新时代证券-研究所晨报（20201111）

● 公司研究

联创电子：多摄升级和车载市场爆发，光学业务驶入快车道

联创电子为光学镜头龙头企业，并向模组和整机制造拓展。联创电子是一家光学镜头为主业，同时投资布局声学和 IC 芯片的企业。依托在光学镜头领域的优势，公司从两个维度进行业务拓展：品类上，公司由主流的手机，向无人机、AR/VR、智能穿戴、安防等领域拓展；制造环节上，由镜头结构件，向镜头模组、指纹和触显模组乃至 TWS 整机延伸。手机多摄带来光学镜头显著弹性，前瞻布局享车载爆发红利在手机出货量饱和的前提下，手机升级聚焦光学领域——02 多摄和 3Dsensing 为其中重要方向。

盈利预测评级：我们预计，公司 2020-2022 年营收分别为 89/120/152 亿元，归母净利分别为 3.3/5.0/6.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/0.53/0.68 元/股，最新收盘价下对应的 PE 分别为 34/22/18 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

视觉中国：Q3 业绩环比改善，商业素材交易与服务平台新周期已开启

事件：2020 年 10 月 29 日，公司披露 2020 年三季报，2020 年前三季度实现营业收入 4.42 亿元，同比下降 24.54%；实现归母净利 1.22 亿元，同比下降 43.15%。第三季度实现营业收入 1.70 亿元，环比第二季度增长 4.82%；归母净利润 4975.07 万元，环比第二季度增长 15.27%。公司签约客户数同比实现 10%的增长，业绩环比持续改善受 2020 年上半年网站整改、新冠疫情双重因素影响，公司业绩同比仍延续下滑，但 2020 年二季度及三季度业绩环比在持续改善。

盈利预测评级：我们预计视觉中国 2020-2022 年净利润分别为 2.04/3.04/3.95 亿元，同比增长-6.9%/49.2%/29.7%，对应 EPS 分别为 0.29/0.43/0.56 元，对应 PE 为 58/39/30 倍，维持“强烈推荐”评级。

恩捷股份：湿法隔膜龙头，乘风加速成长

公司概况：湿法隔膜龙头，业绩表现亮眼（市占率/毛利率均在 50%以上）。目前，恩捷股份业务主要分为两大类，一类是传统包装业务，一类是湿法隔膜业务，湿法隔膜下游包括动力和消费两大类。从竞争格局来看，2019 年湿法隔膜上海恩捷（苏州捷力）市占率合计 55%，占据第一位。从恩捷股份的隔膜业务来看，近年来财务指标表现十分亮眼，近几年毛利率均在 50%以上。

盈利预测评级：我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 39、54、76 亿元，归母净利润分别为 11、17、25 亿元；按照最新收盘价对应 PE 分别为 80、53、36 倍。给予 2021 年 PE 估值 70-75 倍，对应股价 136.50-146.25 元/股。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
银行	0.74%	休闲服务	-3.12%
化工	0.67%	汽车	-2.72%
食品饮料	0.59%	通信	-2.21%
交通运输	0.5%	有色金属	-1.88%
采掘	0.17%	电子	-1.75%

相关报告

《多摄升级和车载市场爆发，光学业务驶入快车道》2020-11-10

《Q3 业绩环比改善，商业素材交易与服务平台新周期已开启》2020-11-10

《湿法隔膜龙头，乘风加速成长》2020-11-10

内容目录

1、 公司研究 3
1.1、 联创电子：多摄升级和车载市场爆发，光学业务驶入快车道 3
1.2、 视觉中国：Q3 业绩环比改善，商业素材交易与服务平台新周期已开启 3
1.3、 恩捷股份：湿法隔膜龙头，乘风加速成长 4

1、 公司研究

1.1、 联创电子：多摄升级和车载市场爆发，光学业务驶入快车道

联创电子为光学镜头龙头企业，并向模组和整机制造拓展。联创电子是一家光学镜头为主业，同时投资布局声学和 IC 芯片的企业。依托在光学镜头领域的优势，公司从两个维度进行业务拓展：品类上，公司由主流的手机，向无人机、AR/VR、智能穿戴、安防等领域拓展；制造环节上，由镜头结构件，向镜头模组、指纹和触显模组乃至 TWS 整机延伸。

手机多摄带来光学镜头显著弹性，前瞻布局享车载爆发红利。在手机出货量饱和的前提下，手机升级聚焦光学领域——多摄和 3Dsensing 为其中重要方向。单机镜头数量成倍增加，由此带来上游镜头厂商极大的业绩弹性。公司具备 6P、7P 及玻塑镜头制造能力，客户结构优质，未来随着高端产能投放，有望在手机镜头升级浪潮中占得先机。

车载镜头市场增长迅猛，凭借 ADAS 镜头打开车载领域高成长空间。据 Yole，全球单车镜头搭载数，有望从 2016 年的 0.99 颗升至 2023 年的 2.99 颗。车规级镜头尤其 ADAS 镜头要求性能稳定玻璃镜片。联创电子在玻璃镜头领域深耕多年，具备成熟的模具制造和模压成型技术，在玻璃镜头制造上享有成本优势。

投资布局无线充电芯片和声学公司，有望获得丰厚投资收益。无线充电生态渐成，大幅渗透奇点来临。iPhone12 全系标配无线充电，标志着无线充电大幅渗透几点的来临，未来无线充电有望向安卓中低端手机渗透。公司子公司江西联智，为国产无线充电龙头之一，产品型号全、客户结构优质，未来有望充分受益于无线充电的爆发。公司联营公司联创宏声，在声学器件及耳机 ODM 领域深耕多年，近年 TWS 爆发已使得业绩呈现较快增长，未来仍有望受益于 TWS 高景气。

盈利预测、估值与评级：我们预计，公司 2020-2022 年营收分别为 89/120/152 亿元，归母净利分别为 3.3/5.0/6.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/0.53/0.68 元/股，最新收盘价下对应的 PE 分别为 34/22/18 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：公司产能扩张不及预期；下游客户导入不及预期等。

1.2、 视觉中国：Q3 业绩环比改善，商业素材交易与服务平台新周期已开启

事件：2020 年 10 月 29 日，公司披露 2020 年三季报，2020 年前三季度实现营业收入 4.42 亿元，同比下降 24.54%；实现归母净利 1.22 亿元，同比下降 43.15%。第三季度实现营业收入 1.70 亿元，环比第二季度增长 4.82%；归母净利润 4975.07 万元，环比第二季度增长 15.27%。

公司签约客户数同比实现 10%的增长，业绩环比持续改善。受 2020 年上半年网站整改、新冠疫情双重因素影响，公司业绩同比仍延续下滑，但 2020 年二季度及三季度业绩环比在持续改善。根据 2020 年三季报显示，前三季度公司签约合作客户数同比增长约 10%，客户数量增长先于业绩指标，为公司业绩恢复打下了良好的基础。

企业服务市场广阔，图片融合高端图库和微利图库，音视频素材逐步丰富。2020 年 3 月，公司建立 500pxplus 高端视频品牌，收录高清 4k/8k 的高质量视频素材，并

引进未来影像等多家纪录片、影视制作、MCN 公司内容资源。2020 年 8 月 3 日，公司内容素材版权交易网站 vcg.com 音乐素材全面升级改版,引入全球知名的音乐素材库 Epidemic 的音乐资源。字体方面，公司与华文字库开展独家战略合作。在视频大趋势下，看好公司对音视频产品的补充。目前公司的交易平台在线提供 1500 万条视频素材和 35 万首音乐素材，有利于公司更好的服务企业客户。

首先，我们认为图片行业在国内的商业模式探索已经阶段完成，基于高端和微利图片的市场需求和正版化推进，公司将享受行业持续性红利；其次从图片生态扩展到音视频字体等服务领域的服务模式基本走通，内容生态丰富将带来新的增长动力；第三，在解决内容版权公信力的背景之下，公司不断嵌入云、文档、协同办公软件等企业服务场景，及在互联网电商、公号自媒体等流量场景深入应用，我们看好公司做好内容，服务客户的改变和能力。

盈利预测、估值与评级：我们预计视觉中国 2020-2022 年净利润分别为 2.04/3.04/3.95 亿元，同比增长-6.9%/49.2%/29.7%，对应 EPS 分别为 0.29/0.43/0.56 元，对应 PE 为 58/39/30 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：正版化不及预期风险、内容审核风险、竞争加剧等风险。

1.3、 恩捷股份：湿法隔膜龙头，乘风加速成长

公司概况：湿法隔膜龙头，业绩表现亮眼（市占率/毛利率均在 50%以上）。目前，恩捷股份业务主要分为两大类，一类是传统包装业务，一类是湿法隔膜业务，湿法隔膜下游包括动力和消费两大类。从竞争格局来看，2019 年湿法隔膜上海恩捷（苏州捷力）市占率合计 55%，占据第一位。从恩捷股份的隔膜业务来看，近年来财务指标表现十分亮眼，近几年毛利率均在 50%以上。

行业分析：预计 2025 年行业空间 628 亿元，湿法龙头恩捷股份地位稳固。行业介绍：隔膜下游包括消费、储能、动力等，包括干法和湿法两大类。行业空间：2019 年隔膜出货量 51 亿平米，空间 128 亿元，预计 2025 年隔膜出货量 344 亿平米，空间 628 亿元。竞争格局：干法龙头星源材质（28%），湿法龙头恩捷股份（55%）。

推荐逻辑：龙头成长确定性强，放量稳价降本实现增长。恩捷股份预计将实现高质量增长，其逻辑：依靠技术领先优势绑定客户快速放量降本，成本下降后继续投入研发和产能以巩固龙头地位，实现正向循环的高质量增长。未来公司的增长点：第一，量在于国内外优质客户的持续开拓和渗透率提升；第二，价在于涂覆比例的提高以实现平均价格的稳定甚至短期提高；第三，成本在于研发技术提升和规模效应带来的持续成本下降。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 39、54、76 亿元，归母净利润分别为 11、17、25 亿元；按照最新收盘价对应 PE 分别为 80、53、36 倍。给予 2021 年 PE 估值 70-75 倍，对应股价 136.50-146.25 元/股。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：新能源汽车需求不及预期，公司国内外客户拓展渗透不及预期，公司涂覆业务不及预期，公司成本下降不及预期，公司竞争对手业务进展超预期，固态电池等新技术进展超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/