

2020年05月18日

证券研究报告·公司研究报告

欧普照明(603515) 电子

持有 (维持)

当前价: 24.61 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

内外优化, 拐点时机已至

投资要点

- **推荐逻辑:** 作为照明行业龙头企业, 公司营收净利维持稳健增长, 本文从外部和内部两个维度, 讨论公司未来发展情况。1) **竣工回暖, 业绩可期:** 3月住宅竣工增速转正, 作为地产后周期的照明行业, 预期照明需求逐渐向好。2) **三大因素助推行业加速整合:** 照明行业竞争格局分散, 照明产品一体化、消费者需求变化以及精装房占比提升都将助力照明行业格局优化。公司综合实力最强, 将在行业格局优化中充分受益。3) **渠道产品持续优化, 有望得到恢复性增长:** 公司深化改革, 加强渠道下沉; 研发持续加码, 智能制造实现产品规模化生产。
- **竣工回暖, 业绩可期。** 2017年以来住宅竣工面积增速波动下行。2019年9月住宅竣工面积同比增长1.1%, 实现首次转正。延迟复工打乱了竣工节奏, 2020年2月住宅竣工面积同比减少32%。但是随着国内疫情逐步好转, 3月住宅竣工面积增速转正, 同比增长1.2%。我们认为2019年以来的竣工好转主要得益于2017-2018年的开工热潮。2017-2018年, 住宅开工面积同比增长10.5%和19.7%。房地产竣工和开工存在一定的滞后期, 预期未来1-2年内地产竣工将平稳增长。照明作为房地产后周期产业, 灯具销量和房地产竣工相关度较高。因此, 我们认为住宅竣工增速回暖, 照明需求有望逐步向好。随着国内疫情的控制, 线下门店也渐渐开始营业, 房地产竣工逐步恢复。在住宅竣工利好的背景下, 短期之内被压抑的照明需求有望在今年集中释放, 公司业绩可期。
- **三大因素助推行业加速整合。** 当下照明行业格局分散, 欧普作为照明行业营收规模最大的企业, 市场份额约3%-5%。一方面, LED光源技术壁垒相对较低, 光源和灯具一体制造成为可能。资金雄厚、技术储备充足以及制造具备一定规模的企业有望抢先收获红利。另一方面, 消费者的需求越发多元化, 照明行业品牌属性开始显现。此外, 随着精装修占比的提升, 品牌知名度更大的企业有望充分受益, 市占率或将快速提升。根据奥维云网数据显示, 2019年1-11月, 住宅精装修开盘项目同比增长28%。
- **渠道产品持续优化, 业绩拐点已至。** 渠道立体化布局, 线下网点行业第一。截止至2019年底, 全国流通网点数量超过14万个。持续优化现有渠道效率的同时, 积极拓展物业家装等创新渠道。以消费者需求为导向, 成立产品解决方案中心, 研发持续加码; 规模+定制的智能化管理, 人均创收提升, 产品实现模式化生产。在低谷时期, 公司积极的谋求变革。一方面整合渠道效率, 提高网点覆盖率。另一方面深入产品研发, 通过智能制造等方式降低生产成本。内部变革的措施在2019Q4季度初见成效, 单季度营收回暖。疫情暂时打乱了公司营收恢复的节奏。随着疫情的好转, 线下客流量的恢复, 地产竣工转正, 再叠加公司内部变革逐步见效, 公司业绩拐点已至。
- **盈利预测与投资建议。** 欧普是照明行业龙头企业, 持续优化渠道效率, 提升产品竞争力, 市场份额有望逐步增长。随着地产竣工转正, 短期内疫情抑制的消费需求有望得到恢复性增长。我们预计2020-2022年公司归母净利润复合增速为10.1%。参考2020年可比公司的一致预期, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 房地产行业波动风险、市场竞争风险、原材料价格大幅波动风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8354.86	8572.04	9702.83	10794.19
增长率	4.39%	2.60%	13.19%	11.25%
归属母公司净利润(百万元)	890.32	910.70	1054.04	1187.25
增长率	-0.99%	2.29%	15.74%	12.64%
每股收益EPS(元)	1.18	1.20	1.39	1.57
净资产收益率ROE	17.76%	15.49%	15.20%	14.62%
PE	21	20	18	16
PB	3.71	3.16	2.68	2.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓

执业证号: S1250518090001

电话: 023-63786049

邮箱: gmh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.56
流通A股(亿股)	7.54
52周内股价区间(元)	23.34-35.29
总市值(亿元)	186.07
总资产(亿元)	69.03
每股净资产(元)	6.38

相关研究

1. 欧普照明(603515): 改革初见曙光, 静候业绩佳音 (2020-04-27)
2. 欧普照明(603515): Q3业绩略微下滑, 盈利能力企稳 (2019-10-28)
3. 欧普照明(603515): 营收增长承压, 持续布局渠道 (2019-08-23)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：照明龙头企业，业绩稳健增长	1
1.1 照明龙头，业绩优良	1
1.2 股权集中，激励充分	3
2 行业外部：格局优化潜力十足，竣工回暖业绩可期	5
2.1 照明市场空间广阔，三大因素助力行业集中度提升	5
2.2 住宅竣工回暖，照明业绩可期	8
3 内部治理：渠道+产品，助力市占率提升	10
3.1 多维度引流，立体化渠道布局	10
3.2 研发生产专业化，夯实产品竞争力	12
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 相对估值	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 2015 年以来公司及可比公司营收规模	2
图 3: 2015 年以来公司及可比公司归母净利润	2
图 4: 2015 年以来欧普照明营收及增速	2
图 5: 2015 年以来欧普照明归母净利润及增速	2
图 6: 2015 年以来欧普照明毛利率及净利率	3
图 7: 2014 年以来欧普照明及可比公司销售费用率	3
图 8: 2019 年公司股权结构及主要子公司	3
图 9: 2007-2018 年 LED 的照明主要政策	5
图 10: 2014-2018 年中国 LED 通用照明渗透率	5
图 11: 2015-2019 年中国 LED 照明市场规模及增速	5
图 12: 家居照明和商用照明合计占比 63%	6
图 13: 2019 年照明企业营业收入	7
图 14: 2014-2019 年全球 LED 灯泡价格	7
图 15: 2014-2019 年中国 LED 灯泡价格	7
图 16: 北欧风产品具备模式化生产特征	8
图 17: 2015-2019 年住宅竣工面积和线上灯具销量	9
图 18: 2016-2019 年住宅销售面积增速及线上灯具销量增速	9
图 19: 2009-2020.3 住宅竣工面积增速	9
图 20: 2016-2020.3 住宅开工面积及增速	10
图 21: 2016-2020.3 住宅竣工面积及增速	10
图 22: 欧普照明境内渠道布局示意图	10
图 23: 欧普照明家居空间	11
图 24: 2015-2019 年欧普照明研发支出及占比	12
图 25: 2015-2019 年欧普照明及可比公司研发支出	12
图 26: 2015-2019 年欧普照明级可比公司固定资产周转率	13
图 27: 2015-2019 年欧普照明人均创收及员工人数	13

表 目 录

表 1: 2019 年公司高管基本情况	4
表 2: 2018 年股票期权与限制性股票授予权益绩效考核目标	4
表 3: 分业务收入及毛利率	14
表 4: 可比公司估值	15
附表: 财务预测与估值	16

1 公司概况：照明龙头企业，业绩稳健增长

1.1 照明龙头，业绩优良

家居照明龙头，业务版图不断拓展。创始于 1996 年的欧普照明，是国内最大的家居照明品牌，主要从事家居照明灯具、商用照明灯具、光源及控制类产品的生产研发销售。公司由吸顶灯打开市场，深耕家居照明业务。2005 年，公司商照、电工产品上市，业务版图不断拓展。2013 年，顺应行业变化，公司开始转型 LED 照明。2016 年，公司成功上市。2017 年，公司开始涉及集成家居领域，逐步转型为智慧家居综合方案服务商。

图 1：公司发展历程

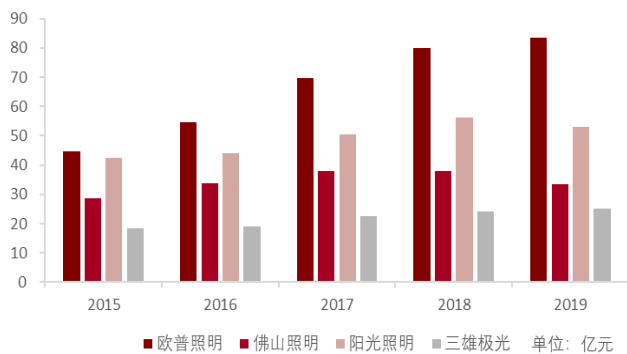


数据来源：公司官网，西南证券整理

历史业绩优良，5 年内归母净利润 2 倍增长。横向来看，欧普照明的收入规模居于照明行业首位，近五年营收复合增速为 13.3%；归母净利润快速提升，近 5 年的复合增长率为 15.3%，历史业绩优良。受到中美贸易争端以及房地产市场低迷的影响，2018-2019 年公司营收增速放缓。2018 年公司实现营收 80 亿元，同比增长 15%；实现归母净利润 9 亿元，同比增长 32%。2019 年公司实现营收 83.6 亿元，同比增长 4.4%；实现归母净利润 8.9 亿元，同比减少 1%。2020Q1，受到疫情影响公司营收为 10.3 亿元，同比下降 38.1%。此外，由于固定费用摊销等影响，Q1 归母净利润亏损 745.5 万元；扣非后归母净利润亏损 8505.5 万元，其中确认政府补助 5460.7 万元以及投资收益 4052.8 万元。

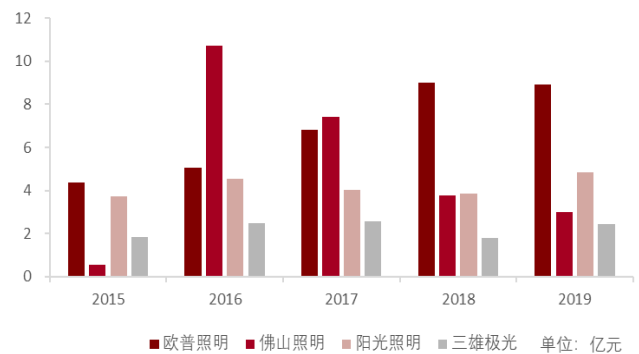
作为地产后周期产业，近年来照明行业持续承压。公司积极需求变革，在渠道下沉的同时优化渠道效率。2019Q4 单季度营收回暖，渠道变革初见成效。2019Q4 公司实现营收 25.9 亿元，同比增长 7%，扭转了 2019Q3 下滑的趋势。在地产竣工逐步好转以及公司渠道改革逐步见效的情况下，2020Q1 原可以实现稳定增长。但是疫情的出现，打乱公司营收恢复的节奏。一方面延迟复工，地产竣工进度减慢。2020Q1 住宅竣工面积同比减少 24.9%。竣工减缓将一定程度上影响照明需求的释放。另一方面，出于防护需求，线下门店暂停营业，公司照明业务受到冲击。随着国内疫情的控制，线下门店也渐渐开始营业，房地产竣工逐步恢复，2020 年 3 月，房地产竣工面积同比增长 1.2%。在住宅竣工利好的背景下，短期之内被压抑的照明需求有望在今年集中释放，预期公司营收重回增长。

图 2：2015 年以来公司及可比公司营收规模



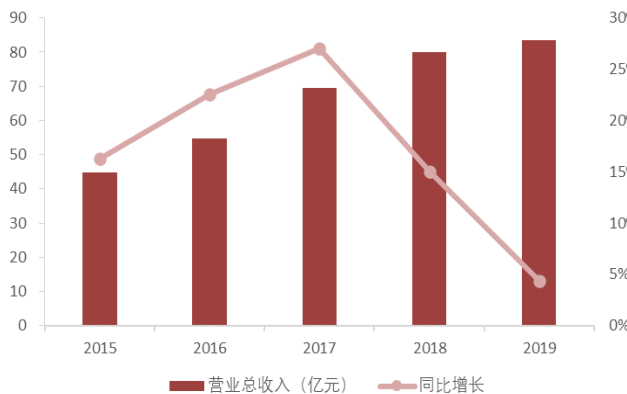
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2015 年以来公司及可比公司归母净利润



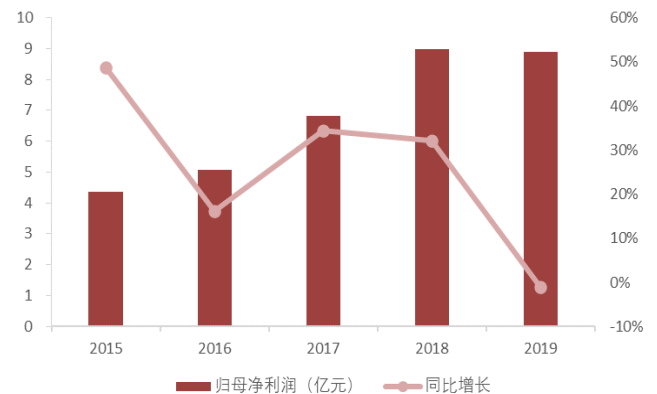
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2015 年以来欧普照明营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2015 年以来欧普照明归母净利润及增速

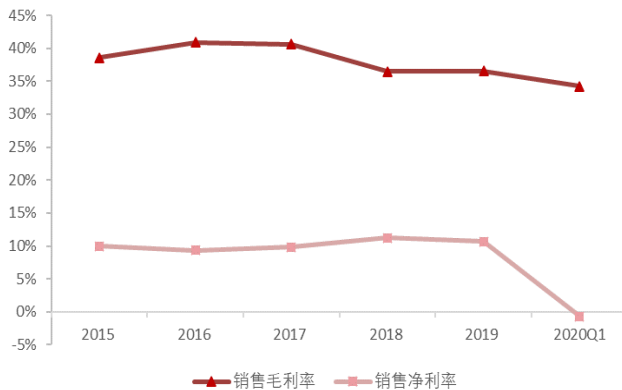


数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利能力较好，毛利率保持在 35% 以上。2015 年以来，公司毛利率保持 34% 以上，远超可比公司。我们认为，原因主要有三点。1) 自主品牌溢价高。公司坚持自主品牌建设，相比于 OEM 业务占比较高的可比公司，公司品牌优势更加明显；2) 产品结构更优。鉴于商照产品竞争激烈、商照客户价格敏感性高等原因，商照产品的毛利率普遍低于家居照明毛利率，公司以家居照明为主，因此相比于以商照业务为主的可比公司，整体毛利率更高；3) 渠道建设完善。公司持续加强渠道布局，目前在可比公司中，线下网点数第一，线上市占率第一，市场份额提升，公司盈利能力更强。

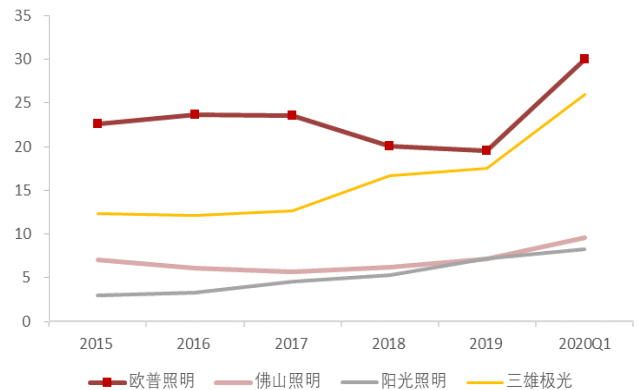
2020Q1，公司毛利率为 34.2%，与去年同期基本持平。销售费用率/管理费用率/财务费用率为 30%/11.2%/0.6%，同比变动+8.2pp/+2.6pp/-0.1pp。通过对比去年同期各项费用绝对值，三费均因停工有所下滑，费用率变动较大主要是营收规模大幅缩减所致。

图 6：2015 年以来欧普照明毛利率及净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2014 年以来欧普照明及可比公司销售费用率



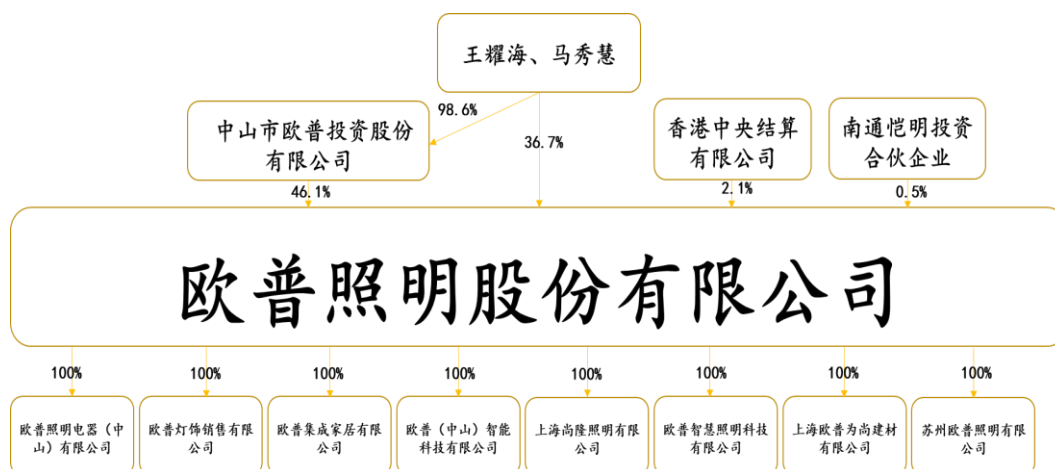
数据来源：公司公告，西南证券整理

家居照明营收占比 35% 以上，商照业务快速增长。自 1996 年成立以来，欧普照明不断扩充业务领域，产品由单一走向多元，逐步成长为一家集家居照明、商业照明、照明控制及智慧家居于一体的公司。家居照明一直是公司主要的收入来源，占公司总营收的 35% 以上。公司加强商业照明业务的投入，持续聚焦细分领域。近年来，公司商业照明增速不断加快。根据调研，分产品来看，2019 年公司商用产品营收增速为 8%。分事业部来看，2019 年公司商用事业部营收增速为 24%。

1.2 股权集中，激励充分

创始人股权集中，公司决策效率提升。公司第一大股东是中山欧普投资股份有限公司，股权占比 46.1%。王耀海和马秀慧夫妇直接持有公司股份 36.7%，通过中山欧普投资股份有限公司间接持有公司股份 45.5%，合计持有公司股份 82.2%，为公司的实际控制人。王耀海现担任公司董事和董事长，马秀慧担任公司董事和总经理。我们认为，公司股权集中，实际控制人对公司的控制力度强，有利于公司战略方向上的统一，决策效率的提升。

图 8：2019 年公司股权结构及主要子公司



数据来源：公司公告，西南证券整理

高管团队经验丰富。公司的高层经营管理团队，一半以上来自于飞利浦、海尔集团等知名企业，具有丰富的行业经验和管理经验，对全球及中国照明产业有深刻的理解，欧普优秀的高管团队奠定了公司未来发展的坚实基础。

表 1：2019 年公司高管基本情况

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	备注
王耀海	董事长	2015/7/17	男	中国	--
马秀慧	董事、总经理	2015/7/17	女	中国	--
齐晓明	董事	2015/7/17	男	新加坡	曾任飞利浦研发中心高级总监
韩宜权	财务总监	2015/7/17	男	中国	曾任海尔集团财务总监
Jacob Schlejen	董事	2015/7/17	男	荷兰	曾任飞利浦产品开发总监
黄钰昌	独立董事	2017/5/17	男	美国	--
刘家雍	独立董事	2017/11/15	男	中国	曾任宏基集团品牌运营总经理
丁龙	董事	2017/11/15	男	中国	曾任飞利浦照明高级总监
苏锡嘉	独立董事	2018/6/26	男	加拿大	--
林良琦	原董事	2018/6/26	男	新加坡	曾任飞利浦照明亚太地区首席财务官
刘斯	董事会秘书	2018/10/25	女	中国	--

数据来源：公司公告，西南证券整理

股权激励充分。面对不同层级的核心管理团队及技术团队，为了保持人员的稳定，减少人才流失风险，欧普建立了充分的股权激励机制。2011 年，欧普实施管理层及核心业务骨干股权激励计划，转让部分股权给公司管理层及核心技术人员投资设立的南通恺明投资合伙企业。目前，该员工持股平台持有公司股份 0.5%。

考核目标：复合增速 20%。2018 年 2 月，公司发布 2018 年股票期权与限制性股票激励计划。计划授予权益总计 804.4 万份，股票期权 587.3 万份，占公司股本总额 1%；限制性股票 217.1 万股，占公司股本总额 0.4%。激励对象包括公司高层管理人员以及核心技术骨干，人员覆盖范围更广。长达 7 年的绩效考核目标，彰显了公司长期管理的决心，以及业绩长期稳健增长的信心。

表 2：2018 年股票期权与限制性股票授予权益绩效考核目标

行权/解锁期	业绩考核目标
第一个行权/解锁期	以 2017 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 20%；
第二个行权/解锁期	以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 44%；
第三个行权/解锁期	以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 73%；
第四个行权/解锁期	以 2017 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 108%；
第五个行权/解锁期	以 2017 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 149%；
第六个行权/解锁期	以 2017 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 199%。

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业外部：格局优化潜力十足，竣工回暖业绩可期

2.1 照明市场空间广阔，三大因素助力行业集中度提升

2.1.1 行业现状：LED 照明渗透率快速提升，行业格局分散

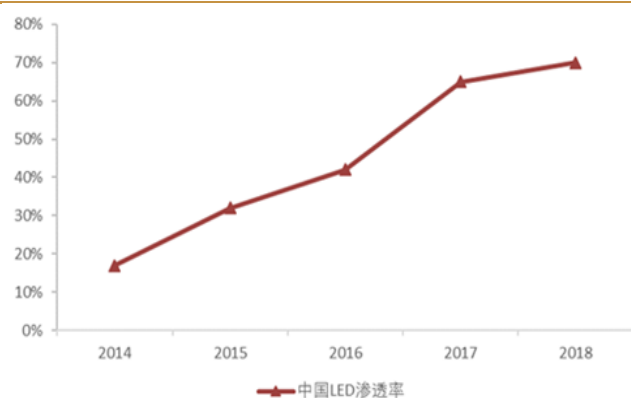
照明技术革新，LED 渗透率不断提升。照明光源从白炽灯、荧光灯、金属卤化物灯发展到 LED 照明，照明技术不断实现新突破。LED 照明由于耗电低、寿命长以及环保无污染等优点，逐步实现了对于传统照明产品的替代。此外，国内相关政策的扶持更是加速了 LED 照明渗透率提升。2014-2018 年，LED 渗透率从 17% 上升到了 70%。

图 9：2007-2018 年 LED 的照明主要政策



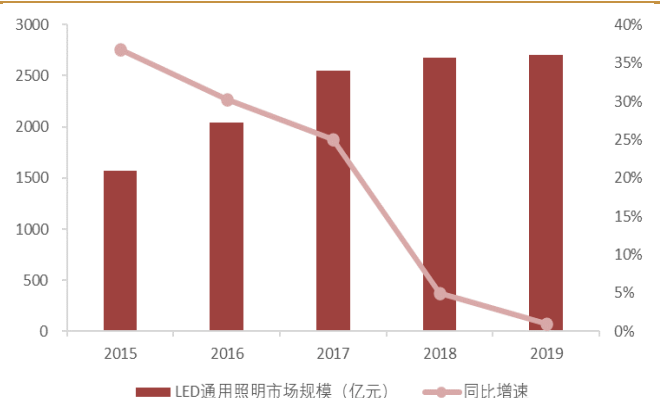
数据来源：公开资料整理，西南证券整理

图 10：2014-2018 年中国 LED 通用照明渗透率



数据来源：CSA，西南证券整理

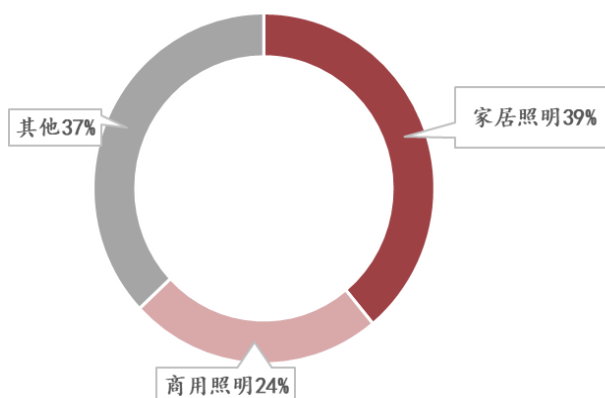
图 11：2015-2019 年中国 LED 照明市场规模及增速



数据来源：CSA，西南证券整理

家居商用照明合计占比过半。受益于 LED 照明渗透率的提升，LED 通用照明市场规模经过了高速发展阶段。2015-2016 年，LED 通用照明市场规模增速维持在 30% 以上。随后通用照明市场规模增速放缓。2018-2019 年，LED 通用照明市场规模同比增速分别为 5% 和 1%。而在通用照明市场中，占比最大的就是家居照明和商业照明。根据中国照明电器协会发布的数据来看，2018 年家居照明和商业照明市场产值在通用照明中占比分别为 39% 和 24%，合计占比达到了 63%。近年来商用照明快速发展，份额持续提升，有望成为驱动通用照明市场增长的新的动力。

图 12：家居照明和商用照明合计占比 63%

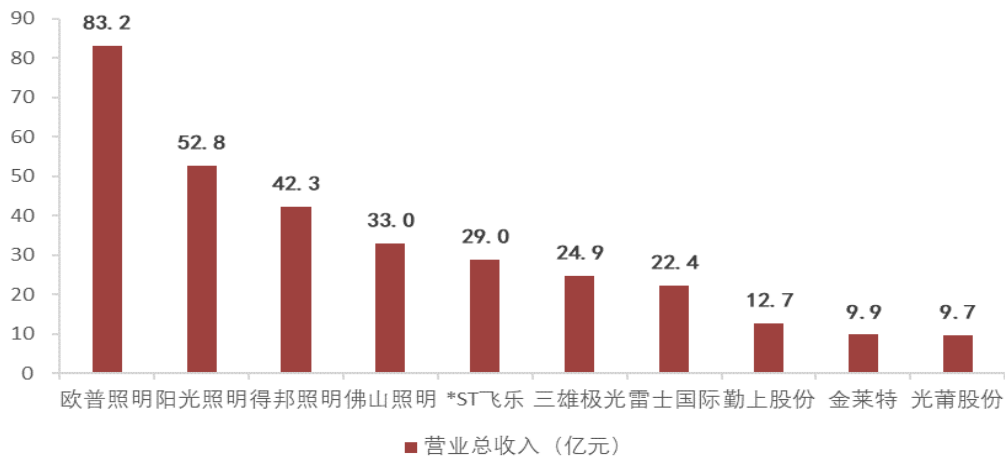


数据来源：中国电器协会，西南证券整理

行业中小品牌众多，格局分散。照明行业呈现了充分市场化的竞争，行业内企业众多。以国内照明产品年销售规模最大的欧普照明为例，2019 年公司照明产品销售收入占我国 2019 年 LED 照明应用-通用照明市场规模的比例也仅有 3%-5% 左右。

在传统照明市场下，由于光源的寿命比较短，在日常使用过程中需要进行替换。这就导致了在传统照明市场下，光源和灯具的分离。**需求方面**，由于光源和灯具的分离，大多消费者仅仅是需要更换光源，品牌意识尚未形成。**供给方面**，由于技术和渠道的原因，照明行业品牌众多并且无法形成有具有较强竞争力的品牌。一方面，由于光源技术门槛较高，光源市场基本上被传统的海外龙头垄断。而在灯具制造市场上，技术难度相对较低，因此存在大量的中小企业。另一方面，考虑到消费者替换灯泡的需求更多以方便快捷为主，因此早期照明企业的渠道更多集中在五金、建材等分散的终端门店。此外，由于地理因素等原因，不同地区之间的渠道也有一定的壁垒。传统照明市场下，渠道更加分散，因此无法形成更具竞争优势的品牌。

图 13: 2019 年照明企业营业收入



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

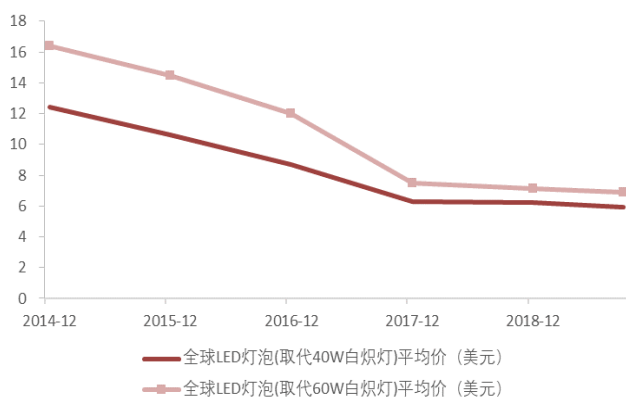
2.1.2 展望未来: 三大因素推动格局优化

随着 LED 照明渗透率的提升, 照明行业产业链由传统光源技术路径转变到了 LED 半导体电子产业。照明技术的革新以及产业链的切换, 带来了新的挑战与机遇, 加快了行业格局重塑的节奏。

(1) 照明一体化重塑行业格局

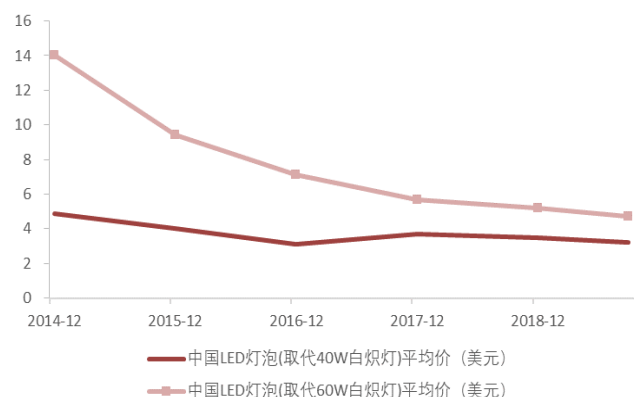
在传统照明市场, 由于光源的寿命较短, 灯具和光源是分离的。海外企业由于掌握技术专利, 在光源市场上基本形成垄断的态势, 而国内大多企业都是做灯具的制造生产。和传统的照明产品相比, LED 光源技术壁垒低, 市场竞争十分激烈, LED 灯泡的价格持续下行。由于 LED 照明的出现, 传统照明巨头技术壁垒因此被削弱, 盈利能力持续下行, 因此逐步退出了照明市场。

图 14: 2014-2019 年全球 LED 灯泡价格



数据来源: wind, 西南证券整理

图 15: 2014-2019 年中国 LED 灯泡价格



数据来源: wind, 西南证券整理

LED 照明的技术壁垒相对较低, 一方面海外企业逐步退出, 另一方面国内企业抓住机会, 纷纷进入 LED 光源市场。LED 照明产品也就出现了一体化的趋势, 原本仅仅是生产灯具的企业, 同时也在生产 LED 光源。此外, 考虑到 LED 光源的优势: 1) 寿命更长, 不需要频

繁更换光源；2) 体积更小，给灯具外形设计留足发挥空间。这些都为灯具和光源的一体化制造创造了条件。而 LED 照明产品一体化趋势，不仅仅是对企业的资金实力提出要求，还对于企业的技术储备、制造能力提出了要求。那些资金雄厚、技术储备充足以及生产制造具备一定规模的企业将会抢先收获照明产品一体化的红利。

(2) 消费需求变化构建品牌壁垒

消费升级品牌属性凸显。上文提到由于 LED 光源体积小寿命长，LED 照明产品设计拥有了更多的发挥空间。和传统的照明产品相比，LED 照明产品外形设计更加丰富多彩，逐渐做到从“灯具”转变为“灯饰”。此外，随着收入的提高，消费者的需求也在逐步变化。消费者的需求不仅仅是照明，而是在照明的基础上，追求美观和个性。消费者需求逐步从单一的灯具购买转变为全屋的照明设计。这就对企业的品牌建设、营销宣传、研发设计等各个维度的能力提出了要求，灯具产品的品牌性由此显现。

北欧极简风趋势，规模化公司受益。近年来装饰灯的风格开始向北欧风、极简风发展。此外，高端照明领域逐渐出现了无主灯的装修趋势。这类设计风格更多以点线的组合模式为主，比较容易形成模式化的设计和生产，生产较大规模的公司将具备一定的优势。欧普照明作为照明行业的龙头企业，生产规模最大，在模式化合计和生产上优势明显。

图 16：北欧风产品具备模式化生产特征



数据来源：淘宝网，西南证券整理

(3) 精装修助力行业格局优化

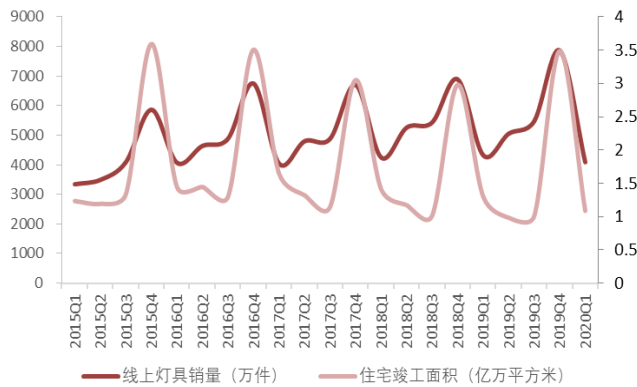
2002 年《商品住宅装修一次到位实施细则》推出，精装修房逐步开始发展。从精装修相关政策颁布的数量来看，2016 年是政策爆发年，该年共推出了 13 项相关政策，同比增长 116.7%。2017 年住房城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，规划提出到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%。根据奥维云网数据显示，2019 年 1-11 月，住宅精装修开盘项目累计数量为 3069 个，同比增长 28%；开盘房间数量 275.1 万套，同比增长 23.6%。

为了让精装修商品房具备更高的溢价，房地产商在选择合作对象的时候，会更加倾向于品牌知名度高的企业进行合作。一方面，精装修房占比不断提升，市场潜力十足，但是对于企业的品牌建设有一定的门槛，品牌认知度较低的企业很难享受到精装修的红利。另一方面，品牌建设更好的企业，能够充分受益于精装修的助力，市场份额得到快速的提升。

2.2 住宅竣工回暖，照明业绩可期

家居灯饰拥有家具属性,一般在装修的时候整体购置,因此与房地产行业相关度比较强,一般来讲,房地产竣工对灯具销量的影响存在一定的滞后期。

图 17: 2015-2019 年住宅竣工面积和线上灯具销量



数据来源: 国家统计局, 数据威, 西南证券整理

图 18: 2016-2019 年住宅销售面积增速及线上灯具销量增速

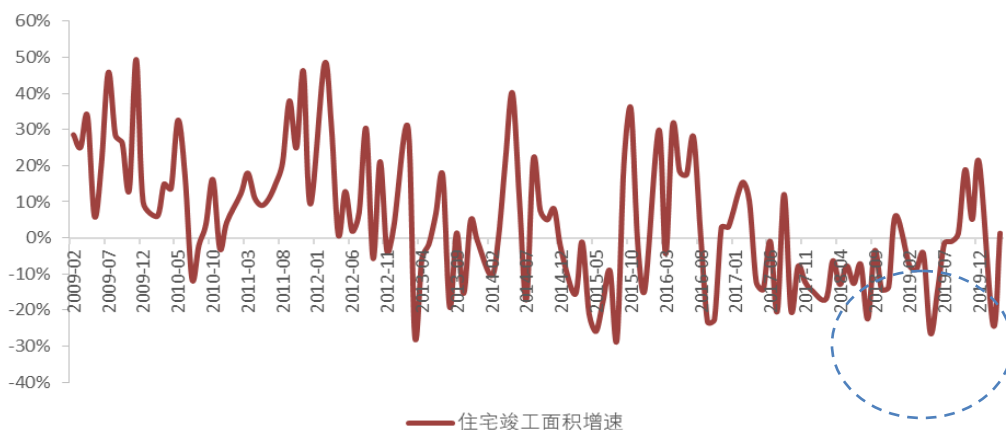


数据来源: 国家统计局, 数据威, 西南证券整理

家居灯具销量与住宅竣工相关性较高,相关系数可达到 0.4。线上灯具主要是家居灯具,我们用线上灯具销量与住宅竣工面积进行分析。从数据上看,住宅竣工和灯具销量这两类时序数据具有明显的季节性趋势,为了剔除季节成分,我们对二者同比增速进行分析。可以看到,线上灯具销量和住宅竣工同比增速在同期或者相隔数期具有相同的变化趋势。为了深入研究两者的关系,我们分别对住宅竣工面积增速与线上灯具销售增速滞后数据进行了相关性分析,发现住宅竣工增速与线上灯具销售增速滞后一个季度的时候相关性最强,相关系数约为 0.4。

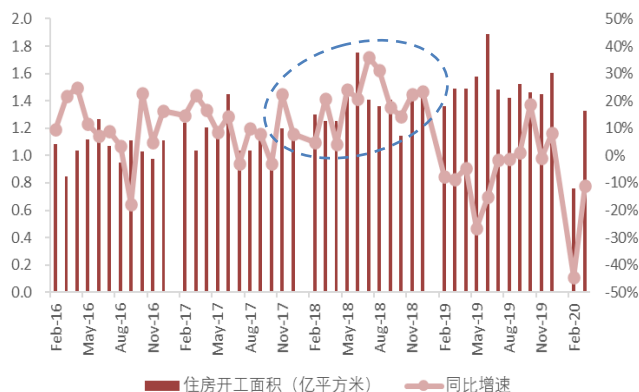
竣工情况持续好转。2017 年以来,住宅竣工面积增速波动下滑。2019 年 5 月-8 月,住宅竣工面积同比跌幅持续收窄,9 月同比增长 1.1%,实现首次转正,10 月同比增长 18.8%,增速大幅提升。受到春节放假以及复工推迟影响,住宅竣工增速在 2020 年 2 月短暂的下滑。3 月增速转正,住宅竣工面积同比增长 1.2%。我们认为自 2019 年 9 月以来的竣工好转主要得益于 2017-2018 年的开工热潮。2017 年,住宅开工面积同比增长 10.5%,2018 年同比增长 19.7%。2017-2018 年,住宅开工面积整体呈现较高增长速度。一般情况下,房地产施工时间有一定的限制,据此我们可以推测在接下来的 1-2 年内住宅竣工数据将维持平稳增长。

图 19: 2009-2020.3 住宅竣工面积增速



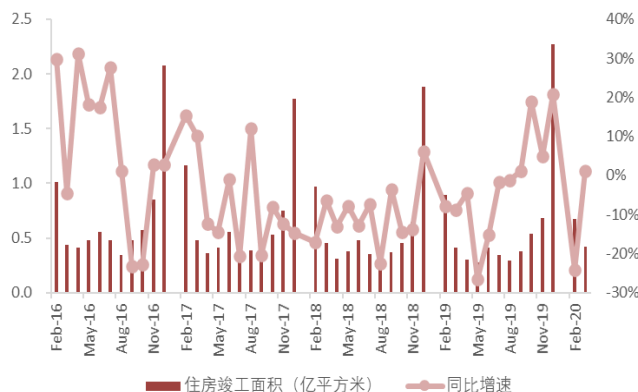
数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 20: 2016-2020.3 住宅开工面积及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 21: 2016-2020.3 住宅竣工面积及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

综上所述，我们认为受益于住宅竣工的回暖，未来 1-2 年家居照明需求将会有所提升，家居灯具营收将会重回增长。家居照明与房地产周期相关度较高。房地产短期波动，逐渐走出波谷。住宅竣工大规模好转，预期家居照明需求提升，为家居灯具营收带来正面效应，未来照明企业将会有不错的业绩表现。

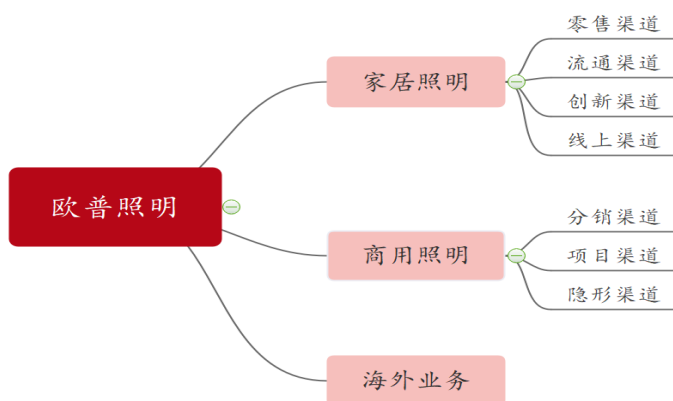
3 内部治理：渠道+产品，助力市占率提升

通用照明市场规模广阔，行业格局分散。照明产品一体化、消费者需求变化以及精装房占比提升都将助力照明行业集中度提升。此外，住宅竣工增速好转，作为地产后周期的照明行业，消费需求有望提振。那么在行业格局优化以及地产竣工推动的背景下，欧普照明如何受益于行业红利？本文将从渠道和产品两个维度分析公司的竞争力所在。

3.1 多维度引流，立体化渠道布局

我们将从不同的业务来分析公司的渠道布局。在地产周期的影响下，公司家居照明业务增速放缓甚至下滑。在地产周期中，公司积极调整。一方面公司进行渠道整合，提高终端营销能力；另一方面，公司积极拓展商用照明以及海外业务，寻找新的营收增长点。

图 22: 欧普照明境内渠道布局示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1.1 家居：全面渠道建设深化布局

公司深耕家居照明渠道，通过零售渠道建立专卖店，提供终端门店营销能力；通过流通渠道实现市场下沉，2019 年乡镇网点覆盖率超过 60%；拓展新渠道业务模式，一方面通过“欧普焕新”挖掘替换市场需求，一方面与物业、家装以及设计师等渠道合作，多维度引流。

图 23：欧普照明家居空间



数据来源：公司官网，西南证券整理

零售渠道：提升终端营销能力。公司通过专卖店的形式，一方面进行全屋灯光设计的场景化展示，打造品牌形象；另一方面公司持续培养终端门店销售团队在灯光设计以及方案营销方面的专业能力，提高进店客流的转化率和客单价。截止至 2019 年底，经公司认证的门店照明设计顾问超过 1000 名，部分试点门店客单价超 1 万。

流通渠道：推进渠道下沉。为了抓住三四线城市以及农村市场的销售机会，公司在推出匹配的照明、开关、卫浴和集成吊顶产品组合的同时，通过新增乡镇专卖区、专卖墙等终端形态，加密往网点布局。截止至 2019 年底，全国流通网点数量超过 14 万个。

创新渠道：多维度引流。为了全方位的提升市场份额，公司积极探索新渠道业务模式。在欧普到家的基础上，公司推出了“欧普焕新”业务，品牌宣传的同时进一步挖掘替换市场用户需求。此外，公司开拓了与物业、家装、设计师等渠道的合作，定制开发相关产品，助理经销商多维度引流。2019 年 9 月公司成立了新渠道创新部门。

线上渠道：多平台多战略布局。平台方面，公司积极拓展合作平台，在天猫京东合作的基础上，逐渐发展到苏宁易购、小米有品、唯品会与拼多多等。同时公司积极顺应渠道变化，尝试直播等新的销售方式。产品方面，公司根据不同消费层级的需求，逐步完善产品梯队，实现了从基础类产品、中高端功能性产品到智能产品的完整布局，打造全面的产品梯队。公司线上市场份额快速提升，2019 年底市场份额占比超过 20%。

3.1.2 商照：深耕细分领域，有望成为新的增长点

商照业务**运营商渠道**逐步由产品销售转向综合服务为主的经营模式，截止 2019 年年底，运营商项目的占比已经超过 50%。**项目渠道**聚焦于地产、办公、零售、工业和市政细分领域，

在大客户采购方式趋于集约化的趋势下，品牌知名度更高的欧普照明具有优势。2019 年公司在各细分领域输出多项标杆性项目：如北京亚投行、北京小米产业园、上汽集团厂房、潍柴动力厂房等提供照明方案。此外，欧普不断拓展**隐形渠道**，扩大在设计院、设计师的品牌影响力，提高项目中标率。2019 年，欧普与多家装饰公司签署战略合作协议。除了家居照明市场以外，商用照明是通用照明中占比最大的业务。从整体市场数据来看，公司商用业务规模的市场份额尚有较大的提升空间。公司不断加强商用业务的渠道布局，培训提升运营商的营销能力以及灯光设计等专业能力，商用业务有望成长为公司新的营收增长点。

3.1.3 海外：自出品牌+本地化运营

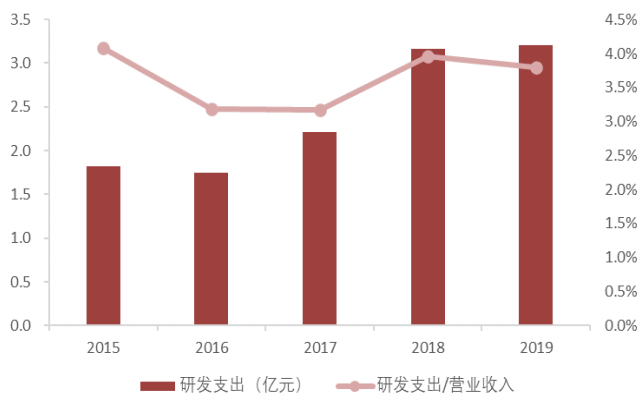
基于全球不同地区的市场容量和经济水平，公司重点聚焦于人口基数大、基础建设及城镇化进程较快的国家，并始终坚持**自主品牌**的发展战略。公司先后在迪拜、南非、荷兰、巴西、印度等地设立子公司，组建当地团队，**深耕本地化运营**，建立与经销商的长期战略合作关系。2019 年，在一些重点国家市场公司开始实施从研发到生产的本地化进程，进一步提高公司在当地市场的竞争力。

3.2 研发生产专业化，夯实产品竞争力

3.2.1 产品研发加码，细分市场智能化布局

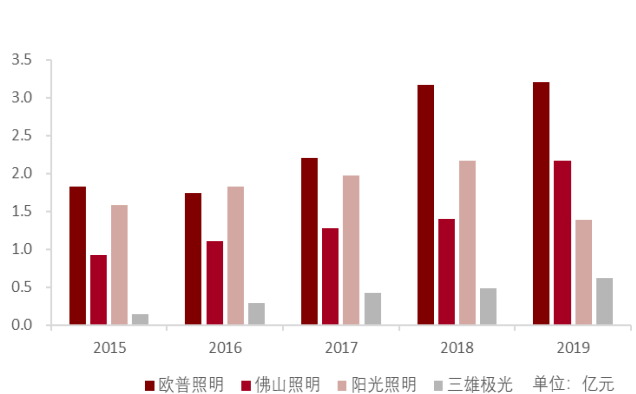
2020 年 1 月公司建立了**产品解决方案中心**，建立以消费者为中心的产品开发流程。公司强化研发中心的考核和并联，将产品需求到需求实现的过程打造成圆桌会议的并联形式，让研发团队站在消费者的角度评估产品的可行性。2015 年起，欧普照明**研发支出整体呈现上涨趋势**，高于其他可比公司。2019 年，公司研发支出 3.2 亿元，显著高于其他可比公司。

图 24：2015-2019 年欧普照明研发支出及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 25：2015-2019 年欧普照明及可比公司研发支出



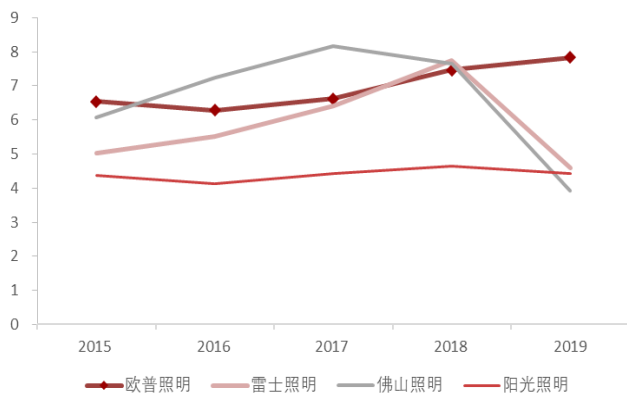
数据来源：公司公告，西南证券整理

细分市场智能化布局。家居领域，主灯基本实现智能控制。商用领域，深入细分市场进行智能化布局。教育方面，公司照明产品搭载智能控制系统，顺利拿下部分学校照明改造项目。工业领域，公司通过智能传感器、红外感应、光缆、智能灯具、智能面板的应用，实现不同场景的控制。市政领域，公司的照明方案可以实现细分场景控制、日程控制、移动感应、日光感应等功能，并部分应用于北京大兴机场地铁线。未来公司还会在消防领域推出智能方案。公司智能化照明产品的销量远超竞争对手，商用照明部分智能化项目销售近 7000 万。

3.2.2 规模+定制，产品具备模式化生产能力

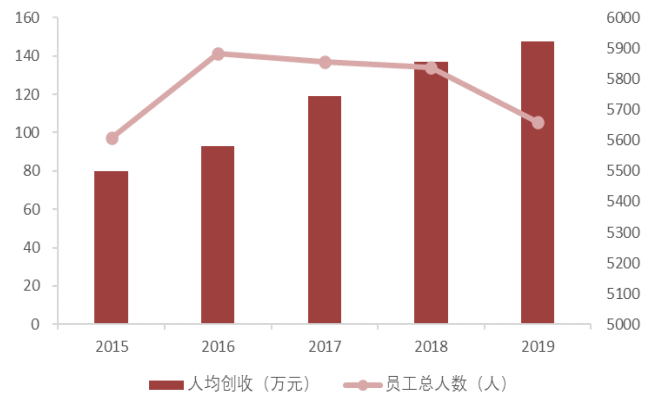
规模生产+高端定制的生产模式。公司推出“自制+OEM”相结合的生产模式，一方面整合资源扩大成本优势，另一方面灵活满足部分客户的高端定制化需求。从 2013 年起，公司陆续投产多条自动化生产线，引入工业机器人及各种自动与半自动设备。公司的吴江工业园已经具备快速打样、快速实现定制化生产的能力，该工厂在信息化系统的管理下，通过引进国外的先进设备和加工中心，大大缩短了产品的加工周期，降低模具成本的投入。此外，公司坚持推进智能化制造进程，通过规模化生产，摊销成本，直接降低产品单位成本，扩大盈利空间。2015-2019 年，欧普照明固定资产周转效率整体提升，在可比公司中处于前列。公司持续推进智能制造，人效加速提升，员工人均创收增长。公司规模优势显现，营运能力较强。

图 26：2015-2019 年欧普照明级可比公司固定资产周转率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：2015-2019 年欧普照明人均创收及员工人数



数据来源：公司公告，西南证券整理

在中美贸易争端以及地产周期下行的背景之后，2018-2019 年公司营收增速放缓。在低谷时期，公司积极的谋求变革。一方面整合渠道效率，提高网点覆盖率。另一方面深入产品研发，通过智能制造等方式降低生产成本。内部变革的措施在 2019Q4 季度初见成效，单季度营收回暖。疫情暂时打乱了公司营收重回增长的节奏。随着疫情的好转，线下客流量的恢复，地产竣工转正，再叠加公司内部变革逐步见效，预期公司的营收将会重回增长。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：宏观经济方面，我们预计国民经济继续保持较为稳健的增长，LED 照明产品的渗透率持续提升。照明行业格局较为分散，行业集中度有望不断提升，我们预计公司的市场份额有望持续增长；

假设 2：随着生产自动化提升，成本管理优化，叠加 2019 年原材料价格下行，公司主要产品毛利率较 2018 年有所提升。2020-2022 年家居照明业务毛利率为 40%、41%和 41%，商照业务毛利率为 31.5%、32%和 32.5%，照明控制类业务毛利率为 43%、43%和 43%。

假设 3：我们预计公司费用率保持稳定。

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
家居灯具	收入	3000.00	3030.00	3272.40	3436.02
	增速	4.1%	1.0%	8.0%	5.0%
	成本	1800	1,818.00	1,930.72	2,027.25
	毛利率	40.00%	40.00%	41.00%	41.00%
光源	收入	1204	1,179.92	1,227.12	1,263.93
	增速	-6.0%	-2.00%	4.00%	3.00%
	成本	840	820.04	852.85	878.43
	毛利率	30.23%	30.50%	30.50%	30.50%
商业照明	收入	2250	2,385.00	2,909.70	3,433.45
	增速	8.1%	6.00%	22.00%	18.00%
	成本	1570	1,633.73	1,978.60	2,317.58
	毛利率	30.22%	31.50%	32.00%	32.50%
照明控制	收入	1900.00	1976.00	2292.16	2658.91
	增速	7.9%	4.0%	16.0%	16.0%
	成本	1090	1,126.32	1,306.53	1,515.58
	毛利率	42.63%	43.00%	43.00%	43.00%
合计	收入	8,354.86	8,572.04	9,702.83	10,794.19
	增速	4.39%	2.60%	13.19%	11.25%
	成本	5,301.19	5,398.76	6,069.56	6,739.97
	毛利率	36.55%	37.02%	37.45%	37.56%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 85.7 亿元、97 亿元和 107.9 亿元，归母净利润分别为 9.1、10.5 和 11.9 亿元，EPS 分别为 1.20、1.39 和 1.57 元，对应 PE 分别为 20、18 和 16 倍。

4.2 相对估值

由于照明行业其他公司和欧普不具备可比性，因此我们选择了同时具备家装渠道和零售渠道、同处于地产后周期的四家相关公司。2019 年平均 PE 为 19 倍，2020 年平均 PE 为 18 倍。欧普是照明行业龙头企业，持续优化渠道效率，提升产品竞争力，市场份额有望逐步增长。随着地产竣工转正，短期内疫情抑制的消费需求有望得到恢复性增长。我们预计 2020-2022 公司归母净利润复合增速为 10.1%。参考 2020 年可比公司的一致预期，维持“持有”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
000541	老板电器	57.57	1.68	1.81	2.02	2.22	20.18	17.32	15.47	14.10
002754	木林森	11.53	0.39	0.80	1.03	1.15	35.35	14.58	11.29	10.13
00572	索菲亚	20.12	1.18	1.27	1.42	1.58	17.74	15.99	14.31	12.90
603833	欧派家居	110.19	4.38	4.87	5.74	6.67	26.73	22.35	18.95	16.32
平均值							18.71	17.56	15.01	13.34

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

房地产行业波动风险：公司主营业务与房地产行业发展相关度较高，若房地产行业发展情况不及预期，公司产品销量可能受到影响。

市场竞争风险：照明行业市场竞争较为激烈，若行业竞争加剧，公司面临的市场竞争压力可能增强。

原材料价格大幅波动风险：公司主要原材料包括铜、铝、冷轧板、ABS 塑料等，若以上原材料价格产生大幅波动，将一定程度影响公司盈利水平。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8354.86	8572.04	9702.83	10794.19	净利润	890.77	911.15	1054.56	1187.84
营业成本	5301.19	5398.76	6069.56	6739.97	折旧与摊销	193.22	78.17	85.77	93.38
营业税金及附加	35.94	36.87	41.73	46.43	财务费用	6.82	7.73	5.62	-19.29
销售费用	1634.10	1671.55	1892.05	2104.87	资产减值损失	-45.74	18.00	18.00	18.00
管理费用	252.02	557.18	630.68	701.62	经营营运资本变动	3723.37	-1885.28	277.91	181.38
财务费用	6.82	7.73	5.62	-19.29	其他	-3655.00	-160.70	-190.51	-187.24
资产减值损失	-45.74	18.00	18.00	18.00	经营活动现金流净额	1113.43	-1030.93	1251.36	1274.06
投资收益	180.90	170.00	170.00	170.00	资本支出	6.29	-120.00	-120.00	-120.00
公允价值变动损益	-5.38	-2.30	-2.02	-2.67	其他	-1086.01	121.68	118.59	117.54
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1079.72	1.68	-1.41	-2.46
营业利润	1021.29	1049.65	1213.16	1369.93	短期借款	61.46	1277.15	-1180.67	-356.10
其他非经营损益	17.02	12.95	13.69	14.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1038.32	1062.59	1226.85	1383.93	股权融资	4.49	0.00	0.00	0.00
所得税	147.55	151.45	172.29	196.09	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	890.77	911.15	1054.56	1187.84	其他	-300.05	-65.75	-5.96	19.03
少数股东损益	0.44	0.45	0.52	0.59	筹资活动现金流净额	-234.10	1211.40	-1186.63	-337.06
归属母公司股东净利润	890.32	910.70	1054.04	1187.25	现金流量净额	-195.62	182.16	63.32	934.54
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	297.88	480.03	543.36	1477.90	成长能力				
应收和预付款项	531.52	607.67	682.32	748.88	销售收入增长率	4.39%	2.60%	13.19%	11.25%
存货	798.89	875.36	977.04	1079.24	营业利润增长率	-1.10%	2.78%	15.58%	12.92%
其他流动资产	4648.49	6524.00	6400.51	6415.82	净利润增长率	-0.98%	2.29%	15.74%	12.64%
长期股权投资	133.86	133.86	133.86	133.86	EBITDA 增长率	6.49%	-7.02%	14.88%	10.69%
投资性房地产	92.22	92.22	92.22	92.22	获利能力				
固定资产和在建工程	1058.02	1108.56	1151.50	1186.83	毛利率	36.55%	37.02%	37.45%	37.56%
无形资产和开发支出	125.38	121.06	116.73	112.41	三费率	22.66%	26.09%	26.06%	25.82%
其他非流动资产	421.15	462.79	507.79	553.20	净利率	10.66%	10.63%	10.87%	11.00%
资产总计	8107.40	10405.54	10605.33	11800.35	ROE	17.76%	15.49%	15.20%	14.62%
短期借款	259.62	1536.77	356.10	0.00	ROA	10.99%	8.76%	9.94%	10.07%
应付和预收款项	1791.98	1921.54	2138.33	2368.45	ROIC	41.23%	72.14%	49.17%	57.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.62%	13.25%	13.45%	13.38%
其他负债	1039.35	1065.70	1174.80	1307.95	营运能力				
负债合计	3090.94	4524.00	3669.23	3676.41	总资产周转率	1.08	0.93	0.92	0.96
股本	756.06	756.06	756.06	756.06	固定资产周转率	8.01	8.07	8.75	9.40
资本公积	958.27	958.27	958.27	958.27	应收账款周转率	15.38	16.72	16.61	16.66
留存收益	3295.10	4205.80	5259.84	6447.09	存货周转率	6.11	6.35	6.40	6.43
归属母公司股东权益	5015.53	5880.16	6934.20	8121.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.22%	—	—	—
少数股东权益	0.93	1.38	1.90	2.49	资本结构				
股东权益合计	5016.46	5881.54	6936.10	8123.95	资产负债率	38.12%	43.48%	34.60%	31.16%
负债和股东权益合计	8107.40	10405.54	10605.33	11800.35	带息债务/总负债	8.40%	33.97%	9.71%	0.00%
					流动比率	2.05	1.89	2.36	2.66
					速动比率	1.79	1.69	2.09	2.37
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.18	1.20	1.39	1.57
					每股净资产	6.63	7.78	9.17	10.75
					每股经营现金	1.47	-1.36	1.66	1.69
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1221.32	1135.55	1304.56	1444.01					
PE	20.90	20.43	17.65	15.67					
PB	3.71	3.16	2.68	2.29					
PS	2.23	2.17	1.92	1.72					
EV/EBITDA	10.95	12.69	10.05	8.15					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn