

证券研究报告

电子

强烈推荐(维持)

证券分析师

刘舜逢

投资咨询资格编号:S1060514060002
电话 0755-22625254
邮箱 LIUSHUNFENG669@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

欧菲光(002456)

披荆斩棘，借硬件优势布局车联网市场

事项：

近日，我们参加了公司与投资者交流会，与管理层就公司的主营业务情况及战略发展规划进行了深入交流。

平安观点：

- **摄像头业务今年将爆发：**欧菲光自 2013 年涉足摄像头业务以来便取得不错的业绩，2014 年该部分业务收入达到 28.69 亿元，同比增长 387.92%，实现销售数量 1.02 亿颗，2015 年计划销售 3 亿颗。今年公司将加大摄像头业务的产线投入，年底将到 40 条，产能将达到 32KK。除了扩产能，公司在产品结构上也进行了调整，更多的向高像素摄像头模组倾斜，以保证相关产品的毛利率可以维持在 12%~13% 的水平。“扩产能+调结构”将成为今年公司该部分业务增长的基本逻辑，在这种策略下，公司今年该部分业务收入将会有较大幅度增长，预计增长幅度在 1.5 倍左右。
- **指纹识别模组潜力巨大：**近期，民生银行也推出了基于指纹识别的手机银行支付服务，成为中国率先试水生物识别支付应用的商业银行，此举有望再次掀起指纹识别市场的东风。基于行业的景气程度不断上升，欧菲光今年积极推进指纹支付模组业务，计划年底扩充产能至 40KK，较目前的 20KK 增长一倍。欧菲光正在与国内的配置指纹识别机型的厂商进行合作，目前定案的手机已经有 20 多款，4 月份已经开始陆续出货。基于模组市场的特殊性，相关产品的毛利率比较稳定，随着指纹识别模组产能的逐渐释放，该部分明年将会呈现爆发式增长，潜力巨大。
- **披荆斩棘，进军“车联网”市场：**智能汽车的概念引爆了汽车电子市场。基于智能汽车的“软件+服务”的生态系统正在初步的形成中。欧菲光作为一家主营触

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	9102	19,482	26,211	33,367
YoY(%)	131.5	114.0	34.5	27.3
净利润(百万元)	571	682	898	1,192
YoY(%)	77.9	19.3	31.7	32.8
毛利率(%)	16.3	12.0	13.0	12.5
净利率(%)	6.3	3.5	3.4	3.6
ROE(%)	17.5	11.7	13.5	15.5
EPS(摊薄/元)	1.23	0.66	0.87	1.16
P/E(倍)	69.65	34.2	49.4	37.2
P/B(倍)	17.28	6.0	6.7	5.8

摸屏、摄像头的企业，其产品可以广泛应用于汽车上。目前，欧菲光已经将硬件产品送到相关企业进行认证，借此打入汽车电子硬件市场。同时欧菲光也从硬件平台出发，正在积极布局汽车“终控系统”，利用“屏入口”和“摄像头”入口收集用户数据，由于欧菲光的优势并不在平台、服务方面，外延增长方式将会成为公司涉足“车联网”服务市场的一种便捷方式，融创天下的体外并购就是很好的说明。未来，公司有望打通“车联网”领域的软硬件市场，再造一个欧菲光。

- **投资策略：**我们预计公司 2015/2016 年的 EPS 为 0.87/1.16，对应当前股价的 PE 为 49/37。基于公司业务所处的行业持续保持景气，公司面临的机会巨大，结合公司自身的优势，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险，价格下跌风险，成本上升风险，产能扩充风险。

正文目录

一、2015 年主营业务再接再厉.....	5
1.1 营收快速增长，产品种类不断优化.....	5
1.2 摄像头模组今年将爆发.....	6
1.3 布局指纹识别潜力大.....	6
二、披荆斩棘，进军汽车智能市场.....	7
2.1 公司进军汽车智能市场优势明显.....	7
2.2 外延发展将是公司进军汽车智能市场的第二步棋.....	7
三、投资策略.....	8
四、风险提示.....	8

图表目录

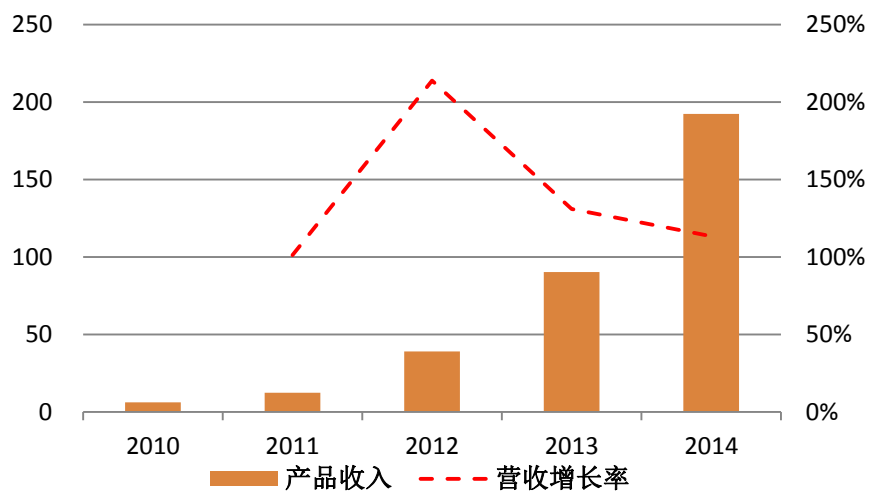
图表 1	欧菲光营业收入快速增长.....	5
图表 2	欧菲光产品种类丰富.....	5
图表 3	2013 年欧菲光收入构成.....	6
图表 4	2014 年欧菲光收入构成.....	6
图表 5	指纹识别优点突出.....	7
图表 6	光学元件企业估值对比.....	8

一、2015 年主营业务再接再厉

1.1 营收快速增长，产品种类不断优化

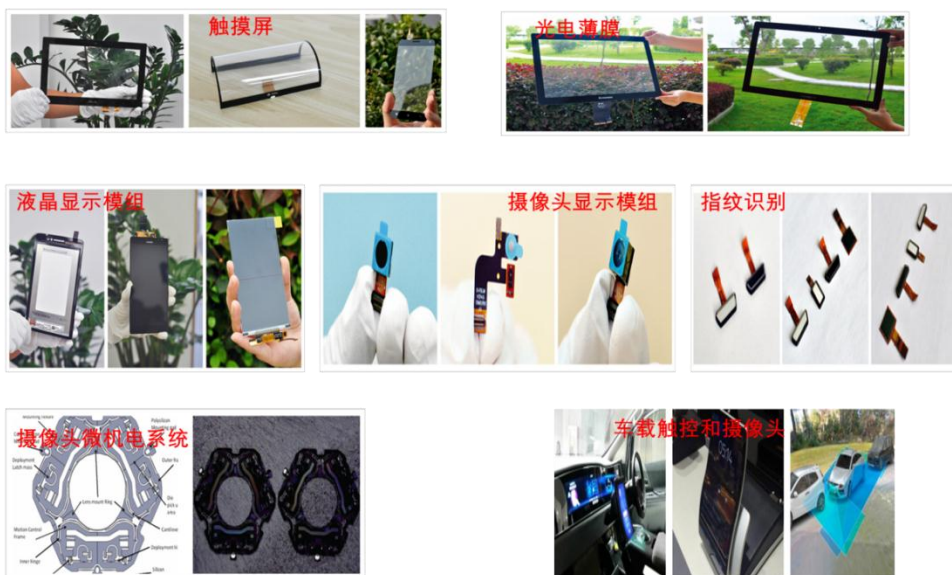
欧菲光作为光学光电子行业的第二大（按收入规模计算）本土企业，受益于下游行业的景气，近几年营收增长一直维持在 1 倍以上，2014 年营业收入达到 194.82 亿元，较去年增长 114%，增长迅速。公司的产品从最初的手机触摸屏、滤光片、光纤镀膜扩充到摄像头模组、指纹识别模组、车载触控和摄像头、摄像头 MEMS 机电系统等多产品，应用范围和产品市场份额都在逐步提升。随着移动智能终端的市场发展，公司将面临巨大的发展机遇。

图表1 欧菲光营业收入快速增长（单位：亿元）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表2 欧菲光产品种类丰富



资料来源：公司网站、平安证券研究所

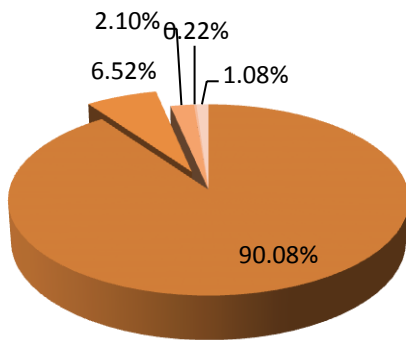
1.2 摄像头模组今年将爆发

自 2013 年以来欧菲光切入摄像头业务即取得了不错的业绩，2014 年该部分营业收入达到 28.69 亿元，比 2013 年增长 387.92%，销售数量达到 1.02 亿颗。目前，公司在摄像头模组这一部分有 24 条线，计划 2015 年底扩充到 40 条线，届时产能将达到 32KK，计划销量将达到 3 亿颗。

价格方面，预计摄像头行业平均价格会下降 10%-15%，这给摄像头模组厂商带来了一定的压力。但是欧菲光凭借自己在摄像头领域取得的技术优势，将其产品更多的向高像素模组方面倾斜，公司今年计划销售的摄像头模组中有 50%的比例是 5M-8M 的型号，有 50%是 8M 以上的型号，2M、3M 以下的模组公司已经不生产了。可以说，这种调整一方面是紧跟市场需求的变化，因为智能手机的像素提升很快；另一方面也是因为市场竞争激烈，这种调整可以在一定程度上应对价格下行的压力，将摄像头模组的毛利水平稳定在 12%-13%的范围内，对公司的盈利增长有一定的推动作用。

随着公司新增产线产能的逐步释放，公司在生产上的规模效应会越来越显著，预计摄像头模组这一块今年将会取得较快的增长。未来两年，随着物联网的推进，摄像头模组的应用范围越来越广，更多的电子设备将会装备安装摄像头模组，欧菲光的产能扩充计划可谓正逢时日。

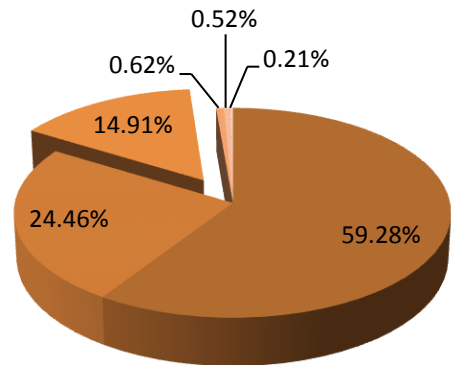
图表3 2013 年欧菲光收入构成



- 触控显示全贴合产品
- 触摸屏
- 摄像头模组
- 光纤头镀膜
- 其他
- 滤光片及镜座组件

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

图表4 2014 年欧菲光收入构成



- 触控显示全贴合产品
- 触摸屏
- 摄像头模组
- 光纤头镀膜
- 其他
- 滤光片及镜座组件

资料来源：平安证券研究所、公司招股说明书

1.3 布局指纹识别潜力大

自苹果首次将指纹识别技术应用在智能手机后，指纹识别就成了一个热门话题备受关注。由于指纹识别具有安全性高、使用方便的重要优点，其作为一种新生力量取代传统密码技术已经成为一种大趋势。

图表5 指纹识别优点突出

	指纹识别	面部识别	虹膜识别	语音识别	签名识别
易用性	高	高	中	高	高
准确性	高	高	极高	中	中
接受程度	高	高	中	高	中
安全程度	高	较高	极高	中	中
长期稳定性	高	高	高	中	中
响应速度	快	慢	快	慢	中

资料来源：平安证券研究所

近日，民生银行发布消息称推出手机银行支付服务，成为中国率先试水生物识别支付应用的商业银行，谷歌本周 I/O 软体开发商年会预料会展出新版作业系统 Android M，而 Android M 将具备原生指纹识别功能。随着民生银行的示范效应逐步显现，Android M 系统的发布和推广，今年指纹识别市场预计将会迎来新的爆发，预计 2015 年国内市场规模将达到 30-50 亿元。

欧菲光紧跟市场节奏，加大了其在指纹识别领域的投入，公司目前产线产能在 20KK 左右，计划 2015 年底产能将达到 40KK 左右，产能增长一倍，届时将成为指纹识别方面国内最大的企业。今年公司将加大在销售方面的投入，计划销售数量在 40KK 以上。就现在的情况看，公司指纹识别在国内市场的导入非常顺利，正在与国内多家手机厂商合作，目前定了案的手机也有 20 多款，并且在 4 月份逐步出货。随着该部分业务在中国市场份额的逐步提升，对公司的推动作用将会逐渐显现。

在竞争对手方面，虽然华天科技、长电科技、硕贝德、晶方科技都有向指纹识别这一领域进行拓展，但是目前来看还不能对公司构成威胁，欧菲光在国内指纹识别领域一家独大的局面将会继续保持。

二、 披荆斩棘，进军汽车智能市场

2.1 公司进军汽车智能市场优势明显

汽车作为一种必备交通工具，未来将会成为人们生活的又一个核心。在“互联网+”的大背景下，汽车与“互联网+”发生了碰撞，“智能汽车”、“车联网”的概念也随之而出。但无论是车联网还是智能汽车，一个必要的前提就是汽车硬件方面的智能化。所以汽车电子市场一定是最先刮起“车联网”、“智能汽车”之风的市場。

车载触控显示屏作为人机交互的界面，摄像头作为汽车的眼睛，两者入口价值明显，这也成为很多汽车电子厂商的必争之地。欧菲光主营触控显示屏和摄像头模组。通过多年积累，在触控领域，欧菲光已经完成触控系垂直一体化的全产业链布局，已打通产业链上下游，实现了触摸屏与液晶模组的产业化配套；在摄像头模组领域，欧菲光则计划通过扩大模组出货量，快速聚集客户群，逐步向产业链上游渗透，形成产业链垂直一体化布局。凭借在触摸屏和摄像头领域的优势，公司可以快速的切入汽车电子硬件市场，完成进军汽车智能市场的第一步。公司目前已经将自己的产品送到汽车企业去进行认证，并且有几个产品已经通过认证。

2.2 外延发展将是公司进军汽车智能市场的第二步棋

汽车硬件实现智能化不是最终目的，硬件智能的最终目的是实现服务的随时可达性，也就是在人们

需要任何服务的时候能够以最快的速度去实现。一个完成的智能汽车生态系统一定是“硬件”与“软件”的结合。硬件方面公司自己将产品送到相关机构进行认证，加大营销投入，来开拓公司在汽车电子这一块的市场。

软件方面，欧菲光从硬件平台出发，正在积极布局汽车“终控系统”，利用“屏入口”和“摄像头”入口收集用户数据，由于欧菲光的优势并不在平台、服务方面，所以公司进入智能汽车软件市场更可能是采取外延并购的方式来推进。2014年欧菲光宣布收购融创天下，布局移动互联网视频产业，向平台型科技公司及互联网方向发展。虽然近期宣布终止并购融创天下，但仍然采用了体外并购的方式去培养公司在车联网服务端的实力，显示了公司在汽车领域“硬件+服务”一体化布局的决心。随着公司在软件服务平台上的外延发展战略的继续推进，公司有望在这一领域取得突破。

三、 投资策略

我们预计公司2015/2016年的EPS为0.87/1.16，对应当前股价的PE为49/37。欧菲光的优势在触摸屏和摄像头模组领域，这两者都可以广泛应用于汽车上。随着汽车智能化的逐步推进，公司有望凭借电子硬件打入汽车电子市场。另外，公司还在积极通过外延式发展方式，涉足车联网服务市场，未来公司有望成为集硬件与服务一体化的公司，投资价值巨大。因此，我们维持“强烈推荐”评级。

图表6 光学元件企业估值对比

公司	5月28日	EPS (元)				PE (倍)				评级
	股价	2013A	2014	2015E	2016E	2013A	2014	2015E	2016E	
欧菲光	43.02	1.25	0.71	0.87	1.16	34.42	60.59	49.45	37.09	推荐
星星科技	33.61	-0.99	0.12	0.68	1.01	-33.95	280.08	49.43	33.28	未评级
超声电子	15.89	0.30	0.31	0.62	0.77	52.97	51.26	25.63	20.64	未评级
水晶光电	39.2	0.30	0.40	0.69	0.93	130.67	98.00	56.81	42.15	未评级
宇顺电子	37.97	0.05	-1.75	0.53	0.65	759.40	-21.70	71.64	58.42	未评级
行业平均						188.70	93.65	50.59	38.31	

资料来源：平安证券研究所，wind，注：*数据来自万得一致预期

四、 风险提示

- 行业竞争加剧
- 价格下跌风险
- 成本上升的风险
- 产能扩张的风险。

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	5804	9593	11830	15922
现金	1660	2375	3777	4808
应收账款	1912	3374	3737	5315
其他应收款	37	128	94	189
预付账款	74	124	143	197
存货	1820	2928	3387	4698
其他流动资产	301	664	692	715
非流动资产	3716	4563	7038	9454
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2735	3522	5913	8269
无形资产	238	258	292	333
其他非流动资产	743	783	833	853
资产总计	9520	14156	18868	25376
流动负债	5606	6448	10263	15700
短期借款	2155	1690	4103	7914
应付账款	2388	3494	4329	5687
其他流动负债	1063	1264	1831	2099
非流动负债	647	1874	1977	1984
长期借款	631	1847	1950	1957
其他非流动负债	16	27	27	27
负债合计	6253	8336	12240	17684
少数股东权益	0	0	0	0
股本	465	1031	1031	1031
资本公积	1793	3187	3187	3187
留存收益	1012	1608	2378	3451
归属母公司股东权益	3267	5820	6628	7693
负债和股东权益	9520	14156	18868	25376

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	695	-356	1963	745
净利润	571	682	898	1192
折旧摊销	206	364	423	632
财务费用	179	343	334	482
投资损失	-1	-6	-2	-2
营运资金变动	-248	-1741	310	-1558
其他经营现金流	-13	3	0	0
投资活动现金流	-2114	-1200	-2896	-3047
资本支出	1808	646	2475	2417
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-306	-554	-421	-630
筹资活动现金流	3723	4217	-77	-479
短期借款	500	-465	0	0
长期借款	398	1216	103	7
普通股增加	273	566	0	0
资本公积增加	1180	1394	0	0
其他筹资现金流	1373	1506	-180	-486
现金净增加额	3110	4322	3777	4808

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	9102	19482	26211	33367
营业成本	7614	17145	22804	29196
营业税金及附加	16	25	39	47
营业费用	118	141	262	300
管理费用	515	1140	1701	1935
财务费用	179	343	334	482
资产减值损失	41	58	79	100
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	6	2	2
营业利润	620	637	994	1309
营业外收入	70	147	75	90
营业外支出	8	3	3	4
利润总额	682	781	1065	1394
所得税	110	100	168	202
净利润	571	682	898	1192
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	571	682	898	1192
EBITDA	983	1262	1596	2258
EPS (元)	1.23	0.66	0.87	1.16

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	131.5	114.0	34.5	27.3
营业利润(%)	97.1	2.7	56.1	31.7
归属于母公司净利润(%)	77.9	19.3	31.7	32.8
获利能力				
毛利率(%)	16.3	12.0	13.0	12.5
净利率(%)	6.3	3.5	3.4	3.6
ROE(%)	17.5	11.7	13.5	15.5
ROIC(%)	10.3	8.2	7.5	7.6
偿债能力				
资产负债率(%)	65.7	58.9	64.9	69.7
净负债比率(%)	42.3	23.9	41.7	73.8
流动比率	1.0	1.5	1.2	1.0
速动比率	0.7	1.0	0.8	0.7
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.6	1.6	1.5
应收账款周转率	5.9	7.4	7.4	7.4
应付账款周转率	4.7	5.8	5.8	5.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.23	0.66	0.87	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	-0.35	1.90	0.72
每股净资产(最新摊薄)	7.02	5.65	6.43	7.46
估值比率				
P/E	69.65	34.2	49.4	37.2
P/B	17.28	6.0	6.7	5.8
EV/EBITDA	1.41	1.1	29.5	22.1

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033