

公司点评

奥普家居 (603551)

家用电器 | 白色家电

浴霸行业领军者，多品类持续扩张

2020年11月16日

评级 谨慎推荐

评级变动 首次

合理区间 16.6-18.2 元

交易数据

当前价格 (元)	15.90
52 周价格区间 (元)	14.99-25.53
总市值 (百万)	6360.16
流通市值 (百万)	636.16
总股本 (万股)	40001.00
流通股 (万股)	4001.00

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
奥普家居	-1.79	-9.81	
白色家电	16.19	19.0	40.7

周策

执业证书编号: S0530519020001  
zhouce@cfzq.com

尹盟

yinmeng@cfzq.com

分析师

0731-84779582

研究助理

相关报告

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	1684.41	1649.82	1617.81	1814.86	2039.91
净利润 (百万元)	302.10	267.63	207.88	240.87	298.86
每股收益 (元)	0.76	0.67	0.52	0.60	0.75
每股净资产 (元)	2.47	2.97	3.39	3.80	4.28
P/E	20.96	23.66	30.46	26.29	21.19
P/B	6.40	5.33	4.67	4.17	3.70

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资要点:

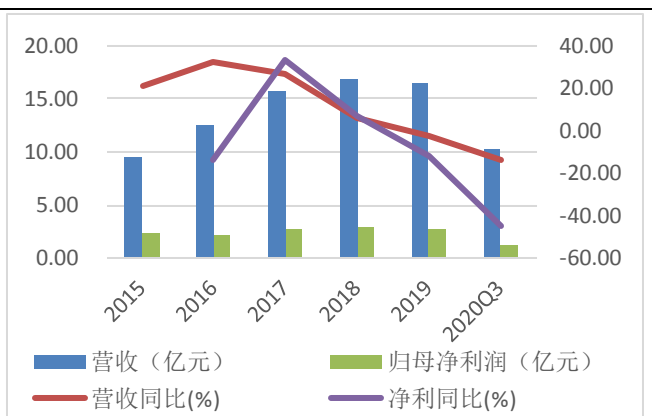
- **浴霸、吊顶行业领军者:** 奥普家居主要从事浴霸、集成吊顶等家居产品的研发、生产、销售及相关服务的提供。公司产品系列逐步从浴霸、集成吊顶扩展至厨电、照明和晾衣架等产品, 逐步从卫浴取暖走向全屋空气管理, 全方位管理家庭生活空间。在渠道方面, 公司主要有大宗和经销两种模式, 其中经销模式占公司主营业务收入的比例较高, 约为 75%。经销渠道上, 公司拥有经销商 862 家, 经销商合计拥有专卖店 1,638 家, 专营店 3,159 家, 未来随着公司业务的进一步拓展, 经销商以及店铺数量均有望继续增加; 大宗渠道上, 公司和多家地产龙头签订了供货协议。此外公司大举开展与家装公司的合作。
- **多品类扩张, 打开阳台新空间:** 目前“奥普”已成为国内家居行业领军品牌, 尤其在浴霸行业, 在高端品类拥有高市占率。但目前整个浴霸和集成吊顶行业市场空间非常有限, 公司于 2017 年实行多品类战略, 布局照明, 空气, 晾衣架等品类, 在扣板, 集成墙板和地板领域大举发力; 公司新品类扩张在经销渠道端颇具优势, 照明, 换气, 智能衣架等展品设备不占展台面积, 只需占据部分天花板空间, 天然适合进入经销渠道; 拓展后期, 公司整合现有产品形成全功能阳台, 瞄准后精装周期家装空间。
- **投资建议:** 公司产品多带进场安装属性, 上半年受疫情影响销售下滑, 但三季度同比转正, 叠加上半年的需求错配, 四季度销售有望放量。我们判断公司大宗渠道占比逐渐增长, 因此毛利率水平将下降, 但大宗渠道费用水平较低, 因此对净利率影响有限。我们预计公司 2020 年-2022 年 EPS 为 0.52/0.60/0.75 元, 对应 PE 分别为 30.5X/26.3X/21.2X。考虑到公司是浴霸, 集成吊顶行业龙头, 产品优势将进一步维持, 且全功能阳台打开增长可期, 给予公司 2020 年底 32-35 倍 PE, 股价合理区间 16.6-18.2 元, 给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示:** 房地产需求不及预期; 疫情反复

## 1 浴霸、吊顶行业领军品牌

奥普家居主要从事浴霸、集成吊顶等家居产品的研发、生产、销售及相关服务的提供。公司产品系列逐步从浴霸、集成吊顶扩展至厨电、照明和晾衣架等产品，逐步从卫浴取暖走向全屋空气管理，全方位管理家庭生活空间，着力为消费者打造“温度”+“干湿度”+“纯净度”+“新鲜度”+“氛围度”的“五度”健康家居环境。在精装修渗透率的不断提升的背景下，公司营收有望迎来新高。

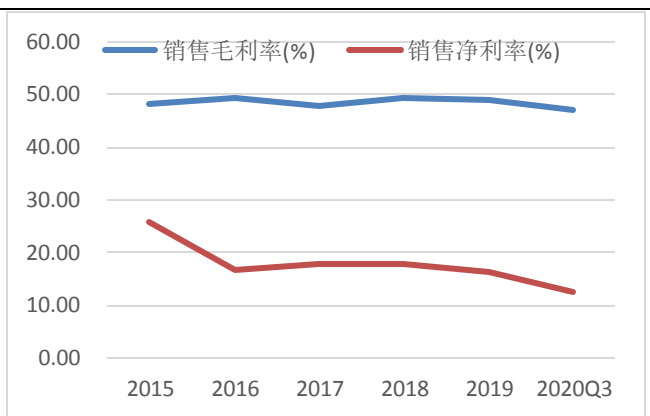
在渠道方面，公司主要有大宗和经销两种模式，其中经销模式占公司主营业务收入的比例较高，约为 75%；与房地产开发商等大宗客户合作实现的销售额约占总营收的 11.5%，因统计口径等原因，公司大宗业务的营收占比实际值应更高。经销渠道上，截至 2019 年 6 月 30 日，公司拥有经销商 862 家，经销商合计拥有专卖店 1,638 家，专营店 3,159 家，未来随着公司业务的进一步拓展，经销商以及店铺数量均有望继续增加；大宗渠道上，公司和多家地产龙头签订了供货协议。此外公司大举开展与家装公司的合作。

图 1：公司业绩情况



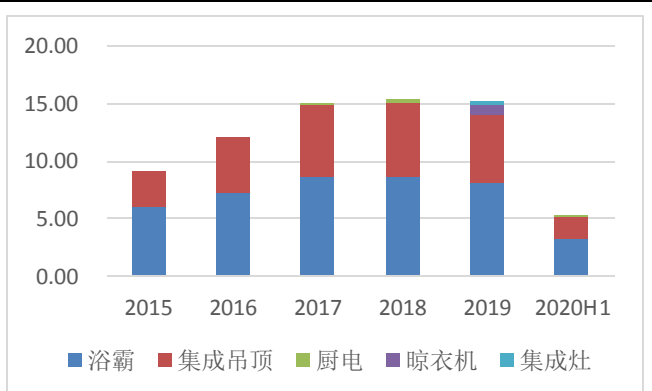
资料来源：wind，财信证券

图 2：公司盈利能力



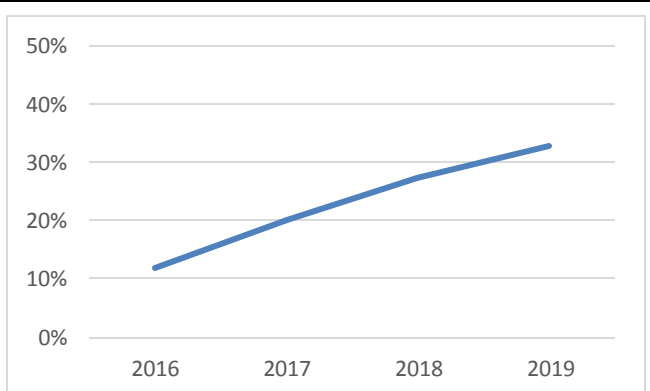
资料来源：wind，财信证券

图 3：营收构成



资料来源：wind，财信证券

图 4：精装修渗透比例



资料来源：奥维云网，财信证券

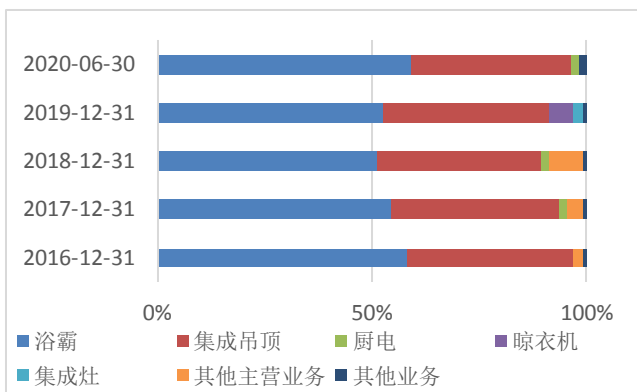
前三季度，公司实现营收 10.25 亿元，实现归母净利润 1.27 亿元，分别同比下降 13.71% 和 44.88%，主要系公司业务附带进场安装属性，前二季度新冠疫情疫情影响安装施工，公司营收及净利润大幅下滑；随着疫情影响消散，单三季度公司营收及归母净利润增速已经同

比回正，随着一二季度的需求错配的进一步释放，四季度公司业绩可期。

## 2 多品类扩张，打开阳台新空间

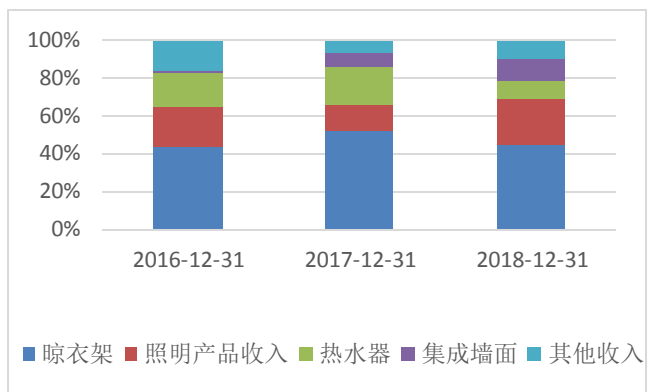
目前“奥普”已成为国内家居行业领军品牌，尤其在浴霸行业，在高端品类拥有高市占率。但目前整个浴霸和集成吊顶行业市场空间非常有限，公司于2017年实行多品类战略，布局照明，空气，晾衣架等品类，在扣板，集成墙板和地板领域大举发力；公司新品类扩张在经销渠道端颇具优势，照明，换气，智能衣架等展品设备不占展台面积，只需占据部分天花板空间，天然适合进入经销渠道；拓展后期，公司整合现有产品形成全功能阳台，瞄准后精装周期家装空间。

图 5：浴霸、集成吊顶占比降低



资料来源：招股说明书，财信证券

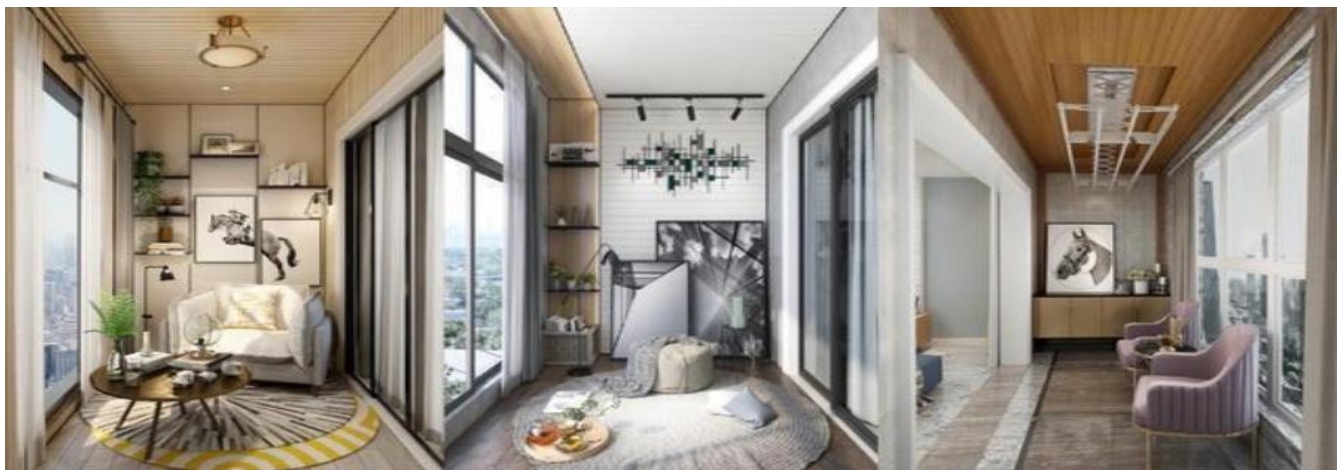
图 6：其他主营业务营收结构



资料来源：wind，财信证券

2020年5月，公司举行阳台空间店的发布仪式，提出“全功能阳台”概念，并一次性展示了7种方案，对应七种生活方式，包括童趣房、会客厅、健身房、园艺房、小书房、洗衣房、晾晒房等。2019年在“奥普品质严选季”的活动上，定制阳台空间就被单独拿出来推广。到2019年11月时，奥普在扬州红星美凯龙举办新品发布会，推出MAX+大板和全功能阳台空间，到这个时候，全功能阳台业务正式亮相，并在年底获得了优居的绿色生活奖。

图 7：公司全功能阳台产品展示图



资料来源：互联网，财信证券

公司将全功能阳台业务视为全新增长点。公司主打的“一站式24小时快装”的交付效率具备吸引力；此外，全功能阳台是公司现有产品体系的集大成之作，公司在阳台电器占据优势，结合集成墙面可实现全功能阳台的一站式供应。

### 3 投资建议

公司产品多带进场安装属性，上半年受疫情影响销售下滑，但三季度同比转正，叠加上半年的需求错配，四季度销售有望放量，今年全年预计同比持平。我们判断公司大宗渠道占比逐渐增长，因此毛利率水平将下降，但大宗渠道费用水平较低，因此对净利率影响有限。基于上述假设，我们预计公司2020年-2022年EPS为0.52/0.60/0.75元，对应PE分别为30.5X/26.3X/21.2X。考虑到公司是浴霸，集成吊顶行业龙头，产品优势将进一步维持，且全功能阳台打开增长可期，给予公司2020年底32-35倍PE，股价合理区间16.6-18.2元，给予“谨慎推荐”评级。

**风险提示：**房地产需求不及预期；疫情反复

**财务预测摘要**

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1684.41</b>	<b>1649.82</b>	<b>1617.81</b>	<b>1814.86</b>	<b>2039.91</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	851.32	840.15	854.21	952.80	1,081.15	营业收入增长率	6.3%	-2.1%	-1.9%	12.2%	12.4%
营业税费	17.30	15.89	15.95	18.01	20.00	营业利润增长率	3.4%	-11.0%	-18.6%	15.6%	23.1%
销售费用	318.19	357.02	372.10	417.42	407.98	净利润增长率	7.4%	-11.4%	-22.3%	15.9%	24.1%
管理费用	73.41	85.96	145.60	163.34	203.99	EBITDA 增长率	6.2%	-14.1%	-32.9%	13.5%	21.1%
财务费用	-10.32	-12.55	-3.71	-8.56	-12.43	EBIT 增长率	5.0%	-16.0%	-33.0%	13.8%	22.4%
资产减值损失	-10.57	-8.51	-10.00	-9.69	-8.00	NOPLAT 增长率	2.8%	-12.0%	-20.5%	13.8%	23.9%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	投资资本增长率	-614.6%	23.5%	15.2%	-44.8%	46.9%
投资和汇兑收益	2.38	7.93	6.00	7.00	8.00	净资产增长率	26.6%	19.7%	13.7%	11.5%	12.5%
<b>营业利润</b>	<b>344.80</b>	<b>306.71</b>	<b>249.67</b>	<b>288.54</b>	<b>355.21</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.21	3.98	0.79	1.66	2.14	毛利率	49.5%	49.1%	47.2%	47.5%	47.0%
<b>利润总额</b>	<b>345.00</b>	<b>310.70</b>	<b>250.46</b>	<b>290.20</b>	<b>357.36</b>	营业利润率	20.5%	18.6%	15.4%	15.9%	17.4%
减:所得税	44.07	39.48	42.58	49.33	57.18	净利润率	17.9%	16.2%	12.8%	13.3%	14.7%
<b>净利润</b>	<b>302.10</b>	<b>267.63</b>	<b>207.88</b>	<b>240.87</b>	<b>298.86</b>	EBITDA/营业收入	27.7%	24.3%	16.6%	16.8%	18.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EBIT/营业收入	26.0%	22.3%	15.2%	15.4%	16.8%
货币资金	659.21	772.61	962.05	1,307.78	1,389.96	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	37	65	92	80	72
应收帐款	92.48	109.30	92.89	135.99	123.54	<b>流动营业资本周转天数</b>	-57	-43	-33	-37	-37
应收票据	95.42	70.50	91.28	90.91	113.73	流动资产周转天数	228	241	280	311	324
预付帐款	8.10	14.55	13.44	14.81	17.40	应收帐款周转天数	23	22	22	23	23
存货	163.22	166.64	151.46	217.53	197.73	存货周转天数	36	36	35	37	37
其他流动资产	19.65	39.62	30.00	29.76	33.13	总资产周转天数	342	381	419	424	425
可供出售金融资产	75.63	-	-	-	-	投资资本周转天数	23	66	80	59	46
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	30.6%	22.5%	15.3%	15.9%	17.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	18.4%	14.6%	10.9%	10.2%	12.3%
固定资产	170.67	428.19	402.01	404.92	410.04	ROIC	-554.7%	94.9%	61.1%	60.3%	135.5%
在建工程	201.18	6.36	6.36	-	-	<b>费用率</b>					
无形资产	128.42	122.85	111.59	100.33	89.07	销售费用率	18.9%	21.6%	23.0%	23.0%	20.0%
其他非流动资产	22.68	124.32	52.65	61.19	74.50	管理费用率	4.4%	5.2%	9.0%	9.0%	10.0%
<b>资产总额</b>	<b>1,636.65</b>	<b>1,854.94</b>	<b>1,913.72</b>	<b>2,363.21</b>	<b>2,449.09</b>	财务费用率	-0.6%	-0.8%	-0.2%	-0.5%	-0.6%
短期债务	-	-	-	10.00	10.00	三费/营业收入	22.6%	26.1%	31.8%	31.5%	29.4%
应付帐款	287.79	261.90	253.19	345.37	334.13	<b>偿债能力</b>					
应付票据	172.43	181.07	130.24	237.98	184.26	资产负债率	37.2%	33.6%	26.8%	33.9%	28.3%
其他流动负债	121.56	152.51	100.25	170.09	125.36	负债权益比	59.2%	50.7%	36.7%	51.4%	39.4%
长期借款	-	-	-	10.00	10.00	流动比率	1.78	1.97	2.77	2.35	2.87
其他非流动负债	26.69	28.22	30.15	28.35	28.91	速动比率	1.50	1.69	2.46	2.07	2.57
<b>负债总额</b>	<b>608.47</b>	<b>623.70</b>	<b>513.82</b>	<b>801.80</b>	<b>692.65</b>	利息保障倍数	-42.36	-29.27	-66.30	-32.72	-27.57
<b>少数股东权益</b>	<b>39.40</b>	<b>42.99</b>	<b>42.99</b>	<b>42.99</b>	<b>44.31</b>	<b>分红指标</b>					
股本	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01	DPS(元)	0.20	0.30	0.15	0.20	0.26
留存收益	619.27	807.70	956.90	1,118.42	1,312.12	分红比率	26.2%	44.4%	28.2%	32.9%	35.2%
<b>股东权益</b>	<b>1,028.18</b>	<b>1,231.25</b>	<b>1,399.90</b>	<b>1,561.42</b>	<b>1,756.44</b>	股息收益率	1.3%	1.9%	0.9%	1.3%	1.7%
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	300.93	271.22	207.88	240.87	298.86	EPS(元)	0.76	0.67	0.52	0.60	0.75
加:折旧和摊销	31.82	36.24	22.45	24.70	26.14	BVPS(元)	2.47	2.97	3.39	3.80	4.28
资产减值准备	10.57	6.28	-	-	-	PE(X)	20.96	23.66	30.46	26.29	21.19
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.40	5.33	4.67	4.17	3.70
财务费用	-1.11	0.12	-3.71	-8.56	-12.43	P/FCF	-299.19	31.04	40.33	14.60	31.77
投资收益	-2.38	-7.99	-6.00	-7.00	-8.00	P/S	3.76	3.84	3.91	3.49	3.10
少数股东损益	-1.17	3.59	-	-	1.32	EV/EBITDA	10.69	12.10	19.97	16.50	13.37
营运资金的变动	-299.52	-123.01	-16.67	149.52	-118.99	CAGR(%)	-7.2%	3.4%	-10.0%	-7.2%	3.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>268.77</b>	<b>295.97</b>	<b>203.95</b>	<b>399.53</b>	<b>186.90</b>	PEG	-2.93	6.88	-3.06	-3.68	6.16
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-142.23</b>	<b>-119.77</b>	<b>21.00</b>	<b>-3.00</b>	<b>-12.00</b>	ROIC/WACC	-52.83	9.04	5.82	5.75	12.91
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-239.80</b>	<b>-79.20</b>	<b>-35.52</b>	<b>-50.80</b>	<b>-92.73</b>	REP	-0.35	1.60	2.39	4.12	1.22

资料来源: 贝格数据, 财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438