

2023年05月28日

行业加速整合，照明龙头再腾飞

欧普照明(603515)

►通用照明龙头，业绩稳健增长

公司为国内通用照明龙头。2019年后行业增速放缓，公司开启数智化转型，产品端推动平台化开发以降本提效。产品上，公司全面布局筒射灯、吸顶灯、装饰灯、开关等照明及延伸产品，同时推出全屋照明智能解决方案。渠道上，公司多元布局家居、商用、电商和海外渠道。

►行业：通用照明千亿市场，集中度静待提升

1、智能照明、无主灯设计加速普及

2010年后，受益照明控制系统成本降低，智能照明在家用场景快速渗透，其中无主灯具备更有层次感的光照环境，有望成为全屋智能照明的主要形式。行业规模上，根据古镇灯饰数据，2022年无主灯市场已超百亿元，3年CAGR超50%。

2、商用照明增长韧性强

根据公司投资者问答，公司商照业务在扩展重点行业的同时，关注未来细分行业机会，如户外、轨交、教育等，我们预计公司商照业务未来有较大增长空间。同时，公司商照业务来自于多个行业（工业、商业连锁、教育等），相对于家居业务，与地产行业关联度相对较小，我们预计商用照明业务未来将具有更强的增长韧性。

3、通用照明市场集中度有望提升

根据我们估算，通用照明行业CR5市占率不及10%，市场集中度处于较低水平。我们认为通用照明市场未来集中度有望提升：

1) 市场竞争趋于激烈，行业或加速出清。2) 无主灯普及下，头部具有更加明显的方案定制能力和成本优势。

►公司：市占提升，改革提效

1. 新品贡献增量，全屋照明提升客单价

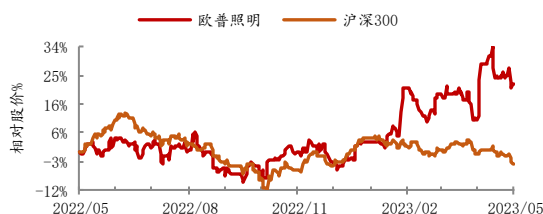
新品方面，公司基于照明领域核心能力，持续拓展高单价新品类，近年相继推出中高端风扇灯和浴霸等系列新品。智能照明方面，公司已与多家生态平台（包括华为、阿里、小米、百度等）实现智能互联，同时也在积极打造自有智能家居生态圈，完成了多款智能产品的开发和连接。渠道上，22H1公司超900家门店具备解决方案能力，同时开拓超100家全屋智能照明体验馆（22年末已超150家）。

2. 平台化助力成本结构优化

公司于20年设立产品与解决方案中心，专门进行产品平台优化，目前已搭建多个光学、电源、结构及材料平台，有助于缩短开发周期、降低产品开发成本。对比同业毛销差水平，22年受益平台化变革深化，在原材料价格压力缓解下，公司盈利能力拐点

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	19.78
股票代码：	603515
52周最高价/最低价：	21.99/14.24
总市值(亿)	149.15
自由流通市值(亿)	149.09
自由流通股数(百万)	753.76



分析师：陈玉卢
邮箱：chenyl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120522090001
联系电话：

研究助理：喇睿萌
邮箱：larm@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话：

相关研究

1. 【华西家电】欧普照明-22年和23年一季度业绩点评：Q1业绩亮眼，盈利能力持续提升
2023.04.29

向上，22 年单四季度达到近 2 年高点，处于行业领先地位。

3. 渠道覆盖领先，精耕细作提升店效

照明下游应用分散，渠道覆盖率是支撑收入增长的必要因素，据相关公司公告和官网，公司渠道网点数量行业领先。渠道结构上，目前公司已经建立了完善的多层次经销渠道，对经销商进行分级分类管理，全面赋能经销商由“坐商”向“行商”转变。在家居各个渠道，公司通过零售门店改装升级、提升流通渠道优质网点覆盖率、优化下沉渠道产品组合等方式提高单店产出。

4. 商照聚焦重点行业，提升综合服务能力

公司持续在地产、商业连锁、办公、工业、市政等行业输出标杆项目。同时，在国家“双碳”政策背景下，公司智慧道路照明解决方案取得快速发展，截至 2022 年底，公司在全国上百个城市落地智慧路灯和智慧多功能杆项目，重点项目节电率超过 55%。根据公司 2021 年 10 月 29 日投关活动表，公司商照业务近 5 年复合增速超 20%，我们预计未来仍将保持较高增速。

投资建议

我们维持盈利预测，预计 23-25 年公司收入分别为 82/92/102 亿元，同比分别+13%/+12%/+11%。预计 23-25 年归母净利润分别为 9.2/10.6/12.1 亿元，同比分别+17%/+16%/+14%，相应 EPS 分别为 1.21/1.40/1.60 元，以 23 年 5 月 26 日收盘价 19.78 元计算，对应 PE 分别为 16/14/12 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 20 倍，上调至“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动、房地产行业波动、汇率波动、外汇套期保值的业务风险、新项目推进未达预期风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,847	7,270	8,215	9,201	10,213
YoY (%)	11.0%	-17.8%	13.0%	12.0%	11.0%
归母净利润(百万元)	907	784	916	1,059	1,206
YoY (%)	13.4%	-13.6%	16.8%	15.6%	14.0%
毛利率 (%)	33.0%	35.7%	36.9%	37.9%	38.7%
每股收益 (元)	1.20	1.04	1.21	1.40	1.60
ROE	15.7%	12.9%	13.1%	13.2%	13.1%
市盈率	16.48	19.02	16.29	14.09	12.36

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 通用照明龙头，业绩稳健增长.....	5
1.1. 深耕主业，拥抱变革.....	5
1.2. 专注通用照明，渠道多元布局.....	7
1.3. 股权高度集中，管理层经验丰富.....	8
2. 行业：通用照明千亿市场，集中度静待提升.....	8
2.1. 智能照明、无主灯设计加速普及.....	8
2.2. 商用照明增长韧性强.....	10
2.3. 通用照明市场集中度有望提升.....	11
3. 公司：市占提升，改革提效.....	12
3.1. 新品贡献增量，全屋照明提升客单价.....	12
3.2. 平台化助力成本结构优化.....	13
3.3. 渠道覆盖领先，精耕细作提升店效.....	14
3.4. 商照聚焦重点行业，提升综合服务能力.....	15
4. 盈利预测.....	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

图 1	2011-2018 年公司营业收入变化	5
图 2	2011-2018 年公司归母净利润变化	5
图 3	2019-2022 年公司营业收入变化	6
图 4	2019-2022 年公司归母净利润变化	6
图 5	公司销售渠道布局	8
图 6	公司股权结构	8
图 7	照明下游产值和 LED 照明市场份额	9
图 8	2022 年我国半导体照明应用领域分布	9
图 9	智能照明系统架构	9
图 10	智能家居产品配置率	9
图 11	家用智能照明渗透率	10
图 12	中国智能照明市场规模预测 (亿元)	10
图 13	公司全屋智能照明方案功能展示 (部分)	10
图 14	无主灯设计概念图	10
图 15	通用照明市场规模	11
图 16	新注册照明企业数量 (单位: 家)	11
图 17	TOP 10 企业营收占行业规模	11
图 18	公司风扇灯产品实现低噪音+大风量	12
图 19	公司浴霸产品实现变频恒温	12
图 20	公司全屋智能照明产品	12
图 21	公司某地区理想灯光体验店	13
图 22	欧普设计家全案套餐	13
图 23	最受消费者和经销商欢迎的智能照明品牌 (欢迎度占采访人群比重)	13
图 24	同行业公司毛销差对比	14
图 25	同行业公司渠道数量对比 (约, 单位: 万家)	14
图 26	公司已开发水电光超市数量 (约, 单位: 家)	14
图 27	公司收入拆分	17
图 28	可比公司估值情况	17
表 1	公司发展历程	6
表 2	公司产品布局	7
表 3	公司商业照明部分合作项目	16

1. 通用照明龙头，业绩稳健增长

1.1. 深耕主业，拥抱变革

1996 年，公司于中山古镇成立，深耕通用照明二十余载，目前为国内照明行业龙头。回顾公司发展历程，可大致分为三个阶段：

第一阶段（1996-2010 年）公司初创，快速拓展渠道和产品

公司于 1996 年建厂，同年接到开厂以来最大订单——5000 只节能灯。**渠道上**，2000 年后，公司开始打造国内营销网络，2001 年在全国主要城市建立运营中心，2004 年启动专卖店系统建设。**产品上**，2004 年开始布局商用照明，后续相继上线商照和电工产品。

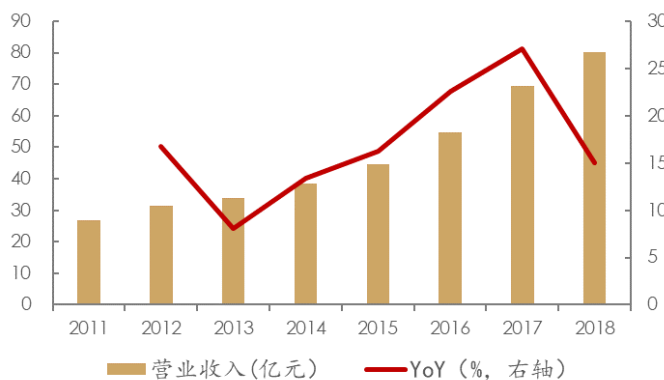
第二阶段（2011-2018 年）积极拥抱 LED 转型，收入、利润高增。

2013 年后，公司大力推动 LED 产品普及，2013 年第一条 LED 自动化生产线投入生产，并于 2016 年上市募投 LED 产线和建设营销中心。

管理上，公司积极引入头部照明公司人才（例如外资飞利浦照明等），助力公司加速 LED 转型。

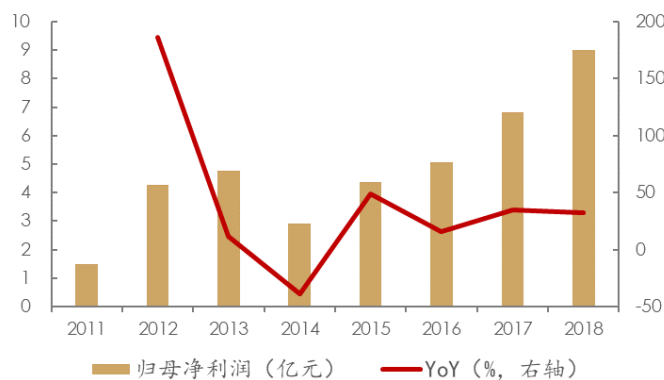
财务表现：受益 LED 渗透率快速提升和规模效应，公司收入、利润表现亮眼。公司 2011-2018 年营收和利润高速增长，营业收入从 2011 年的 26.9 亿元增至 2018 年的 80.0 亿元，CAGR 达 17%，归母净利润从 2011 年的 1.5 亿元增至 2018 年的 9.0 亿元，CAGR 达 29%。

图 1 2011-2018 年公司营业收入变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 2011-2018 年公司归母净利润变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

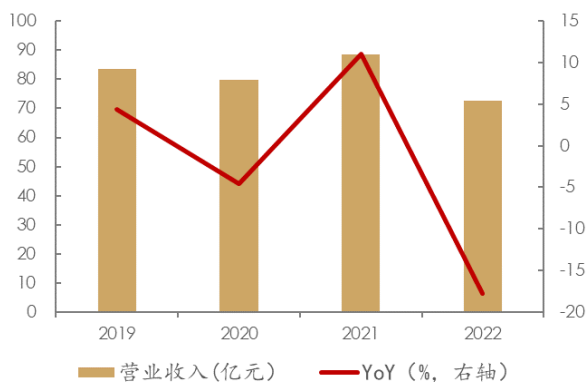
第三阶段（2019 年-至今）拥抱全屋智能照明，降本提效、数智化转型助力份额提升。

产品上，公司推动相对标准的基础类产品的平台化，提高管理效率、优化盈利结构。**渠道上**，公司升级门店形象并促进经销商提升主动营销能力，进一步推动流量转化、店效提升；**管理上**，公司利用上海地区的人才聚集优势，引进了多名市场营销、技术研发及职能管理类高端优秀人才。

2021 年，公司全面开始数字化变革，包括营销数字化、供应链数字化和数字运营三大板块。

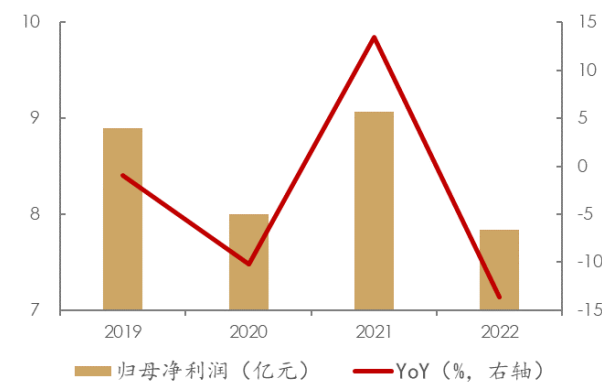
财务表现：受疫情影响和大宗价格起伏，公司收入略有波动，毛利率 22 年后逐季环比改善。公司 2022 年收入 72.7 亿元（YOY-18%），归母净利润 7.8 亿元（YOY-14%），扣非归母净利润 6.3 亿元（YOY-9%）。公司 2019-2022 年营收和净利润 CAGR 分别为-4.5%、-4.1%。盈利结构上，受益大宗价格回落、平台化开发等因素，22 年毛利率开始逐季环比改善，22Q4 毛利率超过 40%，达到近两年高点。

图 3 2019-2022 年公司营业收入变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 2019-2022 年公司归母净利润变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 1 公司发展历程

所处阶段	时间	具体内容
初创期	1996 年	中山古镇创业，为广州白天鹅宾馆生产 5000 只节能灯
	1997 年	投产吸顶灯，向多元化产品结构转变
	1998 年	行业价格战，欧普确定“品质优先”的经营原则
品牌及渠道建设期	2000 年	武汉设置办事处；注册“欧普照明”商标
	2001 年	全国主要城市建立运营中心 中东、东南亚目标市场建立 OPPLE 自主品牌代理商
	2004 年	与国际知名的日本企业上海成立合资公司，开拓商业照明业务 开始建设专卖店系统
	2005 年	开通 CPC 系统，开始信息化建设 商照、电工产品全线上市
	2006 年	启动大众化品牌建设 欧普有限成立，9 月首次实现月销售额突破亿元
	2008 年	成立上海销售分公司，更全面地覆盖国内市场和海外市场
	2012 年	2 月与美国铁狮门签署战略备忘录，拓展商业地产相关业务 9 月展示智能化照明设计及解决方案
	2013 年	电商迅速发展，正式投产第一条自动化 LED 生产线
	2016 年	4 月，成为华为智能家居照明合作伙伴 8 月，在上交所主板上市
	2018 年	启动占地 435 亩华南园区建设
	2019 年	全国多地实施智慧路灯建设项目
2020 年	加入以华为为首的 HMS 出海生态联盟	
数智化转型升级	2021 年	渠道优化；推动产品平台化开发；全面启动数字化变革

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2022 年	推动 ISC（集成供应链）业务流程变革 推出微信小程序-欧普之家 通过线上直播、微信爆破等方式引流
2023 年年初	助力华为打造全国首个空间智能化大型开放实验室“方舟壹号实验室”

资料来源：公司官网，公司官方公众号，大照明，华西证券研究所

1.2. 专注通用照明，渠道多元布局

产品布局全面，积极拓展新品。基础单品上，公司产品包括筒射灯、吸顶灯、台灯、装饰灯、开关等照明及延伸产品，应用场景包括家居和商用，同时公司积极开拓风扇灯、浴霸等新品类。全屋设计上，公司推出全屋照明智能解决方案，响应消费者对家居灯光美学的追求升级和对空间照明氛围的个性化需求。

表 2 公司产品布局

产品类型	产品图例							
	风扇灯	吊灯	吸顶灯	台灯				
家居照明灯具								
商用照明灯具	筒灯 	射灯 	消防应急灯 	地脚灯 				
光源、照明控制与其他	开关 	排插 	灯泡 	浴霸 				
全屋照明家居	<p>全屋智能家居解决方案</p> <table border="1"> <tr> <td> 科技生活 一键联接全屋智能， 轻松打造现代化智能生活空间 </td> <td> 智慧照明 专业智慧照明体验， 满足家庭全场景照明需求 </td> <td> 阳光体验 打造6组生活阳光， 满足家庭24小时用光体验 </td> <td> 生活美学 照明设计师、空间设计师 联手打造高雅家居生活、极简空间智能 </td> </tr> </table>				科技生活 一键联接全屋智能， 轻松打造现代化智能生活空间	智慧照明 专业智慧照明体验， 满足家庭全场景照明需求	阳光体验 打造6组生活阳光， 满足家庭24小时用光体验	生活美学 照明设计师、空间设计师 联手打造高雅家居生活、极简空间智能
科技生活 一键联接全屋智能， 轻松打造现代化智能生活空间	智慧照明 专业智慧照明体验， 满足家庭全场景照明需求	阳光体验 打造6组生活阳光， 满足家庭24小时用光体验	生活美学 照明设计师、空间设计师 联手打造高雅家居生活、极简空间智能					

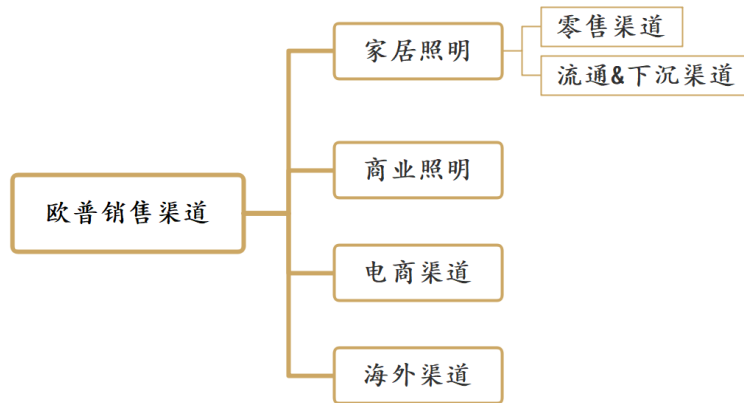
资料来源：公司官网，华西证券研究所

渠道布局多元化，全面覆盖各线城市。公司销售渠道可分为家居、商照、电商和海外 4 类渠道，其中家居渠道包括零售渠道、流通渠道&下沉渠道。

(1) 零售渠道：主要指线下专卖店，渠道布局多在建材城。根据公司投资者问答，公司零售渠道开设近 3000 家门店（截止 23 年 4 月）。

(2) 流通&下沉渠道：流通网点主要指五金店以及 KA（大型超市）。根据公司投资者问答，我们预计公司流通渠道已有超 10 万家五金店网点（截止 22 年 12 月）。下沉渠道主要指乡镇市场的水电光超市/专区。根据公司 2021 年年报，下沉渠道已有近 3000 家水电光超市。

图 5 公司销售渠道布局

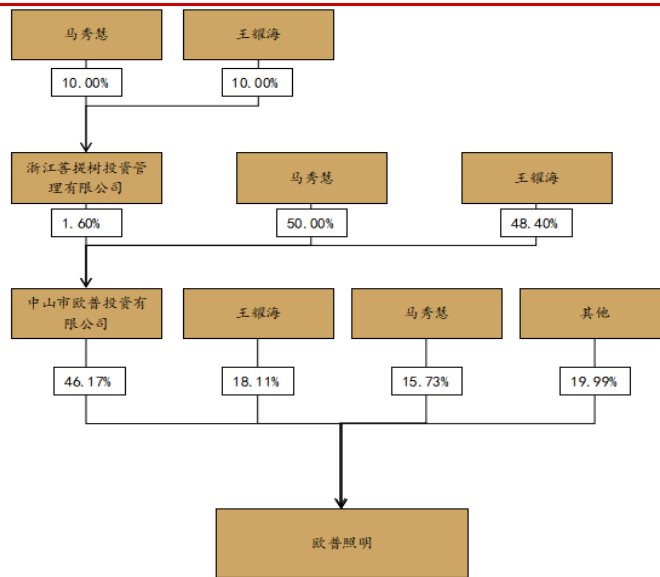


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3. 股权高度集中，管理层经验丰富

公司实际控制人为王耀海和马秀慧夫妻二人，截至 2023 年 3 月 21 日，二人合计持股约 79%。王耀海现任公司董事长，马秀慧现任公司董事、总经理，夫妻二人具有 20 余年照明行业从业经验。

图 6 公司股权结构



资料来源：同花顺 iFinD，华西证券研究所

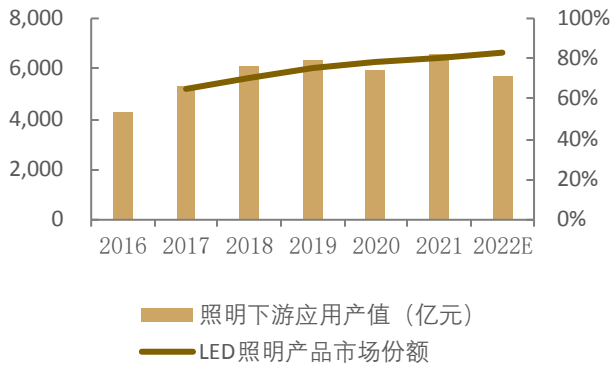
2. 行业：通用照明千亿市场，集中度静待提升

2.1. 智能照明、无主灯设计加速普及

LED 渗透率已超 80%，通用照明占据半壁江山。根据 CSA Research 统计,国内照明市场规模在 6000 亿元左右，其中 LED 照明渗透率已超 80%。按下游应用划分，通用照明市场占比约 50%，即约 3000 亿元。根据公司年报，通用照明应用场景包括家居、商店、

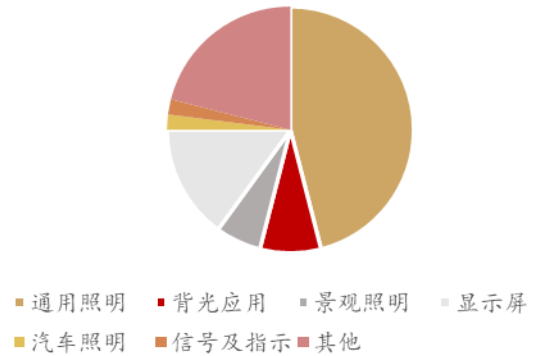
办公、酒店照明等。

图 7 照明下游产值和 LED 照明市场份额



资料来源：CSA Research，中商产业研究院、华西证券研究所

图 8 2022 年我国半导体照明应用领域分布



资料来源：CSA Research，华西证券研究所

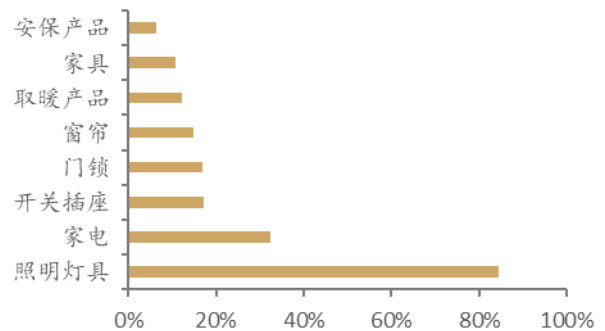
下游智能照明大势所趋，为智能家居主要载体。智能照明是指利用物联网技术、有线和无线通信技术、电力载波通信技术、嵌入式计算机智能化信息处理以及节能控制等组成的分布式照明控制系统，可以实现智能调光、灯具分组、情景智调等功能。我们认为智能照明相对其他智能家居具有更显著的使用体验优化，在成本提升有限下，是当前智能家居的主要载体。根据艾瑞咨询，2022 年智能家居中照明灯具配置率高达 84%，第二名家电则为 33%。

图 9 智能照明系统架构

	硬件	软件及协议
用户照明交互系统	情景面板/智能开关/ 智能音箱/传感器	小米米家/Google home 苹果 HomeKit/Yeelight Pro APP/云服务
无线照明软件及硬件应用	智能灯泡/智能吸顶灯/ 智能照明灯带/智能网关/yeelight Pro	SLIX 混光算法技术/UDDT 深度调光技术/ SLISAON 凌动技术/UGSL 超低功耗待机技术
基础 IOT	小米通讯模组/Tuya 通讯模组/ Amazon 通讯模组/华为 Hi Link	小米 MIOT/Tuya IOT/ Amazon IOT/华为 IOT/Yandex 协议
芯片	射频芯片	BLE MESH/WIFI 传输协议

资料来源：易来智能问询函回复公告，华西证券研究所

图 10 智能家居产品配置率

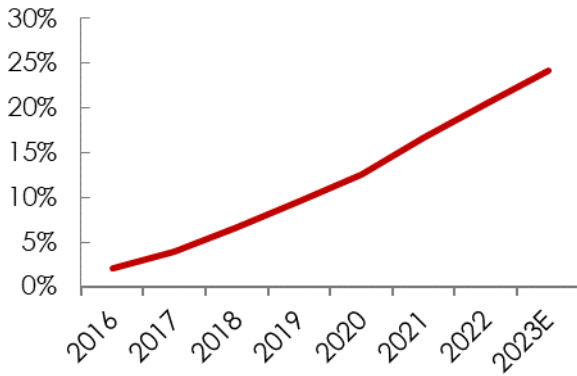


资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

智能照明在家用渠道快速渗透，并向场景化、全屋智能方向发展。2010 年后，随着 LED 照明技术、物联网、人工智能及无线控制技术的成熟，照明控制系统的技术成本、安装使用、服务维护成本大幅降低，照明产品和控制系统逐渐一体化，智能照明在家用场景快速普及（以前主在高端商用场景）。根据前瞻产业研究院，智能照明 2025 年规模望超 1000 亿元。

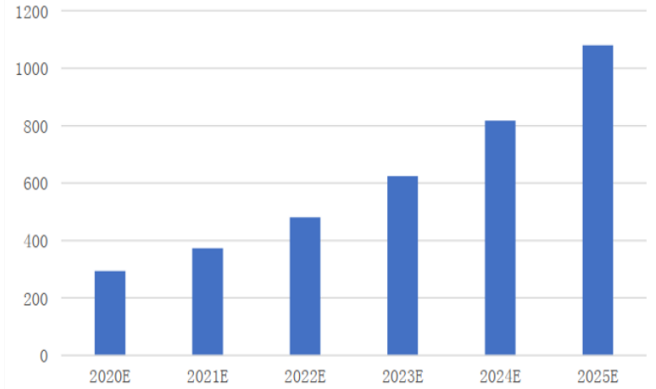
细分产品品类，智能家居照明产品可分为智能照明单品、场景化智能灯光方案和全屋智能家居系统方案三个层次，其中场景化、全屋化智能照明望成主要趋势。

图 11 家用智能照明渗透率



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

图 12 中国智能照明市场规模预测 (亿元)



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

无主灯望成主流方案，客单价望大幅提升。相对单品智能，场景化、全屋照明可实现对不同功能下的照明需求细化，满足用户更加个性化的需求。其中，无主灯设计摒弃了单一的大吊灯，用灯带、筒灯、射灯、落地灯等灯具替代多种光源，通过组合搭配可达到视觉上的延伸同时营造更有层次感的光照环境，有望成为智能照明的主要形式。

客单价上，无主灯更多采用辅助灯具，一般灯具数量多于主灯设计。根据智能头条公众号，综合 Lipro、欧普照明、雷士照明、Yeelight、公牛等品牌产品的单品及套餐价格，无主灯每平米的单价大约要在 80 元至 130 元之间，即在一个 180 平米的居家环境中，打造一套全屋无主灯照明大概需要花费 14400 至 23400 元左右，这也是目前打造无主灯照明的主流价位。

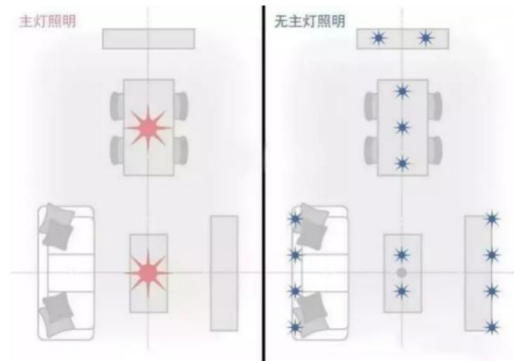
行业规模上，根据古镇灯饰，截止 2022 年无主灯市场已超百亿元，3 年 CAGR 超 50%。

图 13 公司全屋智能照明方案功能展示 (部分)



资料来源：欧普照明官网，华西证券研究所

图 14 无主灯设计概念图



资料来源：万良科技公众号，华西证券研究所

无主灯趋势下方案趋于定制化。根据公司投关表，无主灯本质上是消费者对家居空间全案照明设计的需求，更具专业化，考验照明厂家解决方案能力。卖家需根据用户实际房屋空间结构进行定制化设计，对终端渠道的设计师能力和案例的经验积累具有较高要求。

2.2. 商用照明增长韧性强

根据公司投资者问答，公司商照业务在扩展重点行业的同时，看好未来细分行业机会，如户外、轨交、教育等，我们预计公司商照业务未来有较大增长空间。同时根据公司

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2021年10月29日投关表，公司商照业务来自多个重点行业，包括工业、商业连锁、教育等。相对于家居业务，商用下游行业与地产行业关联度较小，因此，我们预计商用业务具有相对更强的增长韧性。

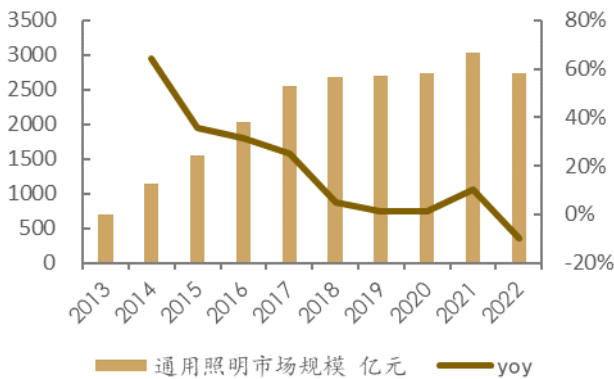
2.3. 通用照明市场集中度有望提升

竞争格局上，通用照明行业极度分散。选取国内6家照明行业代表性公司，以LED通用照明产值作为行业规模，我们测算2022年欧普照明市占率仅3%左右，CR5市占率不到10%，市场集中度处于较低水平。展望未来，行业集中度有望进入提升阶段：

(1) 存量竞争下，行业出清加快。LED渗透已达较高水平，2018年渗透率已达70%，2019-2021年行业规模CAGR仅4%（2013-2018年CAGR为31%），行业进入存量竞争阶段。根据CSA Research，2020年TO10企业营收占比约10%，较2015年提升约1.3pct，龙头公司话语权持续提升。

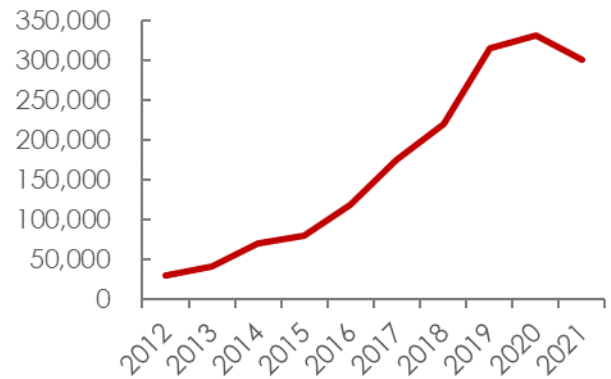
(2) 无主灯趋势下，龙头竞争力更强。根据古镇灯饰传媒（2023年3月24日），目前专业做无主灯产品的头部品牌年销售额约在3-5亿元，第二梯队年销售额超过1亿元的品牌也较少，大多数企业都在6000万元左右。我们认为无主灯方案下，龙头企业在方案积累、创新投入上具有更强的资金优势。

图 15 通用照明市场规模



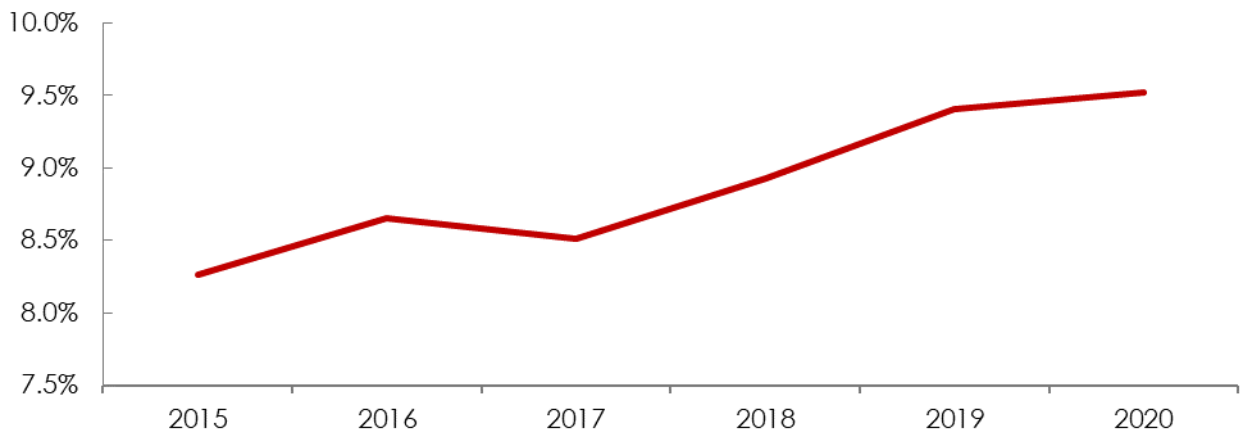
资料来源：前瞻产业研究院、CSA Research、华西证券研究所

图 16 新注册照明企业数量（单位：家）



资料来源：中照网、华西证券研究所

图 17 TOP 10 企业营收占行业规模



资料来源：CSA Research、华西证券研究所

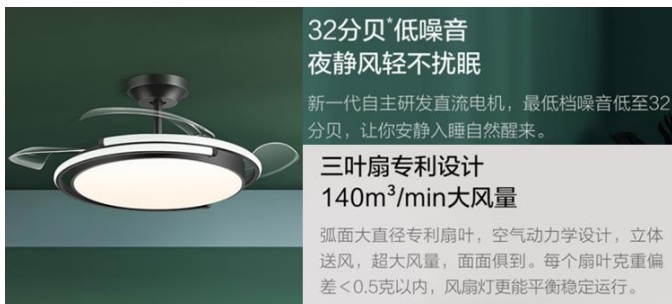
3. 公司：市占提升，改革提效

3.1. 新品贡献增量，全屋照明提升客单价

基于照明核心能力，持续拓展高单价新品。2021年，公司创造性开发出不重叠的隐形扇叶，在保证扇叶强度和可靠性的同时，实现了风量提升。2022年，公司推出新款风扇灯，在轻量化、静音指数、风量等级等方面具备突破性的自主知识产权。

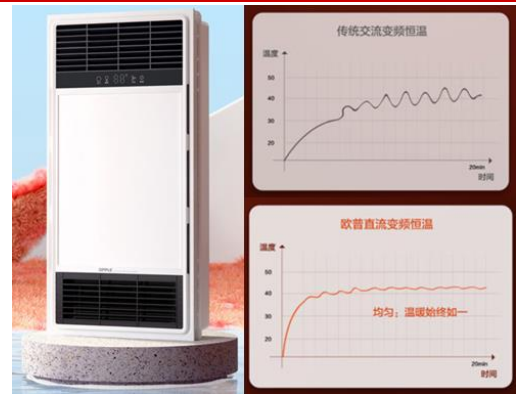
同时，2021年公司推出高端浴霸系列产品，在沐浴体验、环境健康、人机交互方面取得了新突破，产品可根据用户实时沐浴环境温度，实现空间速暖 and 变频恒温，有效解决因温差过大造成易受凉的的用户痛点，极大提升沐浴体验。

图 18 公司风扇灯产品实现低噪音+大风量



资料来源：公司京东旗舰店，华西证券研究所

图 19 公司浴霸产品实现变频恒温



资料来源：公司京东旗舰店，华西证券研究所

推出全屋智能照明方案，做高客单价。根据公司投资者问答，公司已与多家生态平台（包括华为、阿里、小米、百度等）实现智能互联，同时也在积极打造自有智能家居生态圈，完成了多款智能产品的开发和连接。

产品上，根据公司官网，欧普全屋智能照明方案模拟 24 小时自然光照射，主要产品有索丽图 II 代、斯昂达 II 代、皓系列、CX20 等，产品布局全面。

图 20 公司全屋智能照明产品



数据来源：公司官网、华西证券研究所

渠道上，2022 年上半年，公司超过 900 家门店具备了解决方案能力，同时开拓超 100 家全屋智能照明体验馆（22 年末已超 150 家），截止至 2019 年底，经欧普认证的门店照明设计顾问超过 1000 名。同时，公司推广使用数字化设计销售平台——“欧普设计家”，在线方案多可提供 3D 的 VR 体验，让客户在线上即享有场景化的体验。截止 2022 年末，“欧普设计家”已录入超 6 万个案例，获客人数超 9 万名。

图 21 公司某地区理想灯光体验馆



数据来源：理想生活实验室、华西证券研究所

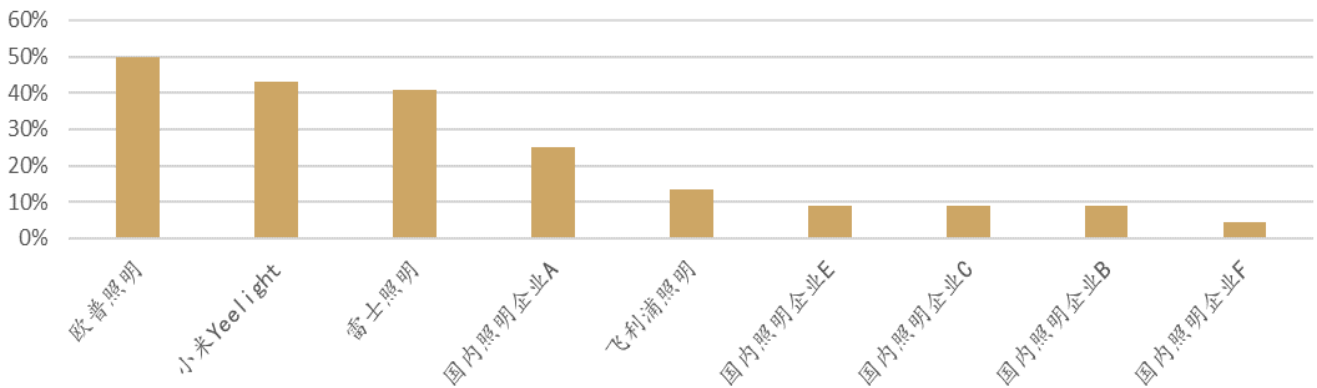
图 22 欧普设计家全案套餐



数据来源：欧普设计家小程序、华西证券研究所

品牌力居于行业前列。公司目前已形成了一定的品牌认知，具有明显先发优势。根据易来智能招股书，在最受消费者和经销商欢迎的照明品牌中，“欧普”欢迎度占采访人群比重约为 50%，在智能照明品牌中排名第一，获得了市场的广泛认同。

图 23 最受消费者和经销商欢迎的智能照明品牌（欢迎度占采访人群比重）



资料来源：易来智能招股书、华西证券研究所

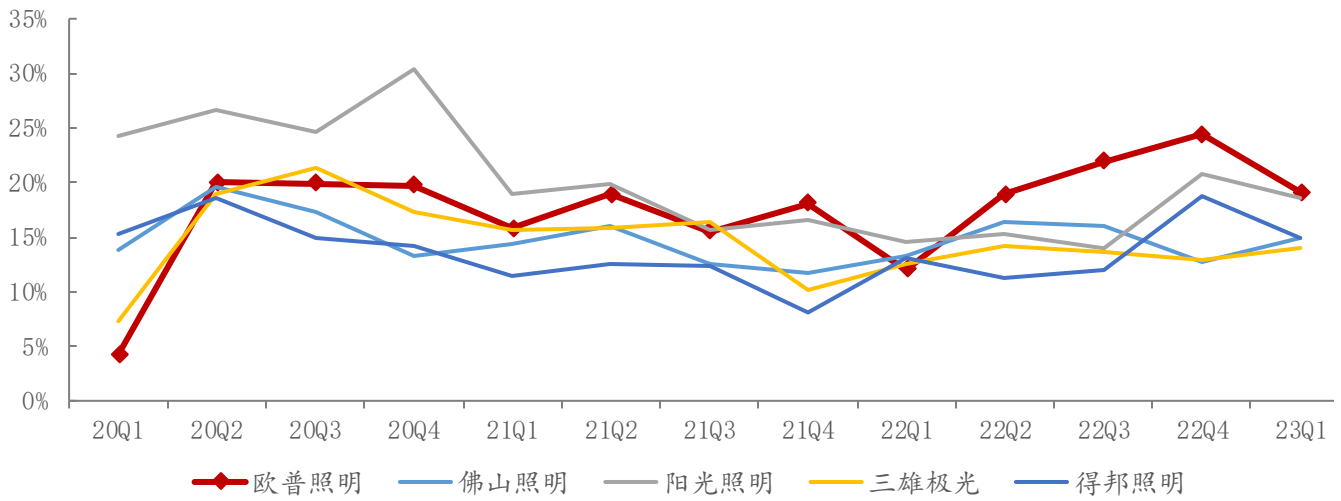
3.2. 平台化助力成本结构优化

平台化开发助力降本增效。平台化开发是指对同类产品的标准化结构和部件进行统一开发和采购，并在同一技术平台上衍生开发。公司于 2020 年设立产品与解决方案中心，专门进行产品平台优化，目前已完成搭建多个光学、电源、结构及材料平台，助力公司缩短开发周期、降低产品开发成本，同时提高自动化生产效率和产品交付及时率。

对比同行业公司毛销差水平，2021 年公司受原材料涨价影响，毛利率有所波动，自 2020 年的 16%左右降至 2021 年 Q4 的 9%左右。2022 年受益公司平台化变革的深化，在原

材料价格压力缓解下，公司的盈利能力拐点向上，22年单四季度毛利率达到近2年高点，明显处于行业领先地位。

图 24 同行业公司毛销差对比

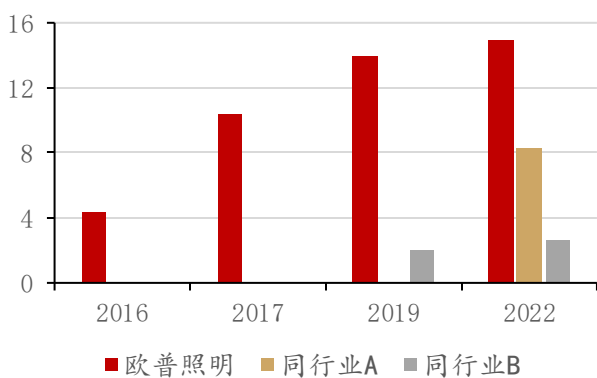


数据来源：公司公告、华西证券研究所

3.3. 渠道覆盖领先，精耕细作提升店效

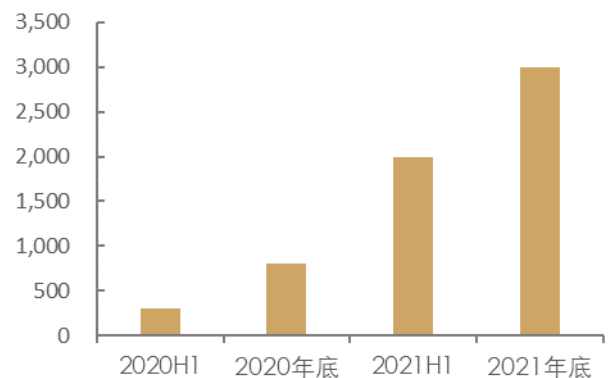
照明下游应用分散，渠道覆盖率是支撑收入增长的必要因素。根据公司投资者问答及公司官网，截止 2016 年，公司网点数量超过 40000 家，截止 2022 年 12 月，公司各类终端销售网点超过 10 万家，远超同业对手。下沉渠道方面，公司已开发 3000 家水电光超市/专区，结合公司公告，我们预计乡镇覆盖率已超过 55%。

图 25 同行业公司渠道数量对比 (约, 单位: 万家)



数据来源：公司投资者问答、公司官方公众号、公司年报、华西证券研究所

图 26 公司已开发水电光超市数量 (约, 单位: 家)



数据来源：公司公告、华西证券研究所

门店升级，注重单店产出。公司线下家居渠道主要包括零售、流通&下沉渠道，其中：

(1) 零售渠道上，根据 2022 年 4 月 27 日投关表，公司聚焦现有门店的改装升级，2021 年已改装超过 550 家门店，销量同比提升超 30%；2022 年，公司联合经销商打造了多

家 TOP 卓越标杆店作为示范引领，多方面系统辅导经销商提升终端用户体验，提高经销商的投资回报水平。

(2) 流通网点&下沉渠道上：流通渠道方面，公司在开拓门店的同时，注重提高优质网点覆盖率。根据古镇灯饰传媒，公司长期以来在五金渠道上有大量投入，除了门头、各种陈列工具外，还组建了业务过硬的销售团队。下沉渠道方面，公司未来望通过针对性的产品组合，以及优质的终端环境，提升产品和服务，进一步满足乡镇用户的一站式需求。

数字化提升精细管理。公司于 2021 年全面启动数字化和智能化变革，包括过营销数字化、供应链数字化和数字运营三大专题。根据公司投关活动表，截至 2022 年三季度末，公司已帮助超三分之一的分公司及经销商上线欧普数字化管理系统，预计年底所有分公司会上线该系统。

3.4. 商照聚焦重点行业，提升综合服务能力

商照行业第一梯队，销售规模领先。公司持续在地产、商业连锁、办公、工业、市政等行业输出标杆项目，不断拓展合作客户和合作范围。

国家“双碳”政策背景下，公司在智慧道路照明解决方案上取得了快速发展。2022H1 公司为物美集团提供了智能照明解决方案，满足其“双碳”背景下对节能减排的要求。截至 2022 年底，公司在全国上百个城市落地智慧路灯和智慧多功能杆项目，重点项目节电率超过 55%。

根据公司 2021 年 10 月 29 日投关活动表，公司商照业务近 5 年复合增速超 20%，我们预计未来仍将保持较高增速，考虑到商照业务与地产行业关联度较小，我们预计未来仍将保持较高增速。

表 3 公司商业照明部分合作项目

年份	内容
2019 年	<p>(1) 办公领域: 北京亚投行、北京小米产业园等;</p> <p>(2) 教育: 温州市苍南区及瓯海区中小学、海南生态园学校、好未来教育集团等教室照明;</p> <p>(3) 工业照明: 上汽集团、潍柴动力等企业厂房。</p>
2020 年	<p>(1) 地产: 与多个头部地产公司达成全品类战略合作 (精装及集采方向);</p> <p>(2) 市政交通: 成都地铁 9 号线一期工程、西安地铁 14 号线等项目;</p> <p>(3) 工业照明: 解决客户 (杜尔涂装) 汽车面漆工艺产线对照明的特殊需求, 定制开发了专业光谱及智能照明解决方案。</p>
2021 年	<p>(1) 商业连锁: 签约李宁、万达、优衣库等大型头部企业, 为华住酒店等连锁品牌提供照明解决方案;</p> <p>(2) 工业照明: 与多家国内外知名汽车品牌商达成合作, 定制化打造工厂照明方案。</p>
2022 年上半年	<p>(1) 商业连锁: 物美集团、特步;</p> <p>(2) 工业照明: 海螺水泥、正威集团;</p> <p>(3) 办公: 平安办公区;</p> <p>(4) 市政交通: 河南洛阳城轨 2 号线。</p>

资料来源: 公司公告、华西证券研究所

4. 盈利预测

营收端: 公司基于照明领域核心能力, 持续拓展风扇灯、浴霸等新品类。此外, 公司积极打造智能家居生态圈, 完成了多款智能产品的开发和连接, 在无主灯及智能照明市场规模快速增长的背景下, 有望为公司贡献新的营收增量; 公司商照业务持续在地产、商业连锁、办公等行业输出标杆项目, 基于商照行业的韧性, 我们预计公司商照业务未来仍将保持较高增速。总体上, 我们认为公司营收未来仍将稳定增长。

盈利端: 公司中高端风扇灯和浴霸等系列新品有望优化公司产品结构, 提升产品单价。此外, 公司通过平台化开发缩短开发周期、降低产品开发成本, 同时提高自动化生产效率和产品交付及时率, 毛销差明显处于行业高位。我们认为公司盈利水平未来有望稳步提升。

图 27 公司收入拆分

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,970	8,847	7,270	8,215	9,201	10,213
yoy	-5%	11%	-18%	13%	12%	11%
营业成本	4,962	5,927	4,673	5,182	5,712	6,258
毛利率	37.7%	33.0%	35.7%	36.9%	37.9%	38.7%
照明应用产品及其他	7,903	8,735	7,196	8,134	9,111	10,113
yoy	-5%	11%	-18%	13%	12%	11%
毛利率	37.5%	32.4%	35.3%	36.6%	37.6%	38.4%
其他业务	67	111	74	81	90	100
yoy	18%	67%	-33%	9%	11%	11%
毛利率	61.8%	77.7%	72.8%	73.3%	75.0%	75.0%

数据来源：公司公告、华西证券

我们维持盈利预测，预计 23-25 年公司收入分别为 82/92/102 亿元，同比分别 +13%/+12%/+11%。预计 23-25 年归母净利润分别为 9.2/10.6/12.1 亿元，同比分别 +17%/+16%/+14%，相应 EPS 分别为 1.21/1.40/1.60 元，以 23 年 5 月 26 日收盘价 19.78 元计算，对应 PE 分别为 16/14/12 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 20 倍，上调至“买入”评级。

图 28 可比公司估值情况

股票代码	公司	股价（元）	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000541.SZ	佛山照明	5.42	0.22	0.30	0.34	24.65	18.26	15.94
603303.SH	得邦照明	14.39	0.85	1.11	1.26	16.84	12.92	11.39
605365.SH	立达信	15.43	0.89	1.06		17.30	14.57	
	平均值					19.60	15.25	13.66
603515.SH	欧普照明	19.78	1.21	1.40	1.60	16.29	14.09	12.36

数据来源：Wind、华西证券研究所，数据截止 2023 年 5 月 26 日；注：可比公司盈利预测均为 Wind 一致预测。

5. 风险提示

1) 原材料价格波动

公司主要原材料为铜、冷轧板、PC 料、亚克力等，其价格波动将对公司的生产成本产生影响。若原材料价格出现大幅波动，公司的盈利水平将可能因此出现波动。

2) 房地产行业波动

公司家居灯具业务销售为公司主要收入来源之一。产品需求一方面来自住房装修市场，另一方面来自已有住房灯具的更换升级，前者受房地产市场景气程度影响较大，未来房地产市场的不确定性将对市场需求产生影响。

3) 汇率波动

公司的主要经营业务位于中国境内，以人民币结算。但公司海外业务（外币资产和负

债及外币交易的计价货币主要为美元) 依然存在外汇风险。

- 4) 外汇套期保值的业务风险
- 5) 新项目推进未达预期风险
- 6) 行业空间测算偏差
- 7) 第三方数据失真风险
- 8) 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险
- 9) 客户认证不通过

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,270	8,215	9,201	10,213	净利润	786	917	1,061	1,209
YoY (%)	-17.8%	13.0%	12.0%	11.0%	折旧和摊销	155	188	195	196
营业成本	4,673	5,182	5,712	6,258	营运资金变动	-423	507	-957	800
营业税金及附加	49	46	52	61	经营活动现金流	434	1,529	283	2,226
销售费用	1,152	1,331	1,491	1,655	资本开支	-329	-91	-124	-161
管理费用	322	329	359	393	投资	1,609	695	700	998
财务费用	-37	-19	-63	-81	投资活动现金流	1,397	711	622	856
研发费用	370	427	471	521	股权募资	0	-3	0	0
资产减值损失	-35	0	0	0	债务募资	-73	15	15	15
投资收益	129	99	37	10	筹资活动现金流	-612	0	2	1
营业利润	873	1,042	1,226	1,405	现金净流量	1,244	2,240	908	3,084
营业外收支	13	15	11	3	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	886	1,057	1,236	1,409	成长能力				
所得税	101	140	175	200	营业收入增长率	-17.8%	13.0%	12.0%	11.0%
净利润	786	917	1,061	1,209	净利润增长率	-13.6%	16.8%	15.6%	14.0%
归属于母公司净利润	784	916	1,059	1,206	盈利能力				
YoY (%)	-13.6%	16.8%	15.6%	14.0%	毛利率	35.7%	36.9%	37.9%	38.7%
每股收益	1.04	1.21	1.40	1.60	净利率	10.8%	11.1%	11.5%	11.8%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	9.0%	8.8%	10.0%	9.3%
货币资金	1,575	3,815	4,722	7,807	净资产收益率 ROE	12.9%	13.1%	13.2%	13.1%
预付款项	19	21	23	25	偿债能力				
存货	529	974	613	1,230	流动比率	2.39	2.35	3.27	2.84
其他流动资产	4,011	3,045	2,673	1,390	速动比率	2.15	2.03	2.99	2.48
流动资产合计	6,134	7,854	8,031	10,452	现金比率	0.61	1.14	1.93	2.12
长期股权投资	222	251	277	301	资产负债率	29.8%	32.4%	23.5%	28.6%
固定资产	800	739	673	611	经营效率				
无形资产	360	373	384	395	总资产周转率	0.82	0.86	0.88	0.87
非流动资产合计	2,562	2,536	2,529	2,551	每股指标 (元)				
资产合计	8,695	10,391	10,560	13,002	每股收益	1.04	1.21	1.40	1.60
短期借款	240	255	270	285	每股净资产	8.04	9.25	10.65	12.25
应付账款及票据	826	1,736	834	2,024	每股经营现金流	0.58	2.03	0.38	2.95
其他流动负债	1,497	1,353	1,349	1,378	每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,563	3,344	2,453	3,687	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	19.02	16.29	14.09	12.36
其他长期负债	26	26	26	26	PB	1.93	2.14	1.86	1.61
非流动负债合计	26	26	26	26					
负债合计	2,590	3,371	2,479	3,713					
股本	754	754	754	754					
少数股东权益	45	46	48	51					
股东权益合计	6,106	7,020	8,081	9,290					
负债和股东权益合计	8,695	10,391	10,560	13,002					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢： 家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

喇睿萌： 家电行业研究助理，2023年3月加入华西证券，此前就职于中泰证券、东兴证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。