

欧普照明（603515）：空间大赛道优，照明龙头锋芒初露

2019年08月22日

推荐/维持

欧普照明 深度报告

► 公司全面率先转型 LED 成为行业龙头

公司以内销家照业务为主，充分收益过去十年的地产黄金期。把握机遇，2014 年率先进行全面 LED 转型，成为行业龙头，之后享受了政策支持、LED 渗透率提升、国际巨头退出这三大红利。依靠持续的研发投入构筑品牌护城河，品牌的树立带来了 OEM 轻资产运营的模式，相当于以较低的可控成本实现产能扩建，较为平滑地调节产品结构，实现规模经济的同时扩大 SKU。

► 公司龙头地位稳固，构建渠道壁垒扩大优势

当前地产下行对家照业务影响大，LED 迭代需求向更新需求转变导致行业增速中枢下移，这将加快中小企业退出。我们认为行业整体从增量到存量竞争过程中，公司构建的渠道壁垒、品牌优势将助力市场份额提升。公司以毛利反哺经销商增加渠道粘性，积极推进渠道下沉，2018 年末流通网点达 10 万个，线上份额保持第一。短期竣工端边际改善有望带动家照回暖，长期来看 LED 通用照明市场规模大，市占率提升带来的业绩增量空间大。

► 公司开拓商照、照明控制及智慧照明，成长空间仍然很大

第一，商店照明、市政照明及办公照明持续提供需求，公司发展商照增加逆周期属性。第二，在现有照明渠道上铺设照明控制及集成整装产品，能以较低成本发挥协同作用。第三，装饰灯、集成家装带来单次消费均价提升，公司接入华为 hilink 生态，智能照明带来溢价。我们认为，未来智能控制提高行业准入门槛，利好公司市场份额提升。

► 公司盈利预测及投资评级

结合公司的成长及消费属性，粤港澳大湾区总部产能扩建，给予 2020 年 25 倍 PE，对应价格 44.8 元，照目前股价有 50% 的上行空间，维持“推荐”评级。

风险提示：竞争格局恶化，地产下行超预期，公司商照业务发展不及预期，智能家居进度不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6,957.05	8,003.87	9,306.90	11,001.9	13,306.7
增长率（%）	27.03%	15.05%	16.28%	18.21%	20.95%
净利润（百万元）	681.52	899.56	1,101.39	1,351.74	1,737.18
增长率（%）	33.07%	31.99%	22.44%	22.73%	28.51%
净资产收益率（%）	18.74%	20.73%	20.64%	20.79%	21.72%
每股收益（元）	1.18	1.19	1.46	1.79	2.30
PE	24.97	24.76	20.23	16.48	12.83
PB	4.70	5.14	4.18	3.43	2.79

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是 LED 通用照明行业龙头，主要从事家居照明灯具、光源、商业照明灯具、照明控制类产品的研发、生产和销售。

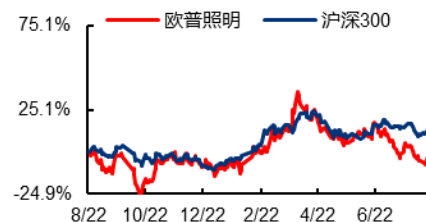
未来 3-6 个月重大事项提示：

2019-08-23 2019 年半年度报告

交易数据

52 周股价区间（元）	28.72-40.2
总市值（亿元）	217.14
流通市值（亿元）	216.48
总股本/流通 A 股（万股）	75606/75376
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.46

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师 闵繁皓

010-66554036

minfh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070005

研究助理 徐程颖

xuchy@dxzq.net.cn

目 录

1. LED 时势造英雄，欧普照明冉冉上升	5
1.1 专注家照受益地产黄金期，LED 转型终成行业龙头.....	5
1.1.1 家居照明给公司带来高毛利和高周转率.....	5
1.1.2 LED 转型正式确立龙头地位.....	6
1.1.3 管理结构稳定，股权激励保驾护航.....	8
1.2 赛道优，三大红利吹响 LED 照明行业号角.....	9
1.2.1 政府补贴降低原材料价格.....	9
1.2.2 节能环保成主流，渗透率有效提升.....	9
1.2.3 国际巨头退出，享用国内大蛋糕.....	10
1.3 OEM 轻资产运营是自主品牌带来的溢价	11
1.3.1 标准化生产增加规模经济，OEM 助力扩大 SKU	11
1.3.2 手握定价权，OEM 低成本扩大产能	12
2. 行业增速或换挡但空间大，渠道铺设构筑壁垒	13
2.1 LED 照明空间大，由迭代需求向更新需求转变.....	14
2.2 家照业务因地产销售承压，但竣工端边际改善	14
2.3 线上线下两手抓，渠道壁垒助力攫取份额	15
2.3.1 渠道下沉进行时，利润再分配增加渠道粘性.....	15
2.3.2 渠道掌控力强，地产承压之下谋变.....	17
3. 商照业务助力多元化，积极求变拓宽商业外延	18
3.1 商照前景广阔，穿越周期添砖加瓦	18
3.2 同渠道实现品类扩张，照明控制拓宽产品外延	20
3.3 下一站，智慧照明	20
4. 盈利预测与估值.....	21
5. 风险提示.....	23
相关报告汇总.....	25

表格目录

表 1：公司股权激励计划业绩考核标准	9
表 2：国际巨头剥离照明业务.....	11
表 3：估算家照市占率（灰色填充为关键假设）	13
表 4：业务板块预测表.....	22
表 5：可比公司估值水平（估值日期：2019.08.19）	22

插图目录

图 1：公司着力建设产品力、渠道力、品牌力	5
图 2：公司毛利率高于同业.....	5

图 3：家照业务的营收占比最大.....	5
图 4：公司存货周转率高于同业.....	6
图 5：公司应收账款周转率高于同业.....	6
图 6：住宅销售面积高速增长（万平方米）	6
图 7：2014 年公司 LED 产品销售收入占营收比重居首.....	6
图 8：LED 转型以来公司营收规模居行业首位（单位：万元）	7
图 9：公司净利 CAGR 高达 29.25%.....	7
图 10：测算公司通用照明市占率为 2.7%，居行业首位（2018）	7
图 11：公司预收账款规模高于同业（单位：元）	8
图 12：公司预付账款规模小于同业（单位：元）	8
图 13：马秀慧、王耀海夫妇拥有公司的绝对控制权（截至 1H19）	8
图 14：10-12 年补贴导致 MOCVD 保有量提升（单位：台）	9
图 15：各国出台政策禁止白炽灯销售	10
图 16：同等光效的 LED 灯泡价格持续走低	10
图 17：中国 LED 照明渗透率显著提升，超过全球	10
图 18：公司研发支出营收占比较高（2018）	11
图 19：公司研发开支远高于同业（单位：元，2018）	11
图 20：欧普照明官方旗舰店 SKU 数量居首.....	12
图 21：公司通过 OEM 的方式扩大产能（2015 年）	12
图 22：OEM 产品毛利率（2015 年）	12
图 23：OEM 占各类产品营收的比重	13
图 24：通用照明已成为 LED 应用的最主要领域（单位：亿元）	14
图 25：2018 年通用照明占 LED 应用的比例达到 44.1%.....	14
图 26：测算 2018 年经销商返利同比增速下滑	14
图 27：2017 年以来竣工增速和销售增速持续存在缺口	14
图 28：住宅待售面积和潜在库存下滑	15
图 29：动态库销比持续下滑	15
图 30：欧普建立了多层次的家照经销渠道，推动渠道下沉	15
图 31：公司线上销售规模增长迅速，占营收比重提升	15
图 32：欧普建立了多层次的商照经销渠道	16
图 33：公司销售费用率领先同业	16
图 34：公司毛销差保持稳定	16
图 35：公司与地产商合作精装修项目	17
图 36：我国第三产业的 GDP 累计同比贡献率上升.....	18
图 37：我国从事第三产业人口占比上升空间大	18
图 38：城市市政公用设施建设固定资产投资完成额规模巨大（单位：亿元）	19
图 39：公司参与的部分市政交通照明项目	19
图 40：主流地产商可租赁写字楼面积增长迅速（万平方米）	19
图 41：华润置地写字楼投资面积增长迅速（万平方米）	19
图 42：公司照明控制产品毛利率高于整体	20

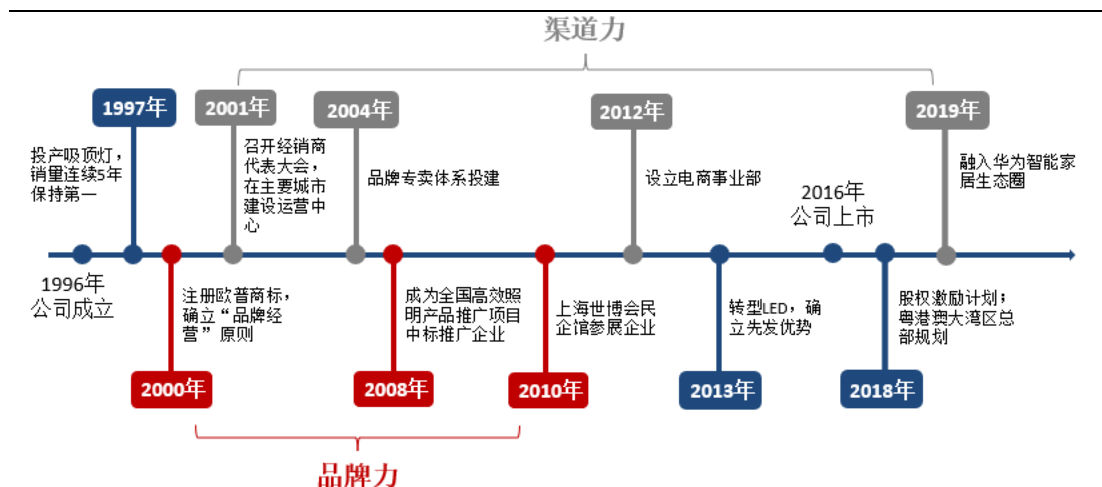
图 43：公牛集团墙壁开关插座毛利率接近 50%.....	20
图 44：公司灯具可通过多种方式控制色温、亮度	21
图 45：公司与华为达成智能家居战略合作	21

1. LED 时势造英雄，欧普照明冉冉上升

1.1 专注家照受益地产黄金期，LED 转型终成行业龙头

欧普照明主要从事家居照明灯具、光源、商业照明灯具、照明控制类产品的研发、生产和销售。与专注代工外销的阳光照明、专注商业照明的雷士照明、佛山照明不同，公司成立之初来看准国内家居照明市场潜力，致力于打造高效的 2C 渠道网络，提升灯具设计和质量，塑造优良的品牌形象。

图 1：公司着力建设产品力、渠道力、品牌力



资料来源：公司公告，招股说明书，东兴证券研究所

1.1.1 家居照明给公司带来高毛利和高周转率

公司家照营收占比最大造就了高于同业的毛利率。家照业务面对议价能力较弱的个人消费者，且灯具的风格种类更为多样，设计及品牌溢价更高，毛利也更为可观。

图 2：公司毛利率高于同业

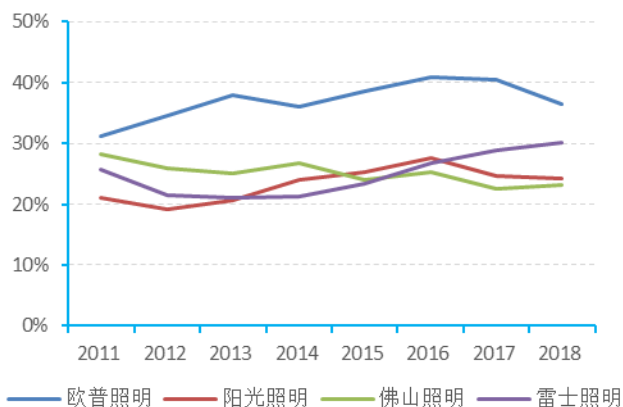
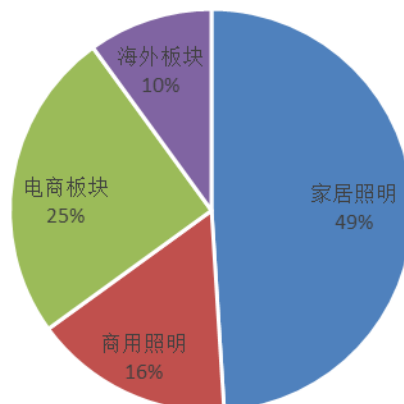


图 3：家照业务的营收占比最大

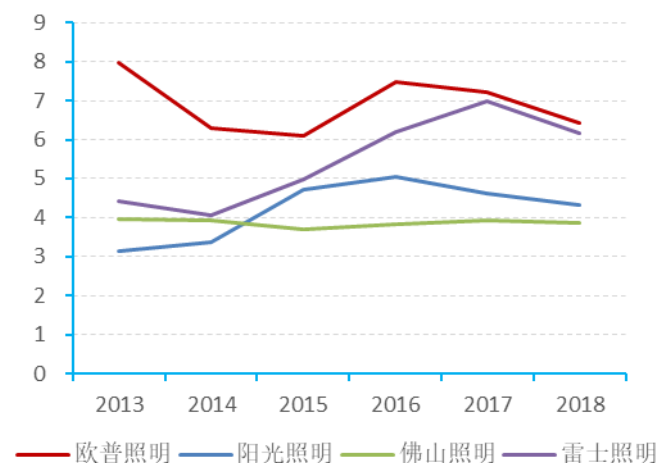


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

资料来源: 招股说明书, 股东大会资料, 东兴证券研究所

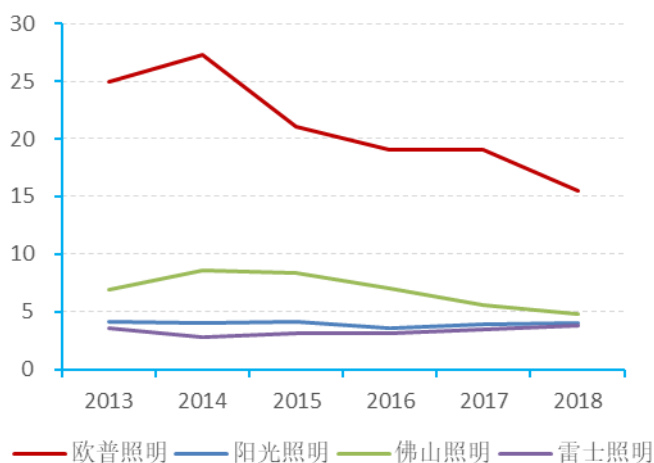
家照业务还带来了较高的存货周转率和应收账款周转率。公司生产周期较短, 专注于产品设计、核心部件制造及成品组装环节, 生产性部件如灯管、电子件等均为外购, 存货周转更快; 境内经销商需以先款后货的方式买断产品, 仅有少量信誉极佳的经销商可以获得 3 个月左右的账期。而商照业务验收周期长, 尤其是照明工程类需给予一定的账期, 较大规模的发出商品使得存货周转速度降低。

图 4: 公司存货周转率高于同业



数据来源: Wind, 东兴证券研究所

图 5: 公司应收账款周转率高于同业



数据来源: Wind, 东兴证券研究所

1.1.2 LED 转型正式确立龙头地位

家照作为地产后周期显著受益于地产黄金十年。住宅销售面积高增显著拉动家居照明产品的需求, 公司营收快速增长, 体量居行业前列。LED 转型真正确立了公司行业龙头的地位。2014 年公司率先全面转型 LED 灯具生产企业, 全年 LED 产品销售收入占营收比重达 56.17%, 年底这一比重已达 80% 以上, 居行业首位。

图 6: 住宅销售面积高速增长 (万平方米)

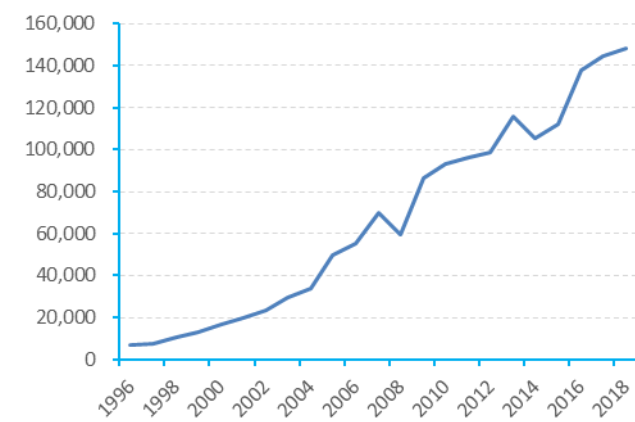
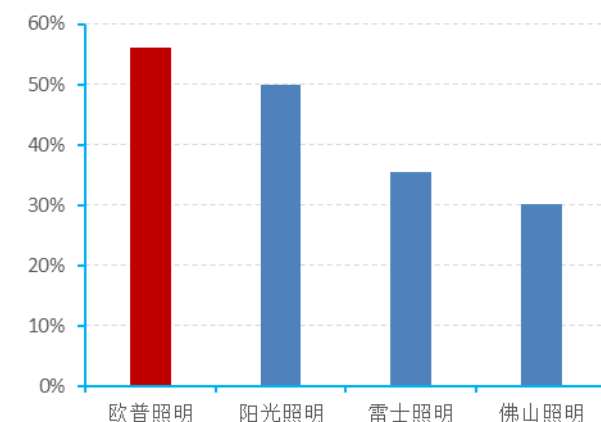


图 7: 2014 年公司 LED 产品销售收入占营收比重居首

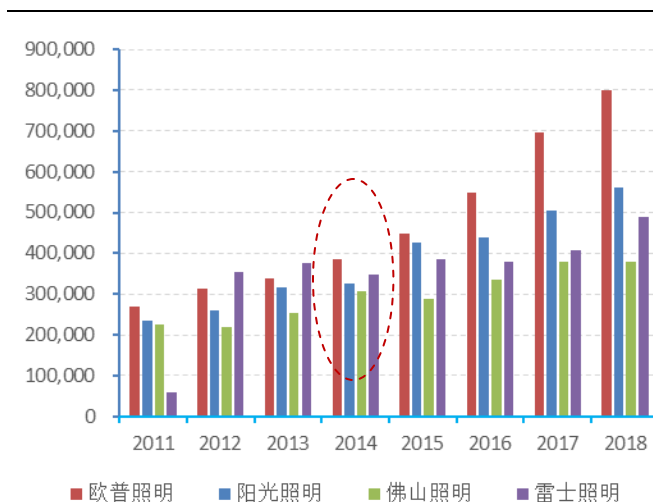


数据来源：国家统计局，东兴证券研究所

数据来源：公司财报，招股说明书，东兴证券研究所

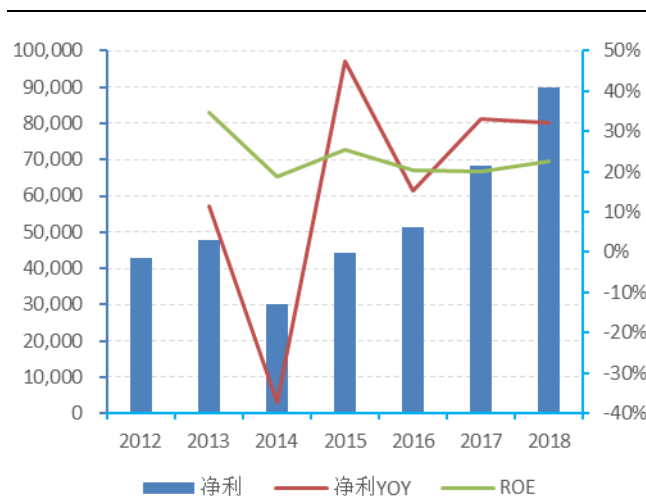
LED 先发优势使得公司盈利能力跃升行业首位，2018 年营收突破 80 亿元。转型以来，净利润 CAGR 高达 31.50%，ROE 稳定在 20%以上，2014 年由于资本开支及存货余额增加，转型带来的销售、管理费用增加，当年 7223 万元的政府补助尚未收到，同期净利负增。

图 8：LED 转型以来公司营收规模居行业首位（单位：万元）



数据来源：Wind，东兴证券研究所

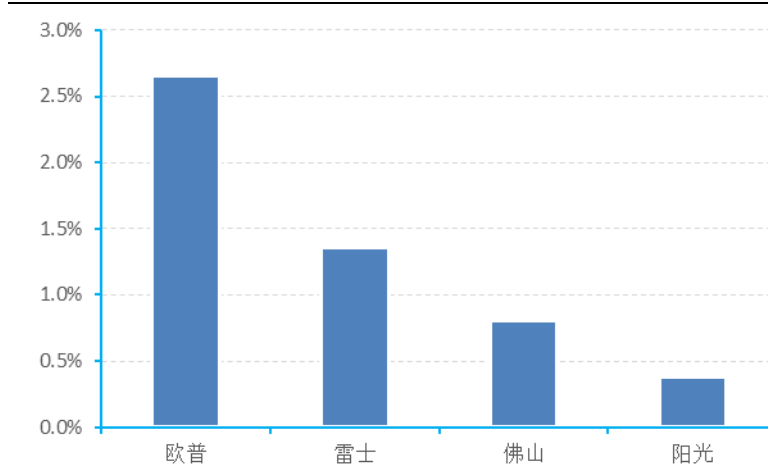
图 9：公司净利 CAGR 高达 29.25%



数据来源：Wind，东兴证券研究所

我们以（销售收入*国内营收占比）/（中国 LED 应用市场规模*通用照明占比）估算公司的国内通用照明市场份额，2018 年为 2.7%，居行业首位。

图 10：测算公司通用照明市占率为 2.7%，居行业首位（2018）

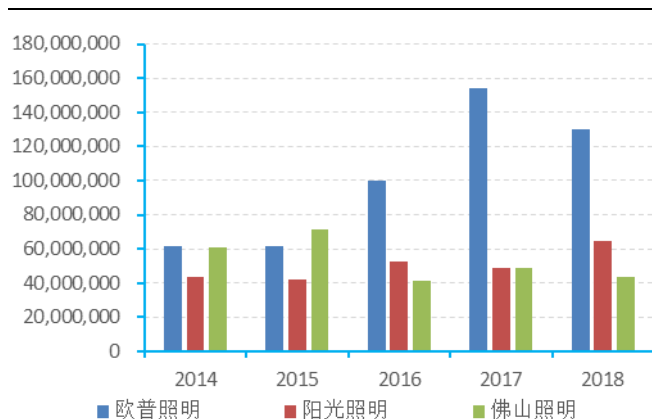


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

公司对上下游占款能力强，彰显龙头特质。公司预收账款规模高于同业，预付账款规模小于同业，相当

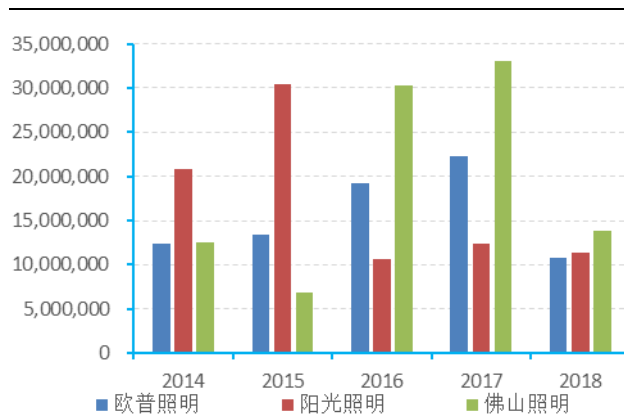
于通过对上下游占款实现经营加杠杆，有利于扩大生产规模。

图 11：公司预收账款规模高于同业（单位：元）



数据来源：WIND、东兴证券研究所

图 12：公司预付账款规模小于同业（单位：元）

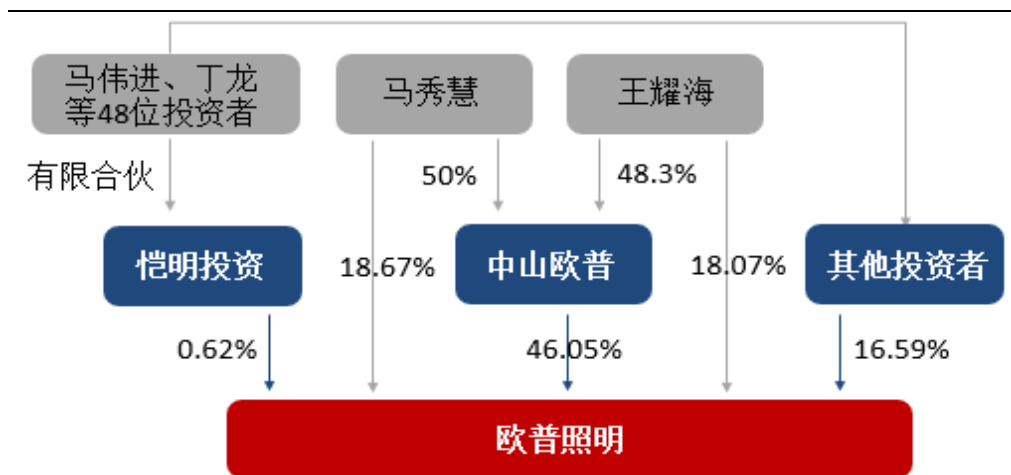


数据来源：WIND、东兴证券研究所

1.1.3 管理结构稳定，股权激励保驾护航

公司股权结构稳定。马秀慧、王耀海夫妇合计持有公司 82% 的股权，决策效率高。同时公司从飞利浦、欧司朗、华为、海尔、公牛等公司引进了多名研发、销售、管理的优秀人才，为公司经营发展提供了强有力的支持。

图 13：马秀慧、王耀海夫妇拥有公司的绝对控制权（截至 1H19）



资料来源：Wind，公司财报，东兴证券研究所

股权激励计划凸显公司经营信心。公司以 2018 年 3 月 9 日为授予日，向符合条件的 278 名激励对象授予 484.98 万份股票期权；向符合条件的 148 名激励对象授予 217.14 万股限制性股票。其业绩考核期为 6 年，以 2017 年净利润为基数，2018-2023 年净利增长率不低于 20%、44%、73%、108%、149%、199%，CAGR 为 20%。

表 1：公司股权激励计划业绩考核标准

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
净利润（百万元）	681.52	899.56	981.39	1179.03	1417.56	1696.98	2037.74
YOY(18 年实际值为基准)	33.07%	31.99%	9.10%	20.14%	20.23%	19.71%	20.08%

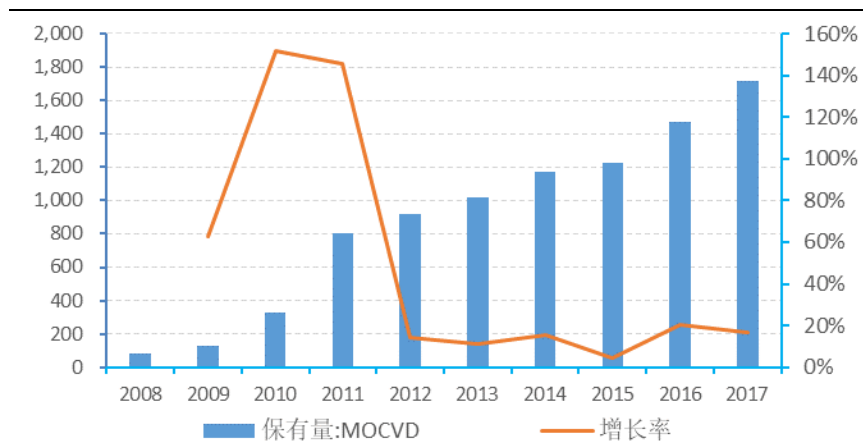
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 赛道优，三大红利吹响 LED 照明行业号角

我们认为公司转型 LED 之后充分享受了政策支持，LED 照明对传统照明迭代，国际巨头退出这三大红利。

1.2.1 政府补贴降低原材料价格

政府补贴带动上游产能扩张，芯片价格持续下行。2010-2012 年政府给予 LED 企业研发补助、生产设备补贴、贷款贴息等，使得 MOCVD 保有量大幅提升，2011 年 LED 芯片产值增长 50%。上游产能过剩引发价格战，LED 芯片价格持续下行。

图 14：10-12 年补贴导致 MOCVD 保有量提升（单位：台）


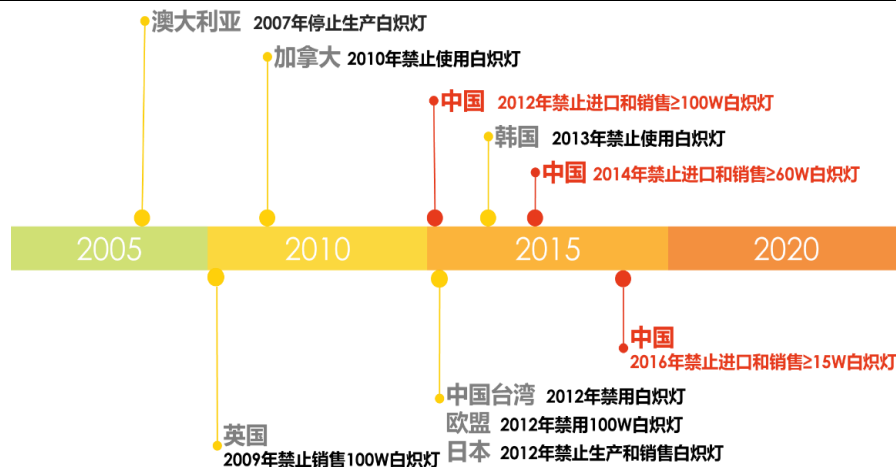
资料来源：Genrikh Saulovich Altshuller, 东兴证券研究所

LED 芯片价格下降降低了营业成本，提供了 LED 照明灯具量产的可能，有效提高了产出投入比。同时政府补助对公司的净利润也有一定贡献，2018 年公司计入当期损益的政府补助达 1.02 亿元，占净利润的 11.3%。公司与资产相关和与收益相关的政府补贴均具有可持续性。

1.2.2 节能环保成主流，渗透率有效提升

政府陆续出台限制白炽灯生产及销售的政策，助力 LED 照明的普及。与传统光源相比，LED 光源具有光效更优、效率更高、寿命更长、不含汞的优点，具备节约能源和保护环境的双重优势。

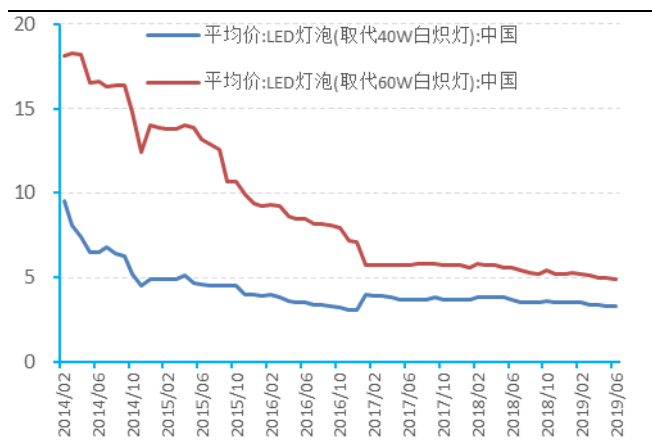
图 15：各国出台政策禁止白炽灯销售



资料来源：Genrikh Saulovich Altshuller, 东兴证券研究所

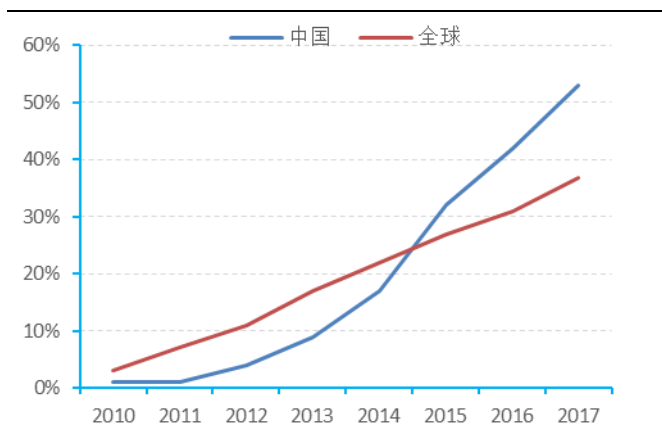
LED 灯泡价格下降带动渗透率有效提升。原材料成本反映至产品价格端，同等光效的 LED 灯泡价格持续走低，对传统照明实现迭代。我国 LED 照明渗透率在 2014 年加速提升，并在 2015 年超过全球平均水平，随后剪刀差进一步扩大。2017 年我国 LED 照明渗透率已达 53%，在售 LED 照明渗透率达 70%。

图 16：同等光效的 LED 灯泡价格持续走低



数据来源：WIND，东兴证券研究所

图 17：中国 LED 照明渗透率显著提升，超过全球



数据来源：Digitimes，公开资料整理，东兴证券研究所

1.2.3 国际巨头退出，享用国内大蛋糕

国外巨头剥离照明业务，国内企业迎来契机。国际巨头过去主要生产传统照明产品，在 LED 替换浪潮中转换成本较高，加之国内企业的渠道优势，国外厂商与国内厂商竞争压力较大。飞利浦、欧司朗、GE 照明这三大照明巨头的相继退出中国市场，直接利好国内龙头企业。我们认为，公司能够凭借渠道、品牌优势抢占份额，享受国内巨大的市场红利。

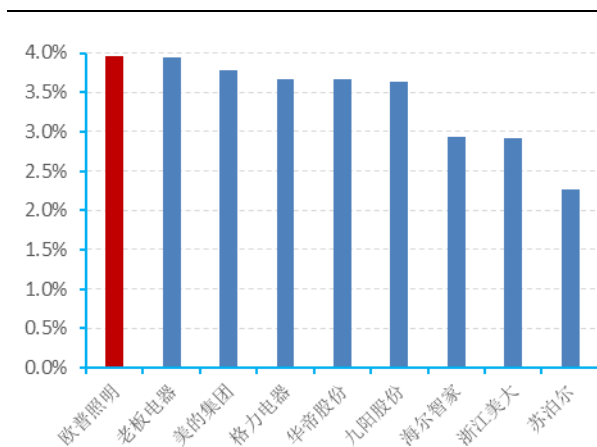
表 2：国际巨头剥离照明业务

公司名称	事件
飞利浦	2016 年 5 月，飞利浦将旗下照明业务在荷兰交所挂牌，几天后，飞利浦关闭其在深圳的子公司，其战略重心从照明行业向医疗健康产业转移
欧司朗	2016 年 7 月，欧司朗以 4 亿元将其照明业务朗德万斯出售给木林森等竞购联合体。未来，欧司朗将专注于三大核心业务——特种照明、照明系统及解决方案和光电半导体的成长与创新
GE 照明	2016 年 11 月，GE 照明终止了其在亚洲和拉丁美洲的所有直接商业活动

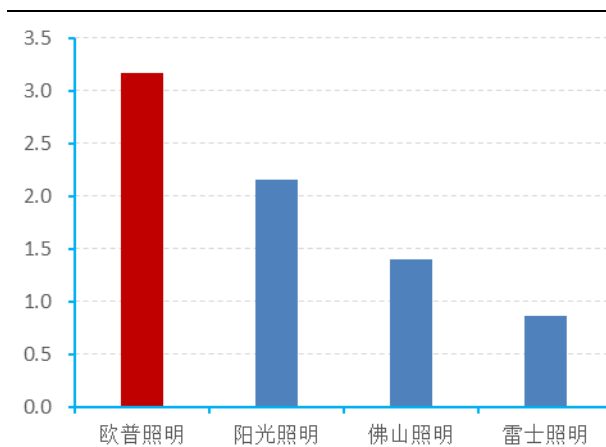
资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

1.3 OEM 轻资产运营是自主品牌带来的溢价

公司依靠持续的研发投入打造品牌护城河。在国内照明企业如火如荼接手国外巨头代工订单时，公司就树立品牌意识，坚决不做贴牌，并靠持续的研发投入，保障产品质量。2018 年公司研发支出 3.17 亿元，远高于同业，占营收的比重达 3.96%。

图 18：公司研发支出营收占比较高（2018）


数据来源：Wind，东兴证券研究所

图 19：公司研发开支远高于同业（单位：元，2018）


数据来源：Wind，东兴证券研究所

品牌的成功树立则带来了 OEM 的轻资产运营模式，相当于以较低的可控成本实现产能扩建，较为平滑地调节产品结构，实现规模经济的同时扩大 SKU。

1.3.1 标准化生产增加规模经济，OEM 助力扩大 SKU

灯具市场，仍有大量可标准化、量产的产品需求。公司引入自动化产线，对标准化产品实现自制，形成规模经济。OEM 产品主要分为两类：第一类为小规模个性化需求的产品，主要是集成吊顶、家照中的装饰型灯具、商照中的定制化灯具，其标准化程度低、生产所需人工量较大；第二类为 LED 灯带、中低端

的筒射灯等，其附加值较低，对利润的贡献较小。我们认为，通过“自制+OEM”的生产方式，公司在实现规模经济的同时，扩大了产品外延。

图 20：欧普照明官方旗舰店 SKU 数量居首



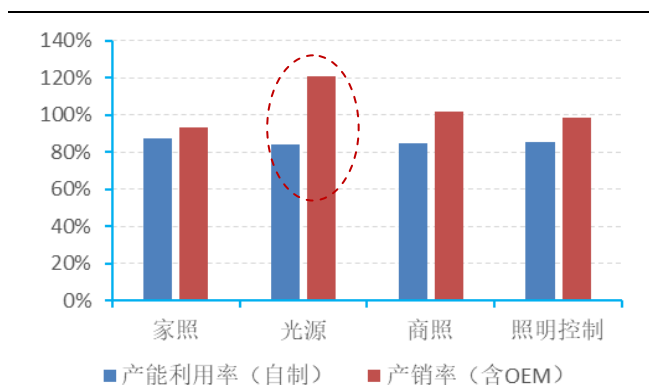
资料来源：天猫，东兴证券研究所

1.3.2 手握定价权，OEM 低成本扩大产能

OEM 采用成本加成定价，公司掌握定价权。OEM 产品价格一般由材料成本、组装成本、正常损耗（1%左右材料成本）、管理费及一定利润空间组成。利润率因加工难度、定制化程度、订单规模等差异而有所不同，一般情况下为 5-6%。装饰性较强的灯具因其工艺复杂，产量低而给予代工厂 15% 左右的利润率；光源类给予 1% 左右的利润率。

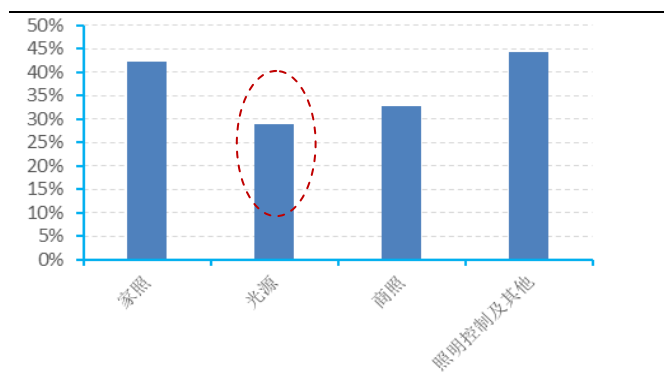
公司通过 OEM 扩大产能。公司家照、商照、照明控制类产品产销率 100% 左右，光源产销率均达 121.2%。我们认为公司通过成本加成定价的 OEM 方式，尤其是对低附加值的光源，实现了低成本的“产能扩建”。

图 21：公司通过 OEM 的方式扩大产能（2015 年）



数据来源：招股说明书，东兴证券研究所

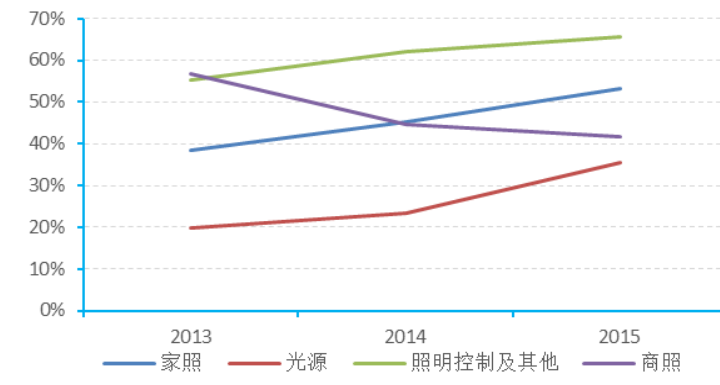
图 22：OEM 产品毛利率（2015 年）



数据来源：招股说明书，东兴证券研究所

另一方面，OEM 是产品结构调整的平滑器。近年来公司附加值较低的光源产品更多地由代工实现；灯具

及集成吊顶设计风格更加多样化，装饰性要求更高，非标准化程度高，OEM 占比提升；同时公司加大对商照产品的研发，对专业型产品实现了自制，OEM 商照营收占比走低。我们认为，OEM 使得公司产品投放相对稳定的情况下自主调整自制结构。

图 23：OEM 占各类产品营收的比重


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2. 行业增速或换挡但空间大，渠道铺设构筑壁垒

我们认为未来 LED 渗透率会继续提升，但行业由迭代需求向更新需求转变导致增速换挡，同时近两年地产下行周期对家照新增需求形成压力。这将加速行业整合，小企业在大量的小批量非标准产品的研发投入和模具压力下被淘汰出局。公司能够凭借规模经济、品牌效应及完善的渠道网络攫取份额，改变集中度较低的竞争格局。

我们以购置住宅带来的新增需求估算当前公司家居照明的市占率。假设户均灯具购置价格为 3000 元，以滞后一年的住宅销售套数估算地产贡献家照规模，同时假设新房空置率和二手房免装修，估算地产实际贡献规模约为 320 亿元。测算 2018 年公司实现家照营收 28.8 亿元，考虑到家居照明的类厨电属性，假设家照营收中地产相关性为 0.7，估算地产贡献家照营收为 20.16 亿元。以这部分市占率估算家照业务总体市占率，大致为 6.3%。

表 3：估算家照市占率（灰色填充为关键假设）

2018 市占率估算	
2017 住宅销售套数(套)	13361411
单套灯具购置均价(元)	3000
理论地产贡献家照市场规模(亿元)	400.84
空置率	0.2
估算实际贡献市场规模(亿元)	320.67
2018 年家照营收(亿元)	28.8
家照营收地产相关系数	0.7
估算地产贡献家照营收	20.16
估算市场份额	6.3%

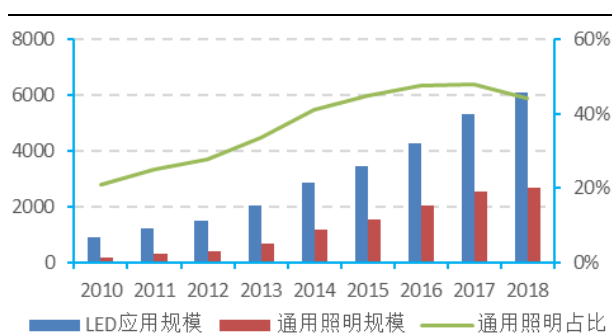
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

行业空间叠加市占率提升，公司业绩潜力大。公司扩大家照的市占优势，同时大力发展商照、电工业务，则公司整体的通用照明市占率有望提升，同时考虑到十三五规划中 2020 年 LED 照明产值破万亿的目标，公司营收还有翻倍空间。

2.1 LED 照明空间大，由迭代需求向更新需求转变

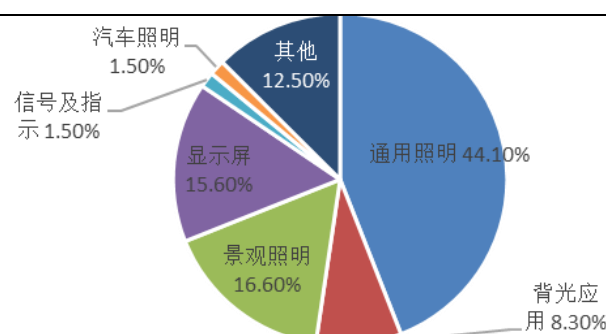
LED 通用照明规模大。2018 年 LED 通用照明市场规模高达 2681 亿元，近 8 年 CAGR 高达 39%，目前已成为 LED 下游应用中最主要的领域，2014 年起占比达 40% 以上。

图 24：通用照明已成为 LED 应用的最主要领域（单位：亿元）



数据来源：CSA，东兴证券研究所

图 25：2018 年通用照明占 LED 应用的比例达到 44.1%



数据来源：CSA，东兴证券研究所

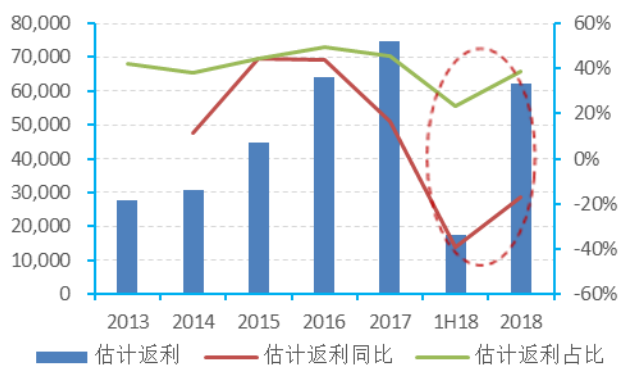
我国 LED 通用照明渗透率仍有提升空间。日本 2015 年 LED 照明渗透率已达 67%，2017 年我国 LED 照明渗透率达 53%，未来仍有提升空间。除去新增需求，农村家庭照明和城市办公市政照明仍将贡献迭代需求。我们认为，随着渗透率进一步上升，未来行业将由迭代需求向更新需求转变，增速中枢将下移。

2.2 家照业务因地产销售承压，但竣工端边际改善

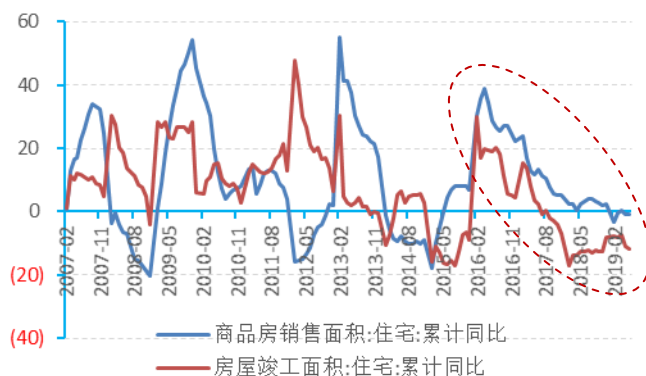
家照业务受地产下行影响大。本轮地产周期下行时间长，自 2017 年初以来住宅销售面积同比持续下行，2018 年以来持续处于低位。由于公司给予经销商的返利形式为非货币形式的抵减后期贷款，我们以利润表中的“销售费用”和现金流量表中的“现金支付的销售费用”轧差作为经销商返利的估计值。经测算，2018 年返利同比下滑 16.75%，同期销售费用仅下滑 1.97%，返利占销售费用的比重降至 38.83%。同时期末资产负债表中的“应计返利”这一时点值同比下滑 23.86%，而期间测算返利结算并没有加速，我们认为，地产销售压力传导至公司终端销售层面，经销商业绩达标压力加大。

图 26：测算 2018 年经销商返利同比增速下滑

图 27：2017 年以来竣工增速和销售增速持续存在缺口



数据来源: 公司财报, 东兴证券研究所

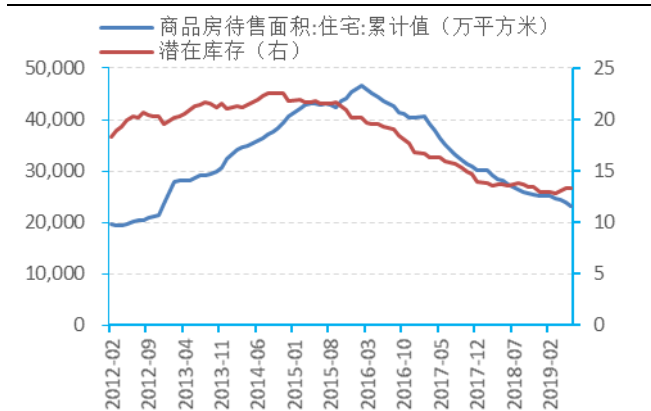


数据来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

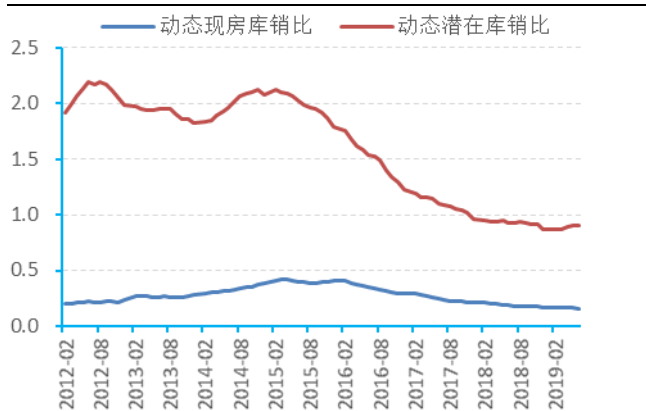
2019 年下半年地产竣工或好于预期。2017 年初以来, 住宅销售面积和竣工面积持续出现缺口, 同时地产库存下降较为明显, 当前库存已经处于低位。因此下半年竣工端边际改善, 公司家照业务有望回暖。

图 28: 住宅待售面积和潜在库存下滑

图 29: 动态库销比持续下滑



数据来源: 国家统计局, 东兴证券研究所



数据来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

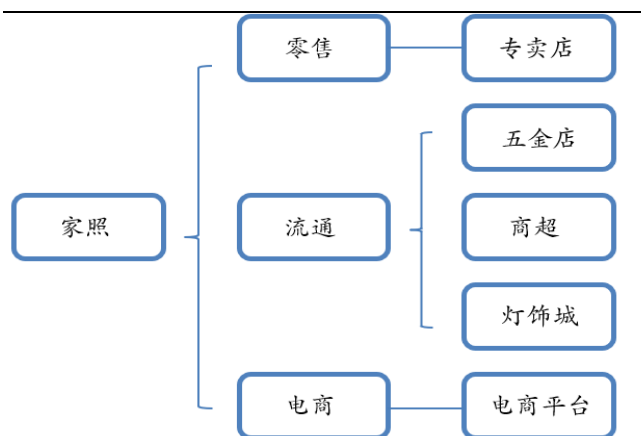
2.3 线上线下两手抓, 渠道壁垒助力攫取份额

2.3.1 渠道下沉进行时, 利润再分配增加渠道粘性

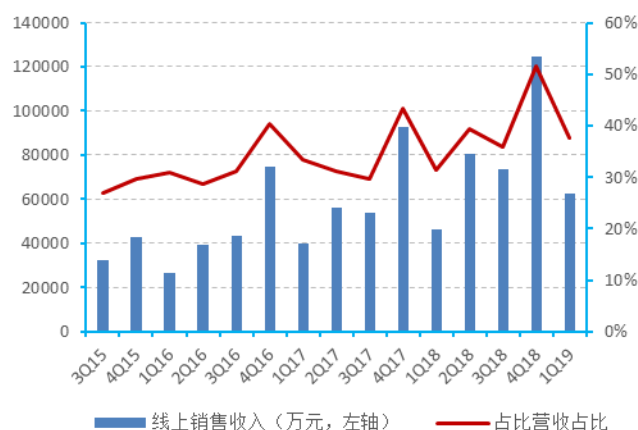
公司的家照业务渠道铺设在业内无出其右。零售渠道是仅销售公司产品的专卖区, 目前共公司有超过 4500 个零售网点; 流通渠道指既销售公司产品, 也销售其他品牌的授权店, 在公司渠道下沉策略推进下, 终端由城市向县、镇、乡等区域扩展, 目前公司已有超过 10 万个流通网点, 其中优质网点超 7 万个, 遍布全国。

图 30: 欧普建立了多层次的家照经销渠道, 推动渠道下沉

图 31: 公司线上销售规模增长迅速, 占营收比重提升



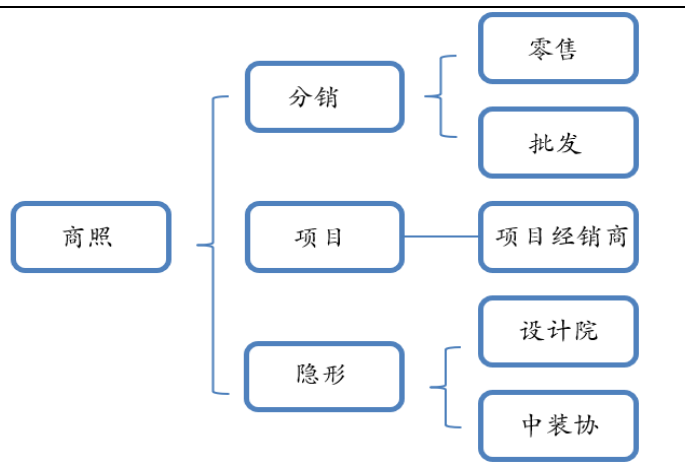
数据来源：招股说明书，东兴证券研究所



数据来源：Wind，天猫，京东，东兴证券研究所

线上渠道具有先发优势，电商红利反哺明显。公司 2012 年成立电商事业部，成为率先建立线上渠道的照明品牌。自 2013 年起，公司销量连续六年获得“双 11”照明家装行业第一。据天猫商城数据显示，公司 2018 年天猫份额从 4% 提升至 10%。线上销售收入占营收的比重达到了 40%，我们认为，公司凭借良好的品牌效应、完备的电商配套服务和众多的 SKU，线上集中度有望进一步提升，驱动营收进一步增长。

图 32：欧普建立了多层次的商照经销渠道

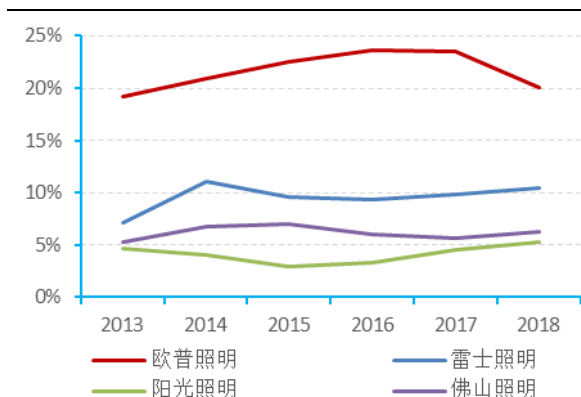


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

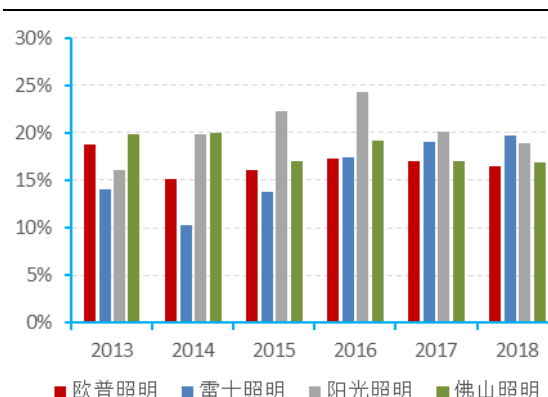
公司商照业务有三大渠道。分销渠道扶持经销商做大做强，向项目服务平台转型；项目渠道由公司直接输出标杆项目；隐形渠道发展与设计院、中装协合作关系，扩大品牌影响力。

图 33：公司销售费用率领先同业

图 34：公司毛销差保持稳定



数据来源: wind, 东兴证券研究所



数据来源: wind, 东兴证券研究所

公司通过把毛利反哺给渠道增加渠道粘性。公司销售费率在 20% 以上, 显著领先同业, 相当于利润再分配给渠道。同时公司毛销差稳定在 15% 以上, 营业利润率稳定在 10% 以上, 盈利能力稳定。我们认为, 在份额竞争中, 公司深入乡镇的渠道将进一步发挥先发优势, 形成壁垒, 更好地反哺公司盈利。

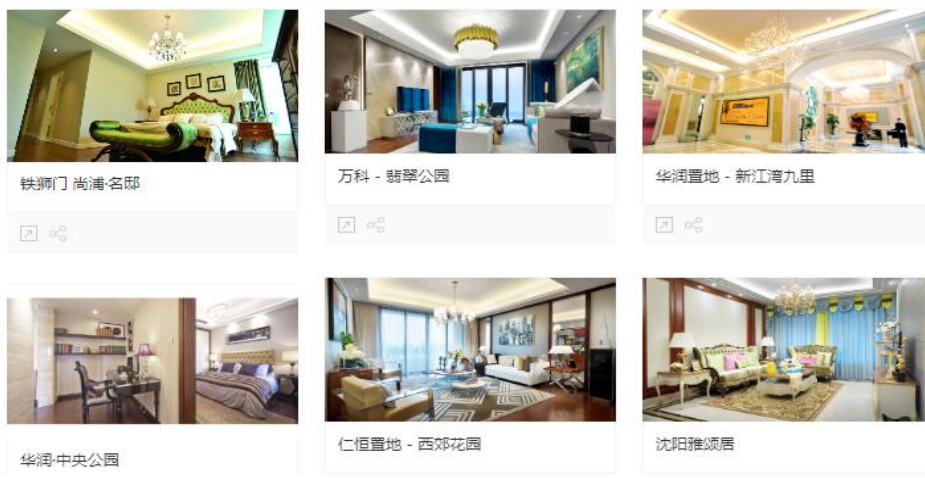
2.3.2 渠道掌控力强, 地产承压之下谋变

公司对经销商有完备的考核体系。年初以合同形式与经销商确定销售任务, 明细到月份、类别等, 同时以月评、半年评、年评的形式进行考核评分。对于达到要求的经销商, 以月返、半年返、年返的形式直接抵减后期货款; 对于未达要求的经销商, 在 3 个月内整改仍未达标则予以取缔。除考核销售完成情况外, 还引入需求预测这一指标, 同时重点关注窜货、扰乱市场价格的行为, 销售服务的质量。

公司携手经销商转型, 精准定位, 提供产品之外的附加价值。低线城市经销商在开展“楼长计划”, 与新建及改建楼盘的水电工合作, 获取住户装修信息, 针对性地推广欧普, 将客户引流至大店实现店内成交。一二线城市经销商由“坐商”向“行商”, “卖产品”向“卖方案”的经营模式转型, 为消费者提供整体家居照明解决方案, 通过丰富的产品组合提升客户采购均价。“欧普到家”聚焦重点城市, 从筛选核心师傅、提升服务标准、建立系统管控、追踪服务评价等方面持续优化售后灯具安装、清洗、维修、换新服务, 2018 年末平台注册师傅超过 50,000 名。

在增量承压之下, 公司紧握精装修机遇, 与地产商直接建立合作关系。目前公司已经在万科、华润置地的楼盘具有标杆性项目输出, 未来将进一步拓宽合作范围, 我们认为地产集团化采购模式也有利于公司集中度提升。

图 35: 公司与地产商合作精装修项目



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3. 商照业务助力多元化，积极求变拓宽商业外延

我们认为，未来公司业绩增长主要有三大动力。（1）商照业务和照明控制业务的品类扩张。（2）智能控制提高行业准入门槛，产品、品牌、渠道共同驱动，市场份额提升。（3）装饰灯、集成家装带来单次消费均价提升，智能照明带来溢价。

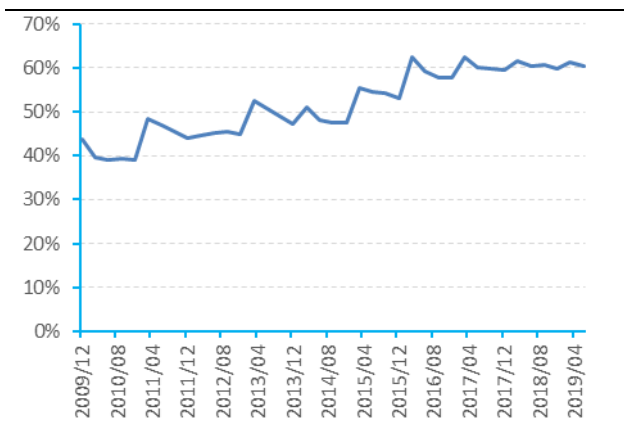
3.1 商照前景广阔，穿越周期添砖加瓦

公司大力发展商照，商照业务增速显著高于其他版块。目前公司加大商照研发，丰富了产品线，借力品牌优势，参与到酒店、办公、市政照明等领域的建设。公司核心的家照板块受地产影响较大，周期性特质明显，承压之下必须寻找新的业绩增长点构筑逆周期护城河。同时我们认为，第三产业的持续发展、市政基础设施的持续投入以及商业地产的崛起决定了商照极大的市场空间和较好的逆周期性。

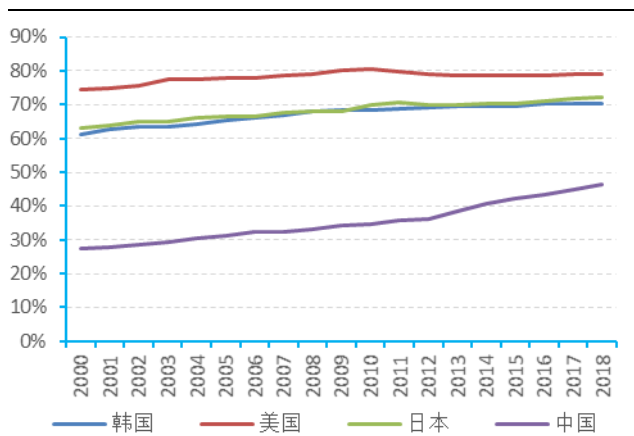
我国第三产业发展潜力仍然很大。当前我国第三产业的 GDP 累计同比贡献率达 60%，在国民经济中发挥的作用越来越大，2018 年末从事第三产业人口占比仅达 46.3%，与美日韩等发达国家仍有较大差距。我们认为，第三产业的发展将进一步拉动百货、教育、医疗、酒店、文化等行业的基础设施投入，拉动商业照明需求。

图 36：我国第三产业的 GDP 累计同比贡献率上升

图 37：我国从事第三产业人口占比上升空间大



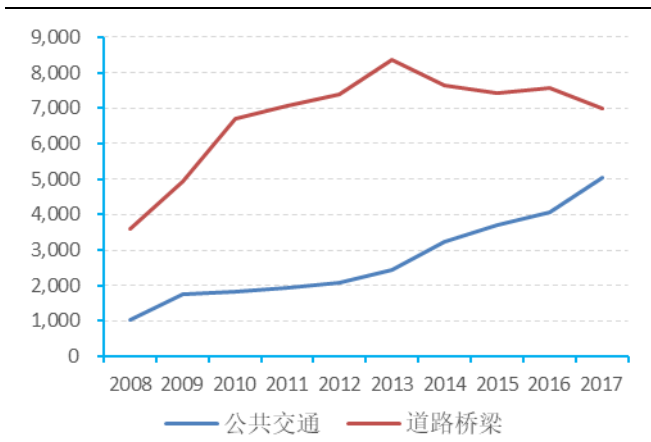
数据来源: 国家统计局, 东兴证券研究所



数据来源: 世界银行, 东兴证券研究所

市政照明增量需求可观。2017 年我国城市公共交通固定资产投资完成额达 5045 亿元, 城市道路桥梁完成额达 6997 亿元, 公司目前积极参与机场、高铁站、地铁站、道路照明的整体设计与建设。我们认为, 随着我国城镇化的推进, 公共交通及道路桥梁投资将维持高位, 市政照明需求在未来仍有较好的韧性。

图 38: 城市市政公用设施建设固定资产投资完成额规模巨大 (单位: 亿元)



数据来源: 住建部, 东兴证券研究所

图 39: 公司参与的部分市政交通照明项目

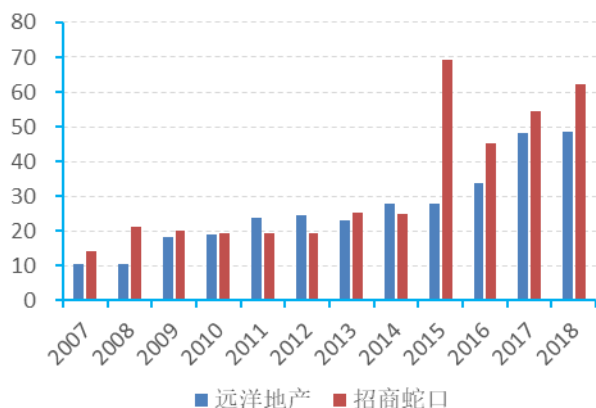


数据来源: 公司官网, 东兴证券研究所

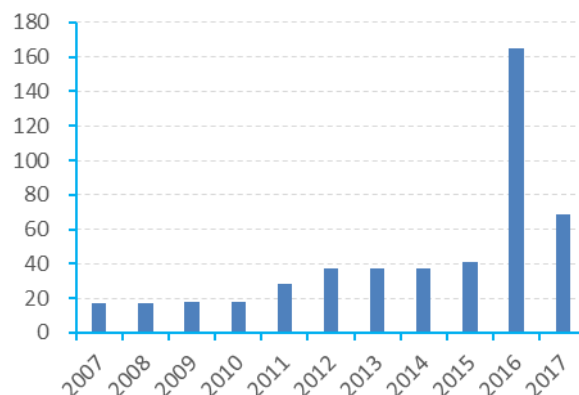
办公租赁仍是一片蓝海。目前龙头地产商加速对商业地产的布局与投资, 华润置地 2017 年投资写字楼面积达 69 万平方米, 招商蛇口和远洋地产 2018 年可租赁写字楼面积分别达 62、49 万平方米。我们认为, 办公照明未来将持续贡献新增需求。

图 40: 主流地产商可租赁写字楼面积增长迅速 (万平方米)

图 41: 华润置地写字楼投资面积增长迅速 (万平方米)



数据来源：公司财报，东兴证券研究所



数据来源：公司财报，东兴证券研究所

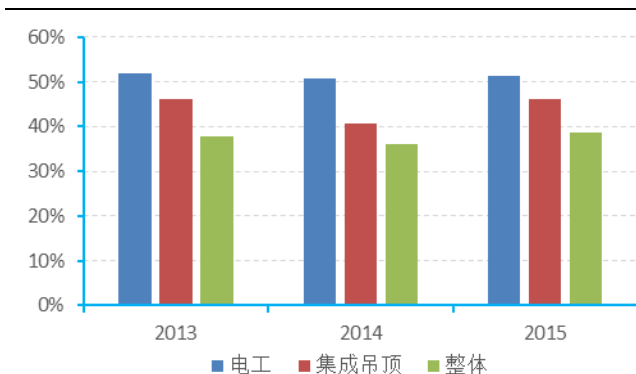
3.2 同渠道实现品类扩张，照明控制拓宽产品外延

公司在现有照明渠道上铺设电工及集成整装产品，能以较低成本发挥协同作用。公司2018年成立了电工转换器事业部，统筹规划电工产品。艺术开关、排插、断路器等品类能与照明产品的销售形成有效联动，提升整体业务的盈利能力。未来，在智慧照明的趋势下，智能控制与照明产品还将进一步融合。集成整装包含集成吊顶、标准背景墙、百变墙柜等产品，能够提升公司一站式服务能力，和照明业务实现相互促进。

集成家居产能着手扩建。目前公司拟投资25.8亿元建设粤港澳大湾区区域总部，扩大公司在智慧照明灯具、集成家居领域的产能，致力于提升照明及集成家居综合方案服务能力。

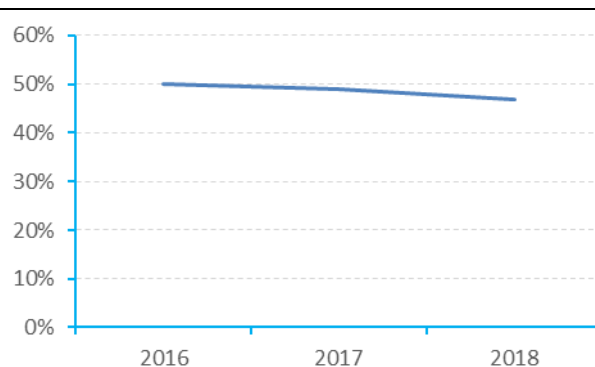
照明控制产品毛利率高。公司电工及集成吊顶毛利率均高于整体，横向对标公牛集团的墙壁开关插座，其毛利率也接近50%。在充分利用已有的品牌及渠道资源基础上，公司照明控制产品的知名度及市场份额扩大。我们认为，随着公司自建照明控制产能的进一步投入，更好的发挥规模经济，产品毛利率能够保持稳定，保障公司的盈利能力。

图 42：公司照明控制产品毛利率高于整体



数据来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 43：公牛集团墙壁开关插座毛利率接近 50%



数据来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.3 下一站，智慧照明

公司是智慧照明行业的引领者, 致力于以照明应用为核心打造欧普智慧照明生态圈。2018 年末, 公司智能照明产品 (含智能控制模块) 的销售额占比已超过 20%。智能照明行业空间大, 据中商产业研究院预测, 2020 年该市场规模有望超过 270 亿元。

接入智能家居的平台相当于树立准入壁垒, 利好行业集中度提升。在家照领域, 公司提升蓝牙系统的成熟度, 接入天猫、小米、百度等语音控制平台, 以及小米、华为等手机入口端设备厂商的智能家居生态平台, 实现对灯光色温及亮度的调节。

在商照领域, 开发了整合智慧安防、5G 通信微基站、充电桩管理、公共广播、环境监测等多功能的灯杆产品, 以此为载体, 打造基于 NB-IOT 的路灯控制平台。2018 年公司在苏州实施的 NB-IOT 单体路灯控制系统项目涉及超过 1 万台智慧路灯的应用。

图 44: 公司灯具可通过多种方式控制色温、亮度



资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

图 45: 公司与华为达成智能家居战略合作



资料来源: 半导体照明协会、东兴证券研究所

公司积极开展跨界技术合作, 挖掘更多机会。与华为深度合作, 将智能产品融入华为官方线上、线下商城渠道, 接入 hiLink 智能家居生态系统。并且, 公司将携手华为在智慧城市等领域挖掘更多的合作机会。

4. 盈利预测与估值

1) 家居照明业务增长主要来自地产装修驱动的量增及装饰性、智能化驱动的价涨这两方面因素。我们预计 2019-2021 年家照收入增速分别为 10%、13%、20%, 电商销量平稳, 线下渠道在地产下行期承压更为明显。5G 商用促成智能家居生态, 利好龙头攫取份额, 家照营收增速重回快车道。

2) 公司积极发展商照业务, 在市政照明、商业地产、服务业持续输出标杆性项目, 未来也将受益于智慧城市建设。我们预计 2019-2021 年商照收入增速分别为 30%、28%、26%, 保持高增速。

3) 光源业务增长主要来自于灯具一体化销售和迭代需求, 我们预计 2019-2021 年收入 3%, 3%, 5%。

4) 照明控制业务增长主要来自家照协同效应和集成家装战略的持续推进, 我们预计 2019-2021 年收入增速分别为 20%、23%、25%。

5) 地产下行期家居照明行业整体承压, 公司借此机会比拼中小企业, 通过降价措施抢占市场份额, 同时目前公司大力发展的商照业务毛利整体不高。我们预计 2019-2021 年公司毛利率为 36.5%、37%、38%。

表 4: 业务板块预测表

单位: 亿元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	69.57	80.04	93.07	110.02	133.62
YOY	27.03%	15.05%	16.28%	18.21%	21.45%
毛利率	40.59%	36.46%	36.50%	37.00%	38.00%
家居照明灯具	26.03	28.81	31.70	35.82	42.26
YOY	22.23%	10.70%	10.00%	13.00%	20.00%
占比	37.41%	36.00%	34.06%	32.55%	32.16%
光源	12.33	12.81	13.19	13.59	14.27
YOY	14.67%	3.86%	3.00%	3.00%	5.00%
占比	17.72%	16.00%	14.17%	12.35%	10.68%
商业照明灯具	16.38	20.81	27.05	34.63	43.63
YOY	40.27%	27.04%	30.00%	28.00%	26.00%
占比	23.55%	26.00%	29.07%	31.47%	32.65%
照明控制及其他	14.45	17.61	21.13	25.99	32.75
YOY	34.51%	21.82%	20.00%	23.00%	26.00%
占比	20.78%	22.00%	22.70%	23.62%	24.51%

资料来源: 东兴证券研究所

假设 25%、25%、26% 的期间费用率, 我们预计欧普 2019-2021 年收入分别为 93.1/110/133.1 亿元, 业绩分别为 11/13.5/17.4 亿元, YoY+22.44%/22.73%/28.51%; EPS 分别为 1.46/1.79/2.3 元。

公司未来成长的逻辑主要是: 第一, 商店照明、市政照明及办公照明持续提供需求, 公司发展商照增加逆周期属性。第二, 在现有照明渠道上铺设照明控制及集成整装产品, 能以较低成本发挥协同作用。第三, 装饰灯、集成家装带来单次消费均价提升, 公司接入华为智能家居生态, 智能照明带来溢价。我们认为, 未来智能控制提高行业准入门槛, 利好公司市场份额提升。公司应对标成长属性和消费属性较强的公司。

表 5: 可比公司估值水平 (估值日期: 2019.08.19)

股票代码	股票名称	当前股价	EPS		PE		
			2019E	2020E	2019E	2020E	2021E
603833.SH	欧派家居	111.78	4.52	5.42	24.74	20.61	17.36
002508.SZ	老板电器	24.88	1.72	1.94	14.46	12.85	11.45
002035.SZ	华帝股份	10.19	0.90	1.05	11.31	9.66	8.27
002677.SZ	浙江美大	12.99	0.73	0.89	17.81	14.62	12.29
平均					17.08	14.43	12.34

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

行业可比公司平均估值水平 2020 年 14 倍 PE, 考虑到公司行业空间和市占率提升潜力大, 产品品类多元化及智能家居前景, 给予 2020 年 25 倍 PE, 对应价格 44.8 元, 照目前股价有 50% 的上行空间, 维持“推

荐”评级。

5. 风险提示

竞争格局恶化；地产下行超预期；公司商照业务发展不及预期；智能家居进度不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	4826	5585	6175	7505	9392	营业收入	6957	8004	9307	11002	13307
货币资金	326	494	575	1249	2254	营业成本	4133	5086	5910	6931	8250
应收账款	425	611	710	840	1015	营业税金及附加	46	40	47	55	67
其他应收款	39	36	41	49	59	营业费用	1637	1604	1815	2145	2595
预付款项	22	11	-3	-18	-37	管理费用	407	210	189	223	283
存货	689	890	1034	1213	1443	财务费用	16	-13	9	11	13
其他流动资产	3324	3543	3817	4172	4655	研发费用	0	317	323	330	336
非流动资产合计	1480	1748	1620	1548	1465	资产减值损失	36.37	62.75	51.08	50.07	54.63
长期股权投资	0	104	104	104	104	公允价值变动收益	-8.74	5.55	5.55	5.55	5.55
固定资产	1095	1050	976	910	855	投资净收益	104.68	228.83	200.00	200.00	200.00
无形资产	137	131	123	116	109	加:其他收益	14.51	101.65	101.65	101.65	101.65
其他非流动资产	39	76	76	76	76	营业利润	793	1033	1270	1563	2015
资产总计	6306	7333	7795	9053	10856	营业外收入	10.72	11.10	21.54	21.54	21.54
流动负债合计	2661	2985	2450	2548	2859	营业外支出	2.66	1.82	1.82	1.82	1.82
短期借款	110	198	142	0	0	利润总额	801	1042	1290	1583	2034
应付账款	959	1203	1378	1617	1924	所得税	119	142	188	231	297
预收款项	154	130	102	69	30	净利润	682	900	1101	1352	1737
一年内到期的非流动	1	2	2	2	2	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	11	11	8	5	0	归属母公司净利润	681	899	1101	1351	1737
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	2672	2996	2458	2552	2859	成长能力					
少数股东权益	0	0	1	1	1	营业收入增长	27.03%	15.05%	16.28%	18.21%	20.95%
实收资本(或股本)	579	756	756	756	756	营业利润增长	39.90%	30.29%	22.99%	23.08%	28.87%
资本公积	1047	954	954	954	954	归属于母公司净利	34.48%	32.03%	22.44%	22.74%	28.52%
未分配利润	1761	2362	3229	4292	5659	获利能力					
归属母公司股东权益	3634	4337	5335	6500	7996	毛利率(%)	40.59%	36.46%	36.50%	37.00%	38.00%
负债和所有者权益	6306	7333	7795	9053	10856	净利率(%)	9.80%	11.24%	11.83%	12.29%	13.05%
现金流量表						总资产净利润(%)	10.80%	12.26%	14.13%	14.93%	16.00%
单位:百万元						ROE(%)	18.74%	20.73%	20.64%	20.79%	21.72%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	1004	621	70	889	1130	资产负债率(%)	42%	41%	32%	28%	26%
净利润	682	900	1101	1352	1737	流动比率	1.81	1.87	2.52	2.95	3.28
折旧摊销	225.73	230.18	84.40	85.60	87.69	速动比率	1.56	1.57	2.10	2.47	2.78
财务费用	16	-13	9	11	13	营运能力					
应收账款减少	0	0	-99	-129	-176	总资产周转率	1.21	1.17	1.23	1.31	1.34
预收账款增加	0	0	-28	-33	-40	应收账款周转率	19	15	14	14	14
投资活动现金流	-755	-350	187	131	136	应付账款周转率	8.87	7.41	7.21	7.35	7.52
公允价值变动收益	-9	6	6	6	6	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	50	0	0	每股收益(最新摊	1.18	1.19	1.46	1.79	2.30
投资收益	105	229	200	200	200	每股净现金流(最新	0.03	0.23	0.11	0.89	1.33
筹资活动现金流	-233	-97	-176	-345	-261	每股净资产(最新摊	6.27	5.74	7.06	8.60	10.57
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	24.97	24.76	20.23	16.48	12.83
普通股增加	0	177	0	0	0	P/B	4.70	5.14	4.18	3.43	2.79
资本公积增加	0	-94	0	0	0	EV/EBITDA	16.30	17.59	15.93	12.61	9.43
现金净增加额	16	174	80	675	1005						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	LED 照明产业：在集约中走向繁荣	2019-5-24

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：闵繁皓

金融硕士研究生，2017 年 5 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

徐程颖

CFA，北京大学硕士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。