

2019年07月31日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

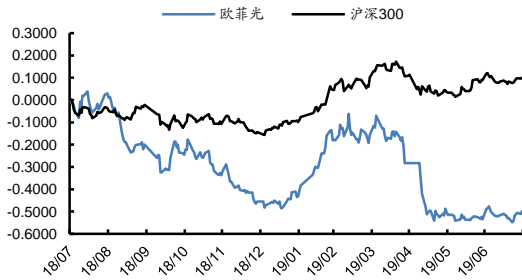
研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn
联系人：沈钱 S0350118110016
021-60338168 shenq@ghzq.com.cn

逆境磐涅，待啼破晓

——欧菲光（002456）2019年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
欧菲光	8.3	-29.7	-51.6
沪深300	1.2	-1.1	10.1

市场数据

	2019-07-30
当前价格（元）	8.49
52周价格区间（元）	7.53 - 17.55
总市值（百万）	23032.24
流通市值（百万）	22650.41
总股本（万股）	271286.71
流通股（万股）	266789.31
日均成交额（百万）	997.24
近一月换手（%）	89.86

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%。

事件：

7月30日，公司发布半年报，2019年上半年实现营业收入235.88亿元，同比增长29.21%，实现归母净利润0.21亿元，同比下滑97.18%，实现扣非归母净利润62.90万元，同比下滑99.91%。

投资要点：

■ **营收稳步增长，逆境方显本色。**今年上半年全球智能手机景气度下滑，公司自身又处于资金压力带来的动荡之中，在此内忧外患的情况下，公司实现29.21%的收入同比增速实属不易，尤其是二季度，在中美贸易摩擦加速智能手机出货量下滑的大环境中，公司能够及时止住颓势，单季度扭亏为盈，展示出了极强的逆势成长能力，此能力是公司走出当前困境最为重要的倚仗。

分业务看，受益于多摄、3D摄像、潜望式摄像和屏下指纹识别等多项创新功能导入智能手机，公司的光学产品（摄像模组+镜头）和生物识别产品在出货量增长的同时，单品价值量亦有所提升，两项业务2019H1贡献的收入同比分别增长41.66%和99.79%。然而，公司传统主业触控显示由于受到incell/oncell等面板厂主导方案的渗透影响，行业竞争加剧，公司虽努力通过垂直产业链平台优势巩固自身行业地位，该业务板块仍不可避免地成为公司的“包袱”，2019H1触控产品营业收入同比下滑14.99%。

■ **盈利能力短暂承压。**下游行业进入存量博弈阶段，以及技术路径改变造成行业竞争加剧等诸多因素叠加，使得公司整体的盈利能力受到一定程度的压制，2019H1公司整体毛利率仅为10.08%，相较去年同期下降5.18 pct。公司的三大主营业务中，仅生物识别业务受益于屏下指纹识别模组出货量的增长，毛利率提升1.45 pct，光学业务及触控模组业务的盈利能力均有所下滑，其中触控模组业务尤甚，毛利率几乎仅为去年同期的一半。后续如下游行业景气度回升带动公司各产品产能利用率提升，整体毛利率有望回暖。

■ **引入国有背景战略投资者，解燃眉之急。**公司过去几年大规模的横向拓延，在好的年景的确有利于增厚公司收入，优化整体成本，但也埋下诸多行业下行时的“隐忧”，如较高的股权质押比例、市场单边下跌带来的质押危机，孱弱的资金链、高企的存货等，这亦是公司今年上半年动荡的根节所在，2018年大幅计提存货减值，2019H1资

产减值 2.7 亿元。脆弱的资金链迫使控股股东寻求国有背景战略投资者的引入，截止到目前为止，公司已经累计收到南昌工控、南昌市政公用和南昌产盟投资共计 25 亿元预付款，这能够一定程度上缓解公司的资金压力，未来若公司经营活动不受干预，考虑到公司在智能手机摄像模组和屏下指纹模组方面的行业领先地位和这两个领域未来 1~2 年的向好趋势，以及在下游 HMOV 等公司的多年渠道优势积累，公司仍有望交出令人满意的答卷。

- **盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予增持评级。** 受到存货减值的影响，公司 2018 年和 2019H1 的业绩大幅低于市场的预期，但当前智能手机领域，屏下指纹识别逐渐兴起，摄像模组处于从单摄向多摄演进的红利周期，公司作为最核心的受益标的，值得持续跟踪，出于审慎性原则，我们预估 2019 年整体计提 3.5 亿左右，在此假设下，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 7.81 亿、13.26 亿、17.83 亿元，当前股价对应 PE 分别为 29.49、17.37、12.92 倍，2018 年和 2019H1 的大幅计提着实意外，业务结构层面的问题也是当下公司正着力于解决的。鉴于市场先前的大幅调整以及相关领域的发展趋势，如若后期整合进展顺利，公司仍然有尚佳的投资空间，首次覆盖，给予增持评级。
- **风险提示：** 1) 双摄和多摄方案渗透不及预期；2) 3D 及屏下指纹模组产品因竞争加剧价格下滑；3) 资金、存货、以及当下股权质押的纾困等问题未得到妥善解决。

预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	43042.81	61599.73	77829.66	97287.07
增长率(%)	27.38%	43.11%	26.35%	25.00%
归母净利润（百万元）	-519.02	780.98	1326.09	1782.68
增长率(%)	-165.81%	250.47%	69.80%	34.43%
摊薄每股收益（元）	-0.191	0.288	0.489	0.657
ROE(%)	-6.04%	8.33%	12.40%	14.28%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：欧菲光盈利预测表

证券代码:	002456.SZ				股价:	8.49		投资评级:	增持		日期:	2019-07-31		
财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值				2018A	2019E	2020E	2021E		
盈利能力					每股指标									
ROE	-6.04%	8.33%	12.40%	14.28%	EPS				-0.19	0.29	0.49		0.66	
销售毛利率	12.32%	11.32%	11.50%	11.50%	P/E				-44.38	29.49	17.37		12.92	
销售净利率	-1.23%	1.29%	1.74%	1.87%	P/B				2.68	2.46	2.15		1.85	
成长能力					P/S				0.54	0.37	0.30		0.24	
收入增长率	27.38%	43.11%	26.35%	25.00%										
利润增长率	-167.34%	250.36%	69.92%	34.43%	资产负债表(百万元)				2018A	2019E	2020E	2021E		
营运能力					货币资金	1554.18	-2490.96	-5357.65						-8342.26
总资产周转率	1.13	1.48	1.86	1.81	应收和预付款项	8232.64	13935.84	14595.44						25589.39
应收账款周转率	5.38	4.63	5.50	3.94	存货	8940.90	9608.04	10385.93						12391.60
存货周转率	4.22	5.69	6.63	6.95	其他流动资产	1241.92	1348.23	1384.63						1428.93
偿债能力					长期股权投资	56.07	-96.56	-278.87						-472.08
资产负债率	77.08%	77.10%	74.06%	76.38%	投资性房地产	0.00	0.00	0.00						0.00
流动比	0.91	0.86	0.84	0.89	固定资产和在建工程	14990.56	16744.13	18701.24						20644.71
速动比	0.45	0.44	0.37	0.49	无形资产和开发支出	1720.00	1705.00	1690.00						1675.01
					其他非流动资产	1226.84	728.22	721.12						752.31
利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	资产总计	37963.11	41481.94	41841.84						53667.60
营业收入	43042.81	61599.73	77829.66	97287.07	短期借款	7111.46	6766	6314						6261
营业成本	37741.92	54626.64	68879.25	86099.06	应付和预收款项	11734.94	19303.45	18761.19						28819.60
营业税金及附加	110.41	166.32	202.36	262.68	长期借款	5913.19	5913.19	5913.19						5913.19
销售费用	191.49	468.16	583.72	758.84	其他负债	4501.67	0.00	0.00						0.00
管理费用	2896.76	3825.34	4833.22	6051.26	负债合计	29261.26	31983.09	30988.73						40993.95
财务费用	981.68	1243.19	1468.88	1626.36	股本	2712.87	2712.87	2712.87						2712.87
资产减值损失	1839.58	352.10	76.20	134.10	资本公积	3009.10	3009.10	3009.10						3009.10
投资收益	-163.66	-152.63	-182.31	-193.21	留存收益	2867.94	3648.92	4975.01						6757.69
公允价值变动损益	91	72	-82	-72	归属母公司股东权益	8589.91	9370.89	10696.98						12479.65
其他经营损益	128.9	96.3	87.2	72.3	少数股东权益	111.94	127.96	156.13						194.00
营业利润	-662.91	933.75	1608.62	2161.46	股东权益合计	8701.85	9498.85	10853.11						12673.65
其他非经营损益	167.09	18.10	31.32	27.24	负债和股东权益总计	37963.11	41481.94	41841.84						53667.60
利润总额	-495.82	951.85	1639.94	2188.70	现金流量表(百万元)				2018A	2019E	2020E	2021E		
所得税	34.22	154.86	285.68	368.15	经营性现金净流量	1086.59	323.67	992.78						819.97
净利润	-530.05	797.00	1354.26	1820.55	投资性现金净流量	-6642.79	-2024.33	-2631.18						-2922.78
少数股东损益	-11.03	16.02	28.17	37.87	筹资性现金净流量	5741.60	-2344.48	-1228.29						-881.80
归属母公司股东净利	-519.02	780.98	1326.09	1782.68	现金流量净额	208.93	-4045.14	-2866.69						-2984.61

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【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。

沈钱，电子科技大学光电工程学士，香港理工大学电子信息学博士，2018 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

王凌涛，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唯一参考因素，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。