

2016年07月06日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师： 王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn
证券分析师： 周绍倩 S0350516070001
0755-83709401 zhousq01@ghzq.com.cn
联系人： 李彪 S0350115070033
lis03@ghzq.com.cn

手机零部件创新不断，战略布局智能驾驶 ——欧菲光（002456）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
欧菲光	0.1	4.5	-16.6
沪深 300	-8.2	-1.7	-17.5

市场数据 2016/07/06

当前价格（元）	28.95
52 周价格区间（元）	16.67 - 40.55
总市值（百万）	29836.22
流通市值（百万）	23697.75
总股本（万股）	103061.20
流通股（万股）	81996.05
日均成交额（百万）	808.93
近一月换手（%）	55.37

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- 指纹识别进入高速增长期** 今年年初 APPLE PAY 入华打破了银联、运营商、手机厂商之间互相制约的格局，运营商对苹果的放行给了安卓阵营手机厂商和银联合作更多的空间，使得 NFC 移动支付产业链缩短，未来渗透将呈现加速态势。指纹识别能够提高支付的安全性，便捷性，是移动支付天生的“搭档”，应用空间一旦打开，硬件渗透必然先行，使得今年指纹识别呈现高速增长的趋势。欧菲光是国内最大的指纹识别模组企业，向上游看与指纹识别芯片龙头 FPC 有着最紧密的合作，下游则覆盖华为、小米等国内安卓阵营几乎全部一线客户，处于行业核心地位。
- 双摄像头是下一次拍摄革命** 2016 年公司调整摄像头出货结构，更多的承接高像素摄像头订单，预期毛利水平将保持稳定。同时，公司双摄像头模组技术储备丰富，与舜宇、光宝等厂商并列成为少数具备双摄像头模组出货能力的企业。我们预计今年的双摄像头正如去年的指纹识别，处于行业高速成长的前夜，明年市场需求将快速增长。而由于双摄像头技术难度较之单摄像头大幅提高，使得技术稍弱的企业无法通过价格战来进行竞争，欧菲光作为行业龙头将成为双摄像头放量的主要受益者。
- 战略布局智能驾驶** 去年开始设全资子公司欧菲智能车联，今年以来先后对外投资参与设立新沃财产保险股份有限公司，参股 OEM 北汽新能源，收购优质 Tier 1 供应商华东汽电，逐步布局完整的智能汽车产业链。目前尚处于初级阶段，大量布局研发，基建和人才储备，主要技术覆盖 ADAS 系统，中控娱乐系统，汽车电子。目前正在各大整车厂商的供应商资质审核流程中，预计明年陆续拿到自主品牌的供应商资质，后年合资品牌资质，开始直接给汽车厂商供货，今年一方面小批量试制打样给国内和国际知名一级供应商，一方面通过收购的华东汽电，供应多款现有产品给华东汽电的现有客户。预计 ADAS 核心产品 3-5 年后达到出货增速高峰。
- 盈利预测和投资评级：买入评级** 基于审慎性原则，在非公开增发未最终完成时，暂不考虑增发对股本的摊薄及对业绩的影响因素，预估公司 2016/2017/2018 年每股收益分别为 0.78，1.09，1.44，对应当前股价 PE 为 37，27，20 倍，Tier 2 车载摄像头国内市占率第一的舜宇光学

(2382.HK)，在港股市场的估值高于同业电子公司，欧菲光技术目标为 Tier 1 的 ADAS 模组供应商，定位类似以色列公司 Mobileye (MLBL.US)，公司当前估值介于两者之间，随着公司 ADAS 摄像头模组业务占比的提升，未来估值将逐步趋近 MBLY，首次覆盖给予买入评级。

- **风险提示：**摄像头业务竞争加剧，双摄像头市场需求不如预期；智能驾驶进展不达预期；非公开发行不能顺利完成的

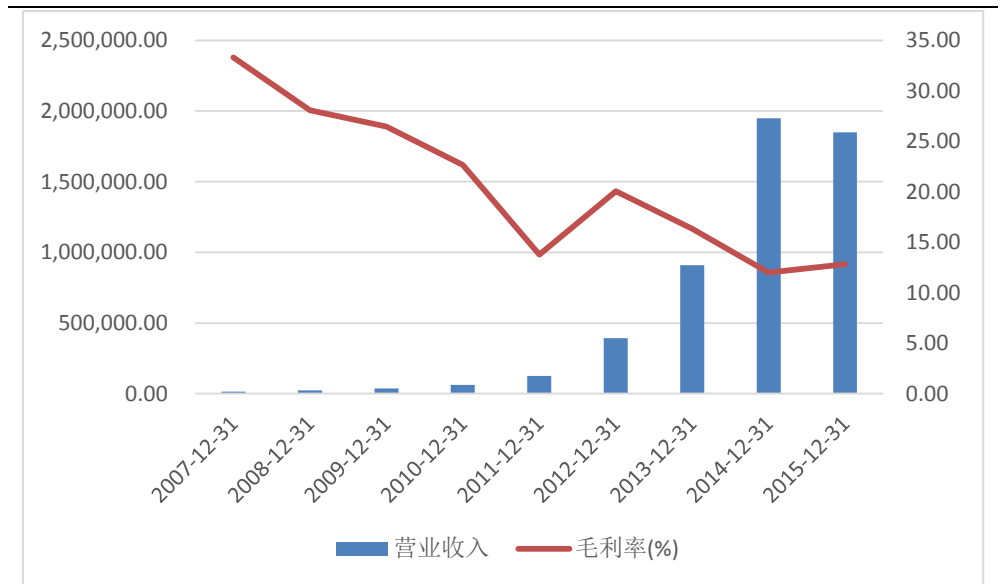
预测指标	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	18497.77	25138.46	31272.25	37683.06
增长率(%)	-5.05%	35.90%	24.40%	20.50%
净利润（百万元）	478.45	806.95	1120.50	1485.40
增长率(%)	-29.80%	68.66%	38.86%	32.57%
摊薄每股收益（元）	0.46	0.78	1.09	1.44
ROE(%)	7.92%	11.99%	14.57%	16.57%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

1、消费电子产品触控屏龙头企业

欧菲光是我国消费电子零组件的龙头企业,自2002年开始生产红外截止滤光片,四年时间就成为全球最大的厂家,占全球市场份额三分之一;2008年进入触控系统领域,开始生产电阻式触摸屏,2010年布局电容式触摸屏,2013年至今出货量保持全球第一,是全球最大的智能手机触摸屏供应商。可以看到,欧菲光是电子行业市场竞争能力最强悍的公司之一,进入一个行业后能够迅速将规模和良率做到一个很高的水平,成为该领域的巨头。进入2015年,由于智能手机出货增长放缓,公司触控屏以及贴合业务毛利承受了下行压力,公司出现了营收增速放缓和毛利下滑的调整。另一方面不同于大多数出口型电子加工企业,欧菲光有部分原材料进口,但产品以内销为主,因此15年人民币汇率出现快速贬值对公司净利润有所侵蚀。进入2016年,随着3D触控逐渐普及,以及柔性OLED屏幕有望对外挂式触控形成拉动,同时由于经历了2015年汇率波动,公司也积累了更加丰富的应对外汇风险的经验,预计触控业务将保持平稳。

图1:公司收入与毛利率



资料来源:公司公告,国海证券研究所

2、指纹识别进入高速增长期

从2013年开始,中国移动支付出现了高速增长,根据艾瑞咨询预测到2018年我国移动支付的交易量将超过18万亿元,巨大流量下,二维码支付的安全隐患也愈发明显,交易系统对NFC、指纹等一系列高安全级别的硬件需求将越来越明确。今年年初,APPLE PAY入华打破了银联、运营商、手机厂商之间互相制约的格局,运营商对苹果的放行给了安卓阵营手机厂商和银联合作更多的空间,使得NFC移动支付产业链缩短,未来渗透将呈现加速态势。而指纹识别能够提高支付的安全性,便捷性,是移动支付天生的“搭档”,应用空间一旦打开,硬件渗透必然先行,使得今年指纹识别呈现高速增长的趋势。欧菲光是国内最大的指纹识别模组企业,向上游看与指纹识别芯片龙头FPC有着最紧密的合作,下游则覆盖华为、小米等国内安卓阵营几乎全部一线客户,处于行业核心地位。公司

2015 年公司传感器类产品毛利率为 8.5%，而随着 2016 年指纹模组出货量提高，产能利用率也得到提高，预期未来毛利率将呈现稳步提升态势，将支撑欧菲光净利润的成长。

3、双摄像头是下一次拍摄革命

欧菲光摄像头目前月出货量超过 20KK，已经是中国摄像头模组出货量最大的企业。2016 年公司调整摄像头出货结构，更多的承接高像素摄像头订单，预期毛利水平将保持稳定。同时，公司双摄像头模组技术储备丰富，与舜宇、光宝等厂商并列成为少数具备双摄像头模组出货能力的企业。摄像头模组由镜头、马达、滤光片、图像传感器、PCB 板组成，一般而言传感器面积越大镜头厚度越大成像质量越优秀，但智能手机发展到现在，越来越追求机身美观和纤薄，手机的厚度限制了单摄像头提升图像质量，双摄像头可以通过两个摄像头同时拍摄并采用算法合成来提高成像质量和成像像素，是一种采用横向空间拓展替代纵向空间拓展的策略。除了提高像素和成像质量以外，双摄像头由于具有不同位置的两颗摄像头，因此能够实现双目视觉方面的应用。通过不同角度同时拍摄物体，双摄像头能够通过算法快速计算出场景中各物体的深度信息。未来随着虚拟现实和增强现实的普及，将对 3D 建模要求大幅提高，手势识别类的交互应用也要求摄像头能够准确还原空间信息。我们预计今年的双摄像头正如去年的指纹识别，处于行业高速增长的前夜，明年市场需求将快速增长。而由于双摄像头技术难度较之单摄像头大幅提高，使得技术稍弱的企业无法通过价格战来进行竞争，欧菲光作为行业龙头将成为双摄像头放量的主要受益者。

4、战略布局智能驾驶

自 2015 年 6 月 10 日公告拟设全资子公司欧菲智能车联有限公司开始，逐步加强汽车电子、ADAS 和车联网等领域的产业布局。目前尚处于初级阶段，大量布局研发，基建和人才储备，主要技术覆盖 ADAS 系统，中控娱乐系统，汽车电子。目前正在各大整车厂商的供应商资质审核流程中，预计明年陆续拿到自主品牌的供应商资质，后年合资品牌资质，开始直接给汽车厂商供货，今年一方面小批量试制打样给国内和国际知名一级供应商，一方面通过收购的华东汽电，供应多款现有产品给华东汽电的现有客户。预计 ADAS 核心产品 3-5 年后达到出货增速高峰。

4.1、外延汽车行业优质公司

公司今年以来先后参股 OEM 北汽新能源，收购优质 Tier 1 供应商华东汽电，逐步布局完整的智能汽车产业链。

表 1：进军智能汽车领域的收购事宜

公告日期	收购事项	主要业务	持股比例
6 月 25 日	拟收购华东汽电部分股权	产品涉及车身电子、主被动安全、能源管理、车联网等。拥有 20 多家优质	70%

		整车厂的前装供应商资质，是上汽集团战略合作伙伴，北汽集团核心供应商，合作客户包括广汽集团、江淮汽车、上海通用等。	
6月25日	拟收购南京天擎部分股权	产品涉及汽车电子产品、智能交通产品及相关汽车零部件、机电产品。	48%
3月30日	投资参股北汽新能源	新能源汽车整车、纯电动汽车、混合动力汽车的生产项目	-

资料来源：国海证券研究所

6月25日，公司公告收购华东汽电和南京天擎部分股权，股权转让金额合计1.68亿元，占公司最近一期经审计总资产的1.05%。华东汽电是国内少数几家在汽车电子、汽车总线领域都有成熟客户、产品平台及核心关键技术的企业之一，特别是车身控制器和汽车网关两个产品承担汽车智能防盗、车门车窗车灯和座椅控制，掌握全车的总线数据，在国产倒车影像摄像头市场，与深圳豪恩，珠海上富共同拥有垄断型市场地位。业务已覆盖国内主流自主品牌，已通过通用全球供应商审核，未来目标逐步进入全球品牌配套体系。

图2：华东汽电主要产品



资料来源：华东汽电官网，国海证券研究所

此前，在今年3月30日已公告了拟投资参股北汽新能源的协议，对外投资金额2.05亿元，占公司最近一期经审计总资产的1.45%。加大产业布局的升级转型，整合上下游产业链，直接有助于公司汽车电子及智能化产品的布局。

4.2、管理层股权激励

2016年6月25日，公司公告了第一期限限制性股票激励计划和股票增值权激励计划的草案，拟向激励对象授予限制性股票总计1,977万份，占公司股本总额1.92%，股票增值权总计461万股，占公司股本总额0.45%。限制性股票授予价格和股票增值权行权价格均为14.32元。近期公司引入原德尔福马光林博士团队等智能汽车核心技术专家和管理团队，已列入此次股权激励名单中，智能汽车成为战略布局重点。

4.3、拓宽车联网市场

2016年1月18日对外投资参与设立新沃财产保险股份有限公司。发起人还包

括新沃资本控股集团有限公司、乐视网信息技术（北京）股份有限公司、深圳市科陆电子科技股份有限公司、上海世茂股份有限公司、北京卡达普投资有限公司、柏年康成健康管理集团有限公司、江西济民可信集团有限公司等共八家公司。欧菲光货币出资 11,000 万元人民币，持股新沃财险 11%的股权。

由于车险已成为各大财险重点关注方向，也是车联网最重要的应用领域之一，财险公司通过车联网产品获得驾驶员的驾驶习惯信息，评估风险大小，同时基于这些信息可以为驾驶员量身打造个性化的保险方案。而通过投资财险公司，欧菲光可以分享财险公司的客户资源，拓宽公司车联网产品市场和保有量，帮助公司在智能汽车领域实现产品销售和运维服务一体化。

5、盈利预测与评级

基于审慎性原则，在非公开增发未最终完成时，暂不考虑增发对股本的摊薄及对业绩的影响因素，预估公司 2016/2017/2018 年每股收益分别为 0.78, 1.09, 1.44，对应当前股价 PE 为 37, 27, 20 倍，Tier 2 车载摄像头国内市占率第一的舜宇光学（2382.HK），在港股市场的估值高于同业电子公司，欧菲光技术目标为 Tier 1 的 ADAS 模组供应商，定位类似以色列公司 Mobileye（MLBL.US），公司当前估值介于两者之间，随着公司 ADAS 摄像头模组业务占比的提升，未来估值将逐步趋近 MBLY，首次覆盖给予买入评级。

表 2：海外同业公司盈利及估值预测

同业公司	股票	2016/7/1	EPS			PE			投资
代码	名称	股价	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	评级
MBLY.US	Mobileye	47.11	0.29	0.69	1.07	162.4	68.3	44.0	NA
2382.HK	舜宇光学	27.2	0.69	0.97	1.22	33.8	24.1	19.1	NA

资料来源：Yahoo Finance, Wind, 国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 摄像头业务竞争加剧，双摄像头市场需求不如预期；
- 2) 智能驾驶进展不达预期；
- 3) 非公开发行不能顺利完成的风险

表 1：欧菲光盈利预测表（暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响）

证券代码：	002456.SZ				股价：	28.95				投资评级：	买入				日期：	2016/07/06			
财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015A	2016E	2017E	2018E										
盈利能力					每股指标														
ROE	7.92%	11.99%	14.57%	16.57%	EPS	0.46	0.78	1.09	1.44										
销售毛利率	12.84%	13.90%	14.10%	14.50%	P/E	63.01	37.36	26.90	20.29										
销售净利率	2.59%	3.21%	3.58%	3.94%	P/B	4.99	4.48	3.92	3.36										
成长能力					P/S	1.63	1.20	0.96	0.80										
收入增长率	-5.05%	35.90%	24.40%	20.50%															
利润增长率	-29.80%	68.66%	38.86%	32.57%															
营运能力					资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E										
总资产周转率	1.18	1.46	1.60	1.70	货币资金	1315.00	1401.38	2864.14	3579.85										
应收账款周转率	3.50	4.13	5.08	5.01	应收和预付款项	5408.83	6383.44	6474.14	7843.66										
存货周转率	4.89	5.71	6.02	6.63	存货	3295.94	3788.91	4463.89	4861.44										
偿债能力					其他流动资产	294.39	350.00	400.00	450.00										
资产负债率	61.49%	60.97%	60.56%	59.55%	长期股权投资	34.91	34.41	34.91	35.91										
流动比	1.41	1.51	1.61	1.73	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00										
速动比	0.92	0.98	1.06	1.18	固定资产和在建工程	4218.55	4328.63	4463.71	4613.79										
					无形资产和开发支出	754.91	701.66	651.40	603.64										
					其他非流动资产	361.03	257.40	155.02	177.70										
利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	资产总计	15683.55	17245.83	19507.21	22165.99										
					短期借款	1499	1260	1000	900										
营业收入	18497.77	25138.46	31272.25	37683.06	应付和预收款项	5573.43	6282.41	7349.86	8237.51										
营业成本	16122.21	21644.22	26862.86	32219.02	长期借款	2291	2591	2991	3491										
营业税金及附加	42.07	57.82	68.80	79.13	其他负债	280.52	380.28	473.33	570.55										
销售费用	136.30	248.87	325.23	437.12	负债合计	9643.72	10513.94	11814.35	13199.21										
管理费用	1270.52	1830.08	2279.75	2762.17	股本	1030.61	1030.61	1030.61	1030.61										
财务费用	425.94	409.54	422.97	447.26	资本公积	2969.84	2969.84	2969.84	2969.84										
资产减值损失	58.93	70.00	75.00	80.00	留存收益	2039.38	2731.44	3692.40	4966.32										
投资收益	4.30	-1	1	1	归属母公司股东权益	6039.83	6731.89	7692.86	8966.78										
公允价值变动损益	0	0	0	0	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00										
其他经营损益	0	0	0	0	股东权益合计	6039.83	6731.89	7692.86	8966.78										
营业利润	446.11	877.44	1238.14	1659.35	负债和股东权益总计	15683.55	17245.83	19507.21	22165.99										
其他非经营损益	83.82	72.00	80.00	88.00															
利润总额	529.93	949.44	1318.14	1747.35	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E										
所得税	51.48	142.49	197.65	261.95	经营性现金净流量	793.31	1010.47	2437.65	1573.71										
净利润	478.45	806.95	1120.50	1485.40	投资性现金净流量	-1271.63	-687.37	-782.48	-881.88										
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资性现金净流量	49.11	-236.71	-192.41	23.88										
归属母公司股东净利	478.45	806.95	1120.50	1485.40	现金流量净额	-413.88	86.39	1462.75	715.71										

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【汽车组介绍】

【电子元器件组介绍】

王凌涛，资深电子行业分析师，证券行业从业近 5 年，具有丰富的实业工作经历，熟悉电子行业供应链脉络，深入研究，扎实审慎。

周绍倩，同济大学汽车专业毕业，具有汽车行业 OEM 四年工作经验，证券行业两年工作经验。

李鹿，5 年半电子行业工作经验，1 年证券行业从业经验，擅长产业链调研，基本面研究

【分析师承诺】

周绍倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。