

公司调研点评

欧菲光 (002456)

电子 | 光学光电子

走出减值阴霾，光学升级助力新征程

2019年08月07日

评级 谨慎推荐

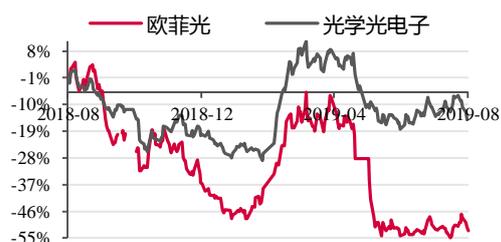
评级变动 维持

合理区间 7.56-8.96 元

交易数据

当前价格(元)	8.00
52周价格区间(元)	7.53-17.55
总市值(百万)	21702.94
流通市值(百万)	21344.24
总股本(万股)	271286.71
流通股(万股)	266803.02

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
欧菲光	-1.11	-33.72	-48.35
光学光电子	-4.84	-5.47	-14.63

何晨

执业证书编号: S0530513080001
hechen@cfzq.com

司岩

siyan@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理

0731-84779593

相关报告

1 《欧菲科技: 欧菲科技 (002456.SZ) 调研点评: 多摄模组驱动业绩增长, 光电业务升级打开增长空间》 2018-11-20

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(亿元)	337.91	430.43	580.41	677.79	896.44
净利润(亿元)	8.23	-5.19	7.72	14.08	23.39
每股收益(元)	0.30	-0.19	0.28	0.52	0.86
每股净资产(元)	3.36	3.17	3.39	3.87	4.68
P/E	26.39	-41.82	28.12	15.41	9.28
P/B	2.38	2.53	2.36	2.07	1.71

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

- **营收规模平稳增长, 逐步摆脱资产减值影响。**2017年至今, 消费电子终端尤其是智能手机出货量从增速持续下滑演化至负增长, 公司2017年至今营收平均增速为27.64%, 实现平稳增长。公司位于消费电子产业链中游, 净利率水平相对较低, 公司争夺行业话语权的根本在于“创收”而非“创利”, 近年来营业收入规模的稳步增长证明了公司在行业景气度下降过程中实现了市场份额的提升。公司2018年初对全年消费电子市场景气度判断出现误差, 在客户政策和产品备货上相对激进, 导致2018年及2019年一季度计提各项资产减值准备进而亏损。截至2019年上半年, 公司已实现扭亏为盈, 2019年Q2实现归母净利润2.78亿元, 经营性现金流净额12.37亿元, 经营情况出现明显好转。
- **摄像头模组龙头, 长期受益多摄升级。**近两年来, 智能手机硬件创新逐渐进入瓶颈期, 以智能手机摄像为代表的智能手机光学升级趋势成为主流, IDC预测, 2019年三摄机型市场份额有望达到15%。多摄趋势的确立叠加主摄像头像素加速升级将极大提升摄像头模组厂商的营收空间和盈利能力, 公司作为摄像头模组厂商龙头将确定性受益。
- **屏下指纹渗透率提升, 公司行业地位稳固。**随着智能手机全面屏成为必然发展趋势, 传统电容式指纹识别技术将逐渐被淘汰, 可选择的替代方案主要有屏下指纹识别、3D Sensing、和虹膜识别。屏下指纹识别操作更为便捷、符合用户使用习惯、环境适应性强, 且成本及技术成熟度更优, 未来屏下指纹识别将成为智能手机生物识别技术的主流。光学式屏下指纹识别模组仅欧菲光和丘钛可以较好的满足终端手机厂商的大规模量产需求, 随着屏下指纹渗透率的快速提升, 公司在生物识别领域有望持续强化盈利能力。
- **国资入股资金压力缓解, 业务布局逐渐清晰。**2019年5月28日, 欧菲控股及裕高拟将其持有的公司16%股份转让给南昌工控或其指定机构, 南昌工控承诺在受让标的股份后三年内与欧菲控股及裕高保持一致行动。公司已收到南昌工控、南昌市政公用及南昌产盟投资共计25亿元预付款, 一定程度上缓解了公司运营资金的长期压力, 助力公司重回正常经营轨道。公司触控模组技术为外挂式方案, 外挂式薄膜的可弯曲性适配于柔性OLED显示, 近两年由于刚性OLED和LCD显

示技术仍为市场主流，in-cell 和 on-cell 触控模组方案挤压了公司触控模组业务的成长空间，由于该业务毛利率水平较低，不排除公司未来剥离该业务板块专注于光学电子领域。

- **维持“谨慎推荐”评级。**公司经历了 2018 年和 2019 年一季度的大规模资产减值计提后，经营风险已基本释放，二季度资产减值准备 3000 万左右回归正常水平，审慎预计公司全年资产减值 3.2—3.5 亿元。公司受益于二季度一线手机厂商积极为下半年旺季备货，上半年实现扭亏为盈，第二季度经营性现金流金额大幅提高，在南昌国资 25 亿元股权转让预付款的助力下，公司经营重回正轨。公司是摄像头模组龙头厂商之一，将确定性受益于多摄趋势的确立和主摄像头像素升级以及屏下指纹渗透率的加速提高，未来有望进一步提升行业话语权。由于公司外挂式触控模组技术与当前主流的刚性 OLED 和 LCD 显示技术适配性不佳，叠加触控模组本身低毛利率的特性，公司未来可能剥离触控模组业务板块专注于光学电子领域。基于以上分析，假设 2020 年起，触控模组业务不再并表，综合预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 7.72 亿元、14.08 亿元、23.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.28、0.52、0.86 元/股，对应当前股价 PE 分别为 28.12、15.41、9.28 倍，考虑到国资入股公司可能对公司经营风格造成一定转变以及中美贸易战走势存在不确定性对下游需求转暖的不利影响，维持公司“谨慎推荐”评级。综合考虑宏观、行业等多维因素，给予公司 2019 年 27-32 倍 PE，对应合理估值区间为 7.56-8.96 元。
- **风险提示：智能手机出货量不及预期、大客户砍单风险、柔性 OLED 进展不及预期、汽车销量不及预期、中美贸易战走势存在不确定性**

1 营收规模平稳增长，逐步摆脱资产减值影响

公司是国内消费电子终端模组厂商第一梯队，主要业务板块包括摄像头模组、触控模组、生物识别模组和智能汽车电子，下游应用包括智能手机、平板电脑、可穿戴设备等消费电子终端和汽车电子领域。

公司过去五年营业收入平稳增长，复合增长率为 21.93%，2019 年上半年，公司实现营业收入 235.88 亿元，同比增长 29.21%，2017 年以来营收增速呈现稳步提升态势。2017 年至今，消费电子终端尤其是智能手机出货量从增速持续下滑演化至负增长，4G 时代末期换机需求低迷导致行业景气度持续下行，在此背景下，公司 2017 年至今营收平均增速为 27.64%。公司位于消费电子产业链中游，净利率水平相对较低，公司争夺行业话语权的根本在于“创收”而非“创利”，近年来营业收入规模的稳步增长证明了公司在行业景气度下降过程中实现了市场份额的提升。

图 1：2014-2019H1 营业收入规模及增速



资料来源：wind，财富证券

图 2：2014-2019H1 净利润规模及增速



资料来源：wind，财富证券

公司 2018 年初对全年消费电子市场景气度判断出现误差，在客户政策和产品备货上相对激进，导致 2018 年计提各项资产减值准备 18.40 亿元，2019 年一季度计提存货减值准备 2.32 亿元，公司 2018 年归母净利润亏损 5.19 亿元，2019 年一季度亏损 2.57 亿元。截至 2019 年上半年，公司已实现扭亏为盈，2019 年 Q2 实现归母净利润 2.78 亿元，经营性现金流净额 12.37 亿元，经营情况出现明显好转。

考虑到公司位于产业链中游，应收账款、存货、应付账款等项目容易导致经营性现金流与公司盈利产生时间上的不匹配性，同时，消费电子终端模组的技术演进和消费电子市场格局变化都可能导致存货或应收账款减值的发生。

从长期来看，归母净利润与经营性现金流净额呈现正相关的对应关系，2010 年至今，公司归母净利润累计值与经营性现金流净额基本存在负偏差，即经营性现金流净额小于当期或累计归母净利润，两者的偏差在 2017 年达到峰值并逐渐缩小，截至 2019 年上半年，偏差比首次回正，经营质量向好，盈利能力也逐步摆脱了资产减值的影响。

图 3：2010 年至今归母净利润与经营性现金流净额累计值对比



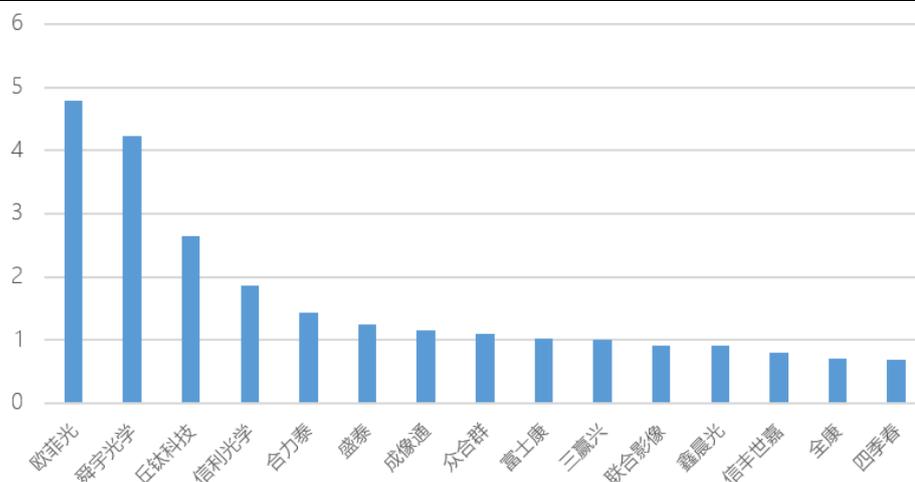
资料来源：wind，财富证券

2 长期受益多摄升级，镜头自研能力提升

近两年来，智能手机硬件创新逐渐进入瓶颈期，以智能手机摄像为代表的智能手机光学升级趋势成为主流，随着华为旗舰机型搭载三摄模组获得消费者认可，越来越多的手机厂商开始跟进三摄及多摄方案。IDC 预测，2019 年华为三摄手机的出货量占比将达到 25%、苹果为 22%、三星为 20%，此外 OPPO、vivo 及小米三摄机型占比也将快速提升，全年三摄机型市场份额有望达到 15%。

摄像头模组是在智能手机光学应用的核心应用领域，需要具备镜头、滤光片、VCM、摄像头芯片等零部件的集成和封装能力，目前舜宇光学、欧菲光和丘钛科技为全球摄像头模组行业的第一梯队，由于摄像头模组产品要求一致性高、品质稳定，因此自动化设备投入金额高以及与一线手机厂商的粘性构建了行业的高壁垒，摄像头模组产业自 2015 年开始加速向中国大陆转移，目前行业集中度较高。

图 4：2018 年摄像头模组出货量前 15 厂商（亿颗）



资料来源：手机报，财富证券

根据产业链信息，目前一线模组厂的三摄模组成本在 35—40 美金左右，华为 Mate20 Pro 上采用的三摄模组的重要原材料由于是定制化，成本超过 50 美金。由于目前三摄模组的主摄像头像素有加速提升趋势，年初以来，多款智能手机后置主摄已升级为 6400 万，预计 9800 万主摄像头将在一年内面世。多摄趋势的确立叠加主摄像头像素加速升级将极大提升摄像头模组厂商的营收空间和盈利能力，公司作为摄像头模组厂商龙头之一将确定性受益。

此外，公司通过收购天津富士工厂获得了汽车镜头制造工厂及相关专利，有效丰富和完善了公司在手机镜头领域的专利布局，南昌欧菲 2018 年实现镜头产品批量供货，2019 年上半年镜头产品实现营业收入 3.60 亿元，其中对客户实现营业收入 2.30 亿元，对内自供摄像头模组实现营业收入 1.30 亿元。公司自研镜头产品垂直强化了公司摄像头模组产品竞争力，随着自研镜头向 6P 及以上突破，行业市占率有望进一步提升。

3 屏下指纹渗透率提升，公司行业地位稳固

随着智能手机全面屏成为必然发展趋势，传统电容式指纹识别技术将逐渐被淘汰，可选择的替代方案主要有屏下指纹识别、3D Sensing、和虹膜识别。虹膜识别由于识别时的视角限制严格，导致普及受到限制；3D Sensing 由于制造成本是屏下指纹的 2 倍以上，短期渗透率难以快速提高；屏下指纹识别操作更为便捷、符合用户使用习惯、环境适应性强，且成本及技术成熟度更优，未来三至五年内，屏下指纹识别将成为智能手机生物识别技术的主流。

目前，屏下指纹识别方案有两种路线，一种是以汇顶科技和新思为代表的光学屏下指纹技术，第二种是以高通为代表的超声波屏下指纹技术。超声波屏下指纹技术目前主要应用在三星智能手机上，光学屏下指纹识别技术的应用较为广泛，华为、小米等国产品牌机型上已大量应用光学屏下指纹。

表 1：2018 年-2019 年上半年搭载屏下指纹机型

发布时间	品牌机型	发布时间	品牌机型
2018.1.24	vivo X20 plus UD	2018.11.1	联想 Z5 Pro
2018.3.19	vivo X21	2018.12.11	vivo NEX 双屏版
2018.3.27	华为 mate RS 保时捷版	2018.12.14	一加 6T 迈凯伦版
2018.5.31	小米 8	2019.2.20	小米 9
2018.6.12	vivo NEX	2019.2.21	三星 Galaxy S10
2018.8.8	魅族 16th	2019.3.1	vivo iQOO
2018.8.23	oppo R17	2019.3.8	三星 Galaxy S10+
2018.9.6	vivo X23	2019.3.19	vivo X27
2018.9.19	魅族 6X	2019.3.26	华为 P30/P30 Pro
2018.10.10	oppo K1	2019.4.10	OPPO Reno/OPPO Reno 10 变焦版
2018.10.16	华为 mate 20 pro/mate 20 RS 保时捷版	2019.5.21	一加 7 Pro
2018.10.29	一加 6T	2019.5.28	红米 K20/K20 Pro
2018.10.31	荣耀 magic2	2019.6.21	华为 nova 5 Pro

资料来源：旭日大数据，太平洋电脑网，财富证券

IHS 预测,2018 年全球屏下指纹识别模组出货量约 3000 万,2019 年有望达到 1.8 亿,全球市占率有望达到 13%。目前,光学式屏下指纹识别模组仅欧菲光和丘钛可以较好的满足终端手机厂商的大规模量产需求,而超声波式屏下指纹则仅有欧菲光和 GIS 实现了量产。随着屏下指纹渗透率的快速提升,公司在生物识别领域有望持续强化盈利能力。

4 国资入股资金压力缓解,业务布局逐渐清晰

2019 年 5 月 28 日,欧菲控股及裕高拟将其持有的公司股份 43,405.87 万股(占公司总股本 16%)转让给南昌工控或其指定机构,双方一致同意在签订最终协议的同时签订《一致行动人协议》,南昌工控承诺在受让标的股份后三年内与欧菲控股及裕高保持一致行动。上述规定的三年期届满后,南昌工控将根据欧菲控股及裕高对上市公司经营等情况协商确定是否继续保持一致行动人关系,因此,三年内公司实控人不存在变更风险。截至目前,公司已收到南昌工控、南昌市政公用及南昌产盟投资共计 25 亿元预付款,一定程度上缓解了公司运营资金的长期压力,助力公司重回正常经营轨道。

公司目前拥有摄像头模组、触控模组、生物识别模组和智能汽车电子四大业务板块,其中,摄像头模组和生物识别模组受益于消费电子升级趋势增长态势明显;智能汽车电子业务规模毛利率水平较高,现阶段对整体业绩贡献有限,长期成长空间广阔;公司触控模组技术为外挂式方案,外挂式薄膜的可弯曲性适配于柔性 OLED 显示,近两年由于刚性 OLED 和 LCD 显示技术仍为市场主流,in-cell 和 on-cell 触控模组方案挤压了公司触控模组业务的成长空间,由于该业务毛利率水平较低,不排除公司未来剥离该业务板块专注于光学电子领域。

5 盈利预测与评级

公司经历了 2018 年和 2019 年一季度的大规模资产减值计提后,经营风险已基本释放,二季度资产减值准备 3000 万左右回归正常水平,审慎预计公司全年资产减值 3.2—3.5 亿元。公司受益于二季度一线手机厂商积极为下半年旺季备货,上半年实现扭亏为盈,第二季度经营性现金流金额大幅提高,在南昌国资 25 亿元股权转让预付款的助力下,公司经营重回正轨。

公司是摄像头模组龙头厂商之一,将确定性受益于多摄趋势的确立和主摄像头像素升级以及屏下指纹渗透率的加速提高,未来有望进一步提升行业话语权。由于公司外挂式触控模组技术与当前主流的刚性 OLED 和 LCD 显示技术适配性不佳,叠加触控模组本身低毛利率的特性,公司未来可能剥离触控模组业务板块专注于光学电子领域。基于以上分析,假设 2020 年起,触控模组业务不再并表,综合预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 7.72 亿元、14.08 亿元、23.39 亿元,对应 EPS 分别为 0.28、0.52、0.86 元/股,对应当前股价 PE 分别为 28.12、15.41、9.28 倍,考虑到国资入股公司可能对公司经营风格造成一定转变以及中美贸易战走势存在不确定性对下游需求转暖的不利影响,维持公司“谨慎推荐”评级。综合考虑宏观、行业等多维因素,给予公司 2019 年 27-32 倍 PE,对应合理估值区间为 7.56-8.96 元。

6 风险提示

智能手机出货量不及预期、大客户砍单风险、柔性 OLED 进展不及预期、汽车销量不及预期、中美贸易战走势存在不确定性

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。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送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438