

欧普照明 (603515.SH)

审慎推荐-A (下调)

2021 年报暨 2022 一季报点评：盈利能力暂承压，线下改革进行时

消费品/家电
目标估值：NA
当前股价：15.64 元

□欧普照明披露 21 年年报及 22 年一季报。(1) 公司 21 年实现营业收入 88.5 亿元，同比增长 11.0%，实现归母净利润 9.1 亿元，同比增长 13.4%，实现扣非归母净利润 7.0 亿元，同比增长 5.3%。其中单 Q4 实现营业收入 26.9 亿元，同比下滑 1.9%，实现归母净利润 2838 万元，同比下滑 2.4%，实现扣非归母净利润 2.4 亿元，同比下滑 15.6%。(2) 公司 22Q1 实现营业收入 14.6 亿元，同比下滑 17.1%，实现归母净利润 6625 万元，同比下滑 50.9%，实现扣非归母净利润 1312 万元，同比下滑 84.6%，受原材料价格大幅上涨、线下渠道持续改革及部分地区疫情反复影响，公司 22Q1 业绩同比大幅下滑。

基础数据

总股本 (万股)	75421
已上市流通股 (万股)	75376
总市值 (亿元)	118
流通市值 (亿元)	118
每股净资产 (MRQ)	7.7
ROE (TTM)	14.5
资产负债率	28.2%
主要股东	中山市欧普投资有限公司
主要股东持股比例	46.17%

□线下改革进行时，四大渠道共发力。(1) 线下 C 端，公司 21 年全面推进终端门店转型升级及下沉渠道水电光超市，截至 21 年底已完成超过 500 家门店的改装升级及近 3000 家水电光超市的开设，全面提升终端门店经营效率，带动相关主推产品套系化提升至 40%，下沉门店提货额提升 8~10 倍。同时，公司围绕全屋智能照明解决方案及数字平台欧普设计家打从引流到售后的全流程数字化，推动一站式服务能力的全面提升，20 年 7 月在重庆开启首家智能灯光体验馆，截至 21 年底已建设超过 80 个智能体验专区。(2) 线下商照，公司 21 年不断深化专业解决方案能力，在商用大项目、户外照明、商业连锁、汽车工业照明、智慧道路照明等领域均取得不同程度的突破，商照渠道空间广阔，产品标准化程度较 C 端渠道更高，可充分彰显公司制造及规模优势，预计商照渠道未来将成为公司快速发展的重要推力。(3) 线上渠道，公司在重点平台中不断丰富产品品类，同时积极布局抖音、小红书等新平台，带动公司 21 年线上收入快速增长，据魔镜数据统计，2021 年公司淘宝天猫平台销售额同比增长 92.4%，其中多个单月均取得翻倍以上收入增幅。(4) 海外渠道，10 月公司作为中国馆官方合作伙伴身份亮相迪拜世博会并为馆内提供全方位的照明解决方案，全方位提升国际品牌知名度及美誉度，年内在沙特、迪拜、印尼、科威特等多个国家及地区建设多个标杆项目，同时公司积极开拓亚马逊、Lazada 等跨境电商平台，带动海外业务快速增长，21 年公司海外业务收入同比增长 10.48%。

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

□盈利能力短暂承压，单季毛利率降幅环比收窄。受会计准则变更及原材料价格大幅上涨影响，公司 21 年毛利率同比下滑 4.74 pct 至 33.00%，22Q1 毛利率同比下滑 5.90 pct 至 31.41%，剔除会计准则变更影响，我们测算 21A/21Q4/22Q1 毛利率分别同比下滑 1.32pct/ 3.08pct/ 2.02pct，22Q1 毛利率下滑幅度环比收窄。费用端，21 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比下降 4.1pct/ 0.1pct/ 0.2pct/ 0.1pct，22Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动-2.1pct/ +0.2pct/ +0.6pct/ +0.4pct，剔除会计准则变更影响，公司 21 全年/22Q1 财务费用率分别同比变动-0.7pct/ +1.8pct，期间费用率分别同比变动-1.1pct/ +3.0pct 至 23.1%/ 29.3%，综合带来公司 21 全年/22Q1 净利率分别同比+0.3pct/ -3.3pct 至 10.3%/ 4.4%。

相关报告

- 《欧普照明 (603515) 一线下改革进行中，静待花开月明时》 2021-12-31
- 《欧普照明 (603515) 一经营有序复苏，盈利能力提升》 2020-11-03
- 《欧普照明 (603515) —Q2 降幅显著收窄，渠道积极拓展》 2020-08-29

史晋星 S1090522010003
shijinxing@cmschina.com.cn
陈东飞 S1090519070001
chendongfei@cmschina.com.cn
彭子豪 研究助理
pengzihao@cmschina.com.cn

□盈利预测与投资评级。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 93 亿元、104 亿元和 115 亿元，分别同比增长 5%、12%和 11%，归母净利润分别为 9.34 亿元、10.38 亿元和 11.73 亿元，分别同比增长 3%、11%和 13%，对

应估值 13 倍、11 倍和 10 倍，维持"强烈推荐-A"投资评级。

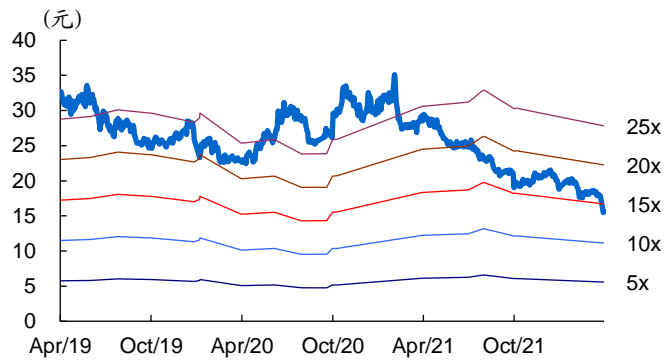
□ 风险提示：宏观景气下移、行业竞争加剧、原材料成本大幅上涨、海运运费大幅上升。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7970	8847	9327	10406	11529
同比增长	-5%	11%	5%	12%	11%
营业利润(百万元)	920	1022	1087	1211	1373
同比增长	-10%	11%	6%	11%	13%
归母净利润(百万元)	800	907	934	1038	1173
同比增长	-10%	13%	3%	11%	13%
每股收益(元)	1.06	1.20	1.24	1.38	1.56
PE	14.7	13.0	12.6	11.4	10.1
PB	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5

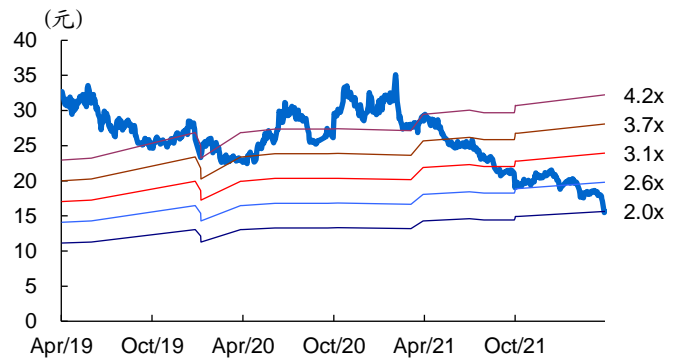
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 欧普照明历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 欧普照明历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6606	6797	7529	8570	9695
现金	289	327	1008	1868	2810
交易性投资	4816	4945	4945	4945	4945
应收票据	2	3	3	3	4
应收款项	436	445	450	502	556
其它应收款	33	42	44	49	54
存货	788	838	871	971	1070
其他	242	197	208	232	257
非流动资产	1955	2280	2193	2118	2053
长期股权投资	171	207	207	207	207
固定资产	909	857	810	771	737
无形资产商誉	342	344	310	279	251
其他	533	872	867	862	859
资产总计	8560	9077	9722	10688	11748
流动负债	3278	3224	3310	3608	3906
短期借款	309	306	300	335	371
应付账款	1345	1349	1417	1578	1739
预收账款	137	138	145	162	178
其他	1487	1431	1448	1533	1618
长期负债	31	23	23	23	23
长期借款	0	0	0	0	0
其他	31	23	23	23	23
负债合计	3308	3247	3333	3631	3929
股本	755	754	754	754	754
资本公积金	734	726	726	726	726
留存收益	3760	4307	4863	5528	6286
少数股东权益	3	43	46	49	53
归属于母公司所有者权益	5249	5787	6344	7008	7766
负债及权益合计	8560	9077	9722	10688	11748

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1031	689	929	1041	1160
净利润	800	910	937	1041	1177
折旧摊销	179	153	169	158	148
财务费用	21	12	15	10	7
投资收益	(128)	(172)	(250)	(250)	(250)
营运资金变动	142	(216)	59	79	75
其它	17	1	(0)	3	3
投资活动现金流	(479)	(290)	168	168	168
资本支出	(277)	(250)	(82)	(82)	(82)
其他投资	(202)	(41)	250	250	250
筹资活动现金流	(560)	(354)	(416)	(349)	(386)
借款变动	35	68	(24)	35	36
普通股增加	(1)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(184)	(8)	0	0	0
股利分配	(378)	(377)	(377)	(374)	(415)
其他	(31)	(36)	(15)	(10)	(7)
现金净增加额	(8)	45	681	860	941

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7970	8847	9327	10406	11529
营业成本	4962	5927	6222	6933	7639
营业税金及附加	43	49	56	62	69
营业费用	1587	1398	1492	1665	1845
管理费用	280	297	304	329	353
研发费用	302	321	339	378	419
财务费用	34	29	15	10	7
资产减值损失	(42)	(59)	(62)	(67)	(74)
公允价值变动收益	4	(7)	0	0	0
其他收益	67	92	100	100	100
投资收益	128	172	150	150	150
营业利润	920	1022	1087	1211	1373
营业外收入	27	33	0	0	0
营业外支出	6	4	0	0	0
利润总额	940	1051	1087	1211	1373
所得税	140	141	150	170	196
少数股东损益	(0)	3	3	3	4
归属于母公司净利润	800	907	934	1038	1173

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-5%	11%	5%	12%	11%
营业利润	-10%	11%	6%	11%	13%
归母净利润	-10%	13%	3%	11%	13%
获利能力					
毛利率	37.7%	33.0%	33.3%	33.4%	33.7%
净利率	10.0%	10.3%	10.0%	10.0%	10.2%
ROE	15.6%	16.4%	15.4%	15.6%	15.9%
ROIC	14.5%	15.1%	14.4%	14.6%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	38.6%	35.8%	34.3%	34.0%	33.4%
净负债比率	3.7%	3.6%	3.1%	3.1%	3.2%
流动比率	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5
速动比率	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	6.3	7.3	7.3	7.5	7.5
应收账款周转率	17.4	20.0	20.7	21.7	21.7
应付账款周转率	3.7	4.4	4.5	4.6	4.6
每股资料(元)					
EPS	1.06	1.20	1.24	1.38	1.56
每股经营净现金	1.37	0.91	1.23	1.38	1.54
每股净资产	6.96	7.67	8.41	9.29	10.30
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.55	0.62
估值比率					
PE	14.7	13.0	12.6	11.4	10.1
PB	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.0	12.0	11.1	10.3	9.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电研究组：

史晋星：复旦大学世界经济硕士，2017年-2021年四年家电行业研究经验，曾工作于申万宏源证券研究所，先后获得2017年水晶球第四，2019-2020年水晶球第五，2017/2020年新财富入围等奖项。

陈东飞：美国莱斯大学统计学硕士，中国人民大学环境经济管理学士学位。2017年入职招商证券，任环保与公用事业行业分析师，2020年任家电行业分析师。

彭子豪：北京大学光华管理学院工商管理硕士，英国华威大学统计学学士，2020年加入招商证券家电研究团队。

团队荣誉：

金牛奖：2018&2019最佳行业金牛分析师

新财富：2017-第4名 2016-第3名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第5名

金牛奖：2017-第2名 2016-第4名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第4名

水晶球：2018-第4名 2017-第2名 2016-第5名 2015-第4名 2014-第4名 2013-第5名

保险资管最受欢迎分析师 IAMAC 奖 2018-第3名 2017-第2名 2016-第3名 2014-第3名

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。