

光学大平台渐入佳境

投资要点

- **业绩总结:** 2018 年上半年, 公司实现营业收入 183 亿元, 同比增长 21%; 实现净利润 7.4 亿元, 同比增长 20%; 实现扣非净利润 6.8 亿元, 同比增长 66%。由于去年上半年有 1.75 亿元营业外收入, 主要是收购索尼华南厂的负商誉 (1.4 亿) 和一些政府补贴, 导致去年基数较大。
- **光学业务板块收入占比过半, 是未来主要增长点:** 1) 上半年公司光学产品收入 102.4 亿元, 同比增加 54.3%, 其中广州欧菲影像公司贡献营业收入约 20 亿元, 出货量约 4800 万颗; 双摄产品贡献营业收入约 42 亿元, 出货量约 5200 万颗。光学业务整体毛利率 15.16%, 同比增长 4.35 个百分点。上半年公司在全球市场占有率稳步提高, 双摄模组出货量占比迅速提升, 在客户中高端热销机型的供货份额持续提高。
- **积极开发 LENS、3D sensing 等领域。**除了摄像头模组, 公司还积极开发 LENS/3D sensing 等其他高端光学领域。公司去年设立子公司南昌欧菲精密光学制品有限公司进军光学镜头产业, 进一步深入布局光学镜头的研发和制造, 在自身优势产品的基础上还会继续向产业链上游进行延伸发展, 未来重点布局 VCSEL、DOE 等上游的关键元器件, 目前国内客户进展比较顺利, 在国内一线厂商已经取得认证, 年底有望达到 10-15KK 的产能。
- **触控显示+传感器, 开发新市场。**1) 公司触控业务上半年收入 56 亿元, 在国际大客户方面进展顺利, 国际大客户的触控业务良率提升, 盈利水平提升。2) 在传感器产品领域, 公司抢先布局 3Dsensing、屏下光学式和超声波指纹识别模组, 充分发挥公司的规模优势和资源整合优势, 上半年实现了光学式指纹方案的产品量产, 毛利率有所提升。
- **高额研发投入奠定竞争优势。**公司上半年研发投入 10.4 亿元, 占比 5.7%, 同比增长 30%, 在电子行业里研发投入金额具备绝对优势。除了原有的触控, 在新产品, 如 3D 双摄、三摄, 以及大客户的业务、LENS 等未来都是研发投入的重点。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.74、1.16、1.51 元, 对应当前股价 23、14、11 倍 PE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产能或不达预期, 大客户导入或不达预期。

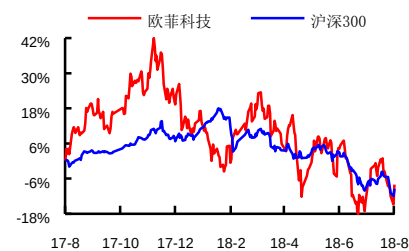
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	33791.03	43902.02	60059.62	79847.36
增长率	26.34%	29.92%	36.80%	32.95%
归属母公司净利润 (百万元)	822.52	2005.86	3138.98	4103.91
增长率	14.43%	143.87%	56.49%	30.74%
每股收益 EPS (元)	0.30	0.74	1.16	1.51
净资产收益率 ROE	8.93%	18.14%	22.63%	23.49%
PE	55	23	14	11
PB	4.94	4.11	3.28	2.60

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn
 联系人: 仇文妍
 电话: 021-68415409
 邮箱: cwz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	27.14
流通 A 股(亿股)	26.58
52 周内股价区间(元)	14.95-25.9
总市值(亿元)	453.86
总资产(亿元)	390.64
每股净资产(元)	3.59

相关研究

1. 欧菲科技 (002456): 拥抱光学大时代, 打造光学大平台 (2018-04-03)

关键假设：

假设 1：2019 年智能手机后置双摄渗透率将达 50%，前置双摄渗透率达 10%；欧菲科技双摄渗透率稳步提升，双摄模组单价稳中略降；公司摄像头模组业务毛利率稳定在 15%；

假设 2：公司切入国际大客户 3D Sensing 接收端模组供应链，成为国内主流主流智能手机 3D Sensing 模组重要供应商；未来两年 3D Sensing 业务毛利率稳定在 15%水平；

假设 3：国内智能手机 OLED 屏幕渗透加速且 100%采用外挂式触控薄膜方案，公司成为国际大客户和国内智能手机厂商 OLED 触摸屏重要供应商。未来两年公司触控显示全贴合产品毛利率稳定在 12%水平，国内和国际大客户薄膜 film 触控业务毛利率分别稳定在 17%和 20%水平；

假设 4：智能汽车产品持续切入国内外终端客户，2019 年毛利率稳步提升至 25%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	营业收入	337.91	439.02	600.60	798.47
	yoy	26.34%	29.92%	36.80%	32.95%
	毛利率	13.76%	14.53%	14.81%	15.05%
摄像头模组	营业收入	166.32	249.48	374.23	523.92
	yoy	109.47%	50.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	12.97%	15.00%	15.00%	15.00%
传感器类产品	营业收入	52.93	42.34	46.58	51.24
	yoy	-23.68%	-20.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	13.47%	12.00%	12.00%	12.00%
触摸屏	营业收入	112.89	135.47	155.79	179.15
	yoy	-0.23%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	14.86%	14.00%	14.00%	14.00%
智能汽车类产品	营业收入	3.13	7.79	19.48	38.97
	yoy	188.82%	150.00%	150.00%	100.00%
	毛利率	23.64%	24.00%	25.00%	25.00%
其他	营业收入	2.62	3.93	4.52	5.20
	yoy	-41.42%	50.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	9.21%	11.50%	11.50%	11.50%

数据来源：公司公告，西南证券

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.74、1.16、1.51 元，对应当前股价 23、14、11 倍 PE。公司业务较多，主要分为摄像头模组、触摸屏模组、指纹识别模组和汽车电子。可比公司有舜宇光学、联合光电等。考虑到公司是多个业务行业龙头，具备较高程度的规模效应和协同效应，应给予一定估值溢价，最终给予公司 2019 年 25 倍估值，维持“买入”评级。

表 1：可比上市公司盈利预测相对估值

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
均值						26.66	17.69	13.13
2382.HK	舜宇光学	112.00	3.75	5.33	6.70	29.48	20.72	16.49
300691	联合光电	23.00	0.97	1.58	2.37	23.84	14.66	9.76

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	33791.03	43902.02	60059.62	79847.36	净利润	820.87	2001.42	3132.25	4095.02
营业成本	29140.17	37522.84	51167.20	67831.67	折旧与摊销	1291.41	1464.91	1702.09	1881.30
营业税金及附加	94.08	105.36	150.15	199.62	财务费用	426.65	648.36	920.02	1050.90
销售费用	270.34	307.31	420.42	558.93	资产减值损失	742.81	604.76	70.00	70.00
管理费用	2130.19	2436.56	3843.82	5485.51	经营营运资本变动	-2020.50	-1859.42	-3455.12	-2965.96
财务费用	426.65	648.36	920.02	1050.90	其他	-931.91	-329.52	-368.22	-74.41
资产减值损失	742.81	604.76	70.00	70.00	经营活动现金流净额	329.33	2530.52	2001.01	4056.86
投资收益	0.77	7.32	5.00	5.00	资本支出	-3593.94	-3790.00	-1500.00	-1000.00
公允价值变动损益	-81.44	0.00	0.00	0.00	其他	-442.14	12.85	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4036.08	-3777.15	-1495.00	-995.00
营业利润	956.60	2284.13	3493.01	4655.72	短期借款	2121.20	5031.78	2022.12	70.66
其他非经营损益	26.65	78.00	86.70	74.23	长期借款	1418.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	983.25	2362.13	3579.71	4729.95	股权融资	286.01	0.00	0.00	0.00
所得税	162.38	360.71	447.46	634.93	支付股利	-119.44	-130.40	-320.51	-503.59
净利润	820.87	2001.42	3132.25	4095.02	其他	211.81	-1734.00	-915.02	-1045.90
少数股东损益	-1.65	-4.44	-6.73	-8.89	筹资活动现金流净额	3917.81	3167.38	786.59	-1478.84
归属母公司股东净利润	822.52	2005.86	3138.98	4103.91	现金流量净额	190.99	1920.74	1292.61	1583.02
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1591.42	3512.16	4804.77	6387.79	成长能力				
应收和预付款项	7981.83	12043.38	16859.77	22452.91	销售收入增长率	26.34%	29.92%	36.80%	32.95%
存货	7679.77	8546.31	12609.24	16112.17	营业利润增长率	40.58%	138.78%	52.93%	33.29%
其他流动资产	888.01	1135.02	1538.57	2032.79	净利润增长率	14.50%	143.82%	56.50%	30.74%
长期股权投资	90.90	90.90	90.90	90.90	EBITDA 增长率	61.15%	64.41%	39.06%	24.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	10097.43	12605.87	12587.12	11889.17	毛利率	13.76%	14.53%	14.81%	15.05%
无形资产和开发支出	1451.27	1275.10	1098.94	922.77	三费率	8.37%	7.73%	8.63%	8.89%
其他非流动资产	1057.61	1050.43	1043.25	1036.07	净利率	2.43%	4.56%	5.22%	5.13%
资产总计	30838.25	40259.16	50632.56	60924.56	ROE	8.93%	18.14%	22.63%	23.49%
短期借款	4189.37	9221.15	11243.28	11313.93	ROA	2.66%	4.97%	6.19%	6.72%
应付和预收款项	10697.63	14152.53	19444.79	25773.80	ROIC	7.32%	11.75%	14.89%	16.37%
长期借款	2168.75	2168.75	2168.75	2168.75	EBITDA/销售收入	7.92%	10.02%	10.18%	9.50%
其他负债	4594.11	3685.95	3933.23	4234.13	营运能力				
负债合计	21649.86	29228.39	36790.04	43490.61	总资产周转率	1.25	1.23	1.32	1.43
股本	2714.45	2714.45	2714.45	2714.45	固定资产周转率	5.05	4.82	5.92	7.68
资本公积	3180.65	3180.65	3180.65	3180.65	应收账款周转率	4.43	4.64	4.44	4.39
留存收益	3373.01	5248.47	8066.94	11667.26	存货周转率	4.74	4.59	4.81	4.70
归属母公司股东权益	9105.82	10952.64	13771.11	17371.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.41%	—	—	—
少数股东权益	82.57	78.13	71.41	62.51	资本结构				
股东权益合计	9188.39	11030.78	13842.52	17433.95	资产负债率	70.20%	72.60%	72.66%	71.38%
负债和股东权益合计	30838.25	40259.16	50632.56	60924.56	带息债务/总负债	39.49%	46.47%	42.41%	36.04%
					流动比率	1.10	1.05	1.13	1.23
					速动比率	0.64	0.69	0.73	0.81
					股利支付率	14.52%	6.50%	10.21%	12.27%
					每股指标				
					每股收益	0.30	0.74	1.16	1.51
					每股净资产	3.38	4.06	5.10	6.42
					每股经营现金	0.12	0.93	0.74	1.49
					每股股利	0.04	0.05	0.12	0.19
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2674.66	4397.41	6115.13	7587.93					
PE	55.18	22.63	14.46	11.06					
PB	4.94	4.11	3.28	2.60					
PS	1.34	1.03	0.76	0.57					
EV/EBITDA	19.58	12.38	9.02	7.07					
股息率	0.26%	0.29%	0.71%	1.11%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn