 收入增长近双位数，或系保交楼、智慧城市建设政策推动及公司项目管理效率提升。3) 电商 Q1 收入下滑近 20%，主要系同期还未转型基数较大。

**22 年单季度毛利率环比持续提高，费用管控效果显著。**2022 年全年公司毛利率 35.7% (YoY+2.7pcts)，销售费用率 2022 年同比持平，其中 4Q21 至 4Q22 五个季度中，销售费用率平均位于上市以来低位，公司通过费用管控以应对销售下滑；1Q23 毛利率 36.8% (YoY+5.4pcts)，销售费用率 YoY-1.6pcts，“毛利率-销售费用率”YoY+7pcts。22 年归母净利率 10.8%，YoY+0.5pcts，1Q23 归母净利率 6.5%，YoY+2pcts。公司多年的改革初步进入收获期可从以下数据论证：1) 22Q1/2/3/4 毛利率环比提高，分别为 31.4%/32.6%/37.3%/40.3%；2) 1Q23 收入、毛利率、毛销差、归母净利率均同比提高。资产负债表方面，由于周转加快 22 年末存货同比-36.9%，1Q23 合同负债同比+44%系一季度订单情况较好。

**盈利预测、估值与评级：**欧普是 LED 照明市场最具品牌力和竞争力的行业龙头，致力于可持续高质量发展，公司持续在管理、研发、渠道、营销上转型升级，基于目前的建设成果和财务成效，未来在行业市占率和业务拓展上还有更大的提高和想象空间。考虑到地产行业景气度持续低迷，我们基本维持 2023-2024 年归母净利润预测为 9.1、10.3 亿元，新增 2025 年归母净利润预测为 11.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17、15、14 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**市场竞争风险，地产景气度持续低迷，原材料价格波动风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 ( 百万元 )	8,847	7,270	7,932	8,820	9,809
营业收入增长率	11.00%	-17.82%	9.10%	11.20%	11.21%
净利润 ( 百万元 )	907	784	912	1,027	1,146
净利润增长率	13.44%	-13.59%	16.29%	12.63%	11.57%
EPS ( 元 )	1.20	1.04	1.21	1.36	1.52
ROE ( 归属母公司 ) ( 摊薄 )	15.68%	12.94%	13.82%	14.15%	14.33%
P/E	17	20	17	15	14
P/B	2.7	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-28

图 1：公司单季度营业收入及同比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及同比



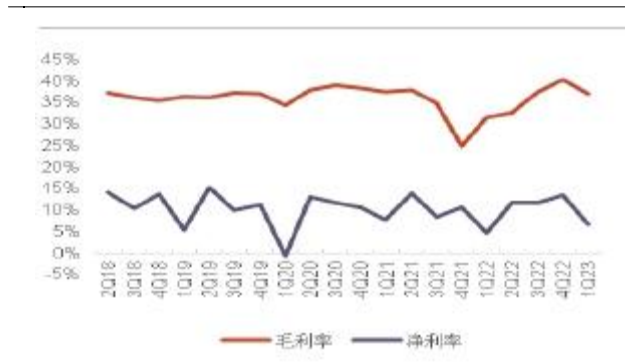
资料来源：Wind，光大证券研究所，2021Q1 归母净利润同比由负转正

图 1：公司单季度三费率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,847	7,270	7,932	8,820	9,809
营业成本	5,927	4,673	5,357	5,934	6,593
折旧和摊销	136	133	132	157	177
税金及附加	49	49	40	44	49
销售费用	1,398	1,152	1,190	1,323	1,471
管理费用	297	322	262	291	324
研发费用	321	370	301	335	373
财务费用	29	-37	-36	-43	-47
投资收益	172	129	180	180	200
营业利润	1,022	873	1,063	1,197	1,335
利润总额	1,051	886	1,063	1,197	1,335
所得税	141	101	151	170	190
净利润	910	786	912	1,027	1,146
少数股东损益	3	2	0	0	0
归属母公司净利润	907	784	912	1,027	1,146
EPS(元)	1.20	1.04	1.21	1.36	1.52

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	689	434	1,594	1,005	1,117
净利润	907	784	912	1,027	1,146
折旧摊销	136	133	132	157	177
净营运资金增加	173	178	-638	40	56
其他	-527	-660	1,188	-219	-262
投资活动产生现金流	-290	1,397	-58	-195	-150
净资本支出	-249	-329	-300	-300	-300
长期投资变化	207	222	0	0	0
其他资产变化	-248	1,504	242	105	150
融资活动现金流	-354	-612	-581	-321	-364
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	7	-73	-240	0	0
无息负债变化	-68	-584	698	210	225
净现金流	38	1,244	955	488	602

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	33.0%	35.7%	32.5%	32.7%	32.8%
EBITDA 率	12.9%	13.1%	12.7%	12.9%	13.0%
EBIT 率	11.3%	11.1%	11.0%	11.1%	11.2%
税前净利润率	11.9%	12.2%	13.4%	13.6%	13.6%
归母净利润率	10.3%	10.8%	11.5%	11.6%	11.7%
ROA	10.0%	9.0%	9.4%	9.7%	9.9%
ROE (摊薄)	15.7%	12.9%	13.8%	14.1%	14.3%
经营性 ROIC	72.8%	45.1%	65.3%	60.7%	58.2%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	36%	30%	31%	31%	30%
流动比率	2.11	2.39	2.33	2.38	2.45
速动比率	1.85	2.19	2.09	2.13	2.19
归母权益/有息债务	17.86	24.13	588.62	647.71	713.31
有形资产/有息债务	26.57	32.74	818.09	887.53	965.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	9,077	8,695	9,688	10,560	11,520
货币资金	327	1,575	2,530	3,018	3,621
交易性金融资产	4,945	3,282	3,282	3,282	3,282
应收账款	445	624	419	466	518
应收票据	3	0	1	1	1
其他应收款 (合计)	42	35	35	39	43
存货	838	529	724	810	909
其他流动资产	159	50	66	89	113
流动资产合计	6,797	6,134	7,073	7,722	8,507
其他权益工具	205	205	205	205	205
长期股权投资	207	222	222	222	222
固定资产	857	800	1,058	1,195	1,267
在建工程	281	537	338	239	190
无形资产	337	360	452	542	630
商誉	7	7	7	7	7
其他非流动资产	83	106	119	119	119
非流动资产合计	2,280	2,562	2,616	2,838	3,013
总负债	3,247	2,590	3,048	3,258	3,482
短期借款	306	240	0	0	0
应付账款	1,349	826	1,339	1,484	1,648
应付票据	0	0	54	59	66
预收账款	0	0	119	132	147
其他流动负债	711	644	644	644	644
流动负债合计	3,224	2,563	3,031	3,241	3,465
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	15	15	15	15
非流动负债合计	23	26	17	17	17
股东权益	5,830	6,106	6,640	7,303	8,038
股本	754	754	754	754	754
公积金	1,319	1,315	1,316	1,316	1,316
未分配利润	3,856	4,271	4,806	5,468	6,203
归属母公司权益	5,787	6,061	6,596	7,258	7,993
少数股东权益	43	45	45	45	45

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	15.80%	15.85%	15.00%	15.00%	15.00%
管理费用率	3.36%	4.43%	3.30%	3.30%	3.30%
财务费用率	0.32%	-0.51%	-0.45%	-0.49%	-0.47%
研发费用率	3.63%	5.08%	3.80%	3.80%	3.80%
所得税率	13%	11%	14%	14%	14%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.50	0.50	0.48	0.54	0.61
每股经营现金流	0.91	0.58	2.11	1.33	1.48
每股净资产	7.67	8.04	8.75	9.63	10.60
每股销售收入	11.73	9.64	10.52	11.70	13.01

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	17	20	17	15	14
PB	2.7	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	10.1	12.4	10.4	8.9	7.5
股息率	2.4%	2.4%	2.3%	2.6%	2.9%

## 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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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見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版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE