

经营稳步恢复, Q1 业绩增速亮眼

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布了2020年年报及一季报, 2020年公司实现营收79.7亿元, 同比减少4.6%; 归母净利润8亿元, 同比减少10.1%; 扣非净利润6.6亿元, 同比减少1.6%, 主要是2019年由于金融性交易取得投资收益1.5亿元。单季度来看, Q4公司实现营收27.4亿元, 同比增长6%; 归母净利润2.9亿元, 同比增长1%。2021Q1公司实现营收17.6亿元, 同比增长70.4%, 相较于2019年同期增长5.6%; 归母净利润1.3亿元, 同比增长1995.9%, 相较于2019年同期增长57%; 扣非净利润0.9亿元, 同比增长112.2%, 相较于2019年同期增长112.5%。主要是报告期内收到政府补助减少, 2020Q1收到政府补助5460.7万元。此外, 公司拟派发现金红利0.5元/股, 分红率为46.7%。
- **Q4 延续改善趋势。** 受到新冠疫情影响, 整体来看, 公司全年的营收及业绩均略有下滑。单季度来看, 公司营收业绩呈现逐季回暖的趋势, Q4营收业绩延续了Q3改善的趋势。分业务来看, 我们推测随着线下客流量的恢复, 公司家居业务逐步回暖, Q4单季度或许实现增长; 电商业务方面, Q4促销较多, 我们推测公司电商业务保持与行业一致的增长趋势; 商照业务方面, 随着公司持续深入拓展精装地产照明、工业照明以及市政照明灯细分领域, 我们认为公司商照业务持续高速增长。我们认为随着公司家装业务聚焦下沉市场, 精耕线上重点平台, 在疫情消费需求复苏的背景下, 公司家装业务有望重回增长轨道; 商照业务方面, 随着公司持续深耕细分领域, 预期公司商照业务将维持快速增长。
- **盈利能力维持稳定。** 报告期内, 公司综合毛利率为37.7%, 同比提升1.2pp。我们认为毛利率提升原因有三: (1) 公司大力拓展商照业务, 商照业务规模快速扩大, 规模效应下单位成本优化, 盈利能力提升; (2) 公司全面升级供应链效率, 推进智能化建设, 精细化管理制造环节, 生产效率提升; (3) 疫情下线下渠道受到冲击, 高毛利率的电商业务占比提升。费用率方面, 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为19.9%/7.3%/0.4%, 同比提升0.4pp/0.4pp/0.3pp。综合来看, 公司净利率为10%, 同比减少0.6pp。
- **深化渠道布局, 持续扩大营销版图。** 公司深化渠道布局, 以多样化的渠道触达用户。(1) 家居业务: 线下渠道方面, 一方面公司通过针对性的产品组合, 持续扩大下沉市场的覆盖率。2020年公司重点布局乡镇下沉市场, 开发超800家水电光超市/专区。另一方面, 公司优化终端门店购物体验, 精细化门店运营, 提升单店产出。此外, 公司还开拓了超千家家装公司和整装公司, 采用多元化方式进行引流。线上渠道方面, 公司在精耕重点平台的同时, 积极布局新平台, 通过不同的产品组合满足用户需求。(2) 商照业务: 公司在深耕精装、工业、市政照明领域的基础上, 不断提升消防、教育等细分领域的品牌影响力。报告期内, 公司完成成都地铁9号线一期工程、西安地铁14号线等项目的实施。
- **Q1 业绩增速亮眼。** 持续受益于降本增效, 2021Q1公司业绩增速显著快于营收增速。报告期内, 公司综合毛利率为37.3%, 同比提升3.1pp, 相较于2019年同期提升1.1pp。费用率方面, 公司销售费用率为21.5%, 同比减少8.5pp; 管理费用率为8.7%, 同比减少2.5pp。从绝对值来看, 公司的期间费用规模大致和2019Q1相当, 公司期间费用率显著下降主要是因为营收规模的快速提升。综合来看, 公司净利率为7.7%, 同比提升8.4pp。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为1.33元、1.56元、1.83元, 未来三年归母净利润将保持19.8%的复合增长率, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 渠道拓展不及预期风险、房地产销售大幅波动风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7969.73	9174.11	10619.55	12213.54
增长率	-4.61%	15.11%	15.76%	15.01%
归属母公司净利润(百万元)	799.97	1003.99	1173.65	1377.40
增长率	-10.15%	25.50%	16.90%	17.36%
每股收益EPS(元)	1.06	1.33	1.56	1.83
净资产收益率ROE	15.23%	16.14%	15.88%	15.71%
PE	28	22	19	16
PB	4.26	3.60	3.02	2.55

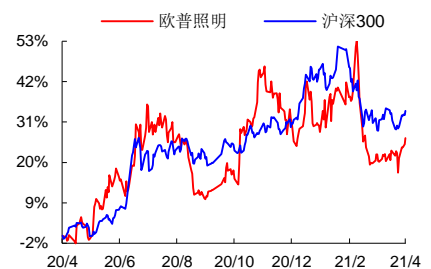
数据来源: Wind, 西南证券

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

联系人: 夏勤
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)	7.55
流通A股(亿股)	7.54
52周内股价区间(元)	23.34-35.8
总市值(亿元)	223.54
总资产(亿元)	78.89
每股净资产(元)	7.14

相关研究

1. 欧普照明(603515): Q3 业绩大幅增长, 后续经营有望持续改善 (2020-10-29)
2. 欧普照明(603515): Q2 营收降幅收窄, 期待公司业绩复苏 (2020-08-26)
3. 欧普照明(603515): 内外优化, 拐点时机已至 (2020-05-18)
4. 欧普照明(603515): 改革初见曙光, 静候业绩佳音 (2020-04-27)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7969.73	9174.11	10619.55	12213.54	净利润	799.85	1003.84	1173.48	1377.19
营业成本	4961.57	5708.74	6587.16	7551.16	折旧与摊销	178.62	76.33	83.55	91.10
营业税金及附加	42.75	49.21	56.96	65.51	财务费用	33.96	11.80	-10.82	-49.41
销售费用	1586.84	1788.95	2070.81	2381.64	资产减值损失	-21.84	0.00	0.00	0.00
管理费用	279.63	633.01	732.75	842.73	经营营运资本变动	165.68	-573.52	561.82	145.55
财务费用	33.96	11.80	-10.82	-49.41	其他	-125.58	-140.51	-174.81	-174.43
资产减值损失	-21.84	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1030.70	377.94	1633.22	1389.99
投资收益	128.05	170.00	170.00	170.00	资本支出	140.82	-120.00	-120.00	-120.00
公允价值变动损益	3.68	0.97	0.82	1.35	其他	-619.89	124.95	121.43	121.56
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-479.08	4.95	1.43	1.56
营业利润	919.56	1153.37	1353.50	1593.25	短期借款	49.04	-100.80	-207.86	0.00
其他非经营损益	20.62	17.53	18.48	18.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	940.18	1170.90	1371.98	1611.77	股权融资	-24.73	0.00	0.00	0.00
所得税	140.33	167.06	198.50	234.58	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	799.85	1003.84	1173.48	1377.19	其他	-584.19	-57.71	10.48	49.15
少数股东损益	-0.12	-0.15	-0.18	-0.21	筹资活动现金流净额	-559.89	-158.51	-197.37	49.15
归属母公司股东净利润	799.97	1003.99	1173.65	1377.40	现金流量净额	-8.40	224.38	1437.27	1440.70
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	289.37	513.75	1951.02	3391.72	成长能力				
应收和预付款项	493.23	604.49	681.60	786.03	销售收入增长率	-4.61%	15.11%	15.76%	15.01%
存货	787.82	909.17	1043.70	1204.13	营业利润增长率	-9.96%	25.43%	17.35%	17.71%
其他流动资产	5035.20	5534.44	5261.46	5403.75	净利润增长率	-10.21%	25.50%	16.90%	17.36%
长期股权投资	171.25	171.25	171.25	171.25	EBITDA 增长率	-7.30%	9.66%	14.88%	14.63%
投资性房地产	86.70	86.70	86.70	86.70	获利能力				
固定资产和在建工程	917.48	976.47	1028.23	1072.46	毛利率	37.74%	37.77%	37.97%	38.17%
无形资产和开发支出	342.42	330.62	318.81	307.00	三费率	23.85%	26.53%	26.30%	26.00%
其他非流动资产	437.00	479.51	525.38	571.66	净利率	10.04%	10.94%	11.05%	11.28%
资产总计	8560.46	9606.39	11068.15	12994.70	ROE	15.23%	16.14%	15.88%	15.71%
短期借款	308.66	207.86	0.00	0.00	ROA	9.34%	10.45%	10.60%	10.60%
应付和预收款项	1738.67	1995.25	2293.10	2636.11	ROIC	296.14%	172.34%	166.34%	285.62%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.21%	13.53%	13.43%	13.39%
其他负债	1261.03	1185.64	1383.95	1590.29	营运能力				
负债合计	3308.35	3388.75	3677.04	4226.39	总资产周转率	0.96	1.01	1.03	1.02
股本	754.70	754.70	754.70	754.70	固定资产周转率	8.19	9.83	10.81	11.87
资本公积	934.90	934.90	934.90	934.90	应收账款周转率	17.48	18.76	18.47	18.65
留存收益	3721.89	4725.87	5899.53	7276.93	存货周转率	6.00	6.61	6.55	6.57
归属母公司股东权益	5249.12	6214.79	7388.45	8765.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.40%	—	—	—
少数股东权益	3.00	2.84	2.67	2.46	资本结构				
股东权益合计	5252.11	6217.64	7391.11	8768.30	资产负债率	38.65%	35.28%	33.22%	32.52%
负债和股东权益合计	8560.46	9606.39	11068.15	12994.70	带息债务/总负债	9.33%	6.13%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.02	2.25	2.45	2.57
					速动比率	1.77	1.98	2.16	2.28
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.06	1.33	1.56	1.83
					每股净资产	6.96	8.24	9.79	11.62
					每股经营现金	1.37	0.50	2.16	1.84
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1132.15	1241.50	1426.23	1634.94					
PE	27.94	22.27	19.05	16.23					
PB	4.26	3.60	3.02	2.55					
PS	2.80	2.44	2.10	1.83					
EV/EBITDA	14.93	13.31	10.40	8.16					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn