

公司研究

地产周期下行，利润率有所承压

——欧普照明（603515.SH）2021年三季度报点评

增持（下调）

当前价：20.60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)	7.55
总市值(亿元)	155.47
一年最低/最高(元)	20.58/35.12
近3月换手率	20.61%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.85	-20.16	-29.77
绝对	-3.56	-17.27	-24.92

资料来源：Wind

相关研报

深耕渠道下沉，净利率持续改善——欧普照明（603515.SH）2021年半年报点评（2021-08-29）

要点

事件：

公司发布2021年三季度报：1-3Q21实现营收61.6亿元，YoY+17.7%，较19年同期变化+6.7%；归母净利润6.2亿元，YoY+22.5%，较19年同期变化+3.6%。其中3Q21实现营收22.0亿元，YoY-1.1%，较19年同期变化+10.2%；归母净利润1.8亿元，YoY-29.9%，较19年同期变化-7.9%。

点评：

下沉乡镇市场，重视新流量渠道，商照领域经验丰富。分渠道看：（1）线下：地产景气度下行致照明行业经营承压，公司于2018年提出“坐商改行商”，2019-2020年开拓小区换新。今年公司重点布局乡镇下沉市场，截至上半年已开发2000多家水电光超市/专区（卫浴、电工类产品），借助品类齐全优势开拓一站式购物需求，预计单店进货额明显高于五金网点。（2）电商：经过2018年价格竞争后，欧普线上市占率得到明显提升，目前公司一方面发挥极致性价比优势，另一方面打造一站式多品类智能硬装生态圈，前三季度线上智能化产品销售快速增长。（3）商照：公司属于行业第一梯队，销售规模领先，今年以来公司持续拓展大型标杆项目，中标中石化全国集采项目，完成建设300余所学校照明项目；（4）海外：聚焦重点国家渠道深耕、不断夯实本地化运营能力。在沙特、菲律宾、泰国、印尼等重点国家，不断下沉渠道建设；公司智能照明解决方案在海外多个国家实现了普及与推广应用，智能化业务销售占比突破双位数。

成本压力逐步传导，3Q21毛利率同比下滑4.2pcts。1-3Q21公司毛利率36.5%（YoY-1pcts），其中3Q21毛利率34.7%（YoY-4.2pcts）下滑幅度较大，今年以来主要原材料大幅上涨逐渐传导至企业经营层面，而3Q21地产下行导致终端需求较弱以及提价较难。3Q21销售费用率YoY+0.2pcts，受毛利率跌幅较大影响，3Q21毛销差YoY-4.4pcts。1-3Q21净利率YoY+0.4pcts，其中3Q21净利率YoY-3.4pcts。资产负债方面，3Q21末应收账款YoY+19%；存货YoY+22%，主因原材料备货。3Q21末自有现金达到43亿元，占总资产51%，主要由交易性金融资产构成。现金流方面，1-3Q21经营性净现金-1.0亿元，YoY-124%，主因本期销售规模上升，营运资金投入增加。

盈利预测、估值与评级：地产景气下行以及原材料涨价双重制约，下调公司至“增持”评级。欧普是LED照明市场中最具有品牌力、管理能力、渠道壁垒的行业翘楚，在大行业中有望实现市占提升是其长期投资逻辑。但考虑到地产景气下行以及原材料涨价带来的双重压力，调降欧普照明2021-23年净利润至8.91亿元（-6.3%）、10.26亿元（-5.9%）、11.36亿元（-3.0%），当前股价对应PE为17、15、14倍，由于上述压力或将在未来半年持续，下调公司至“增持”评级。

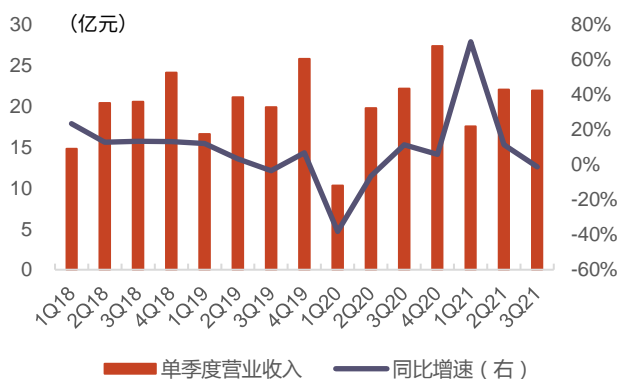
风险提示：原材料大幅涨价，地产需求低迷程度超预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,355	7,970	8,889	10,201	11,454
营业收入增长率	4.39%	-4.61%	11.53%	14.76%	12.29%
净利润 (百万元)	890	800	891	1,026	1,136
净利润增长率	-0.99%	-10.15%	11.36%	15.18%	10.68%
EPS (元)	1.18	1.06	1.18	1.36	1.50
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.75%	15.24%	15.46%	15.95%	15.87%
P/E	17	19	17	15	14
P/B	3.1	3.0	2.7	2.4	2.2

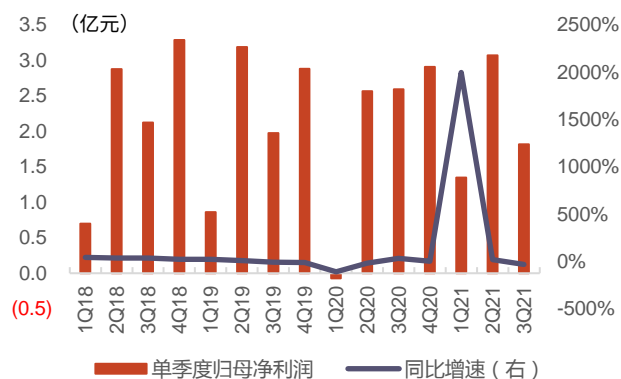
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-10-27

图 1: 公司单季度营业收入及同比



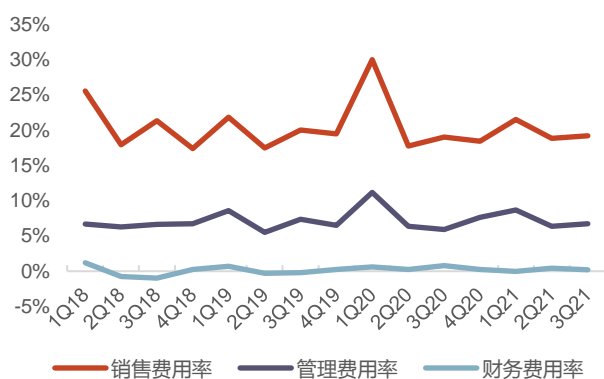
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司单季度归母净利润及同比



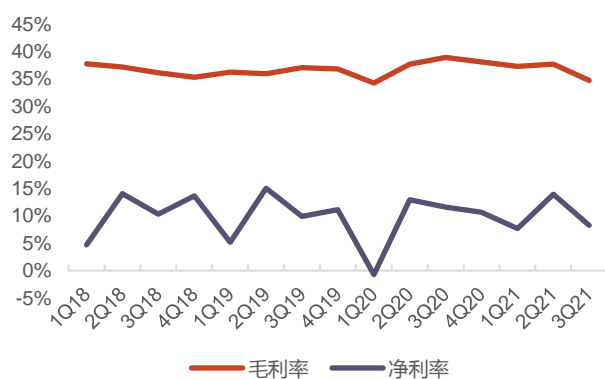
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 公司单季度三费率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,355	7,970	8,889	10,201	11,454
营业成本	5,301	4,962	5,680	6,518	7,363
折旧和摊销	168	143	115	124	135
税金及附加	36	43	44	51	57
销售费用	1,634	1,587	1,742	1,989	2,222
管理费用	252	280	293	337	378
研发费用	321	302	338	388	435
财务费用	7	34	14	-1	-15
投资收益	181	128	180	180	200
营业利润	1,021	920	1,038	1,196	1,324
利润总额	1,038	940	1,038	1,196	1,324
所得税	148	140	147	170	188
净利润	891	800	891	1,026	1,136
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	890	800	891	1,026	1,136
EPS(元)	1.18	1.06	1.18	1.36	1.50

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,113	1,031	977	1,003	1,116
净利润	890	800	891	1,026	1,136
折旧摊销	168	143	115	124	135
净营运资金增加	-3,642	-145	44	94	62
其他	3,697	233	-73	-241	-216
投资活动产生现金流	-1,080	-479	-88	-145	-100
净资本支出	-169	-268	-250	-250	-250
长期投资变化	134	171	0	0	0
其他资产变化	-1,044	-383	162	105	150
融资活动现金流	-234	-560	-290	-675	-395
股本变化	0	-1	0	0	0
债务净变化	72	45	102	-319	0
无息负债变化	23	173	134	278	300
净现金流	-196	-8	600	183	621

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	36.5%	37.7%	36.1%	36.1%	35.7%
EBITDA 率	13.6%	13.4%	11.2%	11.2%	10.9%
EBIT 率	11.3%	11.1%	9.9%	10.0%	9.7%
税前净利润率	12.4%	11.8%	11.7%	11.7%	11.6%
归母净利润率	10.7%	10.0%	10.0%	10.1%	9.9%
ROA	11.0%	9.3%	9.6%	10.3%	10.4%
ROE (摊薄)	17.8%	15.2%	15.5%	16.0%	15.9%
经营性 ROIC	96.8%	102.8%	83.4%	74.2%	67.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	38%	39%	38%	35%	35%
流动比率	2.05	2.02	2.07	2.22	2.27
速动比率	1.79	1.77	1.85	1.95	1.99
归母权益/有息债务	18.42	16.56	13.74	64.32	71.57
有形资产/有息债务	28.72	25.49	21.14	94.46	104.29

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	8,107	8,560	9,310	9,939	10,964
货币资金	298	289	889	1,072	1,694
交易性金融资产	4,558	4,816	4,816	4,816	4,816
应收账款	476	436	496	569	639
应收票据	1	2	1	1	1
其他应收款 (合计)	33	33	44	51	57
存货	799	788	787	913	1,039
其他流动资产	90	204	227	260	291
流动资产合计	6,277	6,606	7,277	7,701	8,559
其他权益工具	205	205	205	205	205
长期股权投资	134	171	171	171	171
固定资产	1,037	909	879	869	872
在建工程	21	9	112	189	247
无形资产	125	342	385	427	468
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	55	46	64	64	64
非流动资产合计	1,831	1,955	2,033	2,238	2,405
总负债	3,091	3,308	3,544	3,504	3,804
短期借款	260	309	319	0	0
应付账款	1,273	1,345	1,420	1,629	1,841
应付票据	55	0	57	65	74
预收账款	112	0	133	153	172
其他流动负债	724	868	868	868	868
流动负债合计	3,064	3,278	3,515	3,475	3,775
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	25	24	24	24	24
非流动负债合计	27	31	29	29	29
股东权益	5,016	5,252	5,766	6,435	7,160
股本	756	755	755	755	755
公积金	1,359	1,335	1,335	1,335	1,335
未分配利润	2,895	3,322	3,835	4,505	5,230
归属母公司权益	5,016	5,249	5,763	6,432	7,157
少数股东权益	1	3	3	3	3

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	19.56%	19.91%	19.60%	19.50%	19.40%
管理费用率	3.02%	3.51%	3.30%	3.30%	3.30%
财务费用率	0.08%	0.43%	0.16%	-0.01%	-0.13%
研发费用率	3.84%	3.79%	3.80%	3.80%	3.80%
所得税率	14%	15%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.50	0.50	0.47	0.54	0.60
每股经营现金流	1.47	1.37	1.29	1.33	1.48
每股净资产	6.63	6.96	7.64	8.52	9.48
每股销售收入	11.05	10.56	11.78	13.52	15.18

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	17	19	17	15	14
PB	3.1	3.0	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	10.4	11.0	10.9	9.2	8.0
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。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (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见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

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

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