

公司研究

聚焦光学赛道，车载业务进入收获期

——联创电子（002036.SZ）跟踪报告之一

要点

21年车载业务有望大幅贡献利润增量。根据公司5月19日公告的投资者关系活动记录：车载领域，公司2015年通过车规认证，2016年进入Tesla，2017年量产，2018-2019年通过了Mobileye EyeQ4-EyeQ6认证，22年有望使联创电子成为Tesla车载镜头第一供应商。2020年公司中标H公司自动驾驶平台项目，占据H公司车载镜头大部分的份额；2020年11月蔚来ET7，里面7个模组都是联创供货。未来，Mobileye可能只有两家镜头供应商，联创是其中之一。Nvidia目前只有联创一家镜头供应商。联创通过两家方案公司进入汽车Tier1厂如Aptiv、Conti、Magna、Mcnex等。21Q1，公司车载光学业务收入同比增长470%，8MADAS车载镜头研发成功并获得客户认可，由于车载业务毛利率水平高，我们认为有望在21年大幅贡献利润增量。

高清广角稳步增长。在高清广角镜头和影像模组领域，公司客户基础较好。公司是运动相机镜头全球第一供应商，运动相机需求在20年受疫情负面影响，未来需求有望获得改善。公司同时在AXON安防类业务持续拓展，是美国的警用监控镜头主要供应商。在无人机等领域，保持着与大疆等客户稳定合作，在智能监控领域业务持续拓展。

手机玻塑混合应用有望改善。公司2016年进入手机领域，主攻客户三星、华为。2016年供应三星16M的6P镜头；2018年供应华为Mate 20Pro的准直镜头量产。2020年受疫情影响，旗舰机的玻塑混合镜头应用有所低于预期。公司稳步推进手机镜头扩产，21年手机镜头产能有望达月36KK。公司模造非球面玻璃镜片技术实力突出，模造玻璃月产能3KK，产能仅次于日本豪雅，随着玻塑混合方案成为趋势，未来有望持续受益。

布局AR/VR技术。公司投资了南昌虚拟现实研究院股份有限公司，研究院有6个专家研发团队，60多个研发人员，涉及近眼显示、感知交互、3D物体建模、全景内容拍摄研究。公司的客户主要有magic Leap、leap motion和jabil，2014-2015年Facebook F7全景相机镜头和H公司的VR眼镜光电显示模组的工程样机是由公司生产。

上调至“买入”评级。公司模造非球面玻璃镜片技术实力突出，我们持续看好公司在车载领域的拓展潜力，维持21~23年净利润4/5.1/6.5亿元，对应21~23年PE分别为32X/25X/20X，考虑到车载业务放量提升了业绩确定性，上调至“买入”评级。

风险提示：玻塑混合渗透率低于预期，大客户拓展低于预期，毛利率下降风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,082	7,532	9,529	11,352	13,340
营业收入增长率	26.65%	23.84%	26.51%	19.13%	17.51%
净利润(百万元)	267	164	398	513	647
净利润增长率	18.15%	-38.51%	142.33%	28.81%	26.06%
EPS(元)	0.37	0.16	0.38	0.49	0.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.59%	4.51%	9.86%	11.36%	12.65%
P/E	33	78	32	25	20
P/B	3.8	3.5	3.2	2.8	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-05-25，19年股本7.15亿，20年股本10.48亿，21年股本10.63亿

买入（上调）

当前价：12.20元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsec.com

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

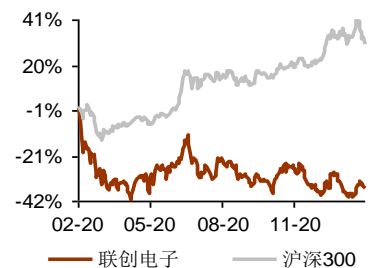
021-52523856

shiqil@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	10.63
总市值(亿元)	129.70
一年最低/最高(元)	9.60/14.81
近3月换手率	125.33%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	15.09	9.70	-11.91
绝对	19.84	14.45	20.64

资料来源：Wind

相关研报

光学多领域突破，业务蓄势待发——联创电子（002036.SZ）2020年报及21年一季报点评（2021-04-27）

车载+手机快速增长，光学业务放量带动业绩恢复——联创电子（002036.SZ）2020年三季报点评（2020-11-02）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,082	7,532	9,529	11,352	13,340
营业成本	5,154	6,674	8,337	9,957	11,707
折旧和摊销	229	277	298	356	416
税金及附加	16	10	13	15	18
销售费用	38	26	33	40	47
管理费用	147	183	213	231	245
研发费用	219	246	271	298	328
财务费用	174	177	166	194	221
投资收益	8	10	9	9	9
营业利润	301	154	462	595	749
利润总额	302	152	459	592	746
所得税	50	8	69	89	112
净利润	252	144	391	503	634
少数股东损益	-15	-21	-8	-10	-13
归属母公司净利润	267	164	398	513	647
EPS(元)	0.37	0.16	0.38	0.49	0.62

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	409	-122	455	597	823
净利润	267	164	398	513	647
折旧摊销	229	277	298	356	416
净营运资金增加	-3	2,032	815	811	837
其他	-85	-2,596	-1,056	-1,082	-1,078
投资活动产生现金流	-648	-1,740	-1,174	-891	-1,202
净资本支出	-667	-1,707	-1,173	-850	-1,161
长期投资变化	106	331	0	0	0
其他资产变化	-86	-364	-2	-41	-41
融资活动现金流	-144	2,532	400	658	777
股本变化	165	333	15	0	0
债务净变化	167	2,110	568	891	1,048
无息负债变化	1,706	-354	427	513	548
净现金流	-389	642	-319	365	398

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	15.3%	11.4%	12.5%	12.3%	12.2%
EBITDA 率	13.7%	11.4%	10.5%	10.7%	10.9%
EBIT 率	8.9%	6.7%	7.4%	7.5%	7.8%
税前净利润率	5.0%	2.0%	4.8%	5.2%	5.6%
归母净利润率	4.4%	2.2%	4.2%	4.5%	4.8%
ROA	2.8%	1.2%	2.8%	3.2%	3.6%
ROE (摊薄)	11.6%	4.5%	9.9%	11.4%	12.7%
经营性 ROIC	8.2%	5.8%	6.0%	6.5%	6.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	71%	66%	67%	68%	68%
流动比率	1.10	1.17	1.07	1.05	1.03
速动比率	0.74	0.76	0.69	0.69	0.69
归母权益/有息债务	0.75	0.71	0.70	0.68	0.67
有形资产/有息债务	2.86	2.31	2.34	2.30	2.26

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	9,001	12,388	13,772	15,640	17,820
货币资金	1,143	2,225	1,906	2,270	2,668
交易性金融资产	0	39	0	0	0
应收帐款	1,906	1,988	2,515	2,996	3,520
应收票据	93	221	280	334	392
其他应收款 (合计)	37	115	145	173	204
存货	1,772	2,621	2,858	3,214	3,545
其他流动资产	154	161	161	161	161
流动资产合计	5,356	7,536	8,071	9,394	10,779
其他权益工具	106	107	107	107	107
长期股权投资	106	331	331	331	331
固定资产	2,347	2,628	3,041	3,344	3,725
在建工程	605	1,023	1,397	1,468	1,684
无形资产	102	152	198	244	289
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	225	304	304	304	304
非流动资产合计	3,645	4,853	5,701	6,246	7,040
总负债	6,435	8,191	9,186	10,590	12,186
短期借款	1,638	3,887	4,644	5,535	6,583
应付账款	1,005	1,272	1,589	1,898	2,232
应付票据	1,704	724	904	1,080	1,270
预收账款	37	0	0	0	0
其他流动负债	50	129	129	129	129
流动负债合计	4,849	6,447	7,508	8,912	10,508
长期借款	554	398	398	398	398
应付债券	626	611	596	596	596
其他非流动负债	63	149	149	149	149
非流动负债合计	1,586	1,745	1,678	1,678	1,678
股东权益	2,566	4,197	4,586	5,050	5,634
股本	715	1,048	1,063	1,063	1,063
公积金	449	1,270	1,310	1,361	1,426
未分配利润	1,184	1,310	1,652	2,074	2,606
归属母公司权益	2,307	3,645	4,041	4,515	5,112
少数股东权益	259	552	545	534	522

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.63%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
管理费用率	2.42%	2.43%	2.23%	2.03%	1.83%
财务费用率	2.86%	2.35%	1.75%	1.71%	1.66%
研发费用率	3.60%	3.27%	2.84%	2.63%	2.46%
所得税率	17%	5%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.01	0.02	0.04	0.05	0.06
每股经营现金流	0.57	-0.12	0.43	0.57	0.79
每股净资产	3.22	3.48	3.86	4.31	4.88
每股销售收入	8.50	7.19	9.09	10.83	12.73

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	33	78	32	25	20
PB	3.8	3.5	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	16.0	23.0	19.5	16.8	14.6
股息率	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE