

Q1 业绩亮眼，盈利能力持续提升

欧普照明(603515)

事件概述

4月26日，公司公告2022年年报和2023年一季度报：

2022全年：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%)。

22Q4：收入21亿元(YOY-23%)，归母净利润2.8亿元(YOY-2%)，扣非归母净利润2.5亿元(YOY+5%)。

23Q1：收入15亿元(YOY+3%)，归母净利润1亿元(YOY+48%)，扣非归母净利润0.8亿元(同比增长0.63亿元)。

分析判断：

► 22年收入：疫情反复，电商渠道战略转型阶段

分渠道看22年表现：

家居渠道：估计有所下滑，我们认为主因疫情冲击线下消费，其中收入占比最高的Q4收入同比下滑23%。

商照渠道：估计有所下滑，我们认为主因疫情影响。

电商渠道：估计下滑较多，根据公司年报，我们认为主因公司线上战略转型，优化产品结构，重点发力智能化产品，与线下差异化布局。

海外渠道：同比增长3.2%，根据公司年报，我们认为主因公司海外业务持续扩张，扩大零售流通网实现渠道下沉；同时重点市场发力工程渠道，如东南亚、中东等区域。

► 22年盈利：毛利率逐季提升

公司全年毛利率35.7%，同比+2.7pct，Q1、Q2、Q3、Q4毛利率分别31.4%、32.6%、37.3%、40.3%，毛销差分别同比-3.8、0、+6.4、+6.4pct。

公司毛利率逐季提升，环比大幅改善，根据公司年报及22年10月31日投关表，我们预计主因：(1)产品、技术及部件的平台化持续深化，助力公司降本增效。(2)原材料价格同比下降。

费用率方面，销售、管理、研发费用率分别同比+0.05、+1.1、+1.5pct，我们认为主因费用刚性以及加大平台化和新品研发投入。

综合以上因素，公司全年归母净利率实现10.8%，同比+0.5pct，保持平稳。

► 23Q1：盈利能力显著提升

23Q1毛利率36.8%，同比+5.4pct，归母净利率6.5%，同比+2.0pct，扣非归母净利率5.1%，同比+4.2pct。

评级及分析师信息

评级：增持

上次评级：首次覆盖

目标价格：

最新收盘价：20

股票代码：603515

52周最高价/最低价：20.0/14.24

总市值(亿)：150.81

自由流通市值(亿)：150.75

自由流通股数(百万)：753.76



分析师：陈玉卢

邮箱：chenyl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522090001

联系电话：

研究助理：喇睿萌

邮箱：larm@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

Q1 公司收入平稳，盈利提升，我们预计主因（1）线下疫后恢复较好，估计家居、商照渠道实现同比增长；（2）或因销售淡季，公司控费，Q1 销售费用率同比-1.6pct。

投资建议

公司为国内通用照明行业龙头，渠道布局充分，持续研发投入提升产品力，近年通过数字化、门店赋能、全屋照明推广等方式提升店效，同时根据公司 2022 年 4 月 27 日投关表，公司在商照渠道具有成本优势和深厚积淀，我们认为公司市场份额有望持续提升（当期仅 3-5%）。

盈利端，公司平台化、自制率提升战略持续深化，当前已进入改革兑现阶段，预计未来盈利能力保持提升趋势。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 82/92/102 亿元，同比分别 +13%/+12%/+11%。预计 23-25 年归母净利润分别为 9.2/10.6/12.1 亿元，同比分别+17%/+16%/+14%，相应 EPS 分别为 1.21/1.40/1.60 元，以 23 年 4 月 27 日收盘价 20 元计算，对应 PE 分别为 16/14/13 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

供应链波动、需求波动、外汇套期保值的业务风险、新项目推进未达预期风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,847 | 7,270 | 8,215 | 9,201 | 10,213 |
| YoY (%) | 11.0% | -17.8% | 13.0% | 12.0% | 11.0% |
| 归母净利润(百万元) | 907 | 784 | 916 | 1,059 | 1,206 |
| YoY (%) | 13.4% | -13.6% | 16.8% | 15.6% | 14.0% |
| 毛利率 (%) | 33.0% | 35.7% | 36.9% | 37.9% | 38.7% |
| 每股收益 (元) | 1.20 | 1.04 | 1.21 | 1.40 | 1.60 |
| ROE | 15.7% | 12.9% | 13.1% | 13.2% | 13.1% |
| 市盈率 | 16.67 | 19.23 | 16.47 | 14.25 | 12.50 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

| | |
|---------------|---|
| 1. 事件概述..... | 4 |
| 2. 分析判断:..... | 4 |
| 3. 投资建议..... | 5 |
| 4. 风险提示..... | 5 |

图表目录

| | |
|------------------|---|
| 图 1 可比公司估值表..... | 5 |
|------------------|---|

1. 事件概述

4月26日，公司公告2022年年报和2023年一季度报：

2022全年：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%）。

22Q4：收入21亿元（YOY-23%），归母净利润2.8亿元（YOY-2%），扣非归母净利润2.5亿元（YOY+5%）。

23Q1：23年Q1收入15亿元（YOY+3%），归母净利润1亿元（YOY+48%），扣非归母净利润0.8亿元（同比增长0.63亿元）。

2. 分析判断：

► 22年收入：疫情反复，电商渠道战略转型阶段

分渠道看22年表现：

家居渠道：估计有所下滑，我们认为主因疫情冲击线下消费，其中收入占比最高的Q4收入同比下滑23%。

商照渠道：估计有所下滑，我们认为主因疫情影响。

电商渠道：估计下滑较多，根据公司年报，我们认为主因公司线上战略转型，优化产品结构，重点发力智能化产品，与线下差异化布局。

海外渠道：同比增长3.2%，根据公司年报，我们认为主因公司海外业务持续扩张，扩大零售流通网实现渠道下沉；同时重点市场发力工程渠道，如东南亚、中东等区域。

► 22年盈利：毛利率逐季提升

公司全年毛利率35.7%，同比+2.7pct，Q1、Q2、Q3、Q4毛利率分别31.4%、32.6%、37.3%、40.3%，毛销差分别同比-3.8、0、+6.4、+6.4pct。

公司毛利率逐季提升，环比大幅改善，根据公司年报及22年10月31日投关表，我们预计主因：（1）产品、技术及部件的平台化持续深化，助力公司降本增效。（2）原材料价格同比下降。

费用率方面，销售、管理、研发费用率分别同比+0.05、+1.1、+1.5pct，我们认为主因费用刚性以及加大平台化和新品研发投入。

综合以上因素，公司全年归母净利率实现10.8%，同比+0.5pct，保持平稳。

► 23Q1：盈利能力显著提升

23Q1毛利率36.8%，同比+5.4pct，归母净利率6.5%，同比+2.0pct，扣非归母净利率5.1%，同比+4.2pct。

Q1公司收入平稳，盈利提升，我们预计主因（1）线下疫后恢复较好，估计家居、商照渠道实现同比增长；（2）或因销售淡季，公司控费，Q1销售费用率同比-1.6pct。

3. 投资建议

公司为国内通用照明行业龙头，渠道布局充分，持续研发投入提升产品力，近年通过数字化、门店赋能、全屋照明推广等方式提升店效，同时根据公司 2022 年 4 月 27 日投关表，公司在商照渠道具有成本优势和深厚积淀，我们认为公司市场份额有望持续提升（当期仅 3-5%）。盈利端，公司平台化、自制率提升战略持续深化，当前已进入改革兑现阶段，预计未来盈利能力保持提升趋势。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 82/92/102 亿元，同比分别 +13%/+12%/+11%。预计 23-25 年归母净利润分别为 9.2/10.6/12.1 亿元，同比分别 +17%/+16%/+14%，相应 EPS 分别为 1.21/1.40/1.60 元，以 23 年 4 月 27 日收盘价 20 元计算，对应 PE 分别为 16/14/13 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 可比公司估值表

| 股票代码 | 公司 | 股价（元） | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 000541.SZ | 佛山照明 | 5.17 | 0.23 | 0.31 | 0.35 | 22.07 | 16.74 | 14.84 |
| 603303.SH | 得邦照明 | 14.62 | 0.88 | 1.14 | 1.26 | 16.70 | 12.88 | 11.57 |
| 605365.SH | 立达信 | 14.85 | 0.89 | 1.06 | 0.00 | 16.65 | 14.03 | |
| | 平均值 | | | | | 18.47 | 14.55 | 13.20 |
| 603515.SH | 欧普照明 | 20 | 1.21 | 1.40 | 1.60 | 16.47 | 14.25 | 12.50 |

资料来源：Wind，华西证券研究所，数据截至 2023 年 4 月 27 日；注：可比公司盈利预测均为 wind 一致预测；

4. 风险提示

供应链波动、需求波动、外汇套期保值的业务风险、新项目推进未达预期风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 7,270 | 8,215 | 9,201 | 10,213 | 净利润 | 786 | 917 | 1,061 | 1,209 |
| YoY (%) | -17.8% | 13.0% | 12.0% | 11.0% | 折旧和摊销 | 155 | 188 | 195 | 196 |
| 营业成本 | 4,673 | 5,182 | 5,712 | 6,258 | 营运资金变动 | -423 | 507 | -957 | 800 |
| 营业税金及附加 | 49 | 46 | 52 | 61 | 经营活动现金流 | 434 | 1,529 | 283 | 2,226 |
| 销售费用 | 1,152 | 1,331 | 1,491 | 1,655 | 资本开支 | -329 | -91 | -124 | -161 |
| 管理费用 | 322 | 329 | 359 | 393 | 投资 | 1,609 | 695 | 700 | 998 |
| 财务费用 | -37 | -19 | -63 | -81 | 投资活动现金流 | 1,397 | 711 | 622 | 856 |
| 研发费用 | 370 | 427 | 471 | 521 | 股权募资 | 0 | -3 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -35 | 0 | 0 | 0 | 债务募资 | -73 | 15 | 15 | 15 |
| 投资收益 | 129 | 99 | 37 | 10 | 筹资活动现金流 | -612 | 0 | 2 | 1 |
| 营业利润 | 873 | 1,042 | 1,226 | 1,405 | 现金净流量 | 1,244 | 2,240 | 908 | 3,084 |
| 营业外收支 | 13 | 15 | 11 | 3 | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 利润总额 | 886 | 1,057 | 1,236 | 1,409 | 成长能力 | | | | |
| 所得税 | 101 | 140 | 175 | 200 | 营业收入增长率 | -17.8% | 13.0% | 12.0% | 11.0% |
| 净利润 | 786 | 917 | 1,061 | 1,209 | 净利润增长率 | -13.6% | 16.8% | 15.6% | 14.0% |
| 归属于母公司净利润 | 784 | 916 | 1,059 | 1,206 | 盈利能力 | | | | |
| YoY (%) | -13.6% | 16.8% | 15.6% | 14.0% | 毛利率 | 35.7% | 36.9% | 37.9% | 38.7% |
| 每股收益 | 1.04 | 1.21 | 1.40 | 1.60 | 净利率 | 10.8% | 11.1% | 11.5% | 11.8% |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 总资产收益率 ROA | 9.0% | 8.8% | 10.0% | 9.3% |
| 货币资金 | 1,575 | 3,815 | 4,722 | 7,807 | 净资产收益率 ROE | 12.9% | 13.1% | 13.2% | 13.1% |
| 预付款项 | 19 | 21 | 23 | 25 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 529 | 974 | 613 | 1,230 | 流动比率 | 2.39 | 2.35 | 3.27 | 2.84 |
| 其他流动资产 | 4,011 | 3,045 | 2,673 | 1,390 | 速动比率 | 2.15 | 2.03 | 2.99 | 2.48 |
| 流动资产合计 | 6,134 | 7,854 | 8,031 | 10,452 | 现金比率 | 0.61 | 1.14 | 1.93 | 2.12 |
| 长期股权投资 | 222 | 251 | 277 | 301 | 资产负债率 | 29.8% | 32.4% | 23.5% | 28.6% |
| 固定资产 | 800 | 739 | 673 | 611 | 经营效率 | | | | |
| 无形资产 | 360 | 373 | 384 | 395 | 总资产周转率 | 0.82 | 0.86 | 0.88 | 0.87 |
| 非流动资产合计 | 2,562 | 2,536 | 2,529 | 2,551 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 8,695 | 10,391 | 10,560 | 13,002 | 每股收益 | 1.04 | 1.21 | 1.40 | 1.60 |
| 短期借款 | 240 | 255 | 270 | 285 | 每股净资产 | 8.04 | 9.25 | 10.65 | 12.25 |
| 应付账款及票据 | 826 | 1,736 | 834 | 2,024 | 每股经营现金流 | 0.58 | 2.03 | 0.38 | 2.95 |
| 其他流动负债 | 1,497 | 1,353 | 1,349 | 1,378 | 每股股利 | 0.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 2,563 | 3,344 | 2,453 | 3,687 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | PE | 19.23 | 16.47 | 14.25 | 12.50 |
| 其他长期负债 | 26 | 26 | 26 | 26 | PB | 1.93 | 2.16 | 1.88 | 1.63 |
| 非流动负债合计 | 26 | 26 | 26 | 26 | | | | | |
| 负债合计 | 2,590 | 3,371 | 2,479 | 3,713 | | | | | |
| 股本 | 754 | 754 | 754 | 754 | | | | | |
| 少数股东权益 | 45 | 46 | 48 | 51 | | | | | |
| 股东权益合计 | 6,106 | 7,020 | 8,081 | 9,290 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 8,695 | 10,391 | 10,560 | 13,002 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

喇睿萌：家电行业研究助理，2023年3月加入华西证券，此前就职于中泰证券、东兴证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。