

从成本优势，到技术领先

核心观点

- **四大竞争优势为公司带来持续发展动力：**1) 欧菲光提前布局薄膜触控技术，依靠成本优势决胜红海市场，同时前瞻性布局 3D 摄像头、AR/VR、UnderGlass 指纹识别等新兴技术；2) 不断聚集优秀人才，为公司时刻保持技术领先打下坚实基础；3) 强大的执行能力推动触控、单摄模组、指纹识别模组等快速实现布局到量产再到全球领先的跨越；4) 研发投入持续增长，同时自动化水平不断提高，人均产值显著优于竞争对手。
- **双摄技术领先者顺应发展潮流：**后置双摄像头模组渗透率有望从去年的 5% 提升至今年的 15%，单价是单摄像头模组的 2-3 倍。欧菲光具备与苹果相同的共支架双摄技术，主要客户包括华为、OPPO、vivo、小米等主流智能手机厂商，并与索尼深度合作增强摄像头模组技术实力。同时公司前瞻性布局 3D 摄像头技术，未来发展前景可期。
- **薄膜触控技术基因的适者生存：**薄膜式触控技术因其轻薄性、成本较低的特点，有望成为 OLED 时代主要采用的触控形式，一旦 OLED 普及，欧菲光作为全球最大的薄膜触控技术公司将成为主要受益方。同时，公司触控产品顺利切入国际大客户并已备好产能，拟与 TPK 交叉持股并成立合资子公司，此外还积极布局 3D 玻璃等新兴技术，公司在触控显示领域的竞争优势得到进一步增强，未来将有望重回高增长轨道。
- **指纹识别产业化先驱受益于技术变革：**智能手机指纹识别渗透率将持续快速提升，公司具有先发优势，目前产能超 28KK/月，位居全国第一。未来指纹识别技术即将迎来变革，公司积极布局 UnderGlass 隐藏式方案并研发全屏指纹识别产品，作为具备强大的触控贴合和指纹识别模组生产工艺的厂商，有望快速抢占未来隐藏式指纹识别模组市场，进一步巩固全球领先地位。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 17-19 年 EPS 分别为 1.34、2.13 和 3.12 元，根据可比公司，我们给予公司 2017 年 36 倍 PE，对应目标价为 48.2 元，维持买入评级。

风险提示

- 双摄像头发展不达预期；指纹识别业务进展不达预期。

公司主要财务信息

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	18,498	26,746	40,262	56,149	72,286
同比增长	-5.1%	44.6%	50.5%	39.5%	28.7%
营业利润（百万元）	446	680	1,579	2,555	3,786
同比增长	-29.9%	52.5%	132.1%	61.8%	48.2%
归属母公司净利润（百万元）	478	719	1,454	2,316	3,393
同比增长	-29.8%	50.2%	102.2%	59.3%	46.5%
每股收益（元）	0.44	0.66	1.34	2.13	3.12
毛利率	12.8%	11.5%	12.5%	12.8%	13.4%
净利率	2.6%	2.7%	3.6%	4.1%	4.7%
净资产收益率	8.1%	10.2%	16.4%	21.6%	25.6%
市盈率（倍）	87.4	58.2	28.8	18.1	12.3
市净率（倍）	6.9	5.2	4.3	3.6	2.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

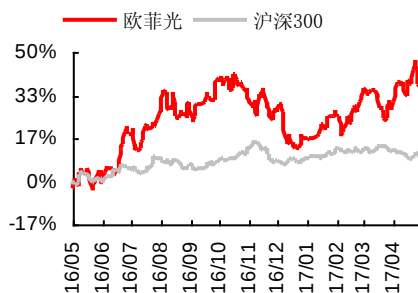


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2017 年 05 月 23 日）	38.50 元
目标价格	48.20 元
52 周最高价/最低价	41.21/27.20 元
总股本/流通 A 股（万股）	108,627/102,799
A 股市值（百万元）	41,821
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2017 年 05 月 23 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-6.6	7.6	8.6	37.0
相对表现 (%)	-6.5	8.8	10.0	26.1
沪深 300 (%)	-0.1	-1.2	-1.4	10.9



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑

021-63325888*8514

kuaijian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050005

胡誉镜

021-63325888*7518

huyujing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514080001

王芳

021-63325888*6068

wangfang1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860516100001

联系人

马天翼

021-63325888*6115

matianyi@orientsec.com.cn

相关报告

二季度将破纪录，双摄迎来快速发展 2017-04-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1	四大竞争优势带来持续动力	5
1.1	领先战略布局带来成长空间	6
1.2	聚集优秀人才奠定技术领先基础	8
1.3	强大的执行能力推动各领域快速成长	8
1.4	研发投入持续增长，自动化水平不断提高	10
2	双摄技术领先者顺应发展潮流	11
2.1	双摄像头智能手机渗透率快速提升	11
2.2	欧菲光具备领先的双摄技术	12
2.3	前瞻性布局 3D 摄像头	14
3	薄膜触摸技术基因的适者生存	16
3.1	OLED 趋势下薄膜触控方案重回青睐	16
3.2	联手 TPK 增强触控实力，积极布局 3D 玻璃	17
4	指纹识别产业化先驱受益于技术变革	18
4.1	指纹识别快速渗透，公司具备先发优势	18
4.2	技术变革助力公司发展	20
5	全面布局智能汽车和车联网	23
6	盈利预测与投资建议	25
6.1	盈利预测	25
6.2	投资建议	27
7	风险提示	27

图表目录

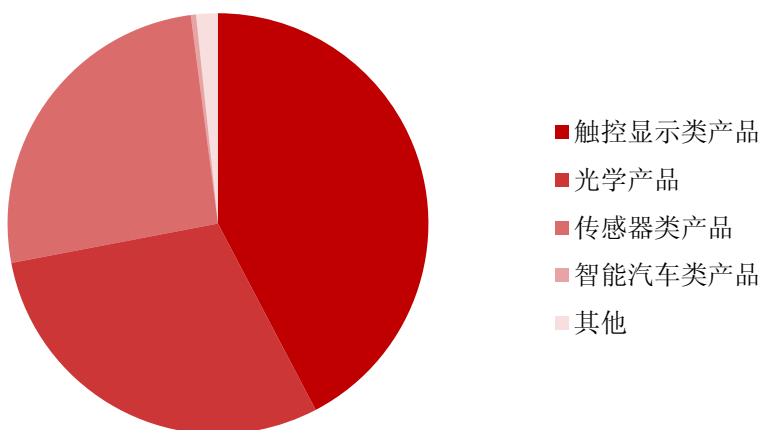
图 1：欧菲光业务营收构成	5
图 2：业务快速拓展拉动欧菲光收入增长（单位：亿元）	5
图 3：欧菲光净利润持续增长（单位：亿元）	5
图 4：国内薄膜触摸屏占比高	6
图 5：欧菲光国内触摸屏出货量领先	6
图 6：欧菲光形成“光学+汽车电子”双轮驱动布局	6
图 7：公司不断聚集优秀人才	8
图 8：不同阶段的业务拓展驱动股价增长	9
图 9：欧菲光触摸屏业务迅速增长	9
图 10：欧菲光指纹识别业务迅速增长	9
图 11：欧菲光摄像头模组业务迅速增长	10
图 12：欧菲光摄像头份额逐步增长直逼全球第一	10
图 13：欧菲光研发投入持续增长（单位：亿元）	10
图 14：欧菲光人均产值处于行业领先（单位：万元/人）	10
图 15：全球双摄像头手机渗透率快速提升	12
图 16：欧菲光在全球手机摄像头模组市场处于领先地位	12
图 17：iPhone 7 Plus 搭载后置双摄像头	13
图 18：双摄模组主要包括共基板和共支架两种技术路径	14
图 19：欧菲光具备与苹果相同的共支架双摄技术	14
图 20：荣耀 V9 主打双摄 3D 建模技术	14
图 21：苹果采用的 3D 双摄像头有望实现立体绘制功能	14
图 22：OLED 当前占比低，未来上升空间巨大	16
图 23：全球 OLED 面板市场规模保持高速增长	16
图 24：欧菲光不断增强触控技术实力	17
图 25：消费电子 3D 玻璃市场有望快速增长	18
图 26：国内指纹识别智能手机渗透率快速增长	18
图 27：欧菲光指纹识别模组具备先发优势	19
图 28：欧菲光指纹识别业务实现超预期增长	19
图 29：欧菲光在国内指纹识别模组市场中一枝独秀	19
图 30：小米 MIX 主打全面屏设计	20
图 31：三星推出全面屏旗舰机 Galaxy S8	20
图 32：公司指纹识别模组布局符合未来发展方向	22
图 33：汽车产业终极目标是实现完全无人驾驶	23
图 34：ADAS 市场规模将快速增长（亿美元）	24

图 35：ADAS 各子系统渗透率将快速提升	24
图 36：中国车联网行业有望快速发展	24
图 37：欧菲光智能汽车事业群发展过程	25
图 38：可比公司估值情况	27
表 1：公司前瞻性布局 3D 摄像头、AR/VR、UnderGlass 指纹识别等新兴技术	7
表 2：主流手机厂商自去年起发布多款双摄像头手机	11
表 3：欧菲光 CCM 研发技术优势显著	13
表 4：三种主流的 3D 成像技术	15
表 5：薄膜式有望成为 OLED 主流触控技术	16
表 6：欧菲光与 TPK 战略联盟增强触控实力	17
表 7：三种表现形式的指纹识别方案对比	21
表 8：不同隐藏式方案对比	21
表 9：三种技术应用于隐藏式方案的性能对比	22
表 10：欧菲光智能汽车事业群布局	25

1 四大竞争优势带来持续动力

2016 年，欧菲光实现营收 267 亿元，同比增长 45%。归母净利润 7 亿元，同比增长 51%，收入和盈利能力的提升，得益于前期培育的微摄像头和指纹识别等新产品逐步进入收获期。传统产品保持竞争优势，并大力布局智能汽车等新兴业务。

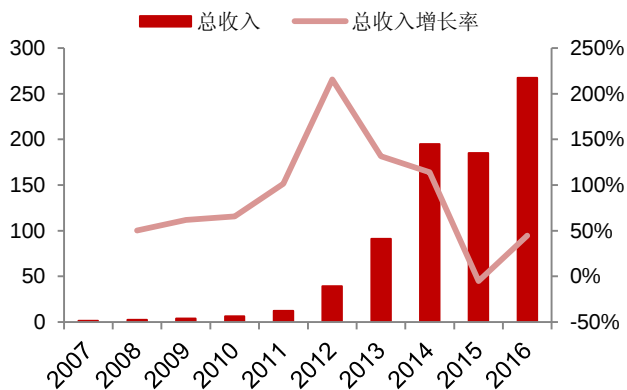
图 1：欧菲光业务营收构成



数据来源：公司 2016 年报、东方证券研究所

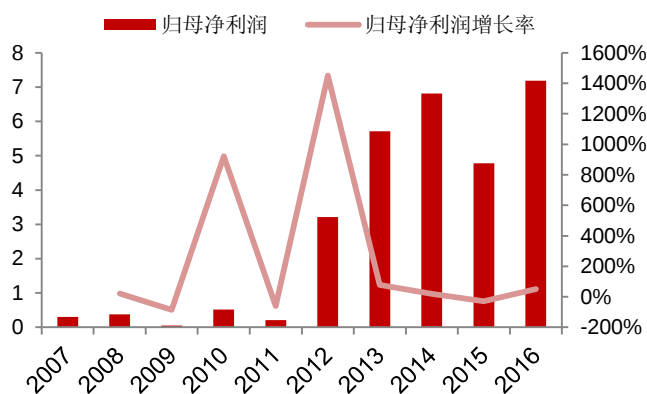
欧菲光自 2010 年上市以来营业收入、净利润保持快速增长，领先的战略布局、优秀人才的聚集、强大的执行能力、强劲的技术实力逐渐成为欧菲光领跑行业的四大核心竞争优势，推动公司持续快速发展。

图 2：业务快速拓展拉动欧菲光收入增长（单位：亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 3：欧菲光净利润持续增长（单位：亿元）



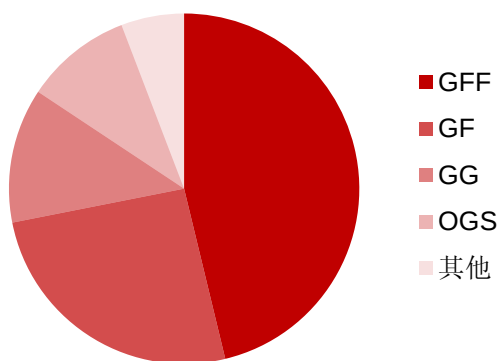
数据来源：Wind、东方证券研究所

1.1 领先战略布局带来成长空间

1.1.1 布局薄膜触控技术，成本优势决胜红海市场

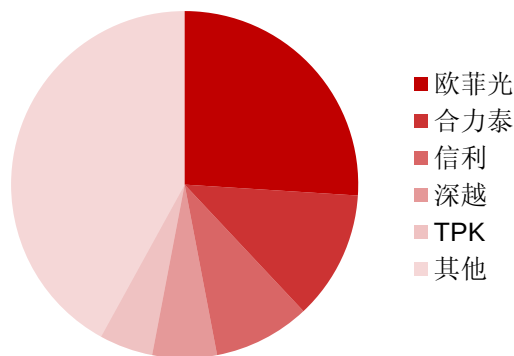
欧菲光是最早进入触控行业的公司之一，引领触控屏技术的演变趋势。虽然 GG 玻璃技术具有透光性好的优势，但双层玻璃的厚度和成本劣势突出。而后来诞生的 OGS 技术虽然具有较高的透光性和较薄的厚度，但仍在成本方面处于劣势。欧菲光坚持推进触控屏薄膜技术的规模化，以其轻薄和低成本优势大获丰收，同时带动整个大陆 GF 电容触摸屏行业跨入国际舞台，与日本、韩国、台湾并列成为全球重要电容触摸屏生产基地。目前在国内主流触控技术中，以 GF 和 GFF 为代表的薄膜触控屏出货占比领先，而欧菲光依靠薄膜技术的成本优势抢占触摸屏红海市场。

图 4：国内薄膜触摸屏占比高



数据来源：旭日产研、东方证券研究所

图 5：欧菲光国内触摸屏出货量领先



数据来源：旭日产研、东方证券研究所

1.1.2 前瞻性布局打开未来成长空间

目前，欧菲光形成了“光学+汽车电子”双轮驱动布局，致力于在保持传统业务竞争优势的基础上，重点推进柔性显示、双摄像头等具有巨大成长空间的新业务，同时积极开展 3D 摄像头、AR/VR、UnderGlass 指纹识别等新兴技术的布局，为公司未来持续快速发展奠定基础。

图 6：欧菲光形成“光学+汽车电子”双轮驱动布局



数据来源：公司公告、东方证券研究所

欧菲光领先布局 3D 摄像技术，早在 2016 年就与以色列 3D 算法公司 Mantis Vision 达成战略合作关系，共同研发并推广手机前置 3D 与后置 3D 摄像头、通用消费电子和专业 3D 摄像头产品，借此将由传统模组生产商转变为子系统设计和制造企业，从而实现编码结构光技术在智能手机、虚拟现实、机器人、工业自动化等领域更广泛的应用。未来随着 3D 摄像头逐渐被智能终端搭载，公司该项业务有望实现快速发展。

同时，基于自身在光学的技术优势，欧菲光积极布局市场前景广阔的 AR/VR 领域。在 3D 算法、成像系统开发、双摄像头模组产能扩张等方面加强布局，投资 ODG、3glasses 等 AR/VR 相关技术公司。

此外，以 Underglass 和屏幕内指纹识别为代表的生物识别正成为消费电子创新的重点方向，欧菲光投资拥有 3D 超声波生物识别技术的 Sonavation 公司，在指纹识别技术面临升级变革之际提前布局，有望迎来新一轮的快速发展机遇。

表 1：公司前瞻性布局 3D 摄像头、AR/VR、UnderGlass 指纹识别等新兴技术

时间	投资公司	目的	标的公司优势
2016 年 8 月	ODG 公司	通过产品共同开发，与 ODG 在 AR/VR 领域进行广泛的合作与布局	在 AR 领域拥有核心技术和卓越的创业团队，核心管理层均为光学和头戴设备等领域的资深专家
2016 年 9 月	Sonavation	获取 Sonavation 以超声波为原理的指纹识别技术，布局 UnderGlass 领域	拥有 3D 超声波生物识别技术能制造出世界上最小的低功率超声传感器，可应用在整面触控屏幕底层，藉此让手机屏幕能以更具弹性方式搭载指纹识别功能
2016 年 11 月	深圳虚拟现实技术有限公司 (3glasses)	通过中长期投资布局，正式进入 VR 生产制造行列，建立在 VR 领域的知识产权竞争优势及技术壁垒	技术专利优势突出，拥有 20000 个线下体验点和超过 500 个开发者团队

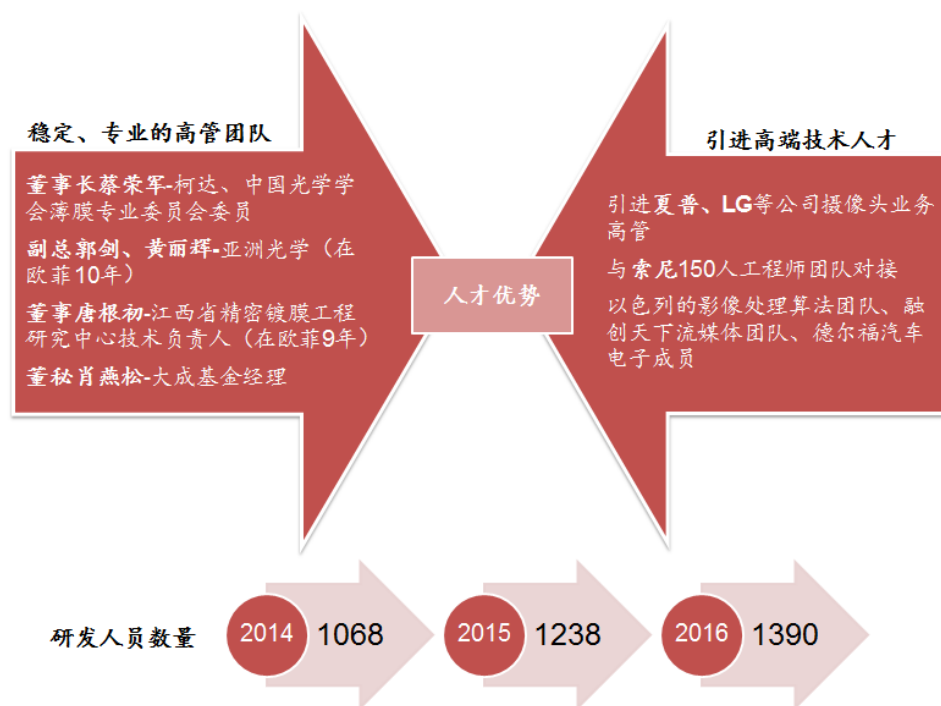
2017 年 3 月	Mantis Vision	共同研发并推广手机前置与后置 3D 摄像头、通用消费电子和专业 3D 摄像头	核心技术是编码结构光技术，信噪比高，分辨率高，影像品质高，尺寸小，可拓展性强，计算效率高，计算速度快，可以实现实时 3D 内容传输及再现
------------	---------------	--	--

数据来源：公司公告、东方证券研究所

1.2 聚集优秀人才奠定技术领先基础

公司深谙技术壁垒本质上是人才的壁垒，十分注重优秀人才的内在培育和外在吸纳，从研发人员数量的增加，到公司高管的产业背景，再到开拓新领域时的不断引进人才，为公司时刻保持技术领先打下坚实的基础。

图 7：公司不断聚集优秀人才



数据来源：公司公告、东方证券研究所

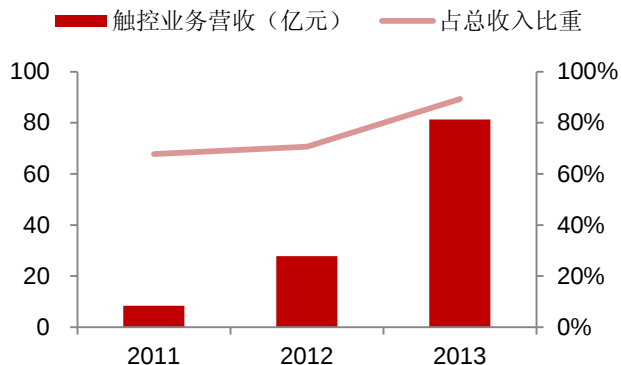
1.3 强大的执行能力推动各领域快速成长

在精准战略指引下，欧菲光凭借强大的执行力获得快速成长：触控、单摄模组、指纹识别模组从布局到量产出货时间跨度均少于两年，而从量产到实现市场份额全球领先的时间均少于一年。不同阶段的战略布局新技术布局+强大执行力带动业绩增长，并成为驱动股价成长的绝佳助力引擎。

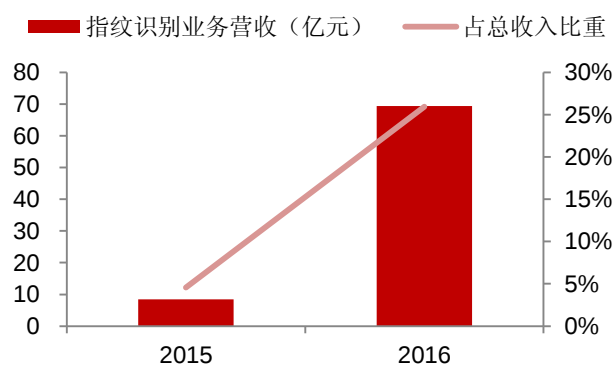
图 8：不同阶段的业务拓展驱动股价增长


数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

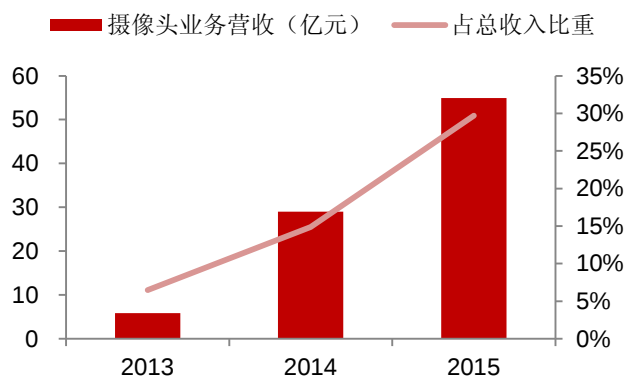
公司 2010 年开始布局电容式触摸屏，从 2011 年到 2013 年触摸屏收入占总营收比例不断提高，成为业绩增长的一级助推器；2014 年公司开拓指纹识别领域，两年后指纹识别一跃成为公司收入重要来源之一。而相对摄像头行业大鳄夏普、三星、LG、舜宇光学等公司，欧菲光的摄像头模组业务起步较晚，但发展势头迅猛，2012 年扬帆起航，到 2014 年出货量破亿、位居国内前三，且攻克 800 万、1300 万像素高端手机摄像头领域，目前产能达 23KK/月。产能逐步释放和技术储备应用后带来的高阶产品份额提升，带来摄像头业务收入的大幅增长和毛利率的提升，全球市场份额快速增长直逼第一名舜宇光学。

图 9：欧菲光触摸屏业务迅速增长


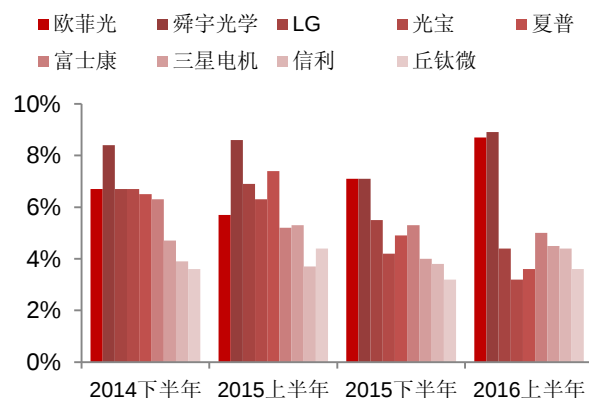
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 10：欧菲光指纹识别业务迅速增长


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 11：欧菲光摄像头模组业务迅速增长


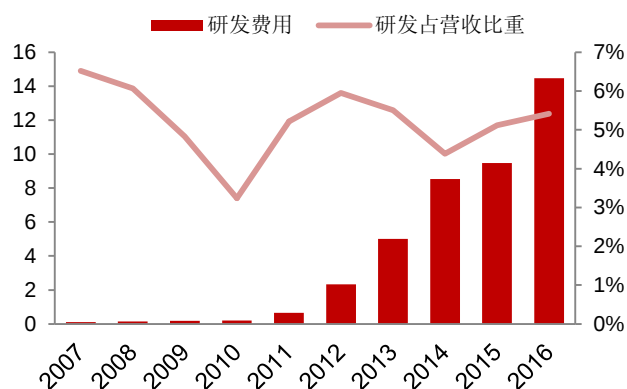
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 12：欧菲光摄像头份额逐步增长直逼全球第一


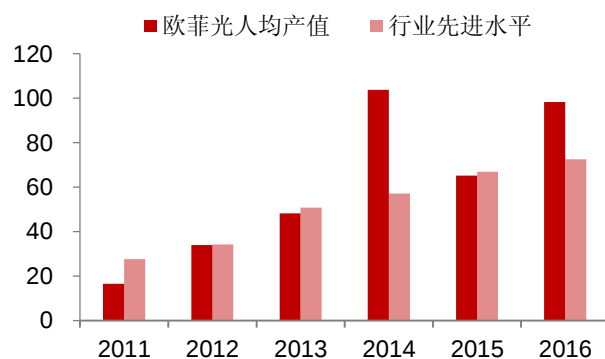
数据来源：电子产品世界、东方证券研究所

1.4 研发投入持续增长，自动化水平不断提高

欧菲光深耕触摸屏与摄像头业务多年，在触控系统、摄像头模组和指纹识别模组等领域不断开发新技术、优化产品结构，注重把握行业发展新技术趋势，每年研发投入保持在 4-5% 的较高水平，以技术作为企业核心竞争优势。

图 13：欧菲光研发投入持续增长（单位：亿元）


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 14：欧菲光人均产值处于行业领先（单位：万元/人）


数据来源：公司公告、东方证券研究所

欧菲光 2014 年启动 LCM 产线自动化改造，2015 年 CCM 产线完成自动化升级，2016 年收购索尼华南电子，快速消化吸收工厂在生产自动化和产线流程精细化管理的经验，高像素、光学防抖、自动对焦等产品产线自动化率达到 90% 以上，处于行业领先水平。相比于竞争对手，欧菲光的人均产值无论数量还是增速均具有一定优势。

2 双摄技术领先者顺应发展潮流

2.1 双摄像头智能手机渗透率快速提升

在智能手机市场增速不断放缓的当下，终端厂商之间的竞争已经从降成本转为寻求差异，在这一趋势下，摄像头的差异化竞争越来越重要，后置双摄像头作为重要的手机拍照功能的差异化亮点，得到了主流厂商前所未有的关注。

2016 年是双摄像头智能手机的元年，行业处于导入和快速发展的阶段，苹果在 iPhone 7 Plus 上搭载后置双摄引领发展潮流，华为、小米、360、乐视、酷派、vivo 等也已纷纷推出搭载双摄像头的旗舰机型，而三星、联想等品牌商亦走在立项待量产的路上，双摄俨然成为各大手机品牌旗舰机型的标准配置。

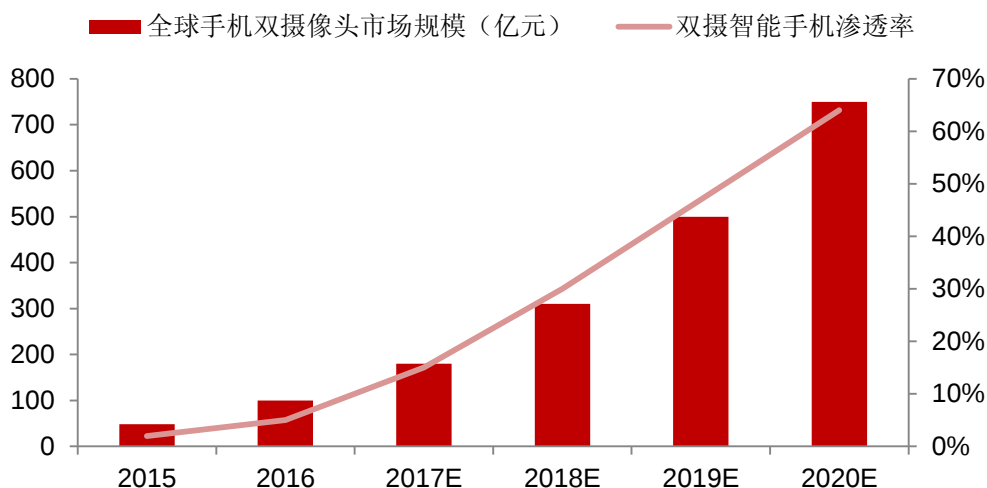
表 2：主流手机厂商自去年起发布多款双摄像头手机

手机型号	价格（单位：元）	像素	双摄构成	上市时间
锤子坚果 Pro	1999	双 1300 万	RGB+MONO	2017/5
乐视乐 pro	2399	双 1300 万	RGB+MONO	2017/4
努比亚 Z17 mini	2199	双 1300 万	RGB+MONO	2017/4
小米 6	2499	双 1200 万	广角+长焦	2017/4
华为 P10	3528	1200 万+2000 万	RGB+MONO	2017/3
中兴 Blade V8	1399	1300 万+200 万	RGB+景深	2017/3
LG G6	4988	双 1300 万	广角+长焦	2017/2
荣耀 V9	2599	双 1200 万	RGB+MONO	2017/2
华为 Mate9 Pro	4799	2000 万+1200 万	RGB+MONO	2016/12
vivo Xplay6	4498	1200 万+500 万	RGB+景深	2016/12
荣耀畅玩 6X	1299	1200 万+200 万	RGB+景深	2016/10
iPhone 7Plus	6388	双 1200 万	广角+长焦	2016/9
酷派 cool1	1099	双 1300 万	RGB+MONO	2016/8
360 Q5 Plus	1888	双 1300 万	RGB+MONO	2016/8
红米 Pro	1499	1300 万+500 万	RGB+景深	2016/7
荣耀 8	2499	双 1200 万	RGB+MONO	2016/7
海信 A1	2999	1300 万+200 万	RGB+景深	2016/3

数据来源：互联网、东方证券研究所

随着双摄渗透率的不断提升，智能手机双摄市场空间巨大，根据第三方研究机构的数据，2016 年双摄像头手机渗透率为 5% 左右，未来随着双摄极可能成为智能手机的标配，渗透率有望快速提升。2020 年全球双摄市场规模将达 750 亿元，五年复合年均增长率超过 70%。摄像头模组的单机价值从几十元增至接近 200 元，倍增的需求有望大幅提振手机摄像头产业链厂商业绩。

图 15：全球双摄像头手机渗透率快速提升

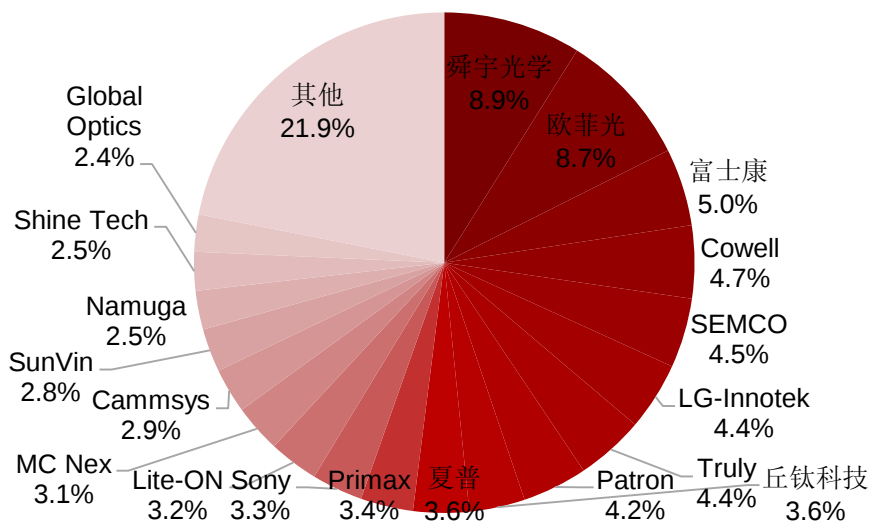


数据来源：中商产业研究院、东方证券研究所

2.2 欧菲光具备领先的双摄技术

欧菲光是全球摄像头模组龙头，2016 年公司摄像头模组实现营业收入 79 亿元，同比增长 44%，出货量达 3.1 亿颗，同比增长 46%，市占率全球领先。

图 16：欧菲光在全球手机摄像头模组市场处于领先地位



数据来源：电子工程世界、东方证券研究所

公司针对 CCM 产业中不同环节的技术重点以及不同地区的技术优势，在美国、日本、韩国和台湾设立研发中心，研发人员达到 1390 名。2014 年，公司并购美国 DOC 公司，进一步提升摄像头模组的 MEMS 技术，有效地拓展了 CCM 业务的竞争优势。在生产线方面，2016 年全面导入自动化生产线，自动化程度行业领先。

表 3：欧菲光 CCM 研发技术优势显著

优势		具体方面
硬件	高精度产品制造能力	掌握超薄产品、快速对焦产品、高阶摄像头、双摄像头、虹膜识别摄像头等多项核心制造技术；推出高像素、OIS、双摄、虹膜识别摄像头等全系列摄像头模组产品
	业界领先的自动化产线	自动化率达到 90%以上
	先进的研发分析实验室	2016 年研发投入 14.48 亿元，在美国、日本、韩国、台北等地设立研究中心
	先进的镜头设计能力	日本、韩国的优秀团队
软件	与 3D 算法公司 Mantis Vision 达成战略合作	

数据来源：公司年报、东方证券研究所

苹果 2016 年 9 月发布的 iPhone 7 Plus 搭载双摄像头，韩国厂商 LG Innotek 是唯一供应商，且今年 4 月宣布为满足苹果供货投资全新生产设施总额大约 2.4 亿美元。

图 17：iPhone 7 Plus 搭载后置双摄像头



数据来源：苹果、东方证券研究所

目前双摄模组主要包括共基板和共支架两种技术路径，且产品处于导入初期，加工良率低和产业投资大等因素形成了一定的行业壁垒，限制了中小厂商对双摄的研发量产。欧菲光可生产共基板和共支架两种双摄结构，技术水平已经达到业界领先，当前产能约为 6KK/月，主要客户包括华为、OPPO、vivo、小米等主流智能手机厂商，预计未来随着双摄渗透率的增长将带来订单量的快速提升，2017 年有望将双摄产能扩张至 10-15KK/月。同时随着良率的进一步提升，毛利率仍然有提升空间。

苹果的双摄模组加工技术为共支架式结构，摄像头模组封装壁垒高，工艺复杂，特别是双摄对于两个摄像头的同轴度要求很高，而欧菲光共支架式双摄结构在技术工艺和交货能力上占据先发优势，工艺良率突破 95%。

图 18：双摄模组主要包括共基板和共支架两种技术路径

	共基板	共支架
原理	两个 Sensor 共同放在同一个基板上，一个 FPC 从此基板上引出	通过支架将 Sensor 固定，每个 Sensor 有自己的基板和 FPC
优点	两个 Sensor 可以坐在同一个平板上，抗跌落	良率高，价格较好
缺点	良率低，造成价格昂贵	需要校准在同一平面，难度大，抗摔落较差

数据来源：互联网，东方证券研究所

图 19：欧菲光具备与苹果相同的共支架双摄技术


数据来源：互联网，东方证券研究所

日前，公司以 2.34 亿美元收购索尼电子华南有限公司 100% 股权，并已于 2017 年 4 月 1 日完成交割。本次股权收购的索尼在中国广州的生产基地拥有业界顶尖的摄像头模组开发与封装技术，将使公司在摄像头模组领域的技术制程和客户结构得到补强和优化，与索尼的深度合作有利于进一步提高公司摄像头模组生产制造的技术水平。

2.3 前瞻性布局 3D 摄像头

随着华为 P10、荣耀 V9 等今年新发布的智能手机产品搭载 3D 成像技术，而苹果也有望在新一代智能手机中采用 3D 摄像头技术，有望掀起智能手机用 3D 摄像头的风暴。采用 3D 成像的手机可实现立体绘制的能力，如实现面部识别、手势识别等功能。

图 20：荣耀 V9 主打双摄 3D 建模技术
图 21：苹果采用的 3D 双摄像头有望实现立体绘制功能



数据来源：互联网、东方证券研究所



数据来源：威锋网、东方证券研究所

目前，主流的 3D 成像技术主要有三种：双目视觉、结构光技术和时差测距技术（Time of Flight, TOF）。双目视觉基于立体视觉原理，模拟人眼成像；结构光技术通过收集激光照射到粗糙物体后返回的斑点得到 3D 图案；TOF 方法通过接收反射回来的光线，由测量时间差算出目标距离。三种方法中，TOF 方法总体性能最好，但是分辨率还有待提高。

表 4：三种主流的 3D 成像技术

技术名称	双目视觉	结构光技术	TOF
基础原理	双相机和图像相关	单相机和投影条纹斑点编码	反射时间差
分辨率	中高	中	低
精度	中高	中	中
速度	慢	中	快
抗光照	高	低	中
模块大小	小	大	大
硬件成本	低	中	高
算法开发难度	高	中	低
总结	昏暗环境下不适用，特征不明显的环境不适用	容易受光照影响，强光照情况下不适用	总体性能好，但分辨率不高
代表公司和产品	Leap Motion	PrimeSense	3DV Systems 的产品 Zcam 系统

数据来源：百度百家、传感器技术、东方证券研究所

2016 年，欧菲光同以色列 3D 算法公司 Mantis Vision 达成战略合作关系，Mantis Vision 的核心技术是编码结构光技术（Coded Structure Light），其主要竞争优势是分辨率高，影像品质高，可拓展性强，计算效率高，可以实现实时 3D 内容传输及再现。Mantis Vision 与公司共同研发并推广手机前置 3D 与后置 3D 摄像头、通用消费电子和专业 3D 摄像头产品，将使得公司由传统模组生产

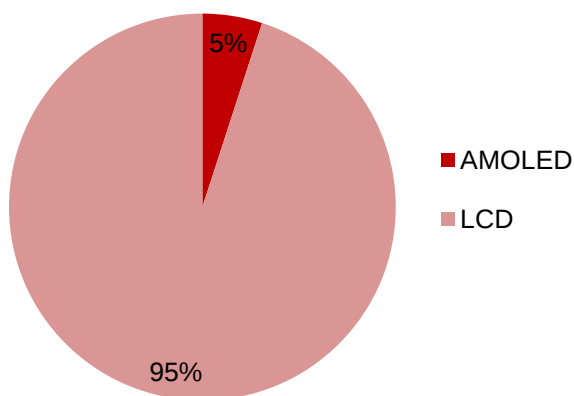
商转变为子系统设计和制造企业，从而实现编码结构光技术在智能手机、虚拟现实、机器人、工业自动化等领域更广泛的应用。未来随着 3D 摄像头逐渐被智能终端搭载，公司 3D 摄像头业务有望实现快速发展。

3 薄膜触摸技术基因的适者生存

3.1 OLED 趋势下薄膜触控方案重回青睐

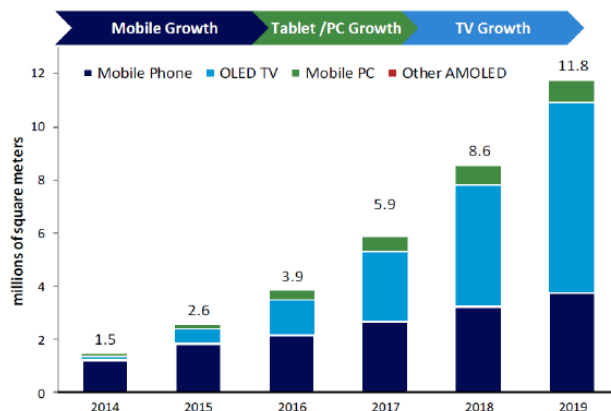
作为新一代的显示技术，与传统 LCD 相比，OLED 具有柔性、广视角、色彩柔和、响应速度快、节能等优势，近些年来随着 OLED 技术逐渐成熟，使用领域逐步扩大，目前正处于快速发展初期，未来 OLED 屏幕市场空间将高速增长，整体出货面积将从 2014 年的 150 万平方米增长至 2019 年的 1180 万平方米，CAGR 高达 51%。

图 22：OLED 当前占比低，未来上升空间巨大



数据来源：产业信息网、东方证券研究所

图 23：全球 OLED 面板市场规模保持高速增长



数据来源：iHS、UDC、东方证券研究所

随着以 OLED 为代表的新一代显示技术正逐渐成为趋势，相较于 On-cell、In-cell 两种内嵌式触摸屏的技术形态，外挂式触控技术在 OLED 柔性显示领域更具有优势，有望被广泛应用。外挂式触摸屏分为玻璃式和薄膜式两种产品形态，玻璃式触控技术由于其厚重的结构，不符合 OLED 智能手机柔性、轻薄化的发展趋势，而薄膜式触控技术因其轻薄性、成本较低的特点，将有望成为 OLED 时代主要采用的触控封装形式。

表 5：薄膜式有望成为 OLED 主流触控技术

	玻璃式	薄膜式
结构	盖板玻璃+感应层玻璃 (GG)	盖板玻璃+一层感应薄膜 (GF)

优点	强度高，光学性能好，灵敏度高，工艺难度小	轻薄性，成本较低
缺点	需要两片玻璃，厚，良率较低，成本高	透光性一般

数据来源：互联网、东方证券研究所

欧菲光作为最早进入触控行业的公司之一，具有全球领先的薄膜式触摸屏技术，自 2013 年以来一直保持着薄膜式触摸屏出货量全球第一的地位，稳居行业龙头地位，随着 OLED 屏幕的兴起，对于欧菲光的薄膜式触摸屏业务将是极好的发展机会。

3.2 联手 TPK 增强触控实力，积极布局 3D 玻璃

公司在触控领域不断增强技术实力，集中公司资源，研发布局柔性薄膜触控感应层、3D 触控感应层、3D 全贴合等产品，顺利切入国际大客户并已备好产能。

图 24：欧菲光不断增强触控技术实力



数据来源：公司公告、东方证券研究所

17 年 3 月，公司与 TPK（宸鸿科技）计划交叉持股，并成立合资公司。TPK 是全球领先的触控技术公司，长期以来和欧菲光都是作为竞争对手关系，此次通过合作，欧菲光具有优势的 GF 结构电容触摸屏产能与 TPK 具有优势的全贴合产能相结合，有利于共同对抗竞争对手，提高市场占有率。同时，两家公司的合作也减少了彼此的重复性投资，避免了价格战，未来有望在触控领域实现双赢。

表 6：欧菲光与 TPK 战略联盟增强触控实力

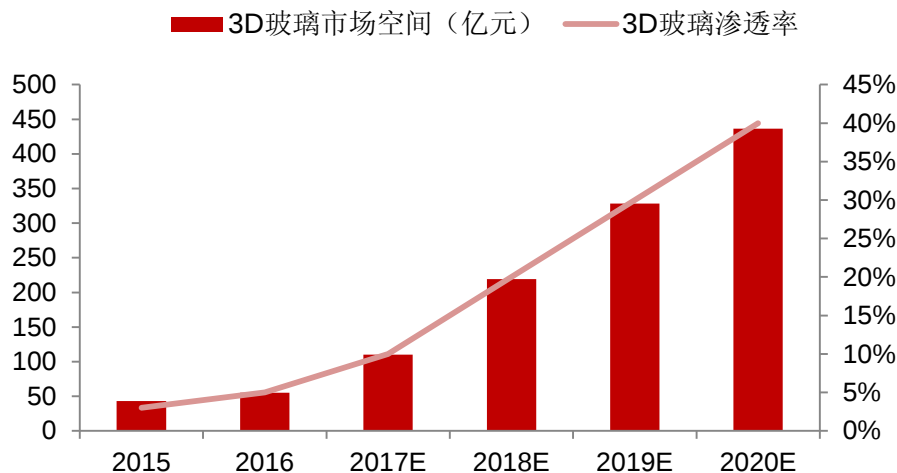
项目	内容
欧菲光投资 TPK	欧菲光将以每股 90.5 元新台币认购 TPK 私募普通股 2000 万股，总投资金额 18.1 亿元新台币，欧菲光将持有 TPK 约 5.46%股权
TPK 投资欧菲光	TPK 以每股不高于 40.34 元人民币，一年内参与欧菲光定增或于公开市场买进，取得不超过 2.04 亿元人民币股票，TPK 将持有欧菲光约 0.4-0.5%股权
双方成立新合资公司	欧菲光将持有新公司 51%股权，TPK 持有 49%，可能朝车用触控发展

技术及客户互补	TPK 优势在于玻璃触控和全贴合产能，以美国客户为主，欧菲光优势在于薄膜触控，以大陆客户为主，双方实现优势互补
结盟效果	防止触控面板价格持续下滑，对其他触控厂商产生影响

数据来源：公司公告、东方证券研究所

此外，欧菲光在 2016 年开始布局 3D 玻璃产业，目前已做好 3D 玻璃各项技术储备工作，并已经同下游客户进行积极沟通和合作，待未来消费电子 3D 玻璃市场快速增长，公司触控显示业务有望重回高速增长轨道。

图 25：消费电子 3D 玻璃市场有望快速增长



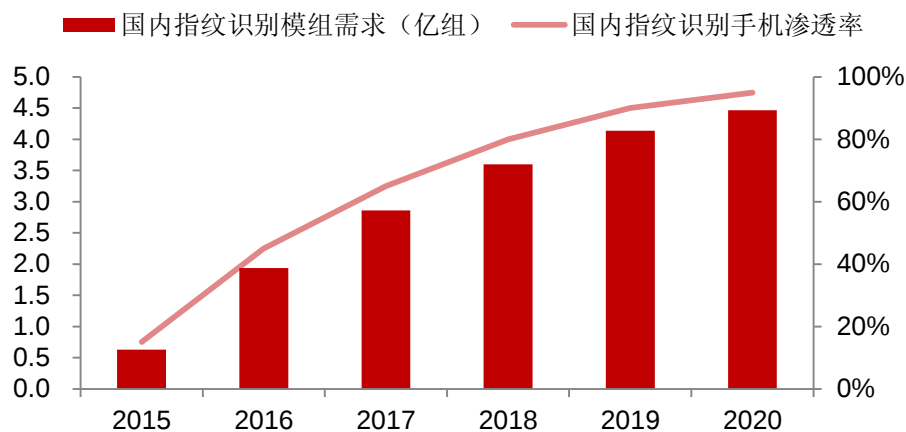
数据来源：蓝思、三星、东方证券研究所

4 指纹识别产业化先驱受益于技术变革

4.1 指纹识别快速渗透，公司具备先发优势

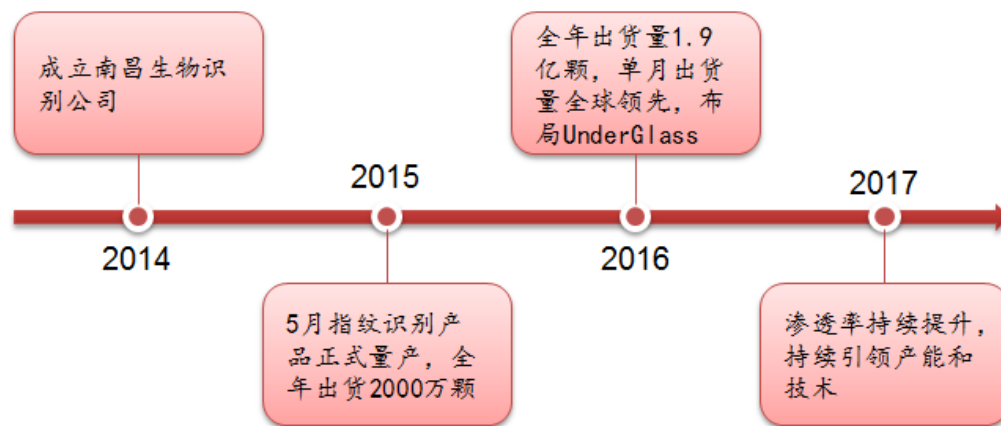
自苹果 iPhone 5s 发布以后，指纹识别开始被智能手机生产厂商所青睐，目前各品牌手机旗舰机型都使用了指纹识别方案并快速向中低端机型渗透，未来有望成为智能手机的标配。2016 年全球指纹识别芯片销量超过 7.5 亿颗，同比增长 57%，市场规模达到 28 亿美元。从国内指纹识别市场来看，2016 年指纹识别在智能手机中的渗透率接近 50%，预计未来指纹识别渗透率将持续快速提升。

图 26：国内指纹识别智能手机渗透率快速增长



数据来源：Trendforce、前瞻产业研究院、东方证券研究所

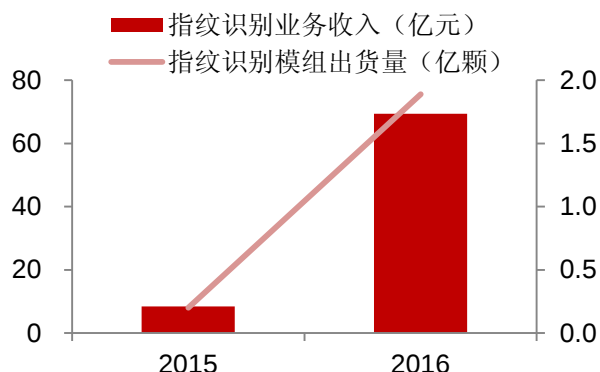
欧菲光提前布局指纹识别模组，率先在全球范围内完成了全产业链整合，确立了在全球指纹识别产业技术的领导地位，先发优势明显，目前产能超 28KK/月，位居全国第一。

图 27：欧菲光指纹识别模组具备先发优势


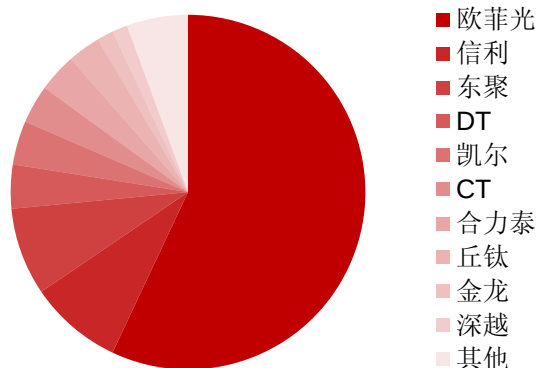
数据来源：公司公告、东方证券研究所

自 2015 年 5 月公司指纹识别模组产品正式量产出货以来，公司指纹识别业务的产能和综合良品率迅速拉升，目前单月出货量位居全球前列，国内市场占有率近 60%。2016 年，公司指纹识别模组业务实现超预期增长，贡献营收 69.35 亿元，同比大增 723%，占收入比重升至 26%，客户涵盖大部分国内智能手机品牌，年度出货量约 1.89 亿颗，同比大增 820%，位居全球前列。

图 28：欧菲光指纹识别业务实现超预期增长
图 29：欧菲光在国内指纹识别模组市场中一枝独秀



数据来源：公司公告、东方证券研究所



数据来源：旭日产研、东方证券研究所

预计公司 2017 年产能将扩充到 32-35KK/月，同时不断增强垂直一体化能力，产线覆盖上下游包括封装、CNC 加工、SMT、coating、玻璃盖板生产、模组贴合等多个工序，可实现有效控制成本和最大限度满足客户定制化需求，因此公司在未来将持续引领产能扩充和技术创新。

4.2 技术变革助力公司发展

随着 16 年底发布的小米 MIX 主打全面屏设计，屏占比高达 91.3%，采用隐藏式的虚拟按键，宣告了全面屏手机正式成为主流厂商的创新方向。日前发布的三星新一代旗舰机 Galaxy S8 选用了 AMOLED 曲面屏+全面屏的设计，将全面屏手机推向新的高度。随着今年下半年苹果的 iPhone 新机也有望采用无实体 Home 按键的全面屏设计，我们认为 17 年将成为全面屏手机元年，引领全面屏无 Home 键手机的潮流。

图 30：小米 MIX 主打全面屏设计



数据来源：小米、东方证券研究所

图 31：三星推出全面屏旗舰机 Galaxy S8



数据来源：三星、东方证券研究所

全屏手机的应用推动指纹识别方案的变革,使得指纹识别模组必须从实体 Home 键中解放出来,小米 MIX 和三星 S8 由于超高的屏占比而将指纹识别挪到背面,但这种设计在一定程度上影响了操作体验。当前按压式指纹识别按照表现形式主要包括涂覆式、盖板式和隐藏式等三种,其中隐藏式技术能够实现将指纹识别传感器前置搭载于触摸屏下方且不需对屏幕开孔,将是全面屏手机实现前置指纹识别的最佳方案。

表 7：三种表现形式的指纹识别方案对比

表现形式	涂覆式 (Coating)	盖板式	隐藏式 (Under Glass)
结构特点	一般置于手机背部, 覆盖一层镀膜	采用玻璃、陶瓷、蓝宝石等盖板	玻璃屏幕无需打孔, 指纹识别传感器隐藏在屏幕下方
应用范围	应用最多, 中低端为主	应用较广泛, 高端为主	应用较少, 旗舰机率先采用
模组成本	3-4 美元	5-10 美元	高于 10 美元
缺点	涂层硬度低, 易磨损和受汗水腐蚀; 位置影响体验	结构复杂, 玻璃屏幕穿孔	技术难度较大
代表机型	华为 Mate 系列	iPhone 系列	小米 S5 等
技术原理	电容式	电容式为主	电容式、超声波、光学技术

数据来源：旭日产研、东方证券研究所

指纹识别作为一种识别方式,本身只是一种功能,而某一种方案能够大规模普及的关键主要在于能否结合手机的设计形成完整用户体验。从这个角度来看,隐藏式将顺应大屏幕化的发展趋势,成为主流指纹识别方案。从长期来看,指纹识别与显示屏和触摸屏全面整合的方案将有望成为最终形态,届时将可以实现在屏幕的任何位置进行指纹识别操作。

表 8：不同隐藏式方案对比

解决方案	主要技术	优点	缺点
 Under Glass	电容式、超声波	当前技术可实现, 满足电容式和超声波技术特点	增加玻璃盖板工艺复杂度(上方挖槽或下方挖暗槽), 影响良率
 Under Glass	光学	能够穿透厚盖板, 无需对盖板额外加工	技术难度较大, 处于起步阶段
 In Display	光学	未来将实现显示屏内任意位置指纹识别	技术难度大, 当前难以实现

数据来源：东方证券研究所

目前指纹识别采集技术主要有三种原理：电容传感器识别、生物射频识别（超声波）、光学识别，其中电容式是当前的主流技术，被涂覆式、盖板式等方案广泛采用，而未来随着隐藏式方案的逐步成熟和手机全屏化趋势的加深，超声波和光学等新兴技术有望成为指纹识别未来的发展方向。

表 9：三种技术应用于隐藏式方案的性能对比

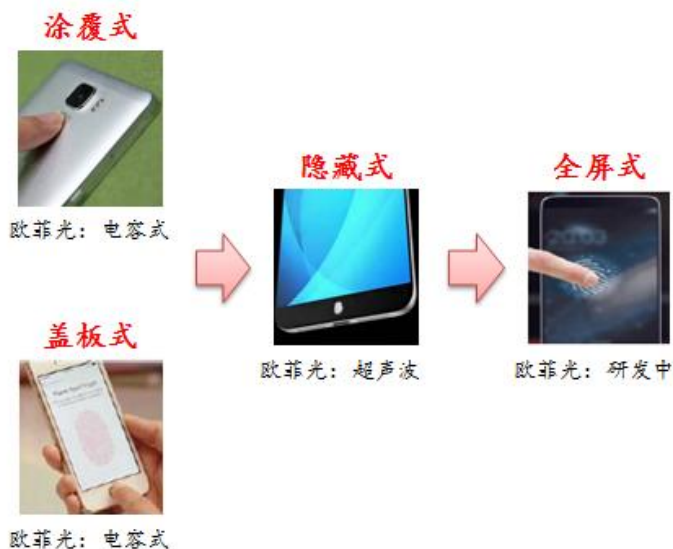
	电容式	超声波	光学
体积	较小	较大	小
成像能力	干手指好，抗汗渍和污染能力较差	干手指好，抗汗渍和污染能力较强	手指干湿均可，抗汗渍和污染能力强
图像质量	2D 纹路，质量较好	3D 纹路，质量好	3D 纹路，质量很好
分辨率	500dpi	700dpi	可达 2000dpi
防伪能力	一般	较强	强
识别能力	较强	较强	强
穿透能力	0.3-0.5mm	0.3-0.5mm	1mm
耐用性	一般	较好	好
功耗	低	较高	较高
成本	低	较高	较高
便携性	Yes	No	Yes

数据来源：贝特莱、东方证券研究所

隐藏式方案的指纹识别模组的生产加工将有望与触摸屏相结合，触控厂商对模组环节有望更具有控制力，欧菲光作为具备强大的触控贴合和指纹识别模组生产工艺的厂商，有望快速抢占未来隐藏式指纹识别模组市场。

同时，公司同具有成熟的超声波指纹识别算法的 Sonavation 公司开展合作，提前布局 UnderGlass 隐藏式方案，技术水平国际领先；而对于未来有望成为主流的全屏指纹识别方案，公司目前也已着手研发相关新产品。随着指纹识别技术方案即将迎来变革，公司有望进一步巩固指纹识别模组的全球领先地位，实现持续快速发展。

图 32：公司指纹识别模组布局符合未来发展方向

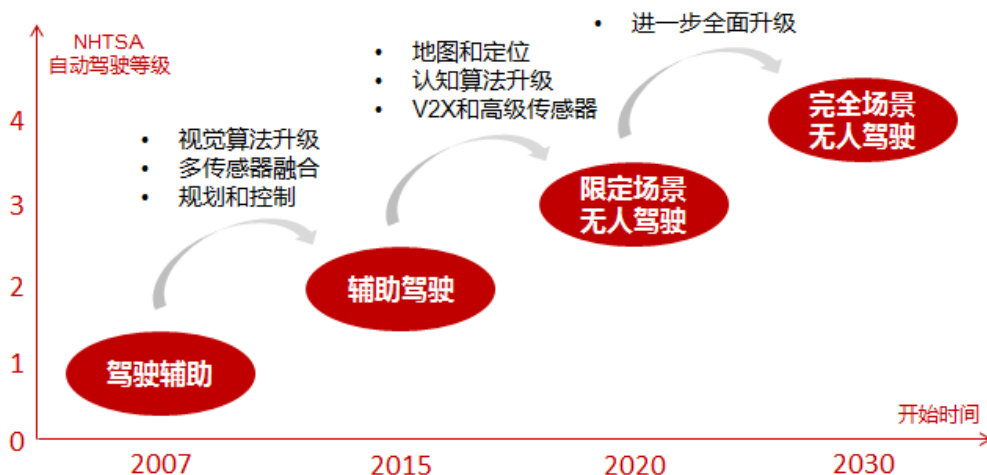


数据来源：公司公告、东方证券研究所

5 全面布局智能汽车和车联网

汽车产业当前正处于智能化的发展初期，终极目标是实现完全自动化、联网化的智能汽车。汽车智能化的核心是智能化科技配置对驾驶员的操作行为进行辅助，甚至跳脱出电脑对驾驶员的辅助，进入完全自动化无人驾驶的“自动驾驶汽车”。

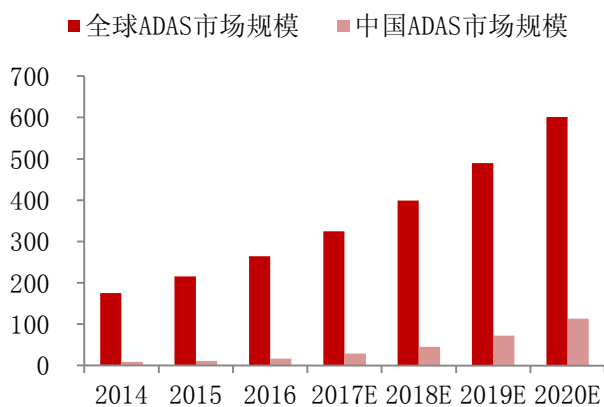
图 33：汽车产业终极目标是实现完全无人驾驶



数据来源：NHTSA、东方证券研究所

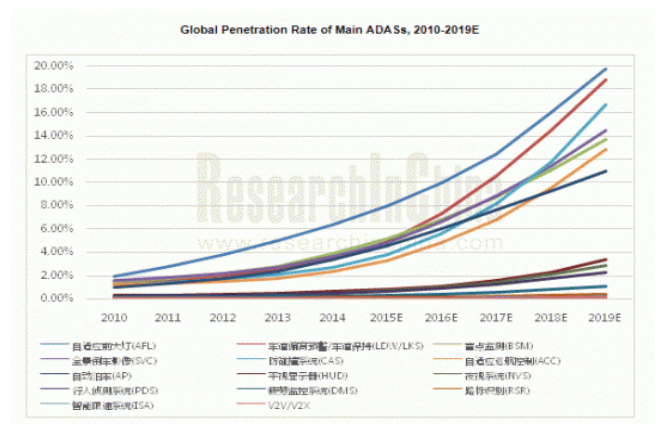
而作为汽车智能化、联网化发展重要功能基础的 ADAS 当前渗透率很低，全球整体安装率仅 5%，国内不足 2%，未来将迎来大的发展机遇，政策推动、车厂积极与 ADAS 供应商合作、产品价格有所下降等都促进 ADAS 市场规模的快速增长。据 PR Newswire 咨询公司测算，2020 年全球 ADAS 渗透率将超过 25%，新车搭载率将达到五成，而届时中国 ADAS 渗透率将达 30%。

图 34：ADAS 市场规模将快速增长（亿美元）



数据来源：IHS、东方证券研究所

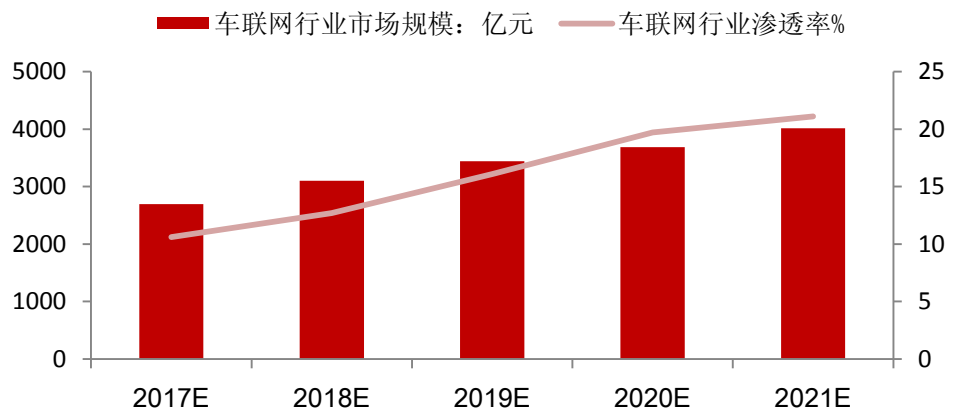
图 35：ADAS 各子系统渗透率将快速提升



数据来源：Research in China、东方证券研究所

而随着车联网技术的逐步成熟，安全类服务、导航类服务、娱乐类服务、车务类服务、维护类服务、优惠类服务等将逐渐适应和满足大众消费者需求。无论在国内还是国外，未来几年都将是车联网的黄金发展时期。

图 36：中国车联网行业有望快速发展



数据来源：中国产业信息网、东方证券研究所

欧菲光已引入汽车电子多方面顶级人才，有望在 ADAS、中控系统和车联网等相关领域形成强大竞争力。传感器方面，车载摄像头实现量产，毫米波雷达正在研发过程中；系统集成方面，倒车影像系统、360 度环视系统、自动泊车系统等已陆续通过客户验证并相继实现出货；同时，公司完成收购华东汽电，切入车身电子领域。

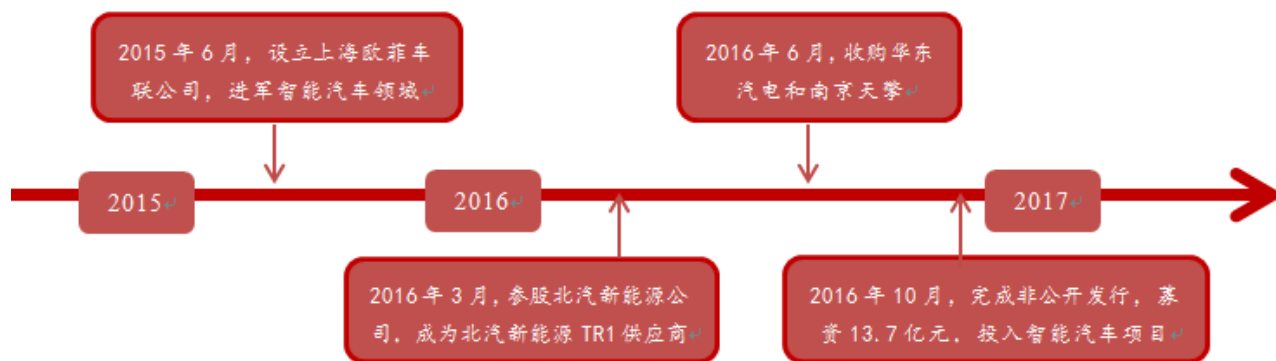
表 10：欧菲光智能汽车事业群布局

项目	内容	公司发展
HMI	人机交互系统，智能中控台和数字化仪表盘	引入优秀团队从事产品研发，组建销售团队拓展客户
ADAS	高级驾驶辅助系统，传感器，ADAS 算法和系统	引入国内领先的研发团队，围绕传感器和系统集成两个方面展开布局
车身电子	车身电子产品	收购华东汽电，切入车身电子领域

数据来源：公司公告、东方证券研究所

欧菲光正全面布局智能汽车和车联网，打造“双轮驱动”新领域，推进业务结构协同发展，以科技创新商业模式带动企业升级。公司未来有望跟随时代脚步，实现智能汽车与车联网领域的快速发展。

图 37：欧菲光智能汽车事业群发展过程



数据来源：公司年报、东方证券研究所

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

我们对公司 2017-2019 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入增长动力主要来自于双摄、指纹识别等新产品的快速增长，同时随着触摸屏业务重回快速发展轨道，公司营收保持快速提升；
- 2) 公司 17-19 年毛利率分别为 12.5%，12.8%和 13.4%，未来随着公司在触控、摄像头、指纹识别等领域领先地位的进一步巩固，毛利率有望小幅提升。

收入分类预测表

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
触摸屏					
销售收入（百万元）	11,787.8	11,315.2	11,887.1	13,670.2	15,406.3
增长率	3.4%	-4.0%	5.1%	15.0%	12.7%
毛利率	13.1%	12.2%	13.5%	13.3%	13.3%
单摄=原有单摄+索尼					
销售收入（百万元）	5,590.2	6,740.4	14,139.0	15,011.4	15,290.6
增长率	94.8%	20.6%	109.8%	6.2%	1.9%
毛利率	12.9%	-4.7%	11.7%	11.9%	13.4%
双摄					
销售收入（百万元）	0.0	1,200.0	5,400.0	15,561.0	25,585.9
增长率			350.0%	188.2%	64.4%
毛利率		100.0%	13.5%	13.4%	13.3%
其他					
销售收入（百万元）	276.8	447.6	363.9	405.5	455.2
增长率	7.2%	61.7%	-18.7%	11.4%	12.3%
毛利率	13.6%	11.4%	14.4%	15.0%	14.3%
iPhone 触摸屏					
销售收入（百万元）	0.0	0.0	0.0	1,300.0	3,087.5
增长率					137.5%
毛利率				10.0%	14.0%
指纹识别					
销售收入（百万元）	842.9	6,935.3	8,148.1	9,553.0	11,165.0
增长率		722.8%	17.5%	17.2%	16.9%
毛利率	8.5%	10.5%	11.0%	11.0%	10.6%
汽车电子					
销售收入（百万元）	0.0	107.9	323.8	647.6	1,295.2
增长率			200.0%	100.0%	100.0%
毛利率		21.4%	30.0%	35.0%	40.0%
合计	18,497.8	26,746.4	40,261.9	56,148.6	72,285.7
增长率	27.3%	44.6%	50.5%	39.5%	28.7%
综合毛利率	12.8%	11.5%	12.5%	12.8%	13.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

6.2 投资建议

我们预测公司 17-19 年 EPS 分别为 1.34、2.13 和 3.12 元，根据可比公司，我们给予公司 2017 年 36 倍 PE 估值，对应目标价为 48.2 元，维持买入评级。

图 38：可比公司估值情况

公司	代码	最新价格(元) 2017/5/23	每股收益(元)				市盈率			
			2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
长信科技	300088	15.80	0.30	0.52	0.80	1.47	52.32	30.20	19.78	10.75
硕贝德	300322	17.05	0.16	0.29	0.35	0.37	103.46	58.79	48.71	46.08
星星科技	300256	10.14	0.23	0.41	0.73	1.01	44.99	24.91	13.97	10.05
晶方科技	603005	27.82	0.23	0.81	1.17	1.49	119.55	34.18	23.76	18.61
得润电子	002055	20.30	0.09	0.47	0.81	1.37	236.60	43.54	25.01	14.82
	最大值						236.60	58.79	48.71	46.08
	最小值						44.99	24.91	13.97	10.05
	平均数						111.38	38.33	26.25	20.06
	调整后平均						91.78	35.97	22.85	14.73

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

7 风险提示

双摄像头发展不达预期：双摄像头技术处于新兴发展阶段，存在渗透率提高速度不达预期的风险。

指纹识别业务进展不达预期：指纹识别技术具备多样化，未来若新兴指纹技术发展进度不达预期，将影响指纹识别模组环节的发展。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,669	1,376	2,416	3,369	4,337	营业收入	18,498	26,746	40,262	56,149	72,286
应收账款	4,905	7,758	10,065	14,037	18,071	营业成本	16,122	23,676	35,231	48,989	62,593
预付账款	35	98	81	112	145	营业税金及附加	42	55	92	112	145
存货	3,296	4,511	6,342	8,818	11,267	营业费用	136	174	297	365	470
其他	764	1,069	905	1,143	1,385	管理费用	1,271	1,735	2,657	3,537	4,626
流动资产合计	10,668	14,811	19,808	27,480	35,205	财务费用	426	332	413	570	646
长期股权投资	35	63	63	63	63	资产减值损失	59	97	(1)	26	26
固定资产	3,887	5,019	6,530	7,616	8,432	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	331	1,538	953	687	541	投资净收益	4	3	6	6	6
无形资产	555	595	540	481	421	其他	(0)	(0)	(0)	0	0
其他	591	1,408	467	387	348	营业利润	446	680	1,579	2,555	3,786
非流动资产合计	5,399	8,623	8,552	9,235	9,804	营业外收入	112	151	100	100	100
资产总计	16,068	23,434	28,360	36,714	45,009	营业外支出	28	9	9	9	9
短期借款	1,499	2,068	6,181	9,235	10,531	利润总额	530	822	1,671	2,646	3,877
应付账款	4,279	7,103	7,751	10,778	13,770	所得税	51	105	217	331	485
其他	1,918	4,367	3,206	4,177	5,138	净利润	478	717	1,454	2,316	3,393
流动负债合计	7,695	13,538	17,138	24,190	29,439	少数股东损益	0	(2)	0	0	0
长期借款	600	751	751	751	751	归属于母公司净利润	478	719	1,454	2,316	3,393
应付债券	1,691	796	796	0	0	每股收益（元）	0.44	0.66	1.34	2.13	3.12
其他	42	309	22	22	22	主要财务比率					
非流动负债合计	2,333	1,856	1,568	772	772		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	10,028	15,394	18,706	24,962	30,211	成长能力					
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)	营业收入	-5.1%	44.6%	50.5%	39.5%	28.7%
股本	1,031	1,086	1,086	1,086	1,086	营业利润	-29.9%	52.5%	132.1%	61.8%	48.2%
资本公积	2,970	4,243	4,523	4,523	4,523	归属于母公司净利润	-29.8%	50.2%	102.2%	59.3%	46.5%
留存收益	2,023	2,670	4,004	6,102	9,147	获利能力					
其他	16	41	41	41	41	毛利率	12.8%	11.5%	12.5%	12.8%	13.4%
股东权益合计	6,040	8,041	9,654	11,752	14,797	净利率	2.6%	2.7%	3.6%	4.1%	4.7%
负债和股东权益	16,068	23,434	28,360	36,714	45,009	ROE	8.1%	10.2%	16.4%	21.6%	25.6%
现金流量表						ROIC	8.0%	7.7%	11.4%	13.8%	16.1%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	478	717	1,454	2,316	3,393	资产负债率	62.4%	65.7%	66.0%	68.0%	67.1%
折旧摊销	514	651	617	759	845	净负债率	39.6%	42.8%	57.1%	58.0%	48.3%
财务费用	426	332	413	570	646	流动比率	1.39	1.09	1.16	1.14	1.20
投资损失	(4)	(3)	(6)	(6)	(6)	速动比率	0.95	0.76	0.78	0.77	0.81
营运资金变动	(408)	(122)	(3,489)	(2,747)	(2,830)	营运能力					
其它	(421)	(765)	726	26	26	应收账款周转率	4.5	4.2	4.5	4.7	4.5
经营活动现金流	585	811	(285)	918	2,074	存货周转率	5.2	6.0	6.4	6.4	6.2
资本支出	(1,103)	(2,771)	(1,387)	(1,442)	(1,414)	总资产周转率	1.2	1.4	1.6	1.7	1.8
长期投资	(35)	(350)	322	0	0	每股指标（元）					
其他	(134)	(293)	68	6	6	每股收益	0.44	0.66	1.34	2.13	3.12
投资活动现金流	(1,272)	(3,414)	(997)	(1,436)	(1,408)	每股经营现金流	0.54	0.75	-0.26	0.85	1.91
债权融资	485	444	(1,257)	(796)	0	每股净资产	5.56	7.40	8.89	10.82	13.63
股权融资	(217)	1,609	0	0	0	估值比率					
其他	(219)	215	3,580	2,267	302	市盈率	87.4	58.2	28.8	18.1	12.3
筹资活动现金流	49	2,268	2,323	1,471	302	市净率	6.9	5.2	4.3	3.6	2.8
汇率变动影响	15	(6)	0	0	0	EV/EBITDA	33.3	27.7	17.7	11.9	8.7
现金净增加额	(622)	(341)	1,040	953	968	EV/EBIT	52.9	45.5	23.1	14.8	10.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

