

# 欧普照明 (603515)

证券研究报告

2024年04月24日

## 守正持恒，笃行致远

**深耕照明业稳扎稳打，产品+渠道优势兼备。**欧普照明成立于1996年，从节能灯起步，历经多元化产品发展，逐步建立起自身产销研体系，是国内照明行业龙头企业。产品端，公司专注家居照明灯具、商用照明灯具、光源及控制类产品生产，逐步转型为照明系统综合解决方案服务商。渠道端，依靠多年积累优势，公司已实现线上+线下、国内+海外全面布局。公司股权结构集中，实控人在照明行业从业20+年，且拥有工商管理方面学习经历，其他管理层亦具备家电等多领域相关从业经验。

**照明行业空间广阔，照明智能化、工商业LED渗透趋势凸显。**伴随LED照明技术提升、价格下降，全球LED照明市场不断扩张，2021年全球LED照明市场规模为1535亿美元，预计2027年增长至2750亿美元；2023年我国LED照明行业市场规模或达4160亿元。1) 供需两侧：需求端，全球照明市场需求集中，中国、欧洲、北美占比之和超全球LED照明市场六成；供给端，我国LED供应链实力彰显，出口新兴经济体具备前景。2) 产品属性：尽管近年来国内家用照明行业整体增速趋缓，其中仍不乏结构性亮点，家用智能照明高速增长，渗透率从2016年仅2.0%上升至2022年的20.4%，后续上游核心原材料降本、中游整合解决方案、下游拓展B端应用等因素有望进一步打开空间。3) 应用领域：近年来，工业照明、景观照明等新兴细分市场涌现，行业空间较大——商照方面，2019年全球LED商业照明规模约1560亿，LED商照灯具的节能效益、性价比优势有望助力渗透；工业照明方面，我国/国外市场规模约700/2500亿元，数字化工厂持续推进下工业照明智能化有望推升价值量。

**欧普家照龙头地位夯实，平台化+数字化实现精益运营，商照+出海业务带来增量。**面对国内家用照明市场的激烈竞争，欧普通过渠道+产品端同步发力，夯实其龙头地位，营收领先行业。同时，公司通过研发实现智能化探索，2022年欧普在国内家用市场智能照明产品销售规模7-10亿，属行业第一梯队。此外，公司通过布局商照，实现应用领域延展，多个标杆项目落地；推进产品出海，聚焦重点市场开拓，并持续优化渠道布局，有望构筑长期增长动能。同时，公司积极向内寻求效益，通过产品平台化、数字化变革以及渠道优化等系列工作，巩固与提升产品竞争力和渠道效率，持续挖掘自身盈利能力。

**投资建议：**欧普作为国内家居照明龙头，长期深耕国内多元化渠道建设，研发夯实产品竞争力，规模持续领先市场。公司抓住行业智能化契机快速切入，升级产品与解决方案，优化门店形象与体验，修炼渠道效率和长期发展实力。同时，公司积极拓宽产品应用领域与销售市场，在商照领域积累丰富的行业照明解决方案及项目服务经验，并聚焦海外重点市场进行渠道布局，有望打造多条增长曲线。预计公司23-25年归母净利润9.2/10.3/11.6亿元，结合可比公司看25年15.1x，目标价23.4元/股，对应2024/4/23收盘价38.7%空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**平台化带动盈利改善不及预期；原材料价格波动风险；汇率波动风险；技术研发不及预期；行业竞争加剧；房地产行业波动风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,846.63	7,269.98	7,803.06	8,691.83	9,686.31
增长率(%)	11.00	(17.82)	7.33	11.39	11.44
EBITDA(百万元)	1,527.24	1,363.73	1,116.55	1,199.72	1,301.00
归属母公司净利润(百万元)	907.48	784.11	922.24	1,033.84	1,160.49
增长率(%)	13.44	(13.59)	17.61	12.10	12.25
EPS(元/股)	1.22	1.05	1.24	1.39	1.55
市盈率(P/E)	13.88	16.06	13.65	12.18	10.85
市净率(P/B)	2.18	2.08	1.89	1.75	1.60
市销率(P/S)	1.42	1.73	1.61	1.45	1.30
EV/EBITDA	6.65	4.75	5.81	5.28	4.15

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/照明设备 II
6个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	16.87元
目标价格	23.4元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	746.43
流通A股股本(百万股)	739.05
A股总市值(百万元)	12,592.21
流通A股市值(百万元)	12,467.70
每股净资产(元)	8.54
资产负债率(%)	32.45
一年内最高/最低(元)	21.99/13.43

### 作者

**孙谦** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521050004  
sunqiana@tfzq.com

**潘暕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070005  
panjian@tfzq.com

**宗艳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522070002  
zongyan@tfzq.com

**赵嘉宁** 联系人  
zhaojianing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《欧普照明-季报点评:线下渠道增速放缓，利润保持稳健增长》2018-10-26
- 《欧普照明-首次覆盖报告:国内家居照明龙头企业，品牌渠道建设形成护城河》2018-08-24

## 内容目录

1. 深耕照明业稳扎稳打，产品+渠道优势兼备	5
1.1. 照明综合解决方案服务商，国内外多元渠道发展	5
1.2. 股权结构集中，管理层经验丰富	7
2. 行业：市场广阔，照明智能化、工商业 LED 渗透趋势凸显	8
2.1. 供需两侧：国内供应优势突出，新兴市场或带来新增长点	10
2.2. 产品属性：智能照明持续渗透，助力价值量提升	12
2.3. 应用领域：工商业市场前景广阔，LED 仍有渗透空间	15
3. 公司：家照龙头地位夯实，商照+出海带来增量	16
3.1. 家照：研发助力智能化探索，经营提效挖掘盈利	16
3.1.1. 注重研发，推动智能家照业务发展	17
3.1.2. 平台化+数字化，助力运营效率提升	18
3.2. 布局商照，实现应用领域延展	20
3.3. 产品出海，打开更大成长空间	21
4. 财务分析：23Q1-Q3 营收&业绩修复，营销、研发投入加码	22
4.1. 23 年前三季度业绩高增，盈利能力持续改善	22
4.2. 多元化营销+平台化建设，夯实企业长期竞争力	23
4.3. 在手现金充足，偿债能力提升	24
4.4. 投资活动更为活跃，存货、应付账款周转领先可比公司	25
5. 盈利预测	27
6. 投资建议	28
7. 风险提示	28

## 图表目录

图 1：欧普照明发展历程	5
图 2：2014-2022 年欧普照明主营业务收入及增速（亿元）	5
图 3：公司照明产品矩阵丰富	6
图 4：2014-2023H1 欧普照明主营业务分国内外收入及增速（亿元）	7
图 5：欧普照明各渠道经营策略	7
图 6：欧普照明股权结构图（截至 2023 年 12 月 28 日）	8
图 7：2017-2027E 全球 LED 照明行业规模（亿美元）	9
图 8：2018-2023E 我国 LED 照明行业规模（亿元）	9
图 9：2017-2026E 中国 LED 照明渗透率及预测	10
图 10：2021 年全球 LED 照明市场需求结构分布	10
图 11：2020 年全球 LED 照明行业区域发展（%）	11
图 12：中国 LED 照明出口额占全球 LED 照明出口市场份额	11
图 13：我国 LED 照明产品出口额及占照明行业总出口额比重	11
图 14：2023 年中国照明产品出口前十目的地	12

图 15: 2019、2022、2023 年我国照明产品分目的地出口比重 .....	12
图 16: 2016-2023E 国内家用照明、家用智能照明行业规模及增速 (亿元) .....	12
图 17: 2016-2023E 国内家用智能照明渗透率 .....	13
图 18: 中国智能照明产业图谱 .....	13
图 19: 终端产品中 (以照明产品为例) LED 照明驱动芯片约占总成本的 18% .....	14
图 20: 智能灯具选购价格约为普通灯具的 2 倍 .....	14
图 21: 2022 年中国智能照明产品占比结构图 .....	14
图 22: 智能照明应用领域众多, 工商业照明为最大应用领域, 其次为家居、户外和公共照明 (2022 年数据) .....	15
图 23: 2019 年商业照明三大应用场景占全球 LED 照明市场比重 .....	16
图 24: 美国市场工业、商业 LED 照明渗透率及预测 .....	16
图 25: 2022 年国内家用照明市场主要企业智能照明产品销售规模 .....	17
图 26: 中国智能照明设备最受经销商和消费者欢迎品牌 .....	17
图 27: 欧普家居智能照明布局情况 .....	18
图 28: 公司产品平台化进展顺利, 22 年以来毛利率快速攀升 .....	19
图 29: 欧普照明商用、道路照明领域产品布局完善 .....	20
图 30: 欧普在商用照明各个领域主要成果 .....	21
图 31: 欧普海外主营业务收入增速近年来延续增长 (亿元) .....	22
图 32: 2019 年中国 LED 灯具出口 top20 企业 .....	22
图 33: 2017 年至 2023Q1-Q3 欧普照明营业收入 (亿元) .....	22
图 34: 2017 年至 2023Q1-Q3 欧普照明归母/扣非净利润 (亿元) .....	22
图 35: 2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司销售毛利率 .....	23
图 36: 2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司归母净利率 .....	23
图 37: 2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司销售费用率 .....	23
图 38: 2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司管理费用率 .....	23
图 39: 2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司财务费用率 .....	23
图 40: 2018 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司研发费用率 .....	23
图 41: 欧普货币资金+交易性金融资产占总资产比重 (亿元) .....	24
图 42: 欧普与可比公司货币资金+交易性金融资产占总资产比重 .....	24
图 43: 2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司资产负债率 .....	25
图 44: 2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司流动比率 .....	25
图 45: 2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司速动比率 .....	25
图 46: 2014 年至 2023Q1-Q3 欧普照明经营、投资、筹资活动产生的现金流量净额 (亿元) .....	26
图 47: 2014 年至 2023Q1-Q3 欧普照明及可比公司存货周转天数变化 (天) .....	26
图 48: 2014 年至 2023Q1-Q3 欧普照明及可比公司应收账款周转天数变化 (天) .....	26
图 49: 2014 年至 2023Q1-Q3 欧普照明及可比公司应付账款周转天数变化 (天) .....	27
表 1: 公司管理层从业经验丰富 .....	8
表 2: 相较于白炽灯、节能灯, LED 灯具有节能、环保等明显优势 .....	9
表 3: 国内传统照明企业具备多个照明领域布局, 规模体量较大 .....	16

表 4：欧普照明持续推动数字化变革打造数字驱动、敏捷高效的经营管理体系 .....	19
表 5：公司研发人员情况表（截至 2022 年 12 月 31 日） .....	24
表 6：欧普照明业务拆分情况（亿元） .....	27
表 7：可比公司估值情况（Wind 一致预期，统计日期 2024/4/23） .....	28

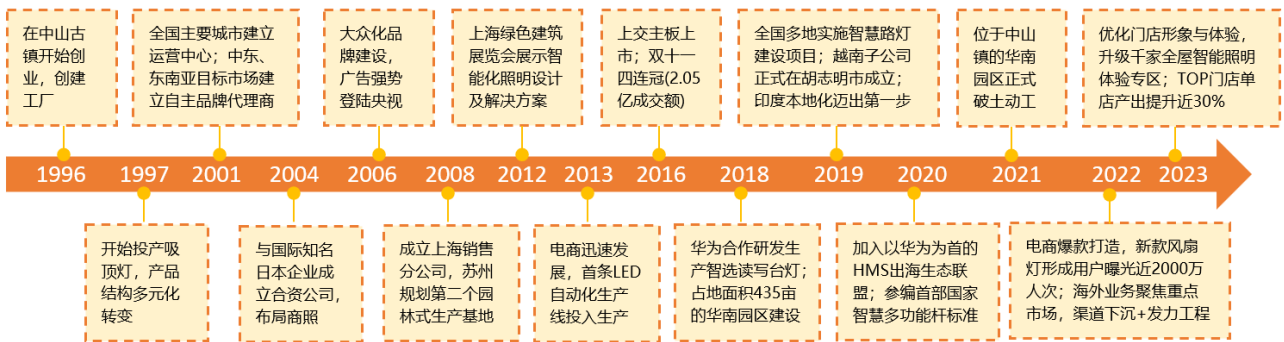
## 1. 深耕照明业稳扎稳打，产品+渠道优势兼备

### 1.1. 照明综合解决方案服务商，国内外多元渠道发展

欧普照明成立于 1996 年，总部位于上海，主营家居、商用照明以及光源和控制类产品。公司从节能灯起步，历经多元化产品结构发展（1997 年增加吸顶灯类目，2004 年开启商业照明时代，2012 年进军商业地产领域），逐步建立自身专利体系，逐步演进为照明系统综合解决方案服务商。

作为国内照明行业的领军企业，公司以“智慧照明”为核心理念，践行绿色智慧照明，为行业提供全面解决方案，拥有苏州吴江园区、中山园区、华南园区三大生产基地。在中国通用照明市场中夯实领先地位的同时，公司也积极拓展海外市场，继 2001 年在中东、东南亚目标市场建立自主品牌代理商之后，2019 年进一步成立越南子公司并推进印度本土化建设，公司现已在国内外 70 多个国家建立起超 10 万家终端销售网点，成为全球布局的整体照明解决方案提供商。

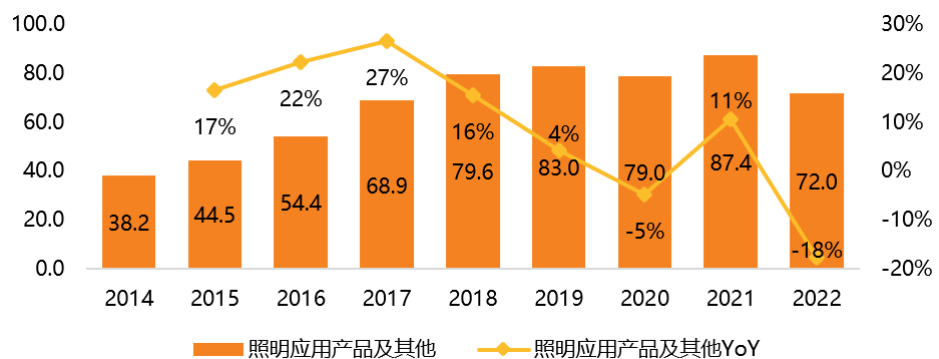
图 1：欧普照明发展历程



资料来源：欧普照明公司官网，欧普照明年报，天风证券研究所

产品端，公司专注家居照明灯具、商用照明灯具、光源及控制类产品，并逐步由制造商转型为照明系统综合解决方案服务商。公司照明应用产品及其他业务贡献全部主营业务收入，据欧普照明官网，公司照明产品覆盖全屋智能照明、家居照明、商用照明、道路照明等领域。同时，根据家居、商照等不同用户群的多元化需求，公司打造了系列智慧软件系统，例如家居智能照明系统“欧享家”、商照领域智慧照明控制系统、智能城市领域自研的智慧物联网综合管理系统等。

图 2：2014-2022 年欧普照明主营业务收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所



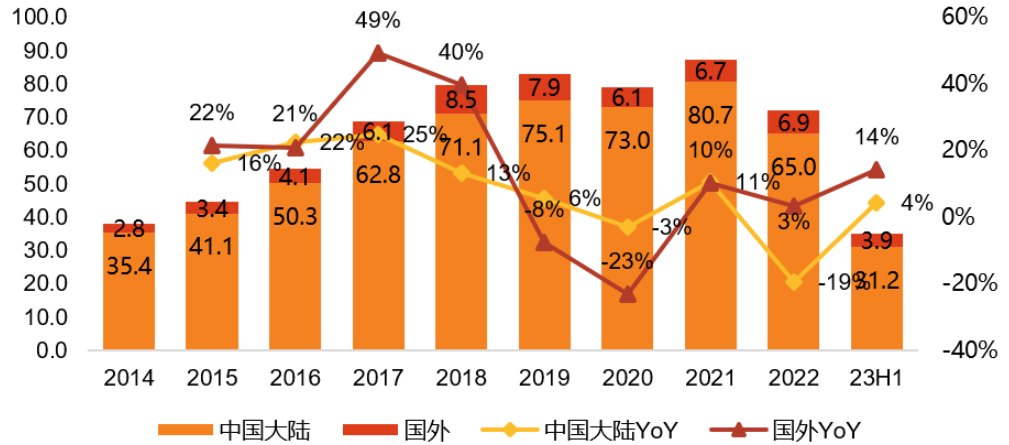
图 3：公司照明产品矩阵丰富



资料来源：欧普照明公司官网，天风证券研究所

渠道端，依靠其多年的积累优势，公司已实现线上+线下、国内+海外的全面布局。针对线下消费者领域，公司打造多家 TOP 卓越标杆店作为示范引领，同时顺应智能家居趋势布局全屋智能照明领域，截至 22 年底开拓超 150 家全屋智能体验馆，数字化设计销售平台“欧普设计家”截至 23H1 已录入近 13 万套案例，获客超 12 万名。商照领域，经过多年发展，公司已沉淀丰富的行业照明解决方案及项目服务经验，斩获航运大厦、智能化工程、汽车智能网联科技产业园等多项标杆项目，巩固细分领域影响力，同时积极响应国家“碳达峰”、“碳中和”及智慧城市建设相关政策，重点投入智慧路灯产品与解决方案，开发出行业领先的智慧路灯系统解决方案。电商渠道，公司紧跟战略转型方向，优化产品结构、提升投入产出效率进而推动毛利率稳步提升，公司重视线上智能化产品布局，23H1 线上核心产品智能化占比超 40%。海外渠道，公司坚持全球化自主品牌发展，不断扩大营销版图，ToC 端推广自由智能照明解决方案出海，在中东、东南亚等重点国家建设样板店，聚焦海外核心经销商及门店建设，ToB 端在办公、酒店、商业连锁、道路等核心行业落地海外工程标杆项目。

图 4：2014-2023H1 欧普照明主营业务分国内外收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：欧普照明各渠道经营策略

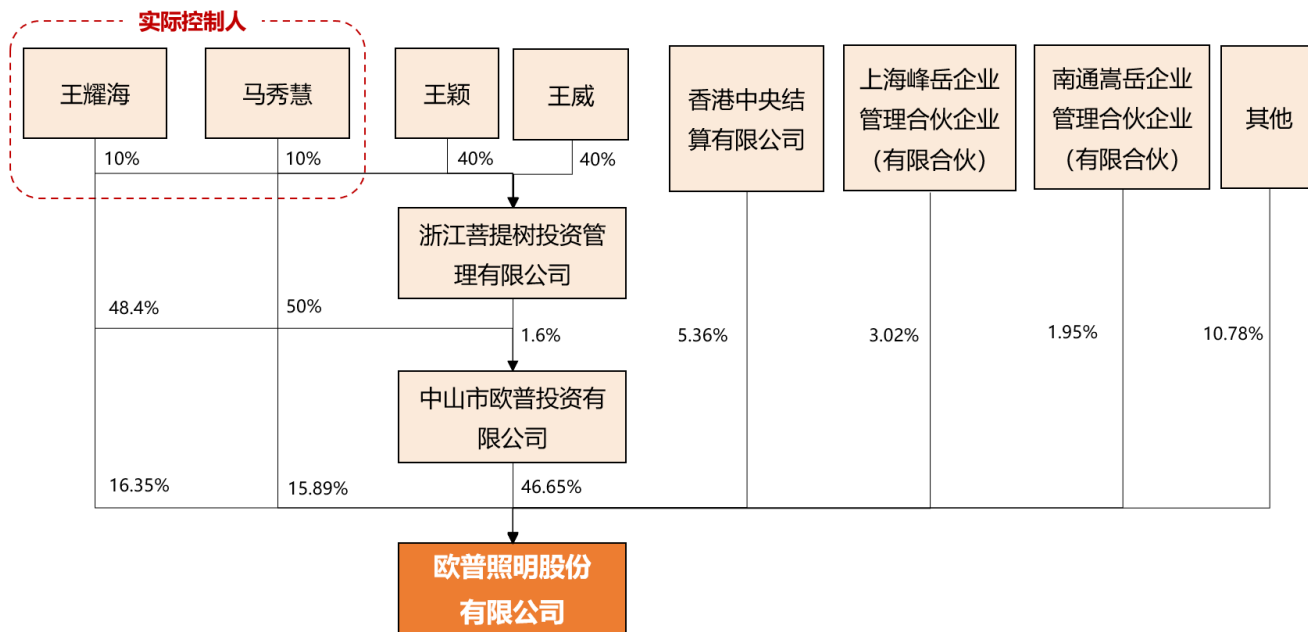


资料来源：欧普照明年报/半年报，天风证券研究所

## 1.2. 股权结构集中，管理层经验丰富

公司实际控制人为王耀海、马秀慧夫妻二人，王耀海为公司现任董事长，马秀慧为现任总经理。截至 2023 年 12 月 28 日，王耀海直接/间接持有欧普照明股份 16%/23%，马秀慧直接/间接持有欧普照明股份 16%/23%，二人通过直接或间接方式合计持股 78%，公司股权结构集中。公司实控人王耀海在照明行业从业 20 余年，且拥有工商管理方面学习经历，同时其他管理层亦具备家电等多领域相关从业经验。

图 6：欧普照明股权结构图（截至 2023 年 12 月 28 日）



资料来源：同花顺 iFinD，Wind，天风证券研究所

表 1：公司管理层从业经验丰富

姓名	职位	简历
王耀海	董事长，董事	1967年出生，中国国籍。 2005年至2006年于中欧国际工商管理学院总经理班学习； 2006年6月至2021年3月担任中山市欧普投资股份有限公司董事长； <b>2008年10月至2012年5月任欧普照明有限公司董事长；</b> <b>2012年6月至今担任欧普照明股份有限公司董事长；</b> <b>2021年3月至今担任中山欧普投资有限公司执行董事；</b> 目前还担任浙江山浦照明电器有限公司董事、苏州诚模精密科技有限公司执行董事。
马秀慧	董事，总经理	1971年出生，中国国籍。 2005年至2006年于中欧国际工商管理学院总经理班学习； 2006年6月至2021年3月担任中山市欧普投资股份有限公司董事； <b>2008年10月至2012年5月任欧普照明有限公司总经理；</b> <b>2012年6月至今任欧普照明股份有限公司董事、总经理。</b>
张雪娟	财务总监	1982年9月出生，东北财经大学财务管理及商务英语双学士，西安交通大学工商管理硕士，美国注册管理会计师。 2005年8月加入海尔集团，并自此在海尔集团财务部、资产运营部任职财务分析经理； 2009年12月至2017年10月在海外贸易公司担任高级财务经理及大区财务总监等财务高级职务； 2017年11月至2019年2月出任海尔热水器部财务总监； 2019年3月至2020年12月担任海尔电器集团有限公司首席财务官； 2021年1月至2022年10月担任海尔集团（青岛）金盈控股有限公司首席财务官； 2021年7月至今任青岛海尔生物医疗股份有限公司监事会主席。 <b>2023年2月8日任欧普照明股份有限公司财务总监。</b>
胡兴	董事会秘书	1984年出生，中国国籍，无境外居留权，拥有上海交通大学工程力学系学士学位及中欧国际工商学院FMBA硕士学位。曾任上海柯渡医学科技股份有限公司董事会秘书、九芝堂股份有限公司董事会秘书、三胞集团有限公司资本规划部高级总监、海通国际证券集团有限公司投资银行部企业融资副总裁、交银国际（控股）有限公司投资银行部企业融资助理副总裁。 <b>2023年7月26日至今任欧普照明股份有限公司董事会秘书。</b>

资料来源：同花顺 iFinD，欧普照明公告，天风证券研究所

## 2. 行业：市场广阔，照明智能化、工商业 LED 渗透趋势凸显

全球照明行业正在经历 LED 快速替代传统照明的阶段。通用照明市场可以分为 LED 通用照明、传统照明，全球照明行业经历了 19 世纪末白炽灯、上世纪初节能荧光灯、80 年代节能灯，再到当前 LED 照明四个阶段。LED 照明起于 1962 年通用电气发明发光二极管，



随后进行了一系列照明技术革命，目前 LED 照明技术业已成熟，正快速实现对传统照明产品的替代。

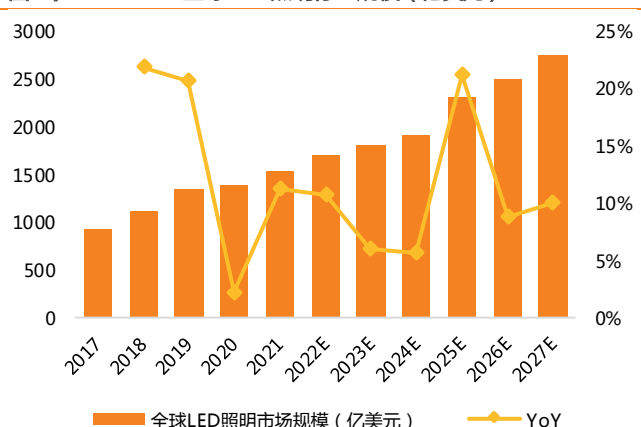
表 2：相较于白炽灯、节能灯，LED 灯具有节能、环保等明显优势

照明技术	白炽灯	节能灯	LED 灯
产品图例			
工作原理	将灯丝通电加热到白炽状态，利用热辐射发出可见光的电光源。	首先经过电子镇流器给灯管灯丝加热，汞原子在吸收能量后跃迁产生电离。	将电能转化为可见光的固态的半导体器件，它可以直接把电转化为光。
优点	最接近于太阳光，显色性很好，显色指数99~100且价格便宜。	光效在用电量相同的情况下一般是普通白炽灯的5-6倍，体积小，寿命也比白炽灯长，没有白炽灯闪烁感故较护眼。	发光效率高；理论寿命发光可达10万小时，实际寿命可达3-5万小时；无紫外线和红外线辐射；不含铅、汞等污染元素。
缺点	95%的电能都耗费在加热上，且使用寿命通常不会超过1000小时，发光效率低、发热温度高，热蒸发快、寿命较短。	显色指数低，看东西严重变色；易碎，灯管若破裂导致汞挥发对人体有很大危害；镇流器在产生瞬间高压时产生电磁辐射。	光线过亮，会强烈刺激眼睛，不可直视；照射角度有限制，一般只能照射120°。

资料来源：国网湖南省电力有限公司公众号，天风证券研究所

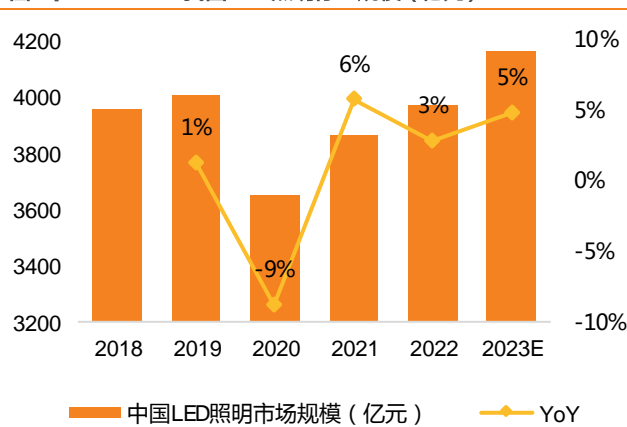
**LED 技术持续渗透催化下，全球及国内 LED 照明市场稳步扩张。**为提高能效、保护环境、应对全球气候变化，在淘汰高耗能照明方式的同时，各国政府大力支持节能环保的 LED 照明产品，随着 LED 照明技术的提升和价格的不断下降，全球 LED 照明的渗透率逐渐提升（2014 年至 2022 年全球 LED 照明渗透率由 21.7% 上升至 75.8%），带动 LED 市场规模持续增加。据前瞻经济学人，2021 年全球 LED 照明市场规模为 1535 亿美元，伴随照明产业更注重产品的光品质、智慧化，预计 2027 年全球 LED 照明行业市场规模将达到 2750 亿美元。国内方面，据高工产研，2022 年我国 LED 照明行业市场规模约 3970 亿元，2023 年行业规模有望增长 5% 至 4160 亿元，伴随国内 LED 照明渗透率提升行业规模有望延续稳步扩张态势。

图 7：2017-2027E 全球 LED 照明行业规模（亿美元）



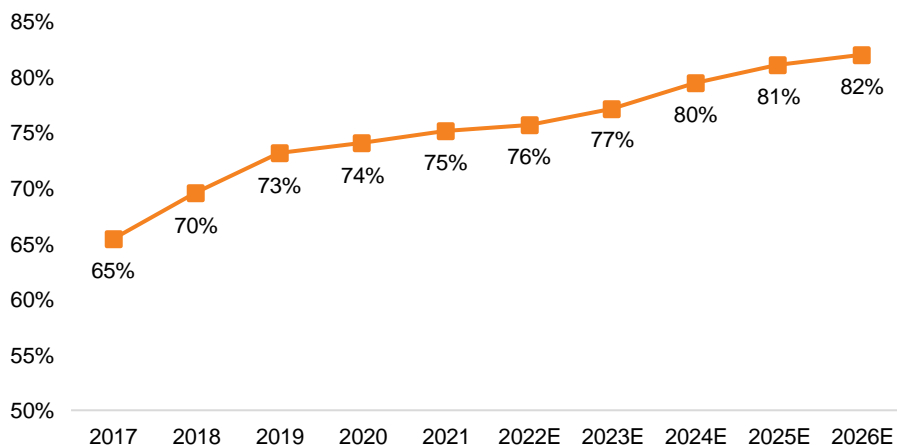
资料来源：维科网，前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 8：2018-2023E 我国 LED 照明行业规模（亿元）



资料来源：高工产研 LED 研究所 (GGII)，天风证券研究所

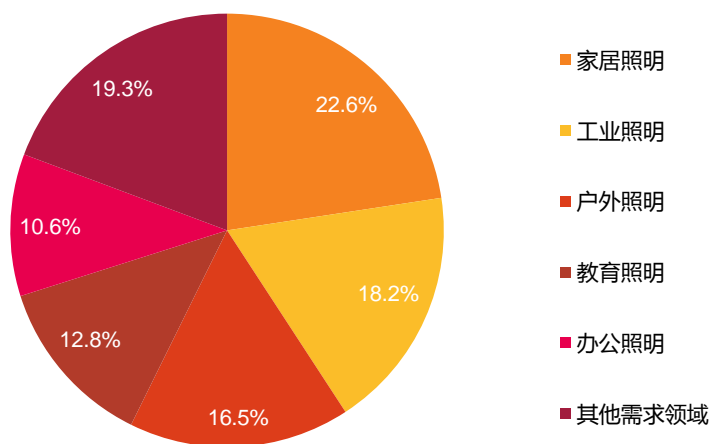
图 9：2017-2026E 中国 LED 照明渗透率及预测



资料来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，深圳市电子商会，天风证券研究所

全球 LED 照明市场需求结构中，家居照明占比最大，家居+工业+户外三大场景贡献超 5 成比例。在 LED 照明行业需求结构中，家居照明、工业照明和户外照明位列前三，2021 年三者的需求量占比分别为 22.6%、18.2%和 16.5%；其次是教育照明和办公照明，占全球 LED 照明市场的比重分别为 12.8%和 10.6%。

图 10：2021 年全球 LED 照明市场需求结构分布

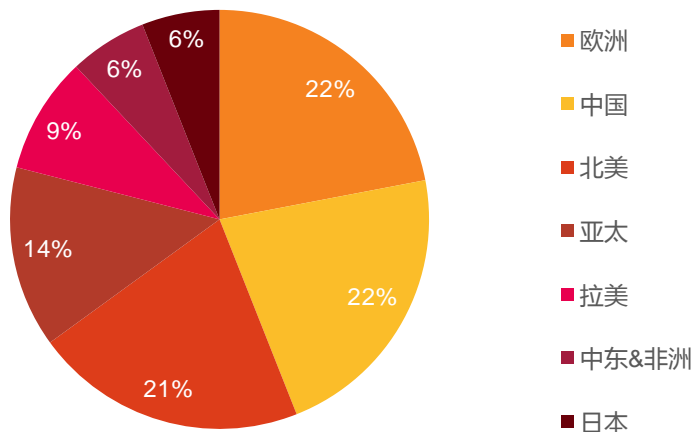


资料来源：XYZ RESEARCH，天风证券研究所

### 2.1. 供需两侧：国内供应优势突出，新兴市场或带来新增增长点

需求侧，据 LEDinside 数据，2020 年中国是世界上最大的 LED 照明市场，与中国并列的有欧洲，其次为北美。中国、欧洲、北美占比之和超过全球 LED 照明市场六成，区域集中度较高。

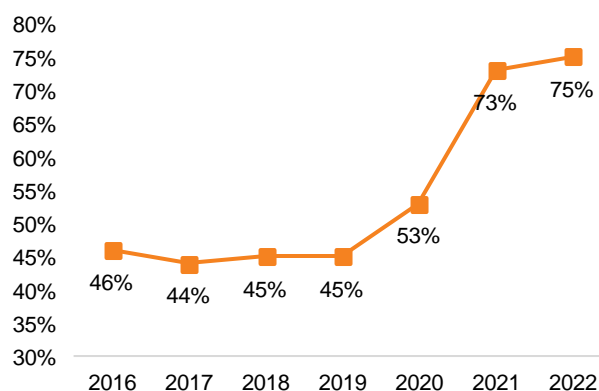
图 11：2020 年全球 LED 照明行业区域发展 (%)



资料来源：LEDinside，前瞻产业研究院，天风证券研究所

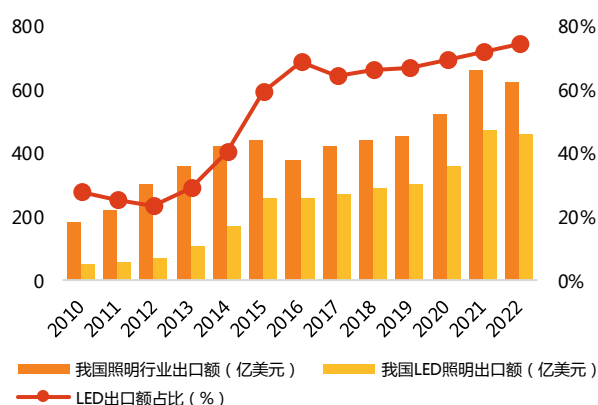
**供给侧，我国 LED 供应链实力彰显，出口新兴经济体具备前景。**近年来全球 LED 照明产业持续向中国转移，2022 年我国所生产的 LED 照明产品出口占全球 LED 照明出口份额达 75%，中国作为全球第一大 LED 照明产品生产国、出口国地位稳固，供应链实力彰显。从出口产品结构看，据中国照明电器行业协会，我国 LED 照明产品出口额从 2010 年的约 50 亿美元增长至 2021 年的 474 亿美元，占照明电器行业出口额的比重由 2010 年不足 30% 增至 2021 年 72%。从出口目的地看，2023 年美国仍为我国最大体量的照明外销市场，欧洲多个国家亦常年位居前列，与此同时新兴经济体出口则展现出较好前景，2023 年我国照明产品在新兴市场出口额占出口总额比重达到 52%，较 2019 年提升 6pcts，“一带一路”共建国家或成为拉动后续照明出口的新增长点。

图 12：中国 LED 照明出口额占全球 LED 照明出口市场份额



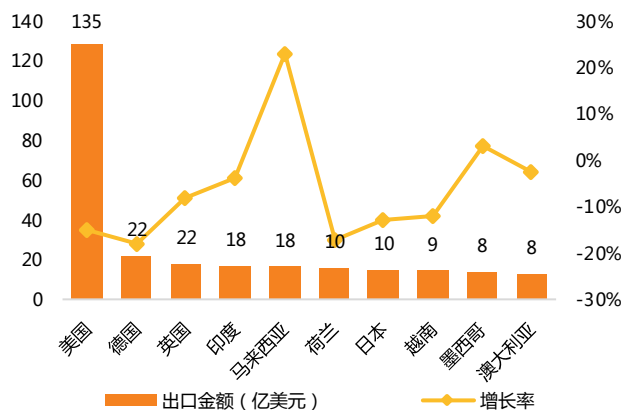
资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

图 13：我国 LED 照明产品出口额及占照明行业总出口额比重



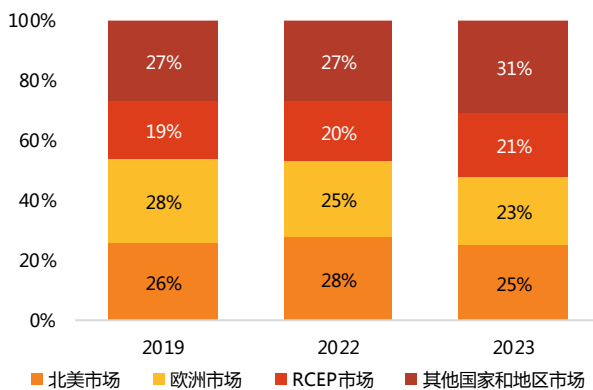
资料来源：中国照明电器协会《2019 年中国照明行业出口情况报告》《中国照明行业 2021 年出口综述及 2022 年展望》《数字化回顾 2022 中国照明之外贸篇》，民爆光电招股说明书，天风证券研究所

图 14：2023 年中国照明产品出口前十目的地



资料来源：中国照明电器协会，中国照明网，天风证券研究所

图 15：2019、2022、2023 年我国照明产品分目的地出口比重

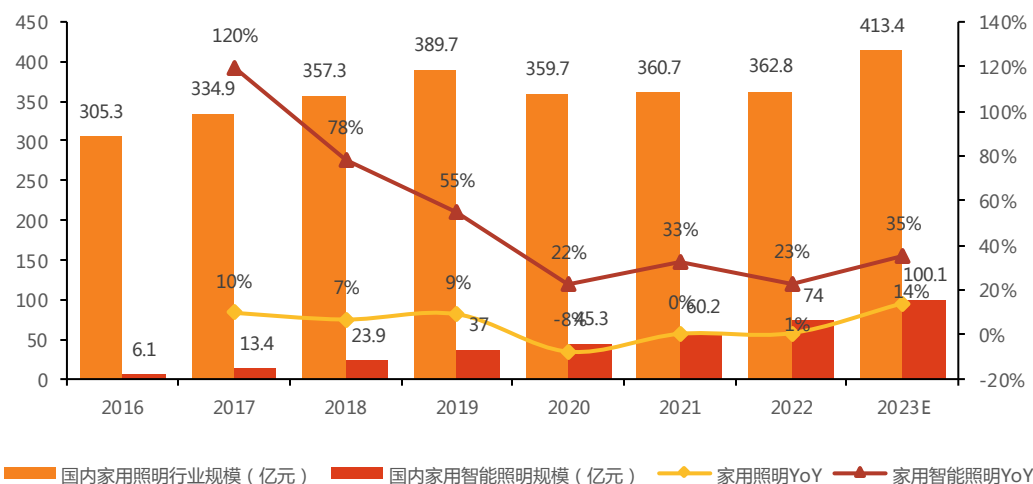


资料来源：中国照明电器协会，中国照明网，天风证券研究所

## 2.2. 产品属性：智能照明持续渗透，助力价值量提升

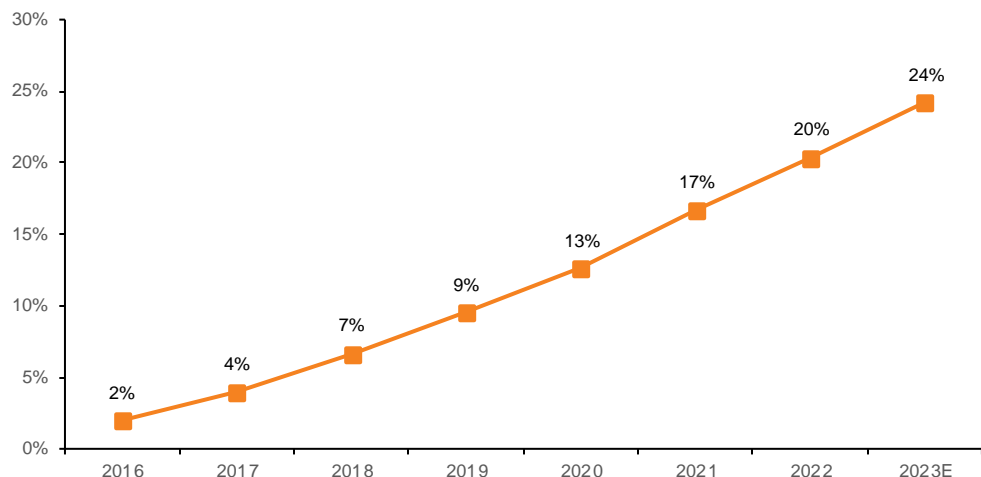
23 年国内家用照明市场规模修复性增长，智能化趋势凸显。据艾瑞咨询，2016-2019 年我国家用照明行业迎来初步快速发展，期间行业规模实现超 8%复合增长；2020-2021 年受疫情影响增速稍微放缓，我国家用照明市场规模增速基本持平，2022 年行业规模达 362.8 亿元；预计 2023 年行业表现将有明显反弹，市场规模将同比+14%至 413 亿元。尽管近年来国内家用照明行业整体增速趋缓，但其中仍不乏结构性亮点，2016 年到 2022 年家用智能照明一直呈现出高速增长的势头，渗透率从 2016 年仅 2.0%上升至 2022 年的 20.4%。艾瑞咨询预测，2023 年国内家用智能照明行业渗透率有望进一步升至 24.2%，规模达到 100.1 亿元。

图 16：2016-2023E 国内家用照明、家用智能照明行业规模及增速（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 17：2016-2023E 国内家用智能照明渗透率



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

智能照明产业链条长、应用场景广，汇集硬件、软件、云平台、物联网、解决方案等多领域企业，上游核心原材料降本、中游整合解决方案、下游拓展 B 端应用等因素持续助推市场扩容。

图 18：中国智能照明产业图谱

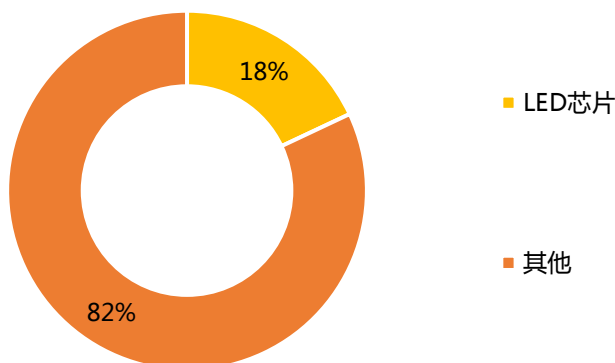


资料来源：艾瑞咨询公众号，中商产业研究院，深圳市电子商会，天风证券研究所

上游：智能照明产品生产所需的各类原材料提供商、技术支持平台、系统及软件提供商。LED 照明驱动芯片是 LED 生产过程中最为核心的环节，其优劣直接影响终端 LED 产品的性能与质量，终端产品中（以照明产品为例）LED 照明驱动芯片约占总成本的 18%，我们

认为，后续伴随国家政策支持国产率上升，有望带动价格下降，从而拉动智能照明产品进一步渗透。

图 19：终端产品中（以照明产品为例）LED 照明驱动芯片约占总成本的 18%



资料来源：顺日半导体有限公司公众号，天风证券研究所

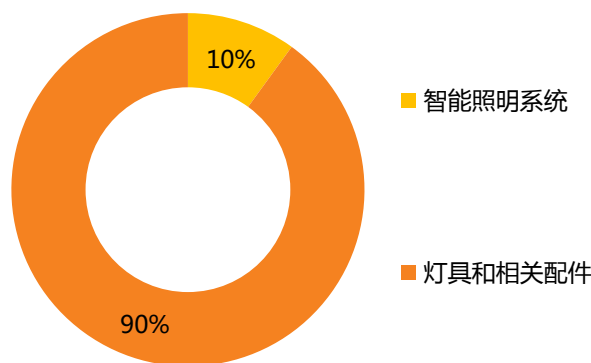
**中游：主要为各类智能照明设备、系统以及解决方案提供商。**欧普属于产业链中游的传统照明企业。一方面，国内大规模的照明生产商深耕国内照明市场，在全国各地有着广泛的销售网络布局，品牌影响力也在持续扩张，考虑到智能灯具选购价格约为普通灯具的 2 倍，其发力灯具智能化有望带动产品客单价提升；另一方面，我们认为，传统照明企业的灯具产品，结合互联网企业智能生态链下的增值服务，通过上游硬件、技术以及系统进行整合配置智能照明解决方案，利于进一步提升照明企业在智能照明中游的影响力和份额。

图 20：智能灯具选购价格约为普通灯具的 2 倍



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所  
样本：智能灯具消费者 N=718，普通灯具消费者 N=188，艾瑞咨询于 2023 年 3 月通过在线问卷形式调研获得。  
注：问卷题目为“您在客厅/卧室/餐厅/厨房/卫生间/儿童房/书房/游戏房/影音娱乐房配置智能灯具/灯具，当时大概花了多少钱呢？(单选)”

图 21：2022 年中国智能照明产品占比结构图

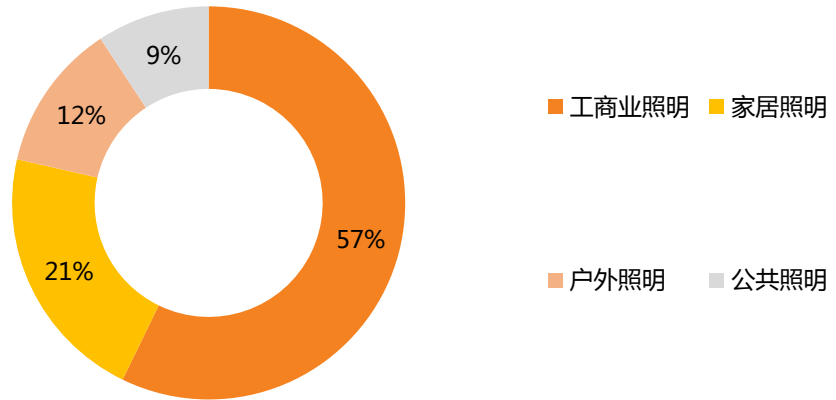


资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

**下游：相关应用领域。**智能照明按应用领域可划分为家用照明、B 端应用，其中，家用照明按销售渠道可进一步划分线上渠道，以及家居商场、品牌线下店及经销商/分销商等线下渠道；B 端应用大致可分为工商业照明、户外照明与公共照明。



图 22：智能照明应用领域众多，工商业照明为最大应用领域，其次为家居、户外和公共照明（2022 年数据）



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

全屋智能趋势潜力较大，用户需求仍待释放，其中智能照明系统约占 2 成份额。艾瑞咨询调查显示，对智能化家庭抱有期待的用户中，真正使用过全屋智能的仅占 3.5%。中国广阔的消费市场和产业沉淀，为企业不断迭代升级产品解决方案提供了充足的空间，照明行业厂商有望通过加强智能创新建设与不断优化细节体验激发消费者的认同、唤起购买欲望。IDC 预计，2022-2026 年中国全屋智能市场规模有望在厂商竞争、方案标准化、技术演进的推动下不断扩大，预计市场销售额将以 46.9% 的年复合增长率持续快速增长。据艾瑞咨询公众号，智能照明系统（含灯具）为智能家居消费的重要组成部分，占比约 23.1%。在消费升级、AIoT 技术革新风口等众多因素驱动下，智能家居需求有望加速释放，利于带动国内智能照明产业发展。

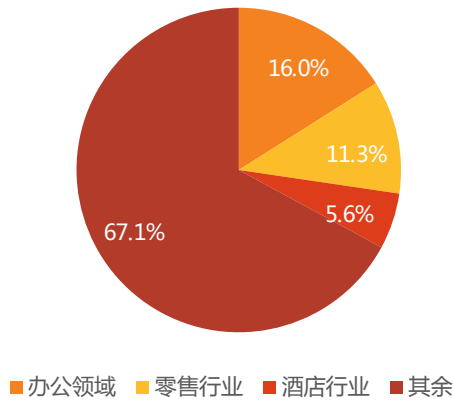
### 2.3. 应用领域：工商业市场前景广阔，LED 仍有渗透空间

LED 应用领域从疏散指示标志灯、路灯、景观照明等领域，逐渐扩展到室内功能性照明，此外，工业照明、景观照明、健康照明的新兴细分市场也相继涌现。

**商业照明方面**，据 Frost & Sullivan 《2020 Annual Update of Global LED Lighting Market》报告，2019 年商业照明的三个主要应用场景占比全球 LED 照明市场合计达到 32.91%，其中办公领域占 16.03%，零售行业占 11.30%，酒店行业占 5.58%。根据 Frost & Sullivan 数据显示，2019 年全球 LED 照明市场规模预测为 677.15 亿美元，以商业照明 32.91% 的占比测算，2019 年全球 LED 商业照明的市场规模预计为 222.85 亿美元（若以 1\$=7rmb 换算，约合 1560 亿元）。随着 LED 商业照明的节能效益及性价比优势日渐凸显，LED 商业照明市场渗透率将有望进一步提高。

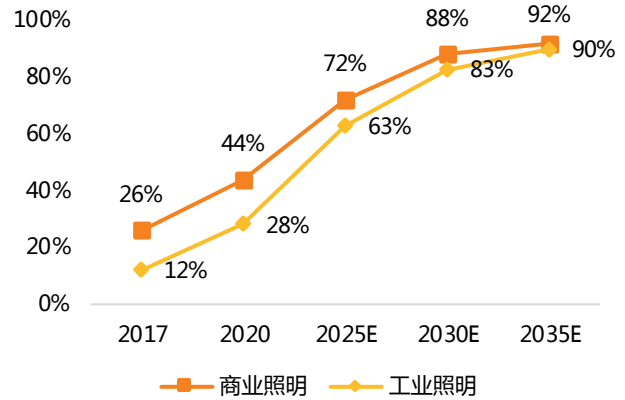
**工业照明方面**，由于产品应用场景的特殊性，工业照明对产品性能要求较高，导致 LED 灯具的生产成本相对较高，故工业领域 LED 替换进程要晚于商业领域。据中商产业研究院，全球 LED 照明市场约 500 亿英镑，其中工业领域市场占比约 7%，当前工业领域 LED 渗透率不足 10%，如按渗透率 10% 测算，全球工业领域照明市场规模约 350 亿英镑（约合人民币 3200 亿元）。据 LEDinside，中国 LED 照明规模占全球比重约 22%，以此测算我国工业照明市场规模约 700 亿元人民币，国外工业照明市场规模约为 2500 亿元人民币。在数字化工厂的持续推进下，工业照明作为生产的辅助设备，也正逐步走向智能化。

图 23：2019 年商业照明三大应用场景占全球 LED 照明市场比重



资料来源：民爆光电招股说明书，Frost & Sullivan，天风证券研究所

图 24：美国市场工业、商业 LED 照明渗透率及预测



资料来源：The European Commission's Science and Knowledge Service, Update on the Status of LED-Lighting world market since 2018，天风证券研究所

### 3. 公司：家照龙头地位夯实，商照+出海带来增量

#### 3.1. 家照：研发助力智能化探索，经营提效挖掘盈利

国内家用照明行业竞争激烈，入局企业众多。家居照明的市场竞争表现在多个方面，包括品牌竞争、产品竞争、资本竞争、规模竞争等，其中又以品牌竞争最为明显和激烈。复盘家用照明领域当前主要竞争企业，主要可划分为传统照明企业、智能照明企业与智能家居企业。传统照明企业包括雷士、欧普、三雄极光等，其以传统灯具发家，多数具备家用、商用、户外等多个照明领域布局，电商+线下门店同步发展，线下门店以展示传统照明灯具为主，部分企业进行线下门店改造增设智能照明体验区；智能照明企业包括易来、企一等，多以线下作为销售主场，门店均具备智能照明场景化展示、独立智能照明设计师和施工团队，线上则以销售单个灯为主；智能家居企业包括欧瑞博、绿米、小米、华为等，其线下店铺智能体验完善，产品种类丰富，安装、售后等服务完备。

表 3：国内传统照明企业具备多个照明领域布局，规模体量较大

公司	公司简介	营收规模 (亿元, 2022年)
欧普照明	欧普照明定位于绿色节能智慧照明企业，主要从事家居照明灯具、商用照明灯具、光源及控制产品的研发、生产和销售，并逐步转型为照明系统综合解决方案服务商，2016年在上交所上市。	72.70
雷士国际	雷士国际于1998年创立，致力于为建筑、交通、城市亮化、商超、酒店、办公、家居、学校、工业等领域提供高效节能、健康舒适的照明解决方案，于2010年5月20日在联交所主板上市。2019年12月12日，集团正式完成了出售雷士中国照明业务大部分股权的交易，自此将传统照明业务的重心由中国专业照明转向国际专业照明，将重点转向优质智慧生活方案的非照明产品。	18.88
佛山照明	佛山照明专注于研发、生产和销售高品质的节能照明产品，1993年在深交所上市。2021年以来，公司先后收购控股了南宁燎旺和国星光电，目前公司主营业务包括通用照明、电工产品、汽车照明、LED封装产品等的研发、生产和销售。公司的通用照明业务主要产品包括LED光源、LED灯具、传统照明及照明综合解决方案，主要用于家居照明、商业照明、工业照明、市政道路照明、景观照明等。近年来，公司积极向智能照明、健康照明、海洋照明、动植物照明等新赛道拓展。	87.60
阳光照明	阳光照明主要从事照明电器的研发、生产、销售，同时为客户提供综合照明解决方案，是公认的“中国主要的节能灯生产和出口基地”，2000年在上交所上市。其主要产品包括LED照明产品和照明控制系统，涵盖了商业照明、家居照明、办公照明、户外照明、轨道照明、工业照明、教育照明等通用照明，同时覆盖应急照明、植物照明、电工电器等。	37.31
三雄极光	三雄极光主要从事LED照明灯具、照明光源及照明控制类产品的研发、生产和销售，为客户提供综合照明解决方案及相关专业服务，公司于2017年在深交所上市。公司产品的应用领域涵盖商业照明、办公照明、工业照明、家居照明、户外照明等；具备户外照明工程从方案设计、产品提供到施工建设、安装调试、项目移交一体化的综合服务能力。公司在商用照明、工装照明等专业照明领域具有较强的品牌和市场优势。	22.64

资料来源：同花顺 iFinD，各公司年报，天风证券研究所

面对国内家用照明市场的激烈竞争，欧普通过渠道+产品端同步发力，夯实其龙头地位。渠道端，公司重视渠道网点数量的扩张，更重视网点经营能力及运营质量的提升，通过持续优化、升级零售门店运营及销售管理行为的标准，逐步提升经销商运营管理能力、加强相关方信息共享并提升门店方案营销能力。产品端，欧普在家居照明领域积极拓展产品线，公司产品现已覆盖吸顶灯、吊灯、壁灯、护眼灯等，其产品针对材质、功率、风格、色温、适用面积、产品功能进一步做出不同的细分，并以此延伸出开关插座、风扇灯、浴霸、晾衣机等民用电工类目，支持其由智能照明向全屋智能家居领域延展。

### 3.1.1. 注重研发，推动智能家照业务发展

国内智能家照赛道格局尚未定型，欧普发力全案智能解决方案规模领先。国内家用智能照明赛道竞争格局风云变幻，伴随多家企业加入行业竞争逐渐激烈。从产品销售规模来看，据艾瑞咨询，2022年欧普在国内家用市场智能照明产品销售规模在7-10亿，与易来并属于第一梯队。以下游受客户欢迎程度看，中国最受经销商与消费者欢迎的智能照明品牌前几名分别为欧普照明（50%喜爱度）、小米Yeelight（43%）、雷士照明（41%）、阳光照明（25%）等。

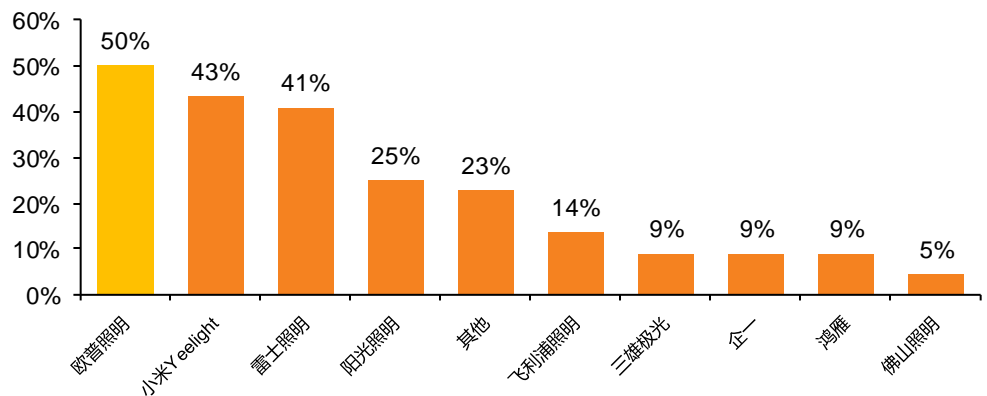
图 25：2022 年国内家用照明市场主要企业智能照明产品销售规模



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

注：仅展示国内面向消费者销售智能照明产品的规模以上企业，不包含出口销售；智能家居企业因并非以照明产品为主要销售对象，且销售额和照明企业存在复算，因此暂未列入本排名。智能照明产品主要以联网可智能控制的光源，灯具及其配件销售为主，不包含芯片、模组、电源、元器件、封装等业务。

图 26：中国智能照明设备最受经销商和消费者欢迎品牌



资料来源：《2019 新渠道智能家居照明白皮书》，中商情报网，天风证券研究所

针对国内家照市场智能化趋势，欧普通过研发实现智能化探索，线下智能门店+数字化销售平台推动智能照明业务发展。欧普依托多年业务积累、自研能力，叠加与华为、小度、米家、阿里云等品牌以及高校深度合作，打造家居智能行业技术优势。

企业合作方面，欧普照明与华为合作起步于 2016 年，自此，2017 年欧普照明携手华为亮相 AWE 推进智能家居场景化解决方案，2018 年欧普成为华为智选业务首批合作伙伴，2022 年欧普通过鸿蒙系统接入华为全屋智能业务，2023 年欧普凭借长期合作的基础以及过硬的企业实力参与到华为方舟壹号实验室建设，欧普照明鸿蒙连接设备数量预计在 2023 年突破千万。2023 年 3 月，欧普照明与华为云正式签署全面合作协议，双方将结合华为云在云计算、智能物联、AI 等方面的领先技术和自身数字化转型实践，进一步在数字化转型、智慧门店、数字化供应链、安全建设等领域展开全面合作。

高校合作方面，2023 年 7 月欧普与武汉大学签署战略合作协议，携手建立“光品质和颜色视觉联合实验室”，分阶段围绕好光光色、好光评价标准体系、博物馆照明光色、前瞻性心理学等四个方面开展研究，巩固公司光学技术领域的领先地位。

营销网络方面，公司持续开拓全屋智能体验馆及展区，赋能门店专业照明设计能力，截至 22 年底公司已累计开拓超 150 家全屋智能体验馆，并推广使用数字化设计销售平台“欧普设计家”，经销商可通过“欧普设计家”实现 VR 语音同屏带着设计方案与实景方案，与用户互动，进一步促进线上引流，截止 2023H1 “欧普设计家”已录入近 13 万套案例，获客人数超 12 万名。线下智能门店的一站式体验结合线上“欧普设计家”的多样化案例，使得用户在店内可实现不同场景案例所见即所得，促进门店运营效率的提升。

图 27：欧普家居智能照明布局情况

**致力于产品的自主研发，光学智能化有优势**

<b>重视研发， 驱动产品创新</b>	2023年产品研发投入3.4亿，远高于行业平均水平，相比2022年增长11%
<b>光学研究打造 极致好光</b>	<b>节律光：</b> 模拟自然光，维护生理节律 <b>睡眠光：</b> 舒缓情绪，放松助眠 <b>专注光：</b> 保护视力，提升专注 <b>真彩光：</b> 独创芯片，还原物体本真色彩
<b>布局高端全屋智能</b>	<b>全屋智能照明解决方案：</b> 高端智能照明品牌UTMOST，核心是“极致好光，极简智能” <b>2023年：</b> 继续完善中高端智能化产品布局，以及无主灯相关解决方案

**传统门店持续赋能，智能布局战略试探**

<b>线上线下协同发展</b>	<b>线上：</b> 以单品灯具为主，但正在聚焦智能化产品2023H1线上核心产品智能化占比超过40% <b>线下：</b> 已有100+门店能够实现智能解决方案，升级中端门店场景体验，开拓全案馆和无主灯展厅
<b>拥抱多种生态合作</b>	以华为生态为核心，华为生态长期合作伙伴，同时与其他多家生态平台智能互联 

资料来源：艾瑞咨询公众号，欧普照明 23 年半年报，天风证券研究所

**3.1.2. 平台化+数字化，助力运营效率提升**

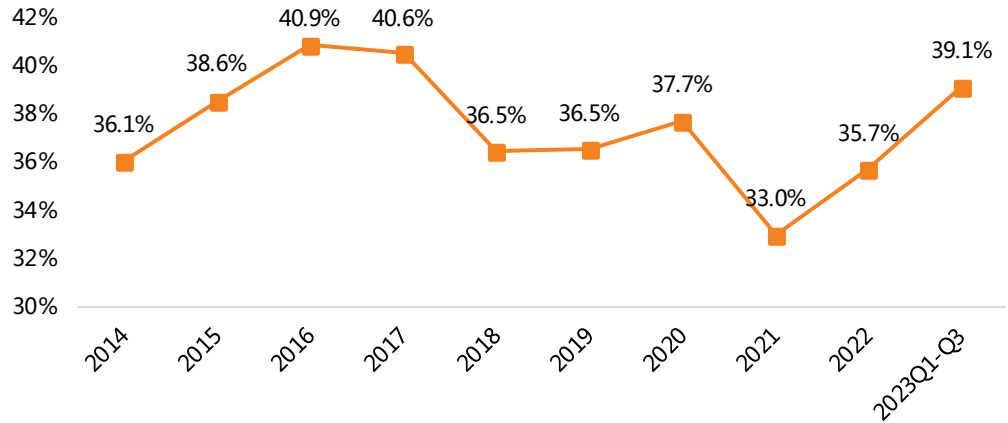
伴随公司在家照领域龙头地位确立，公司近年来将重心放在自身经营管理能力的增强，通过产品平台化、数字化变革，以及渠道优化等系列工作，巩固与提升产品竞争力和渠道效率，利于中长期综合竞争力的提升。

产品平台化进展顺利，助力盈利能力改善。公司持续推进产品技术及部件的平台化开发，当前已搭建了筒射灯、吸顶灯等产品级平台及光学、电源、结构、材料、部件平台，助力公司降本增效。这些平台的应用，有利于降低产品开发成本、缩短开发周期，实现技术成果的规模化运用，提升产品的性能和质量稳定性；同时，材料和部件的规模化采购，有利于采购成本的降低及物料供应的稳定；就制造环节而言，标准化的部件生产，能够



提高自动化生产效率，保证交付及时率。在公司平台化建设的战略背景下，23 年公司电商业务借助品类、渠道的转型调整，实现库存结构的重点优化，提升预测准确率，促进线上业务高质量转型。未来公司将进一步搭建中高端产品平台，并上市更有竞争力的产品，满足消费者对优质产品的需求，助力产品力优化、制造效率精益。

图 28：公司产品平台化进展顺利，22 年以来毛利率快速攀升



资料来源：Wind，天风证券研究所

**聚焦全流程数字化，单店提效有望兑现。**近年来，云计算、大数据、物联网、人工智能等新一代信息技术的应用和发展推动了全球数字化转型。随着企业数字化变革的进程加速，公司自 2021 年中以来持续推进内部营销数字化、供应链数字化、数字运营三大专题的变革。除了三大专题流程体系建设外，公司于 2023 年起同步开展财经数字化、产品研发数字化变革，助力财务风险管控、经营赋能，以及经营数据分析的在线化进一步提升了产品上市成功率。伴随多维度数字化流程推进，公司全价值链运营能力有望提升，可全面推动公司端到端企业流程体系建设和数据打通，利于渠道效率的优化。

表 4：欧普照明持续推动数字化变革打造数字驱动、敏捷高效的经营管理体系

<b>内部营销数字化</b>	公司以数字化赋能线下渠道转型，22年全面上线总部到消费者数字化系统的基础上，进一步从不同业务层面梳理并管控核心流程，对业务预测目标与实际交付情况进行可视化管理，提升产销协同，从而提高预测准确度，优化库存周转率，促进端到端运营效率的提升。此外，针对商照项目的数字化管理，公司优化从线索到回款的LTC流程，形成项目的可视化闭环管理体系，沉淀商用规则及流程，推动优秀商照案例的有效复制。
<b>供应链数字化</b>	通过持续优化供应链管理系统的采购、物流、计划、生产等核心模块，完善流程及体系建设，实现从预测到交付的全流程可视化，并逐步形成业务标准化作业。同时，聚焦精益制造，进行数据深度可视化与挖掘分析管理，包括AI智能质检导入、拉式物流及预警管理等，持续提升供应链综合竞争力。
<b>数字运营</b>	通过整合现有数据资产，将核心业务指标形成体系化、可视化管理。2023年上半年搭建“数据驾驶舱”，一页呈现简明可视的关键运营指标，为经营管理的快速决策提供了数据与分析基础。
<b>财经数字化</b>	逐步实现业务、财务、税务、资金的全流程数字化对接，助力财务风险管控和经营赋能。
<b>产品研发数字化</b>	基于IPD（集成产品开发）框架基础，实现核心业务流及经营数据分析的在线化，促进端到端业务协同，进一步提升产品上市成功率。

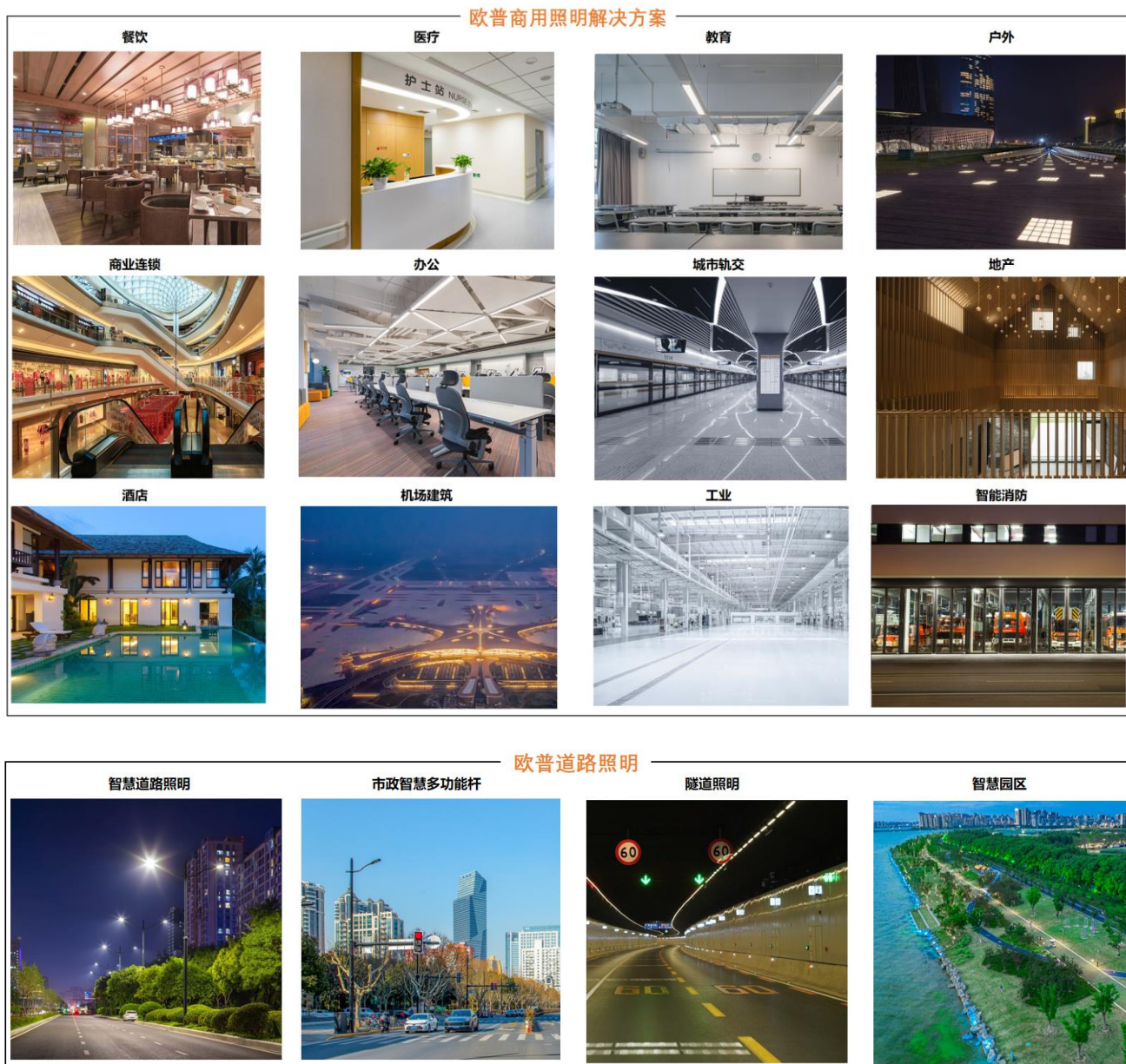
资料来源：公司年报/半年报，天风证券研究所

我们认为，伴随公司聚焦优势渠道（如零售、流通、商照办公、工业、商业连锁等重点行业），通过优质的渠道、具备竞争力的产品，持续获取市场份额，后续有望在细分、高端行业领域不断取得新突破。

### 3.2. 布局商照，实现应用领域延展

经过多年发展，欧普商照业务已沉淀丰富的照明解决方案及项目服务经验。欧普照明是行业内少数具备从设计、定制到安装的全案服务能力的商用照明服务商，项目已涉及精装地产、连锁、办公、商业中心、工业、市政交通等领域。同时，为提升项目管理效率，公司进一步用数字化、智能化管理工具，迭代优化从线索到回款的 LTC 项目闭环管理流程。在此基础上，公司持续扩大行业高端标杆项目覆盖面，并逐步形成行业 TOP 客户战略合作。

图 29：欧普照明商用、道路照明领域产品布局完善



资料来源：欧普照明官网，天风证券研究所

截至 2023H1，公司斩获包括航运大厦、智能化工厂、汽车智能网联科技产业园在内的多项标杆项目。欧普打造的市政智慧多功能杆解决方案集 5G 物联网、智能传感器、云计算等先进技术于一体，通过市政道路智慧综合杆与智能云计算管理平台互联互通，实现市政道路照明数字化运行；通过云计算高效智能算法运用，实现市政道路照明智慧化管理。



市政智慧多功能杆杆件设备高度集成，能够集约化整合路面杆体，化繁为简多措并举，推动基础建设发展及后期运维降本增效，已推广应用至多个案例，如郑州市政综合杆项目、上海市政综合杆项目、雄安新区市政综合杆项目。

图 30：欧普在商用照明各个领域主要成果

2017	<p><b>办公领域：</b>打造了北京城市副中心部分市政办公楼等精品工程，为央企办公楼打造智能照明空间、完善海尔全球创新模式研究中心；</p> <p><b>地产领域：</b>合作客户包括万科、碧桂园、恒大地产等；</p> <p><b>市政交通领域：</b>广州白云机场二期整体照明工程，商照产品覆盖了数十家城市的二十余条地铁线路；</p> <p><b>户外照明：</b>长春市旧城改造夜景亮化、十三届全运会天津夜景提升等项目</p>
2018	<p><b>办公领域：</b>小米集团、上海国际结算中心、中国平安集团等总部大楼；</p> <p><b>新零售超市：</b>盒马生鲜、海屯生鲜等；</p> <p><b>市政交通领域：</b>沈阳地铁、上海地铁5号线等；</p> <p><b>工业厂房：</b>三一集团、海螺水泥等</p>
2019	<p><b>办公领域：</b>北京亚投行、北京小米产业园等；</p> <p><b>教室照明：</b>温州市苍南区及瓯海市中小学、海南生态园学校、好未来教育集团等；</p> <p><b>企业厂房：</b>上汽集团，潍柴动力等。</p>
2020	<p><b>精装地产：</b>不断拓展合作客户与合作范围，以照明带动浴霸、电工、智能消防照明等品类的发展；</p> <p><b>市政照明：</b>成都地铁9号线一期工程、西安地铁14号线等项目的实施，于京、津、沪、苏等地落地多个基于5G技术的路灯控制项目；</p> <p><b>工业照明：</b>新合作的客户杜尔涂装系统工程(上海)有限公司，系全球涂装行业领头羊，提供面向汽车制造工业的涂装技术与设备。</p> <p>不断培育在<b>智能消防照明、教育照明</b>等细分领域的品牌影响力</p>
2021	<p><b>商业连锁：</b>签约万达、优衣库等大型头部企业和华住酒店等连锁品牌；</p> <p><b>汽车工业：</b>与多家国内外知名汽车品牌商达成合作，以专业、定制化的照明解决方案，为工厂车间营造更健康、更舒适的光环境。</p>
2022	<p><b>工程照明：</b>斩获包括华润置地照明电器多品类集采、超市行业五强的物美集团智能照明升级工程等多项标杆项目。</p> <p><b>智慧城市：</b>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%。</p>
2023H1	<p>23H1商照实现快速增长，持续扩大行业高端标杆项目的覆盖面，逐步形成行业TOP客户战略合作。截止23H1，公司斩获包括航运大厦、智能化工厂、汽车智能网联科技产业园等<b>多项标杆项目</b>，持续巩固公司在各行业照明细分领域的品牌影响力。</p>

资料来源：欧普照明公告，天风证券研究所

### 3.3. 产品出海，打开更大成长空间

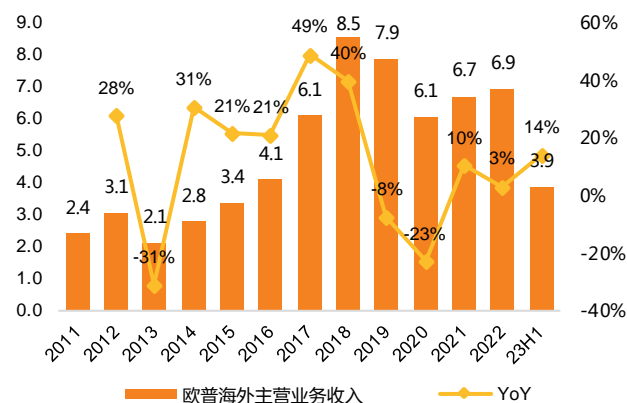
针对海外市场发展机会，近年来欧普聚焦重点市场开拓，并持续优化渠道布局，有望带来长期成长动能。

针对海外零售，公司将自有智能照明解决方案推广出海，在中东及东南亚等重点国家建设智能样板店，并落地终端应用，相关业务取得快速发展；同时，公司聚焦海外核心经销商、门店建设，结合线上线下引流提升海外零售流通网点拓展效率，实现业务版图迅速扩大。

针对海外工程项目，公司持续在东南亚、中东及北非的办公、酒店、商业连锁、道路等行业落地标杆项目；欧洲业务围绕人因照明迭代智能照明产品和解决方案，优化智能照明系统的易安装性，致力于为消费者提供高效的使用体验，2023 H1 在欧洲业务斩获西班牙大型医疗健康中心、荷兰大型办公及配套设施等多个标杆项目。

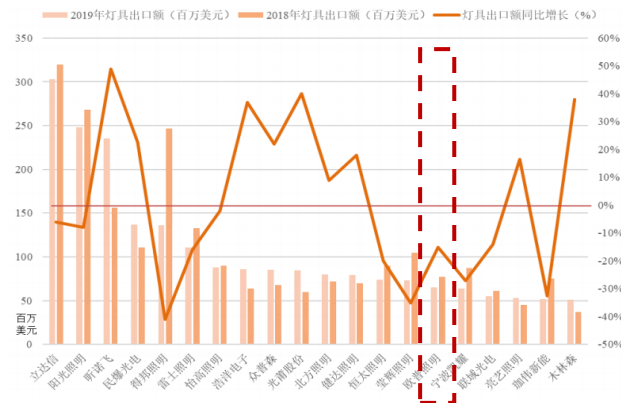
考虑到公司 LED 灯具出口额相较于国内较为领先的立达信、阳光照明等企业仍具备大幅提升空间，伴随海外渠道布局推进，以及标杆项目落地带来经验积累，后续欧普海外业务有望持续贡献增量。

图 31：欧普海外主营业务收入增速近年来延续增长（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2019 年中国 LED 灯具出口 top20 企业



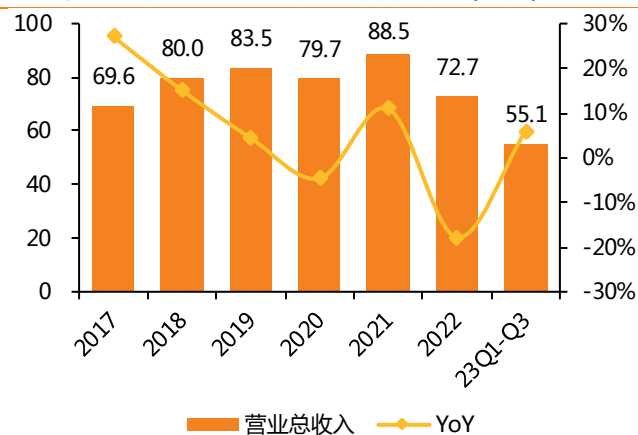
资料来源：中国照明电器协会，民爆光电招股说明书，天风证券研究所

## 4. 财务分析：23Q1-Q3 营收&业绩修复，营销、研发投放加码

### 4.1. 23 年前三季度业绩高增，盈利能力持续改善

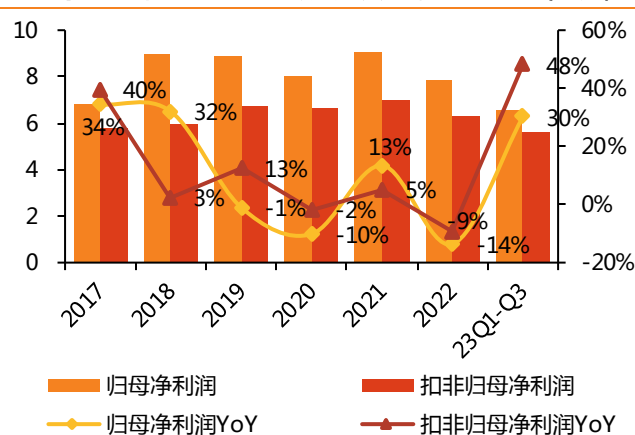
受益于经济环境逐步复苏、需求回暖，23 年以来公司收入、业绩同步增长。23Q1-Q3 公司实现营业总收入 55.14 亿元，同比+5.92%，实现归母净利润 6.59 亿元，同比+30.16%，实现扣非归母净利润 5.65 亿元，同比+48.11%。

图 33：2017 年至 2023Q1-Q3 欧普照明营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

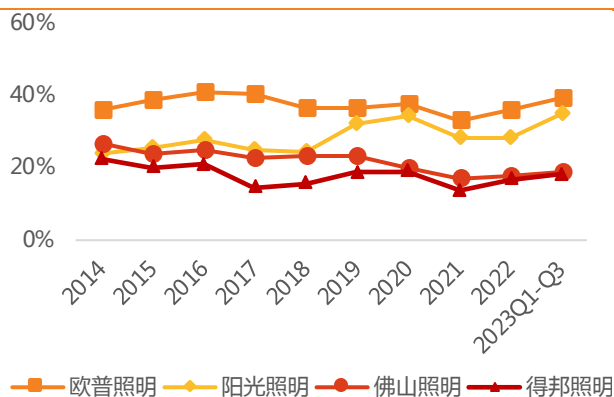
图 34：2017 年至 2023Q1-Q3 欧普照明归母/扣非净利润（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

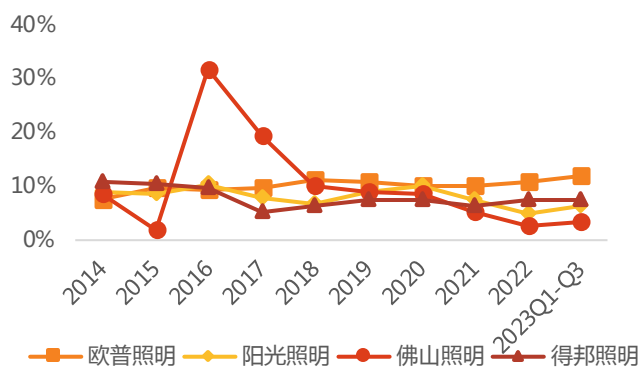
**盈利能力持续攀升，降本提效成效凸显。**欧普照明近年来毛利率保持在 30%-40%水平，净利率在 10%-12%水平。得益于公司近年来持续推动平台化开发，促进降本增效，同时优化产品结构，自 2021 年以来公司毛利率、归母净利率实现持续优化，23 年前三季度毛利率/归母净利率分别达到 39.1%/11.9%，盈利水平快速修复至疫情前水平。对比同行业公司，公司近年来毛利率、归母净利率均处行业领先水平，伴随公司不断整合资源扩大成本优势、产品平台化进展推动盈利能力改善，叠加智能工厂投资建设推进带动供应链水平持续优化，公司盈利能力得到持续提升。

图 35：2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司销售毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司归母净利润率

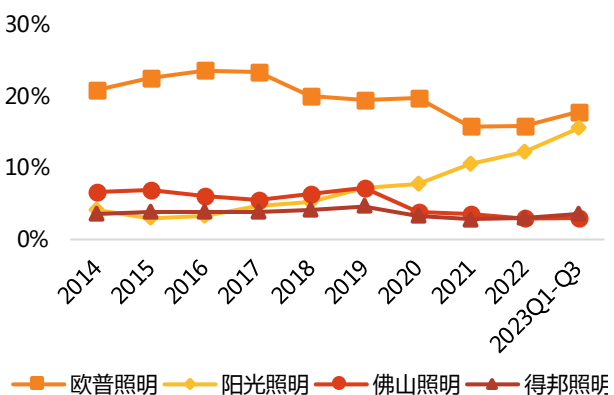


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4.2. 多元化营销+平台化建设，夯实企业长期竞争力

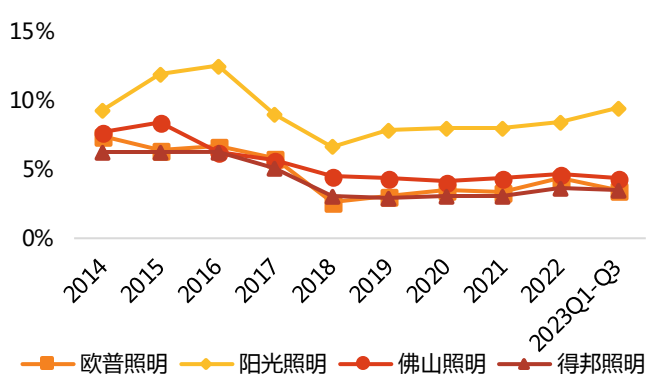
**费用端**，欧普照明 2023Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.9%/3.6%/5.3%/-1.6%，分别同比+2.1/-0.5/+0.03/-0.8pct。从费用率变化趋势看，2021 年至今公司营销、研发力度逐步加码，财务费用率逐步优化，管理费用率相对平稳。对比同行业公司，公司销售费用率持续领先，充分利用整合营销、内容营销方式，全面深化消费者口碑建设；同时，公司重视研发赋能平台化建设，带动相关研发投入有所增加，平台化利于公司提升产品、成本竞争优势，总体研发费率保持稳定。

图 37：2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司销售费用率



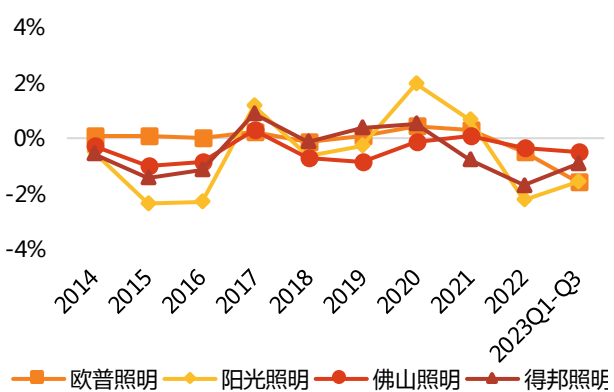
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司管理费用率



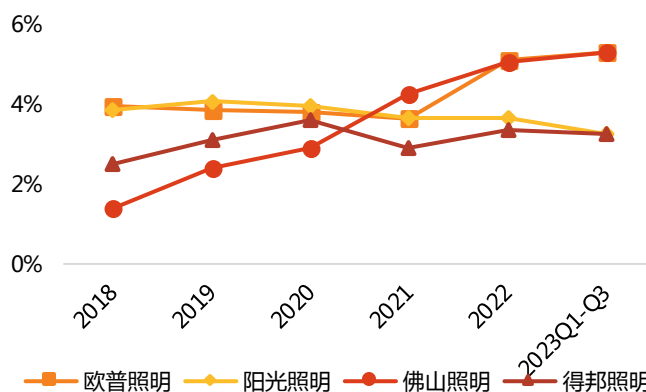
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：2018 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 5：公司研发人员情况表（截至 2022 年 12 月 31 日）

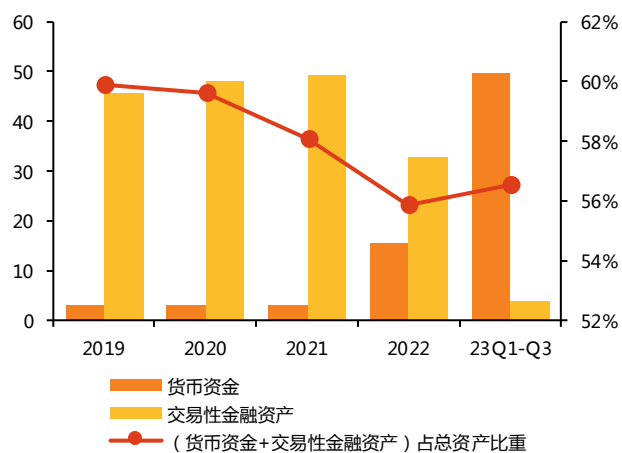
研发人员学历结构（人）	
硕士研究生	76
本科	361
专科及以下	144
研发人员年龄结构（人）	
30 岁以下（不含 30 岁）	149
30-40 岁（含 30 岁，不含 40 岁）	315
40-50 岁（含 40 岁，不含 50 岁）	105
50-60 岁（含 50 岁，不含 60 岁）	10
60 岁及以上	2

资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 4.3. 在手现金充足，偿债能力提升

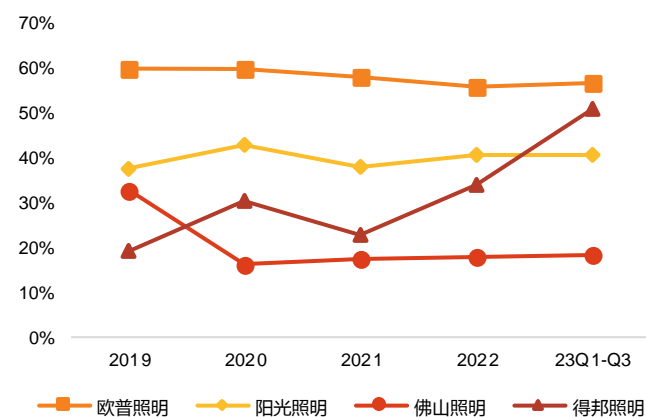
在手资金方面，2019 年至 2023Q1-Q3 公司货币资金+交易性金融资产占总资产比例维持在 56%-60% 区间，处于行业领先水平。

图 41：欧普货币资金+交易性金融资产占总资产比重（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

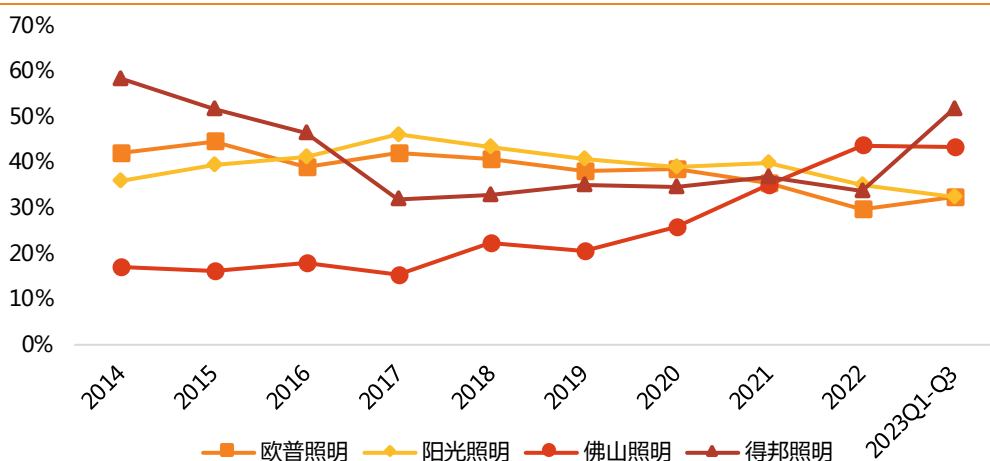
图 42：欧普与可比公司货币资金+交易性金融资产占总资产比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

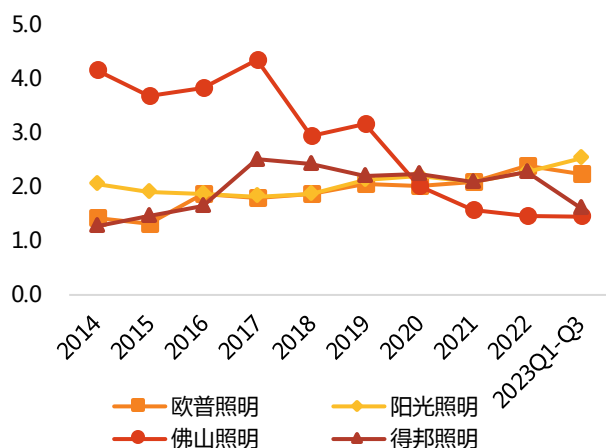
负债结构方面，近年来公司资产负债率呈现下降态势，由 2014 年的 42.1% 逐步优化至 23Q1-Q3 的 32.5%，22-23 年公司资产负债率水平保持行业低位。偿债比率方面，2014 年至今公司流动比率、速动比率整体呈上升趋势，偿债能力逐步提升至行业领先水平。

图 43：2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司资产负债率



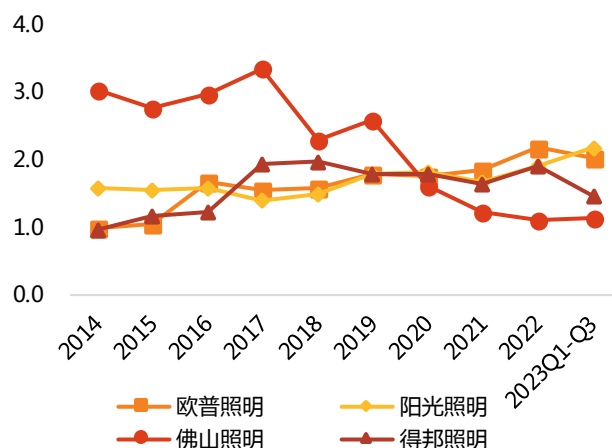
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司流动比率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：2014 年至 2023Q1-Q3 欧普与可比公司速动比率

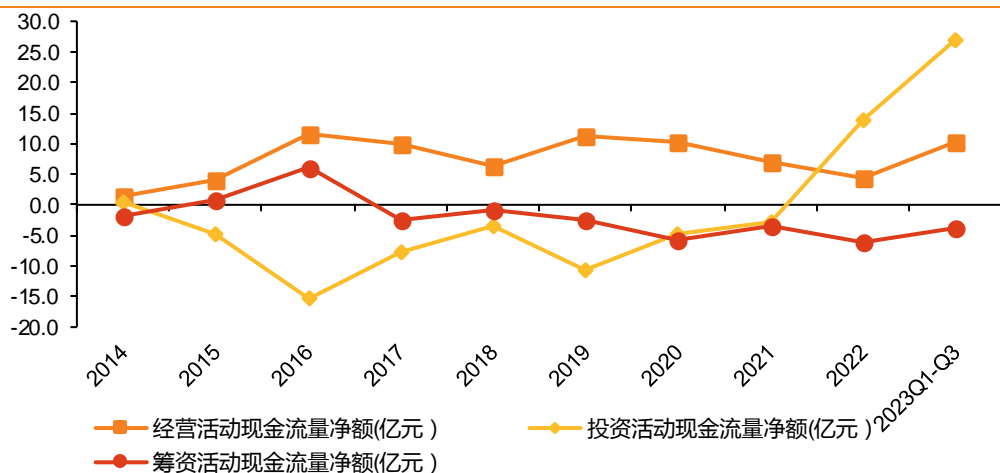


资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 4.4. 投资活动更为活跃，存货、应付账款周转领先可比公司

23Q1-Q3 经营活动现金流基本稳定，投资支付现金加码。公司 23Q1-Q3 经营/投资/筹资活动产生现金流量净额分别为 10.4/27.0/-3.8 亿元，上年同期分别为-0.4/14.2/-6.1 亿元，公司现金流量同比大幅改善。

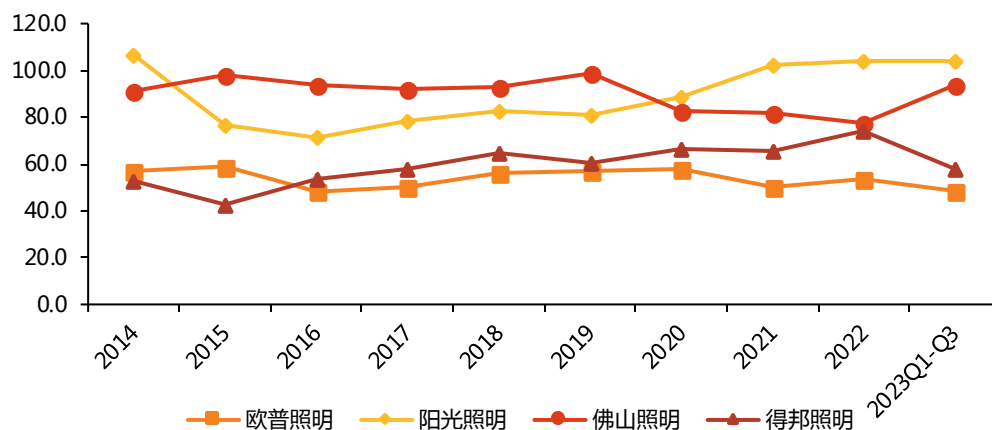
图 46：2014 年至 2023Q1-Q3 欧普照明经营、投资、筹资活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

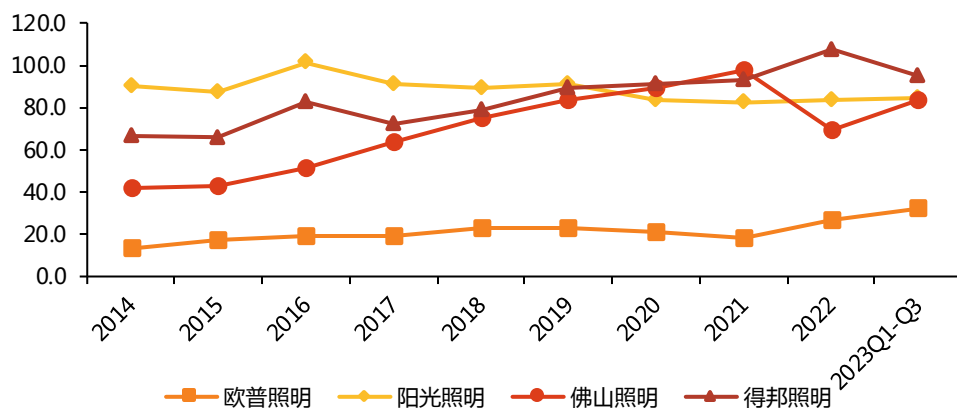
**存货、应收账款周转效率大幅领先行业。**23Q1-Q3 公司存货、应收账款、应付账款周转天数为 48.8 天、32.1 天、70.7 天。受益于数字化赋能，公司 23 年实现库存周转率优化，促进端到端运营效率提升，实现存货周转提速。横向对比，公司存货、应收账款管理水平明显领先，周转速度快于同业可比公司。

图 47：2014 年至 2023Q1-Q3 欧普照明及可比公司存货周转天数变化（天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

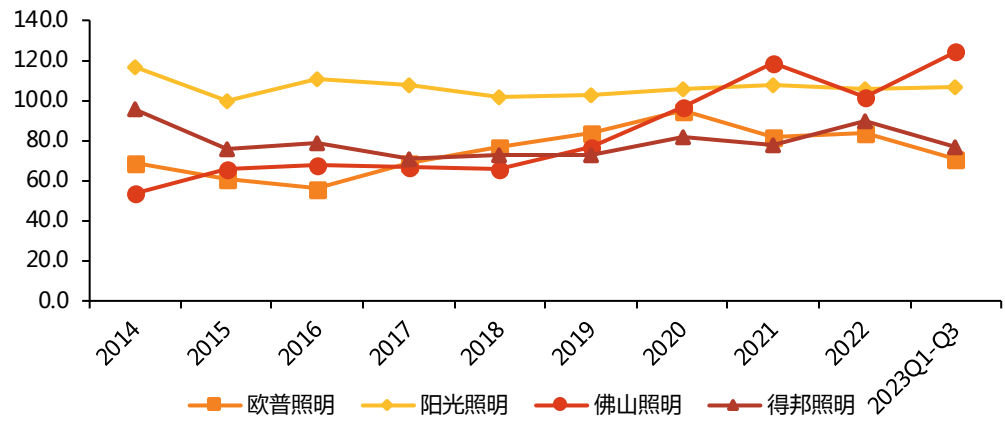
图 48：2014 年至 2023Q1-Q3 欧普照明及可比公司应收账款周转天数变化（天）



资料来源：Wind，天风证券研究所



图 49：2014 年至 2023Q1-Q3 欧普照明及可比公司应付账款周转天数变化（天）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 盈利预测

**营收端：**国内业务，我们假设公司国内业务 23 年低基数下实现高个位数增长，伴随电商渠道转型成效逐步凸显，带动国内收入整体增速改善，24-25 年有望实现双位数增长；海外业务伴随网点持续拓展，核心行业标杆项目的持续落地，公司 23-25 年国外收入有望实现高个位数增长。

**盈利端：**得益于公司近年来持续推动平台化开发，促进降本增效，同时优化产品结构，我们预计公司 23-25 年毛利率稳步提升。费用端，我们预计 23-25 年公司销售费用率、研发费用率延续 23H1 的小幅增长态势，管理费用率、财务费用率实现逐步优化。

表 6：欧普照明业务拆分情况（亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>44.7</b>	<b>54.8</b>	<b>69.6</b>	<b>80.0</b>	<b>83.6</b>	<b>79.7</b>	<b>88.5</b>	<b>72.7</b>	<b>78.0</b>	<b>86.9</b>	<b>96.9</b>
yoy	16%	23%	27%	15%	4%	-5%	11%	-18%	7%	11%	11%
<b>毛利率</b>	<b>39%</b>	<b>41%</b>	<b>41%</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>38%</b>	<b>33%</b>	<b>36%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>
yoy(pcts)	2.5	2.3	-0.3	-4.1	0.1	1.2	-4.7	2.7	4.0	0.3	0.1
<b>分业务拆分</b>											
<b>照明应用产品及其他</b>	<b>44.5</b>	<b>54.4</b>	<b>68.9</b>	<b>79.6</b>	<b>83.0</b>	<b>79.0</b>	<b>87.4</b>	<b>72.0</b>	<b>77.0</b>	<b>85.5</b>	<b>95.0</b>
yoy	17%	22%	27%	16%	4%	-5%	11%	-18%	7%	11%	11%
毛利率	39%	41%	41%	36%	36%	38%	32%	35%	39%	39%	39%
yoy(pcts)	2.5	2.4	-0.3	-4.2	0.1	1.1	-5.1	2.9	3.9	0.2	0.0
业务收入比例	99.6%	99.3%	99.0%	99.5%	99.3%	99.2%	98.7%	99.0%	98.7%	98.4%	98.1%
<b>其他业务</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>1.1</b>	<b>0.7</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.9</b>
yoy	-21%	89%	92%	-41%	37%	20%	66%	-33%	39%	37%	32%
毛利率	40%	33%	39%	52%	45%	62%	78%	73%	76%	78%	78%
yoy(pcts)	0.1	-7.2	5.7	13.2	-6.5	16.3	16.0	-5.0	2.8	2.1	0.8
业务收入比例	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%
<b>分地区拆分</b>											
<b>中国大陆</b>	<b>41.1</b>	<b>50.3</b>	<b>62.8</b>	<b>71.1</b>	<b>75.1</b>	<b>73.0</b>	<b>80.7</b>	<b>65.0</b>	<b>69.7</b>	<b>77.9</b>	<b>87.1</b>
yoy	16%	22%	25%	13%	6%	-3%	11%	-19%	7%	12%	12%
毛利率		42%	42%	37%	37%	37%	33%	35%	39%	40%	40%
yoy(pcts)			-0.5	-4.4	-0.3	0.4	-4.4	2.7	4.1	0.3	0.1
业务收入比例	92%	92%	90%	89%	90%	92%	91%	89%	89%	90%	90%
<b>国外</b>	<b>3.4</b>	<b>4.1</b>	<b>6.1</b>	<b>8.5</b>	<b>7.9</b>	<b>6.1</b>	<b>6.7</b>	<b>6.9</b>	<b>7.4</b>	<b>8.0</b>	<b>8.6</b>
yoy	22%	21%	49%	40%	-8%	-23%	10%	3%	7%	8%	8%
毛利率		28%	31%	30%	33%	42%	28%	34%	38%	39%	39%
yoy(pcts)			3.5	-1.2	3.2	8.6	-13.5	6.2	4.0	0.3	0.1
业务收入比例	8%	7%	9%	11%	9%	8%	8%	10%	9%	9%	9%
<b>其他业务(地区)</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>1.1</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>
yoy	-21%	89%	92%	-41%	37%	20%	66%	-33%	20%	18%	16%
毛利率		33%	39%	52%	45%	62%	78%	73%	66%	66%	67%
yoy(pcts)			5.7	13.2	-6.5	16.3	16.0	-5.0	-7.0	0.0	1.0
业务收入比例	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 6. 投资建议

欧普作为国内家居照明龙头，长期深耕国内多元化渠道建设，研发夯实产品竞争力，规模持续领先市场。公司抓住行业智能化契机快速切入，升级产品与解决方案，优化门店形象与体验，修炼渠道效率和长期发展实力。同时，公司积极拓宽产品应用领域与销售市场，在商照领域积累丰富的行业照明解决方案及项目服务经验，并聚焦海外重点市场进行渠道布局，有望打造多条增长曲线。预计公司 23-25 年归母净利润 9.2/10.3/11.6 亿元，结合可比公司看 25 年 15.1x，目标价 23.4 元/股，对应 2024/4/23 收盘价 38.7%空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值情况（Wind 一致预期，统计日期 2024/4/23）

	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				PE			
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
佛山照明	87.6	90.6	110.0	124.5	2.3	2.9	3.9	4.8	29.1	35.5	21.5	17.7
得邦照明	46.6	47.0	53.9	60.0	3.4	3.8	4.4	5.1	27.4	16.3	14.6	12.5
平均值	67.1	68.8	82.0	92.2	2.9	3.3	4.1	4.9	28.2	25.9	18.1	15.1

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 7. 风险提示

**平台化带动盈利改善不及预期的风险：**近年来公司加强平台化建设，推进产品提质升级，进一步全方位提升综合竞争力，若平台化推进不及预期，盈利改善或低于预期。

**原材料价格波动风险：**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。

**汇率波动风险：**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。

**技术研发不及预期：**公司每年大量研发费用，可能存在研发不及预期影响公司利润的风险。

**行业竞争加剧：**照明行业竞争激烈，行业结构和格局在不断变化，公司面临的市场竞争压力可能增强。

**房地产行业波动风险：**公司家居灯具业务销售受房地产市场景气程度影响较大，国家坚持“房住不炒”，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制下，未来房地产市场的不确定性将对市场需求产生影响。



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com