

国内高端光学镜头龙头，进击车载镜头市场



核心观点

- 公司是拥有自主品牌的光学镜头龙头企业，盈利能力逐年增强。永新光学是中国光学精密仪器及核心部件制造商、光学镜头龙头企业，拥有“NOVEL”、“江南”和“NEXCOPE”等自主品牌。显微镜、光学元件组件两大业务构成了公司的主要收入，以 2018 年中报测算，显微镜占 43.6%，光学元件占 53.5%，光学元件业务中占比较大的条码扫描仪。受益于全球显微镜行业高端化及物联网浪潮带来的条码扫描仪需求，公司收入增长迅速，业务结构不断优化，盈利能力逐年加强，净利率从 2015 年的 13% 上升至 2017 年的 21%。
- 利用技术优势进击车载镜头市场。车载镜头是公司近几年突破的新领域，已实现累计销售数百万件。公司多以自主研发为主，目前已通过国际大客户进入若干整车厂供应链，其中部分产品技术含量高，单体价值量高。目前已与包括索尼、Quanergy、OotoFlux、均胜电子等汽车电子厂商展开订单合作。
- 车载镜头市场远期规模达 117 亿元，市场需求量将达 2.3 亿颗，公司有望分享市场红利。车载摄像头的监控功能是 ADAS 的重要组成部分，车载镜头是车载摄像头的核心零部件。随着 2020 年后全自动驾驶时代的来临，ADAS 的逐渐渗透，车载镜头的需求将提升至 9-22 个每辆汽车，车载摄像头市场将呈现几何级增长。

财务预测与投资建议

- 首次给予买入评级，目标价 70 元。我们预测公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.38、2.00 和 2.70 元，根据光学镜头与元件可比公司估值，我们给予公司 19 年 35 倍 PE，对应目标价为 70 元，首次给予买入评级。

风险提示

- 扩产进度低于预期，产品销售不达预期，产品平均单价提升低于预期，毛利率提升低于预期。

公司主要财务信息

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	421	514	556	725	1,031
同比增长	9.5%	22.1%	8.3%	30.3%	42.2%
营业利润 (百万元)	89	124	136	198	267
同比增长	54.0%	39.6%	9.7%	44.9%	35.1%
归属母公司净利润 (百万元)	79	107	116	168	227
同比增长	58.0%	35.1%	8.7%	44.9%	35.1%
每股收益 (元)	0.94	1.27	1.38	2.00	2.70
毛利率	39.4%	42.2%	38.4%	40.8%	41.3%
净利率	18.8%	20.8%	20.8%	23.2%	22.0%
净资产收益率	23.0%	26.9%	15.6%	14.9%	17.1%
市盈率 (倍)	65.2	48.3	44.4	30.7	22.7
市净率 (倍)	14.6	11.7	4.9	4.3	3.6

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。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2019 年 03 月 15 日)	61.33 元
目标价格	70.00 元
52 周最高价/最低价	62.70/37.25 元
总股本/流通 A 股 (万股)	8,400/2,100
A 股市值 (百万元)	5,152
国家/地区	中国
行业	中小市值
报告发布日期	2019 年 03 月 15 日

股价表现 1 周 1 月 3 月 12 月

绝对表现 (%)	20.0	33.7	38.0	
相对表现 (%)	17.6	21.5	19.7	
沪深 300 (%)	2.4	12.2	18.3	-8.6



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 陈宇哲
021-63325888*3139
chenyuzhe@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860516120001

何婧雯
021-63325888-6090
hejingwen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020002

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申明。

目 录

一、	国产高端光学镜头龙头，专注光学精密制造	5
1.1	主营光学显微镜与元件组件，募资扩产后产品系列将进一步丰富	5
1.2	收入与利润快速增长，利润率较高且逐年提升	7
1.3	拥有 22 年技术积累与沉淀，股权结构稳定	8
二、	人工智能加速自动驾驶发展，车载镜头为核心应用	9
2.1	智能驾驶时代即将到来，车载镜头迎来快速增长	9
2.2	行业进入门槛高，各大光学企业积极储备	11
三、	全力推进车载镜头发展，传统主业持续增长	13
3.1	新增车载镜头及前片产能，已进入大厂供应链，放量可期	13
3.2	积极拓展高端显微镜，改善收入结构，提升盈利能力	15
3.3	光学元件组件应用领域众多利润丰厚，产能突破瓶颈后持续快速增长	18
	盈利预测与投资建议	22
	盈利预测	22
	投资建议	23
	风险提示	23

图表目录

图 1：永新光学的主营业务	5
图 2：永新光学 2018H1 营收结构	6
图 3：永新光学 2015-2017 年营收增长与结构变化	6
图 4：永新光学 IPO 募资扩产计划（金额：亿元）	6
图 5：永新光学扩产数量、价格与预期收益	6
图 6：2014-2017 年永新光学收入快速增长	7
图 7：2014-2017 年永新光学归母净利润快速增长	7
图 8：2014-2017 永新光学毛利率逐年提升	7
图 9：2014-2017 永新光学净利率逐年提升	7
图 10：永新光学历史沿革	8
图 11：永新光学 IPO 后股权结构图	8
图 12：车载镜头分布情况	9
图 13：2015-2021E 全球车载镜头出货量及增速预测	10
图 14：2015-2021E 全球车载镜头市场规模预测	10
图 15：2015-2021E 全球车载镜头出货量与市场规模测算	10
图 16：2015-2020E 中国 ADAS 市场规模预测（亿元）	11
图 17：2016-2025E 中国车联网市场规模预测（亿美元）	11
图 18：全球各地推动自动驾驶发展的相关政策	11
图 19：车载摄像头的产业链中上游技术壁垒较高	12
图 20：2017 年感应式镜头市场集中度	12
图 21：2017 年成像式镜头市场集中度	12
图 22：永新光学车载镜头性能指标	13
图 23：Quanergy 的激光探测雷达	14
图 24：2015-2018H1 永新光学显微镜分类收入	15
图 25：2015-2018H1 永新光学显微镜分类毛利率	15
图 26：2015-2018H1 永新光学显微镜收入结构变化	15
图 27：2015-2018H1 永新光学显微镜出货量与单价变化	15
图 28：2013-2015 四大高端显微镜企业收入情况（亿美元）	16
图 29：全球显微镜市场竞争格局	16
图 30：2015-2018E 中国显微镜出口量远大于进口	16
图 31：2015-2018E 中国显微镜出口金额却小于进口	16
图 32：2010-2015 荧光显微镜行业市场规模	17
图 33：2016-2022E 荧光显微镜行业市场规模预测	18
图 34：2014-2018H1 永新光学光学元件组件分类收入	19

图 35：2014-2018H1 永新光学光学元件组件分类毛利率.....	19
图 36：2014-2018H1 光学元件组件收入结构变化.....	19
图 37：2014-2018H1 条码扫描仪镜头出货量与单价变化.....	19
图 38：2014-2018H1 平面光学元件出货量与单价变化	20
图 39：2014-2018H1 专业成像部件出货量与单价变化	20
图 40：可比公司估值表.....	23

一、 国产高端光学镜头龙头， 专注光学精密制造

永新光学是中国光学精密仪器及核心部件制造商，拥有“NOVEL”、“江南”和“NEXCOPE”等自主品牌。产品销往美日德俄等一百多个国家和地区，是国际知名企业的核心供应商，与多家全球知名企业建立了长期稳定的战略合作关系。现有主要海外客户如新美亚（Sanmina）、日本尼康（Nikon）、徕卡相机（Leica Camera AG）、徕卡显微系统（Leica Microsystems）、德国蔡司（Zeiss）、捷普（Jabil）、得利捷（Datalogic）等。公司具有数十年光学仪器产品设计和专业生产历史，拥有年产显微镜 10 余万台、光学元件组件数千万件，并与浙江大学、宁波大学等高校建立了稳定的产学研合作关系。

1.1 主营光学显微镜与元件组件，募资扩产后产品系列将进一步丰富

永新光学的主营业务分为两个细分领域：光学整机与光学元件组件。光学整机包含生物显微镜和工业显微镜，光学元件组件包含条码扫描仪镜头、光学平面元件、专业成像光学镜头、车载镜头与前片等。

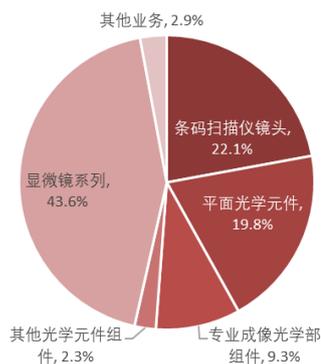
图 1：永新光学的主营业务

细分行业	细分产品	产品简介	图片
光学整机	显微镜系列	生物显微镜、工业显微镜等	
光学元件组件	条码扫描仪镜头	主要用于条码扫描仪	
	平面光学元件	滤光片、棱镜、反光镜和窗口等	
	专业成像光学部组件	主要用于车载镜头、摄像机、投影机、照相机、显微镜、安放镜头等仪器的镜头与镜片	

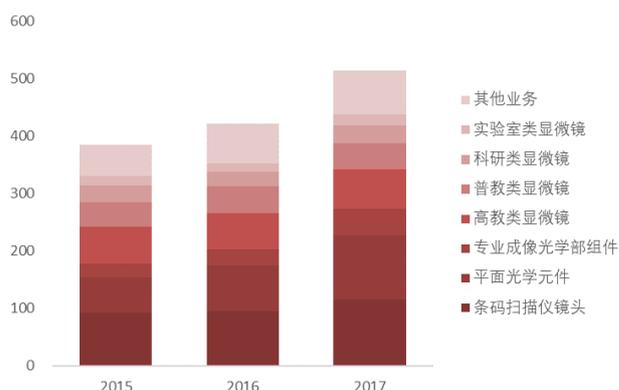
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

公司的产品分类较多，未来将持续优化结构。主营业务中，显微镜共有 4 类产品，目前公司主要生产的是教育类和普及类，未来还将提升科研与医疗级显微镜的产销量。条码扫描仪包含条码成像与条码聚焦镜头；平面光学元件包含蓝宝石与非蓝宝石窗口、条码反光镜与滤光片；专业成像光学部组件包含高端相机与高端摄像头、投影仪类与运动光学类，未来还将车载镜头与前片作为重点发展产品，提升产能与收入规模。

2018 年 H1，公司实现营业收入 2.62 亿元，其中显微镜实现收入 1.14 亿元，占比 43.6%，光学元件组件实现收入 1.4 亿元，占比 53.5%。显微镜中，高教类收入贡献最多达 14.7%，光学元件组件中，条码扫描仪镜头收入贡献最多达 22.1%。

图 2：永新光学 2018H1 营收结构


数据来源：wind，东方证券研究所

图 3：永新光学 2015-2017 年营收增长与结构变化


数据来源：wind，东方证券研究所

2018 年，公司通过 IPO 募集资金投入上述领域进行扩产，产能及盈利能力将进一步提升。扩产项目包括：光学显微镜、功能性光学镜头及元件、车载镜头和研发中心建设。总投资额达 6.0 亿元，其中募投金额为 4.9 亿元，建设周期为 3 年。募投项目达产后，公司生产能力将大幅提高，产品性能将进一步提升，产品系列将进一步丰富。

图 4：永新光学 IPO 募资扩产计划（金额：亿元）

项目名称	投资总额	募投金额	建设期
光学显微镜扩产项目	1.2	0.9	3年
功能性光学镜头及元件扩产项目	2.0	1.6	3年
车载镜头扩产项目	2.2	1.8	3年
研发中心建设项目	0.7	0.5	3年
合计	6.0	4.9	

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 5：永新光学扩产数量、价格与预期收益

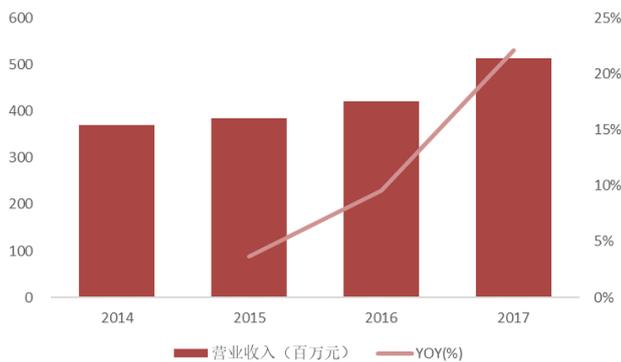
产品	扩产数量 (万个、台)	单价 (元/个、台)	预期收入 (亿元)	预期净利润 (亿元)	预期净利率 (%)
光学显微镜	3	7000	2.1	0.3	16.2%
条码扫描仪镜头	700	15	1.1	0.7	27.0%
光学平面元件	600	15	0.9		
专业成像光学镜头	100	60	0.6	0.6	17.7%
车载镜头前片	200	5.3	0.1		
车载镜头	620	55	3.4		
合计	2223	-	8.2	1.7	20.2%

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

1.2 收入与利润快速增长，利润率较高且逐年提升

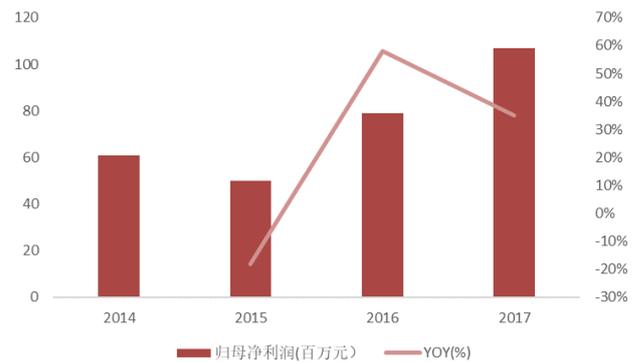
过去 3 年，公司的营业收入增长迅速，且利润率逐年爬升。2014-2017 年，公司实现营业收入分别为 3.7、3.8、4.2 与 5.1 亿元，复合增速达 11.5%。同期公司实现归母净利润 0.6、0.5、0.8 与 1.1 亿元，复合增速达 20.6%，高于收入复合增速。2018 年 Q3，公司实现收入 4.22 亿元，同比增长 10.38%，归母净利润 0.93 亿元，同比增长 14.78%。

图 6：2014–2017 年永新光学收入快速增长



数据来源：wind，东方证券研究所

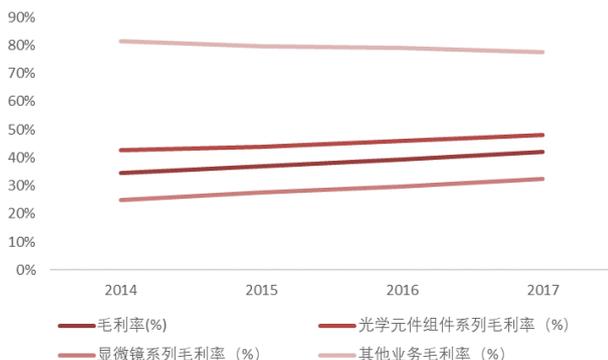
图 7：2014–2017 年永新光学归母净利润快速增长



数据来源：wind，东方证券研究所

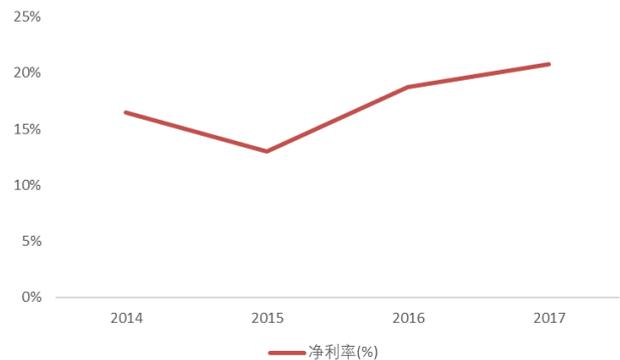
2014-2017 年，公司毛利率逐年稳步提升，其中光学元件组件系列毛利率高达 48.06%。细分产品中，平面光学元件中的条码滤光片 2017 年毛利率高达 64.37%，为所有细分产品中最高。2014-2017 年公司净利率提升较快，从最低 13% 提升至当前 20% 以上，其中 2015 年由于股份支付费用原因导致净利率较低。

图 8：2014–2017 永新光学毛利率逐年提升



数据来源：wind，东方证券研究所

图 9：2014–2017 永新光学净利率逐年提升



数据来源：wind，东方证券研究所

二、人工智能加速自动驾驶发展，车载镜头为核心应用

车载镜头市场前景广阔，从 2012 年开始车载应用进入快速增长期。配备雷达、红外线和车载摄像头的汽车辅助驾驶系统给予驾驶员全新的驾驶体验和安全的行车保障。根据美国汽车专业调查公司 IHS Automotive 发布的报告显示，中国车载摄像头 2015 至 2020 年的年复合增速将超 30%。我们预测 2020 年全球车载镜头需求量将达到 2.3 亿颗，全球市场规模将达 117 亿元。随着 2020 年后全自动驾驶时代的来临，ADAS 的逐渐渗透，车载镜头的需求将提升至 9-22 个每辆汽车，车载摄像头市场将呈现几何级增长。

2.1 智能驾驶时代即将到来，车载镜头迎来快速增长

车载摄像头的监控功能是 ADAS 的重要组成部分。无人驾驶是地面交通的发展方向，目前尚处于辅助驾驶阶段，目前的主流应用技术方案是高级驾驶辅助系统（ADAS），即利用安装在车上的各式各样传感器，在汽车行驶过程中随时来感应周围的环境，收集数据，进行静态、动态物体的辨识、侦测与追踪，并结合导航仪地图数据，进行系统的运算与分析，从而预先让驾驶者察觉到可能发生的危险，有效增加汽车驾驶的舒适性和安全性。

车载镜头是车载摄像机的核心零部件，它主要用于实现行车与停车的各种功能。目前的高端汽车摄像头多达 8 个，例如：特斯拉 Autopilot 包含 3 个前置、2 个侧面、3 个后置摄像头。车载镜头包括了前视、后视、内视、侧视和环视镜头等，而镜头市场又区分为成像式与感应式。当前美国、欧洲和日本的车载镜头市场较为领先，未来随着中国智能驾驶不断发展，需求将快速提升，车载镜头将迎来快速增长。

图 12：车载镜头分布情况



数据来源：拓璞产业研究院，东方证券研究所

未来全球车载镜头出货量与市场规模将高速增长。据水清木华研究中心统计，2015年，全球车载镜头前装出货量约4850万件。其中，前视车载镜头出货量达1,110万件，后视及环视出货量达3,740万件。预计未来几年，全球车载镜头前装出货量将受益于各项ADAS相关政策的推动，保持较快增长。

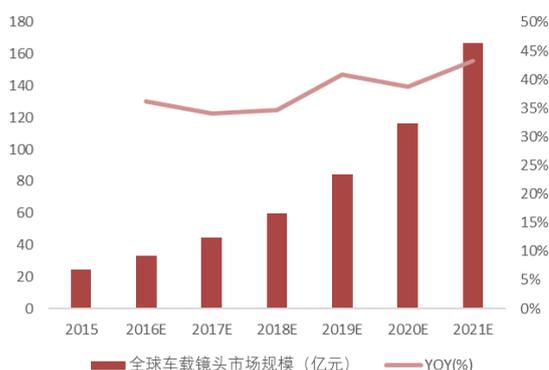
基于上述统计信息，我们对过去及未来几年的全球车载镜头出货量和市场规模进行了详细测算，核心假设为全球乘用车销量、单车镜头数量与渗透率。我们认为，到了2020年，全球车载镜头出货量有望达到2.3亿颗，复合增速达30%以上。同时根据永新光学招股说明书，我们假设单个车载镜头的平均价格为50元，测算出2020年全球市场规模有望达到117亿元。

图 13：2015–2021E 全球车载镜头出货量及增速预测



数据来源：水清木华研究中心，东方证券研究所测算

图 14：2015–2021E 全球车载镜头市场规模预测



数据来源：水清木华研究中心，东方证券研究所测算

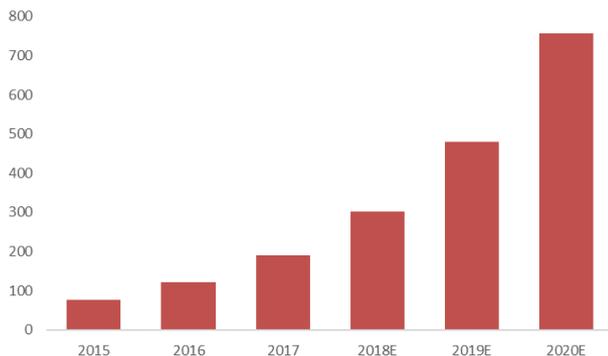
具体测算方式如下：我们假设全球乘用车2018-2021年的复合增速为2%，车载镜头分为前视、后视、侧视和内置，单车平均使用个数从4个增长至10个，平均渗透率由20%提升至45%左右。

图 15：2015–2021E 全球车载镜头出货量与市场规模测算

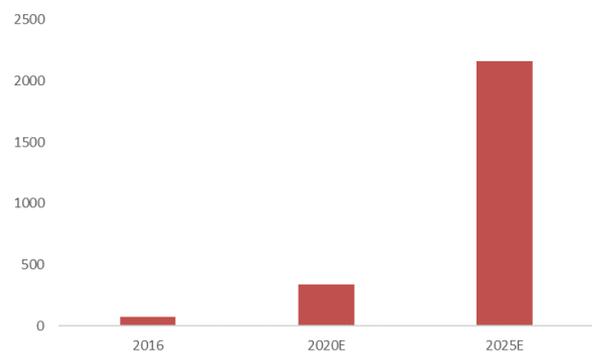
年份	全球乘用车销量 (万辆)	假设参数	前视	后视	侧视	内置	总计 (万个)	YOY (%)	市场规模 (亿元)
2015	6633	镜头数 (个/车)	1	1	2	0	4850		24
		渗透率 (%)	17%	25%	16%	0%			
		总计 (万个)	1110	1658	2082	0			
2016E	6951	镜头数 (个/车)	1	1	2	1	6603	36.1%	33
		渗透率 (%)	20%	30%	20%	5%			
		总计 (万个)	1390	2085	2780	348			
2017E	7085	镜头数 (个/车)	1	1	2	1	8856	34.1%	44
		渗透率 (%)	25%	35%	25%	15%			
		总计 (万个)	1771	2480	3542	1063			
2018E	7227	镜头数 (个/车)	1	1	2	1	11924	34.6%	60
		渗透率 (%)	35%	40%	35%	20%			
		总计 (万个)	2529	2891	5059	1445			
2019E	7371	镜头数 (个/车)	2	2	2	1	16769	40.6%	84
		渗透率 (%)	40%	45%	40%	20%			
		总计 (万个)	4423	4976	5897	1474			
2020E	7519	镜头数 (个/车)	2	2	2	1	23308	39.0%	117
		渗透率 (%)	45%	50%	45%	30%			
		总计 (万个)	6767	7519	6767	2256			
2021E	7669	镜头数 (个/车)	3	3	2	2	33360	43.1%	167
		渗透率 (%)	45%	50%	45%	30%			

数据来源：水清木华研究中心，东方证券研究所

近年来中国 ADAS 与车联网市场的快速增长推动了车载镜头的行业发展，2011 年中国车载镜头产能仅为 400 万个，2015 年已扩张至 1880 万个，复合增速达 47.2%。预计 2020 年，中国 ADAS 市场规模将达 758 亿元，车联网市场规模将达 2162 亿美元。两个市场规模的提升将有助于车载镜头未来实现高速发展。

图 16：2015–2020E 中国 ADAS 市场规模预测（亿元）


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 17：2016–2025E 中国车联网市场规模预测（亿美元）


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

自动驾驶获政策支持，行业景气度有望持续提升。目前包括美国、欧盟、日本和中国等国家/地区纷纷颁布了推动自动驾驶发展的相关政策，为车载摄像头行业的发展奠定了基调。

图 18：全球各地推动自动驾驶发展的相关政策

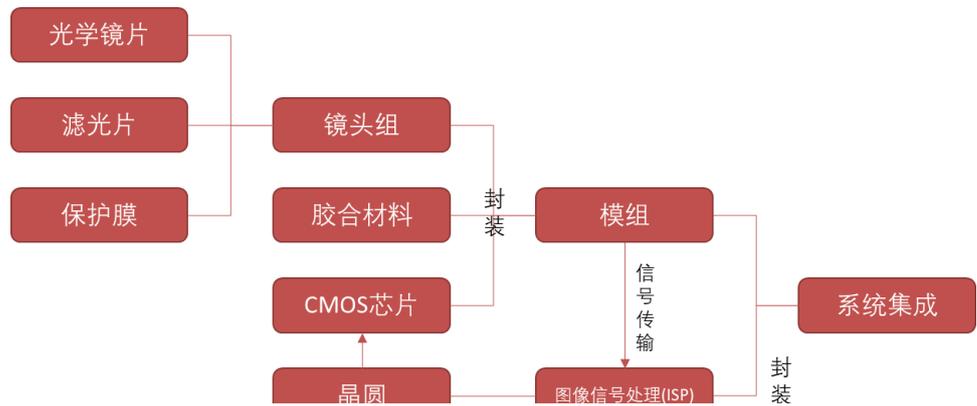
美国	提出了《ITS 战略计划（2015-2019）》，明确了智能化和网联化两大主要发展目标，并计划 10 年内投资 40 亿美元支持车联网与自动驾驶领域的相关研究
欧盟	提出了《ITS 发展行动计划》和《欧盟未来交通研究与创新计划》，在交通安全领域开展车路协同、主动安全、道路安全系统和交通信息化等工作
日本	在内阁府牵头提出了《世界最尖端 IT 国家创造宣言》，并推动制定了自动驾驶系统研发计划
中国	2016 年 9 月，国家相关部门联合发布《推进“互联网+”便捷交通促进智能交通发展的实施方案》，将研发与推广应用智能车载设施和自动驾驶车辆，作为提升装备和载运工具自动化水平的重要发展任务。

数据来源：水清木华研究中心，东方证券研究所

2.2 行业进入门槛高，各大光学企业积极储备

车载镜头具有较高行业壁垒，能通过产品认证的企业将长期受益。车载摄像头相较于普通摄像头而言，对可靠性的要求更高，因此其技术工艺难度也会更大。除了连续工作时间较长以外，还需要考虑行车带来的震动是否可能导致功能失效进而对用户造成生命的威胁，因此对镜头的要求都比较高。车规级摄像头需要能够承受长时间的浸泡和不同温度区间测试，还需具备夜视等特殊功能以保证特殊行车环境下功能不受影响。因此车载镜头行业进入壁垒极高，下游模组厂、封装厂以及整车厂对镜头的要求严格，他们更加信任有一定生产规模和较强技术储备与生产能力的供应商。

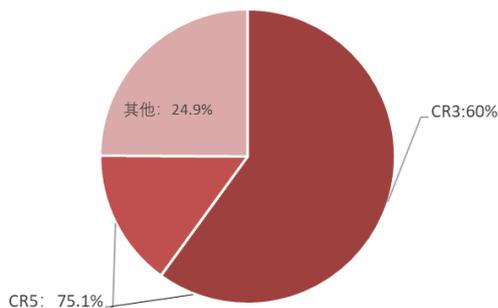
图 19：车载摄像头的产业链中上游技术壁垒较高



数据来源：网络整理，东方证券研究所

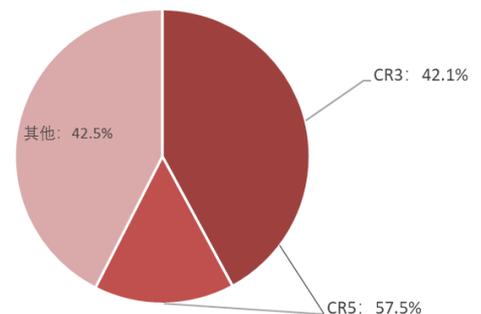
正由于车载镜头技术门槛较高，目前供应商数量有限，呈现多头垄断格局。据前瞻产业研究院统计，2017年车载镜头市场中，感应式镜头 CR3 高达 60%，CR5 达 75.1%。而成像式镜头相较于感应式技术难度较低，CR3 为 42.1%，CR5 达 57.5%。

图 20：2017 年感应式镜头市场集中度



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 21：2017 年成像式镜头市场集中度



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

当前涉足车载镜头行业的企业大部分是传统的相机镜头厂商，包括 Sekonix、Fujifilm、舜宇光学、大立光、玉晶光、联合光电、先进光、亚光、佳凌等。全球知名调研机构 TSR 的研究报告中显示，全球摄像头厂商中台湾大立光电出货量第一，约占全球三分之一以上；国内舜宇光学排在第二，玉晶光排名第三。而在车载摄像头镜头领域，舜宇光学的出货量则达到了全球第一，市占率达 30% 左右。

三、全力推进车载镜头发展，传统主业持续增长

车载镜头是公司近几年突破的新领域，已实现累计销售数百万件。公司多以自主研发为主，通过国际大客户进入若干整车厂供应链，其中部分产品技术含量高，单体价值量高。目前已与包括索尼、Quanergy、OotoFlux、均胜电子等汽车电子厂商展开订单合作。另外，高端显微镜的销售正逐年提升，其单价与毛利水平较高，未来将持续改善显微镜的收入结构与盈利能力。公司作为国内显微镜制造企业的领先者，有望通过高端荧光显微镜受益。光学元件组件产品应用领域众多利润丰厚，产能瓶颈突破后有望保持快速增长。我们认为，随着募投项目顺利达产，收入结构改善与平均单价提升，公司收入与利润有望再上一个台阶。

3.1 新增车载镜头及前片产能，已进入大厂供应链，放量可期

车载镜头与镜片销量已累计数百万件，新增产能贡献收入与利润弹性。随着镜片制造经验的积累，公司已逐渐向镜头制造领域渗透，现已具备量产的能力。为了加快切入 ADAS 产业，在行业需求爆发前做好充足的产能准备，公司将通过募集资金扩产 820 万个车载镜头（其中车载镜头前片 200 万个、车载镜头 620 万个），投资总额达 2.2 亿元，募投金额为 1.8 亿元。上述募投项目预计产品售价分别为镜头 55 元/个及镜片 5.3 元/个。假设全部达产，则公司有望通过车载镜头与镜片的销售实现新增 3.52 亿元收入，新增 6221 万元净利润，占 2017 年公司归母净利润 58.1%。

公司多以自主研发为主，高端车载环视镜头已处于试生产阶段，车载镜头前片逐渐开始上量。公司凭借多年的光学元件组件的技术沉淀，已能生产出高质量、性能突出的车载镜头。根据招股说明书披露，公司正在研制一种大于 180° 视场角的超广角镜头，用于无人驾驶汽车的主动安全系统。随着产能与良率的不断爬坡，公司有望在该领域实现出货量的快速增长。同时，2017 年，公司的车载镜头前片已开始小幅上量，实现 4600 片销售。截至 2018 年上半年，出货量已爬升至 24.52 万片。目前公司的车载镜头产品具体性能指标如下：

图 22：永新光学车载镜头性能指标

项目	规格
FOV(视场角)	HFOV : 195.4° ; VFOV : 151.0° ; DFOV : 203.1°
F No. (光圈值)	2
TTL (光程总长)	16.19mm
Elements (结构)	2G4P
Coating (涂层)	AR coating
BFL (后焦距)	2.0mm
EFL (有效焦距)	0.79mm
MTF (Design Value) 光学传递函数 (设计值)	81.4% Center (at 90 lp/mm) and 70.3% (R) 50.3% (T) (at 90 lp/mm) on 0.8 field

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

通过索尼进入日产汽车供应链，获取 Quanergy 车载镜头订单。根据公开信息显示，公司已与 SONY、Quanergy Systems、OptoFlux 和均胜电子在车载镜头方面建立了合作关系。我们认为，未来新增产能到位后，除了在已合作的客户上实现快速上量外，公司有望突破新的客户，实现渗透

率的快速提升。**SONY 提供 360 度环视视野模块给日本日产汽车公司，永新光学是其镜片供应商。**2015 年-2017 年，永新光学通过第三方公司为 SONY 试制车载镜头前片，该产品由第三方公司下达订单，公司已经与其签订协议，目前已下达了第一批 8 万个镜片和第二批 20 万个镜片的订单。随着 200 万个车载镜头前片产能释放，公司有望通过 SONY 实现销售的大幅增长。

为 Quanergy Systems 供应激光测距镜头，单体价值量高。Quanergy 是 2012 年在美国硅谷设立的高科技公司，主要针对小型、轻量、低价格的 LiDAR（激光探测与测量 Light Detection And Ranging）进行开发，和梅赛德斯-奔驰、现代、雷诺·日产有缔结合作关系。现有无人驾驶汽车上使用的最先进的 LiDAR 单价超过 80,000 美元，最便宜的也达到 8,000 美元。目前 LiDAR 价格高的原因之一是所使用的机械式扫描(Mechaless)结构精密复杂，价格昂贵，但 Quanergy Systems 开发的 LiDAR 与传统机械激光雷达不同的是，内部没有任何旋转部件，而是用电子扫描代替机械部件，采用集成电路上的感应晶片扫描各个方向，然后输出车辆周围的 3D 图像，降低了产品成本。2015 年永新光学为 QuanergySystems 试制生产自动驾驶使用旋转测试的激光雷达镜头，2016 年试制固定式激光雷达镜头。我们认为，未来随着全球车载镜头需求的不断提高，公司与其业务往来将进一步提高。2017 年公司已取得 Quanergy Systems 的小批量生产订单。2018 年 Quanergy Systems 向公司下达了 25,000 个激光测距镜头的订单。

图 23：Quanergy 的激光探测雷达



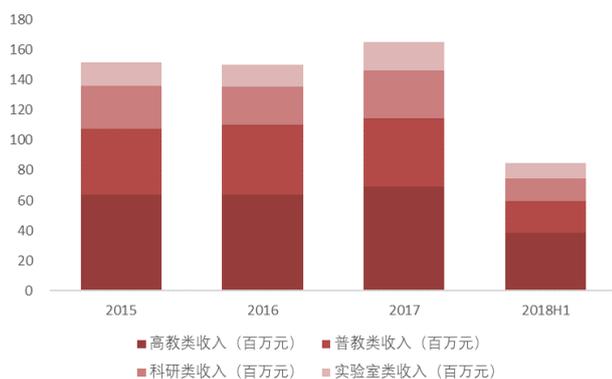
数据来源：招股说明书，东方证券研究所

为 OptoFlux 试生产，与均胜电子共同设计研发车载镜头。OptoFlux 是德国知名的光学厂商，专注于汽车、光子学、LED 照明、医疗、精密测量仪器等领域，拥有数十年的经营沉淀，主要产品为汽车前灯透镜、光学传感器、LED 照明透镜、精细塑料光学等。公司目前已完成成为 OptoFlux 试制生产 60 套车锁镜头组，2018 年 2 月 OptoFlux 向公司下达了 1,000 套车锁镜头组的订单。均胜电子是全球知名的跨国汽车电子企业，主要致力于智能驾驶控制系统、新能源汽车动力管理系统、工业自动化及机器人、高端汽车功能件总成等的研发与制造，服务于全球各大整车厂商和国内一线整车厂商，在细分领域处于全球领先地位。均胜电子旗下的 Key Safety Systems Inc.（以下简称 KSS）是全球领先的汽车安全系统的研发、设计及生产商，在全球 12 个国家拥有 34 个销售、工程和生产分支机构。2016 年 9 月 12 日公司与均胜电子签署战略合作框架协议，约定双方共同设计、研发、制造用于汽车行业的车载镜头与相关零部件。其中第一批订单为 600 个车载镜头，2017 年已完成交货。

3.2 积极拓展高端显微镜，改善收入结构，提升盈利能力

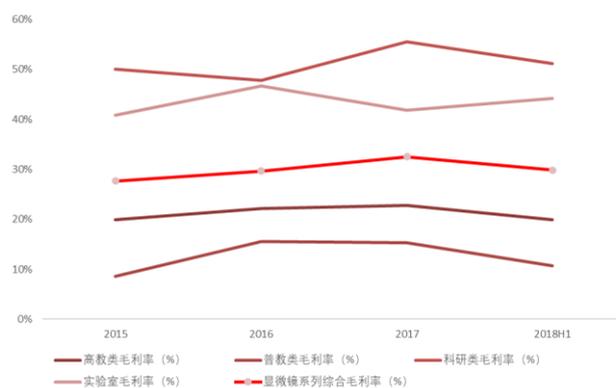
高端显微镜销售逐年提升，毛利率较高利于改善盈利能力。公司自成立以来一直扎根光学精密制造领域，以“成为值得信赖与尊重的全球知名企业，树立中国精密仪器产品在世界上的优质形象”为愿景，专注于光学显微镜的研发生产和销售，主要产品包括生物显微镜及工业显微镜。2017年，公司实现显微镜收入 2.22 亿元，同比增长 10.18%。其中实现高教类收入 6911 万元，普教类收入 4563 万元，科研类收入 3152 万元，实验室类收入 1882 万元。从收入结构来看，过去几年公司显微镜业务主要收入来源为高教类与普教类等普通型显微镜，高端科研与实验室类显微镜收入占比较低。从毛利率水平来看，科研类与实验类显微镜毛利率较高，分别达到 55.58% 与 41.86%，而高教类与普教类毛利率较低，分别为 22.75% 与 15.27%。

图 24：2015–2018H1 永新光学显微镜分类收入



数据来源：wind，东方证券研究所

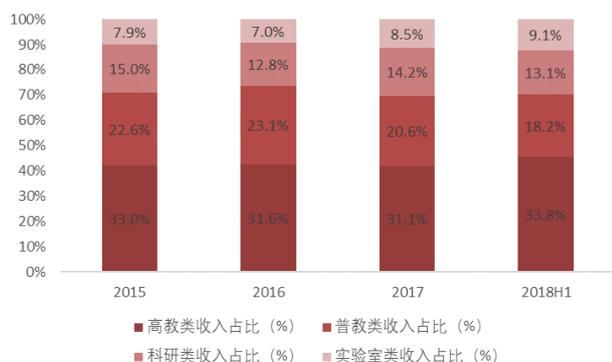
图 25：2015–2018H1 永新光学显微镜分类毛利率



数据来源：wind，东方证券研究所

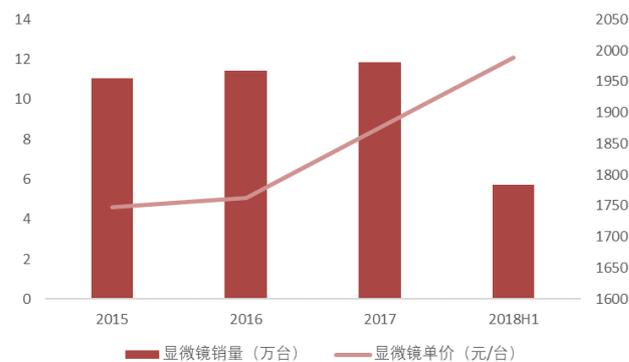
2015-2018H1，公司四类显微镜收入结构变化不大，但高教类与普教类收入占比呈略微下降趋势，科研类与实验室类则有所提升。截至 2018H1，高教类显微镜占整体显微镜销售比重最高达 33.8%，实验室类占比最低达 9.1%。从出货量与价格来看，整体显微镜销量逐年增长，且单价快速提升。我们认为，收入结构的改善使得公司在出货量增长的同时提升了平均单价水平，未来随着高端显微镜销量逐渐提升，整体价格与毛利均有望得到持续提升，显微镜业务将持续增长。

图 26：2015–2018H1 永新光学显微镜收入结构变化



数据来源：wind，东方证券研究所

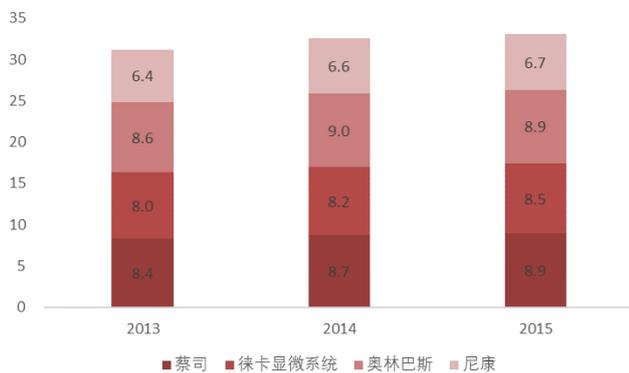
图 27：2015–2018H1 永新光学显微镜出货量与单价变化



数据来源：wind，东方证券研究所

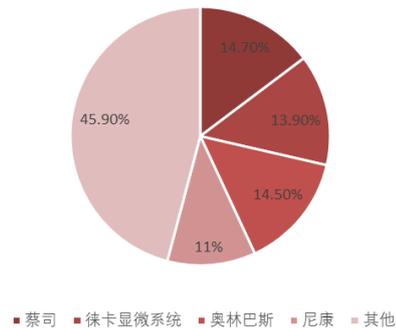
高端显微镜仍由海外主导，中国显微镜有显著进出口逆差。世界高端显微镜的产业主要布局在德国和日本，德国是以徕卡显微系统和蔡司为代表，而日本以尼康和奥林巴斯公司为代表，上述企业占据着世界显微镜市场 50% 以上的市场份额，其发展战略左右着显微镜市场的走向。

图 28：2013—2015 四大高端显微镜企业收入情况（亿美元）



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

图 29：全球显微镜市场竞争格局

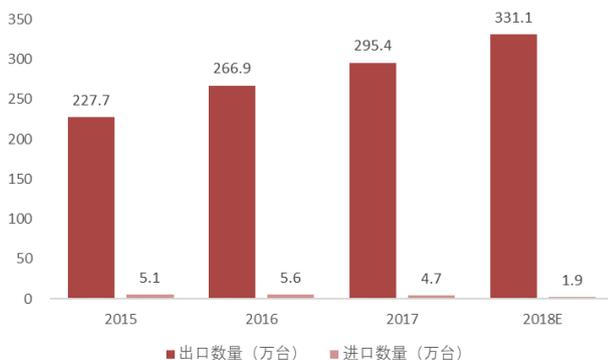


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

自上世纪 70、80 年代以来，中国显微镜制造逐渐承接了来自欧洲和日本的产业转移，已能生产 95% 的教育类和普及类显微镜，我国作为世界显微镜生产大国，有超过 20 多家专业生产显微镜的厂家，但产品基本为教育类和普及类的显微镜，每年约有 70% 左右的显微镜用于出口。

根据中国仪器仪表行业协会统计，2015 年至 2017 年我国显微镜出口量在 220 - 300 万台之间，年均进口 5 万台左右，出口数量远高于进口数量，但出口金额远低于进口金额，反映了中国进口的光学显微镜单台平均价格远高于出口显微镜，国内高端显微镜市场依赖于进口产品。

图 30：2015—2018E 中国显微镜出口量远大于进口



数据来源：中商产业研究院，东方证券研究所

图 31：2015—2018E 中国显微镜出口金额却小于进口



数据来源：中商产业研究院，东方证券研究所

全球显微镜规模达百亿美元，国产高端显微镜有望迎来快速发展。根据 Grand View Research 市场统计及预测，2013 年的全球显微镜市场容量为 56.8 亿美元，年均复合增长率预计为 7.7%，到 2020 年全球显微镜市场容量预计将达到 95.4 亿美元。

随着政府以及私人机构加大纳米技术、半导体等新兴应用领域的研发投资以及生命科学领域的蓬勃发展，显微镜的市场需求将持续增加。在微型晶体管芯片和量子点制造领域，高分辨率显微镜的使用率持续提高，同时新兴的亚太和拉美市场存在尚待开发的机遇，以上都是促进显微镜市场未来增长的重要动力。

受益于全球显微镜市场的稳健发展，显微镜的产量与市场规模稳步提升，未来随着国内外显微镜在教学、生命科学、纳米技术以及半导体技术等领域的渗透，以及国内显微镜产品的升级替代，我国显微镜产业特别是中高端领域前景巨大。

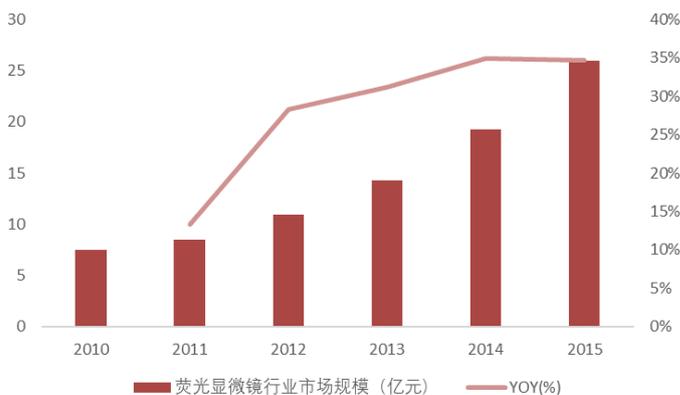
我国显微镜行业发展缺乏技术沉淀，20 年以上经营积累的企业十分稀缺，深度精密制造及光学核心部件设计及工艺严重制约产业升级，具备生产高端显微镜的企业屈指可数，高端显微镜如系统显微镜、共聚焦扫描和超分辨显微镜等高端产品被徕卡显微系统、蔡司、尼康、奥林巴斯控制着。若国内显微镜企业能打破技术壁垒，切入高端显微镜市场，企业的生产经营将腾跃至一个更高的格局。

目前世界市场对高端显微镜的需求在增长，中国市场这方面的需求增长更快，超分辨显微镜在中国市场的增长更是超过 20%。未来五年显微镜市场的发展在亚太地区将围绕中国、印度、澳大利亚和中东国家。

永新光学作为国内显微镜制造企业的领先者，有望通过高端荧光显微镜受益。公司从事显微镜生产制造 20 年，常年为尼康及徕卡显微系统代工，技术沉淀充足。同时，公司已成功研发了 NE-900、NIB-900 等系列高端产品，系科技部认定的“高分辨荧光显微成像仪研究及产业化”的项目课题承担单位，具备切入高端显微镜市场的实力。

据前瞻产业研究院预测，2010 年我国荧光显微镜行业市场规模为 7.5 亿元，到 2015 年增长至 26 亿元，年均复合增长率达到了 28.23%。可见，随着国家对仪器仪表产业发展的重视，以及我国在荧光显微镜上技术的提升、品牌的逐渐建立，荧光显微镜行业市场规模不断壮大。

图 32：2010—2015 荧光显微镜行业市场规模



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

据前瞻产业研究院测算，发达国家的生物医学规模每增长 1 个百分点，将带动光学仪器行业增长 0.14 个百分点。以此推算，我国生物医学行业市场规模的扩大将带动荧光显微镜行业 1.3% 左右的

增长。结合其他应用领域，经推算，2016 年我国荧光显微镜行业的市场容量将达到 33 亿元，到 2022 年，我国荧光显微镜行业市场容量将突破 80 亿元，年复合增长率将达到 17.1% 左右。

图 33：2016–2022E 荧光显微镜行业市场规模预测



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

募资扩产高端显微镜，收入结构持续改善，平均单价持续提升。公司通过募集资金将新增 3 万台高端科研、医疗级显微镜产能，项目达产后，公司显微镜产量将达到 13 万台以上。募投项目投资总额达 1.2 亿元，募投金额为 0.9 亿元。预计产品售价为 7000 元/个。假设全部达产，则公司有望通过高端显微镜销售实现新增 2.1 亿元收入，新增 3404 万元净利润，占 2017 年公司归母净利润 31.8%，平均单价有望提升至 2000 元以上。

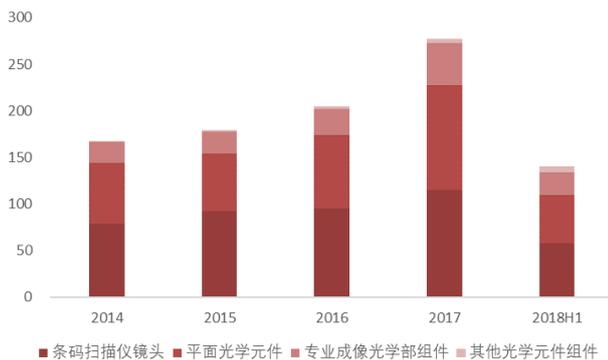
目前中国三甲医院所使用的高端光学显微镜几乎被徕卡显微系统、蔡司、尼康和奥林巴斯垄断。目前国内有能力开始生产高端显微镜的企业较少，如永新光学、麦克奥迪、舜宇光学等。若国内能够制造出高性能、高可靠性的高端光学显微镜，无异是会面临极大的市场机遇。永新光学此次扩产的显微镜正是医疗科研级别的高端显微镜，相信伴随着技术不断发展，高端显微镜进口替代将迎来加速。

3.3 光学元件组件应用领域众多利润丰厚，产能突破瓶颈后持续快速增长

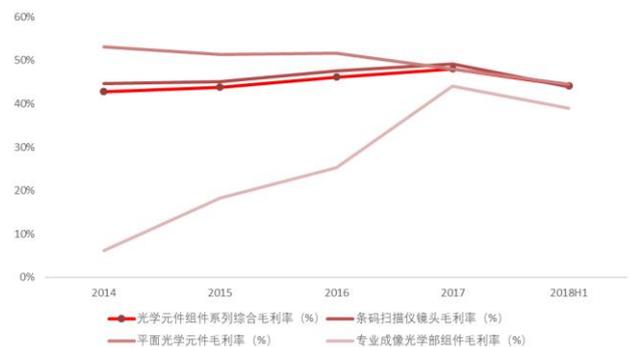
条码扫描仪镜头为主要收入来源，平面光学元件与专业成像组件增长较快。公司在光学元件组件业务主要产品包括条码扫描仪镜头、平面光学元件和专业成像光学部组件。而条码扫描仪镜头又分为条码成像镜头与条码聚焦镜头；平面光学元件分为蓝宝石与非蓝宝石窗口、条码反光镜与滤光片；专业成像光学部组件分为高端相机与高端摄像机、投影仪类和运动光学类。

2017 年，公司实现条码扫描仪镜头收入 1.15 亿元，同比增长 21.36%。其中实现条码成像镜头收入 9182 万元，条码聚焦镜头收入 2021 万元。实现平面光学元件收入 1.12 亿元，同比增长 41.6%。其中蓝宝石窗口收入 3453 万元、非蓝宝石窗口收入 3869 万元、条码反光镜 1352 万元、条码滤光片 1046 万元。实现专业成像光学部组件收入 4526 万元，同比增长 59.43%。其中高端相机与摄像机收入 2394 万元，投影仪类收入 605 万元，运动光学类收入 377 万元。

从收入结构来看，过去几年公司光学元件组件业务主要收入来源为条码扫描仪镜头，平面光学元件与专业成像组件收入占比较低，但增速较快。从毛利率水平来看，2017年光学元件组件平均毛利率高达48.06%，其中条码滤光片毛利率最高达64.37%。

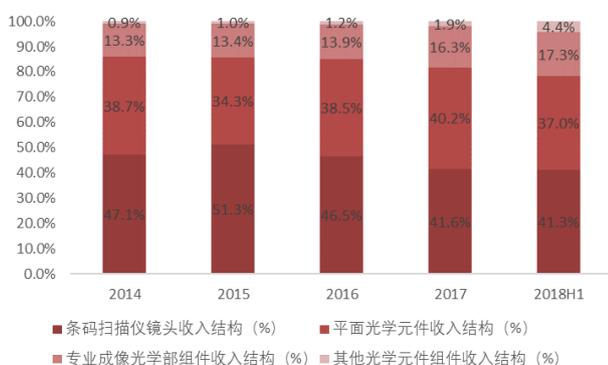
图 34：2014–2018H1 永新光学光学元件组件分类收入


数据来源：wind，东方证券研究所

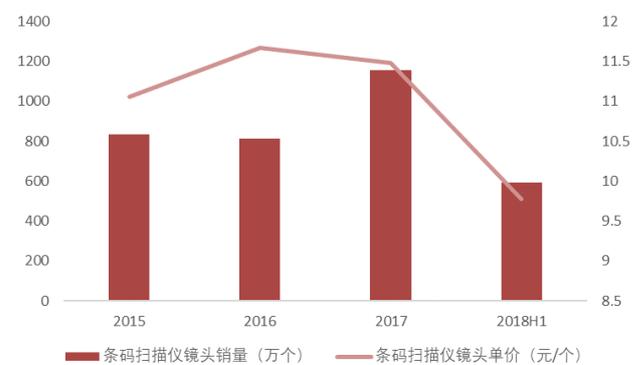
图 35：2014–2018H1 永新光学光学元件组件分类毛利率


数据来源：wind，东方证券研究所

产能受限制约销量与价格，产品结构需逐步改善。2014-2018H1，公司三类光学元件组件收入结构有一定变化，条码扫描仪镜头的占比有所降低，平面光学元件维持稳定，而专业成像光学部组件占比有所提升。截至2018H1，条码扫描仪镜头占整体光学元件组件销售比重最高达41.3%，专业成像管血不组件占比较低达17.3%。从出货量来看，只有条码扫描仪镜头销量逐年增长，而平面光学元件与专业成像部件的销量出现滞涨。从价格来看，三类产品的价格均出现不同程度波动，除了收入结构变化外，还因为汇率波动导致。我们认为，制约公司光学元件组件收入增长与价格提升的核心因素是产能受限，目前公司的产能利用率已超过100%。条码成像镜头可读取二维码，且价格高于聚焦镜头；蓝宝石窗口更加坚固耐磨，适用于各大超市扫描设备；专业成像镜头单体价值量高。我们认为，上述产品更加适合未来行业需求，低端低价产品将逐步被淘汰，若未来上述产品销量提升加快，收入占比提高，则产品均价有望持续改善。

图 36：2014–2018H1 光学元件组件收入结构变化


数据来源：wind，东方证券研究所

图 37：2014–2018H1 条码扫描仪镜头出货量与单价变化


数据来源：wind，东方证券研究所

图 38：2014—2018H1 平面光学元件出货量与单价变化


数据来源：wind，东方证券研究所

图 39：2014—2018H1 专业成像部件出货量与单价变化


数据来源：wind，东方证券研究所

光学元件组件进入门槛高，产业分布分散，中国正加速发展。光学元件组件行业，是光电技术结合最紧密的部分，利用光学原理进行各种观察、测量、分析记录、信息处理、像质评价、能量传输与转换等光学系统中的主要器件。光学元件组件作为能够承担光的传输、控制及承载技术信息的光学基础产品，是制造各种光学仪器、图像显示产品、光学存储设备核心部件的重要组成部分。这一领域的生产企业多为光学厂商和电子厂商的结合，需要根据光学电子厂商的要求设计加工生产，进入门槛较高。

世界光学元件组件产业主要集中在德国、日本、韩国、中国和中国台湾地区，其中德国、日本占据着光学元件组件的制高点，我国则逐渐成为世界光学元件组件的生产基地。德国以其雄厚的光学工业基础，以高水平高精度的产品优势，孕育出徕卡相机和蔡司等光学行业巨头，代表目前世界光学加工和相机制造技术的最高水准。日本光学元件组件自二战后进步迅速，充分利用电子技术优势，加速对传统光学仪器工业的改造和产品更新，加强独创性技术开发，促进光学仪器工业的改进。我国传统光学加工是自新中国成立后逐步发展起来的。随着国际光学元件组件企业大量在中国设厂以及与国内少数光学加工企业建立外协关系等，国内优质企业抓住产业转移的机遇，向现代光学加工企业转型，逐步缩小了与国际先进水平的差距，出现了一批技术与装备先进、自动化程度较高、有较强的品质保证与过程控制能力、精密光学元件组件的批量化生产水平具有国际市场竞争力的企业。

根据中国光学光电子行业协会《2016 年度中国光学元器件行业发展概况》，2016 年度中国境内的光学材料及元器件市场受益于车载、智能手持设备、运动摄像等市场对光学元件的需求持续增长，市场规模达到 350 亿元人民币，同比 2015 年度增长 30%以上。

募资扩充光学元件组件，产能瓶颈得以解决，平均单价有望持续提升。公司通过募集资金将新增 700 万个条码扫描仪镜头、600 万个光学平面元件和 100 万个专业成像光学镜头，项目达产后，公司光学元件组件产能瓶颈将得到解决。募投项目投资总额达 2.0 亿元，募投金额为 1.6 亿元。预计产品售价分别为 15/15/60 元/个。假设全部达产，则公司有望通过新增光学元件组件销售实现新增 2.6 亿元收入，新增 6876 万元净利润，占 2017 年公司归母净利润 64.3%，平均单价有望持续提升。

公司生产的条码扫描仪镜头、专业成像光学部组件加工精度高，加工面形精度可做到 $1/8\lambda$ ，小于行业平均水平 $1/4\lambda$ ，透光率高，单片透光率能够达到 99.7%，大于国内 99~99.2%的水平；多组物镜透过率高于国内 90%的平均水平。镀膜产品层数可达 200 层，远超过一般几十层的水平。宽带减反膜平均反射率可达 0.1%，超过平均 0.5%的水平；平面光学元件在对应的波长的范围内，可以达到 OD6 的截止深度和大于 99%的透光率，产品的几何尺寸可以控制在微米量级，面形可以控制在十分之一波长以内。相信伴随着行业对高端产品需求不断提升，公司的产品结构持续改善，市场份额有望逐步提升。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的增长主要来自于显微镜、光学元件组件与车载镜头的增长。显微镜方面，受益于收入结构改善，高端显微镜销售占比提升，预计 2018-2020 年实现销量 12、13 和 14 万台，同时价格提升复合增速达 17.4%；光学元件组件方面，受益于产能提升，新增产品单价提高，预计 2018-2020 年实现合计销量 2558、2797、3263 万个。车载镜头作为新增业务，预计 2019-2020 年实现 60 万与 260 万个销售。
- 2) 公司 18-20 年毛利率分别为 38.4%、40.8%和 41.3%。显微镜与光学元件组件新增产能尚处于产能爬坡阶段。同时公司收入结构持续改善，高端产品价格与毛利水平较高。随着新增产能利用率的逐步提高，高端产品收入占比提升，公司的毛利率将小幅提升。
- 3) 公司 18-20 年销售费用率为 5.99%、5.92%和 5.86%，管理费用率为 12.10%、11.95%和 11.81%。管理费用的预测包含了研发费用在内，整体管理费用的小幅下降主要考虑到销售收入的增长对其有一定的摊薄影响。
- 4) 公司 18-20 年的所得税率维持 15%。

收入分类预测表

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
显微镜系列					
销售收入（百万元）	201.5	222.0	244.6	318.7	392.1
增长率	4.5%	10.2%	10.2%	30.3%	23.1%
毛利率	29.7%	32.5%	29.9%	34.8%	37.7%
光学元件组件系列					
销售收入（百万元）	204.7	277.5	295.9	352.5	436.5
增长率	13.9%	35.6%	6.6%	19.1%	23.8%
毛利率	46.1%	48.1%	43.4%	45.3%	46.3%
车载镜头与前片					
销售收入（百万元）	0.0	0.0	0.0	36.5	183.1
增长率					401.1%
毛利率				33.4%	33.4%
其他业务					
销售收入（百万元）	14.8	14.4	15.9	17.4	19.2
增长率	26.0%	-2.4%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率				78.0%	78.0%
合计	420.9	513.9	556.4	725.2	1,030.9
增长率	9.5%	22.1%	8.3%	30.3%	42.2%
综合毛利率	39.4%	42.2%	38.4%	40.8%	41.3%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

首次给予买入评级，目标价 70 元。我们预测公司 2018-2020 年每股收益分别为 1.38、2.00 和 2.70 元，根据光学镜头与元件可比公司估值，我们给予公司 19 年 35 倍 PE，对应目标价为 70 元，首次给予买入评级。

图 40：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
			2019/3/14	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E
华阳集团	002906	11.48	0.59	0.04	0.13	0.20	19.40	278.64	88.31	57.40
晶方科技	603005	24.08	0.41	0.30	0.60	1.01	58.93	79.29	39.90	23.96
联合光电	300691	30.78	0.58	0.52	0.71	1.21	52.89	59.22	43.35	25.44
联创电子	002036	13.30	0.52	0.48	0.67	0.88	25.82	27.87	19.85	15.11
舜宇光学科技	2382.HK	91.45	2.66	2.48	3.48	4.35	31.57	31.49	22.43	17.94
	最大值						58.93	278.64	88.31	57.40
	最小值						19.40	27.87	19.85	15.11
	平均数						37.72	95.30	42.77	27.97
	调整后平均						36.76	56.66	35.23	22.45

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

1. 扩产进度低于预期导致出货量低于预期的风险。

我们假设公司于 2017 年开始扩产，2021 年完全达产。若公司扩产进度低于预期，导致产品产量与出货量低于预期，公司业绩有低于预期的风险。

2. 产品销售不达预期的风险。

我们预测公司在未来 3 年将逐步消化新增产能，包括显微镜、光学元件组件和车载镜头。若下游需求放缓或客户订单不达预期，产品销售存在消化不达预期的风险。18-20 年，通过新增产能实现的收入占比为 0%、25.9%和 32.1%；实现的毛利占比为 0%、30.0%、32.1%。

其次，显微镜新增产能中包含医疗级别显微镜，该产品需要进入下游客户认证体系或代理商通过认证体系后方能实现销售，因此存在认证进度低于预期的风险。

3. 产品均价提升低于预期。

我们假设公司因收入结构改善提升平均单价，若未来高端产品销量低于预期，产品收入结构改善低于预期，则产品单价提升存在低于预期的风险。

4. 毛利率提升低于预期。

我们假设随着高端产品销售不断增加，公司综合毛利率有望逐年提升，未来若高端产品销售低于预期，则毛利率提升存在低于预期的风险。

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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	58	59	440	409	388	营业收入	421	514	556	725	1,031
应收账款	0	97	176	229	326	营业成本	255	297	343	429	605
预付账款	3	2	2	3	4	营业税金及附加	6	8	8	11	15
存货	83	103	119	149	211	营业费用	27	31	33	43	60
其他	101	11	11	14	20	管理费用	53	64	67	87	122
流动资产合计	245	272	748	804	949	财务费用	(2)	7	(10)	(17)	(16)
长期股权投资	24	25	25	25	25	资产减值损失	2	2	6	4	7
固定资产	0	137	247	390	557	公允价值变动收益	0	0	4	4	4
在建工程	0	19	51	42	0	投资净收益	5	4	4	5	6
无形资产	60	60	59	58	56	其他	3	14	20	20	20
其他	183	42	39	39	39	营业利润	89	124	136	198	267
非流动资产合计	267	284	421	553	677	营业外收入	6	0	0	0	0
资产总计	511	555	1,169	1,358	1,626	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	53	0	0	0	0	利润总额	94	124	136	198	267
应付账款	0	65	75	94	133	所得税	15	17	20	30	40
其他	82	30	30	32	34	净利润	79	107	116	168	227
流动负债合计	135	95	106	126	168	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	79	107	116	168	227
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.94	1.27	1.38	2.00	2.70
其他	24	20	20	20	20						
非流动负债合计	24	20	20	20	20	主要财务比率					
负债合计	159	115	125	146	187		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	63	63	84	84	84	营业收入	9.5%	22.1%	8.3%	30.3%	42.2%
资本公积	72	72	538	538	538	营业利润	54.0%	39.6%	9.7%	44.9%	35.1%
留存收益	207	293	409	577	804	归属于母公司净利润	58.0%	35.1%	8.7%	44.9%	35.1%
其他	11	12	12	12	12	获利能力					
股东权益合计	352	441	1,044	1,212	1,439	毛利率	39.4%	42.2%	38.4%	40.8%	41.3%
负债和股东权益	511	555	1,169	1,358	1,626	净利率	18.8%	20.8%	20.8%	23.2%	22.0%
						ROE	23.0%	26.9%	15.6%	14.9%	17.1%
						ROIC	19.6%	26.6%	14.5%	13.6%	16.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债率	31.1%	20.7%	10.7%	10.7%	11.5%
净利润	79	107	116	168	227	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	0	3	11	18	27	流动比率	1.81	2.85	7.09	6.38	5.66
财务费用	(2)	7	(10)	(17)	(16)	速动比率	1.18	1.75	5.94	5.17	4.38
投资损失	(5)	(4)	(4)	(5)	(6)	营运能力					
营运资金变动	(6)	(52)	(92)	(71)	(131)	应收账款周转率	93.4	9.6	3.9	3.4	3.5
其它	6	39	5	(0)	3	存货周转率	3.1	3.1	3.0	3.1	3.3
经营活动现金流	71	99	27	93	104	总资产周转率	0.9	1.0	0.6	0.6	0.7
资本支出	(38)	(20)	(151)	(151)	(151)	每股指标(元)					
长期投资	(2)	(0)	0	0	0	每股收益	0.94	1.27	1.38	2.00	2.70
其他	(12)	(2)	8	9	10	每股经营现金流	0.85	1.18	0.32	1.11	1.24
投资活动现金流	(52)	(22)	(143)	(142)	(141)	每股净资产	4.19	5.24	12.42	14.43	17.13
债权融资	0	14	0	0	0	估值比率					
股权融资	7	0	487	0	0	市盈率	65.2	48.3	44.4	30.7	22.7
其他	(27)	(88)	10	17	16	市净率	14.6	11.7	4.9	4.3	3.6
筹资活动现金流	(20)	(74)	497	17	16	EV/EBITDA	52.0	33.9	32.9	22.8	16.3
汇率变动影响	1	(2)	0	0	0	EV/EBIT	52.2	34.6	35.9	25.1	18.1
现金净增加额	0	1	381	(31)	(20)						

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

