

家居浴霸龙头， 募资 9.18 亿扩产能、拓渠道

奥普家居

事件

2019 年 12 月 12 日，证监会核发奥普家居等 3 家公司 IPO 批文。此前 11 月 7 日，奥普家居 A 股上市首发申请获证监会审核通过。

我们的分析和判断

1、中国领军家居品牌，产品以浴霸、集成吊顶为主，经销商渠道占比超 80%

奥普家居成立于 2004 年 9 月 9 日，公司主要从事浴霸、集成吊顶等家居产品的研发、生产、销售及相关服务的提供。公司产品系列逐步从浴霸、集成吊顶扩展至厨电、照明和晾衣架等产品，逐步从卫浴取暖走向全屋空气管理，全方位管理家庭生活空间，着力为消费者打造“温度”+“干湿度”+“纯净度”+“新鲜度”+“氛围度”的“五度”健康家居环境。目前“奥普”已成为国内家居行业领军品牌。

截至招股说明书签署之日，公司控股股东为 Tricosco，持有公司 2.49 亿股，占公司总股本的 69.0526%，共同实际控制人为 Fang James、方胜康，Fang James 与方胜康系堂兄弟关系。

业绩方面，公司在充分发挥自身品牌优势、研发优势的同时，加强品牌宣传、市场推广和新产品研发，销售规模得以不断增长。2015-2017 年公司营收从 9.45 亿元上升至 15.84 亿元，年复合增速 29.47%；归母净利润从 2.45 亿元上升至 2.70 亿元，年复合增速 5.03%。2018H1 公司营收、归母净利润分别为 8.89、1.77 亿元。

盈利能力方面，2015-2018H1 公司综合毛利率分别为 48.28%、49.44%、47.75%和 51.39%，基本保持稳定。其中 2018H1 综合毛利率有所上升，主要系毛利率相对较高的线上直营渠道发展较好所致。2015-2018H1 公销售净利率分别为 25.94%、21.46%、17.29%、20.03%。总体而言，公司综合毛利率较为稳定，销售净利率处于较高水平，持续盈利能力较强。

期间费用方面，2015-2018H1 期间费用率分别为 17.92%、23.18%、28.34%、27.33%。其中 2015-2018H1 销售费用率分别为 11.74%、14.21%、17.21%、17.34%，管理费用率分别为 3.63%、

首次覆盖

不评级

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

罗乾生

luoqiansheng@csc.com.cn

010-85130305

执业证书编号：S1440519060003

发布日期：2019 年 12 月 24 日

5.26%、6.26%、4.09%，研发费用率分别为 3.59%、4.17%、5.05%、6.49%，财务费用率分别为-1.04%、-0.46%、-0.18%、-0.59%。公司不断加大对市场拓展的投入，完善营销体系和培育管理和销售团队，持续投入技术研发，期间费用整体水平较高，但已基本稳定。

分产品看，2018H1 浴霸产品收入为 4.65 亿元，占公司总营收比例为 52.30%，毛利率为 58.35%；集成吊顶产品收入为 3.36 亿元，占比 37.78%，毛利率为 47.56%；厨电产品收入为 0.19 亿元，占比 2.14%，毛利率为 9.56%；其他主营业务收入（照明、晾衣架、热水器、集成墙面等）收入为 0.63 亿元，占比 7.12%，毛利率为 32.71%。分地区看，2018H1 中国大陆收入为 8.73 亿元，占比为 98.23%，毛利率为 51.53%；国外收入为 0.10 亿元，占比为 1.11%，毛利率为 36.69%。公司收入主要来自主营业务产品浴霸、集成吊顶，销售集中在国内。分渠道看，经销商渠道为公司主要销售渠道，销售收入占比超过 80%，2018H1 经销商渠道、大宗客户渠道、外销渠道、KA 渠道、直营及其他渠道的收入占比分别为 80.09%、8.25%、1.12%、1.24%、9.31%。

2、渠道广泛布局，研发设计能力领先

渠道方面，公司坚持对销售服务网络精耕细作，继续完善店面覆盖、优化店面选址、升级店面设计及产品展示等，致力于为消费者提供更好的消费体验。目前公司拥有覆盖广泛的多层级、多渠道的销售网络，截至 2018 年 6 月 30 日，公司在全国拥有经销商 778 家，专卖店 1,384 家、专营店 2,084 家，覆盖全国 30 个省、市、自治区。同时，公司将进一步加强与大宗客户、KA 客户及外销客户的合作，着力发展线上渠道，推进渠道多元化战略。

研发设计方面，公司长期注重产品品质与美观相融合，目前公司设计师队伍领先行业，已推出新风、智爱、暖锋、纯平等多个系列浴霸产品以及大师、欧梵、印象、自由 π 等多个系列集成吊顶产品，获得市场较高认可。同时，公司充分利用外部资源，与中国建筑科学研究院、中国美术学院及独立设计工作室达成合作，共同进行产品开发。2015-2018H1 公司研发费用率分别达到 3.59%、4.17%、5.05%、6.49%，持续进行研发投入。截至招股说明书签署之日，公司已拥有以“奥普”为代表的商标权 269 项、专利权 425 项（其中发明专利 10 项、实用新型 180 项、外观设计 235 项），研发设计能力处于行业前列。

3、募资扩建产能，品牌渠道持续投入

为进一步扩大优势产品规模以提升市场份额，推动产品结构优化以增强盈利能力，公司拟公开发行 4001 万股普通股，共募集资金 9.18 亿元人民币。其中，4.00 亿元用于奥普（嘉兴）生产基地建设项目，2.57 亿元用于营销渠道建设项目，2.60 亿元用于补充流动资金。

其中奥普（嘉兴）生产基地建设项目拟投资 5.195 亿元，拟使用募集资金投入 40034.15 万元，在浙江省嘉兴市王店镇建设奥普（嘉兴）生产基地，规划建筑面积总计约为 21.2561 万平米。项目达产后，将新增产能：集成吊顶 800 万平方米/年、集成灶 6 万台/年。

营销渠道建设项目主要分为线下营销体系建设、品牌营销和宣传两部分。线下营销体系建设拟增加对浴霸、集成吊顶经销商新建及改建专卖店、专营店、KA 门店的补贴，其中浴霸经销商拟新建及改建专卖店 208 家、专营店 2,113 家、KA 门店 803 家；集成吊顶经销商拟新建及改建专卖店 1,027 家。品牌营销和宣传拟通过各类媒体、活动以及营销策划等方式提升公司品牌形象。

4、行业空间广阔，集中度仍待进一步提升

公司主要产品为浴霸、集成吊顶，同时亦不断扩充家居产品品类，开发了厨电、照明、晾衣架等产品。浴霸、厨电、照明、晾衣架等属于家居行业中家用电器子行业，集成吊顶则主要用于住宅装修，属于家居行业中的住宅装饰装修子行业。

市场规模方面，2007-2016 年我国家用电器零售额从 1,833.08 亿元增长至 4,580.57 亿元，年复合增长率为 10.71%，增长速度较快；家用电器零售额占 GDP 的比重除 2008 年较低以外，2007 年-2016 年各年均均在 0.5%至 0.8%之间，占比较为稳定，我国家用电器行业规模随我国经济发展水平不断提升，浴霸、厨电、照明、晾衣架

等家用电器的零售额亦随着行业快速增长。我国装饰装修行业总产值保持增长，从 2008 年的 1.55 万亿元增长至 2016 年的 3.66 万亿元，其中住宅装饰装修产值占建筑装饰行业总产值约 50%，住宅装饰装修总产值规模亦稳定增长，从 2008 年的 0.85 万亿元增长至 2016 年的 1.78 万亿元，年复合增长率为 9.68%。伴随我国住宅装饰装修市场规模持续增长，集成吊顶相对传统吊顶优势较多，拥有广阔的市场空间和较大的市场潜力。

竞争格局方面，（1）浴霸行业正处于快速发展阶段，行业内企业众多，且行业集中度仍然较低，市场化程度较高，竞争依然较为激烈。浴霸目前竞争格局主要由专业浴霸制造企业、照明企业、综合家电制造企业以及众多小众品牌企业构成。专业浴霸制造企业如奥普家居，照明企业如欧普照明等，综合家电制造企业如美的集团、博世—西门子、松下电器等；（2）集成吊顶方面，尽管集成吊顶产品在厨卫装修市场占比较大，但相对整体的住宅装修吊顶市场而言占比仍然较小，主要市场份额仍为传统吊顶所占据。同时，目前我国从事集成吊顶生产的企业较多，行业集中度较低，企业竞争力差距较大，仅有奥普家居、友邦吊顶、浙江奥华等少数几家企业具备较强的自主研发能力和产品设计能力，拥有较好的品牌形象和全国性的销售网络，市场竞争力较强。

5、投资建议：

需等待公司最新公告数据，未给予评级。

6、风险提示：

房地产政策调控及市场大幅波动；原材料价格大幅波动等。

图表 1：奥普家居股权结构

序号	股东名称	持股数量（万股）	持股比例（%）
1	Tricosco	24858.945	69.0526
2	文泽投资	1768.4212	4.9123
3	PMT	1634.2103	4.5395
4	ZJUI	1634.2103	4.5395
5	HSCA	1525.2639	4.2368
6	香港红星	1525.2639	4.2368
7	明泽投资	1217.929	3.3831
8	SKY	653.6838	1.8158
9	聚泽投资	550.4922	1.5292
10	斐昱永淳	271.5796	0.7544
11	宁波海湃	164.2112	0.4561
12	斐昱悦柏	101.0527	0.2807
13	斐昱武胜	94.737	0.2632
合计		36000	100

图表 2：奥普家居主要财务数据

	2015	2016	2017	2018H1
营业总收入（亿元）	9.45	12.50	15.84	8.89
同比(%)	21.47	32.24	26.76	
归母净利润（亿元）	2.45	2.68	2.70	1.77
同比(%)		9.44	0.80	
销售毛利率(%)	48.28	49.44	47.75	51.39
销售净利率(%)	25.94	21.46	17.29	20.03
ROE(摊薄)(%)	41.10	35.03	34.83	20.08
销售费用率(%)	11.74	14.21	17.21	17.34
管理费用率(%)	3.63	5.26	6.26	4.09
研发费用率(%)	3.59	4.17	5.05	6.49
财务费用率(%)	-1.04	-0.46	-0.18	-0.59
期间费用率(%)	17.92	23.18	28.34	27.33

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 3：公司财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017	2018H1
分产品				
浴霸（亿元）	5.99	7.25	8.62	4.65
同比(%)		21.04	18.90	
占比(%)	63.35	58.02	54.39	52.30
毛利率(%)	50.83	53.46	53.01	58.35
集成吊顶（亿元）	3.21	4.88	6.18	3.36
同比(%)		52.02	26.64	
占比(%)	33.92	39.09	39.04	37.78
毛利率(%)	44.54	44.38	43.88	47.56
厨电（亿元）			0.31	0.19
同比(%)				
占比(%)			1.98	2.14
毛利率(%)			19.01	9.56
其他主营业务（亿元）	0.18	0.26	0.63	0.63
同比(%)		44.44	142.31	
占比(%)	1.85	2.06	4.00	7.12
毛利率(%)	25.24	27.07	26.77	32.71
其他业务（亿元）	0.08	0.11	0.09	0.06
同比(%)		37.50	-18.18	
占比(%)	0.87	0.92	0.58	0.66
毛利率(%)	57.47	65.80	58.05	56.33
分地区				
中国大陆（亿元）	9.07	11.99	15.54	8.73

同比 (%)		32.19	29.61	
占比 (%)	95.94	95.97	98.10	98.23
毛利率 (%)	48.55	49.60	47.77	51.53
国外 (亿元)	0.30	0.40	0.21	0.10
同比 (%)		33.33	-47.50	
占比 (%)	3.19	3.20	1.32	1.11
毛利率 (%)	37.57	41.24	41.41	36.69

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 4: 公司募集资金用途

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	拟使用募集资金 金额 (万元)	项目备案	环保批文
1	奥普 (嘉兴) 生产基地建设项目	51950	40034.15	2017-330411-38-03-058281-000	秀洲环建函 [2017]143 号
2	营销渠道建设项目	25741.8	25741.8	杭经开经金融备[2017]007 号	-
3	补充流动资金	26000	26000		-
合计		103691.8	91775.95		-

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

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；2018年水晶球第2名，Wind金牌分析师第1名。

罗乾生：轻工消费分析师，中国人民大学管理学学士、硕士，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。

翟延杰：轻工制造行业研究员，北京大学金融硕士，2019年加入中信建投。

报告贡献人

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 010-85130212 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 gaosiyu@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

金婷 jinting@csc.com.cn

夏一然 xiayiran@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@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

章政 zhangzheng@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@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