东兴证券
DONGXING SECURITIES

双摄爆发，摄像头龙头扬帆起航

——欧菲光（002456）调研简报

2017 年 05 月 07 日

推荐/首次	
欧菲光	调研简报

分析师：杨若木
010-66554032 yangrm@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480510120014
联系人：贺茂飞
021-25102844 hemf@dxzq.net.cn
联系人：刘慧影
010-66554014 Liuhy_yjs@dxzq.net.cn

报告摘要：

2017 年是双摄加速渗透的一年，预计双摄渗透率将由 2016 年的 5.25%提升至 16%左右，双摄迎来各品牌旗舰机型标配时代。欧菲光是国内手机摄像头模组龙头企业，是双摄行业变革的最大受益者。收购索尼华南电子公司之后，公司承接了索尼的摄像头模组业务资源，技术实力和管理能力实现了飞跃提升。我们认为在技术领先优势、规模效应优势及双摄市场爆发等内外因素作用下，公司摄像头业务将迎来爆发式发展。

双摄产品的复杂度远远高于单摄产品的模组组装，因此产品单价一般是单摄产品的 2.5-3 倍。虽然双摄产品的芯片、镜头、马达等零组件成本基本是单摄的 2 倍，但是模组组装过程的复杂度及良率控制难度远远高于单摄产品，因此模组厂商有能力享受扣除零组件成本之外的附加值提升。相比单摄产品，双摄产品的盈利能力更强。目前，双摄行业供应格局相对集中，几家龙头企业是双摄产品的主要供应商。

3D sensing 产品将为摄像头产业链带来一次行业性的机遇。我们认为 3D sensing 摄像头如果全面普及，市场容量将不亚于现有摄像头市场规模。目前搭载了 3D sensing 的消费电子产品包括联想 Phab2 pro 手机、微软的 kinect 等。3D sensing 小型化技术基本成熟，已经到了应用到手机等消费电子产品的临界点。苹果下一代手机大概率搭载 3D sensing 功能，巨头的加入将大大加速新技术的推广，带动更多的手机厂商参与 3D 摄像头的行业盛宴。

公司盈利预测及投资评级。我们预测公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.28 元、2.19 元、2.77 元，目前股价对应 P/E 分别为 29.75 倍、17.39 倍、13.77 倍。我们看好公司在双摄加速渗透过程中公司摄像头业务的大爆发及 3D sensing 摄像头带来的行业性机遇，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：双摄产品市场普及进度不及预期的风险

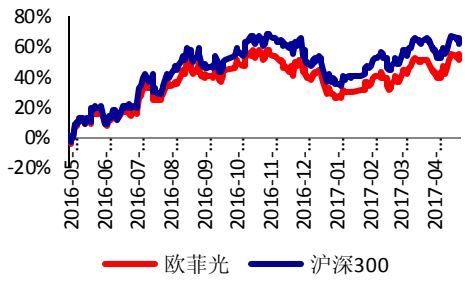
财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	18,497.	26,746.	40,086.	55,338.	70,997.
增长率（%）	-5.05%	44.59%	49.87%	38.05%	28.30%
净利润（百万元）	478.45	718.83	1,390.8	2,378.7	3,004.5
增长率（%）	-29.80%	50.24%	93.48%	71.03%	26.31%
净资产收益率（%）	8.07%	10.21%	14.98%	20.50%	22.32%
每股收益(元)	0.44	0.66	1.28	2.19	2.77
PE	86.48	57.56	29.75	17.39	13.77
PB	6.50	5.15	4.52	3.74	3.07

交易数据

52 周股价区间（元）	23.54-41.00
总市值（亿元）	459
流通市值（亿元）	414
总股本/流通 A 股(万股)	69408/108627
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.90%

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目录

1.单摄变双摄，CCM 产品盈利空间大幅上升 4
2.双摄加速渗透，龙头企业凭借先发优势领跑行业 4
3. 3D sensing 商用在即，新应用开辟全新市场空间 6
4.盈利预测 6
5.风险 7

表格目录

表 1:国内主要双摄手机一览 5
表 2: 公司盈利预测表 8

插图目录

图 1:欧菲光代表双摄产品之一 4
图 2:双摄出货量及渗透率曲线 5
图 3:联想 phab2 手机 3d sensing 零组件构成 6

1.单摄变双摄，CCM 产品盈利空间大幅上升

欧菲光是国内主要的双摄 CCM 产品供应商，公司双摄产品已经导入华为、小米、联想、金立等客户。随着客户双摄产品比例的上升，公司摄像头模组业务在今年将进入快速增长阶段。

公司掌握最先进的双摄 AA 制程工艺，在双摄模组领域拥有业内领先的技术优势。摄像头模组涉及到图像传感器、镜座、镜头、马达等零组件的多次组装，零组件之间的叠加公差对产品的良率有着致命的影响。尤其是在镜头与传感器之间的角度偏差将严重影响传感器对图像的感测，最终造成图像不清晰的效果。通过 AA 制程能最大限度实现透过摄像头镜头的光路与传感器平面保持垂直关系，实现最优的拍摄效果。双摄 CCM 产品单价一般是单摄产品的 2.5-3 倍，凭借优异技术优势，优质龙头厂商有能力享受优于行业平均的盈利水平。

图 1:欧菲光代表双摄产品之一

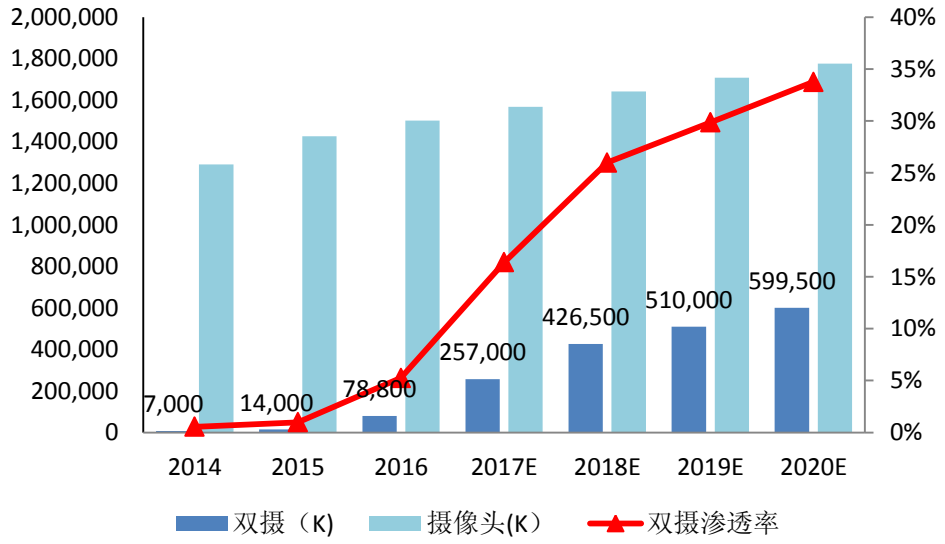
资料来源：东兴证券研究所，互联网公开信息

2.双摄加速渗透，龙头企业凭借先发优势领跑行业

2017 年是双摄加速渗透的一年，预计双摄渗透率将由 2016 年的 5.25%比例提升至 16%左右，双摄迎来旗舰机型标配时代。

欧菲光是国内手机摄像头模组龙头企业，以出货量计算排名位居行业第一，规模优势显著。收购索尼华南公司之后，公司承接了索尼公司的摄像头模组业务资源，技术实力和管理水平实现了飞跃提升。我们认为公司技术领先优势、双摄市场的爆发两大内外因共同作用下，在未来 2-3 年内将迎来摄像头业务的大爆发。

图 2:双摄出货量及渗透率曲线



资料来源：东兴证券研究所，互联网资料整理

表 1:国内主要双摄手机一览

机型	后置摄像头配置	上市时间
HTC One M8	主 400 万像素，副 200 万像素	2014 年 3 月
酷派大观铂顿	主 1300 万像素，副 1300 万像素	2014 年 8 月
中兴天机 A2015	主 1300 万像素，副 200 万像素	2015 年 7 月
LG G5	主 1600 万像素，副 800 万像素	2016 年 2 月
海信 A1	主 1300 万像素，副 200 万像素	2016 年 3 月
荣耀 8	主 1200 万像素，副 1200 万像素	2016 年 7 月
小米红米 pro	主 1300 万像素，副 500 万像素	2016 年 7 月
酷派 cool1	主 1300 万像素，副 1300 万像素	2016 年 8 月
360 Q5	主 1300 万像素，副 1300 万像素	2016 年 8 月
小米 5s	主 1300 万像素，副 1300 万像素	2016 年 9 月
LG V20	主 1600 万像素，副 800 万像素	2016 年 9 月
荣耀畅玩 6x	主 1200 万像素，副 200 万像素	2016 年 10 月
华为 mate 9	主 2000 万像素，副 1200 万像素	2016 年 11 月
中兴天机 7 Max	主 1300 万像素，副 1300 万像素	2016 年 11 月
联想 PHAB 2	主 1300 万像素，副 1300 万像素	2016 年 12 月
荣耀 V9	主 1200 万像素，副 1200 万像素	2017 年 2 月
LG G6	主 1300 万像素，副 1300 万像素	2017 年 2 月
中兴 Blade V8	主 1300 万像素，副 200 万像素	2017 年 3 月
华硕鹰眼 3	主 1200 万像素，副 1200 万像素	2017 年 3 月
华为 P10	主 1200 万像素，副 1200 万像素	2017 年 3 月
努比亚 Z17	主 1300 万像素，副 1300 万像素	2017 年 4 月
小米 6	主 2000 万像素，副 1200 万像素	2017 年 4 月

乐视乐 Pro 3	主 1300 万像素，副 1300 万像素	2017 年 4 月
中兴 Hawkeye	主 1300 万像素，副 1200 万像素	即将上市

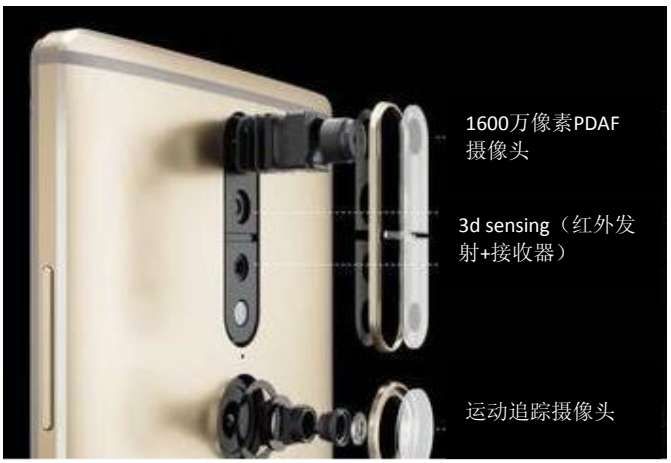
资料来源：东兴证券研究所，互联网公开信息

3. 3D sensing 商用在即，新应用开辟全新市场空间

3D sensing 技术可感测到物体距离摄像头的距离信息，捕获被拍摄物体的三维立体图像信息。过去，3D sensing 主要用于工业自动化控制、体感游戏等领域。近年来，3D sensing 零组件小型化取得重大技术进步，逐步在一些消费电子产品上得到应用。联想在 2016 年 12 年上市了首款消费级 3D sensing 手机 Phab2 Pro，搭载了谷歌的 tango 3d sensing 技术。

我们认为 3d sensing 摄像头如果全面普及，市场容量将不亚于现有摄像头市场规模，为摄像头产业链企业带来全新的行业性机遇。苹果下一代手机大概率搭载 3d sensing 摄像头，巨头的加入将大大加快 3d sensing 技术的应用普及，带动更多的手机厂商参与。

图 3:联想 phab2 手机 3d sensing 零组件构成



资料来源：东兴证券研究所，互联网公开信息

4.盈利预测

我们假设

（1） 公司双摄业务增速高于行业平均增速。

（2） 双摄渗透率从 2016 年的 5%左右快速增长至 16%。

我们预测公司 2016~2018 年营业收入分别为 400.86 亿元、553.38 亿元、709.97 亿元，归属净利润分别为 13.91 亿元、23.79 亿元、30.05 亿元，每股收益分别为 1.28 元、2.19 元、2.77 元（未考虑增发摊薄影响），目前股价对应 P/E 分别为 29.75 倍、17.39 倍、13.77 倍。

我们看好公司在双摄加速渗透过程中公司摄像头业务的大爆发及 3D sensing 摄像头带来的行业性机遇，给予“强烈推荐”评级。

5.风险

双摄推广进展不及预期的风险

表 2：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	10668	14811	23726	32657	41910	**营业收入**	19482	18498	40086	55338	70997
货币资金	1669	1376	4009	5534	7100	**营业成本**	16122	23676	35288	48214	61920
应收账款	4905	7758	11627	16051	20593	营业税金及附加	42	55	82	114	146
其他应收款	85	174	-80	-111	-142	营业费用	136	174	261	360	462
预付款项	35	165	165	165	165	管理费用	1271	1735	2461	3397	4358
存货	3296	4511	6723	9185	11796	财务费用	426	332	238	311	397
其他流动资产	288	676	1022	1410	1809	资产减值损失	58.93	96.70	-20.00	-20.00	-20.00
非流动资产合计	5399	8623	33462	42261	52841	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	35	63	63	63	63	投资净收益	4.30	3.18	0.00	0.00	0.00
固定资产	3887.0	5018.6	1237.3	1127.3	2475.5	**营业利润**	446	680	1598	2731	3448
无形资产	555	595	573	552	531	营业外收入	112.14	150.91	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	80	423	7190	7190	7190	营业外支出	28.32	9.38	0.00	0.00	0.00
资产总计	16068	23434	33462	42261	52841	**利润总额**	530	822	1598	2731	3448
流动负债合计	7695	13538	21060	27677	36674	所得税	51	105	204	349	441
短期借款	1499	2068	5897	6857	9945	**净利润**	478	717	1394	2382	3008
应付账款	4279	7103	10587	14464	18576	少数股东损益	0	-2	3	3	3
预收款项	8	20	30	42	53	归属母公司净利润	478	719	1391	2379	3005
一年内到期的非	268	1203	1120	1160	1170	EBITDA	1310	1583	2454	3948	5221
非流动负债合计	2333	1856	1120	1160	1170	**EPS（元）**	0.44	0.66	1.28	2.19	2.77
长期借款	600	751	751	751	751	**主要财务比率**					
应付债券	1691	796					2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	10028	15394	22930	29588	38594	**成长能力**					
少数股东权益	0	0	-3	-6	-9	营业收入增长	-5.05%	44.59%	49.87%	38.05%	28.30%
实收资本（或股	1031	1086	1086	1086	1086	营业利润增长	-29.95%	52.54%	134.81%	70.90%	26.28%
资本公积	2970	4523	4523	4523	4523	归属于母公司净利润	-29.80%	50.24%	93.48%	71.03%	26.31%
未分配利润	1975	2600	3335	5001	7104	**获利能力**					
归属母公司股东	6040	8041	9153	11056	13460	毛利率(%)	12.84%	11.48%	11.97%	12.87%	12.79%
负债和所有者权	16068	23434	32080	40638	52045	净利率(%)	2.59%	2.68%	3.48%	4.30%	4.24%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	2.98%	3.07%	4.16%	5.63%	5.69%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	8.07%	10.21%	14.98%	20.50%	22.32%
经营活动现金流	585	811	687	1594	2628	偿债能力					
净利润	478	717	1394	2382	3008	资产负债率(%)	62%	66%	71%	73%	74%
折旧摊销	520	647	619	906	1376	流动比率	1.39	1.09	1.13	1.18	1.14
财务费用	426	332	238	311	397	**速动比率**	0.96	0.76	0.81	0.85	0.82
应收账款减少	-1531	-2853	-3869	-4424	-4542	营运能力					
预收帐款增加	-1	-12	10	11	12	总资产周转率	1.22	0.59	1.44	1.52	1.53
投资活动现金流	-1272	-3414	-401	-553	-3550	应收账款周转率	4	4	4	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	**应付账款周转率**	4.15	4.16	3.99	3.85	3.75
长期股权投资减	0	35	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	4	3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.66	1.28	2.19	2.77
筹资活动现金流	2477	4146	2347	484	2488	每股净现金流(最新	1.59	1.19	3.69	5.09	6.54
应付债券增加	797	-895	0	0	0	**每股净资产(最新摊**	5.86	7.40	8.43	10.18	12.39
长期借款增加	-353	150	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	56	0	0	0	P/E	86.48	57.56	29.75	17.39	13.77
资本公积增加	-217	1553	0	0	0	P/B	6.50	5.15	4.52	3.74	3.07

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

贺茂飞

复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016 年 7 月加入东兴证券。

刘慧影

2 年证券从业经验，曾在纽约一家对冲基金任 TMT 研究员， 2017 年 1 月加入东兴证券从事电子研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。