



家用电器业/可选消费品

欧普照明(603515)

拐点确立，地产后周期最具弹性标的之一

	范杨(分析师)	颜晓晴(分析师)	李树建(研究助理)
	021-38031722	021-38032024	021-38031655
	fanyang021430@gtjas.com	yanxiaoping@gtjas.com	lishujian@gtjas.com
证书编号	S0880519050001	S0880519050002	S0880118090151

本报告导读:

2020 年竣工回暖趋势将延续，公司龙头护城河稳固，同时内部管理变革与渠道调整带来效率提升，将使得公司充分受益终端需求回暖，份额提升长期逻辑不变，增持。
投资要点:

- **维持盈利预测，上调目标价至 32.5 元，增持。**我们认为，2020 年竣工回暖趋势延续，公司龙头护城河稳固，管理变革带来效率提升以及渠道多元化建设将使得公司充分受益终端需求回暖，份额提升长期逻辑不变。维持 2020-2022 年盈利预测 1.25/1.46/1.69 元，可比公司估值 Q2 提升显著，公司为地产后周期优质标的，估值向上弹性空间充足，上调目标价至 32.5 元(原值 27.29 元,+20%)，对应 2020 年 26xPE，增持。
- **内部管理变革与渠道调整巩固综合竞争力。**公司将原来归属于各事业部的产品开发团队整合为产品中心，建立起以消费者为中心的产品开发流程，将前端消费者需求与后端储备相结合，有效提升产品研发效率、缩短研发流程，降本增效利润导向目标更明确。渠道多元化建设稳步推进，创新渠道开拓与渠道下沉加速，巩固线下综合竞争力。
- **Q2 拐点确立，地产竣工叠加需求回暖下半年弹性空间大。**Q1 经营见底，Q2 随着国内疫情的缓解与需求复苏，公司各渠道均有明显改善：线下客流恢复，家居渠道降幅收窄明显并逐月向好；终端需求回暖，电商增速转正且份额稳中有升；受疫情影响停滞的商照业务率先集中恢复至双位数增长。与照明属性相似的厨电自 5 月以来线下量价修复明显，地产竣工叠加消费复苏，下半年弹性空间充足。
- **催化剂：**地产竣工拉动后周期需求复苏，国内疫情缓解消费回暖。
- **核心风险：**行业竞争加剧，线下需求恢复不及预期。

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,004	8,355	8,827	9,947	11,405
(+/-)%	15%	4%	6%	13%	15%
经营利润(EBIT)	747	810	993	1,177	1,386
(+/-)%	2%	9%	23%	18%	18%
净利润(归母)	899	890	946	1,105	1,275
(+/-)%	32%	-1%	6%	17%	15%
每股净收益(元)	1.19	1.18	1.25	1.46	1.69
每股股利(元)	0.30	0.40	0.42	0.48	0.52

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	9.3%	9.7%	11.3%	11.8%	12.2%
净资产收益率(%)	20.7%	17.8%	16.9%	17.4%	17.6%
投入资本回报率(%)	16.5%	160.1%	73.1%	77.7%	91.3%
EV/EBITDA	23.77	21.15	19.60	15.69	12.58
市盈率	22.40	22.62	21.28	18.23	15.80
股息率(%)	1.1%	1.5%	1.6%	1.8%	1.9%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 32.50

上次预测: 27.29

当前价格: 26.64

2020.07.05

交易数据

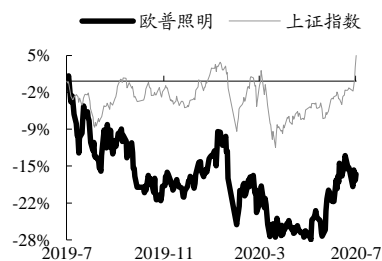
52 周内股价区间(元)	23.34-32.82
总市值(百万元)	20,142
总股本/流通 A 股(百万股)	756/754
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	2.38
日均成交值(百万元)	60.94

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	4,827
每股净资产	6.38
市净率	4.2
净负债率	-72.39%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.11	-0.01
Q2	0.42	0.39
Q3	0.26	0.35
Q4	0.38	0.52
全年	1.18	1.25

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	14%	-17%
相对指数	-3%	-1%	-21%

相关报告

Q1 业绩见底，Q2 拐点将至 2020.04.26

份额战略明确，底部反转时刻已至 2020.03.29

Q3 收入增速见底，实际盈利能力同比提升 2019.10.27

Q2 收入环比放缓，家居商照合并管理发挥协同优势 2019.08.23

线上维持高增长，19 年盈利能力逐步企稳 2019.04.23

模型更新时间: 2020.07.05

股票研究

可选消费品
家用电器业

欧普照明(603515)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **32.50**

上次预测: 27.29

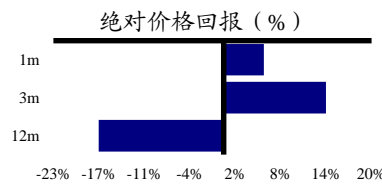
当前价格: 26.64

公司网址

www.opple.com.cn

公司简介

公司定位为专业绿色节能照明企业,主要从事照明光源、灯具、控制类产品的研发、生产和销售。公司拥有一支强大的营销队伍和完善的国内外营销网络。

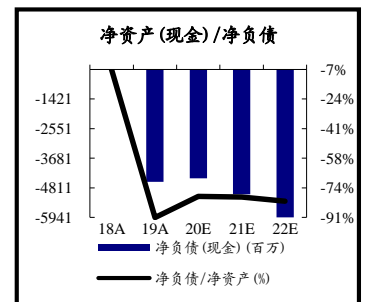
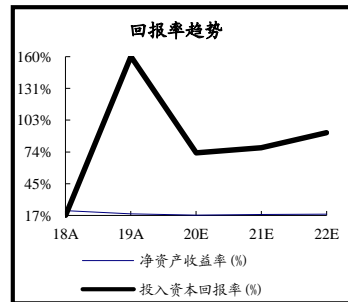
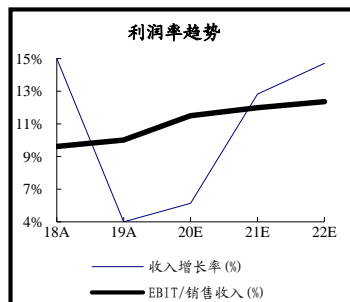


52周内价格范围 23.34-32.82

市值(百万) 20,142

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	8,004	8,355	8,827	9,947	11,405
营业成本	5,086	5,301	5,604	6,213	7,127
税金及附加	40	36	41	46	52
销售费用	1,604	1,634	1,677	1,940	2,224
管理费用	210	252	247	284	319
EBIT	747	810	993	1,177	1,386
公允价值变动收益	6	-5	0	0	0
投资收益	229	181	50	70	70
财务费用	-13	7	6	2	0
营业利润	1,033	1,021	1,099	1,291	1,492
所得税	142	148	167	195	225
少数股东损益	0	0	0	0	1
净利润	899	890	946	1,105	1,275
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	494	4,856	4,558	5,057	5,939
其他流动资产	5,091	1,366	1,323	1,438	1,644
长期投资	104	134	134	134	134
固定资产合计	1,050	1,037	1,347	1,572	1,717
无形及其他资产	594	660	442	440	438
资产合计	7,333	8,053	7,803	8,640	9,871
流动负债	2,985	3,064	2,261	2,352	2,698
非流动负债	11	27	0	0	0
股东权益	4,338	5,016	5,597	6,342	7,228
投入资本(IC)	3,895	434	1,155	1,287	1,290
现金流量表					
NOPLAT	645	695	844	1001	1178
折旧与摊销	128	193	40	75	105
流动资金增量	32	-151	-121	-91	-140
资本支出	-173	-169	-387	-343	-294
自由现金流	631	568	376	641	850
经营现金流	621	1,113	494	1,249	1,496
投资现金流	-350	-1,080	-238	-273	-224
融资现金流	-97	-234	-554	-477	-390
现金流净增加额	174	-200	-298	499	882
财务指标					
成长性					
收入增长率	15.0%	4.4%	5.6%	12.7%	14.7%
EBIT 增长率	1.7%	8.6%	22.6%	18.5%	17.8%
净利润增长率	32.0%	-1.0%	6.3%	16.7%	15.4%
利润率					
毛利率	36.5%	36.5%	36.5%	37.5%	37.5%
EBIT 率	9.3%	9.7%	11.3%	11.8%	12.2%
净利润率	11.2%	10.7%	10.7%	11.1%	11.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	20.7%	17.8%	16.9%	17.4%	17.6%
总资产收益率(ROA)	12.3%	11.1%	12.1%	12.8%	12.9%
投入资本回报率(ROIC)	16.5%	160.1%	73.1%	77.7%	91.3%
运营能力					
存货周转天数	57	58	50	48	48
应收账款周转天数	24	24	18	18	18
总资产周转天数	311	336	328	302	296
净利润现金含量	69.1%	125.1%	52.2%	113.0%	117.3%
资本支出/收入	2.2%	2.0%	4.4%	3.4%	2.6%
偿债能力					
资产负债率	40.8%	38.4%	29.0%	27.2%	27.3%
净负债率	-6.7%	-91.4%	-79.4%	-79.7%	-82.2%
估值比率					
PE	22.40	22.62	21.28	18.23	15.80
PB	4.86	4.24	3.60	3.18	2.79
EV/EBITDA	23.77	21.15	19.60	15.69	12.58
P/S	2.52	2.41	2.28	2.02	1.77
股息率	1.1%	1.5%	1.6%	1.8%	1.9%



目 录

1. 内部管理变革与渠道调整巩固综合竞争力	4
2. Q2 改善趋势确立，地产竣工叠加需求回暖下半年弹性空间大	4
2.1. Q1 需求见底，Q2 加速回暖	4
2.2. 地产竣工叠加消费复苏，下半年需求继续好转	5
3. 盈利预测与估值	6
3.1. 盈利预测	6
3.2. 估值分析：估值处于历史偏底部，向上弹性空间大	6
4. 风险提示	7

1. 内部管理变革与渠道调整巩固综合竞争力

成立产品与解决方案中心，降本增效研发利润导向目标更明确。过去欧普主要以销售事业部形式驱动业务增长，2020年1月，公司将原本归属于各事业部的产品开发团队整合为产品中心，建立起以消费者为中心的产品开发流程，将前端消费者需求和市场洞察与后端储备能力相结合，有效提升产品研发效率、缩短研发流程，降本增效增强事业部之间协同效应，能够把有竞争力的产品更好的交付到消费者的手中。

渠道多元化建设稳步推进，巩固线下综合竞争力。为应对线下渠道碎片化趋势以及获客难度的提升，公司进行多元化渠道建设，加速渠道下沉：
(1) 为提高线下终端门店的方案设计能力以及服务能力进而提高进店客流的转化率和客单价，公司赋能经销商团队，对渠道与销售人员进行照明认证培训，从卖产品向卖服务和方案转型，从开始对部分经销商进行向所有门店扩张。截至2019年底，已有约30%门店导购接受过的培训和相应的认证。经培训的门店客单价提升显著，从之前的3000~4000元提升至10000元以上。
(2) 2019年9月成立新渠道创意部门，架设十个项目小组，包含互联网家装渠道、社区营销渠道、欧普换新等，积极开发新型与存量市场渠道。
(3) 积极进行渠道下沉，在四五线城市开设水电光超市，提高流通网点覆盖。公司在上市初期已完成了一二级市场的渠道布局，为提升渠道覆盖密度，公司继续进行渠道扩张，在乡镇市场继续布局流通网点，同时在四五线市场开设全品类布局的水电光超市，满足消费者一站式采购需求，提升欧普品牌综合竞争力。

公司龙头护城河稳固，管理变革带来效率提升以及渠道多元化建设将使得公司充分受益终端需求回暖，份额提升长期逻辑不变。

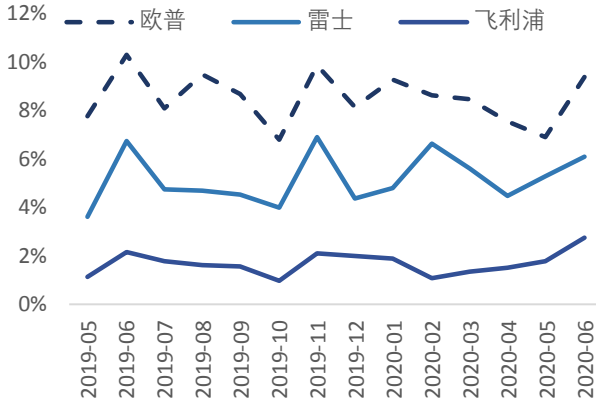
2. Q2改善趋势确立，地产竣工叠加需求回暖下半年

弹性空间大

2.1. Q1需求见底，Q2加速回暖

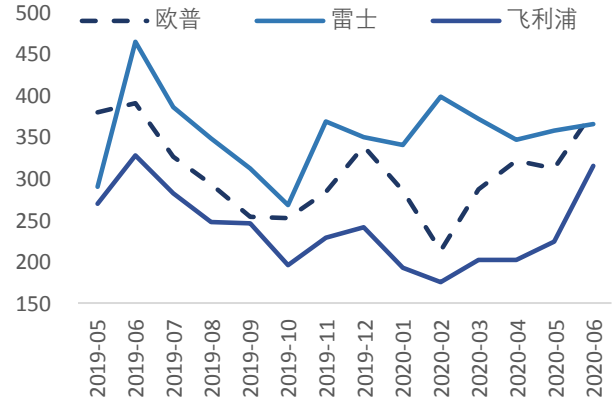
Q1需求见底，Q2加速回暖。一季度受疫情影响，公司线下家居渠道与商照渠道出现较大降幅，Q1整体收入下降38%，因固定费用摊销，Q1略微亏损。二季度随着国内疫情的缓解，公司各渠道均有明显改善：随着线下客流的恢复，家居渠道降幅收窄明显并逐月改善；终端需求回暖，电商增速转正且线上份额稳中有升；受疫情影响停滞的商照业务集中恢复，预计二季度双位数增长，欧普在商用照明领域影响力和份额持续扩大，通过拿下行业标杆项目提升细分行业的影响力，并在不同行业内做复制，随着规模效应扩大以及优质项目占比的提升，商照业务利润率稳步提升。

图 1. 欧普吸顶灯线上份额稳中有升



数据来源：淘数据，国泰君安证券研究

图 2. Q2 欧普吸顶灯线上均价逐步修复 (单位: 元)

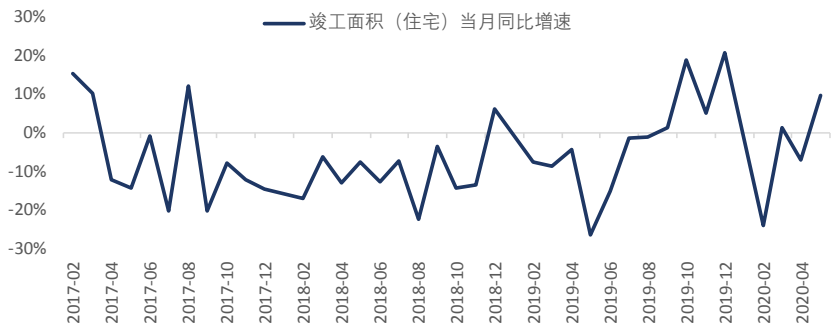


数据来源：淘数据，国泰君安证券研究

2.2. 地产竣工叠加消费复苏，下半年需求继续好转

地产竣工叠加消费复苏，下半年需求好转趋势确立。5月地产竣工面积同比增长10%，较四月回转明显。地产竣工自19年6月复苏，2020年1-2月受疫情影响竣工面积同比出现较大幅度下滑，3月随着国内疫情缓解竣工环比回暖明显，4、5月亦延续了较好的趋势，自19年下半年开始的竣工好转趋势并未中止。我们看和照明相类似同属地产后周期的厨电产品在二季度量价均出现显著改善，线下改善幅度明显好于线上，W22的连续四周滚动数据显示油烟机线下零售量增速为2020年以来首次转正，线下价格领先于销量增速于W18转正，线下量价齐升趋势确立。下半年随着竣工拉动下的需求转暖，预计照明亦将迎来量价齐升局面。5月社零数据继续向好，降幅较4月收窄明显，国内疫情缓解后消费活动复苏良好，后续随着经济复苏，消费亦将继续回暖。

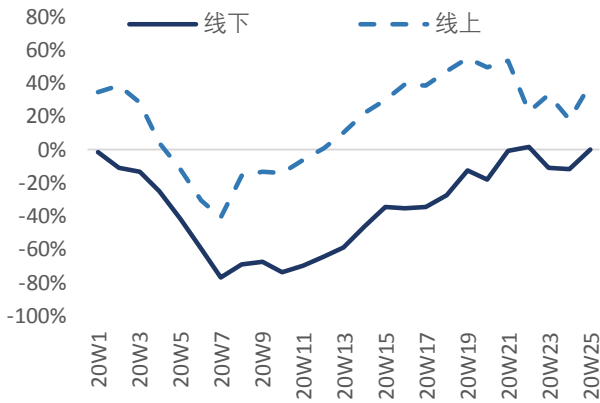
图 3. 5月住宅竣工面积增速转正



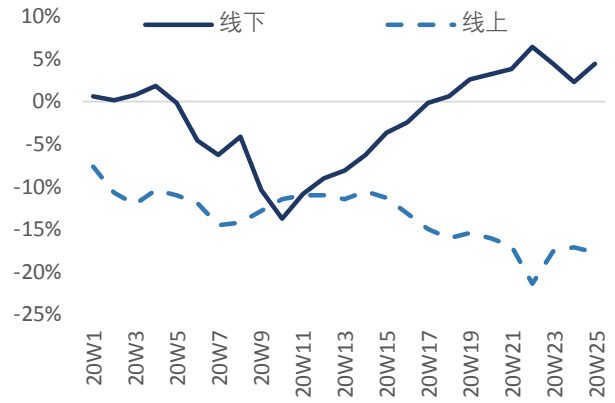
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 4. Q2 油烟机线上线下需求持续回暖

图 5. Q2 油烟机线下价格修复明显

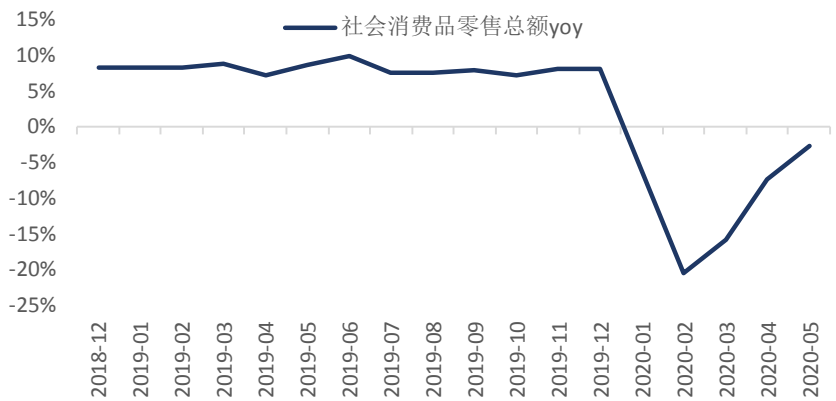


数据来源：淘数据，国泰君安证券研究



数据来源：淘数据，国泰君安证券研究

图 6.5 月社零增速降幅环比收窄明显



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

3. 盈利预测与估值

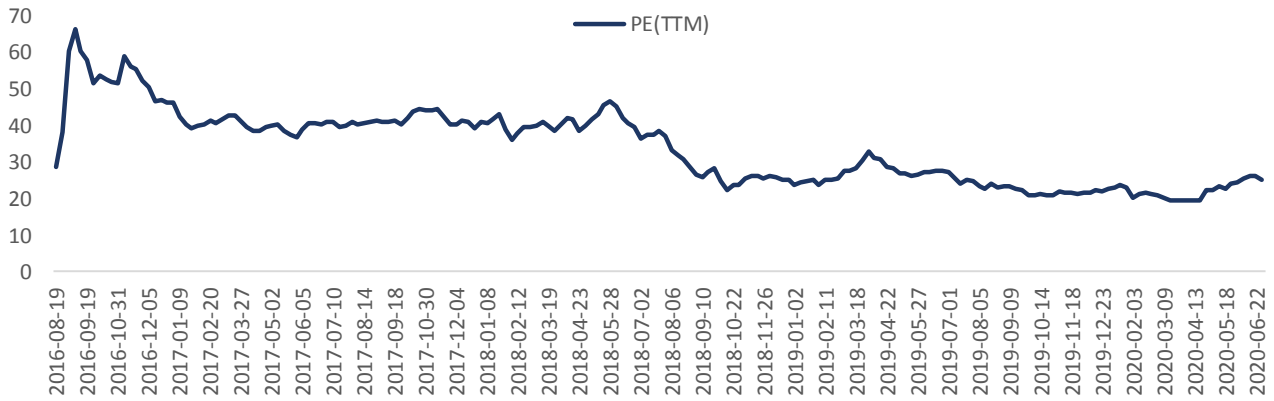
3.1. 盈利预测

维持盈利预测，预计公司 2020-2022 年收入分别为 88.3、99.5、114.1 亿元，同比增长分别为 6%、13%、15%；净利润分别为 9.5、11.1、12.8 亿元，同比增长 6%、17%、15%。

3.2. 估值分析：估值处于历史偏底部，向上弹性空间大

当前估值处于历史偏底部，向上弹性空间大，向下安全边际足。公司自上市以来估值中枢为 34 倍，当前 TTM 估值为 25 倍，处于历史偏底部，向上弹性空间大，向下安全边际足。

图 7. 公司当前估值处于历史偏底部位置



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

可比公司 2020 年平均 PE 估值约为 22.3X, 相比厨电和小家电行业, LED 通用照明行业处于成长期, 公司为行业龙头, 为行业成长红利的最佳受益者理应享受一定估值溢价。参考行业平均, 给予公司 2020 年 26XPE, 对应合理价格 32.5 元。

表 1. 可比公司估值分析

		收盘价	EPS			PE		
		(元)	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002508.SZ	老板电器	33.29	1.68	1.88	2.08	19.8	17.7	16.0
002035.SZ	华帝股份	10.59	0.85	0.96	1.07	12.5	11.0	9.9
002677.SZ	浙江美大	11.62	0.71	0.79	0.96	16.4	14.7	12.1
002032.SZ	苏泊尔	75.47	2.35	2.39	2.78	32.1	31.6	27.1
603868.SH	飞科电器	55.49	1.57	1.52	1.6	35.3	36.5	34.7
行业平均						23.2	22.3	20.0
603515.SH	欧普照明	26.64	1.18	1.25	1.46	22.6	21.3	18.2

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (注: 可比公司股价为 7 月 3 日收盘价)

4. 风险提示

- 1、行业竞争加剧。**照明行业新进入者增加, 公牛、美的、小米近两年纷纷进入照明领域, 行业竞争加剧下不排除新一轮价格战发生, 价格战下公司盈利能力将受损。
- 2、线下需求恢复不及预期。**若国内疫情反复, 线下客流恢复推后, 公司线下家居渠道恢复将不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。

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

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海 银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界 商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中 心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		