

2017年08月23日

欧菲光 (002456.SZ)

动态分析

中期业绩显著增长，消费电子智能汽车共同驱动未来

投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 151.2 亿元，同比上升 37.3%，毛利率 12.1%，同比上升 0.2 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 6.20 亿元，同比上升 68.7%，每股收益 0.228 元，同比上升 60.06%。第二季度单季度实现销售收入 89.3 亿元，同比上升 31.2%，归属上市公司股东净利润 4.30 亿元，同比上升 76.8%。

◆ 点评：

➢ **营收大幅增长，盈利能力再上台阶**：公司 2017 年上半年销售收入同比上升 37.3% 达到 151.2 亿元，把握住消费电子发展新趋势带来的结构性增量机会，在双摄的带动下光学产品业务收入大幅增长 101.7% 达到了 59.2 亿元，成为公司收入的主要来源，而触控显示和指纹识别为代表的传感器业务也稳步推进。值得注意的是，公司智能汽车业务上半年销售收入为 1.28 亿元，尽管仍然规模较小，但是已经获得了稳健的订单，收入规模也超越了去年的全年，成为新业务的亮点。上半年，尽管海外市场的收入规模在渠道拓展后获得了 70.5% 的增长，但是国内市场的收入仍然以 65.0% 的占比占据着主要的份额。

➢ **毛利率保持稳定，管理效率提升推动盈利高速增长**：公司 2017 上半年的毛利率水平同比基本持平，小幅提升 0.2 个百分点，考虑到光学产品受到广州欧菲影像二季度淡季且尚处于整合阶段的影响而出现了毛利率的下降，其他主要业务分部的毛利率均有不同程度提升，我们可以看到公司在规模效应带来的成本控制能力持续提升。费用率方面，公司上半年的三项费用率合计为 7.7%，同比下降 0.5 个百分点，显示在规模扩张的情况下，公司的管理效率也在稳定的改善，由此公司的净利润增幅获得显著高于收入增长的水平。

➢ **各项业务产能释放推动公司业绩高速增长**：公司预计在 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 10.2-12.5 亿元，变动幅度为 80%-120%，高于中期业绩 68.7% 的增速。公司认为下半年的业绩成长将主要受益于双摄像头模组市场渗透率持续提高，广州欧菲影像公司产能稼动率提升，以及公司重点布局的智能汽车订单增长。长期来看，光学产品方面公司通过收购索尼华南电子并结合自身的产线改造提升技术实力打入全球主流厂商产业链，触控显示则积极进行柔性薄膜触控感应层、3D 触控感应层、3D 全贴合等产品的研发和客户推进，全面提升公司竞争力。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.58、0.74 和 0.93 元。净资产收益率分别为 14.3%、15.7% 和 16.8%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 22.20 元，相当于 2017 年至 2019 年 38.3、30.0 和 23.9 倍的动态市盈率。

电子元器件 | 电子设备 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

6 个月目标价 22.20 元

股价(2017-08-22) 19.98 元

交易数据

总市值 (百万元) 54,259.01

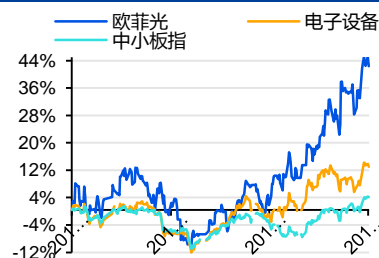
流通市值 (百万元) 51,038.48

总股本 (百万股) 2,715.67

流通股本 (百万股) 2,554.48

12 个月价格区间 15.99/42.75 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.98	19.8	47.61
绝对收益	5.44	30.59	50.11

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号：S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

陈韵迷
 chenyunmi@huajinsec.cn
 021-20377060

相关报告

欧菲光：指纹识别双摄驱动 2016 年业绩大幅增长 2017-04-26

欧菲光：三季报业绩增长受益新产品规模增长 2016-10-29

欧菲光：中期业绩显著提升，摄像模组及传感器是主因 2016-08-31

◆ **风险提示**：公司主要客户的订单存在转单风险；主要产品的价格竞争带来公司盈利的下降；智能汽车业务的订单增长不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	18,497.8	26,746.4	39,626.0	53,594.2	60,238.4
同比增长(%)	-5.1%	44.6%	48.2%	35.3%	12.4%
营业利润(百万元)	446.1	680.5	1,560.5	1,992.0	2,533.0
同比增长(%)	-29.9%	52.5%	129.3%	27.7%	27.2%
净利润(百万元)	478.5	718.8	1,572.8	2,006.9	2,517.0
同比增长(%)	-29.8%	50.2%	118.8%	27.6%	25.4%
每股收益(元)	0.18	0.26	0.58	0.74	0.93
PE	113.4	75.5	34.5	27.0	21.6
PB	9.0	6.7	4.9	4.2	3.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：需求旺盛，成本控制共同提升业绩.....	4
二、经营状况点评：海外市场收入大增，光学产品业绩放量	5
（一）海外市场规模继续扩大，国内市场稳健成长.....	5
（二）光学产品进入放量收获期，传统业务保持竞争力	5
（三）业绩指导：各项业务产能释放推动公司业绩高增长.....	6
三、投资建议.....	7
四、风险提示.....	7

图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动.....	4
图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5

一、季度业绩点评：需求旺盛，成本控制共同提升业绩

公司 2017 年上半年销售收入实现 151.2 亿元，同比增加 37.3%，其中第二季度的销售收入为 89.3 亿元，同比上升 31.2%。在中国智能手机品牌的市场份额和行业竞争力仍保持稳步提升的态势下，公司把握住消费电子发展新趋势带来的结构性增量机会，新产品、新业务实现快速发展。其中，摄像头模组业务产品结构持续优化，双摄像头模组实现量产并且在收入占比贡献方面快速提升，指纹识别模组下游需求持续旺盛带来了公司订单的持续增加，智能汽车业务布局初现成效，产品订单逐步释放。

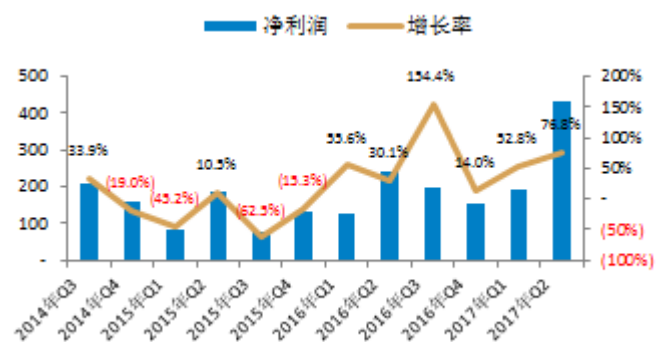
公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 6.20 亿元，同比上升 68.7%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 4.30 亿元，同比上升 76.8%。公司优化改进工艺流程，发挥垂直一体化产业链优势，提高产线自动化程度，实现规模化、稳定的供货，成本控制能力的到增强，盈利能力得到恢复。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

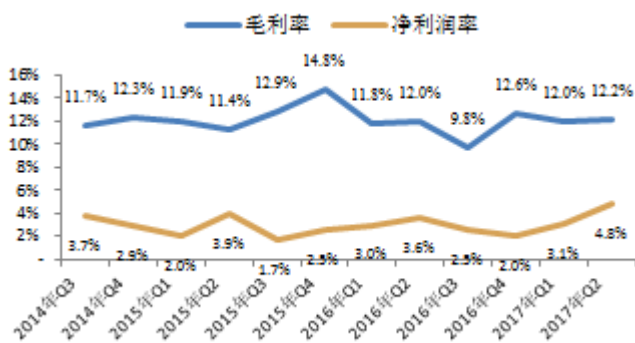
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

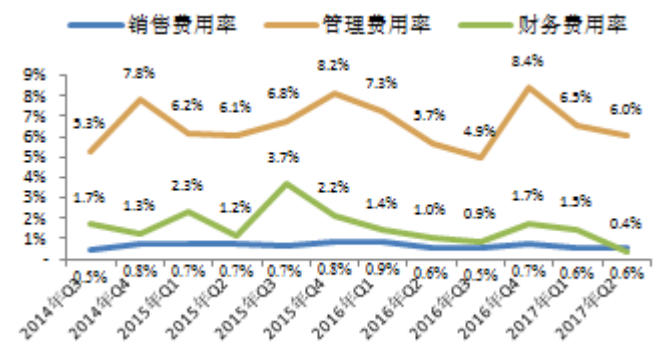
公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 12.1%，同比下降 0.2 个百分点，其中第二季度的毛利率为 12.2%，同比上升 0.2 个百分点，毛利率维持基本平稳。经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 0.6%、6.2%、0.8%，三项费用率整体下降 0.5 个百分点，其中第二季度的分别为 0.6%、6.0%、0.4%，公司产品结构优化和成本控制有效推进，实施规模采购降低关键原材料成本，并且通过精细化管理来降低费用率水平获得了良好的效果，因此公司的净利润增速显著高于收入增速。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



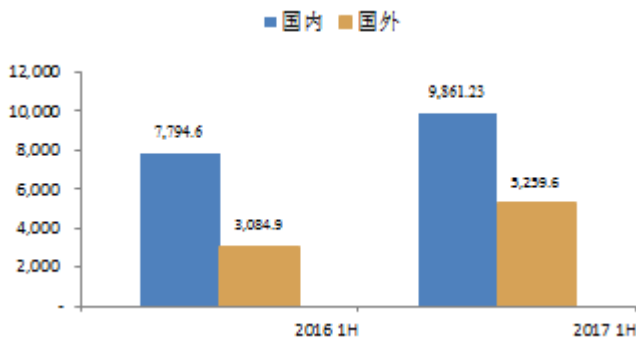
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：海外市场收入大增，光学产品业绩放量

（一）海外市场规模继续扩大，国内市场稳健成长

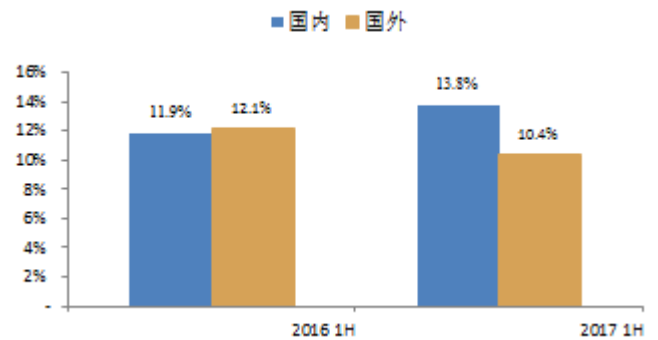
2017年上半年,公司国内市场销售收入 98.6 亿人民币,同比上升 26.5%,收入占比为 65%,仍然是公司营收的主要来源,毛利率同比上升 1.9 个百分点达到 13.8%,实现营收毛利的同步的稳健推进。海外市场方面,上半年销售收入同比大幅上升 70.5%达到 52.6 亿元,海外客户规模持续扩大,毛利率同比下降 1.7 个百分点为 10.4%。

图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）

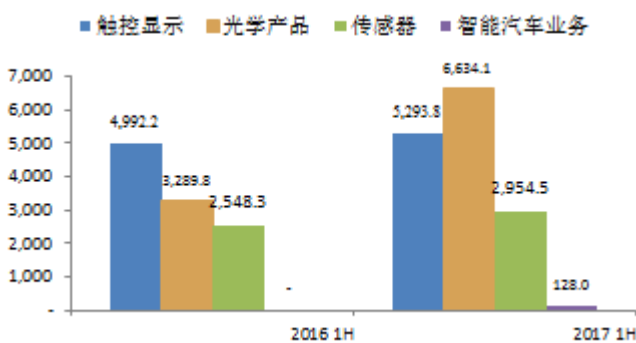


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）光学产品进入放量收获期，传统业务保持竞争力

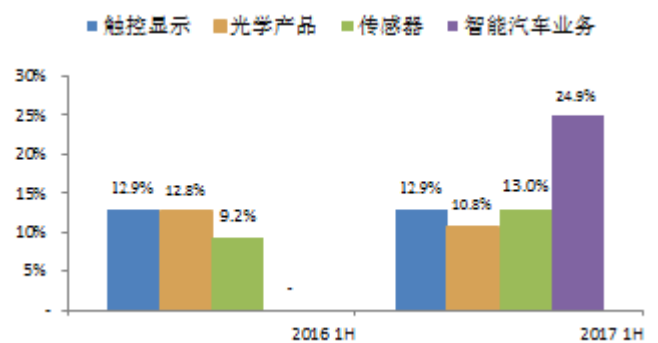
产品细分来看,光学产品收入 66.3 亿元,同比大幅上升 101.7%,占比达到 43.9%,受益于智能手机光学升级趋势,公司摄像头模组产品结构优化,高像素摄像头模组占比持续提升,双摄像头模组批量出货产能放量进入业绩收获期,该项业务亦成长为公司收入主要来源。触控显示业务收入 52.9 亿元,同比上升 6.0%,传感器产品收入 29.5 亿元,同比上升 15.9%,保持稳健,智能汽车类产品收入 1.28 亿元,产业布局初见成效。毛利率方面,光学产品受到广州欧菲影像二季度为淡季且尚处于整合阶段而导致毛利率同比下降 2.0 个百分点。触控显示业务毛利率持平,传感器业务毛利率则同比增长 3.8 个百分点为 13.0%,智能汽车类产品综合毛利率达到 24.9%。

图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）业绩指导：各项业务产能释放推动公司业绩高增长

公司预计在 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 10.2-12.5 亿元，变动幅度为 80%-120%，高于中期业绩 68.7%的净利润增速，公司认为下半年的业绩成长将主要受益于双摄像头模组市场渗透率持续提高，产品订单稳步释放，并且伴随旺季来临，广州欧菲影像公司产能稼动率提升，盈利能力将得到显著改善。同时智能汽车是公司重点布局的新领域，将努力打造成为消费电子之后的第二个增长极。

分产品事业部而言，光学事业部通过自建团队和收购索尼华南电子，在产线自动化改造和高端模组的研发、制造实力有了很大的提升，成为国际、国内主流智能手机厂商的主力供应商；触控显示业务领域，公司作为触控领域产业龙头，不断强化产品的性能及质量以保持竞争优势，新成立的神奇工场事业群布局了柔性薄膜触控感应层、3D 触控感应层、3D 全贴合等产品，顺利切入新客户；指纹识别产品则依靠市场渗透率持续提升，公司有望充分享受产能优势带来的规模效应，形成有效的业务扩张。

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.58、0.74 和 0.93 元。净资产收益率分别为 14.3%、15.7%和 16.8%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 22.20 元，相当于 2017 年至 2019 年 38.3、30.0 和 23.9 倍的动态市盈率。

四、风险提示

公司主要客户的订单存在转单风险；

主要产品的价格竞争带来公司盈利的下降；

智能汽车业务的订单增长不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	18,497.8	26,746.4	39,626.0	53,594.2	60,238.4	年增长率					
减:营业成本	16,122.2	23,676.5	34,790.0	46,811.5	52,505.7	营业收入增长率	-5.1%	44.6%	48.2%	35.3%	12.4%
营业税费	42.1	54.9	74.4	110.8	120.4	营业利润增长率	-29.9%	52.5%	129.3%	27.7%	27.2%
销售费用	136.3	174.0	278.7	373.5	411.8	净利润增长率	-29.8%	50.2%	118.8%	27.6%	25.4%
管理费用	1,270.5	1,734.6	2,377.6	3,322.8	3,614.3	EBITDA 增长率	2.1%	20.8%	74.2%	39.2%	21.1%
财务费用	425.9	332.4	478.2	911.9	975.9	EBIT 增长率	-11.0%	16.2%	101.3%	42.4%	20.8%
资产减值损失	58.9	96.7	71.2	75.6	81.2	NOPLAT 增长率	-7.9%	12.2%	101.9%	42.4%	20.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.3%	30.4%	26.2%	34.7%	-12.0%
投资和汇兑收益	4.3	3.2	4.5	4.0	3.9	净资产增长率	3.8%	33.1%	37.2%	15.8%	17.1%
营业利润	446.1	680.5	1,560.5	1,992.0	2,533.0	盈利能力					
加:营业外净收支	83.8	141.5	235.4	298.9	339.2	毛利率	12.8%	11.5%	12.2%	12.7%	12.8%
利润总额	529.9	822.0	1,795.9	2,290.9	2,872.1	营业利润率	2.4%	2.5%	3.9%	3.7%	4.2%
减:所得税	51.5	105.1	224.5	286.4	359.0	净利润率	2.6%	2.7%	4.0%	3.7%	4.2%
净利润	478.5	718.8	1,572.8	2,006.9	2,517.0	EBITDA/营业收入	7.1%	5.9%	7.0%	7.2%	7.7%
						EBIT/营业收入	4.7%	3.8%	5.1%	5.4%	5.8%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	62.4%	65.7%	64.8%	71.4%	63.2%
货币资金	1,668.5	1,375.5	5,943.9	8,039.1	9,035.8	负债权益比	166.0%	191.5%	184.2%	249.2%	171.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.39	1.09	1.41	1.36	1.24
应收帐款	4,989.8	7,931.7	8,208.6	15,899.7	11,012.0	速动比率	0.96	0.76	0.97	0.99	0.89
应收票据	384.1	214.0	505.5	665.5	586.9	利息保障倍数	2.05	3.05	4.26	3.18	3.60
预付帐款	34.9	97.7	216.1	166.3	232.6	营运能力					
存货	3,295.9	4,510.6	7,000.9	9,330.5	8,337.3	固定资产周转天数	72	60	52	48	51
其他流动资产	295.0	681.6	520.6	499.1	567.1	流动营业资本周转天数	56	42	37	45	42
可供出售金融资产	-	322.0	107.3	143.1	190.8	流动资产周转天数	197	171	169	191	192
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	83	87	73	81	80
长期股权投资	34.9	63.0	63.0	63.0	63.0	存货周转天数	61	53	52	55	53
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	294	266	249	255	255
固定资产	3,887.0	5,018.6	6,473.6	7,953.3	9,099.8	投资资本周转天数	143	125	108	104	100
在建工程	331.2	1,538.2	1,019.1	759.6	629.8	费用率					
无形资产	573.7	652.5	498.6	344.7	190.8	销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	572.6	1,028.8	782.7	719.4	713.0	管理费用率	6.9%	6.5%	6.0%	6.2%	6.0%
资产总额	16,067.8	23,434.2	31,339.9	44,583.3	40,658.9	财务费用率	2.3%	1.2%	1.2%	1.7%	1.6%
短期债务	1,498.6	2,068.2	3,835.9	6,693.5	8,024.2	三费/营业收入	9.9%	8.4%	7.9%	8.6%	8.3%
应付帐款	4,334.7	7,528.5	8,229.5	14,183.5	10,774.0	投资回报率					
应付票据	1,230.8	2,117.1	2,802.3	3,373.1	3,885.3	ROE	7.9%	8.9%	14.3%	15.7%	16.8%
其他流动负债	630.8	1,824.3	1,033.3	1,177.0	1,351.7	ROA	3.0%	3.1%	5.0%	4.5%	6.2%
长期借款	600.1	750.5	3,152.4	5,022.7	429.4	ROIC	11.8%	11.0%	17.0%	19.2%	17.2%
其他非流动负债	1,732.9	1,105.1	1,257.4	1,365.2	1,242.6	分红指标					
负债总额	10,027.9	15,393.6	20,310.7	31,814.8	25,707.1	DPS(元)	0.03	0.04	0.09	0.11	0.14
少数股东权益	-	-0.0	-1.4	-3.8	-7.7	分红比率	15.1%	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	1,030.6	1,086.3	2,715.7	2,715.7	2,715.7	股息收益率	0.1%	0.2%	0.4%	0.6%	0.7%
留存收益	4,993.1	7,192.7	8,315.0	10,056.6	12,243.8						
股东权益	6,039.8	8,040.5	11,029.2	12,768.5	14,951.8						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.18	0.26	0.58	0.74	0.93
现金流量表						BVPS(元)	2.22	2.96	4.06	4.70	5.51
净利润	478.5	716.9	1,572.8	2,006.9	2,517.0	PE(X)	113.4	75.5	34.5	27.0	21.6
加:折旧和摊销	520.0	646.9	718.0	933.8	1,137.2	PB(X)	9.0	6.7	4.9	4.2	3.6
资产减值准备	58.9	96.7	-	-	-	P/FCF	-92.3	-56.3	20.2	23.2	39.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	2.9	2.0	1.4	1.0	0.9
财务费用	226.8	261.9	478.2	911.9	975.9	EV/EBITDA	25.9	25.1	20.5	15.5	11.8
投资损失	-4.3	-3.2	-4.5	-4.0	-3.9	CAGR(%)	61.2%	51.9%	32.1%	61.2%	51.9%
少数股东损益	-	-1.9	-1.4	-2.3	-3.9	PEG	1.9	1.5	1.1	0.4	0.4
营运资金的变动	-260.2	-1,137.1	-1,718.9	-3,458.4	3,011.0	ROIC/WACC	1.1	1.1	1.7	1.9	1.7
经营活动产生现金流量	584.9	810.7	1,044.1	387.8	7,633.4						
投资活动产生现金流量	-1,271.6	-3,414.3	-1,279.5	-2,033.1	-2,043.4						
融资活动产生现金流量	49.1	2,268.0	4,803.7	3,740.6	-4,593.3						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn