

13 October 2022

Research Analyst
Ruabin Chen

(852) 3892 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Buy (Maintain)

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	10,558	10,315	11,813	13,283
Growth (YoY %)	40%	-2%	15%	12%
Net profit (RMB mn)	112	309	506	758
Growth (YoY %)	-31%	175%	64%	50%
Diluted EPS (RMB)	0.11	0.29	0.48	0.71
P/E (X)	176.20	64.13	39.17	26.15

Event: The company launched “The second stock option and restricted stock incentive plan (Draft) in 2022”. (Hereinafter referred to as the plan)

- **The exercise criteria of stock option, revenue from vehicle optical during 2022-2024, was raised from RMB0.5/1.5bn to RMB0.5/1.2/1.8bn, indicating the company's confidence in the vehicle optical business.** In the plan, the grant price of restricted shares is RMB9.22, and the option exercise price is RMB18.43. The total number of people been granted incentive objects is 405, including directors, supervisors, senior managers and core employees. One of the criteria in the plan is that the main business income from 2022 to 2024 is not less than RMB10/12/14bn and the vehicle optical revenue is not less than RMB0.5/1.2/1.8bn.
- **Vehicle camera lens and module business are growing rapidly.** Benefiting from the strong demand from customers such as NIO and Tesla, the company's vehicle camera lens and module revenue increased by 910% YoY in 22H1, driving the optical business revenue to increase by 49% to RMB1.51bn. The company has cooperated with intelligent driving solution platform providers such as Mobileye, and its market share in automotive electronics manufacturers such as Valeo has continued to increase. The company's scale of supply to Tesla and other terminal car manufacturers has been expanded, and the 8M ADAS image module in cooperation with NIO has been successfully mass-produced. The company is ramping up capacity for 24 mn smart vehicle optical lenses and 6 mn imaging modules, and it also plans to achieve production capacity of 50 mn vehicle lenses and imaging modules by the end of 2025.
- **The company is transforming into a vehicle optical platform company.** The company is adjusting the layout of the touch display business, and will focus on smart cars. The projects for the vehicle center control screen are progressing smoothly. At the same time, the company has further deployed in vehicle optical such as lidar, HUD, and vehicle lighting. Thanks to the technology and customer resources accumulated by the company in the field of vehicle camera lens, the company is transforming into a vehicle optical platform company, benefiting from the booming potential from the vehicle optical industry.
- **Earnings Forecast & Rating:** As a domestic leading vehicle lens and module manufacturer, the company is expected to fully benefit from the rapid growth of the vehicle camera lens market. Therefore, we predict that the company's net profit from 2022 to 2024 to be RMB309/506/758mn, corresponding to PE of 64x/39x /26x. **We maintain a Buy rating.**
- Risks: Lower-than-expected penetration rate of autonomous driving; Optical lens shipments miss expectations; Gross profit margin decreases.

Price Movement



Market Data

Closing price (RMB)	18.64
52-week Range (RMB)	9.82/25.14
P/B (X)	5.10
Market Cap (RMB mn)	19,576.68

Basic Data

BVPS (RMB, LF)	3.66
Liabilities/assets (%)	66.82
Total Issued Shares (mn)	1,062.83
Shares outstanding (mn)	1,050.25

Related reports

《联创电子(002036): 中报业绩符合预期, 车载业务持续高增长》

2022-08-08

《联创电子(002036): 车载摄像头量价齐升, 公司护城河不断加深》

2022-07-26

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Quanxi Tang(唐权喜)** and **Xianying Bao(鲍娴颖)**.

2022年10月13日

股权激励上调车载光学行权条件，彰显业绩信心

买入（维持）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	10,558	10,315	11,813	13,283
同比	40%	-2%	15%	12%
归属母公司净利润(百万元)	112	309	506	758
同比	-31%	175%	64%	50%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.11	0.29	0.48	0.71
P/E(现价&最新股本摊薄)	176.20	64.13	39.17	26.15

事件：公司发布《2022年第二期股票期权与限制性股票激励计划（草案）》

- 股权激励上调车载光学行权条件，彰显业绩信心。**公司公告新一期股权激励方案，其中首次授予限制性股票1198万股、股票期权2396万股，并预留限制性股票52万股、股票期权104万股，合计约占公司股本总额的3.53%，限制性股票授予价格9.22元，期权行权价格18.43元。授予的激励对象总人数为405人，包括公司（含子公司）的董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术/业务人员。激励计划中的公司业绩考核目标为，22-24年主营业务收入不低于100/120/140亿元且车载光学营收不低于5/12/18亿元，或归属于股东的净利润较21年增幅不低于165%/260%/350%，对应利润分别约3/4/5亿元。车载光学营收行权条件由5/10/15亿元上调至5/12/18亿元，彰显公司对车载光学业务的信心。
- 车载镜头及模组业务迎持续高速增长。**受益蔚来、T等客户的需求放量，22H1公司车载镜头及模组营收同增910%，带动光学业务营收同增49%至15.1亿元。客户方面，公司与Mobileye、Nvidia、地平线、华为等智能驾驶方案平台商开展合作，在Valeo、Conti、Aptiv、ZF、Magna等汽车电子厂商的市占率持续提升，并实现向特斯拉、蔚来、比亚迪、吉利等终端车厂供货规模的扩大，与蔚来合作的8M ADAS影像模组已顺利量产产出货。产能方面，公司年产2400万颗智能汽车光学镜头及600万颗影像模组产业化项目正在加速建设，并计划于2025年底前形成车载镜头和影像模组各5000万颗的生产能力，伴随产能快速扩充，公司未来有望深度受益自动驾驶趋势下的车载摄像头需求增长。
- 布局中控屏、激光雷达、HUD，卡位车载光学平台型公司。**公司调整触控显示产业布局，将发展重点向智能汽车等领域倾斜，车载中控屏配套项目进展顺利，同时深入布局激光雷达、HUD、车载照明等车载光学领域，基于公司在车载摄像头领域积累的技术及客户资源，公司卡位车载光学平台型公司，有望迎来车载光学全领域业务的高速增长。
- 盈利预测与投资评级：**公司作为国内领先的车载镜头和模组厂商，布局模组玻璃-镜头-模组全产业链，有望充分受益车载摄像头市场的快速增长。我们维持公司的盈利预测，2022-2024年归母净利润为3.09/5.06/7.58亿元，当前市值对应PE分别为64/39/26倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**自动驾驶渗透率不及预期；光学镜头出货不及预期；毛利率下滑风险。

证券分析师
陈睿彬
(852) 3892 3212
chenrobin@dwzq.com.hk

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.64
一年最低/最高价	9.82/25.14
市净率(倍)	5.10
流通A股市值(百万元)	19,576.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.66
资产负债率(% ,LF)	66.82
总股本(百万股)	1,062.83
流通A股(百万股)	1,050.25

相关研究

《联创电子(002036)：中报业绩符合预期，车载业务持续高增长》

2022-08-08

《联创电子(002036)：车载摄像头量价齐升，公司护城河不断加深》

2022-07-26

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和支持，尤其感谢唐权喜和鲍钢颖的指导。

联创电子三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7,054	7,842	8,805	9,989	营业总收入	10,558	10,315	11,813	13,283
货币资金及交易性金融资产	1,992	2,068	3,029	3,559	营业成本(含金融类)	9,542	9,109	10,270	11,333
经营性应收款项	3,042	2,875	2,835	2,901	税金及附加	20	17	19	21
存货	1,611	2,438	2,412	2,940	销售费用	30	27	31	35
合同资产	0	0	0	0	管理费用	258	231	258	292
其他流动资产	410	461	529	589	研发费用	387	347	397	460
非流动资产	5,915	5,924	5,927	5,921	财务费用	213	309	314	291
长期股权投资	619	619	619	619	加:其他收益	41	70	50	30
固定资产及使用权资产	3,212	3,417	3,503	3,521	投资净收益	39	40	40	40
在建工程	695	498	399	349	公允价值变动	4	5	5	5
无形资产	642	642	642	642	减值损失	-93	-63	-77	-97
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	1	1	1
长期待摊费用	201	172	157	153	营业利润	101	328	543	829
其他非流动资产	547	577	607	637	营业外净收支	-13	1	1	1
资产总计	12,969	13,767	14,732	15,909	利润总额	88	329	543	830
流动负债	6,829	7,343	7,822	8,257	减:所得税	1	35	57	87
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,745	4,245	4,445	4,545	净利润	87	294	486	743
经营性应付款项	2,359	2,297	2,467	2,696	减:少数股东损益	-26	-15	-19	-15
合同负债	18	17	21	23	归属母公司净利润	112	309	506	758
其他流动负债	708	785	890	994					
非流动负债	2,062	2,062	2,062	2,062	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.11	0.29	0.48	0.71
长期借款	442	442	442	442	EBIT	269	717	965	1,269
应付债券	622	622	622	622	EBITDA	682	1,078	1,333	1,645
租赁负债	1	1	1	1	毛利率(%)	9.62	11.69	13.06	14.68
其他非流动负债	998	998	998	998	归母净利率(%)	1.06	3.00	4.28	5.70
负债合计	8,891	9,406	9,885	10,320	收入增长率(%)	40.18	-2.30	14.52	12.45
归属母公司股东权益	3,759	4,056	4,562	5,320	归母净利润增长率(%)	-31.33	174.76	63.73	49.78
所有者权益合计	4,078	4,361	4,847	5,590					
负债和股东权益	12,969	13,767	14,732	15,909					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	550	195	1,391	1,070	每股净资产(元)	3.49	3.77	4.25	4.96
投资活动现金流	-877	-323	-323	-324	最新发行在外股份 (百万股)	1,063	1,063	1,063	1,063
筹资活动现金流	321	204	-107	-217	ROIC(%)	2.91	6.92	8.63	10.54
现金净增加额	-8	76	961	530	ROE-摊薄(%)	2.99	7.62	11.09	14.24
折旧和摊销	414	361	368	376	资产负债率(%)	68.56	68.32	67.10	64.87
资本开支	-943	-298	-298	-299	P/E (现价&最新股本摊薄)	176.20	64.13	39.17	26.15
营运资本变动	-140	-766	195	-420	P/B (现价)	5.34	4.94	4.39	3.76

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券(香港)预测。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户提供。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。

免责及评级说明部分

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15%与 -5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15%以下。

免责及评级说明部分

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内， 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

