

欧菲光 (002456)

经营重回正轨，处光学升级 + 屏下指纹渗透成长赛道

点评：当前时点我们看好公司，公司身为光学及识别触控龙头，收入体量处电子第一梯队，股权转让+国资入股缓解资金压力，计提减值恢复正常水平，19Q2 业绩扭亏为盈，短期业绩承压不改龙头本质。目前估值处于电子板块底部，看好龙头红利+行业周期向上背景下公司估值提升弹性。

股权转让+国资入股缓解资金压力，计提减值恢复正常值，19Q2 业绩扭亏为盈。19年5月，南昌工业控股集团及其指定机构受让欧菲控股及一致行动人裕高转让其持有的公司16%的股份，同时承诺受让股份后三年内与欧菲控股及裕高保持一致行动，保证公司控制经营权，目前已支付5亿元的股份转让预付款。此外，公司积极引入国资入股进一步缓解资金压力，现已经收到南昌高投建筑、市政公用投资以及产盟投资24.9亿元的受让/增资预付款。财务方面，公司计提减值恢复正常值解除资产风险，18年及19Q1计提资产减值损失分别为18.4、2.22亿元，19Q2恢复正常水平为0.48亿元，业绩方面，公司于19Q2扭亏为盈，营收129.32亿元，归母净利润为2.78亿元，经营性现金流净额12.37亿元，19年中报，公司账面货币资金34.48亿元，基本面好转拐点显现。

光学升级 + 屏下指纹渗透为行业主要趋势，处成长赛道有望持续受益。智能手机进入成熟存量市场，规格升级成为手机迭代主旋律，其中光学升级单反化 + 全面屏搭配屏下指纹因大幅提高用户体验成为两条主成长赛道。目前，据counterpoint，19年三摄渗透率为15%，有望于21年突破50%渗透率，苹果19年新机高端系列搭载三摄，大厂示范效应下有望加速渗透，手机配置多摄拉动摄像头量价齐升，公司深耕光学领域有望持续受益于多摄渗透。此外，屏下指纹需求因全面屏趋势迅速拉升，市场仍处导入期，19年渗透率有望达20%(18年3%)，公司生物识别板块有望享行业红利。

行业处景气向上起点，看好公司 beta 行情下估值提升。电子行业在经历18年后整体估值消化完成，产业链清库存周期完成，下半年到明年都将迎来补库存和技术升级周期，持续坚定看好5G终端创新、强贝塔技术周期下龙头公司行业集中度、估值提升逻辑。公司身为光学及识别触控龙头，收入体量为电子第一梯队(18年营收430亿)，计提减值恢复正常值，19Q2业绩扭亏为盈，股权转让+国资入股缓解资金压力，资金经营风险解除，短期业绩承压不改龙头本质。目前估值处于电子板块底部(截至当前PS(TTM)为0.79x)，看好龙头红利+行业周期向上背景下公司估值提升弹性。

投资建议：由于公司激进拓展导致18年大幅资产计提，当前结合国资入股进展、公司经营及下游需求展望，将公司19-20年营收从538.1、659.7亿元调整到500.4、604.5亿元，净利润从23.9、30.2调整到5.5、20.0亿元。可比公司(立讯/歌尔/长信/信维)20年PE均值为25x，审慎假设下给与公司2020年22x PE估值，对应目标价16.24元/股，给予“买入”评级。
风险提示：资金链断裂，国资入股不及预期，资产减值低于预期，光学升级及屏下指纹渗透缓慢，中美贸易恶化

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	33,791.03	43,042.81	50,043.81	60,445.30	72,343.03
增长率(%)	26.34	27.38	16.27	20.78	19.68
EBITDA(百万元)	4,289.80	4,012.68	2,238.57	3,849.75	4,469.88
净利润(百万元)	822.52	(519.01)	547.71	2,003.00	2,506.11
增长率(%)	14.43	(163.10)	(205.53)	265.70	25.12
EPS(元/股)	0.30	(0.19)	0.20	0.74	0.92
市盈率(P/E)	41.19	(65.29)	61.86	16.92	13.52
市净率(P/B)	3.72	3.94	3.73	3.10	2.55
市销率(P/S)	1.00	0.79	0.68	0.56	0.47
EV/EBITDA	14.66	9.29	20.55	11.08	9.44

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电子/光学光电子
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	12.49元
目标价格	16.24元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,712.87
流通A股股本(百万股)	2,668.03
A股总市值(百万元)	33,883.71
流通A股市值(百万元)	33,323.70
每股净资产(元)	3.18
资产负债率(%)	78.34
一年内最高/最低(元)	16.00/7.53

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
俞文静	联系人
yuwenjing@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《欧菲科技-公司点评:全年业绩符合预期，中长期成长逻辑不变》 2019-01-31
- 《欧菲科技-公司深度研究:触显、摄像夯实基础，汽车、AR 发力未来》 2018-10-25
- 《欧菲科技-季报点评:光学+OLED 助力优质高增长》 2018-04-24

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,591.42	1,554.18	4,003.51	4,835.62	5,787.44
应收票据及应收账款	7,611.60	8,007.84	14,008.89	8,100.75	18,360.84
预付账款	98.50	32.35	201.45	70.64	221.74
存货	7,679.77	8,940.90	8,643.47	13,431.47	11,863.95
其他	1,154.21	1,432.74	1,302.79	1,358.34	1,538.35
流动资产合计	18,135.52	19,968.01	28,160.11	27,796.82	37,772.33
长期股权投资	90.90	56.07	56.07	56.07	56.07
固定资产	8,367.06	12,265.10	12,905.22	13,096.64	13,005.85
在建工程	1,730.37	2,725.47	1,671.28	1,050.77	660.46
无形资产	1,307.05	1,597.73	1,256.83	915.94	575.04
其他	1,201.83	1,349.12	1,237.31	1,242.98	1,242.26
非流动资产合计	12,697.21	17,993.47	17,126.70	16,362.39	15,539.68
资产总计	30,838.25	37,963.11	45,290.97	44,162.98	53,315.19
短期借款	4,189.37	7,111.46	9,398.96	10,041.33	10,919.58
应付票据及应付账款	9,933.13	10,852.21	16,226.97	15,755.48	21,434.29
其他	2,343.95	3,914.24	3,259.31	3,185.37	3,869.97
流动负债合计	16,466.45	21,877.91	28,885.24	28,982.18	36,223.84
长期借款	2,168.75	4,651.80	4,912.39	1,447.71	1,096.85
应付债券	2,191.41	1,261.39	1,416.30	1,623.03	1,433.57
其他	823.25	1,470.16	867.49	1,053.63	1,130.43
非流动负债合计	5,183.41	7,383.35	7,196.17	4,124.37	3,660.86
负债合计	21,649.86	29,261.26	36,081.41	33,106.56	39,884.70
少数股东权益	82.57	111.94	114.76	130.77	159.08
股本	2,714.45	2,712.87	2,712.87	2,712.87	2,712.87
资本公积	3,180.65	3,163.06	3,163.06	3,163.06	3,163.06
留存收益	6,553.66	5,892.27	6,381.92	8,212.78	10,558.54
其他	(3,342.94)	(3,178.29)	(3,163.06)	(3,163.06)	(3,163.06)
股东权益合计	9,188.39	8,701.85	9,209.55	11,056.42	13,430.49
负债和股东权益总	30,838.25	37,963.11	45,290.97	44,162.98	53,315.19

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	820.87	(530.04)	547.71	2,003.00	2,506.11
折旧摊销	1,291.41	1,831.20	814.96	849.98	872.00
财务费用	390.29	635.49	772.24	750.61	673.46
投资损失	(0.77)	163.66	53.24	(4.80)	(7.00)
营运资金变动	(2,452.49)	(2,100.83)	(959.34)	747.83	(2,712.50)
其它	280.02	645.03	23.21	39.52	6.71
经营活动现金流	329.33	644.51	1,252.02	4,386.14	1,338.77
资本支出	4,706.68	6,260.34	662.68	(106.15)	(26.79)
长期投资	27.94	(34.83)	0.00	0.00	0.00
其他	(8,770.70)	(12,868.29)	(768.34)	16.81	(9.31)
投资活动现金流	(4,036.08)	(6,642.79)	(105.66)	(89.34)	(36.10)
债权融资	9,611.55	15,034.55	17,152.74	14,611.08	15,094.67
股权融资	(64.49)	(853.78)	(757.01)	(750.61)	(673.46)
其他	(5,629.25)	(8,439.16)	(15,092.76)	(17,325.15)	(14,772.07)
筹资活动现金流	3,917.81	5,741.60	1,302.97	(3,464.68)	(350.85)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	211.06	(256.68)	2,449.33	832.12	951.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	33,791.03	43,042.81	50,043.81	60,445.30	72,343.03
营业成本	29,140.17	37,741.92	44,388.86	52,774.79	63,148.23
营业税金及附加	94.08	110.41	130.11	145.07	180.86
营业费用	270.34	191.49	325.28	326.40	390.65
管理费用	374.20	854.22	995.87	1,112.19	1,331.11
研发费用	1,756.00	2,042.54	2,377.08	2,865.11	3,429.06
财务费用	426.65	981.68	772.24	750.61	673.46
资产减值损失	742.81	1,839.58	370.00	250.00	250.00
公允价值变动收益	(81.44)	90.92	20.25	23.24	(22.24)
投资净收益	0.77	(163.66)	(53.24)	4.80	7.00
其他	110.86	23.92	65.98	(56.07)	30.48
营业利润	956.60	(670.21)	651.37	2,249.16	2,924.42
营业外收入	52.56	195.75	24.00	75.00	70.00
营业外支出	25.90	21.35	44.00	9.00	12.00
利润总额	983.25	(495.82)	631.37	2,315.16	2,982.42
所得税	162.38	34.22	80.69	295.88	447.36
净利润	820.87	(530.04)	550.68	2,019.28	2,535.06
少数股东损益	(1.65)	(11.03)	2.97	16.28	28.95
归属于母公司净利润	822.52	(519.01)	547.71	2,003.00	2,506.11
每股收益(元)	0.30	(0.19)	0.20	0.74	0.92

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	26.34%	27.38%	16.27%	20.78%	19.68%
营业利润	40.58%	-170.06%	-197.19%	245.30%	30.02%
归属于母公司净利润	14.43%	-163.10%	-205.53%	265.70%	25.12%
获利能力					
毛利率	13.76%	12.32%	11.30%	12.69%	12.71%
净利率	2.43%	-1.21%	1.09%	3.31%	3.46%
ROE	9.03%	-6.04%	6.02%	18.33%	18.88%
ROIC	11.02%	2.07%	5.93%	12.33%	15.54%
偿债能力					
资产负债率	70.20%	77.08%	79.67%	74.96%	74.81%
净负债率	87.29%	154.91%	142.78%	88.41%	69.30%
流动比率	1.10	0.91	0.98	0.96	1.04
速动比率	0.64	0.50	0.68	0.50	0.72
营运能力					
应收账款周转率	4.34	5.51	4.55	5.47	5.47
存货周转率	5.54	5.18	5.69	5.48	5.72
总资产周转率	1.25	1.25	1.20	1.35	1.48
每股指标(元)					
每股收益	0.30	-0.19	0.20	0.74	0.92
每股经营现金流	0.12	0.24	0.46	1.62	0.49
每股净资产	3.36	3.17	3.35	4.03	4.89
估值比率					
市盈率	41.19	-65.29	61.86	16.92	13.52
市净率	3.72	3.94	3.73	3.10	2.55
EV/EBITDA	14.66	9.29	20.55	11.08	9.44
EV/EBIT	20.36	16.69	32.32	14.21	11.73

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com