



Research and  
Development Center

# 聚焦光学光电产业，车载光学带动成长

——联创电子（002036）首次覆盖报告  
——新能源&智能汽车掘金系列（4）

2022年03月23日

蒋颖 通信行业首席分析师

S1500521010002

+86 15510689144

jiangying@cindasc.com

齐向阳 通信行业研究助理

+86 13681267388

qixiangyang@cindasc.com

## 证券研究报告

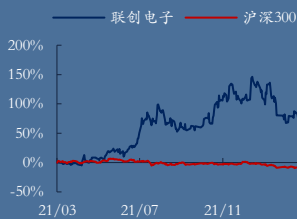
### 公司研究

### 公司首次覆盖报告

#### 联创电子(002036)

投资评级 买入

上次评级



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价(元)	16.55
52 周内股价波动区间(元)	25.14-9.71
最近一月涨跌幅(%)	-8.26
总股本(亿股)	10.63
流通 A 股比例(%)	98.41
总市值(亿元)	175.90

资料来源: 信达证券研发中心

蒋颖 通信行业首席分析师  
执业编号: S1500521010002  
联系电话: +86 15510689144  
邮箱: jiangying@cindasc.com

齐向阳 通信行业研究助理  
联系电话: +86 13681267388  
邮箱: qixiangyang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 聚焦光学光电产业, 车载光学带动成长

2022 年 03 月 23 日

- ◆**车载镜头空间广阔, 打造公司新增长点。**在智能汽车发展的必然趋势下, 作为汽车传感器的车载摄像头以及激光雷达需求高增, 将带动车载镜头市场规模不断扩大。公司积极布局车载镜头业务, 持续加强技术研发, 与国内外知名车企、ADAS 方案公司开展深入合作, 持续扩大市场份额, 不断抢占车载镜头市场, 打造业绩新增长点。
- ◆**光学产业方兴未艾, 重点布局光学产品。**当前随着智能手机、智慧安防、智能驾驶等智能产业兴起, 光学镜头市场经历快速发展机遇期。公司多年深耕光学产业, 目前是全球运动相机第一供应商与全球第二模造玻璃供应商, 进入国内外多家知名光学公司生产线, 从技术实力、生产制造能力到品牌口碑均具优势。公司未来预计将会把发展重心向光学产业倾斜, 带动业绩实现稳健增长。
- ◆**技术实力雄厚, 扩张资本充足。**公司深耕光学产业多年, 涉及触显、光学、集成电路芯片, 一方面公司自主研发新技术, 拥有百余项专利, 另一方面通过与国际知名公司深入开展战略合作, 不断提升技术实力, 在光学光电产业积累了丰富的技术经验以及人才资源, 目前公司资金充足, 有利于公司扩张产能, 提升市场份额。
- ◆**盈利预测与投资评级:**汽车智能化趋势下, 汽车传感器的车载摄像头以及激光雷达需求高增, 公司积极布局车载镜头业务, 持续加强技术研发, 同时公司作为全球运动相机第一供应商与全球第二模造玻璃供应商, 进入国内外多家知名光学公司生产线, 从技术实力、生产制造能力到品牌口碑均具优势。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.18 亿元、4.51 亿元、7.41 亿元, 对应 PE 为 80.58 倍、39.00 倍、23.73 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- ◆**风险因素:** 1、新冠疫情蔓延风险; 2、上游采购风险; 3、车载镜头发展不及预期

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	6,082	7,532	10,470	11,513	13,236
增长率 YoY %	26.6%	23.8%	39.0%	10.0%	15.0%
归属母公司净利润(百万元)	267	164	218	451	741
增长率 YoY%	18.1%	-38.5%	32.8%	106.6%	64.3%
毛利率%	15.3%	11.4%	9.2%	11.1%	12.4%
净资产收益率 ROE%	11.6%	4.5%	5.7%	10.6%	15.3%
EPS(摊薄)(元)	0.37	0.16	0.21	0.42	0.70
市盈率 P/E(倍)	65.80	105.50	80.58	39.00	23.73
市净率 P/B(倍)	7.63	4.76	4.56	4.14	3.62

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 03 月 23 日收盘价

## 目 录

投资聚焦 .....	2
一、重点布局光学产业，全面接轨智能时代 .....	5
（一）深耕光学产业，积极打造世界一流光学企业 .....	5
（二）车载镜头逐步放量，给公司长期增长带来潜力 .....	5
二、光学产业方兴未艾，车载镜头市场需求激增 .....	9
（一）光学产业发展前景广阔，应用场景不断开拓 .....	9
（二）车载镜头行业市场空间广阔 .....	10
三、深耕车载光学，绑定多家优质客户 .....	14
四、盈利预测、估值与投资评级 .....	17
五、风险因素 .....	18

## 表 目 录

表 1: 智能汽车行业主要政策 .....	10
表 2: 车载摄像头市场规模测算 .....	13
表 3: 联创电子业绩预测 .....	17
表 4: 估值对比表 .....	17

## 图 目 录

图 1: 联创电子历史沿革 .....	5
图 2: 公司股权结构 .....	6
图 3: 公司产品矩阵 .....	6
图 4: 公司营业总收入、归母净利润及同期增速（单位：亿元） .....	7
图 5: 公司营业总收入、归母净利润及同期增速（单位：亿元） .....	7
图 6: 公司分地区营收情况（单位：亿元） .....	8
图 7: 公司分地区营收结构占比 .....	8
图 8: 公司费控能力较强 .....	8
图 9: 公司研发费用及费用率 .....	8
图 10: 光学产业链 .....	9
图 11: 全球光学镜头市场规模（亿元） .....	10
图 12: 全球光学镜头仍以手机镜头为主 .....	10
图 13: 参与智能汽车的部分新能源车厂和科技公司 .....	11
图 14: 全球智能网联汽车销量（百万辆）及增长率 .....	12
图 15: 我国智能网联汽车销量（百万辆） .....	12
图 16: 车载镜头“车规级”基本性能要求 .....	12
图 17: 公司车载镜头 .....	14
图 18: 公司下游客户群体广泛 .....	14
图 19: 联创电子车载镜头主要客户 .....	15
图 20: 联创电子车载光学产业园 .....	16
图 21: 公司参股美法思 .....	16

## 投资聚焦

**车载镜头空间广阔，打造公司新增长点。**在智能汽车发展的必然趋势下，作为汽车传感器的车载摄像头以及激光雷达需求高增，将带动车载镜头市场规模不断扩大。公司积极布局车载镜头业务，持续加强技术研发，与国内外知名车企、ADAS 方案公司开展深入合作，持续扩大市场份额，不断抢占车载镜头市场，打造业绩新增长点。

**光学产业方兴未艾，重点布局光学产品。**当前随着智能手机、智慧安防、智能驾驶等智能产业兴起，光学镜头市场经历快速发展机遇期。公司多年深耕光学产业，目前是全球运动相机第一供应商与全球第二模造玻璃供应商，进入国内外多家知名光学公司生产线，从技术实力、生产制造能力到品牌口碑均具优势。公司未来预计将会把发展重心向光学产业倾斜，带动业绩实现稳健增长。

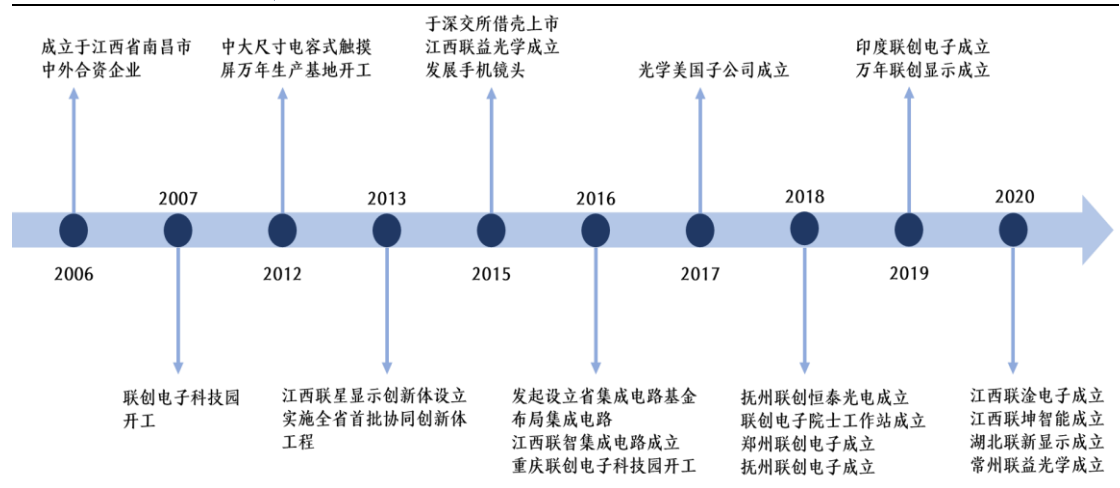
**技术实力雄厚，扩张资本充足。**公司深耕光学产业多年，涉及触显、光学、集成电路芯片，一方面公司自主研发新技术，拥有百余项专利，另一方面通过与国际知名公司深入开展战略合作，不断提升技术实力，在光学光电产业积累了丰富的技术经验以及人才资源，目前公司资金充足，有利于公司扩张产能，提升市场份额。

## 一、重点布局光学产业，全面接轨智能时代

### （一）深耕光学产业，积极打造世界一流光学企业

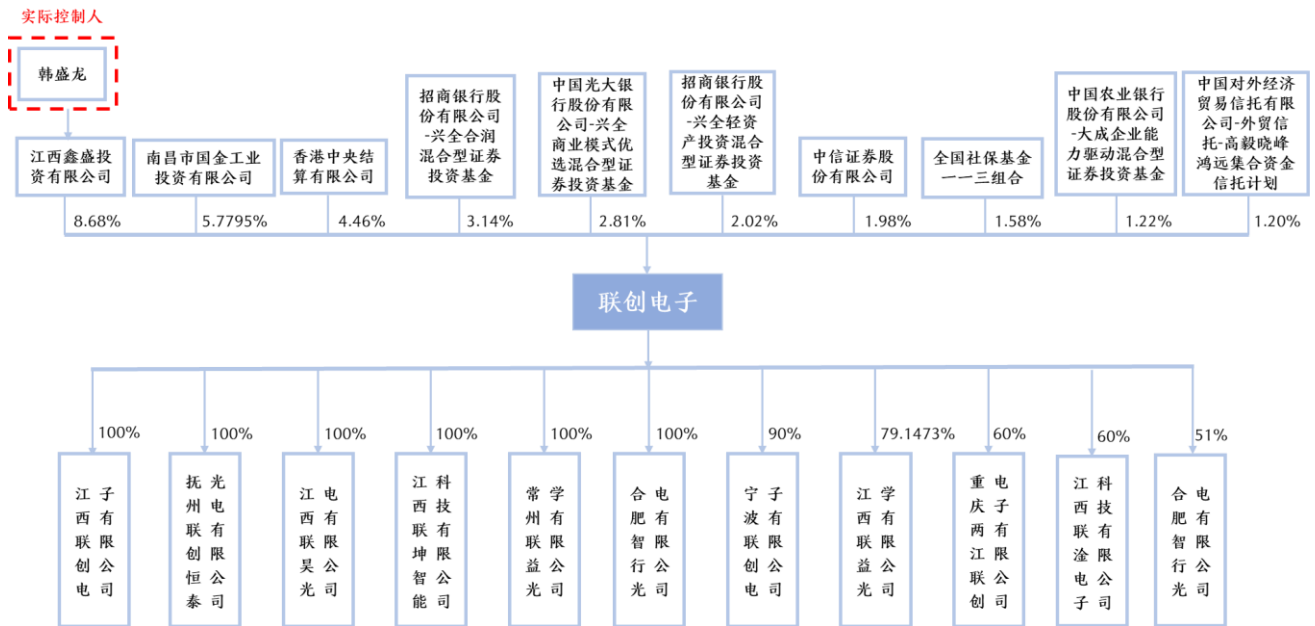
公司深耕光学产业十五年，是从事光学光电产品及智能终端制造的国内知名高新技术企业。公司成立于 2006 年，由江西省电子集团公司与台资企业合资设立。2011 年江西省电子集团改制，江西鑫盛投资接收股权成为公司股东，并于同年引进风险投资基金。2015 年联创电子成功在深交所借壳上市。多年来公司重点发展**光学镜头及模组、触控显示器件**等新型光学光电产业，并涉及电声、芯片领域，产品运用于多个智能场景，是光学光电知名的高新技术与重点企业。经过 15 年的技术经验积累，公司已经拥有较为完备的光学部件和光电组件的工程技术能力、较全面的光学精密模具的工程技术能力以及覆盖光学部品和光电组件的全流程制造优势。超精密光学元件制造能力为公司研发光学镜头、深入智能手机、车载电子、运动相机等领域奠定了基础。目前公司是全球运动相机镜头第一供应商，车载镜头方面也居于行业领先地位，致力于成为世界一流的光学光电企业。

图 1：联创电子历史沿革



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**公司股权结构稳定。**截至 2022 年 3 月 23 日，公司的最大股东是江西鑫盛投资，持有本公司 92300986 股，占公司总股本的 8.68%，而江西鑫盛投资的实际控制人韩盛龙为联创电子董事。同时，主要高管成员持有一定数量的限售股份，这有利于管理层与公司利益协同一致，保障公司决策的顺利进行。其余主要股东有国企、风险基金、外资企业等，种类丰富，有利于资金、技术以及人才交流的互补互助。公司旗下有多家家全资子公司和参股公司，有助于公司进一步开拓不同地区的市场，增厚公司盈利能力。

**图 2：公司股权结构（截至 2022 年 3 月 23 日）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

公司主营业务增长稳定，光学与集成电路产品增长迅速。联创电子主营业务为光学产业、触显产业、终端制造产业以及集成电路芯片。触显业务体量大，主要与头部企业京东、TCL 等上游客户进行战略合作，提供配套服务，触显一体化产品应用在教育、安防、智能汽车等多领域。光学产业可细分为光学部件、高清广角镜头及模组、车载镜头、手机镜头及影像产品四块细分业务。另外，无线充电芯片是公司在集成电路领域的重点研发产品。结合光学和触显领域的优势，公司进军智能终端制造领域。

**图 3：公司产品矩阵**

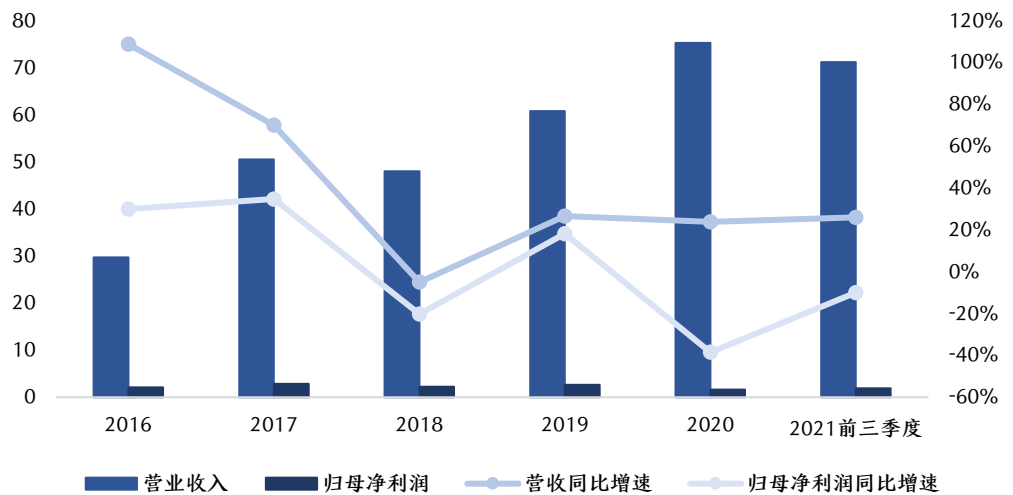
光学产业	光学部品	塑胶结构件、塑胶镜片、非球面玻璃镜片、球面玻璃镜片、光学精密模具
	高清广角镜头及模组产品	高清广角镜头23M、高清广角镜头14M、高清广角镜头12M、高清广角镜头8M
	车载镜头产品	盲点监控镜头、防撞预警镜头、驾驶员疲劳提醒镜头、全景泊车镜头、倒车影像镜头、行车记录仪镜头
	手机镜头及影像产品	屏下指纹镜头、准直镜头、手机镜头、摄像头模组、外挂镜头
触显产业		触摸屏、显示模组、触控显示一体化模组
终端制造产业		智能点餐机/收银机、VR/AR硬件产品、传媒广告机/平板电脑、智能服务机器人、万物互联终端光学影像采集智能处理系统
集成电路芯片产业		触控芯片、无线充电等芯片

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

## （二）车载镜头逐步放量，给公司长期增长带来潜力

短期受业务结构调整影响，长期业绩增长潜力大。2014-2017 年公司总营收和归母净利润快速增长，总营收从 4.02 亿元增加至 50.54 亿元，年复合增长率为 132.46%；归母净利润由 0.12 亿元增长至 2.84 亿元，年复合增长率达到了 180.36%。2018-2020 年公司营收和归母净利润放缓一方面由于公司业绩基数的增长，另一方面由于中美贸易摩擦对公司的海外业务形成冲击。2021 前三季度，公司营业收入和归母净利润分别实现 71.21 亿元/1.88 亿元，同比增长 25.89%/-10.24%。未来伴随物联网时代到来，智能手机、智能驾驶、智能家居等下游新场景有望提振公司增长，市场对手机镜头、车载镜头等光学产业以及触控类产品的需求量和质量要求有望提升，公司在光学光电产业深度布局，有望充分享受行业景气度的提升，有利提振公司业绩。

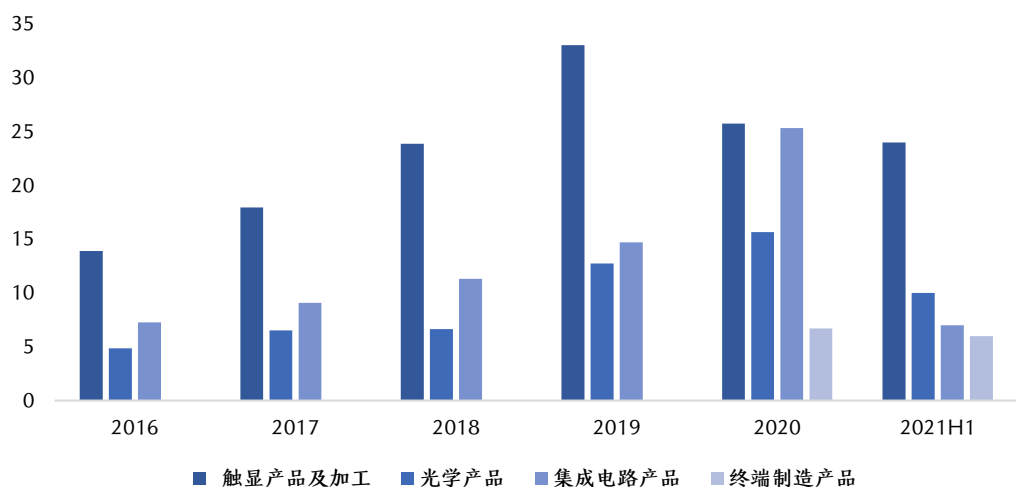
图 4：公司业绩有望加速成长（亿元）



资料来源：wind，信达证券研发中心

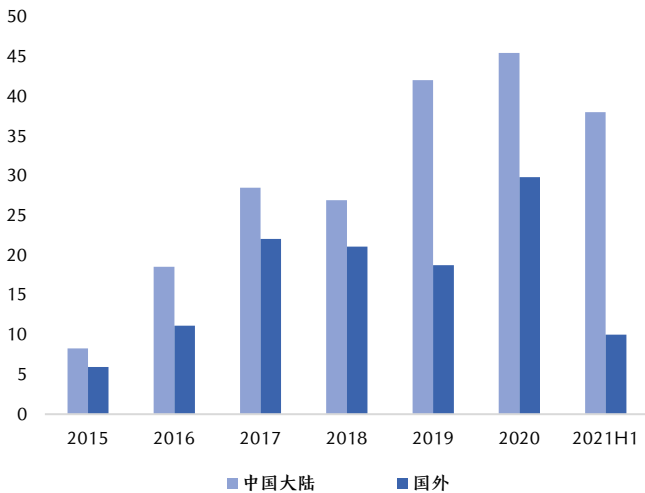
据公司年报，联创电子各条产品线均保持稳定增长态势。触显产品及加工的体量最大，光学以及集成电路产品的增速最快，2016-2020 年年复合增长率均超过了 30%。智能手机、智能家居等智能产业市场需求量激增为联创电子的产品提供了前所未有的机会，并推动联创电子从部件生产到发展终端制造。另外，中美贸易摩擦、新冠疫情的影响使联创电子更加重视自主研发和技术创新，在芯片领域加大研发力度，实现国产化替代。

图 5：公司分产品营收（亿元）

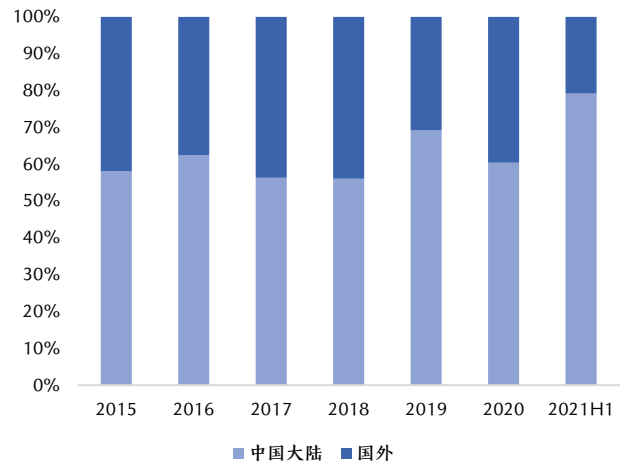


资料来源：wind，信达证券研发中心

海内外市场双轮驱动，总体均保持稳定增长。公司产品的销售区域主要分为国内市场 and 海外市场。近年来国内业务保持稳定增长，海外业务在 2018-2019 年受中美贸易摩擦等影响有所下滑，但 2020 年海外业务量便恢复并增长至近 30 亿元。2020 年海外收入占比近 40%。海内外市场布局相对均衡，公司不断拓宽新市场，产品技术先进，得到大客户和市场的认可。

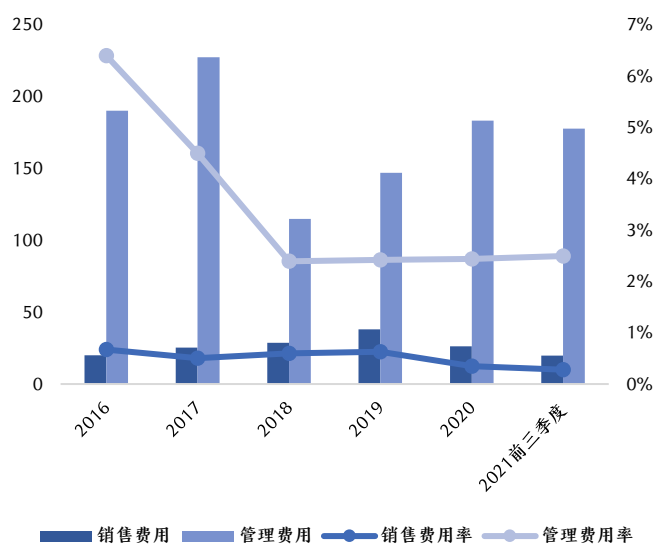
**图 6: 公司分地区营收情况 (亿元)**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

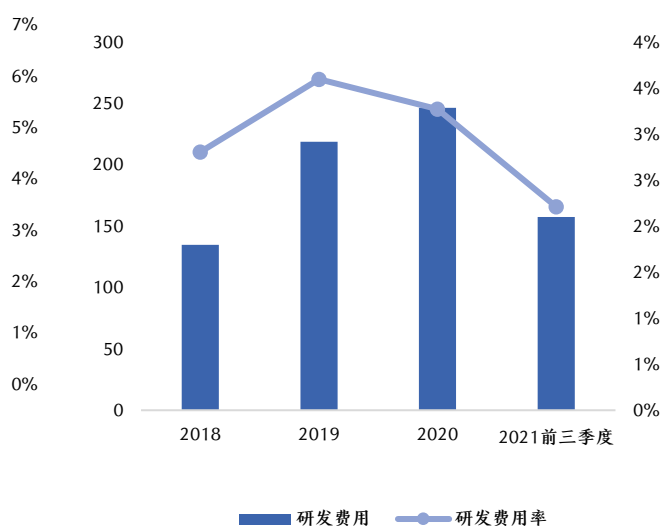
**图 7: 公司分地区营收结构占比**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司整体费用率平稳，研发投入增长。公司费用率水平基本稳定，其中销售费用率总体呈下降趋势，2018-2020 年分别为 0.60%/0.63%/0.35%，2021 年前三季度销售费用率为 0.31%，长期保持在低水平；管理费用率在 2018-2020 年分别为 2.39%/2.42%/2.43%，2021 年前三季度管理费用率为 2.49%整体比较稳定。同时，公司近三年研发费用率总体保持稳步增长，2021 年前三季度研发投入 1.57 亿元，同比增长 17.29%。公司重视研发，控制销售和管理费用率，有利于公司扩大盈利空间和长期发展。

**图 8: 公司费控能力较强 (百万元)**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 9: 公司研发费用及费用率 (百万元)**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

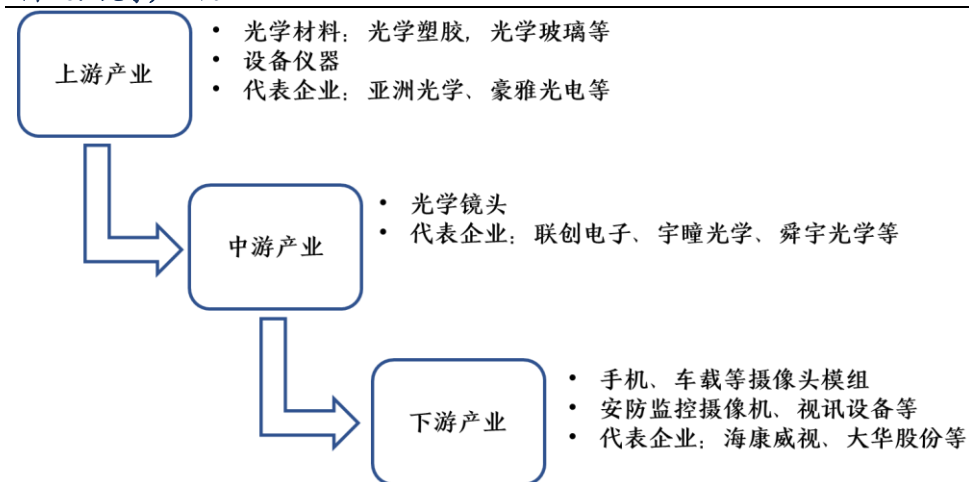


## 二、光学产业方兴未艾，车载镜头市场需求激增

### （一）光学产业发展前景广阔，应用场景不断开拓

**光学产品应用场景不断拓宽，上下游企业联系紧密。**光学镜头最开始应用于相机，后随着工业化、智能化推进，光学产品的应用场景不断拓宽，手机镜头、安防监控、车载光学以及机器视觉等均为光学产业的主要应用领域，光学镜头在智能驾驶、智能家居、自动化生产方面具有重要地位和作用。从产业链角度来看，光学产业上游为玻璃镜片、塑胶镜片、电子零件、塑胶原料、金属部件等原材料和部件生产，中游是光学镜头，而下游为光学镜头的应用领域，主要是安防监控设备、手机相机摄像头模组、车载摄像头模组、机器视觉系统、VR/AR等。光学产业在模造、镀膜、精密加工等各方面要求高，技术复杂，特别是车载光学。智能车厂对车载摄像头供应商的认定需要较长周期，一旦确定不轻易更改。光学上下游企业之间一般会形成长期稳定的合作，联系紧密。

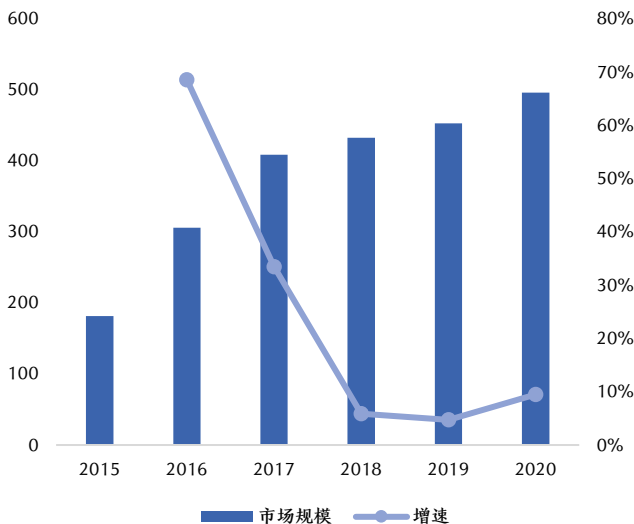
图 10：光学产业链



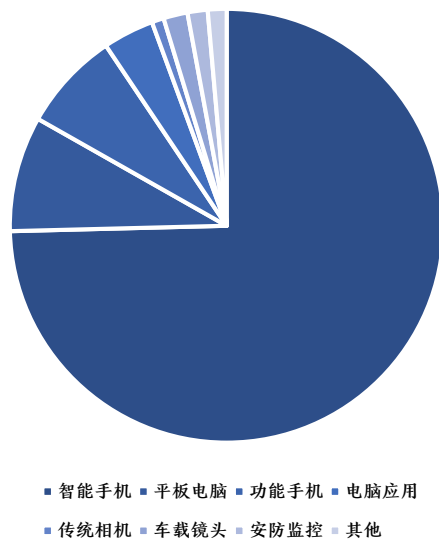
资料来源：产业信息网，信达证券研发中心

**全球光学镜头市场需求量大，发展前景广阔。**2015-2020年，全球光学镜头市场规模由181.6亿元增长至495.9亿元，年复合增长率为22.25%，按照2020年同比增长率9%预测，到2025年全球光学镜头的市场将超过750亿元。光学镜头市场规模增长迅速一方面得益于智能汽车、智能家居、智能安防等新应用场景的快速出现，另一方面得益于相机、显微镜等传统光学仪器的高端化趋势。

**目前光学镜头市场仍以手机端为主，未来车载镜头有望打造光学镜头行业的新增长支柱。**目前在全球光学行业中，智能手机镜头占比仍然最高，达74.6%，随后是平板电脑和功能手机。智能手机行业近十几年迅速发展，截止2021年全球智能手机出货量仍然在13亿台以上。当前智能汽车新车型频频推出，汽车企业推动传统汽车智能化的积极性较高，未来在汽车智能化大趋势的进一步催化之下，智能汽车渗透率有望进一步提升，或将有利提振光学镜头行业。

**图 11: 全球光学镜头市场规模 (亿元)**


资料来源: 华经情报网, 信达证券研发中心

**图 12: 全球光学镜头仍以手机镜头为主**


资料来源: 华经情报网, 信达证券研发中心

## (二) 车载镜头行业市场空间广阔

**政策与市场双轮驱动, 为车载镜头提供机遇。**智能汽车是新能源汽车发展的 2.0 模式, 在能源节约、减少碳排放、自动化提升驾驶效率与安全性方面远超传统汽车, 带来新的经济增长点, 符合国家经济发展目标。近年来, 国家陆续出台各项法规政策规范和鼓励智能汽车发展。2018 年, 工信部推出《2018 年智能网联汽车标准化工作要点》, 提出加快重点标准制修订, 推进先进驾驶辅助系统(ADAS)、自动驾驶、汽车信息安全、汽车网联标准的研究与制定。各地方也相继规划智能汽车发展, 如《北京市智能网联汽车创新发展行动方案(2019 年-2022 年)》、《重庆市加快新能源和智能网联汽车产业发展若干政策措施(2018-2022 年)》等。从中央到地方, 我国智能汽车行业发展逐渐得到规范, 建立了完善体系。政策与市场共同驱动智能汽车快速发展, 间接为智能汽车的重要部件-车载镜头提供了机遇。

**表 1: 智能汽车行业主要政策**

时间	名称	主要内容
2016 年 3 月	《“十三五”汽车产业发展规划意见》	积极发展智能网联汽车, 具有驾驶辅助功能(1 级自动化)的智能网联汽车当年新增渗透率达到 50%, 有条件自动化(2 级自动化)的汽车当年新增渗透率达到 10%, 为智能网联汽车的全面推广建立基础。
2017 年 7 月	《关于印发新一代人工智能发展规划的通知》	发展自动驾驶汽车和轨道交通系统, 加强车载感知、自动驾驶、车联网、物联网等技术的集成和配套, 开发交通智能感知系统, 形成我国自主的自动驾驶平台技术体系和产品总成能力, 探索自动驾驶汽车共享模式, 并在智能汽车等新兴领域加快培育一批龙头企业。
2017 年 9 月	《智慧交通让出行更便捷行动方案(2017-2020 年)》	围绕提升城际交通出行智能化水平、加快城市交通出行智能化发展等方面, 推动企业为主体的指挥交通出行信息服务体系建设, 促进“互联网+”便捷交通发展。
2018 年 3 月	《2018 年智能网联汽车标准化工作要点》	推进先进智能驾驶辅助系统、自动驾驶、汽车信息安全、汽车网联标准的研究与制定。
2019 年 5 月	《2019 年智能网联汽车标准化工作要点》	强调落实标准体系建设指南, 系统布局技术领域, 加快中国标准制定与修订。

2020年12月 《中国交通的可持续发展》

以智慧交通建设推进数字经济、共享型经济产业发展，推动模式、业态、产品、服务等联动创新，提高综合交通运输网络效率，构筑新型交通生态系统。

2021年3月 《国家车联网产业标准体系建设指南（智能交通相关）》

到2022年底，制修订智能交通基础设施、交通信息辅助等领域智能交通急需标准20项以上，初步构建起支撑车联网应用和产业的标准体系；到2025年，制修订智能管理和服、车路协同等领域智能交通关键标准20项以上，系统形成能够支撑车联网应用、满足交通运输管理和服务需求的标准体系。

资料来源：信达证券研发中心整理

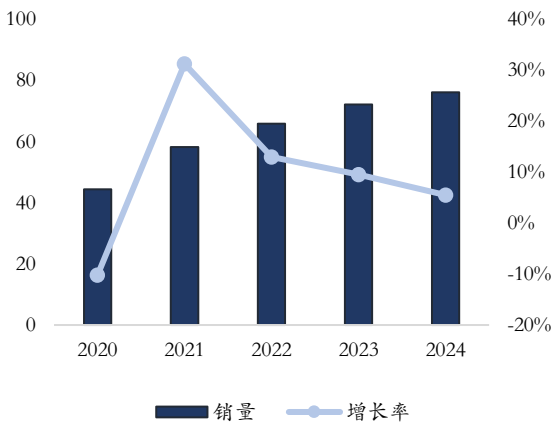
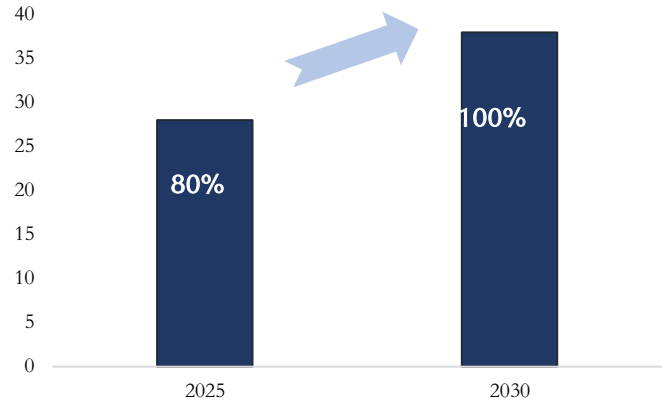
**汽车智能化成为必然趋势。**电动车与物联网之间具有天然的耦合性，汽车智能化是未来发展的必然趋势。伴随着5G基建和5G技术的进一步成熟，物联网终端快速增长，物联网生态有望迎来发展的黄金时期，而电动车作为以电力为直接能源的终端，具备使用时间长、可扩展性强、空间大等优势，是理想的下一代物联网流量入口，在汽车电动化和物联网快速发展的双重利好推动下，汽车智能化成为发展的必然趋势，智能汽车有望迎来高速发展时期。

图 13：参与智能汽车的部分新能源车厂和科技公司



资料来源：信达证券研发中心

**全球智能网联汽车市场未来增长可观，将迎来快速发展期。**根据 IDC 预测，受新冠肺炎疫情冲击，2020 年全球智能网联汽车出货量预计较上一年下滑 10.6%，约为 4440 万辆，预计 2021 年市场将恢复增长，同比增长约 31%，达到 5830 万辆，到 2024 年全球智能网联汽车出货量将达到约 7620 万辆，同时 2024 年全球出货的新车中超过 71% 将搭载智能网联系统，2020 至 2024 年的年均复合增长率（CAGR）为 14.5%。2035 年全球智能汽车产业规模将突破 1.2 万亿美元，我国智能汽车产业规模将超过 2000 亿美元。据中国汽车工程学会预测，2025 年、2030 年我国销售新车联网比率将分别达到 80%、100%，联网汽车销售规模将分别达到 2800 万辆、3800 万辆。目前全球智能网联汽车市场的发展仍处于起步阶段，有望在规模商业化后迎来高速发展。

**图 14: 全球智能网联汽车销量（百万辆）及增长率**

**图 15: 我国智能网联汽车销量（百万辆）**


资料来源: IDC, 信达证券研发中心

资料来源: 中国汽车工程协会, 信达证券研发中心

**车载镜头要求高，技术相比手机镜头更加复杂。**车规级摄像头有较高的性能要求，如耐高低温：适应-40℃-85℃的温度环境以及剧烈温差变化，抗震、防磁、防水，能保持 8-10 年使用寿命，面对光线环境变化剧烈具备高动态性等。而手机镜头不像车载镜头面对的环境复杂，在耐高低温、抗震、动态性等方面没有车载镜头要求的性能高，技术以及生产工艺上均不如车载镜头复杂。总体来看，手机镜头生产线由于技术、制造工艺的差别，很难直接迁移到车载镜头上，抢先在车载镜头布局的企业有望凭借技术和产能壁垒，在车载镜头发展初期占据较大竞争优势。

**图 16: 车载镜头“车规级”基本性能要求**

耐高低温	-40℃~85℃范围内正常工作，适应温度的剧烈变化
抗震	车辆在不太平坦的路面行驶会产生较强的震动，需抗震能力强
防磁	车辆启动时会产生极高的电磁脉冲，需防磁性能极高
防水	车载摄像头需密封严实，雨水中浸泡数日仍可正常使用
使用寿命	至少为8-10年
高动态	车载摄像头光线环境变化剧烈且频繁，CMOS 需具有高动态特性
低噪点	光线较暗时有效抑制噪点，侧视和后视摄像头需具备夜间清晰捕捉影像能力

资料来源: 艾邦制造智能汽车俱乐部, 信达证券研发中心整理

**车载镜头需求量大，未来发展确定性强。**我们认为，短期内视觉感知系统会显著拉升车载镜头的需求量，并伴随着各种雷达的降价，车载镜头需求量将会进一步提升：1) 以高清摄像头为基础的视觉感知方案在短期内将显著拉动车载镜头需求量：当前，以激光雷达和毫米波雷达为主的雷达系感知系统成本昂贵，相较之下纯视觉系感知系统拥有更高的性价比，故目前摄像头作为传感器更容易被车企接受。一般来说，智能汽车一般需要配备前视、后

视、环视、内视多方向的摄像头，目前主流车企搭载的摄像头远低于理论数量，短期内在汽车智能化趋势的驱动下，视觉方案有望显著提振车载镜头需求；2) 伴随雷达感知系统的降价，车载镜头需求量将会进一步提升；雷达感知系统与视觉感知系统并不是纯粹的替代关系，而是在一定程度上相辅相成、互相融合，例如使用激光雷达的极狐阿尔法 S、华为 HI 车型就需要摄像头 12 个，数量比采用纯视觉系的特斯拉还要多。未来伴随着各种雷达的降价，雷达感知系统的快速普及有望为车载镜头打造第二条增长曲线，显著提升车载镜头需求。

**车载镜头市场广阔，2030 年国内市场规模有望近 400 亿元。**据华经情报网数据，2017-2020 年我国车载镜头出货量从 1690 万颗增长至 4263 万颗，年复合增长率达 36.13%。根据中国汽车工程学会预测数据，2025 年、2030 年我国销售新车联网比率将分别达到 80%、100%，联网汽车销售规模将分别达到 2800 万辆、3800 万辆。不考虑非智能车型，假设平均单个车载摄像头 100 元，以每辆智能汽车打造 8 个摄像头预测，则在中性预期下，我国到 2025 年车载摄像头市场规模将达到 2.24 亿个，我们预测车载摄像头市场空间为 196-252 亿元，2030 年车载摄像头市场将达到 3.04 亿个，我们预测车载摄像头市场空间为 289-380 亿元。

**表 2: 车载摄像头市场规模测算**

		销售新车联网比率	对应联网汽车数量	单车搭载摄像头	车载摄像头市场规模
2025 年	乐观预期	90%	3150 万辆	8 个	252 亿元
	中性预期	80%	2800 万辆	8 个	224 亿元
	悲观预期	70%	2450 万辆	8 个	196 亿元
2030 年	乐观预期	100%	3800 万辆	10 个	380 亿元
	中性预期	100%	3800 万辆	8 个	304 亿元
	悲观预期	95%	3610 万辆	8 个	289 亿元

资料来源：中国汽车工程学会，信达证券研发中心测算

### 三、深耕车载光学，绑定多家优质客户

**深度布局车载镜头领域，技术实力强劲。**公司 2009 年进入光学领域，2011 年即成为全球运动相机第一供应商，目前也是全球第二大模造玻璃供应商，在光学领域积累了丰富的技术经验以及人才资源。2015 年公司进入车载领域，目前已有盲点监控镜头、防撞预警镜头等六款车载镜头。联创电子重视研发与技术创新，建设有光学工程院士工作站、江西省博士后创新实践基地、江西省省级工程技术研究中心等各类研发平台，并与清华大学等知名高校合作开展光学前沿课题的应用研究。

在光学领域，公司目前拥有光学精密模具、光学镜头、影像模组等百余件专利，拥有较为完备的光学部品和光电组件的工程技术能力和较全面的光学精密模具的工程技术能力，无论是技术实力还是生产工艺方面居具有明显优势，为公司开拓车载镜头市场奠定了基础。

图 17：公司车载镜头



资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

**深度绑定多家下游优质客户，有助于公司长期稳定发展。**公司的下游客户群体实力雄厚，在触控显示方面与京东集团展开深度合作，光学产业方面服务于 GoPro、大疆、影石、AXON、华为等国内外知名客户，与 Mobileye、Nvidia 等国际知名高级汽车辅助安全驾驶方案公司深度绑定，成为蔚来、小鹏等新能源汽车车载光学供应商。公司下游客户实力较强、光学产品订单比较稳定，有助于公司业绩长期稳定的发展。

图 18：公司下游客户群体广泛

光学产品	高清广角镜头与影像模组	GoPro、大疆、影石、AXON、华为等
	车载镜头	Tesla、Mobileye、Nvidia、Valeo、Conti、Aptiv、ZF、Magna、恒润、华为、百度、蔚来、小鹏等
	手机镜头与影像模组	中兴、联想、H、三星、华勤、闻泰、龙旗
触控显示		三星、vivo、京东方、TCL、深天马、华勤、闻泰等

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

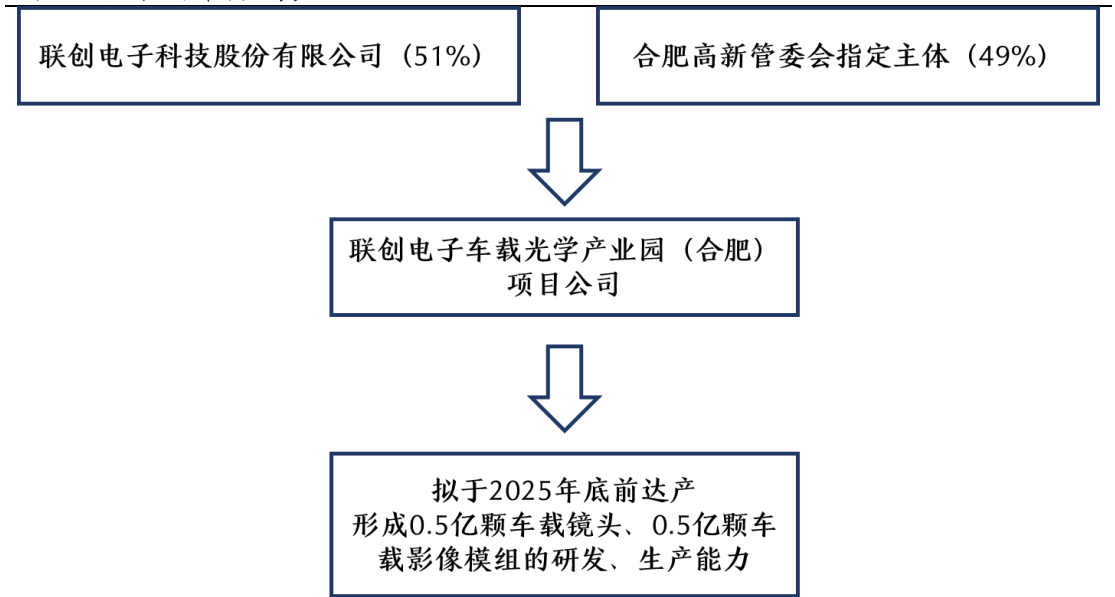
联创电子的车载镜头产品受到客户认可。与 Mobileye 开发的 EyeQ4、EyeQ5、EyeQ6 系列 ADAS 镜头通过了国内外知名汽车电子厂商 Valeo、Magna 等企业的认证和定点，涵盖宝马、奥迪、长城、吉利等国内外知名汽车品牌。公司成功开发并中标五款特斯拉下一代车载光学产品；7 款蔚来 ET7 车型 8M ADAS 车载影像模组等。在 ADAS 领域，认证周期较长，对车载镜头技术和质量要求高，一旦确定进入供应商名单即相对稳定。联创电子得到国际知名高级汽车辅助安全驾驶方案公司和全球最大 ADAS 镜头方案商 Mobileye、英伟达的认可，客户覆盖主流汽车品牌，为联创电子进一步扩大车载镜头市场奠定了坚实基础。

图 19：联创电子车载镜头主要客户



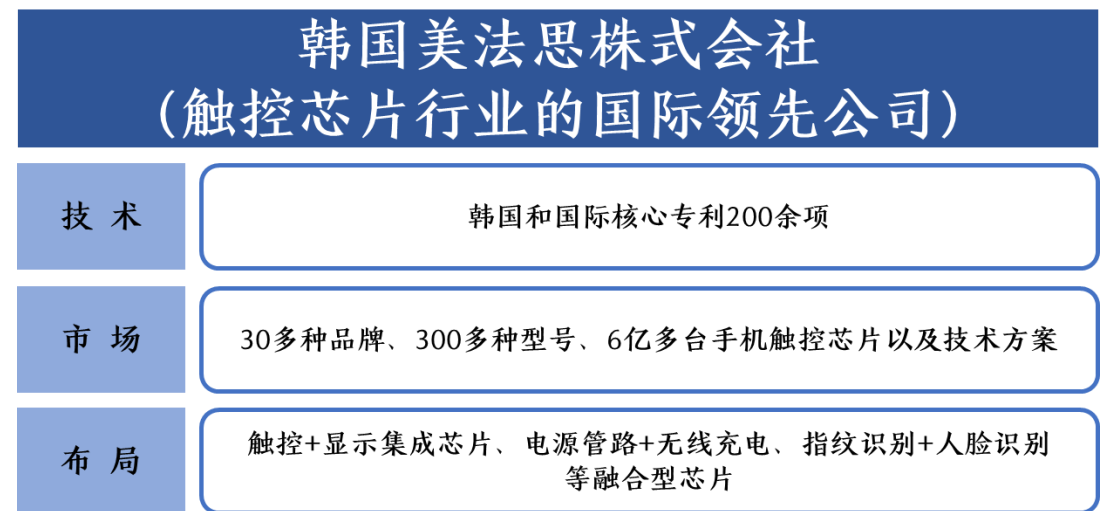
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

**产能稳定扩张，现金流充足。**2020 年公司车载镜头出货量为 77 万颗，营收 0.24 亿元，毛利率为 43.4%。公司积极布局车载镜头市场，扩张产能，其中公司在合肥的厂房已经在 12 月投产，加之江西的生产基地，未来公司车载镜头方面的产能和出货量均有保障。另外，2020 年公司非公开发行股票募集资金总额 10.7 亿元，引入外部投资者对联益光学增资 3 亿元，截至 2021 年三季度，公司流动资产中的货币资金有 15 亿元，在手资金比较充裕，长期来看有利于公司的发展与扩张。

**图 20: 联创电子车载光学产业园**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**对外投资拓展市场, 深度布局产业线。**公司在江西、安徽、湖北等多地设有全资子公司及控股公司, 增加产能同时拓展不同地区的市场。公司全资子公司江西联创电子参股的江西联创宏声电子是我国军用电声器件定点单位和主要供应商, 此外公司 2020 年入股韩国美法思, 延展触控 IC 产业并借助美法思平台接触优质客户, 积极拓宽客户范围。

**图 21: 公司参股美法思**


资料来源: 搜狐网, 信达证券研发中心整理



## 四、盈利预测、估值与投资评级

### 1、盈利预测及假设

汽车智能化趋势下，汽车传感器的车载摄像头以及激光雷达需求高增，车载镜头空间广阔。一方面公司积极布局车载镜头业务，加强技术研发，与国内外知名车企、ADAS 方案公司开展深入合作；另一方面公司作为全球运动相机第一供应商与全球第二模造玻璃供应商，进入国内外多家知名光学公司生产线，无论是技术实力、生产制造能力还是品牌口碑均有优势，有望实现业绩的稳健增长。

公司主营业务基本假设如下：

**1)光学元件：**受益于汽车智能化趋势，下游光学元件需求旺盛，预计公司的光学元件业务维持较高增速；

**2)触控显示：**触控业务目前作为公司的重要业务之一，伴随公司核心业务向光学聚焦，预计触控业务占比将逐步降低；

**3)集成电路：**预计维持平稳增长；

**4)终端制造：**预计维持平稳增长。

表 3：联创电子业绩预测

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,081.93	7,531.94	10,469.76	11,513.16	13,236.25
同比(%)	26.65%	23.84%	39.00%	9.97%	14.97%
归属母公司净利润	267.33	164.38	218.29	450.97	741.11
同比(%)	18.15%	-38.51%	32.80%	106.60%	64.34%
毛利率(%)	15.26%	11.39%	9.19%	11.08%	12.41%
ROE(%)	11.59%	4.51%	5.65%	10.62%	15.27%
EPS (摊薄) (元)	0.37	0.16	0.21	0.42	0.70
P/E	65.80	105.50	80.58	39.00	23.73
P/B	7.63	4.76	4.56	4.14	3.62

资料来源：wind，信达证券研发中心（时间截至 2022 年 3 月 23 日）

### 2、估值分析与投资评级

汽车智能化趋势下，汽车传感器的车载摄像头以及激光雷达需求高增，公司积极布局车载镜头业务，加强技术研发，同时公司作为全球运动相机第一供应商与全球第二模造玻璃供应商，进入国内外多家知名光学公司生产线，无论是技术实力、生产制造能力还是品牌口碑均有优势，有望实现业绩的稳健增长。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.18 亿元、4.51 亿元、7.41 亿元，对应 PE 为 80.58 倍、39.00 倍、23.73 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：估值对比表

公司	代码	股价	市值 (亿元)	EPS			PE		
				21E	22E	23E	21E	22E	23E
永新光学	603297.SH	116.75	128.98	2.28	2.43	3.10	51.21	48.05	37.66
水晶光电	002273.SZ	11.64	161.87	0.41	0.50	0.60	28.39	23.28	19.40
欧菲光	688167.SH	121.00	108.85	0.41	0.50	0.60	295.12	242.00	201.67
炬光科技	002456.SZ	7.43	242.06	0.06	0.29	0.36	134.36	25.59	20.69
平均估值				<b>0.79</b>	<b>0.93</b>	<b>1.16</b>	<b>127.27</b>	<b>84.73</b>	<b>69.85</b>
<b>联创电子</b>	<b>002036.SZ</b>	<b>16.55</b>	<b>175.90</b>	<b>0.21</b>	<b>0.42</b>	<b>0.70</b>	<b>80.58</b>	<b>39.00</b>	<b>23.73</b>

资料来源：wind，信达证券研发中心（时间截至 2022 年 3 月 23 日）

## 五、风险因素

### 1、新冠疫情蔓延风险

公司产品主要应用于智能手机、平板电脑、智能驾驶、运动相机、智能家居、VR/AR 等领域，与消费景气度关联性强。若新冠疫情蔓延反复，将进一步加剧经济下行，会影响到智能终端消费市场需求，进而影响触控显示、光学元件需求。

### 2、上游采购风险

一方面，光学镜头行业上游光学塑料材料以进口为主，但近年来供应紧张；另一方面，由于疫情对复产复工的影响，触控显示产品供应链端产能不稳定，部件紧缺，导致公司在上游原材料、部件的议价能力偏弱。若上游供应商提高采购价格或限量供应，将对公司盈利水平带来不利影响。

### 3、车载镜头发展不及预期

车载镜头是智能汽车的重要感知元件，其销量深度绑定智能汽车出货情况。若智能汽车的发展不及预期，则车载镜头业务发展将受到牵连。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	<b>5,356</b>	<b>7,536</b>	<b>8,256</b>	<b>9,081</b>	<b>10,338</b>	
货币资金	1,143	2,225	926	1,115	1,259	
应收票据	93	221	308	338	389	
应收账款	1,906	1,988	2,636	2,898	3,332	
预付账款	251	165	235	253	286	
存货	1,772	2,621	3,729	4,015	4,547	
其他	191	316	423	462	525	
<b>非流动资产</b>	<b>3,645</b>	<b>4,853</b>	<b>5,065</b>	<b>5,257</b>	<b>5,430</b>	
长期股权投资	106	331	331	331	331	
固定资产(合计)	2,347	2,628	2,894	3,132	3,343	
无形资产	110	229	206	186	167	
其他	1,083	1,664	1,633	1,608	1,588	
<b>资产总计</b>	<b>9,001</b>	<b>12,388</b>	<b>13,322</b>	<b>14,338</b>	<b>15,768</b>	
<b>流动负债</b>	<b>4,849</b>	<b>6,447</b>	<b>7,191</b>	<b>7,879</b>	<b>8,797</b>	
短期借款	1,638	3,887	4,004	4,461	4,948	
应付票据	1,704	724	1,031	1,110	1,257	
应付账款	1,005	1,272	1,812	1,951	2,210	
其他	502	563	343	357	382	
<b>非流动负债</b>	<b>1,586</b>	<b>1,745</b>	<b>1,745</b>	<b>1,745</b>	<b>1,745</b>	
长期借款	554	398	398	398	398	
其他	1,032	1,346	1,346	1,346	1,346	
<b>负债合计</b>	<b>6,435</b>	<b>8,191</b>	<b>8,936</b>	<b>9,624</b>	<b>10,541</b>	
少数股东权益	259	552	525	468	375	
归属母公司股东权益	2,307	3,645	3,861	4,247	4,852	
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,001</b>	<b>12,388</b>	<b>13,322</b>	<b>14,338</b>	<b>15,768</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	6,082	7,532	10,470	11,513	13,236	
同比(%)	26.6%	23.8%	39.0%	10.0%	15.0%	
归属母公司净利润	267	164	218	451	741	
同比(%)	18.1%	-38.5%	32.8%	106.6%	64.3%	
毛利率(%)	15.3%	11.4%	9.2%	11.1%	12.4%	
ROE(%)	11.6%	4.5%	5.7%	10.6%	15.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.37	0.16	0.21	0.42	0.70	
P/E	65.80	105.50	80.58	39.00	23.73	
P/B	7.63	4.76	4.56	4.14	3.62	
EV/EBITDA	109.80	127.77	109.62	79.21	60.38	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	<b>6,082</b>	<b>7,532</b>	<b>10,470</b>	<b>11,513</b>	<b>13,236</b>	
营业成本	5,154	6,674	9,508	10,237	11,593	
营业税金及附加	16	10	14	16	18	
销售费用	38	26	55	58	61	
管理费用	147	183	253	279	321	
研发费用	219	246	338	387	435	
财务费用	174	177	146	166	163	
减值损失合计	-73	-199	0	0	0	
投资净收益	8	13	2	8	7	
其他	31	126	57	66	77	
<b>营业利润</b>	<b>301</b>	<b>154</b>	<b>215</b>	<b>444</b>	<b>731</b>	
营业外收支	1	-2	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>302</b>	<b>152</b>	<b>215</b>	<b>444</b>	<b>731</b>	
所得税	50	8	25	50	83	
<b>净利润</b>	<b>252</b>	<b>144</b>	<b>191</b>	<b>394</b>	<b>648</b>	
少数股东损益	-15	-21	-28	-57	-93	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>267</b>	<b>164</b>	<b>218</b>	<b>451</b>	<b>741</b>	
EBITDA	700	602	701	971	1,273	
EPS(当年)(元)	0.37	0.16	0.21	0.42	0.70	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金</b>	<b>409</b>	<b>-122</b>	<b>-501</b>	<b>443</b>	<b>423</b>	
净利润	252	144	191	394	648	
折旧摊销	291	353	340	361	379	
财务费用	104	125	146	166	163	
投资损失	-31	-8	-10	-59	-73	
营运资金变动	-323	-666	-1,152	-417	-704	
其它	92	-67	33	13	22	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-648</b>	<b>-1,740</b>	<b>-494</b>	<b>-479</b>	<b>-468</b>	
资本支出	-667	-1,736	-553	-553	-553	
长期投资	106	331	331	331	331	
其他	-86	-335	-273	-258	-247	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-144</b>	<b>2,532</b>	<b>-303</b>	<b>225</b>	<b>189</b>	
吸收投资	27	1,226	31	65	135	
借款	-90	1,178	-156	456	487	
支付利息或股息	-199	-184	-162	-231	-298	
<b>现金净增加额</b>	<b>-382</b>	<b>670</b>	<b>-1,299</b>	<b>189</b>	<b>144</b>	

## 研究团队简介

**蒋颖**，通信互联网行业首席分析师，中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017-2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖云计算&IDC产业链、物联网产业链、5G产业链、互联网等。曾获2020年wind“金牌分析师”通信第1名；2020年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第1名；2020年21世纪“金牌分析师”通信第3名；2019年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第5名。

**石瑜捷**，北京外国语大学金融学硕士，英语专业八级。曾就职于上海钢联MRI研究中心，负责汽车板块研究。2020年12月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖车联网、物联网、运营商、互联网等领域。

**齐向阳**，北京大学工程硕士，软件工程专业。2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖工业互联网/工业软件、智能网联汽车、云计算产业链、互联网等领域。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南区销售	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	黄夕航	16677109908	<a href="mailto:huangxihang@cindasc.com">huangxihang@cindasc.com</a>
华南区销售	许锦川	13699765009	<a href="mailto:xujinchuan@cindasc.com">xujinchuan@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。