

# 奥普科技 (603551)

## 家居+家电双轮驱动, 电器业务占比提升盈利能力改善

增持 (首次)

2024年10月07日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书: S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1880	1996	2029	2172	2296
同比 (%)	(8.64)	6.17	1.62	7.07	5.71
归母净利润 (百万元)	240.12	309.32	329.33	371.53	416.93
同比 (%)	673.30	28.82	6.47	12.81	12.22
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.60	0.77	0.82	0.93	1.04
P/E (现价&最新摊薄)	15.48	12.01	11.28	10.00	8.91

### 投资要点

- 奥普于 1993 年推出第一台浴霸, 经过三十余年发展, 已成为浴霸及集成吊顶行业的知名品牌。公司秉持“电器+家居”双基因的发展路径, 坚持产品迭代创新, 加速布局家居空间业务, 持续深化渠道革新升级, 各项业务稳健发展。2023 年公司实现营收 19.96 亿元, 同比+6.17%。
- 浴霸产品朝着高附加值、多功能化发展。浴霸产品朝向高附加值、多功能化发展, 行业渗透率仍有向上空间, 奥普作为浴霸行业龙头, 预计将持续受益于产品附加值提升。集成吊顶行业集中度较低, 公司电器业务为核心, 材料业务为辅助, 通过集成吊顶、集成墙面、全功能阳台等业务的开展, 设计优化, 方案融合, 构建了浴室、厨房、客厅、阳台等一站式空间解决方案, 有望带动相关电器产品的销售。
- 以电器业务为核心, 加速布局家居空间业务。1) 公司注重研发创新, 不断提升产品竞争力。公司浴霸电器基因深厚, 同时公司积极进行研发投入, 不断创新产品功能, 近年来持续推出厨房空调、双倍烘隐形晾衣机、奥芯系列新款浴霸等产品, 产品力行业领先。2) 全面布局各类渠道, 多元销售网络运营。线下渠道方面, 公司着力提升开店的速度和质量, 优化经销商团队的整体素质, 同时加大渠道下沉力度, 截至 2023 年末公司代理商共有 1,051 家, 专卖店 1,469 家。电商渠道方面, 公司电商渠道快速发展, 电商渠道占比从 2020 年的 27.59% 提升到 2023 年的 33.31%。公司目前业务以零售为主, 浴霸产品客单价逐步提升, 盈利水平较为稳定。
- 盈利预测与投资评级: 公司是浴霸和集成吊顶行业的领军者, 公司在长期深耕浴霸和集成吊顶产品的同时, 积极践行多品类发展战略, 坚持“家电+家居”双基因并行。公司持续践行“全区域、全渠道、多品类”的经营战略, 线上渠道稳重有增, 线下渠道加大下沉力度, 业务稳健发展。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.29/3.72/4.17 亿元, 对应 PE 分别为 11X/10X/9X。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示: 房地产行业波动的风险; 市场竞争加剧的风险; 原材料价格波动的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	10.55
一年最低/最高价	7.68/12.95
市净率(倍)	2.98
流通 A 股市值(百万元)	4,216.71
总市值(百万元)	4,234.11

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.54
资产负债率(% ,LF)	33.18
总股本(百万股)	401.34
流通 A 股(百万股)	399.69

### 相关研究

## 内容目录

1. 奥普家居：浴霸行业缔造者与领航者，深耕行业三十余年 .....	4
2. 浴霸行业：产品朝着高附加值、多功能化发展 .....	6
3. 集成吊顶行业：行业格局分散，竞争较为激烈 .....	7
4. 以电器业务为核心，加速布局家居空间业务 .....	9
5. 盈利预测和投资建议 .....	13
5.1. 盈利预测假设 .....	13
5.2. 投资建议 .....	14
6. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1:	奥普家居发展历程	4
图 2:	奥普家居家电及家居板块主要产品	4
图 3:	奥普家居分业务营收构成情况	5
图 4:	奥普家居主要产品毛利率情况 (%)	5
图 5:	奥普家居营业收入及增速变动	5
图 6:	奥普家居归母净利润及增速变动	5
图 7:	奥普家居股权结构图 (截至 2024H1 末)	6
图 8:	集成吊顶结构示意图	8
图 9:	奥普科技从单一品类到双核产品再到多元布局	10
图 10:	奥普 2023 年推出厨房空调、双倍烘隐形晾衣机、奥芯系列新款浴霸等新品	10
图 11:	奥普家居研发支出及研发费用率	11
图 12:	奥普 2024 年发布美容舱浴霸	11
图 13:	奥普浴霸产品销量变动情况	11
图 14:	奥普浴霸产品出厂单价变动情况	11
图 15:	奥普家居 2020-2022 年渠道结构变动情况	12
图 16:	奥普家居分渠道毛利率变动情况	12
图 17:	奥普家居经销商及专卖店数量 (家)	12
图 18:	奥普家居分销售模式占比情况	12
图 19:	奥普家居 2024 年 618 战报	13
表 1:	浴霸行业主要参与者类型及特征	7
表 2:	传统吊顶与集成吊顶对比	8
表 3:	集成吊顶行业集中度低, 龙头和小企业分化明显	9
表 4:	奥普家居分业务预测情况	14
表 5:	可比公司盈利预测与估值 (截至 2024 年 9 月 20 日)	15

## 1. 奥普家居：浴霸行业缔造者与领航者，深耕行业三十余年

奥普家居是一家以浴霸、晾衣机、照明为主的家电产品和以集成吊顶、集成墙面、全功能阳台为主的家居产品的研发、生产、销售、服务于一体的综合服务商。“奥普”品牌由奥普电器创始于1993年，公司于1993年发明第一台浴霸；2004年奥普卫浴成立；2006年奥普集团在香港联交所上市，同年奥普集成吊顶上市；2009年奥普集成灶上市；2016年公司完成联交所退市，同年奥普集成墙面及新风取暖产品发布；2017年，公司剥离房地产业务专注主业，并推出新风系统产品；2020年公司成功挂牌A股上市；2022年奥普科技新品发布会，空气管家浴霸上市，倡导卫浴空气健康生活理念。

图1：奥普家居发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司秉持“电器+家居”双基因的发展路径，电器类产品立足于浴霸的核心技术，将产品布局延伸至晾衣机、光源照明、通风扇、厨房空调等产品，朝着功能化、智能化的方向发展。家居类产品以电器模块为核心结合集成吊顶、集成墙面，朝着场景化、快装化、提供一站式解决方案的方向发展。

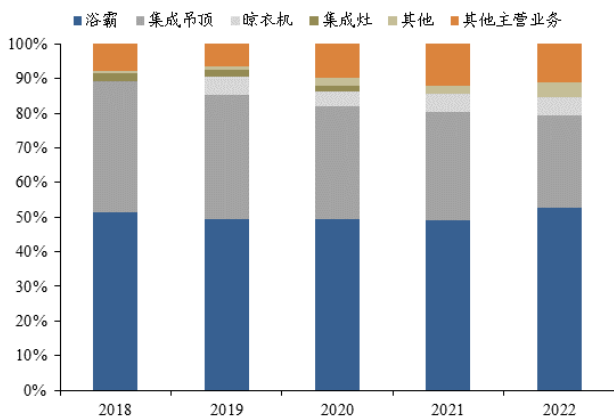
图2：奥普家居家电及家居板块主要产品



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

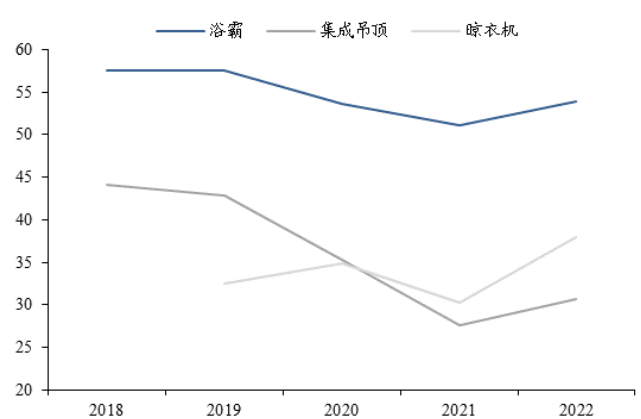
**电器业务占比提升，产品结构升级毛利率提升。**分业务构成来看，2023 年公司电器业务（包括浴霸、晾衣机、照明、集成吊顶的电器模块等电器）收入占比 75.79%；材料业务（包括集成吊顶的材料和配件模块、集成墙面等）收入占比 21.69%。公司集成吊顶业务占比从 2018 年的 37.90%收缩至 2022 年的 26.45%，公司持续发力浴霸、晾衣机等电器类产品，占比持续提升。同时，随着产品结构升级，毛利率也持续提升，2023 年公司电器业务毛利率 54.35%，同比变动+3.72pct；材料业务毛利率 26.23%，同比变动-0.58pct。随着公司电器占比的进一步提升，而电器业务毛利率远高于材料业务毛利率，因此综合毛利率也得到改善。

图3：奥普家居分业务营收构成情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图4：奥普家居主要产品毛利率情况 (%)

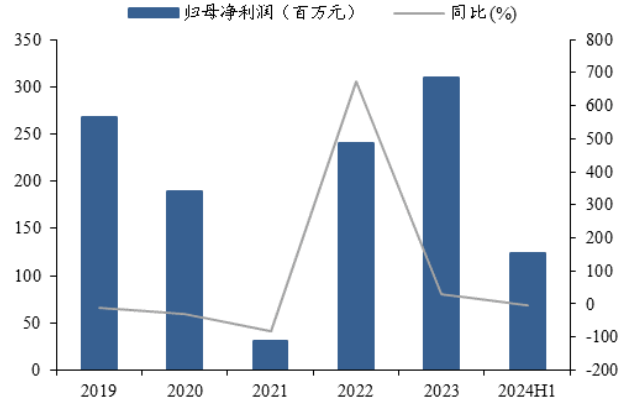
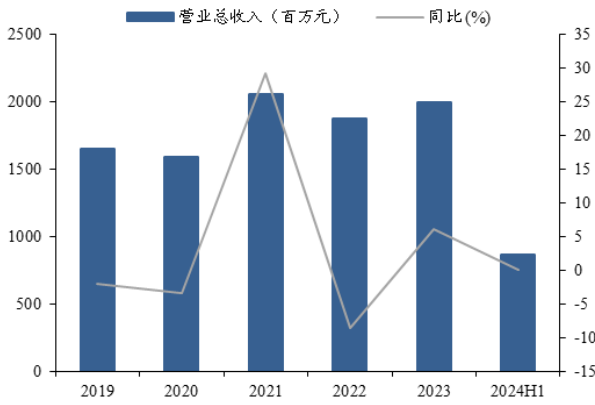


数据来源：WIND，东吴证券研究所

**业绩表现稳健，经营韧性凸显。**公司营收规模总体保持稳健发展，净利水平有所波动。公司 2021、2022 年受信用减值损失计提影响当期业绩，2022 年以来公司盈利水平有所修复。公司 2023 年实现营业收入 19.96 亿元，同比+6.17%；归母净利润 3.09 亿元，同比+28.82%。在行业需求承压背景之下，公司收入及利润仍保持较好韧性，2024H1 公司实现营收 8.62 亿元，同比+0.03%；归母净利润 1.23 亿元，同比-4.43%。

图5：奥普家居营业收入及增速变动

图6：奥普家居归母净利润及增速变动

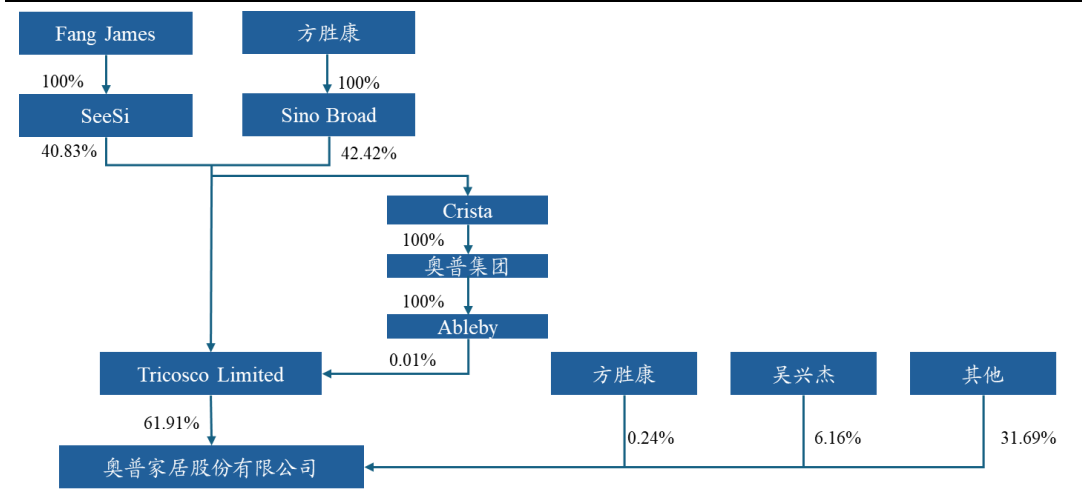


数据来源：WIND，东吴证券研究所

数据来源：WIND，东吴证券研究所

截至 2024H1 末，公司实际控制人 Fang James 和方胜康分别间接持有 Tricosco Limited 的 40.83%和 42.42%股权比例，Tricosco Limited 持有公司 61.94%的股权，方胜康直接持有公司 0.24%股权。公司实际控制人 Fang James、方胜康及吴兴杰、方雯雯的一致行动人，方雯雯系方胜康之女，间接持有 Tricosco Limited 9.39%的股权；吴兴杰系方胜康之女婿，直接持有奥普 6.16%股权，股权结构稳定集中。

图7：奥普家居股权结构图（截至 2024H1 末）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

## 2. 浴霸行业：产品朝着高附加值、多功能化发展

浴霸产品装有特制热源，能够快速提升浴室温度，改变了冬日人们寒冷的洗浴体验。经过多年发展，目前浴霸已经突破最初简单的照明、取暖、通风功能发展成为一种集照明、浴室暖房、通风、换气、杀菌、湿度控制等功能为一体的综合性电器，并逐渐成为卫浴间的必备品之一。我国浴霸行业的发展大致可以划分为三个阶段：

- **第一阶段(1999年以前)**: 以奥普电器为代表的企业最初将浴霸产品引入中国市场，

产品主要以功能型为主，主导产品为**灯暖型浴霸**，消费者购买浴霸的主要目的为改善寒冷卫浴体验。

- **第二阶段（1999-2015年）**：在以奥普为代表的企业的不断努力下，浴霸产品系列不断升级和丰富，并且逐步普及。市场上主导产品为**灯暖、风暖以及灯风暖结合型浴霸**。这一阶段无品牌、区域性电器厂商等逐渐入局浴霸产品的生产和销售，行业内企业数量逐渐增多，竞争趋于激烈，市场集中度降低。
- **第三阶段（2015年至今）**：家居行业逐渐朝着定制化、智能化的方向发展，浴霸也开始，如声控系统、远程预热、自动感应等，旨在为消费者提供更为舒适便捷的沐浴体验。此外，随着近年来消费者对室内空气质量的关注度不断提高，逐步产生了净化室内空气、检测空气质量、系统性调控室内干湿平衡等消费需求，**浴霸实现从单一取暖功能向承载浴室整体空气管理功能的转型**。具备研发能力、质控能力、营销优势的企业不断推出新产品，产品附加值不断提升，而规模较小、设计能力较弱的企业无法及时应对消费观念变化，行业集中度逐渐提升。

浴霸行业经过二十多年发展至今，行业内企业数量众多，竞争较为激烈，除奥普家居这类专业从事浴霸制造的企业外，行业还吸引了众多照明企业、综合家电制造企业以及小众品牌入局。随着浴霸产品向集成化、智能化等趋势不断迭代，加之市场竞争激烈推动大批企业迈向多品类扩张道路，越来越多的照明电工品牌选择切入浴霸市场，以进一步延伸自身的产业链范畴，增强品牌全品类、全渠道优势。

**表1：浴霸行业主要参与者类型及特征**

企业类型	代表企业	特征
专业浴霸制造企业	奥普家居	专注于浴霸领域，在产品制造、技术开发、品牌认可度方面具有优势
照明企业	欧普照明	主要从事照明灯具的生产及销售，近年来产品线开始向浴霸扩充
综合家电制造企业	美的集团、松下电器	涉及白色电器、厨房电器等家用电器领域，对浴霸关注度相对较低，以自产结合 OEM 贴牌为主要生产模式
众多小众品牌企业	——	研发设计能力弱，品牌知名度较低，缺乏稳定的销售渠道，主要以低价产品在低端市场竞争

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 3. 集成吊顶行业：行业格局分散，竞争较为激烈

吊顶行业从上世纪 90 年代到现在，基本经历了以下的三个发展阶段：

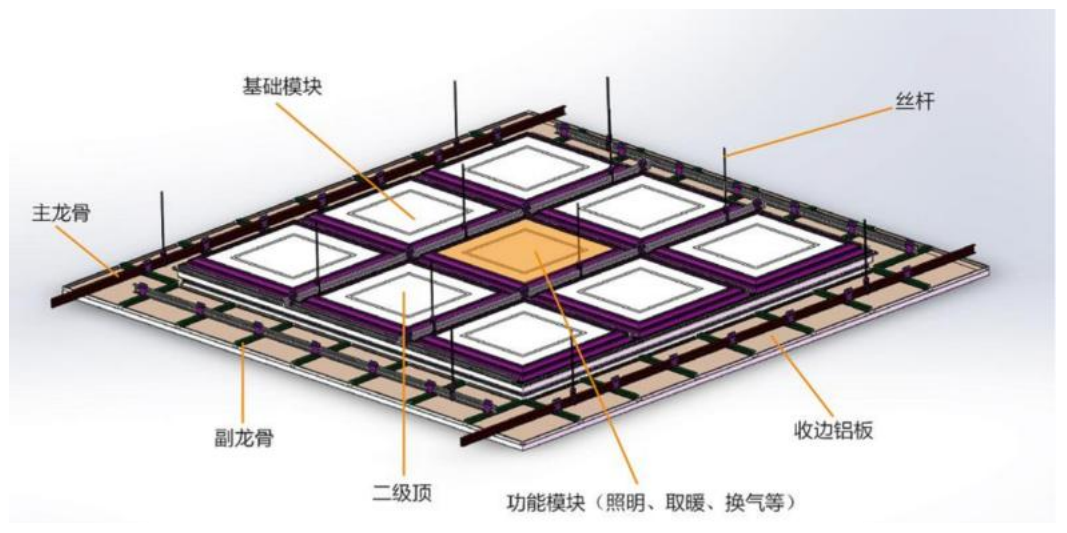
- **第一阶段 传统吊顶（上世纪 90 年代至 2005 年）**：这一阶段的吊顶材料先后出现了石膏板吊顶、PVC 板吊顶和金属板吊顶。这一阶段的吊顶，主要是为了掩盖框架、横梁、管道和布线，产品只属于单一建筑材料，在家庭装修中主要用于厨卫吊顶。
- **第二阶段 集成吊顶（2005 年至 2015 年）**：随着消费者对家居环境品质要求的不断提高，为了解决传统吊顶的缺陷，集成吊顶应运而生，集成吊顶产品在材质、

外观、造型及生产工艺等方面均有了较大的提升。集成吊顶在家装中的运用从功能性逐渐向装饰性进行过渡。

- **第三阶段 顶墙集成(2015年至今):**顶墙集成是由集成吊顶延伸的家装新模式,其适用装修的范围更为广泛,产品线拓展至客厅、卧室、书房的吊顶和墙面。集成吊顶也逐渐从住宅市场向工装市场拓展,应用场景扩大以及产品线延伸,使得集成吊顶企业所处的市场规模也进一步扩大。

集成吊顶是近年来天花吊顶行业的新兴细分行业,传统吊顶一般采用石膏为原材料,集成吊顶是通过模块化设计将吊顶基板与功能电器融合一体,简单而言,就是将整个房间顶部的装饰分为三部分:第一部分是基础模块,就是相同规格的装饰基板,这决定整体的设计风格;第二部分是功能模块,将功能电器与面板、连接件整合,一般包括照明、取暖与换气等功能,为了方便装卸、维修;第三部分是辅助模块,即是整个吊顶的骨架,包括吊杆、龙骨及修边条。

图8: 集成吊顶结构示意图



数据来源: 法狮龙招股说明书, 东吴证券研究所

与传统吊顶相比,集成吊顶在外观上更统一和美观,在安装上更便捷和节省工期,在安全性上更可靠且使用寿命更长,在电器分布上更灵活及合理化。

表2: 传统吊顶与集成吊顶对比

项目	传统吊顶	集成吊顶
外观对比	外观通常较为简单、颜色单一,各电器零散分布。	统一的装饰风格,可根据客户需求定制层次造型,各电器集成、布局优化。
安装对比	需预设电器出口,完成安装后吊顶即固定,装卸、拆洗电器不易。	各功能模块可按客户喜好更换安装位置,拆卸简便,产生的建筑垃圾较少。
安全性对比	热电集中,电线、电子部件老化速度相对较快。	强弱电分离,各电器部件可进行独立布线,延长电器使用寿命。
电器分布对比	暖灯通常呈点状排列,受热面较小;电器多项功能通常集中在一点,在房间整体中分布不均。	可根据所需取暖、照明、通风等功能的空间不同,随意增添、安装相应功能模块,使房间整体空间的功能电器分布合理化,最大化电器使用效果。



表2: 传统吊顶与集成吊顶对比

项目	传统吊顶	集成吊顶
----	------	------

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

**集成吊顶行业较为分散, 龙头市占率低。**集成吊顶行业集中度较低, 友邦吊顶、法狮龙等一线品牌的市场占有率很低, 造成行业分散的原因如下:

- 吊顶行业投入少, 技术壁垒低, 参与者容易进入: 从工艺的角度, 集成吊顶主要构件为铝扣板、龙骨等材料, 低端产品生产的技术壁垒不高。从下游应用的角度, 受限于此前集成吊顶产品风格较为单一, 集成吊顶企业普遍研发设计能力不强等影响, 对传统吊顶石膏板及 PVC 吊顶的替代性不强, 集成吊顶在地产开发端并未得到广泛的应用。
- 应用场景集中在厨卫空间, 消费者对于外观质量的关注度相对低, 更关注价格: 集成吊顶的应用场景主要还是集中在厨卫, 相对于客厅卧室等空间, 消费者对于厨卫美观程度的关注度相对低, 首要考虑点还在于产品的价格, 并且由于吊顶行业龙头品牌知名度不够广, 以上原因给了小规模公司生存空间。

**集成吊顶行业参与者众多, 中小企业盈利性较差。**吊顶行业的参与者中既有专业从事吊顶设计、制造和安装的专业公司, 如友邦吊顶、法狮龙、美尔凯特等; 也包括一些跨界参与的企业, 比如主要从事卫浴照明的企业, 利用自身品牌的知名度, 带动作为副业的吊顶领域, 如奥普、飞利浦、雷士等; 由于吊顶也具有一定的定制属性, 近年来也有一些定制家居类企业入局吊顶行业, 如索菲亚、尚品宅配等; 除了专业吊顶企业及跨界经营的公司外, 吊顶行业存在大量的中小企业, 品牌知名度低、产品质量参差不齐、款式单一, 多以模仿及配件生产为主, 没有建立自主品牌和稳定的销售渠道。

表3: 集成吊顶行业集中度低, 龙头和小企业分化明显

企业类型	生产能力	竞争能力
奥普家居、友邦吊顶、法狮龙等	具备较强的自主研发能力和产品设计能力	拥有较好的品牌形象和全国性的销售网络, 市场竞争力较强。
“前店后厂”的作坊式企业等规模较小的企业	这些企业研发设计能力弱, 通常只能够生产集成吊顶中的扣板、辅件等, 不具备生产集成吊顶中承担功能模块的主机设备的能力	缺乏品牌知名度和稳定的销售渠道, 产品品质不高, 竞争力不强

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

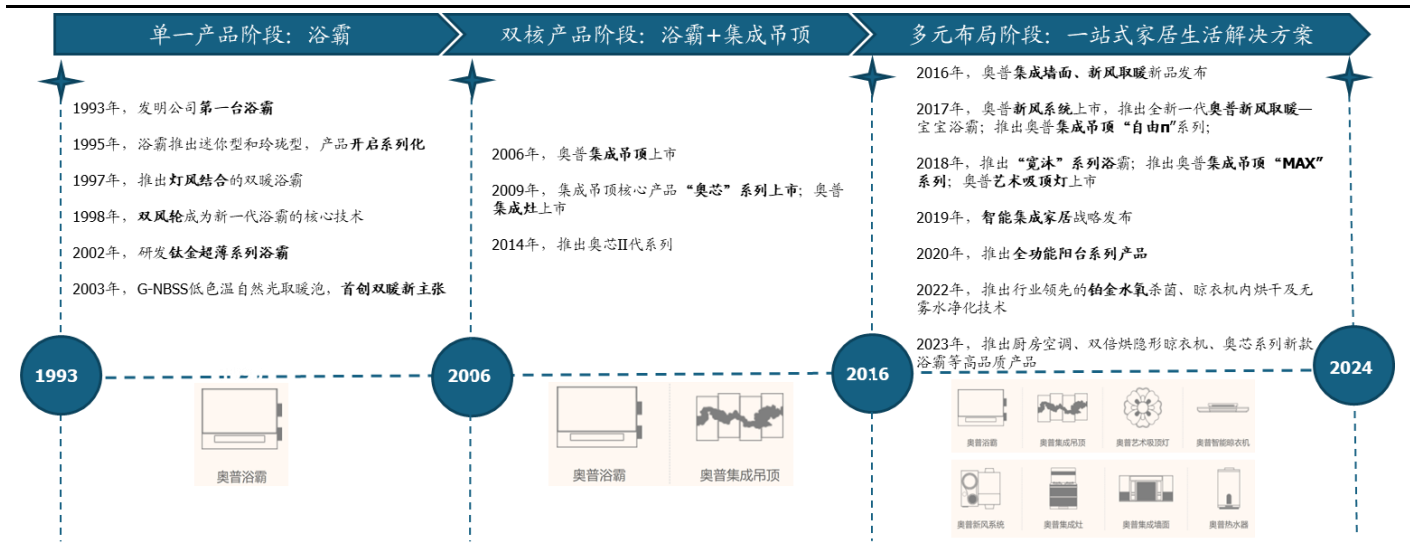
相比于同业其他集成吊顶生产企业, 奥普的电器基因更为深厚, 随着公司聚焦以浴霸产品为核心的电器主业, 对于毛利率较低的材料业务的定位弱化, 材料业务逐步定位于与电器产品共同构建浴室、厨房、客厅、阳台等一站式空间解决方案, 从而有望拉动电器相关产品的销售。

#### 4. 以电器业务为核心, 加速布局家居空间业务

奥普以浴霸产品起家, 逐步延伸到卫浴空间的集成吊顶, 再到厨房、客卧空间的集

成吊顶，再到近年来的集成灶、新风系统、晾衣机等新品类，奥普依托产品创新持续拓展涉足新的室内空间以及产品体系。从 1993 年公司推出浴霸为核心的产品体系，2006 年公司推出集成吊顶系列产品，开启双核产品发展阶段；2016 年以来，公司引入新风、集成墙面、照片产品、功能阳台灯，多品类扩张进程加速开启；2020 年公司推出全功能阳台系列产品；2022 年公司推出行业领先的铂金水氧杀菌、晾衣机内烘干以及无雾水净化技术等；2023 年公司再次推出厨房空调等高品质新品。

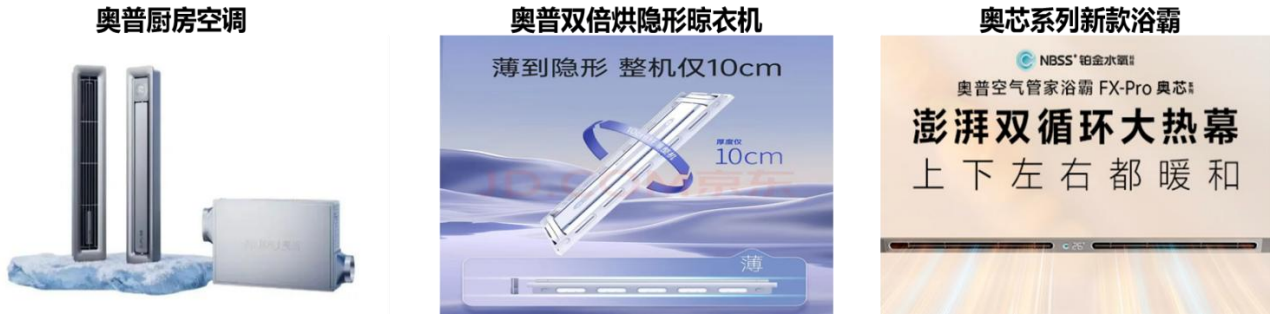
图9：奥普科技从单一品类到双核产品再到多元布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司注重研发创新，不断提升产品竞争力。2023 年公司投入研发费用 1.01 亿元，占收入比为 5.04%。公司 2022 年推出行业领先的铂金水氧杀菌、晾衣机内烘干及无雾水净化技术，实现了包括杀菌、风道设计、强化传热、智能控制等多项关键技术领域突破，持续保持行业技术领先优势，不断提升产品竞争力。2023 年，公司相继推出厨房空调、双倍烘隐形晾衣机、奥芯系列新款浴霸等系列满足时代用户需求的高品质产品。新品双倍烘隐形晾衣机具备高性价比承载力强、容量大的基本属性，同时搭载两条合计 1.2 米的长风道，可快速实现多量衣物的极致速干；首次推出的新品厨房空调具备强制冷、抗油烟，无需单独安装外机的特点，以核心的冷热分离速冷技术赋予消费者清爽、舒适的夏日烹饪体验。

图10：奥普 2023 年推出厨房空调、双倍烘隐形晾衣机、奥芯系列新款浴霸等新品

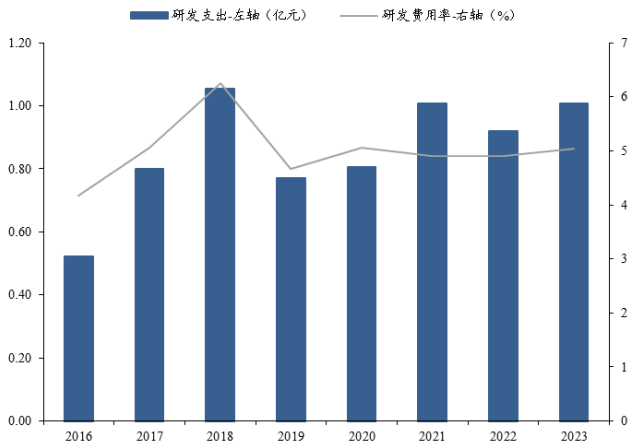


数据来源：奥普官网，东吴证券研究所

2024年4月12日，奥普新品发布汇推出奥普美容舱浴霸、奥普MAX空气管家双氧浴霸、奥普第二代空气管家浴霸、奥普厨房空调四款新品。这些产品采用了最新的人工智能技术和物联网技术，为用户提供更智能、更个性化的生活体验。

图11：奥普家居研发支出及研发费用率

图12：奥普2024年发布美容舱浴霸



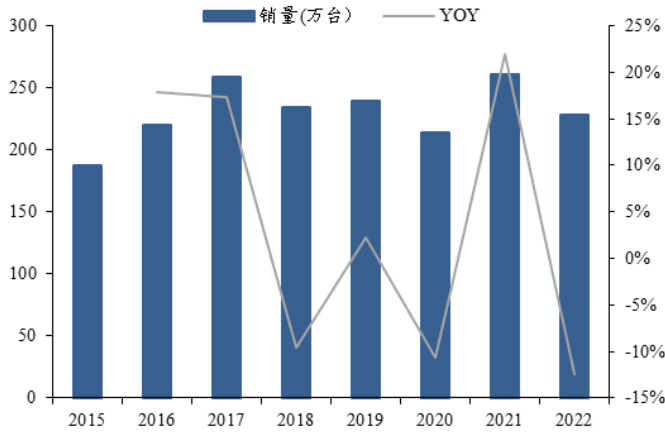
数据来源：WIND，东吴证券研究所

数据来源：奥普官方公众号，东吴证券研究所

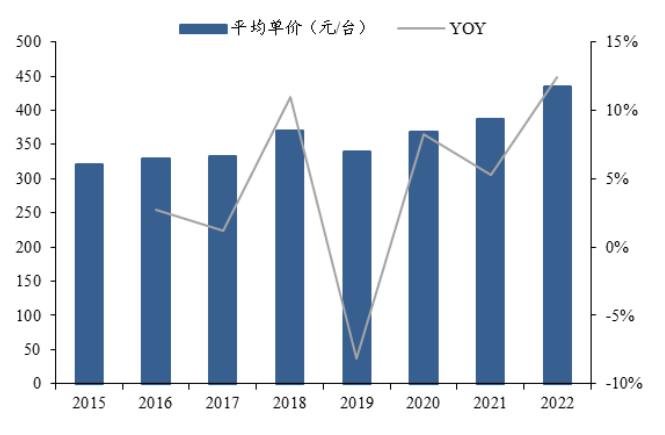
浴霸销量基本稳定，产品客单价持续提升。公司产品荣获德国IF产品设计奖、德国红点产品设计奖、台湾金点设计奖、当代好设计奖等多项设计大奖。公司近年来浴霸产品出厂平均单价持续提升，从2019年的339.72元/台提升到2022年的435.33元/台，主要得益于公司持续推陈出新，开展技术研发和功能创新，开发出高值新品带动产品均价提升。

图13：奥普浴霸产品销量变动情况

图14：奥普浴霸产品出厂单价变动情况



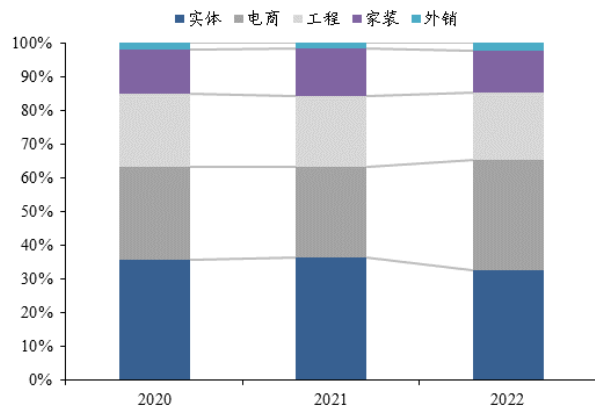
数据来源：WIND，东吴证券研究所



数据来源：WIND，东吴证券研究所

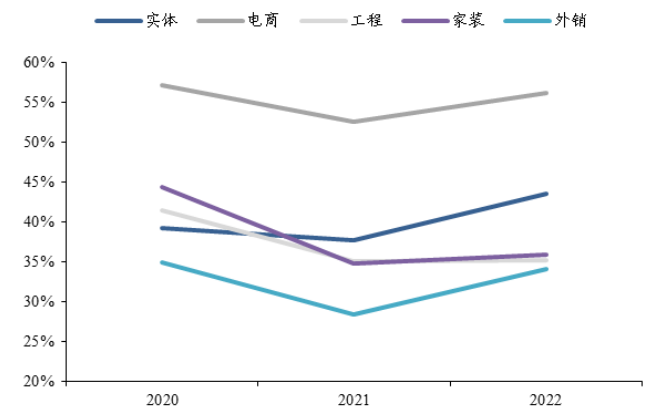
公司已全面布局各类渠道，目前公司已经形成了实体渠道、电商渠道、工程渠道、家装渠道、其他渠道等多元营销网络。线下实体渠道方面着力提升开店的速度和质量，优化经销商团队的整体素质，截至2023年末公司代理商共有1,051家，专卖店1,469家。公司在占据一二线城市市场份额的同时下沉渠道，抢占三四线城市和发达县城乡镇的市场。

图15: 奥普家居 2020-2022 年渠道结构变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图16: 奥普家居分渠道毛利率变动情况

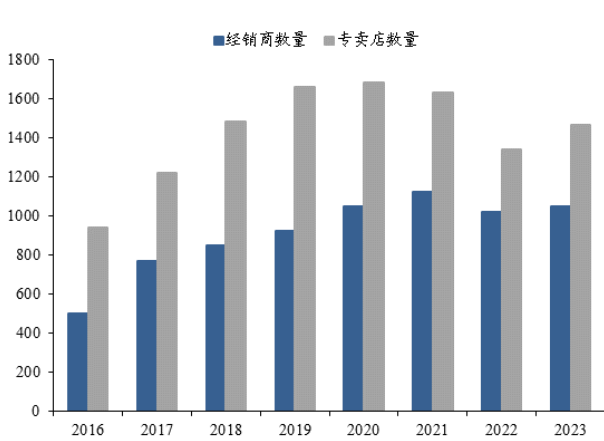


数据来源：WIND，东吴证券研究所

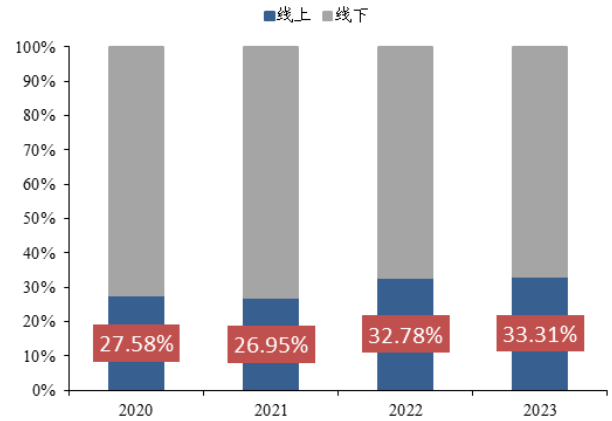
电商渠道方面，公司电商渠道快速发展，电商渠道占比从2020年的27.58%提升到2023年的33.31%。未来公司要以传统电商渠道市占率稳中有升，加速突破新兴电商渠道为目标，锚定流量入口，通过抖音、小红书等平台开展线上种草引流活动，并且与众多一线达人主播开展战略合作的同时大力发展自营直播间，为后续电商市场的爆发积蓄力量。

图17: 奥普家居经销商及专卖店数量（家）

图18: 奥普家居分销售模式占比情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

线上渠道保持领先地位, 晾衣机等产品线上渠道销量快速增长。从公司电商平台的618战报来看, 公司2024年618全平台销售总额超2亿元, 618各平台浴霸榜单位居TOP1; 奥普线上平台晾衣机品类销量增长超过100%, 公司各品类在线上渠道表现较好。

图19: 奥普家居2024年618战报



数据来源: 奥普家居公众号, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测和投资建议

### 5.1. 盈利预测假设

- (1) **电器业务:** 公司电器类产品立足于浴霸的核心技术, 将产品布局延伸至晾衣机、光源照明、通风扇、厨房空调等产品, 朝着功能化、智能化的方向发展。公司在电器领域持续深耕, 不断推陈出新, 23年推出双倍烘隐形晾衣机、厨房空调等高性价比的单品, 24年4月推出新品美容舱浴霸, 实现技术与产品的领先。我们预计公司电器业务占比将会持续提升, 预计公司2024-2026年电器业务收入分别增长5%/10%/8%。

(2) **材料业务:** 公司以集成吊顶、集成墙面等材料为依托, 搭载公司核心电器产品, 通过不断设计优化和组合方案融合, 构建了浴室、厨房、阳台的一站式空间解决方案。集成吊顶、集成墙面作为辅助材料, 规模保持相对稳定, 我们预计 2024-2026 年材料业务规模分别同比-10%/-5%/-5%。

表4: 奥普家居分业务预测情况

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>电气机械及器材制造业</b>					
收入	1,802.05	1,946.08	1,978.42	2,117.80	2,239.09
yoy	-10.57%	7.99%	1.66%	7.05%	5.73%
成本	994.12	1,010.16	1,018.42	1,077.49	1,128.47
毛利率(%)	44.83	48.09	48.52%	49.12%	49.60%
<b>——电器</b>					
收入		1,513.04	1,588.69	1,747.56	1,887.37
yoy			5.00%	10.00%	8.00%
成本		690.69	730.80	803.88	868.19
毛利率(%)		54.35	54.00	54.00	54.00
<b>——材料</b>					
收入		433.03	389.73	370.24	351.73
yoy			-10.00%	-5.00%	-5.00%
成本		319.47	287.62	273.61	260.28
毛利率(%)		26.23	26.20	26.10	26.00
<b>其他业务</b>					
收入	78.17	50.20	50.20	54.22	56.93
yoy	81.07%	-35.78%	0.00%	8.00%	5.00%
成本	52.20	38.29	37.65	40.66	42.70
毛利率(%)	33.22	23.72	25.00	25.00	25.00
<b>合计</b>					
收入	1,880.23	1,996.28	2,028.62	2,172.02	2,296.02
yoy	-8.64%	6.17%	1.62%	7.07%	5.71%
成本	1,046.32	1,048.45	1,056.07	1,118.15	1,171.16
毛利率(%)	44.35	47.48	47.94	48.52	48.99

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

## 5.2. 投资建议

公司是浴霸和集成吊顶行业的领军者, 公司在长期深耕浴霸和集成吊顶产品的同时, 积极践行多品类发展战略, 坚持“家电+家居”双基因并行。公司持续践行“全区域、全渠道、多品类”的经营战略, 线上渠道稳重有增, 线下渠道加大下沉力度, 业务稳健发展。

考虑到公司业务以浴霸电器和集成吊顶等为主, 我们选取法狮龙和欧普照明作为可

比公司。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.29/3.72/4.17 亿元，对应 PE 分别为 11X/10X/9X。首次覆盖，给予“增持”评级。

表5: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2024 年 9 月 20 日)

股票简称	股票代码	总市值 (亿元)	市净率 (LF)	市盈率 (TTM)	归母净利润 (亿元)				市盈率			
					2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
好太太	603848.SH	47.41	2.56	17.11	3.27	3.98	4.72	5.54	14.49	11.92	10.04	8.56
欧普照明	603515.SH	106.49	1.93	12.18	9.24	10.48	11.71	13.00	11.52	10.16	9.09	8.19
平均值			2.24	14.64					13.01	11.04	9.57	8.37
奥普家居	603551.SH	37.16	2.86	13.01	3.09	3.29	3.72	4.17	12.01	11.28	10.00	8.91

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

## 6. 风险提示

### 房地产行业波动的风险

公司所处的浴霸行业、吊顶行业等电器、家居行业与房地产行业密切相关。近几年国内房地产行业景气度较低,使得浴霸及吊顶零售端需求增速放缓。如果未来房地产销售进一步下行,将会影响公司家居产品的销售。

### 市场竞争加剧的风险

公司所处的浴霸、吊顶行业内生产企业众多,越来越多企业跨界涌入,众多中小企业同质化竞争并通过价格战等方式抢占市场份额,随着行业竞争的加剧,行业平均利润率可能会出现下滑。因此公司未来可能面临行业竞争加剧的情况,从而对公司生产经营产生不利影响,导致利润下滑。

### 原材料价格波动的风险

公司生产的浴霸、吊顶产品的主要原材料包括电器类配件、塑料类配件、铝材、五金件等,原材料的采购价格与塑料、铜、铝等大宗商品价格存在一定的关联性。公司直接原材料成本占比 90%以上,原材料采购价格对于公司主营业务成本存在较大的影响。如果未来原材料价格大幅波动,将不利于公司的成本控制,进而会影响公司业绩。

## 奥普科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,644</b>	<b>1,629</b>	<b>2,121</b>	<b>2,575</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,996</b>	<b>2,029</b>	<b>2,172</b>	<b>2,296</b>
货币资金及交易性金融资产	1,273	1,249	1,748	2,195	营业成本(含金融类)	1,048	1,056	1,118	1,171
经营性应收款项	150	122	159	136	税金及附加	21	20	22	23
存货	180	214	169	199	销售费用	357	369	387	405
合同资产	0	0	0	0	管理费用	145	150	156	164
其他流动资产	41	44	44	44	研发费用	101	104	105	108
<b>非流动资产</b>	<b>846</b>	<b>812</b>	<b>780</b>	<b>750</b>	财务费用	(29)	(37)	(37)	(52)
长期股权投资	97	97	97	97	加:其他收益	35	30	33	34
固定资产及使用权资产	501	465	430	394	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	2	2	1	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	87	89	93	99	减值损失	(33)	(15)	(25)	(30)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	<b>营业利润</b>	<b>355</b>	<b>381</b>	<b>429</b>	<b>481</b>
其他非流动资产	155	155	155	155	营业外净收支	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>2,490</b>	<b>2,441</b>	<b>2,901</b>	<b>3,325</b>	<b>利润总额</b>	<b>356</b>	<b>382</b>	<b>430</b>	<b>482</b>
<b>流动负债</b>	<b>776</b>	<b>753</b>	<b>836</b>	<b>836</b>	减:所得税	43	47	52	58
短期借款及一年内到期的非流动负债	9	9	9	9	<b>净利润</b>	<b>312</b>	<b>335</b>	<b>377</b>	<b>423</b>
经营性应付款项	501	485	553	540	减:少数股东损益	3	6	6	6
合同负债	99	90	95	100	<b>归属母公司净利润</b>	<b>309</b>	<b>329</b>	<b>372</b>	<b>417</b>
其他流动负债	168	169	179	187	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	0.82	0.93	1.04
非流动负债	56	56	56	56	EBIT	328	369	427	469
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	396	405	463	505
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	47.48	47.94	48.52	48.99
租赁负债	12	12	12	12	归母净利率(%)	15.49	16.23	17.11	18.16
其他非流动负债	44	44	44	44	收入增长率(%)	6.17	1.62	7.07	5.71
<b>负债合计</b>	<b>832</b>	<b>809</b>	<b>892</b>	<b>892</b>	归母净利润增长率(%)	28.82	6.47	12.81	12.22
归属母公司股东权益	1,605	1,574	1,945	2,362					
少数股东权益	53	59	65	71					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,657</b>	<b>1,632</b>	<b>2,010</b>	<b>2,433</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,490</b>	<b>2,441</b>	<b>2,901</b>	<b>3,325</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	422	338	503	453	每股净资产(元)	4.00	3.92	4.85	5.89
投资活动现金流	6	(1)	(3)	(5)	最新发行在外股份(百万股)	401	401	401	401
筹资活动现金流	(277)	(361)	(1)	(1)	ROIC(%)	17.52	19.43	20.35	18.38
现金净增加额	151	(24)	499	447	ROE-摊薄(%)	19.28	20.93	19.10	17.65
折旧和摊销	68	36	36	36	资产负债率(%)	33.43	33.12	30.73	26.83
资本开支	(11)	(1)	(3)	(5)	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.01	11.28	10.00	8.91
营运资本变动	14	(48)	65	(37)	P/B(现价)	2.32	2.36	1.91	1.57

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>