

鹰击海外二： 对手退出，海外布局，市占提升龙头跃

我们中信建投轻工大家居团队前瞻判断：未来中国在细分消费领域，同样有望诞生出国际化的细分家居消费大公司，为此特地出炉“鹰击海外”系列；我们看好欧普照明的海外布局潜力，一方面中国市场的国际竞争对手在退出，另外一方面公司持续加大海外市场的品牌投入和本地化人才的储备，逐步扩大欧普照明品牌在全球的影响力，我们从国际化的视角，进一步看好欧普照明市占提升的价值投资潜力。

他山之石：(1) 飞利浦：全球最大的照明企业，2014年集团分拆医疗和照明两大业务（照明业务约占集团收入的30%）。2016年将照明业务在泛欧交易所上市，并宣布于未来数年全部出售，主因利润率较低。2018年，公司实现收入63.6亿欧元，同比降8.7%；净利润2.6亿元，同比降7.1%。公司来自LED、商照、家照、传统照明的规模均有不同程度萎缩，其中传统照明收入同比下降20.1%，亚太地区业务有缩减，2018年，欧洲/美洲/其余地区/全球化业务收入占比分别为36%/28%/29%/7%。**(2) 欧司朗：**全球第二大照明企业，总部德国，欧洲照明通路市占率第一，北美第二。营销渠道覆盖全球150多个国家和地区。2015年剥离下游通用照明类业务设立LEDVANCE，16年出售给木林森。2018年逐渐退出传统家用照明领域，专注于汽车照明及对应的光学半导体，数码电子照明领域。2018年营收41.28亿欧元，同比-0.3%；净利润1.41亿欧元，同比-37.2%。亚太和中国地区收入占比分别为28%和5.5%。**(3) 通用照明：**业务遍及全球100多个国家和地区，目前照明业务占比较小，仅2%。已相继退出利润较低的亚洲和拉美市场，并计划出售下滑的照明业务。2015-2018年公司总收入的年复合增长率为-58.21%。收入下滑主因2016年剥离出售照明板块中的家电业务，余下照明业务收入下滑主因传统照明产品销量下滑、LED价格压力以及退出亚洲及拉美地区市场。2018年，GE照明美洲收入占比为83%，亚洲业务已关停。

对本土企业的启示：通过研究海外照明龙头成长路径，我们认为，前期传统照明时代海外垄断技术优势，而随着行业向LED照明转型，国产芯片崛起，成本大幅下降，国内照明行业进入价格竞争，本土企业后来居上。海外巨头因其芯片成本高，国内渠道推广弱，利润偏低等原因逐步退出中国市场。**欧普照明**在产品力、渠道力上、成本控制具备综合优势，有望收获中国更大市场份额。**产品端：**立足家用照明，拓展商照领域，致力于成为家居综合解决方案提供商。**渠道端：**欧普线下布局广，网点数量领先。目前拥有超过4000家专卖店，终端网点超过10万家，同时自主经营电商平台，电商收入占比已超25%。

在关键**海外方面**，2018年，公司国内/海外收入分别同比+13.2%/+39.9%，海外实现收入8.53亿元，占比已经提升至10.7%。海外业务始终坚持自主品牌、本地化运营的策略，目前主要以商照类产品为主，已覆盖海外超过190个国家。未来海外业务有望成为公司新增长点。

投资建议：

我们预计欧普照明2019-2020年主营业务收入分别为94.85亿元和112.87亿元人民币，同比增长18.5%和19.0%；归母净利润分别为10.59亿元和12.73亿元人民币，同比增长17.8%和20.2%，对应PE为22.9x和19.0x，维持“买入”评级。

风险提示：照明市场竞争大幅加剧；房地产销售大幅下滑。

欧普照明 (603515)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

研究助理：颜慧菁

yanhuijing@csc.com.cn

010-68821600

研究助理：罗乾生

luoqiansheng@csc.com.cn

010-85130305

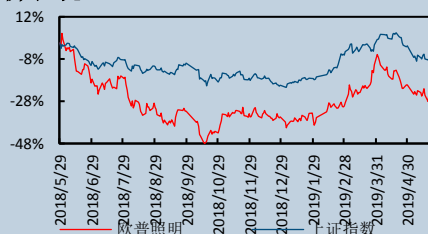
发布日期：2019年05月30日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.02/0.7	7.02/8.51	-22.48/-15.3
12 月最高/最低价 (元)		59.27/21.35
总股本 (万股)		75,606.38
流通 A 股 (万股)		12,778.65
总市值 (亿元)		241.94
流通市值 (亿元)		40.89
近 3 月日均成交量 (万)		256.76
主要股东		
中山市欧普投资股份有限公司		46.05%

股价表现



相关研究报告

- 19.04.25 【中信建投轻工制造】欧普照明 (603515):价值稳健，三驾马车并驱，未来预计逐季改善
- 19.01.30 【中信建投家用轻工】欧普照明 (603515):年报稳，市占升，看好照明龙头长期价值潜力！

目录

一、他山之石：海外照明龙头相继退出中国	1
（一）飞利浦照明：世界最大照明企业，技术持续领先	1
（二）欧司朗（OSRAM）：百年巨头，全球领先照明企业	3
（三）通用电气（GE）：照明业务逐渐剥离	6
二、欧普照明：及时把握升级节点，国际化助力成长	8
（一）把握转型升级节点，提升产品和渠道力	8
（二）海外布局打开成长空间	9
（三）六年期激励计划持续为内生增长注入动力	10
三、投资建议：维持欧普照明“买入”评级	11

图表目录

图表 1：国际三大巨头退出中国市场及原因	1
图表 2：飞利浦发展历程	1
图表 3：飞利浦照明主要产品	2
图表 4：2016-18 年飞利浦照明营收构成（按业务集团分）	2
图表 5：2016-17 年飞利浦照明营收构成（按地区分）	2
图表 6：2015-2017 年飞利浦照明各项财务指标	3
图表 7：欧司朗发展历程	3
图表 8：欧司朗主要产品	4
图表 9：欧司朗收入结构（按产品/亿欧元）	5
图表 10：欧司朗收入结构（按区域/亿欧元）	5
图表 11：2015-2018 年欧司朗各项财务指标	5
图表 12：通用电气发展历程	6
图表 13：GE Lighting 和 GE Current 情况	7
图表 14：通用电气主要产品	7
图表 15：通用电气照明产品收入情况（包括 GE Lighting 和 Current/亿美元）	8
图表 16：通用电气照明产品分地区收入结构（按区域/亿美元）	8
图表 17：可比公司渠道情况对比	8
图表 18：欧普与华为合作的 HiLink 智能家居产品展台	9
图表 19：欧普与腾讯合作的语音控制全屋场景	9
图表 20：欧普照明历史国内海外收入占比	10
图表 21：欧普照明海外收入及同比增速	10

我们中信建投轻工大家居团队前瞻判断：未来中国在细分消费领域，同样有望诞生出国际化的细分家居消费大公司，为此特地出炉“鹰击海外”系列；我们看好欧普照明的海外布局潜力，公司持续加大海外市场的品牌投入和本地化人才的储备，逐步扩大欧普照明品牌在全球的影响力，我们从国际化的视角，进一步看好欧普照明的市占提升的价值投资潜力。

一、他山之石：海外照明龙头相继退出中国

在前期传统照明时代，三大国际巨头（飞利浦、欧司朗、GE 照明）凭借在光源领域的技术优势占领全球及中国市场，份额超过 50%。LED 照明时代开启后，由于 2009 年以来政府高额补贴造成上游产能过剩以及技术迭代，国产 LED 芯片价格出现断崖式下跌。伴随成本的大幅下降，LED 照明行业 2013 年起进入价格战。由于国外 LED 芯片成本高于本土厂商，亚洲市场品牌宣传力度较弱，中国市场价格战等原因，三大国际巨头相继退出中国市场，并剥离出售照明业务。

图表 1：国际三大巨头退出中国市场及原因

时间	事件	原因
2016 年 8 月	GE 照明终止亚洲市场的 LED 照明业务	GE 照明品牌在中国宣传力度较小，长期被边缘化，且 LED 照明应用利润偏低。
2016 年 12 月	飞利浦将其 LED 照明部门 Lumileds 的 80.1% 股权出售给阿波罗全球管理公司	公司近年来经历了成本上扬、业务不断恶化诸多困难，积极应对但未能扭转局面。
2017 年 2 月	欧司朗将旗下照明灯具业务 Ledvance 公司出售给以木林森股份为首的中国财团	公司战略调整，变卖光源业务，深耕“三大核心业务”，以提高利润水平。

资料来源：互联网资料 中信建投证券研究发展部

（一）飞利浦照明：世界最大照明企业，技术持续领先

飞利浦电子是全球第一大照明企业，1891 年成立于荷兰，2014 年飞利浦集团分拆医疗和照明两大业务，照明业务约占集团收入的 30%。2016 年集团将照明业务在泛欧交易所上市，并宣布于未来数年全部出售，持股比例已由近 70% 下降至 18%，主因利润率较医疗业务低。16 年 5 月，公司宣布解散深圳工厂。18 年 8 月，飞利浦完成对深圳磊明科技的收购，专注城市景观和建筑立面照明等商业灯具业务。

图表 2：飞利浦发展历程

年份	主要事件
1891 年	安东尼奥和杰拉德·飞利浦在荷兰创建了飞利浦公司。公司于 19 世纪末 20 世纪初成为欧洲最大的碳丝灯泡生产商之一。
1913 年	NatLab 实验室成立，并逐步研发出第一盏高压气体放电灯、多极管等先进照明产品。
20 世纪 70 年代	飞利浦公司在照明领域的研究为新 PL 和 SL 节能灯的推出做出了重要贡献。
2004 年	飞利浦发布了新的品牌承诺“精于心·简于形”，并通过大规模的广告宣传攻势，承诺为消费者提供“为您设计、轻松体验、创新先进”的产品和解决方案。
2016 年	飞利浦集团在对飞利浦照明实行两年的分拆过程后，飞利浦照明在位于阿姆斯特丹的欧洲证券交易所独立上市，股票代码（LIGHT）。
2018 年	飞利浦照明发布公告宣布公司更名为昕诺飞（Signify）。

资料来源：互联网资料 中信建投证券研究发展部

飞利浦照明的业务体系分为专业照明和家居照明 2 条业务线。其中：

专业照明主要包括 LED 灯具和灯管、传统灯具和灯管、室内灯具和户外灯具 4 个领域。除此之外，公司近期致力打造的互联灯具让城市更加安全宜居，写字楼更加低耗节能，店内购物体验焕然一新。IoT 平台和系统能够为客户提供独到见解、优势和服务。

家居照明涉及飞利浦秀个性化智能照明系统、灯具和灯泡 3 个领域。同时，飞利浦秀实现了个人互联照明。借助它，客户可以时刻为家中的各个房间营造适宜的照明氛围，或利用应用程序或语音命令随心远程开关照明。

图表 3：飞利浦照明主要产品

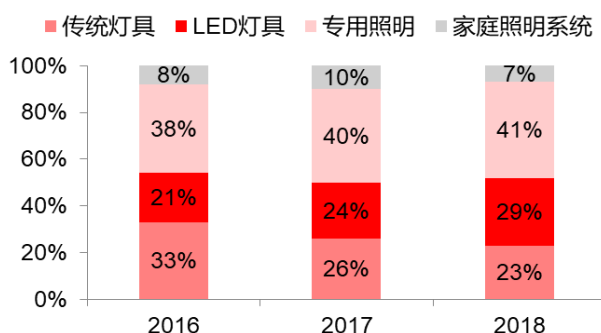


资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

2018 年，公司实现收入 63.6 亿欧元，同比下降 8.7%；净利润 2.6 亿元，同比下降 7.1%；净利润率维持 4.1%。公司来自 LED、商照、家照、传统照明的规模均受到不同程度的萎缩，其中传统照明收入同比下降 20.1%。

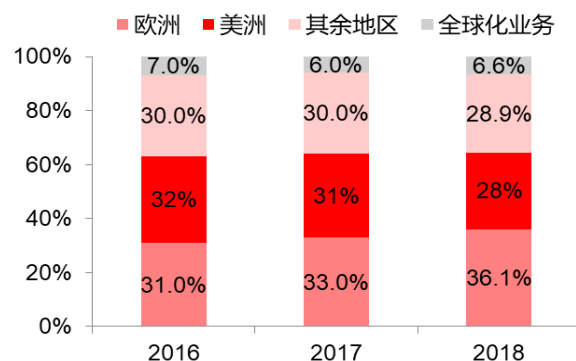
分业务来看，专用商业照明是主要收入来源。2018 年专用/LED/传统/家用照明业务板块收入占比分别 41.4%/28.5%/22.5%/7.3%。LED 照明占比进一步提升（家庭和专用照明中均包含 LED 技术产品）：由 2014 年的 43%提升至 2018 年的 71%。

图表 4：2016-18 年飞利浦照明营收构成（按业务集团分）



资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

图表 5：2016-17 年飞利浦照明营收构成（按地区分）



资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

分区域来看，欧洲地区为其主要的收入来源，且占比逐渐增大，美洲和其他地区收入占比进一步缩小。

图表 6：2015-2017 年飞利浦照明各项财务指标

	2015	2016	2017	2018
营业收入（亿欧元）	74.65	71.15	69.65	63.58
同比（%）	6.93	-4.69	-2.11	-8.72
净利润（亿欧元）	2.26	1.89	2.94	2.61
同比（%）	-	16.37	55.56	-7.12
毛利率（%）	35.57	37.62	38.78	37.46
净利率（%）	3.03	2.66	4.22	4.11
ROE（%）	8.49	3.98	12.53	12.78
销售及管理费用率（%）	26.58	28.08	28.13	26.34

资料来源：公司年报 Bloomberg 中信建投证券研究发展部

销售费用率和管理费用率方面，2018 年销售及管理费用率为 26%，较 2016-2017 年的 28% 有较为明显的下降。

（二）欧司朗（OSRAM）：百年巨头，全球领先照明企业

欧司朗是全球第二大照明企业，欧洲照明通路市占率第一，北美第二。营销渠道覆盖全球 150 多个国家和地区，在全球 40 多个国家已建立直接完善的零售和贸易销售渠道，总部位于德国。

公司过去 5 大业务中，LED 发展落后：传统照明、LED 照明、光源及解决方案、专用照明（汽车灯为主）和光电半导体。2014 年收入占比分别为 38%/9%/9%/30%/22%。2014 年实现收入 51 亿欧元。

2016 年，国内 LED 中游封装龙头木林森组建财团出价逾 4 亿欧元收购 LEDVANCE 年收约 20 亿欧元的业务。16 年 7 月起独立运营，包括传统照明、LED 照明、OTC 灯具及智能家居电子等业务。剥离后 2016 年实现收入 38 亿欧元，专用照明/光电半导体/照明解决系统分别占比 53%/38%/27%。2019 财年开始，公司将业务重新分类为光学半导体、汽车和电子器材三个板块，以便专注发挥其在这三个板块的特长。

图表 7：欧司朗发展历程

年份	主要事件
1919 年	德国煤气灯公司、德国通用电器与西门子和哈尔斯克整合各自白炽灯业务，合并成欧司朗灯泡公司，总部设在德国慕尼黑。
1978 年	西门子完成了对欧司朗股份的全部收购，成为欧司朗的唯一股东。
1980 年	欧司朗推出了 QUICKTRONIC 电子镇流器，为更稳定的照明提供了条件。
1985 年	世界上第一只整合了电子镇流器与节能灯管的节能灯在欧司朗诞生，改写了节能灯商业化的进程，使节能灯在家庭中的普及成为了可能。
1991 年	欧司朗用 HID 灯给汽车照明领域发展带来了质的飞跃。

资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

汽车照明，即车用照明，欧司朗是行业第一品牌，主要竞争对手有 Lumileds、GE 和 Nichia。收入大部分来源于 EMEA 市场。

光电半导体依赖于光电半导体技术研发及生产相应产品，包括 LED 产品及其他，主要应用领域为汽车工业及其他工业领域，同时通用照明需求也在不断增长。行业竞争方面，欧司朗与 Nichia 处于一线梯队，其他竞争对手包括 Lumileds 和 Cree，亚洲企业是公司的主要竞争对手，包括三星、Epistar、Everlight、LG Innotek 等等，产品主要销往 APAC 区域。

数字系统（Digital Systems）主要提供传统电子控制元件及 LED 组件等，行业主要竞争对手包括 Philips Lighting、Zumtobel 以及部分亚洲企业，例如松下、三星、LG 等，主要产品销售于美洲区域。

照明解决方案提供灯具及照明方案等产品服务，包括灯具的生产与销售，以及室内外照明的设计方案。对于灯具市场，行业内前五大供应商市场份额低于 30%，欧洲主要竞争对手为 Zumtobel、Philips Lighting、Fagerhult、Trilux、Schreder 和 Eglo Leuchten。Acuity、Hubbell 和 Cree 是美洲市场主要竞争对手，主要销售区域为 EMEA。

图表 8：欧司朗主要产品

品类

产品展示图

汽车照明



LED 照明



发射器、探测器、传感器



光引擎和光学组件



电子控制装置



灯具

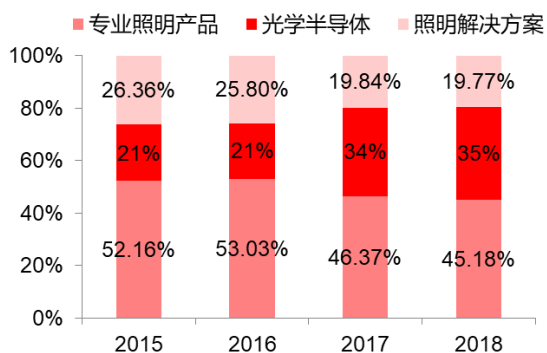


资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

2015-2017 财年，公司营业收入呈现上升趋势，2017 财年，公司总营收为 41.28 亿欧元，同比增长 9.68%；2018 财年，公司总营收 41.15 亿欧元，同比-0.3%，略有下滑。毛利润 13.15 亿欧元，对应毛利率 31.96%，下降约 2.8 个百分点；净利润 1.41 亿欧元，在 2017 年同比下降 44.58% 的基础上，再下降了 37.2%，净利润率 3.43%。

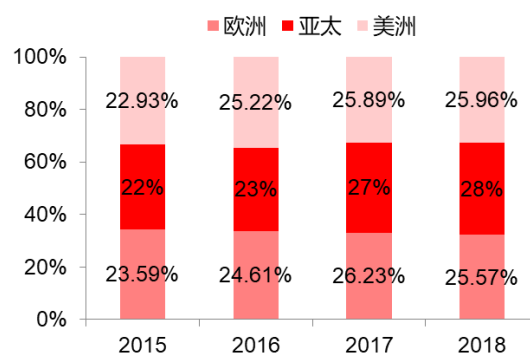
分业务来看，2018 年专用照明、光电半导体、照明解决方案分别实现收入 22.24 亿欧元、17.25 亿欧元和 9.73 亿欧元，分别占比 20%/35%/45%。分区域来看，公司位于欧洲、亚太、美洲的业务收入占比较为均衡，来自亚太的订单略多，占比 28%。其中，中国区域收入由 2017 年的 8.37 亿欧元，上升至 8.83 亿欧元，同比上升 5.5%，占 APAC 收入比例 60.1%，占比提升约 2.21 个百分点。

图表 9：欧司朗收入结构（按产品/亿欧元）



资料来源：Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 10：欧司朗收入结构（按区域/亿欧元）



资料来源：Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 11：2015-2018 年欧司朗各项财务指标

	2015	2016	2017	2018
营业收入（亿欧元）	35.72	37.85	41.28	41.15
同比（%）	-30.54	5.96	9.06	-0.32

净利润（亿欧元）	1.66	3.97	2.20	1.41
同比（%）	-11.66	139.16	-44.58	-37.21
毛利率（%）	32.87	35.75	34.79	31.96
净利率（%）	4.65	10.49	5.33	3.43%
ROE（%）	6.85	16.06	8.93	5.27
销售及管理费用率（%）	16.64	15.93	16.76	17.06

资料来源：Bloomberg 中信建投证券研究发展部

（三）通用电气（GE）：照明业务逐渐剥离

通用电气（GE）是全球领先的数字工业公司，成立于 1892 年，前身为 1879 年成立的爱迪生照明公司，创始人为著名发明家托马斯·爱迪生先生，总部设立在美国波士顿。GE 旗下拥有多个行业公司，包括 GE 照明、GE 能源设施、GE 器材、GE 资本、GE 金融、GE 技术设施、GE 医疗、GE 交通等业务，遍及全球 180 多个国家和地区，2017 年全球总收入超过 1220 亿美元，拥有 30 多万名员工。除了在传统的照明、电气等领域保持领军地位外，GE 还在增材制造、材料科学、数据分析等全新领域引领着行业的发展。

图表 12：通用电气发展历程

年份	主要事件
1878 年	GE 公司的前身爱迪生电灯公司成立
1879 年	爱迪生在新泽西州的门洛帕克实验室发明了第一只商用白炽灯，这支碳丝灯泡成功完成了长达 40 小时的耐受性测试
1892 年	GE 公司正式诞生，总部设立在美国波士顿
1909 年	GE 改进了钨丝技术，这项技术大大提高了灯泡的效用，技术至今仍在沿用
1959 年	卤素灯的发明带来了清新纯净的小束白光，让 GE 在照明领域的革新传统得以传承。
1994 年	GE (中国) 有限公司成立。
2007 年	GE 成功研发 VIO LED 白光灯，为 LED 灯的大规模使用打下基础
2010 年	GE 推出 energy smart LED 灯泡，是全球首只全向 LED 灯泡
2016 年	GE 退出亚洲及拉美地区市场，出售家电业务给海尔

资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

GE 照明秉承创新精神，不懈致力于开发高性能解决方案，改善人们在工商业和城市居住方面的照明方式。照明集团在全世界范围内拥有 15000 多名员工，业务遍及全球 100 多个国家和地区，销售 Reveal 和 Energy Smart 消费者品牌，以及 Evolve、GTx、Immersion、Infusion、Lumination 和 Tetra 等商业品牌的产品，以上商标均为 GE 所有。目前照明业务所占 GE 业务总比重较小，仅有 2% 左右。

2017 年 6 月，GE 公司正式宣布将要出售 GE 照明业务，估值约 5 亿美元。出售的主要是消费类照明业务，包括北美住宅 LED 照明和住家联网技术。照明业务是 GE 集团为数不多的消费业务，营收占比不足 2%，且利润率相较其他业务不高，故选择出售。

与此同时 GE 仍将保留名为 Current 的商业 LED 照明业务。Current 成立于 2015 年，是一家结合了 LED、太阳能、储能与电动汽车业务等的创新型能源公司。在出售工作完成前，GE 公司将继续经营照明业务。

图表 13: GE Lighting 和 GE Current 情况

	GE Lighting	Current By GE
业务概况	• 美国排名第一的消费品灯具品牌	• 照明节能改造与数字化解决方案先锋
业务板块与地区	• 消费品 • 美国、加拿大	• 商业与工业、室外/道路 • 美国、加拿大、英国、巴西、墨西哥
照明产品	• LED 与传统灯具 • LED 固定装置	• LED 与传统灯具 • LED 固定装置
数字产品	• 用于家居自动化的智能联网灯具与固定装置	• 传感器与控制器 • 能源管理与企业生产力应用
总部所在地	• 俄亥俄州克利夫兰	• 马萨诸塞州波士顿
生产设施	• 1 家组装厂+1 家制造厂	• 3 家组装厂+1 家加工厂
员工人数	• 705	• 2500

资料来源: 公司官网 中信建投证券研究发展部

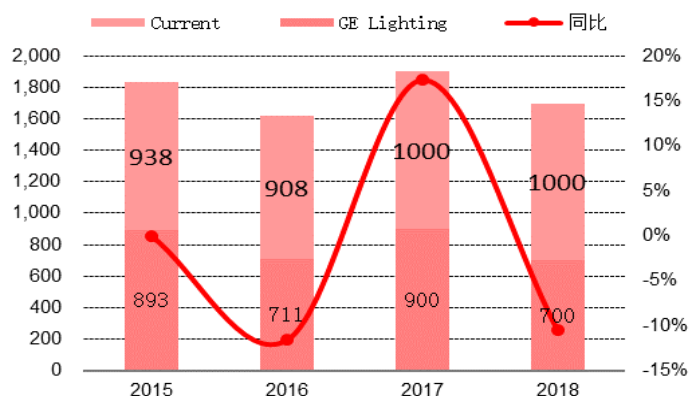
图表 14: 通用电气主要产品

品类	产品展示图
高清 LED 照明产品	
LED 照明产品	
智能照明产品 (C by GE)	

资料来源: 公司官网 中信建投证券研究发展部

公司照明产品营业收入总体呈下降趋势。2017 年, 公司总营收为 19.41 亿美元, 同比下降 59.24%, 2018 年营收 17.23 亿美元, 同比下降 11.23%; 2015-2018 年公司总营业收入的年复合增长率为-58.21%。收入下滑主因 2016 年剥离出售照明板块中的家电业务, 余下照明业务收入亦下滑主因传统照明产品销量下滑、LED 价格压力以及退出亚洲及拉美地区市场。2018 年, GE 照明在美洲的收入占比为 83%, 在亚洲已经停止了业务。

图表 15：通用电气照明产品收入情况（包括 GE Lighting 和 Current/亿美元）



资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

图表 16：通用电气照明产品分地区收入结构（按区域/亿美元）

	2017	2018
美国	15	14
欧洲	2	1
美国以外美洲	2	2

资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

二、欧普照明：及时把握升级节点，国际化助力成长

（一）把握转型升级节点，提升产品和渠道力

目前国内照明产品同质化程度较高，研发投入少，品牌力较弱，市场高度分散。渠道掌控力和成本控制力是影响本土照明企业持续增长的重要因素：

渠道端：家居照明产品属于大众消费品，品牌和渠道建设是其核心竞争力。欧普照明线下渠道布局最广，经销为主，直销为辅，建立起全国性的专卖店体系，同时自主经营电商平台，终端销售网点和销售人员数量高于同业公司。目前拥有 300 多家一级经销商，超过 4000 家专卖店，各类终端销售网点超过 100000 家。电商业务 2013 年起飞速发展，目前营收占比已超过 25%，成为公司重要销售渠道。相较 OEM，公司自主品牌溢价大，但需持续投入渠道促销费、产品推广费和广告费等打造真正的品牌护城河。

图表 17：可比公司渠道情况对比

欧普照明	目前有 300 多家一级经销商，超过 4000 家专卖店，各类终端销售网点超过 100000 家
雷士照明	截至 2018 年底，36 个独家区域经销商，3000 余家专卖店
阳光照明	目前产品销售以境外销售为主，逐步转型为代工+自主品牌销售
佛山照明	构建国内、国外、线上、线下多维市场紧密互动、协同发展的市场格局，2017 年新增专卖店 443 家
三雄极光	截至 2018 年底，领航店 12 家、灯饰店 59 家、专卖店及专卖区共超过 4500 家
公牛集团	截至 2018 年 8 月，全国拥有 74 万个五金渠道网点、近 11 万个灯饰建材渠道网点及逾 14 万个数码配件渠道网点；灯饰建材渠道和五金渠道分别有 1595 和 468 家经销商

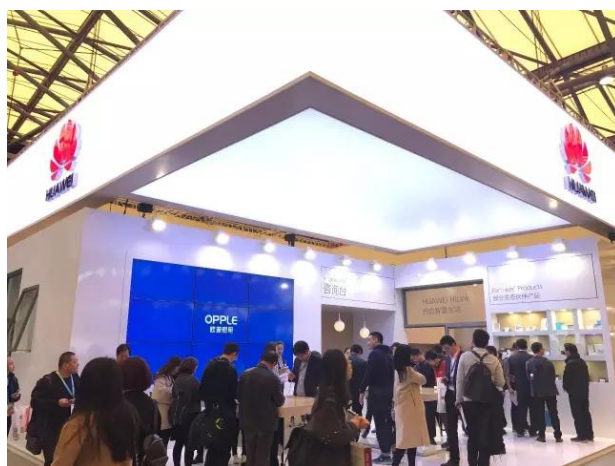
资料来源：公司年报 中信建投证券研究发展部

成本端：具有规模优势的企业对上游供应商有一定议价力，可减轻原材料价格波动的影响。欧普照明上游原材料主要包括 LED 灯珠（芯片）、灯管灯带、电子件、五金和塑胶等。国产 LED 芯片价格整体呈下降趋势，荧光灯管价格受稀土价格波动影响波动较大，随着公司向 LED 照明转型，稀土价格波动影响逐渐减弱。五金价格波动较大，电子件和塑胶市场供应充分。行业上游供应商分散，欧普照明作为家居照明龙头，凭借规模优势具备较强的议价能力，且与供应商形成良好的合作关系，多数供应商先发货后收款。

产品端：拥有丰富家照产品矩阵，拓展商照领域。公司主要产品分为五大类，包括家居照明灯具、商业照明灯具、光源、照明控制和集成家居等。公司拥有丰富家照产品矩阵；开发和布局智能家居产品；深度拓展商照细分领域。2017 年家居照明灯具、商业照明灯具、光源、照明控制收入占比分别为 40%、22%、22%和 16%。

品类多元化，进军家庭硬装和智慧照明业务。除传统照明业务外，2018 年公司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）的品类；集成整装业务重点聚焦于室内空间的设计及改造，在原有集成墙面、集成吊顶、地板、晾衣架等产品的基础上，新增百变墙柜、标准背景墙等品类，逐步完善家居配套产品。未来将通过拓展集成整装业务，逐步提升一站式服务能力。公司智能照明产品通过云管端全面完成了与国内外主流技术平台的互联互通，2018 年销售额占比已超过 20%。同时，积极开拓与华为等多家平台企业在智能领域的跨界合作。

图表 18：欧普与华为合作的 HiLink 智能家居产品展台



资料来源：互联网 中信建投证券研究发展部

图表 19：欧普与腾讯合作的语音控制全屋场景



资料来源：互联网 中信建投证券研究发展部

（二）海外布局打开成长空间

海外收入快速增长，毛利率下滑企稳。2018 年，公司国内/海外收入分别同比+13.2%/+39.9%，海外业务实现收入 8.53 亿元，占比由 17 年的 8.8%提升至 10.7%。**海外业务始终坚持自主品牌、本地化运营的策略，目前主要以商照类产品为主，已覆盖海外超过 190 个国家。**

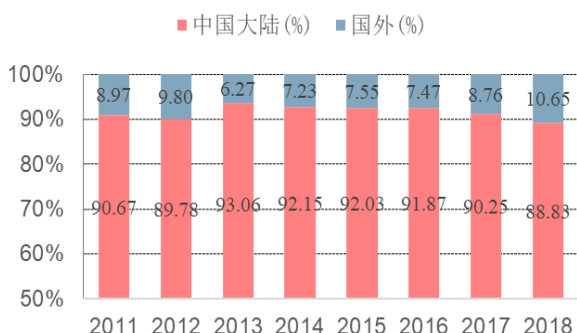
自主品牌战略：2017 年下半年，公司中标一系列海外商照工程项目，如沙特 BMW 汽车展厅项目、科伦坡公寓楼项目、南非太阳能路灯项目等。2018 年 3 月，公司以“CONNECT@ OPPLINK”为主题亮相德国法兰克福国际照明建筑展国际馆，与全球顶尖照明品牌一同亮相，体现了中国照明品牌的国际化影响力。2018 年公司在欧洲、中东、南非、印度、印尼等地均实现了快速增长；在新兴市场，公司逐步加大品牌投放及产品开力度，积极开拓渠道网络，相继为海外企业办公大楼（如：华为沙特总部大楼）、大型连锁零售商（如：南非连锁商超

SPAR)、医院(如: BHU hospital TATA trusts)、机场(如: 缅甸仰光国际机场)等商业公共环境提供照明环境。同时, 在欧洲地区, 公司成功进入法国、希腊、瑞典、挪威等市场, 并推出便捷灵活的智能照明控制系统, 快速打入当地办公、学校等商用照明环境。

本土化运营战略: 公司已在海外重点区域, 如欧洲, 南非, 泰国, 印度, 印尼, 迪拜等设立地区总部和子公司。

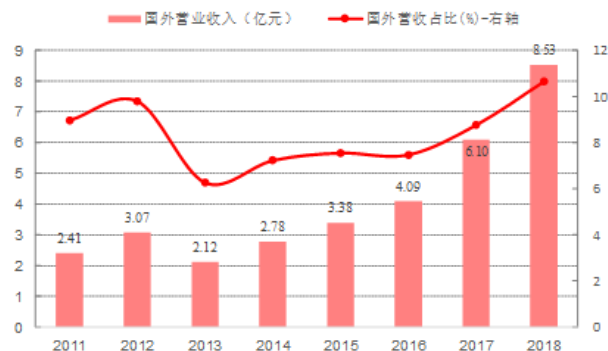
全球人才储备战略: 2017 年公司正式启动“全球鹰人才发展项目”, 进行全球化人才储备, 持续推动公司全球化发展。

图表 20: 欧普照明历史国内海外收入占比



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 21: 欧普照明海外收入及同比增速



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

(三) 六年期激励计划持续为内生增长注入动力

欧普照明于 2018 年 2 月 8 日发布股票期权与限制性股票激励计划, 绑定员工利益, 有望为持续增长注入内生动力。

2018 年 2 月公司发布 2018 年股票期权与限制性股票激励计划, 激励对象共计 279 人, 包括公司董事、高管及核心技术人员, 拟向激励对象授予权益总计 804.42 万份, 占公司总股本 1.388%。其中:

股票期权激励计划: 拟向激励对象授予 587.28 万份股票期权, 首次授予 484.98 万份, 占公司股份总额 0.837%; 预留 102.30 万份, 占公司总股本 0.177%; 行权价格为 43.79 元。(注: (1) 2018 年 5 月 29 日授予登记时, 因激励对象放弃认购, 首次实际授予激励对象 479.46 万份, 预留 102.30 万份, 行权价格为 43.79 元/份; (2) 由于公司 2018 年 8 月完成利润分配实施 (每股派现 0.4 元, 每股转增 0.3 元), 2018 年 10 月 26 日公司公告调整股票期权的数量、行权价格, 改为: 拟向激励对象授予 756.288 万份股票期权, 首次授予 623.298 万份, 预留 132.99 万份, 行权价格为 33.38 元。)

限制性股票激励计划: 拟向激励对象授予 217.14 万股公司限制性股票, 占公司总股本 0.375%; 其中按每股 21.90 元授予的限制性股票数量为 162.54 万股, 按每股 26.28 元授予的限制性股票数量为 54.60 万股。(注: 2018 年 5 月 29 日授予登记时, 因激励对象放弃获授, 首次实际授予激励对象 215.94 万份, 其中按照每股 21.90 元授予的限制性股票数量为 161.34 万股, 按每股 26.28 元授予的限制性股票数量为 54.60 万股。)

公司此次股票期权激励计划和限制性股票激励计划自授予日 (首次授予日均为 2018 年 3 月 9 日) 起满 12 个月后可以开始行权, 在未来 72 个月内分 6 期行权, 每期行权比例为 1/6。

图表 22：欧普照明股权激励计划行权时间安排表

行权/解锁安排	行权/解锁时间	可行权/解锁数量占比
第一个行权期/解锁	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	1/6
第二个行权期/解锁	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	1/6
第三个行权期/解锁	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	1/6
第四个行权期/解锁	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	1/6
第五个行权期/解锁	自授予日起 60 个月后的首个交易日起至授予日起 72 个月内的最后一个交易日当日止	1/6
第六个行权期/解锁	自授予日起 72 个月后的首个交易日起至授予日起 84 个月内的最后一个交易日当日止	1/6

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

解锁业绩考核指标对应未来六年净利润复合增长率不低于 20%。以 2017 年净利润为基数，2018 年~2023 年净利润增长率分别不低于 20%、44%、73%、108%、149%和 199%。2017 年公司实现净利润 6.81 亿元，则 2018 年~2023 年公司净利润分别不低于 8.17、9.81、11.78、14.16、16.96 和 20.36 亿元。股权激励计划摊销总成本约 1.28 亿元（调整后），分 7 年计提，且逐年递减相较公司各年利润影响不大。

图表 23：欧普照明股权激励计划摊销费用表（2018 年 5 月 29 日调整前）

需摊销的总费用(万元)	2018 年 (万元)	2019 年 (万元)	2020 年 (万元)	2021 年 (万元)	2022 年 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)
11164.11	3037.69	3044.97	2108.94	1456.41	933.30	487.68	95.13

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

图表 24：欧普照明股权激励计划摊销费用表（2018 年 5 月 29 日调整后）

需摊销的总费用(万元)	2018 年 (万元)	2019 年 (万元)	2020 年 (万元)	2021 年 (万元)	2022 年 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)
12840.87	3542.76	3517.27	2411.71	1655.49	1056.31	550.15	107.17

资料来源：公司公告 中信建投证券研究发展部

三、投资建议：维持欧普照明“买入”评级

我们预计欧普照明在内陆和出口双轮驱动下，2019-2020 年主营业务收入分别为 94.85 亿元和 112.87 亿元人民币，同比增长 18.5%和 19.0%；归母净利润分别为 10.59 亿元和 12.73 亿元人民币，同比增长 17.8%和 20.2%，对应 PE 为 22.9x 和 19.0x，维持“买入”评级。

分析师介绍

花小伟：中信建投证券研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

研究助理 颜慧菁：伦敦政治经济学院硕士。2019 年加入中信建投证券从事轻工行业研究，曾任职中金公司研究部。

研究助理 罗乾生：中国人民大学管理学学士、硕士，轻工消费研究员，2016 年加入中信建投。2018《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第二名、Wind 金牌分析师轻工制造行业第一名团队成员。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzs@csc.com.cn

深广销售组

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859