

2021年06月02日

卡位优势赛道，持续扩张的本土机器视觉龙头

增持（首次）

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞连

执业证号：S0600520080001

huangrl@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	642	855	1,112	1,450
同比（%）	22.5%	33.1%	30.1%	30.4%
归母净利润（百万元）	244	366	478	618
同比（%）	18.3%	50.0%	30.5%	29.3%
每股收益（元/股）	2.96	4.44	5.79	7.49
P/E（倍）	133.35	88.93	68.14	52.70

投资要点

■ 本土机器视觉龙头企业，经营业绩十分出色

公司是国内领先的机器视觉整体解决方案供应商，拥有完善的软硬件机器视觉产品线，得到苹果、富士康、欧姆龙等知名客户的认可。引领机器视觉进口替代的同时，公司实现了业绩快速发展：①2017-2020年营收CAGR达到28.44%，2020年达到6.42亿元，收入规模持续扩大；2017-2020年归母净利润CAGR高达47.52%，高于营收增速，2020年达2.44亿元。②2017-2020年公司毛利率分别为71.38%、71.29%、73.59%和73.94%，同期净利率分别25.05%、32.41%、39.35%和38.01%，盈利水平十分出色。

■ 机器视觉是黄金成长赛道，我国机器视觉行业空间广阔

机器视觉代替人眼在多种场景下实现多种功能，广泛应用在智能制造、高端装备等行业，是先进制造的重要组成部分，是黄金成长赛道：①2016-2019年全球机器视觉市场规模CAGR达18.05%，2019年提升至102亿美元。2020年受新冠疫情影响，全球机器视觉市场规模有所下滑，降至96亿美元。②我国机器视觉起步较晚，2015年市场规模仅为31亿元，2019年提升至103亿，2015-2019年CAGR达35.01%，远高于全球机器视觉行业同期复合增速。作为全球第一大制造国，我国机器视觉渗透率偏低，人口老龄化、人工成本提升+机器视觉先天优势+政策扶持智能制将持续推动我国机器视觉行业快速发展，中国产业信息网预测2023年我国机器视觉行业规模有望达到197亿元，2019-2023年CAGR达17.6%。

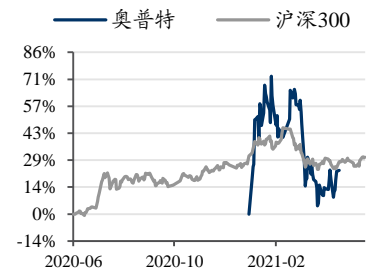
■ 竞争优势显著，公司具备持续扩张的条件

机器视觉作为成长性较好的大赛道，适合孕育全球性大公司，基恩士和康耐视便是其中的代表，相比基恩士和康耐视，公司收入利润体量偏小，有较大成长空间，目前具备了持续扩张的条件：①公司拥有完善的机器视觉硬件和软件产品线，并形成以解决方案带动产品销售的业务模式，提升客户粘性同时，增厚公司利润空间。②公司巩固3C电子行业竞争优势同时，能力圈拓展延伸至新能源、半导体、光伏等领域，产品已经获得宁德时代、ATL、比亚迪、孚能等全球知名企业认可，成长空间进一步打开。③2020年公司登陆科创板，募投资金主要用于产能扩充以及研发中心建设，进一步夯实公司竞争优势。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2021-2023年EPS分别为4.44、5.79、7.49元，当前股价对应动态PE分别为89/68/53倍。考虑到机器视觉行业的高成长性和高盈利性，公司作为本土机器视觉龙头将深度受益，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**对苹果公司存在一定依赖，3C电子领域集中度较高，产品定价下行及毛利率下滑，新品研发及市场推广不及预期，贸易摩擦影响采购。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	394.78
一年最低/最高价	200.11/413.00
市净率(倍)	13.83
流通A股市值(百万元)	6730.25

基础数据

每股净资产(元)	28.55
资产负债率(%)	6.89
总股本(百万股)	82.48
流通A股(百万股)	17.05

相关研究

内容目录

1. 持续扩张的本土机器视觉龙头企业	5
1.1. 深耕机器视觉行业，产品线不断丰富完善	5
1.2. 产品在下游得到广泛应用，供货苹果等优质客户	6
1.3. 持续重视研发投入，人才储备雄厚	9
2. 公司业绩高速增长，经营质量十分出色	13
2.1. 收入规模持续扩张，机器视觉硬件收入占比超过 70%	13
2.2. 盈利水平十分出色，经营质量大幅领先同行对手	13
3. 机器视觉是黄金成长赛道，我国机器视觉行业空间广阔	15
3.1. 机器视觉优势明显，下游应用归为四大功能	15
3.2. 我国机器视觉处在快速发展阶段，行业需求快速提升	17
3.3. 我国机器视觉市场极为分散，本土企业以中小企业为主	20
4. 竞争优势显著，公司具备持续扩张的条件	22
4.1. 对标海外龙头公司，公司具有较大的成长空间	22
4.2. 丰富的产品线持续拓宽能力圈，公司具备持续扩张的潜力	23
4.3. 借助资本市场优势，募投扩产打开成长空间	25
5. 盈利预测与投资建议	26
6. 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司深耕机器视觉行业十多年, 成为该行业的领先者.....	5
图 2: 公司主营机器视觉产品线不断丰富.....	6
图 3: 公司产品和技术与下游产业融合.....	6
图 4: 2020H1 公司 3C 电子、新能源业务占比分别为 69.90%、18.04%.....	7
图 5: 公司机器视觉产品供货下游知名企业.....	8
图 6: 2019 年苹果相关采购 (直接和间接) 收入占比达到 39.39%.....	9
图 7: 卢治林和卢盛林合计持有公司 58.92% 股份, 为公司实控人 (2021Q1).....	10
图 8: 公司形成了完善的研发中心组织架构.....	11
图 9: 公司研发费用加速提升, 2020 年同比+31.28%.....	11
图 10: 2017-2020 年公司研发费用率高于国内同行业平均水平.....	11
图 11: 2020 年公司研发人员占比 41.15%.....	12
图 12: 2020 年公司本科及以上学历员工占比 41.53%.....	12
图 13: 多年积累使得公司形成成像技术和视觉分析技术两大技术平台.....	12
图 14: 2017-2020 年公司营业收入 CAGR 达 28.44%.....	13
图 15: 2020 年光源、光源控制器、镜头和相机合计收入占比达 78.64%.....	13
图 16: 2017-2020 年公司归母净利润 CAGR 达 47.52%.....	14
图 17: 公司毛利率和净利率水平较高.....	14
图 18: 2020 年公司主营产品的毛利率均在 50% 以上.....	14
图 19: 2017-2020 年公司期间费用率呈现整体下降趋势.....	14
图 20: 2018-2020 年公司 ROE 十分出色.....	15
图 21: 2018-2020 年公司 ROE 显著高于海内外同行.....	15
图 22: 机器视觉系统是硬件和软件的组合.....	15
图 23: 识别、测量、定位和检测是机器视觉四大基本功能.....	16
图 24: 相比欧美发达国家, 我国国机器视觉起步发展较晚.....	17
图 25: 2016-2019 年全球机器视觉市场 CAGR 达 18.05%.....	18
图 26: 2019 年亚太机器视觉市场占比达到 25.27%.....	18
图 27: 2015-2019 年中国机器视觉行业销售额 CAGR 达到 35.01%.....	18
图 28: 2018 年我国制造业产值全球占比 28.4%.....	19
图 29: 2018 我国机器视觉产值占比大幅低于制造业产值占比.....	19
图 30: 2016-2019 康耐视来自大中华地区的收入占比不到 16%.....	19
图 31: 多重因素驱动我国机器视觉行业持续发展.....	20
图 32: 2023 年中国机器视觉行业规模有望达到 197 亿元.....	20
图 33: 机器视觉国产品牌占比持续提升, 2020 年超过 50%.....	21
图 34: 中国机器视觉企业营收规模偏小 (2018).....	22
图 35: 本土机器视觉市场较为分散 (2019).....	22
图 36: 2020 年公司营收与基恩士和康耐视差距明显.....	22
图 37: 2020 年公司净利润与基恩士和康耐视差距明显.....	22
图 38: 公司形成解决方案的销售模式.....	23
图 39: 解决方案带动产品销售是公司的主要销售模式 (2020H1).....	24
图 40: 公司业务已经拓展到新能源、半导体、光伏等行业.....	25
图 41: 公司募投资金主要用于产能扩充以及研发中心建设.....	25
图 42: 募投项目达产后将大幅提升公司各产品线产能.....	26

表 1: 2017-2020H1 公司前五大客户明细	8
表 2: 机器视觉相比人眼优势明显	16
表 3: 在机器视觉重要核心环节涌现出一批本土代表企业	20
表 4: 公司在机器视觉产品布局最完善	23
表 5: 公司分业务收入预测 (百万元)	27
表 6: 同类可比公司估值 (截至 2021/6/1)	28

1. 持续扩张的本土机器视觉龙头企业

1.1. 深耕机器视觉行业，产品线不断丰富完善

奥普特成立于2006年，是国内最早从事机器视觉核心软硬件产品的研发、生产和销售的高新技术企业之一。自公司成立以来，坚持“深耕优势、以点带面、以面促点、逐个突破”的发展战略，逐步建立起成像和视觉分析两大技术平台，现已成为国内领先的机器视觉整体解决方案供应商。

成立仅3年之后，公司便成为机器视觉成像解决方案供应商，首次被评为“国家高新技术企业”。凭借锐意进取的精神，公司陆续实现多项核心技术的突破，现已获批“东莞市机器视觉工程技术研究中心”和“广东省奥普特机器视觉工程技术研究中心”，并荣获“2019年度国家知识产权优势企业”、“国家高新技术企业”、“2019年广东省制造企业500强”等荣誉称号。2020年公司登陆科创板，借助资本市场，开启新的发展阶段。

图 1：公司深耕机器视觉行业十多年，成为该行业的领先者



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

机器视觉是智能装备的“眼睛”和视觉“大脑”，包含硬件和软件两个组成部分。其中光源、光源控制器、镜头和相机等硬件负责完成物体图像的精准捕获，视觉控制系统实现图像分析和相关指令的输出。

公司在创立之初以光源和光源控制器为突破口，进入外资品牌主导的机器视觉领域。在拥有一定的客户基础后，公司逐步将业务范畴拓展至镜头、视觉控制系统、相机等机器视觉核心部件，目前已实现除相机外的其他所有核心部件的大规模量产。

①光源：公司产品覆盖可见光、280~405nm 紫外波段和 850~1500nm 近红外波段，共计 38 个系列，近 1000 款标准化产品，同时还可根据客户需求进行定制，

目前公司已实现 100% 自产。

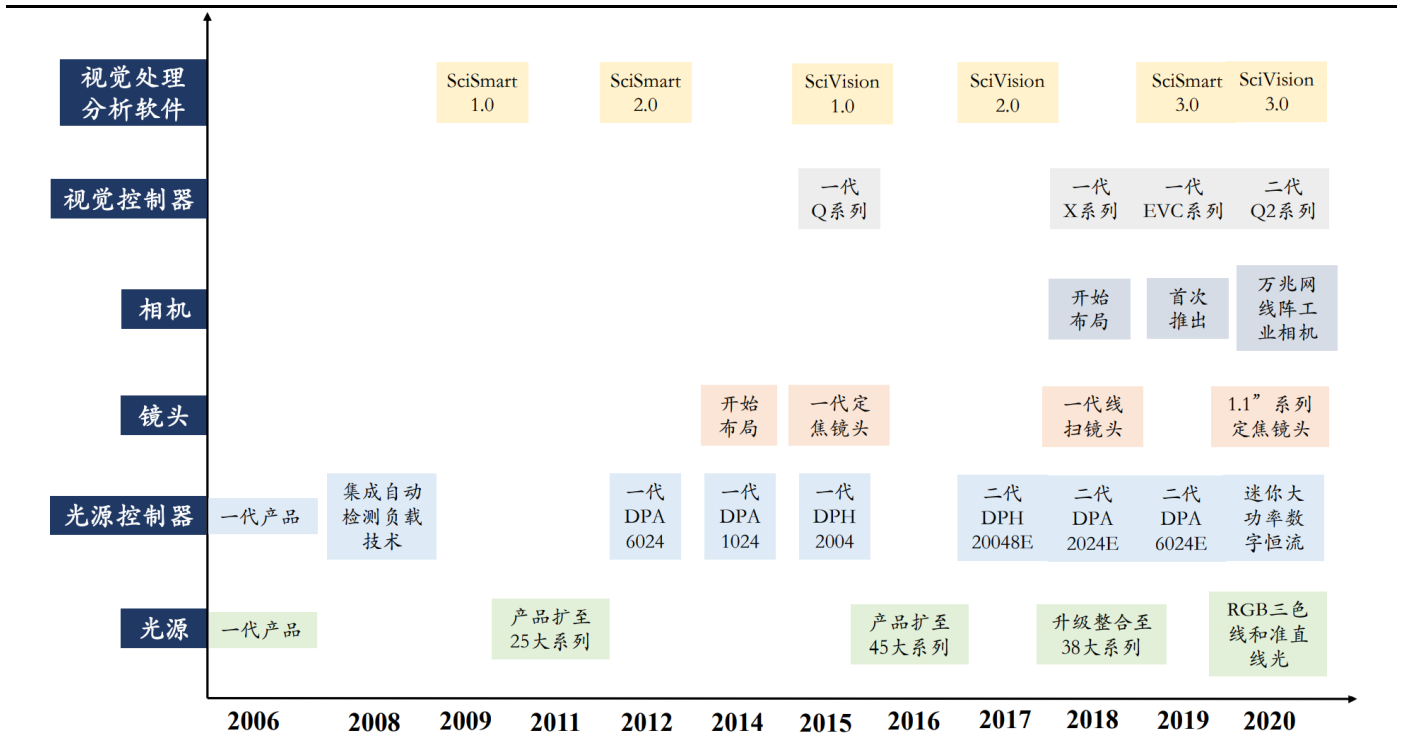
②光源控制器：公司产品包括模拟控制器和数字控制器两大类，其中数字控制器可通过 PC 设备进行远程控制，**目前公司已实现 100% 自产。**

③镜头：公司已实现定焦镜头和线扫镜头的自产，可覆盖常用像素、焦距、像元大小和芯片尺寸，但远心镜头仍采用主要依赖于外购。**从销售额来看，2020 上半年公司镜头的自产率达 56.3%。**

④相机：2020 年公司完成布局并取得了先期的研发和销售成果，实现了小批量产。

⑤视觉控制系统：公司产品包括视觉处理软件和视觉控制器，其中视觉处理分析软件包括 SciVision 视觉开发包和 SciSmart 智能视觉软件，**已实现 100% 自产。**

图 2：公司主营机器视觉产品线不断丰富



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 产品在下游得到广泛应用，供货苹果等优质客户

产品性能以及企业品牌知名度的持续提升，共同推动公司机器视觉产品得到下游客户认可。目前，公司主营的机器视觉产品已广泛应用于各类高端装备中，服务于 3C 电子、新能源、半导体、光伏、汽车、医药和食品加工等多领域。

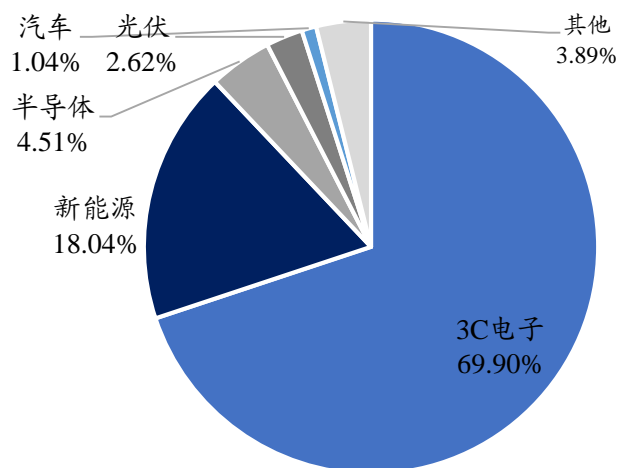
图 3：公司产品和技术与下游产业融合

应用领域	应用场景	应用领域	应用场景
3C电子	液晶屏AA区定位	汽车	汽车五金件尺寸测量
	手机LOGO间隙、轮廓度检测		涂装工序外观缺陷检测
	手机零件装配定位		钣金焊点检测
	螺丝装配定位		汽车零部件组装定位
	手机电池外观缺陷检测		汽车灯罩、卡扣等字符识别
新能源	极片表面缺陷检测	食品加工	玻璃瓶质量检测
	涂布、分条表面缺陷检测		瓶子计数
	极耳焊点检测		饮料灌装定位
	极耳的位置和旋转角度检测	灌装液位检测	
	兼容多种电池的关键尺寸测量	医药	液体制剂的灌装定位
	电池正负极检测		胶囊尺寸测量
	瓶体内杂质及封盖检测		
半导体	LED晶圆切割定位	光伏	胶囊外观缺陷检测
	PCB板、晶片和DIE检测		太阳能电池板焊接定位
	LED检测		太阳能电池涂锡对位及尺寸测量
	IC引脚平整度检测		焊接表面外观缺陷检测
	芯片外观缺陷检测		光伏电池片缺陷检测

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

根据公司招股说明书披露数据，2020年上半年公司在3C电子、新能源和半导体行业的营业收入分别为1679.7万元、4335.7万元和1084.0万元，合计占比达92.45%。受益于近年来光伏产业的高景气度，公司在光伏行业的业务已取得初步规模化发展，营收占比由2017年的0.32%提升至2020上半年的2.62%。

图4：2020H1公司3C电子、新能源业务占比分别为69.90%、18.04%



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

客户端，公司提供的机器视觉产品成功应用于苹果、华为、谷歌、OPPO、宁德时代、ATL、比亚迪、孚能等全球知名企业和行业龙头企业的生产线中，具体客户包括苹果、大族激光、世宗自动化、赢合科技、胜利精密、康耐视等知名企业。

图 5: 公司机器视觉产品供货下游知名企业



数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 东吴证券研究所

公司于 2016 年初切入苹果公司供应链, 并建立了稳定的合作关系, 公司的机器视觉解决方案已应用于苹果公司全产品线的自动化组装、检测设备中。2019 年公司对苹果公司的营收达到 1.36 亿元, 约占当年公司主营收入的 26%, 考虑到深圳市世宗自动化设备有限公司、杰士德集团、胜利精密属于设备制造商客户, 其从公司采购的产品对应的设备使用方主要为苹果公司及其代工厂, 2019 苹果产业链合计收入占比达 39.39%, 是公司最大的收入来源。

2020 年上半年, 发行人直接对苹果公司的销售金额仅为 113.88 万元, 主要系苹果采购方式的改变, 2020 年 1-7 月发行人通过苹果指定设备商采购方式获得的订单已达到 1.87 亿人民币(含税), 2020 年苹果相关收入仍是公司最大收入来源。

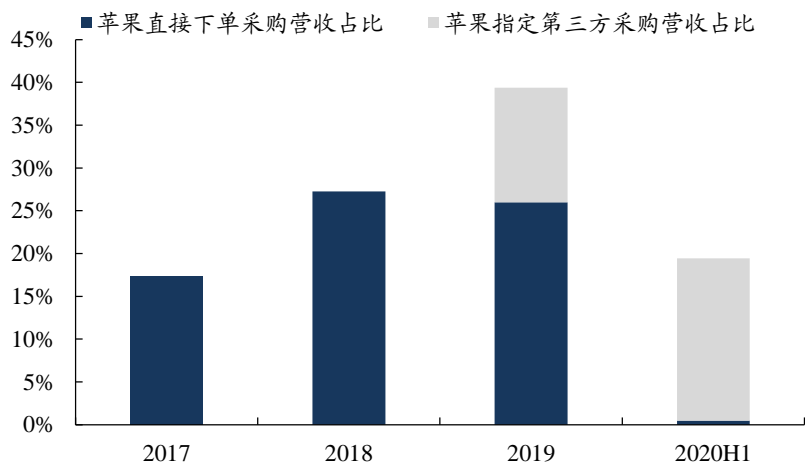
表 1: 2017-2020H1 公司前五大客户明细

时间	序号	客户名称	金额(万元)	占比
2020H1	1	深圳市世宗自动化设备有限公司	1,703.99	7.09%
	2	赢合科技	1,478.37	6.15%
	3	大族激光	1,450.86	6.04%
	4	胜利精密	1,026.36	4.27%
	5	东莞市爱康电子科技有限公司	917.91	3.82%
2019 年	1	苹果公司	13,637.31	26.00%
	2	东莞市超业精密设备有限公司	4,642.09	8.85%
	3	深圳市世宗自动化设备有限公司	2,595.96	4.95%

	4	杰士德集团	1,896.30	3.62%
	5	大族激光	1,258.52	2.40%
2018 年	1	苹果公司	11,498.74	27.24%
	2	深圳市世宗自动化设备有限公司	3,389.29	8.03%
	3	大族激光	1,969.21	4.67%
	4	东莞市爱康电子科技有限公司	1,049.20	2.49%
	5	深圳市浩能科技有限公司	974.94	2.31%
2017 年	1	苹果公司	5,236.76	17.31%
	2	深圳市世宗自动化设备有限公司	3,040.74	10.05%
	3	大族激光	1,055.01	3.49%
	4	深圳市浩能科技有限公司	1,007.53	3.33%
	5	康耐视集团	708.57	2.34%

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 6：2019 年苹果相关采购（直接和间接）收入占比达到 39.39%

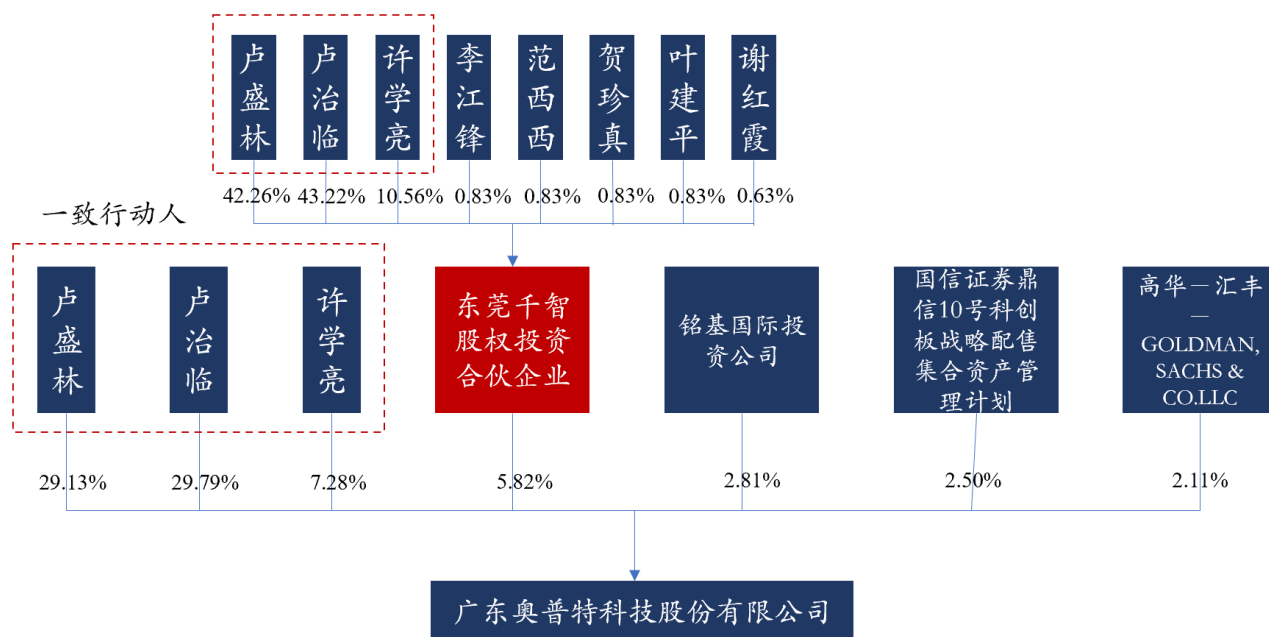


数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.3. 持续重视研发投入，人才储备雄厚

公司创始人卢治临先生和卢盛林先生分别持有公司股份 29.79%和 29.13%，合计直接持有公司 58.92%股份，为公司实际控制人，其中创始人卢盛林为机械制造及其自动化专业博士，技术出身的他担任公司研发总监，负责公司技术研发。

图 7：卢治林和卢盛林合计持有公司 58.92%股份，为公司实控人（2021Q1）



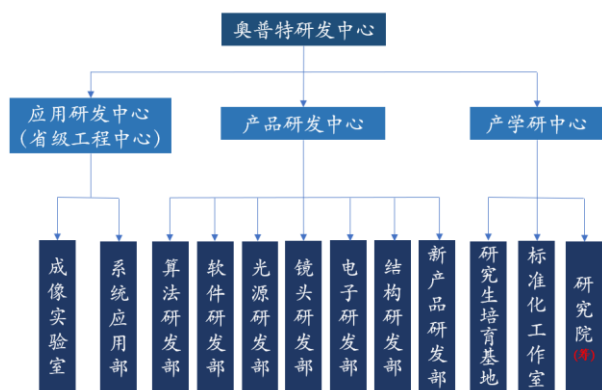
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

机器视觉行业是名副其实的高新技术行业，公司能从中脱颖而出，成为本土机器视觉行业中的佼佼者，与其背后持续的研发投入密不可分。

目前，公司形成了以卢盛林博士、李江锋先生和贺珍真先生三人为核心的技术团队。除了创始人卢盛林博士，2018年公司实施了股权激励，李江锋先生和贺珍真先生分别通过持有千智投资 0.83%、0.83% 的股份间接持有公司的股份，核心技术人员获得持股有助于提高核心技术团队的积极性，利于公司长远发展。

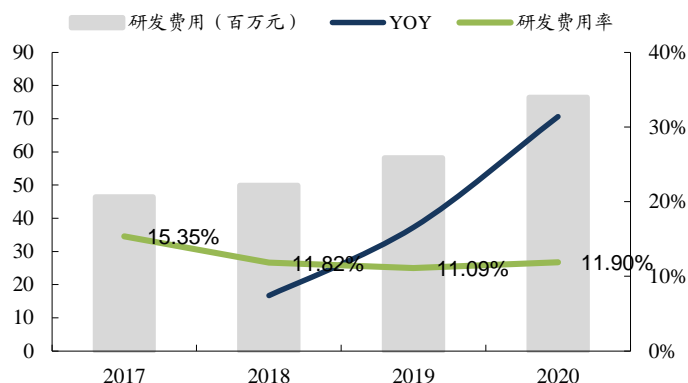
公司现已建立了产品研发与应用研发并行的研发体系，在全球拥有东莞、深圳、比利时三个研发基地。此外，为了保证人才的持续输入，公司积极联合华南理工等高校成立研究所培养基地，目前正在筹建研究院，利于公司的可持续发展。研发费用方面，2018-2020 年公司研发费用同比增速分别为 7.43%、16.56% 和 31.38%，呈现加速上升趋势，2020 年研发费用 7644 万元，研发费用率达到 11.90%，2017-2020 年公司研发费用率高于国内同行平均水平，略低于康耐视、基恩士海外机器视觉龙头研发费用率（主要系海外人工成本较高）。

图 8：公司形成了完善的研发中心组织架构



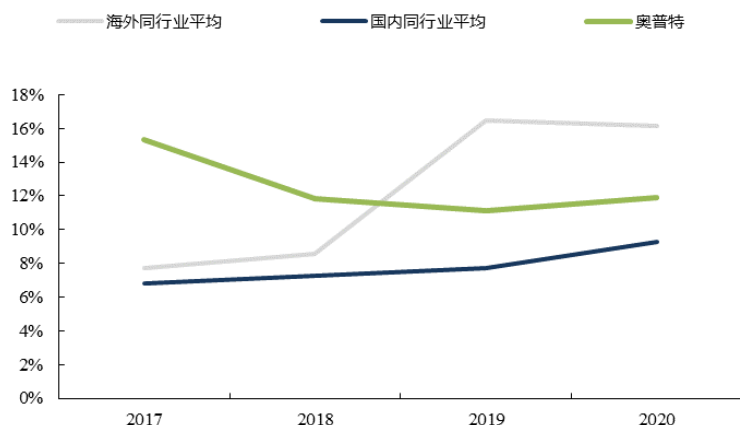
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图 9：公司研发费用加速提升，2020 年同比+31.28%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

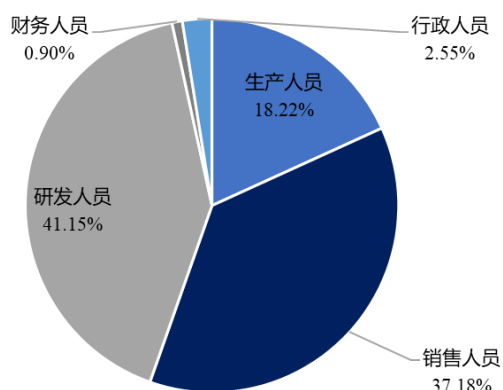
图 10：2017-2020 年公司研发费用率高于国内同行业平均水平



数据来源：公司招股说明书，wind，东吴证券研究所

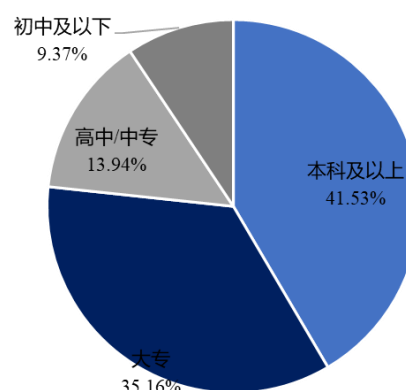
目前，公司已经培养出了一支稳定而经验丰富的技术研发团队，拥有具有光学、机械、机电一体化、软件、信息科学等方面高等教育背景，并长期在一线从事机器视觉软硬件研发，截至 2020 年底公司拥有员工合计 1334 人：①从人员结构来看，研发人员 549 人，占比 41.15%，是公司最大员工组成部分；②从学历构成来看，本科及以上学历 554 人，占比 41.53%，人才储备雄厚。

图 11: 2020 年公司研发人员占比 41.15%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 12: 2020 年公司本科及以上学历员工占比 41.53%



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

持续的研发投入推动下, 公司以光源技术、光源控制器技术、镜头技术、视觉分析技术为核心, 在硬件和软件方面, 分别建立了成像技术和视觉分析技术两大技术平台。结合多年积累的机器视觉在各下游行业应用的专有技术 (Know-How), 公司构造了包括基础核心技术、技术平台、应用技术在内的多层次的技术体系。

图 13: 多年积累使得公司形成成像技术和视觉分析技术两大技术平台

技术类别		核心技术		技术来源	
成像技术	光源技术	高照度、高均匀的光源技术	高照度	散热优化设计技术	自主研发
				光路优化设计技术	自主研发
				LED分布设计技术	自主研发
			高均匀	电流分配技术	自主研发
				外壳结构设计	自主研发
		高性能复杂光源技术		精密投影成像技术	自主研发
				远心光路设计技术	自主研发
				同轴导光技术	自主研发
				高精密度线性恒流技术	自主研发
	光源控制器技术	大电流高精度横流技术		大电流驱动技术	自主研发
				功率管压差控制技术	自主研发
				瞬时过流 (Overdrive) 技术	自主研发
				光源额定电流自动检测技术	自主研发
		光源额定负载自动		光源额定电压自动检测技术	自主研发
			高速稳定触发技术	恒流触发技术	自主研发
			高效率通信技术	可编程触发技术	自主研发
	镜头技术		OPT 控制器通信协议	自主研发	
		OPT EPC 通信技术	自主研发		
		宽工作距离浮动对焦技术	自主研发		
		公差敏感度优化设计技术	自主研发		
视觉分析技术	图像分析算法		大靶面宽光谱平场消色差技术	自主研发	
			分辨率自动检测技术	自主研发	
			2D 视觉算法	自主研发	
			3D 视觉算法	自主研发	
	智能视觉软件技术		深度学习算法	自主研发	
			TBB 多线程、指令集、异构并行计算加速技术	自主研发	
			图形化编程技术	自主研发	
			多线程技术	自主研发	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

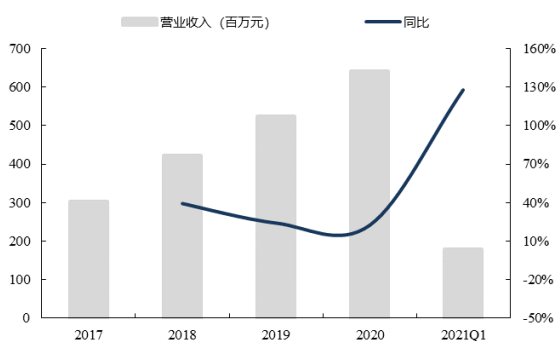
2. 公司业绩高速增长，经营质量十分出色

2.1. 收入规模持续扩张，机器视觉硬件收入占比超过 70%

受益于国内机器视觉行业的快速发展以及公司自身产品线的不断完善，公司收入规模持续快速扩张。2017-2020 年公司分别实现营收 3.03、4.22、5.25、6.42 亿元，CAGR 达到 28.44%。2021Q1 随着制造业持续复苏，公司 2021Q1 实现营收 1.8 亿元，同比增长 128%。

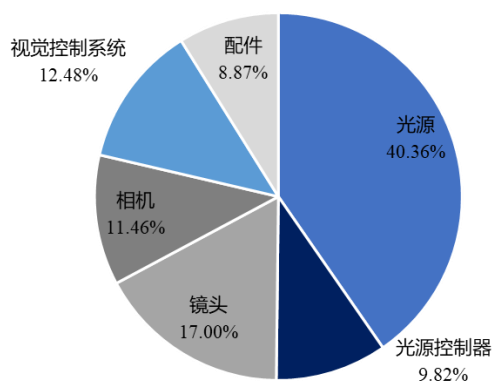
在收入结构中，硬件是公司最大的收入来源，占比超过 70%。2020 年公司光源、光源控制器、镜头和相机分别实现收入 2.59、0.63、1.09 和 0.74 亿元，合计营收占比高达 78.64%，相关视觉控制系统(软件)收入仅为 0.80 亿元，占比 12.48%。

图 14: 2017-2020 年公司营业收入 CAGR 达 28.44%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15: 2020 年光源、光源控制器、镜头和相机合计收入占比达 78.64%



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 盈利水平十分出色，经营质量大幅领先同行对手

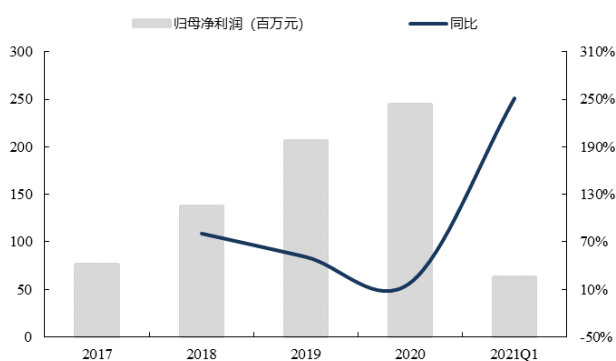
收入规模持续扩张推动下，公司在利润端实现快速增长。2017-2020 年公司分别实现归母净利润 0.76、1.37、2.06 和 2.44 亿元，CAGR 高达 47.52%，高于同期收入复合增速，表明公司盈利水平持续提升。

进一步分析发现，2017-2020 年公司净利率分别 25.05%、32.41%、39.35%和 38.01%，整体呈现上升趋势，净利润率水平表现十分出色：①毛利端，2017-2020 年公司整体毛利率分别为 71.38%、71.29%、73.59%和 73.94%，毛利率稳步提升推动了净利率水平提升。2020 年除相机外（自制比例较低），公司其他产品毛利率均超

过 60%，如此高的毛利率水平在制造业中较为少见，公司毛利率水平较高主要系公司通过提供解决方案增加产品附加值，可获得产品和解决方案的双重利润空间。

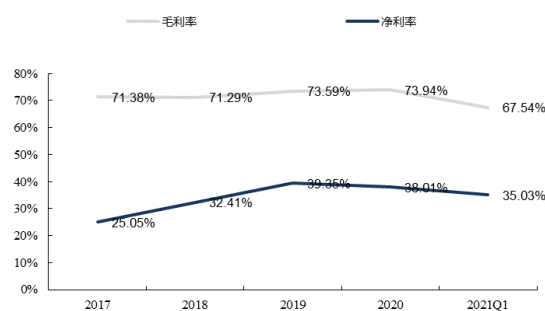
②费用率端，随着收入规模的扩大，规模效应显现，公司的期间费用率由 2017 年的 39.51% 大幅下降至 2020 年的 29.72%，是推动整体盈利水平提升的另一大重要因素。我们注意到 2020 年公司期间费用率较 2019 年有所提升，主要系汇兑损失以及研发费用投入较大所致，进而导致公司当年净利率略有下降。

图 16: 2017-2020 年公司归母净利润 CAGR 达 47.52%



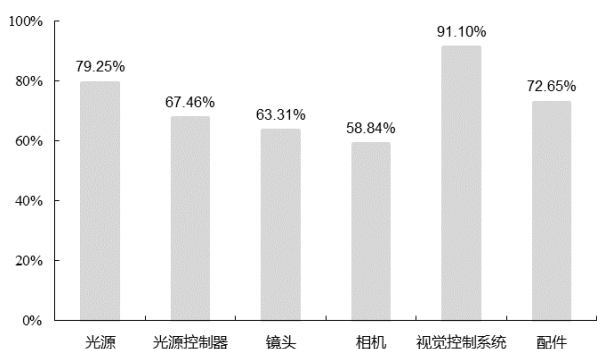
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 17: 公司毛利率和净利率水平较高



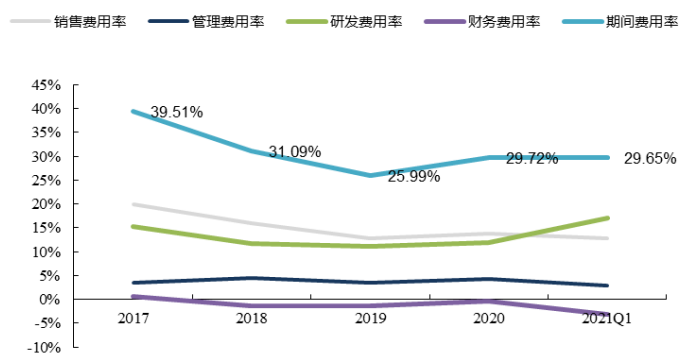
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 18: 2020 年公司主营产品的毛利率均在 50% 以上



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 19: 2017-2020 年公司期间费用率呈现整体下降趋势

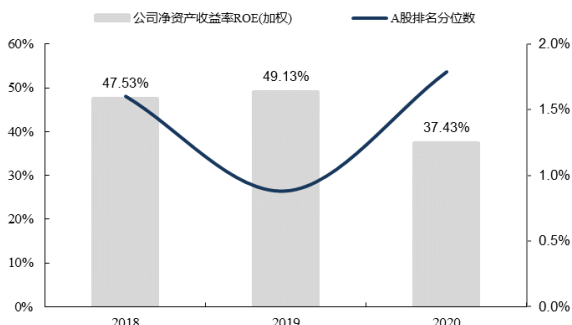


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

实际上，作为科技创造价值的典范，公司如此出色的净利率水平，在制造业中十分少见，从股东回报角度看，公司 ROE 在上市公司排名十分靠前。公司 2018-2020 年净资产收益率（加权）为 47.53%、49.13%和 37.43%，2018-2020 年 ROE（加权）在所有 A 股四千多家上市公司中高居前 1.60%、0.88%和 1.79%，2020 年

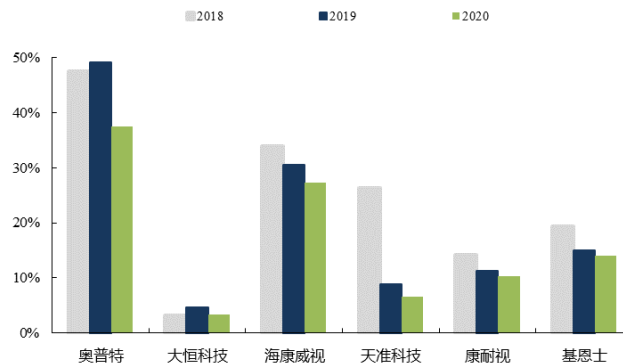
ROE 有所下降主要由于上市发行股份导致净资产增加较多，但仍显著高于海内外同行康耐视、基恩士、海康威视、天准科技和大恒科技的 ROE。

图 20: 2018-2020 年公司 ROE 十分出色



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 21: 2018-2020 年公司 ROE 显著高于海内外同行



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

3. 机器视觉是黄金成长赛道，我国机器视觉行业空间广阔

3.1. 机器视觉优势明显，下游应用归为四大功能

机器视觉是人工智能快速发展的一个分支。根据美国制造工程协会（SME）机器视觉分会和美国机器人工业协会（RIA）自动化视觉分会，机器视觉是通过光学装置和非接触的传感器，自动地接收和处理一个真实物体的图像，以获得所需信息或用于控制机器人运动的装置。一个典型的机器视觉系统是硬件和软件的组合，硬件部分主要包含光源、光源控制器、镜头和相机等，软件主要包括视觉控制系统等。

图 22: 机器视觉系统是硬件和软件的组合



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

相比人眼，机器视觉具有精度高、速度快、适应强等显著优势。机器视觉代替人眼可以在多种场景下实现多种功能，广泛应用于智能制造、高端装备、自动化设备等行业，是先进制造的重要组成部分。

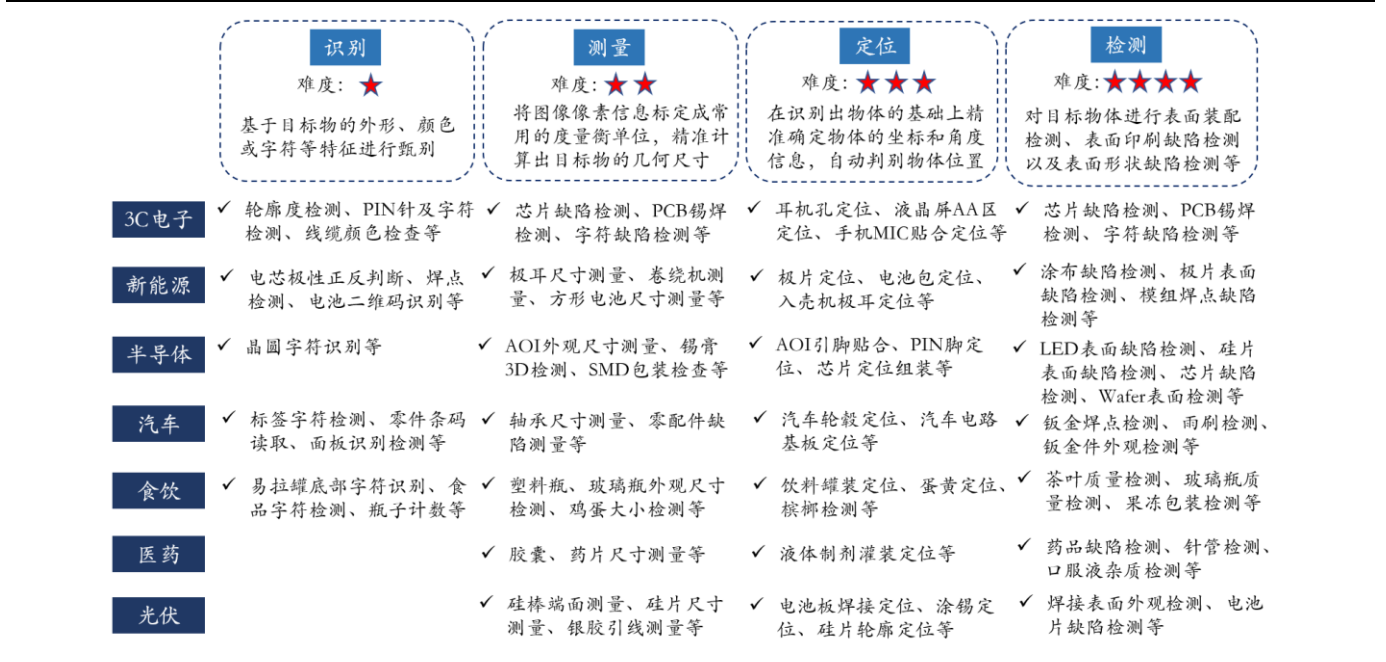
表 2: 机器视觉相比人眼优势明显

指标	机器视觉	人眼
精确度	强: 256 灰度级+, 可观测 μm 级目标	弱: 64 灰度级, 不能分辨微小目标
速度	快: 高速相机帧率可达 1000+	慢: 0.1s 视觉暂留使人眼无法看清快速运动目标
适应性	强: 适应性极强	弱: 很多环境对人有害
客观性	高: 数据可量化	低: 数据无法量化
重复性	强: 可持续工作	弱: 易疲劳
可靠性	检测效果稳定可靠	易疲劳, 易受情绪波动
效率性	高	低
信息集成能力	方便	不易

数据来源：炬子科技招股书，维视图像，东吴证券研究所

机器视觉的诸多应用场景和功能，均可归为四种基本功能——识别、测量、定位和检测。其中检测技术难度最高，识别难度值最低。检测指标主要针对设备的准确度、精度、速度和复杂形态，对观测能力要求极高，机器视觉在诸多性能上优于传统人眼，出错率更低，检测速度更高，取代人工后成本也会更低。

图 23: 识别、测量、定位和检测是机器视觉四大基本功能

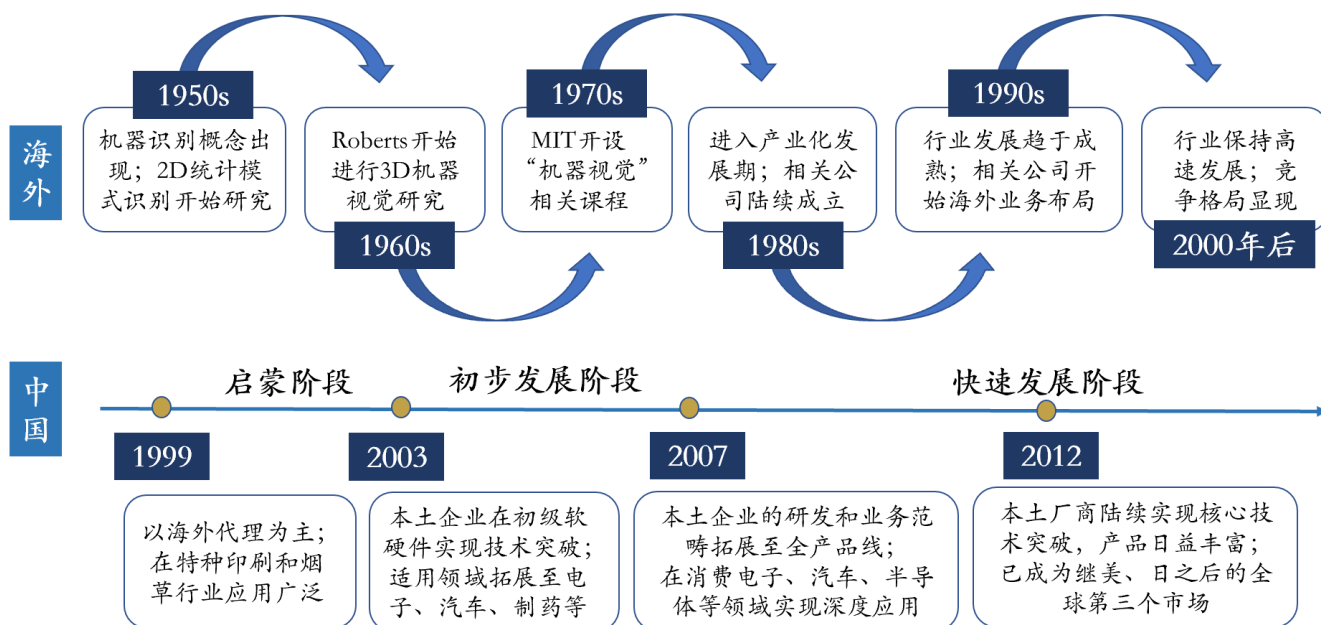


数据来源：公司官网，公司招股书，东吴证券研究所

3.2. 我国机器视觉处在快速发展阶段，行业需求快速提升

相比欧美发达国家，我国机器视觉行业起步较晚，当前正处在快发展阶段。早在 1970s-1980s，CCD 图像传感器出现，CPU、DSP 等图像处理硬件技术进步，国外机器视觉开始发展。国内机器视觉行业启蒙 1990s，2003 年以前以代理国外品牌业务为主，2004-2012 期间国内市场快速发展，企业争先涌出，2013 年之后中国正式成为继欧美、日本之后机器视觉的第三市场，目前正处在快速发展阶段。

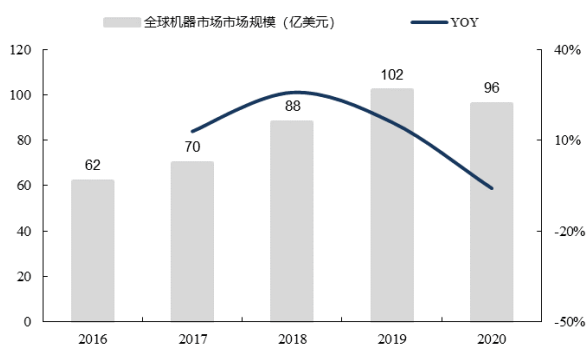
图 24：相比欧美发达国家，我国国机器视觉起步发展较晚



数据来源：天准科技招股说明书，东吴证券研究所

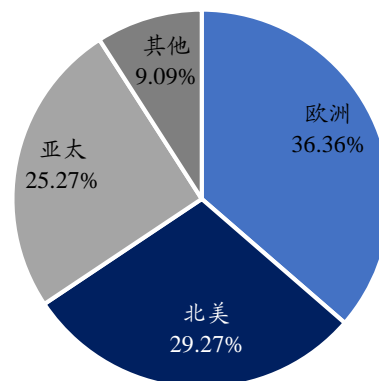
伴随着机器视觉产业的不断成熟，全球机器视觉市场规模持续提升，欧美是最大的需求市场：①2016 全球机器视觉市场规模为 62 亿美元，2019 年提升至 102 亿美元，CAGR 达到 18.05%，2020 年受新冠疫情影响，全球供应链中断、项目停摆，机器视觉市场规模略有下滑，下降至 96 亿美元。②从市场区域分布看，欧美在全球机器视觉市场份额占比最高，合计占比 65.63%，近些年亚太地区占比快速提升，2019 年亚太地区占比达到 25.27%。

图 25: 2016-2019 年全球机器视觉市场 CAGR 达 18.05%



数据来源: Markets and Markets, 东吴证券研究所

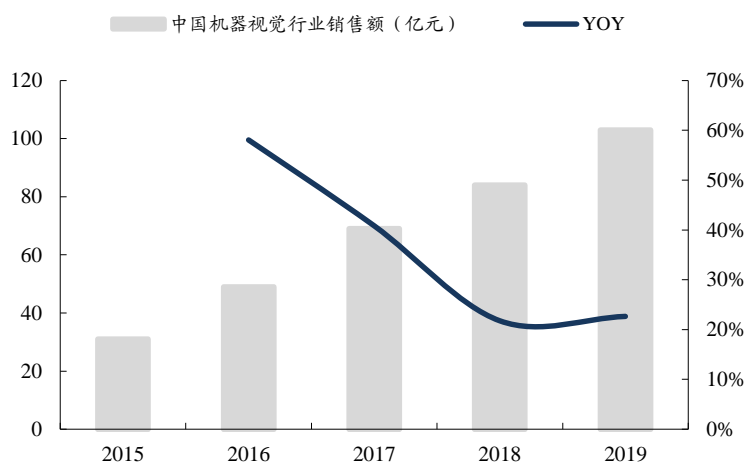
图 26: 2019 年亚太机器视觉市场占比达到 25.27%



数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

我国机器视觉行业正处在高速发展阶段，2015-2019 年 CAGR 达到 35.01%。据中国机器视觉产业联盟统计，2015 我国机器视觉市场规模仅为 31 亿元，2019 年提升至 103 亿元，2015-2019 年 CAGR 达 35.01%，远高于全球机器视觉行业同期复合增速，由此可见，我国机器视觉市场的快速发展是驱动亚太占比快速提升的重要推动力。

图 27: 2015-2019 年中国机器视觉行业销售额 CAGR 达到 35.01%

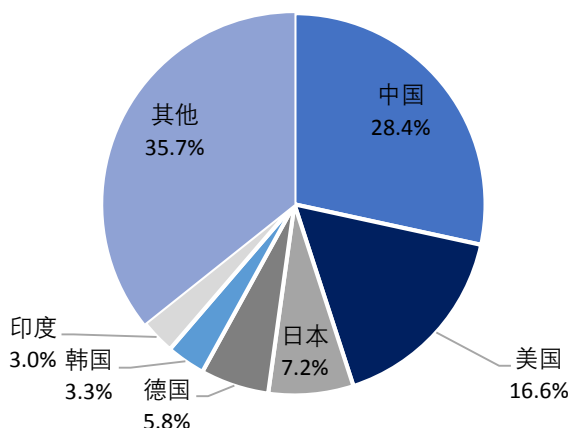


数据来源: 中国机器视觉产业联盟, 东吴证券研究所

作为全球第一大制造国，我国机器视觉渗透率偏低，仍有较大提升空间。①根据 UNSD 数据，2018 年我国制造业产值占全球的比重为 28.4%，大幅领先第二名美国的 16.6%，是名副其实的全球第一大制造国。②但 2018 年我国机器视觉产值占比仅为 14.68%，与我国全球制造中心的地位不匹配，我国机器视觉渗透率偏

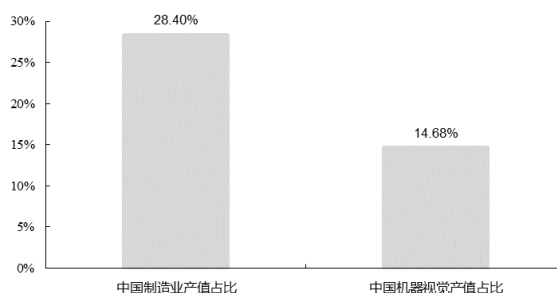
低。结合基恩士和康耐视的收入地区分布情况看，可以得到进一步印证，2019年基恩士和康耐视来自大中华区的收入占比仅为11.58%、15.86%，落后于欧美地区。

图 28：2018 年我国制造业产值全球占比 28.4%



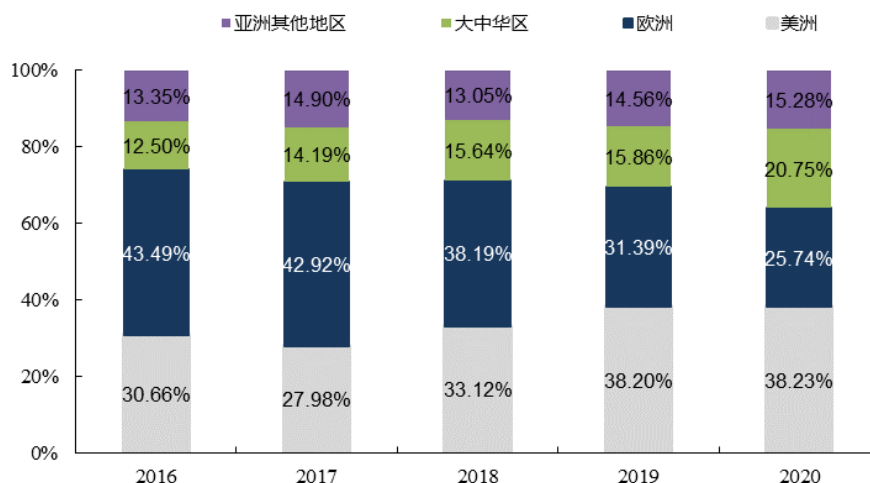
数据来源：UNSD，东吴证券研究所

图 29：2018 我国机器视觉产值占比大幅低于制造业产值占比



数据来源：UNSD，机器视觉产业联盟，东吴证券研究所

图 30：2016-2019 康耐视来自大中华地区的收入占比不到 16%

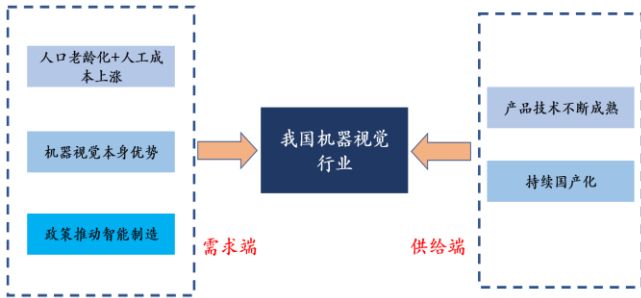


数据来源：康耐视年报，东吴证券研究所

展望未来，我们认为我国机器视觉行业仍有较大的成长空间，是黄金成长赛道。人口老龄化+人工成本提升+机器视觉先天优势+政策扶持智能制造给我国机器视觉行业持续发展提供重要驱动力，而下游不断成熟的机器视觉产品技术以及持续的国产化趋势反过来又给我国机器视觉行业发展提供了重要支撑。根据中国产

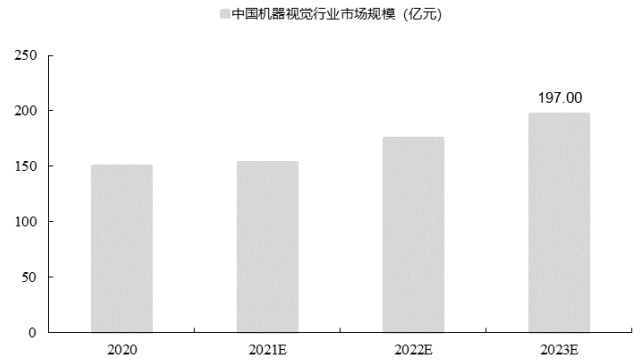
业信息网预测数据，2023 年中国机器视觉行业规模有望达到 197 亿元，2019-2023 年 CAGR 高达 17.6%，是黄金成长赛道。

图 31: 多重因素驱动我国机器视觉行业持续发展



数据来源：东吴证券研究所绘制

图 32: 2023 年中国机器视觉行业规模有望达到 197 亿元



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

3.3. 我国机器视觉市场极为分散，本土企业以中小企业为主

近些年国内机器视觉行业的火热，吸引了大量的资金关注和投入，促进了本土机器视觉企业的快速发展，在机器视觉重要核心环节均有所有所突破，涌现出一批本土代表企业：

①光源：光源是机器视觉最为核心的零部件，它质量的好坏直接决定成像的优劣，国内光源企业层出不穷，国产化率较高，以**奥普特**、**纬朗光电**为代表。

②镜头、相机：国产品牌凭借诱人的价格和标准化的量产实力，以**奥普特**（镜头、相机）、**海康机器人**（相机）、**大恒图像**（相机）、**深圳东正光学**（镜头）和**东莞普密斯**（镜头）为代表，低端领域实现了进口替代。

③在机器视觉算法方面，国内视觉处理分析软件一般建立在 OpenCV 等开源视觉算法库或者 Halcon、Vision Pro 等第三方商业算法库的基础上，国内只有**奥普特**、**凌云光**等少数企业具有独立的底层算法库。

表 3: 在机器视觉重要核心环节涌现出一批本土代表企业

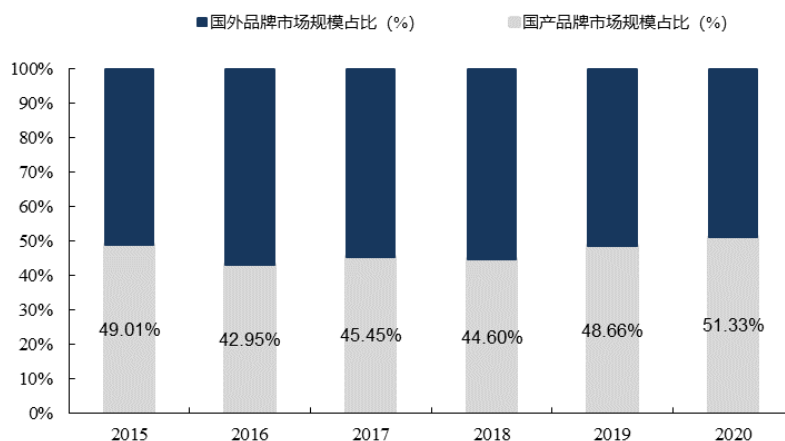
	部件	核心企业
核心零部件供应商	光源	CCS、 奥普特 、 纬朗光电
	镜头	MYUTRON、KOMA、Moritex、腾龙、施耐德 奥普特

软件及 AI 服务商	工业相机	Basler、Baumer、AVT、JAI、DALSA、Imaginesource 奥普特
	图像采集卡	DALSA、Euresys、Sillicons Software、康耐视、 研华科技
	开发软件	康耐视、MVTec、OpenCV、Euresys、欧姆龙、Adept、NI、MathsWorks
	AI 服务	Intel、NVIDIA、AMD、ARM、 百度、阿丘科技
视觉系统及解决方案集成商	视觉系统	基恩士、康耐视、欧姆龙、 天准科技、钜子科技、奥普特、凌云光

数据来源：赛迪顾问，东吴证券研究所

整体上看，本土机器视觉企业市占率持续提升，2020 年国产品牌市场份额首次超过外资品牌。国产品牌逐渐展现本土优势，凭借性价比优势和标准化量产实力成为工业 4.0 标准下的首选装备和方案供应商，根据赛迪顾问数据，2016 年以来国产机器视觉市占率稳步提升，2020 年国产品牌首次超过国外品牌，占比达到 51.33%。

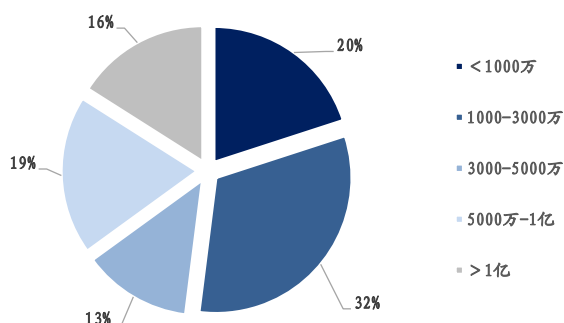
图 33：机器视觉国产品牌占比持续提升，2020 年超过 50%



数据来源：赛迪顾问，东吴证券研究所

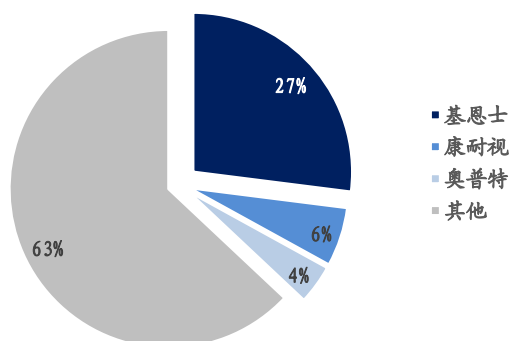
具体看，我国机器视觉市场极为分散，本土机器视觉企业以中小企业为主。
 ①2020 年底，国内涉及机器视觉相关产业的企业超过 4000 家，数量十分庞大。根据中国机器视觉产业联盟数据，营收规模在 1000 万以下和 1000-3000 万量级企业数量过半，营收规模超过 1 亿的企业仅为 16%。
 ②从市占率角度看，2019 年除了基恩士、康耐视在华市占分别约为 27%、6%，位居前二，国产机器视觉龙头奥普特市占约 4%，小而不强是本土机器视觉企业的现状。

图 34: 中国机器视觉企业营收规模偏小 (2018)



数据来源: 中国机器视觉产业联盟, 东吴证券研究所

图 35: 本土机器视觉市场较为分散 (2019)



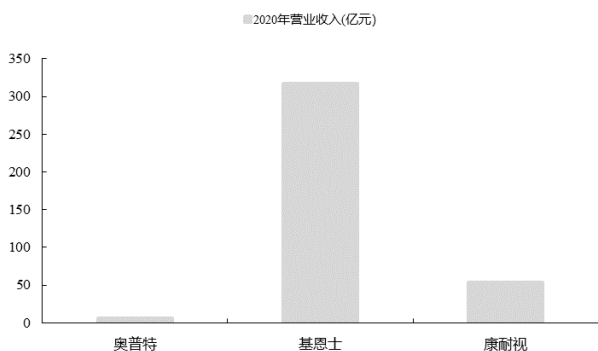
数据来源: 公司招股说明书, 基恩士年报, 东吴证券研究所

4. 竞争优势显著, 公司具备持续扩张的条件

4.1. 对标海外龙头公司, 公司具有较大的成长空间

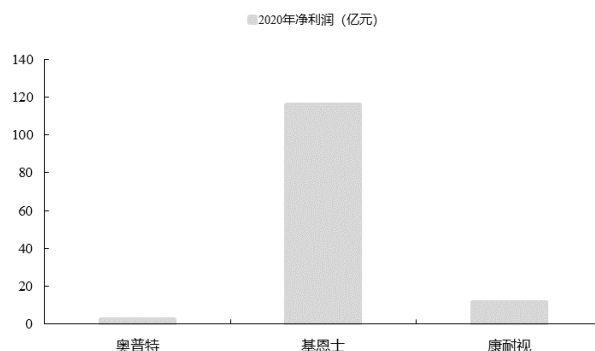
纵观全球市场, 机器视觉作为成长性较好的大赛道, 适合孕育全球性大公司, 基恩士和康耐视便是其中的代表。作为全球性公司, 2020 年基恩士和康耐视分别实现营业收入 316.91 亿元、53.92 亿元, 分别实现净利润 116.19 亿元、11.50 亿元, 同期奥普特营收和归母净利润仅为 6.42 亿元和 2.44 亿元, 相比基恩士和康耐视, 公司收入利润体量偏小, 有较大成长空间。

图 36: 2020 年公司营收与基恩士和康耐视差距明显



数据来源: wind, 东吴证券研究所 (汇率: 1 美元 =6.65 元, 1 元=16.98 日元)

图 37: 2020 年公司净利润与基恩士和康耐视差距明显



数据来源: wind, 东吴证券研究所 (汇率: 1 美元 =6.65 元, 1 元=16.98 日元)

4.2. 丰富的产品线持续拓宽能力圈，公司具备持续扩张的潜力

上文我们分析，我国机器视觉是黄金成长赛道，市场广阔，给本土企业提供了绝佳发展机会，公司作为领先的机器视觉整体解决方案供应商，具备脱颖而出的能力。

产品端看，公司具备硬软件产品和方案全方位布局，产品完善度比肩基恩士。公司在机器视觉硬件和软件上的布局是国内企业中最完善的，实现了光源、光源控制器、镜头、相机等核心零部件的自制，以及软件研发布局，还具备为不同层次需求的客户提供解决方案的能力，产品完整度不输基恩士。

表 4: 公司在机器视觉产品布局最完善

公司名称	产品和业务范围				
	自主产品				解决方案
	光源及控制器	镜头	相机	视觉控制系统	整体方案
奥普特	✓	✓	✓	✓	✓
基恩士	✓	✓	✓	✓	✓
康耐视			✓	✓	✓
海康机器人		✓	✓	✓	✓
中国大恒			✓	✓	✓
莱利特株式会社	✓	✓			
Stemmer Imaging AG				✓	✓
CCS	✓				

数据来源：公司招股说明书，基恩士，康耐视官网，东吴证券研究所

在产品线日益完善的基础上，公司逐步形成以解决方案带动产品销售的业务模式。在硬件方案业务中，客户可对成交的部件进行选择，对于整体方案，客户一般会采购所涉及的全部产品。①对于客户而言，解决方案可以提升其研发项目的成功率，缩短研发周期，降低研发和试错的成本；②对于公司来说，应用研发可使公司及时了解下游客户的需求，对新品研发起到指导作用。此外，解决方案的销售模式还有助于提升客户粘性，增厚公司利润空间。

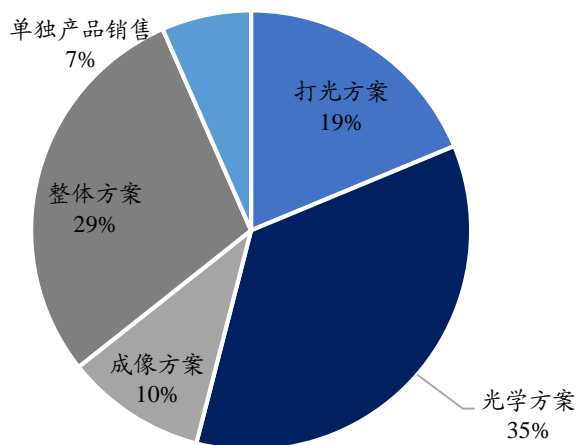
图 38: 公司形成解决方案的销售模式



数据来源：公司官网，公司招股书，东吴证券研究所

从营收构成上来看，2020年上半年公司以解决方案带动的产品销售占比已达到 93.41%，其中打光方案、光学方案、成像方案和整体方案的销售占比分别为 18.74%、35.27%、10.33%和 29.07%。

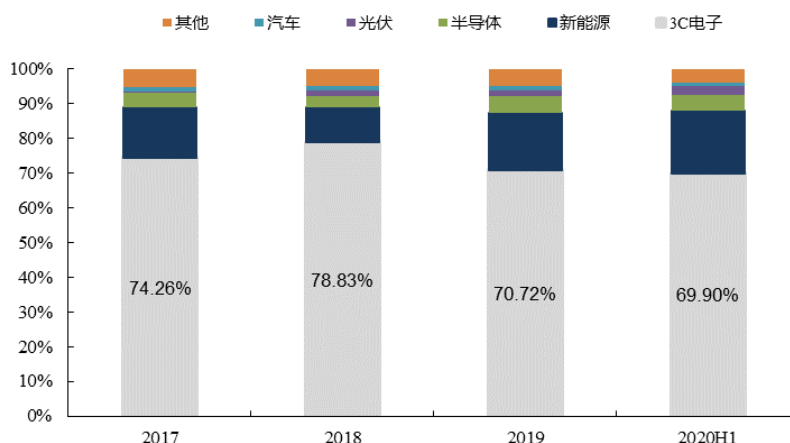
图 39：解决方案带动产品销售是公司的主要销售模式（2020H1）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司在深耕 3C 电子行业同时，公司加大在新能源、半导体、光伏等领域投入，进一步完善公司业务布局，产品已经应用在宁德时代、ATL、比亚迪、孚能等全球知名企业和行业龙头企业的生产线中，新能源、半导体、光伏等领域有望成为公司未来业绩重要的增长点，打开公司的成长空间。

图 40: 公司业务已经拓展到新能源、半导体、光伏等行业



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

4.3. 借助资本市场优势, 募投扩产打开成长空间

机器视觉是典型的资金密集型和技术密集型行业, 企业需要持续不断地资金投入维持竞争力, 公司作为本土机器视觉龙头企业, 2020 年登陆科创板, 有望借助资本市场优势, 持续巩固企业竞争力。

从公司 IPO 募投项目看, 发行股票募集资金在扣除发行费用后用于“总部机器视觉制造中心项目”、“华东机器视觉产业园建设项目”、“总部研发中心建设项目”、“华东研发及技术服务中心建设项目”、“营销网络中心项目”。

图 41: 公司募投资金主要用于产能扩充以及研发中心建设

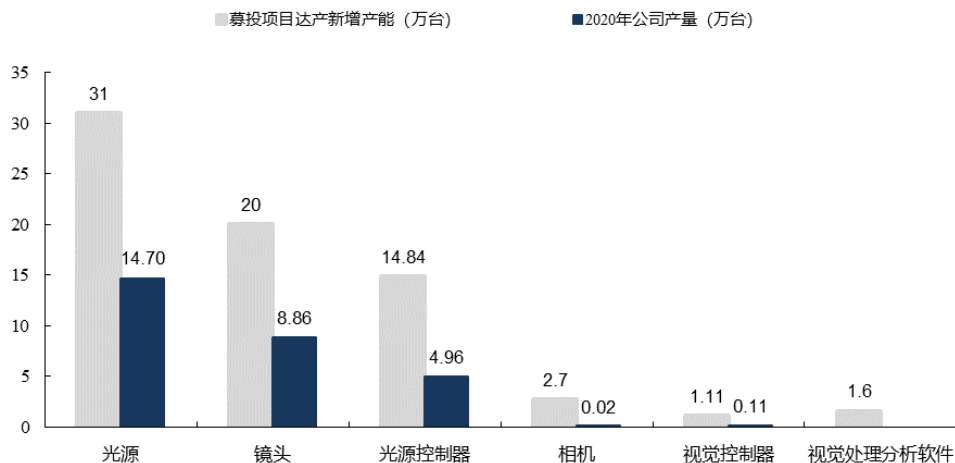
序号	实施主体	项目	项目总投资 (万元)	募集资金投入 (万元)
1	奥普特	总部机器视觉制造中心项目	59,573.12	59,573.12
2	苏州奥普特	华东机器视觉产业园建设项目	30,659.78	30,659.78
3	奥普特	总部研发中心建设项目	19,115.21	19,115.21
4	苏州奥普特	华东研发及技术服务中心建设项目	12,483.08	12,483.08
5	奥普特	营销网络中心项目	5,449.90	5,449.90
6	奥普特	补充流动资金	15,000.00	15,000.00
合计			142,281.09	142,281.09

数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

①总部机器视觉制造中心项目和华东机器视觉产业园建设项目达产后, 提升机器视觉产品产能, 预计募投达产后, 光源、镜头、光源控制器、相机和视觉控制器产能分别新增 31、20、14.84、2.7 和 1.11 万台, 视觉处理分析软件新增产能 1.6 万套, 较 2020 年公司各产品产量大幅提升, 有望进一步打开公司成长空间。

②总部研发中心等项目，将对机器视觉硬件产品、算法等方向进行持续投入，提升公司的整体研发能力，有助于提升公司产品竞争力。

图 42：募投项目达产后将大幅提升公司各产品线产能



数据来源：公司招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

核心假设：

1、机器视觉业务：2020年部分项目受疫情影响推迟将在2021年兑现，预计2021年部分业务增速将高于往年平均水平，且疫情影响下均价会出现一定波动，2022-2023年将恢复稳定增长。

①**光源：**假设2021年销量同比增长36%，均价降低3%；2022-2023年恢复正常增长，假设逐年增长30%，均价维持不变，假设2021-2023年毛利率分别为78%、77%、77%；

②**光源控制器：**公司光源向高功率迭代，对配套光源控制器的需求量将呈现增长趋势，假设2021-2023年销量分别增长35%、30%、30%，均价维持不变，2021-2023年毛利率分别为66%、65%、65%；

③**镜头：**自制产品仍处于导入期，增速较快，假设2021-2023年自制镜头销量分别增长50%、40%、40%，均价维持不变，2021年外购镜头收入与2019年持平，2022-2023年逐年增长10%，该业务综合毛利率稳定在65%；

④**相机：**现仍基本采用外购，假设2021-2023年营收逐年同比增长25%，随着自制比率的提升，假设2021-2023年毛利率分别60%、63%、65%；

⑤**视觉控制系统**: 将随着公司整体解决方案能力增强而加速放量, 假设 2021-2023 年销量分别同比增长 50%、35%、35%, 2021 年均价下降 10%, 2022-2023 年维持不变, 2021-2023 年毛利率稳定在 92%;

⑥**配件**: 假设 2021-2023 年营收分别同比增长 40%、30%、30%, 毛利率稳定在 70%;

2、**其他业务**: 2021-2023 年营收分别同比增长 30%、25%、25%, 毛利率稳定在 90%。

盈利预测:

基于以上假设, 我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 8.55 亿、11.12 亿、14.50 亿, 分别同比增长 33.10%、30.06%、30.38%, 2021-2023 年归母净利润为 3.66 亿、4.78 亿、6.18 亿, 分别同比增长 50.0%、30.5%、29.3%。

表 5: 公司分业务收入预测 (百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
机器视觉业务	524.55	642.34	854.94	1111.97	1449.76
YoY (%)	24.27%	22.46%	33.10%	30.06%	30.38%
毛利率	73.59%	73.93%	73.65%	73.60%	73.92%
其中: 光源	247.71	259.27	342.03	444.64	578.03
YoY (%)	29.72%	4.66%	31.92%	30.00%	30.00%
毛利率	82.60%	79.25%	78.00%	77.00%	77.00%
光源控制器	54.33	63.08	85.16	110.71	143.92
YoY (%)	2.52%	16.11%	35.00%	30.00%	30.00%
毛利率	69.86%	67.46%	66.00%	65.00%	65.00%
镜头	96.64	109.21	147.71	191.77	251.95
YoY (%)	36.74%	13.00%	35.25%	29.83%	31.38%
毛利率	67.14%	63.31%	65.00%	65.00%	65.00%
相机	50.49	73.64	92.05	115.06	143.83
YoY (%)	2.70%	45.84%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	46.41%	58.84%	60.00%	63.00%	65.00%
视觉控制系统	43.69	80.15	108.20	146.07	197.20
YoY (%)	14.12%	83.45%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利率	86.28%	91.10%	92.00%	92.00%	92.00%
配件	31.68	56.99	79.79	103.72	134.84
YOY (%)	58.32%	79.90%	40.00%	30.00%	30.00%
毛利率	54.97%	72.65%	70.00%	70.00%	70.00%
其他业务	0.07	0.09	0.11	0.14	0.18
YoY (%)	97.21%	22.66%	30.00%	25.00%	25.00%

毛利率	99.86%	100.00%	90.00%	90.00%	90.00%
公司营业收入	524.62	642.43	855.05	1112.11	1449.94
YoY (%)	24.28%	22.46%	33.10%	30.06%	30.38%
毛利率	73.59%	73.94%	73.65%	73.61%	73.92%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 4.44、5.79、7.49 元，当前股价对应动态 PE 分别为 89/68/53 倍。公司在 A 股没有完全可对标公司，我们选取有涉及机器视觉相关业务的海康威视、天准科技、柏楚电子进行对比，公司估值高于可比公司，考虑到机器视觉行业的高成长性和高盈利性，公司作为本土机器视觉龙头将深度受益，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：同类可比公司估值（截至 2021/6/1）

公司	代码	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
海康威视	002415.SZ	5931.2	63.5	1.73	2.06	2.47	36.71	30.83	26.03
天准科技	688003.SH	58.9	30.4	0.87	1.22	1.57	34.94	24.92	18.92
柏楚电子	688188.SH	365.0	363.9	5.57	7.24	9.22	65.33	50.26	39.19
可比公司平均		-	-	-	-	-	45.66	35.34	28.18
奥普特	688686.SH	325.6	394.8	4.44	5.79	7.49	88.93	68.14	52.70

数据来源：Wind，东吴证券研究所（海康威视、天准科技盈利预测来自 Wind 一致预期，柏楚电子、奥普特盈利预测来自东吴证券）

6. 风险提示

1、对苹果公司存在一定依赖：公司直接或间接来源于苹果的收入占比较高，若苹果公司业务经营出现不利变动，将会对公司业务的稳定性和盈利性产生较大影响。此外，随着苹果产线不断从大陆地区向印度及东南亚地区迁移，也可能对双方合作的稳定性产生一定影响；

2、下游 3C 电子领域集中度较高：公司来源于 3C 行业的营收超过 70%，依赖度较高，整体抗风险能力不足，3C 行业产品迭代快、竞争激烈，若公司无法在短时间内实现新产品研发和市场布局，将可能对业绩产生重大不利影响；

3、产品定价下行及毛利率下滑：机器视觉发展历史较短，行业仍处于高速发展期，新进入者越来越多，行业竞争日益激烈，公司存在产品降价和毛利率下滑的风险；

4、新品研发及市场推广不及预期：针对工业相机、镜头等新品，公司距离批量生

产和销量还需要一定时间，存在产品研发失败以及未来商业化竞争加剧的风险；

5、贸易摩擦影响采购：公司部分 LED、相机仍需采用外购，产品采购地集中在日本、欧洲、美国等地区，可能存在贸易摩擦、关税壁垒和出口限制等风险。

奥普特三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,334	2,402	2,607	2,867	营业收入	642	855	1,112	1,450
现金	1,626	1,757	1,641	1,921	减:营业成本	167	225	294	378
应收账款	347	244	529	479	营业税金及附加	6	9	10	13
存货	72	89	120	150	营业费用	89	120	145	188
其他流动资产	290	312	316	317	管理费用	104	147	178	227
非流动资产	94	300	528	691	研发费用	76	109	133	169
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-2	-51	-52	-55
固定资产	12	115	242	289	资产减值损失	-6	-9	-6	-7
在建工程	8	92	176	276	加:投资净收益	5	4	4	4
无形资产	67	85	102	119	其他收益	14	5	5	5
其他非流动资产	7	8	8	7	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	2,428	2,702	3,134	3,658	营业利润	281	423	552	714
流动负债	134	125	162	167	加:营业外净收支	1	0	0	0
短期借款	4	5	5	5	利润总额	281	423	552	714
应付账款	43	47	71	81	减:所得税费用	37	57	75	96
其他流动负债	86	73	86	82	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	2	1	1	1	归属母公司净利润	244	366	478	618
长期借款	0	0	0	0	EBIT	233	373	502	661
其他非流动负债	2	1	1	1	EBITDA	238	390	551	755
负债合计	136	126	163	168	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	2.96	4.44	5.79	7.49
归属母公司股东权益	2,292	2,576	2,971	3,490	每股净资产(元)	27.79	31.23	36.02	42.31
负债和股东权益	2,428	2,702	3,134	3,658	发行在外股份(百万股)	82	82	82	82
					ROIC(%)	46.0%	56.2%	40.0%	43.2%
					ROE(%)	10.7%	14.2%	16.1%	17.7%
现金流量表 (百万 元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	73.9%	73.6%	73.6%	73.9%
经营活动现金流	96	399	188	678	销售净利率(%)	38.0%	42.8%	43.0%	42.6%
投资活动现金流	-44	-236	-273	-354	资产负债率(%)	5.6%	4.7%	5.2%	4.6%
筹资活动现金流	1,490	-32	-31	-44	收入增长率(%)	22.5%	33.1%	30.1%	30.4%
现金净增加额	1,542	131	-116	280	净利润增长率(%)	18.3%	50.0%	30.5%	29.3%
折旧和摊销	5	18	49	94	P/E	133.35	88.93	68.14	52.70
资本开支	35	204	228	164	P/B	14.21	12.64	10.96	9.33
营运资本变动	-158	72	-283	25	EV/EBITDA	128.96	78.26	55.66	40.27

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

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。

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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>