



Research and
Development Center

自动驾驶带动光学元件放量，成长曲线清晰

——永新光学（603297）深度报告

——新能源&智能汽车掘金系列（1）

2022 年 1 月 12 日

蒋颖 通信行业首席分析师

S1500521010002

+86 15510689144

jiangying@cindasc.com

证券研究报告

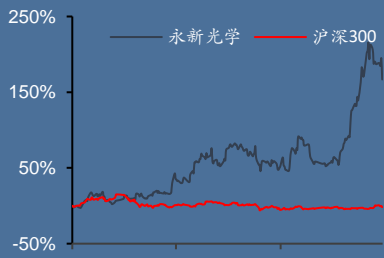
公司研究

公司深度报告（首次覆盖）

永新光学 (603297)

投资评级 **增持**

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)	111.11
52 周内股价波动区间(元)	116.84-35.12
最近一月涨跌幅(%)	-12.44
总股本(亿股)	1.10
流通 A 股比例(%)	99.18
总市值(亿元)	122.22

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

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

自动驾驶带动光学元件放量，成长曲线清晰

2022 年 1 月 12 日

◆**受益于高端显微镜国产替代，业绩确定性较强。**当前，我国高端显微镜主要依赖进口，但是国产替代趋势越来越明显，叠加后疫情时代高端显微镜需求量有望进一步增长，我国的国产高端显微镜市场广阔。公司深耕显微镜行业 20 年，拥有良好的业内口碑与领先的技术优势，是国内少有的具备自主研发/生产高端显微镜企业之一，未来有望充分享受高端显微镜国产替代的行业红利，为公司业绩增长提供有力保障。

◆**积极布局汽车电子，车载镜头打造新增长点。**在汽车智能化的必然发展趋势之下，高清摄像头/激光雷达等感知硬件需求量高增，带动车载镜头需求量成倍增长，车载镜头未来市场规模可观。公司积极布局光学元件相关的汽车电子产品，与多家车载相关企业深度绑定，拥有自主研发的优秀产品与产能保障，伴随着汽车智能化与无人驾驶技术的进一步成熟，公司的车载产品有望放量增长，打造全新业绩增长点。

◆**技术实力雄厚，跨行业扩张能力较强。**公司以显微镜业务起家，深耕光学领域多年，一方面坚持投入研发，拥有深厚的技术沉淀，另一方面在为国际巨头代工的过程中不断汲取、学习先进经验，不断提高自身技术优势。公司现在拥有一系列核心技术与专利，能够在向智能汽车/机器视觉等其他行业扩张的时候具备一定的技术可复用性，降低开发新产品的边际成本，增厚公司盈利能力，有助于公司长期向好发展。

◆**盈利预测与投资评级：**受益于高端显微镜国产替代与汽车智能化趋势，公司下游行业景气度不断提升，对高端显微镜/光学镜头的需求量高增。公司深耕光学领域多年，技术护城河高筑，新产品边际开发成本低，业绩充分受益于下游需求的增长。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.52 亿元、2.68 亿元、3.43 亿元，对应 PE 为 48.70 倍、45.76 倍、35.80 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆**风险因素：**1、技术不能持续领先及核心人员和核心技术流失的风险 2、市场拓展风险 3、主要销售国际贸易政策变化风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	573	576	804	1,143	1,540
增长率 YoY %	2.09%	0.59%	39.51%	42.14%	34.76%
归属母公司净利润(百万元)	139	162	252	268	343
增长率 YoY%	14.12%	16.28%	55.92%	6.42%	27.84%
毛利率%	41.95%	42.87%	45.64%	45.85%	46.29%
净资产收益率 ROE%	12.32%	12.85%	17.36%	16.31%	17.98%
EPS(摊薄)(元)	1.27	1.46	2.28	2.43	3.10
市盈率 P/E(倍)	88.29	75.96	48.70	45.76	35.80
市净率 P/B(倍)	10.88	9.76	8.46	7.47	6.44

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 01 月 12 日收盘价

目 录

投资聚焦	4
一、老牌光学企业新时期蓬勃发展	5
（一）深度布局“光学仪器+光学元件零组件”，打造优质光学企业	5
（二）汽车智能化打造新机遇，公司业绩有望提速增长	8
二、显微镜业务市场广阔，中高端市场带来发展机遇	11
（一）政策与市场双驱动，高端显微镜国产替代进程提速	11
（二）技术经验丰富，绑定国际巨头，客户壁垒深厚	13
三、自动驾驶与机器视觉打开光学元件长期成长空间	15
（一）自动驾驶拉动车载镜头需求，公司竞争优势显著，有望受益	15
（二）机器视觉方兴未艾，为公司打开新增长曲线	19
四、盈利预测、估值与投资评级	21
五、风险因素	22

表 目 录

表 1：显微镜行业主要法律法规及政策	12
表 2：车载摄像头市场规模测算	17
表 3：永新光学业绩预测	21
表 4：估值对比表	21

图 目 录

图 1：永新光学发展历程	5
图 2：永新光学股权结构	6
图 3：公司产品主要包括两大系列	6
图 4：多重优势保障公司发展	7
图 5：公司的主要客户群体	7
图 6：公司采取以销定产的销售模式	8
图 7：公司业绩稳中向好	8
图 8：公司销售毛利率高于国内主要竞争对手	9
图 9：公司销售管理费用率平稳	9
图 10：公司坚持以研发驱动发展	9
图 11：公司核心业务稳步增长	10
图 12：公司以光学元件组件业务为主（2021H1 营收占比）	10
图 13：国内市场份额占比逐步提升	10
图 14：全球显微镜市场规模稳定增长	11
图 15：我国光学行业市场规模统计情况及预测（亿元）	11
图 16：国内显微镜出口情况	12
图 17：国内显微镜进口情况	12
图 18：2018 年四大显微镜厂商占比高	12
图 19：NE 950 全电动正置显微镜	14
图 20：NIB 900-FL 倒置荧光显微镜	14
图 21：全球新能源汽车渗透率稳步提升	15
图 22：我国新能源汽车零售销量快速增长（万辆）	15
图 23：汽车智能化示意图	16
图 24：激光雷达核心模块示意图	17
图 25：公司的车载摄像头与激光雷达镜头产品	18
图 26：车载摄像头产业链	18
图 27：机器视觉系统组成	19
图 28：机器视觉产业链	19
图 29：公司的机器视觉镜头产品	20

投资聚焦

受益于高端显微镜国产替代，业绩确定性较强。当前，我国高端显微镜主要依赖进口，但是国产替代趋势越来越明显，叠加后疫情时代高端显微镜需求量有望进一步增长，我国的国产高端显微镜市场广阔。公司深耕显微镜行业 20 年，拥有良好的业内口碑与领先的技术优势，是国内少有的具备自主研发/生产高端显微镜企业之一，未来有望充分享受高端显微镜国产替代的行业红利，为公司业绩增长提供有力保障。

积极布局汽车电子，车载镜头打造新增长点。在汽车智能化的必然发展趋势之下，高清摄像头/激光雷达等感知硬件需求量高增，带动车载镜头需求量成倍增长，车载镜头未来市场规模可观。公司积极布局光学元件相关的汽车电子产品，与多家车载相关企业深度绑定，拥有自主研发的优秀产品与产能保障，伴随着汽车智能化与无人驾驶技术的进一步成熟，公司的车载产品有望放量增长，打造全新业绩增长点。

技术实力雄厚，跨行业扩张能力较强。公司以显微镜业务起家，深耕光学领域多年，一方面坚持投入研发，拥有深厚的技术沉淀，另一方面在为国际巨头代工的过程中不断汲取、学习先进经验，不断提高自身技术优势。公司现在拥有一系列核心技术与专利，能够在向智能汽车/机器视觉等其他行业扩张的时候具备一定的技术可复用性，降低开发新成品的边际成本，增厚公司盈利能力，有助于公司长期向好发展。

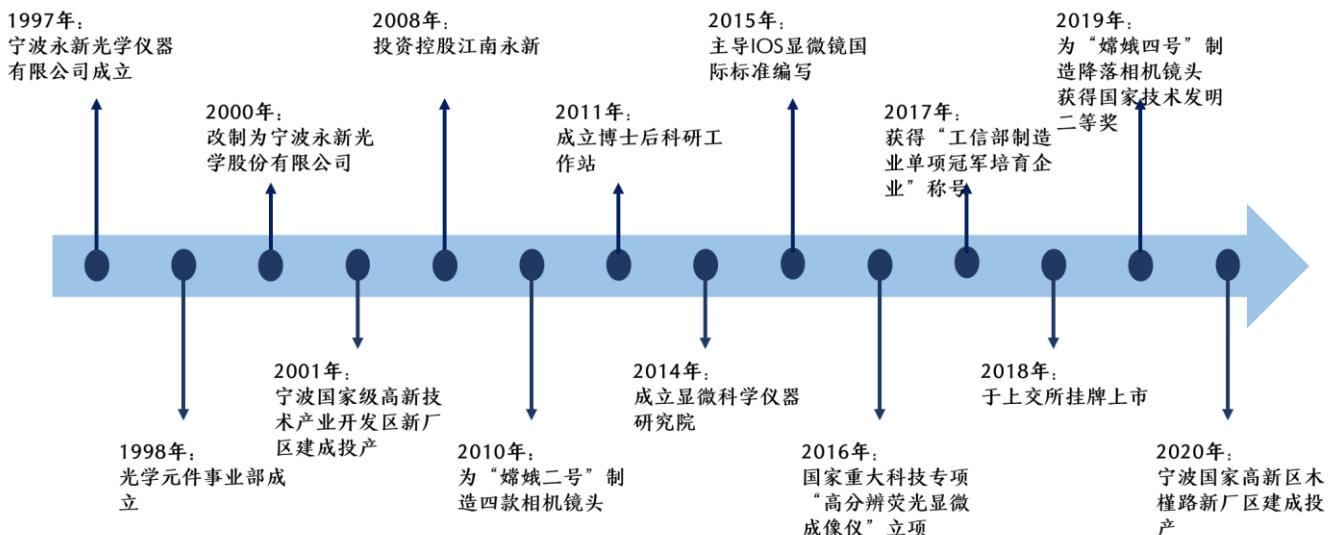
一、老牌光学企业新时期蓬勃发展

（一）深度布局“光学仪器+光学元件零组件”，打造优质光学企业

永新光学是我国老牌精密光学仪器及核心光学部件制造商，多年来持续专注于光学产品的研发、生产和销售，是国内光学领域的知名企业。公司成立于1997年，自成立以来便一直致力于光学领域的技术突破和光学仪器及部件的生产销售，深耕历史悠久，主营产品包括生物显微镜和工业显微镜等光学组件以及条码扫描仪镜头、平面光学元件、专业成像光学部组件等光学元件组件，技术经验丰富。作为国家高新技术企业，公司拥有88项有效专利，承担多项国家重点科技项目，于2010和2019年分别为“嫦娥二号”和“嫦娥四号”提供相机镜头。公司拥有“江南”、“NEXCOPE”、“NOVEL”等自主品牌，主要客户有日本尼康、新美亚等多个国际知名企业，在多个技术领域位于国内行业领先地位。

技术实力强劲，致力于实现精密光学仪器的国产化替代。公司抓住大数据、物联网的发展浪潮，加强技术研发，成为国内为数不多可以生产高端显微镜的企业之一，近年不断拓展车载光学、机器视觉、激光雷达和人工智能等新兴领域，为自动驾驶、工业自动化以及人工智能提供精密光学组件仪器。2018年公司成功在上交所上市，不断加强技术创新，先后获得2019年国家技术发明二等奖、制造业单项冠军示范企业等多项荣誉。

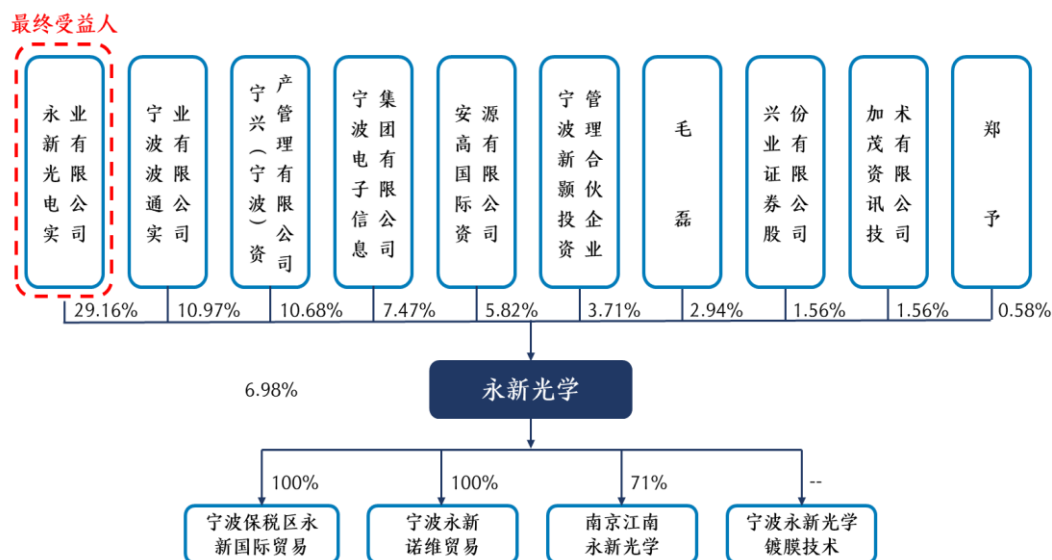
图 1：永新光学发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

公司股权结构稳定，管理层技术实力和管理经验丰富。永新光电实业有限公司是最大股东和最终受益人。曹其东先生是永新光学的法定代表人和董事长，具有硕士学历，先后在多个公司担任董事长，具有丰富的管理经验。公司积极引进高级技术人员作为公司管理层，增强公司的技术实力。公司总经理毛磊，作为教授级高级工程师，主持过多项科技攻关项目，获得多项专利；董事李凌在多个科技公司担任过董事长职位；核心技术人员张克奇博士是国家千人计划创新人才，在光学领域深耕三十多年，具有非常丰厚的学术以及工业经验。技术实力雄厚的管理层为永新的长期发展奠定了良好的基础。

图 2：永新光学股权结构



资料来源：wind，信达证券研发中心

公司产品主要包括显微镜系列和光学元件组件系列产品。公司的光学显微镜产品覆盖多种型号，主要应用于生命科学、精密检测领域的教学科研需求，逐步向高精度、自动化、可视化、智能化发展；光学元件组件包括条码扫描仪、车及光学/激光雷达、机器视觉及专业影像等产品，覆盖日用消费、娱乐、网络、通讯和智能制造等多个领域，主要应用于条码扫描仪、车载光学、机器视觉、专业影像等。

图 3：公司产品主要包括两大系列



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司竞争优势明显，在行业内占据领先地位。光学仪器制造行业本身具备较高的行业壁垒，如技术种类多、要求高，客户与供应商之间长期合作不轻易更换，人才培育门槛高等。此外，永新光学在该领域已经深耕二十多年，重视研发创新，具有雄厚的技术实力，产品质量高，客户群体稳定优质，在行业内占据国内领先地位。

图 4：多重优势保障公司发展



资料来源：信达证券研发中心

与下游优质大客户深度绑定，有助于公司长期稳定发展。公司的下游客户群体实力雄厚，拥有新美亚、日本尼康、徕卡相机、德国蔡司等国际知名厂商。根据公司招股说明书，2018 年上半年公司前五大客户为新美亚、尼康、捷普、徕卡相机以及得利捷，收入占比达 44.79%，2020 年公司前五大客户的销售额占年度销售总额的 33.95%。公司作为国内少数具备高端显微镜制造力的企业之一，深度绑定多个国际知名企业，拥有优质的客户群体，为公司长远发展奠定了良好的基础。

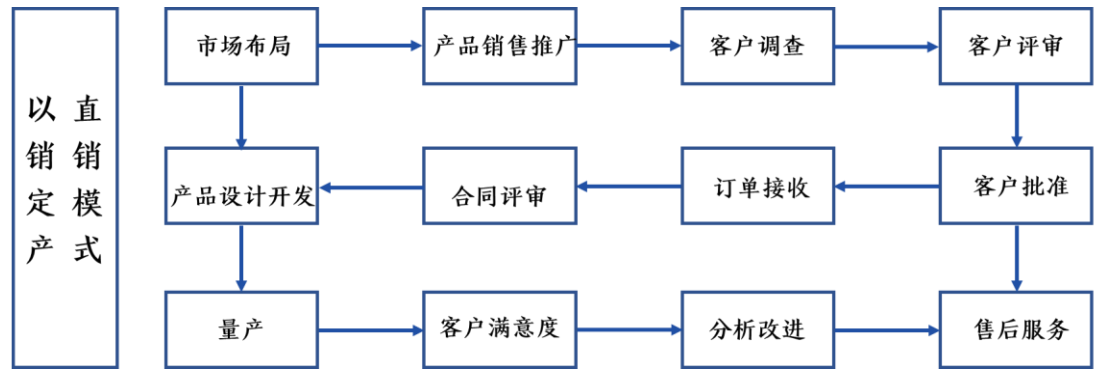
图 5：公司的主要客户群体



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

“以销定产”满足需求，直销模式对接客户。公司的产品种类多，光学仪器订单具有精度要求高、小批量等特点，故公司采取“以销定产”模式，根据客户发出的采购计划后制定对应的生产、采购和销售计划，节约成本同时满足客户的需求。在销售模式上，永新光学主要采取直销的方式，取得终端厂商的认证后签订销售合同。这样的经营方式方便公司与客户进行深入交流沟通，提高客户的粘性，稳定产品销售收入。

图 6：公司采取以销定产的销售模式

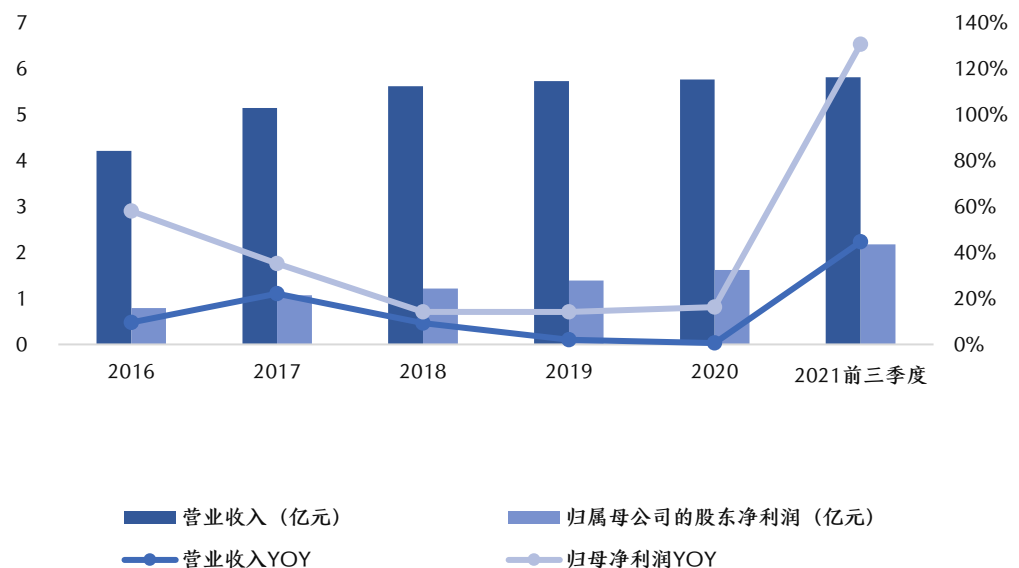


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

（二）汽车智能化打造新机遇，公司业绩有望提速增长

公司光学元器件放量增长，公司业绩有望迎来快速发展窗口。2016-2020 年，公司的营业收入从 4.21 亿元增长到 5.76 亿元，年复合增长率达 8.15%；归母净利润由 0.79 亿元增长至 1.62 亿元，年复合增长率达到了 19.67%。2021 年前三季度，公司受益于新品量产与下游需求增长等利好因素，营业收入实现 5.81 亿元，归母净利润实现 2.18 亿元，分别同比高增 44.63%/71.56%。未来伴随着汽车智能化的发展大趋势，下游摄像头与雷达等感知设备的需求量有望进一步增长，公司在进一步稳固基本盘的基础上，紧握智能汽车发展大趋势，业绩增速有望进一步提升。

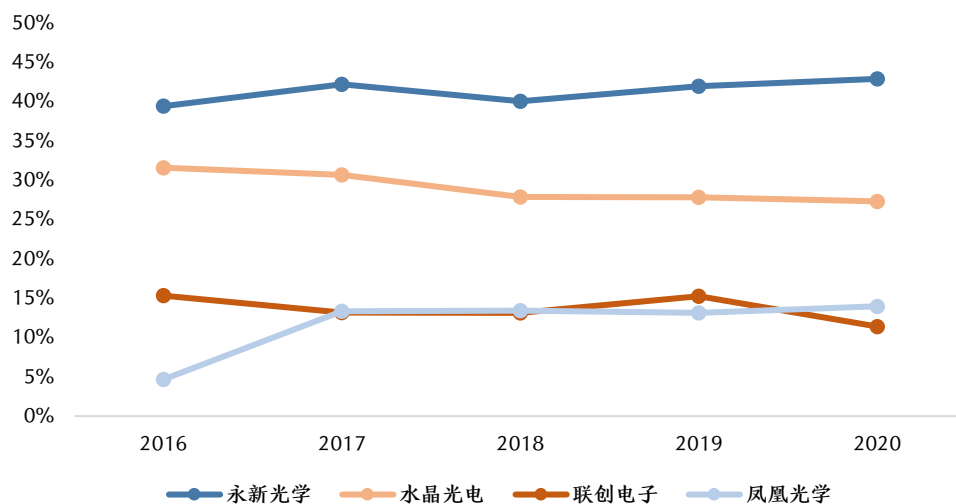
图 7：公司业绩稳中向好



资料来源：wind，信达证券研发中心

毛利率保持高位，具有较强的市场竞争力。公司的销售毛利率表现亮眼，近年来保持在 40% 以上，总体仍然保持上升的趋势，处于行业领先水平。公司持续投入研发，一方面在高端显微镜国产化的趋势下，产品结构逐步向自研高端显微镜产品发展，另一方面受益于车载镜头发展大趋势，未来有望持续维持高毛利水平。

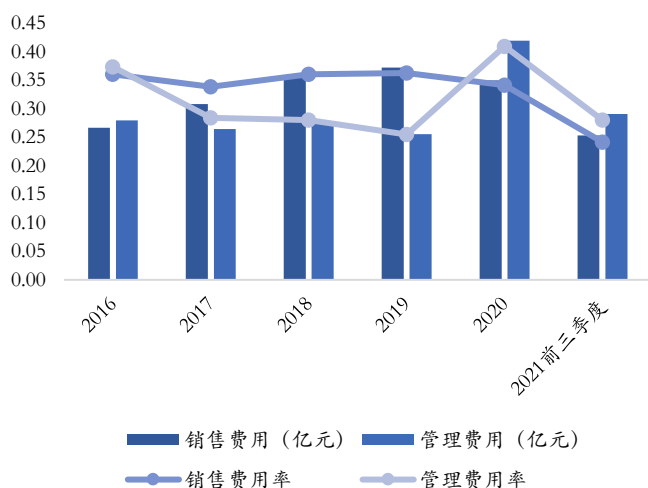
图 8：公司销售毛利率高于国内主要竞争对手



资料来源：wind，信达证券研发中心

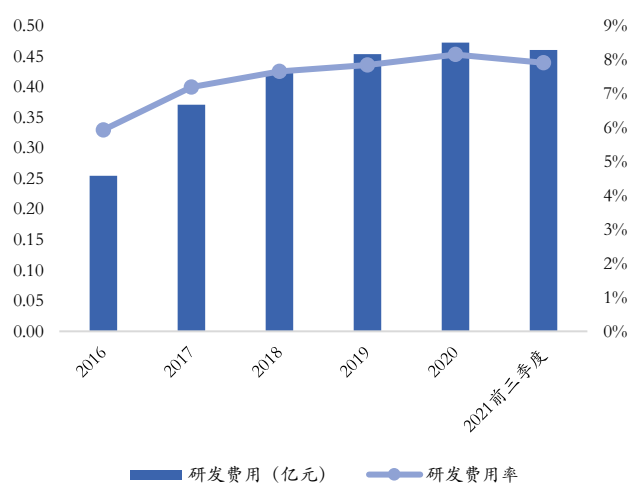
公司整体费用率平稳，研发投入持续增长。公司费用率水平基本稳定，2018-2020 年销售费用率分别为 6.33%/6.50%/6.08%，2021 年前三季度销售费用率为 4.36%，同比下降 1.52 个百分点；2018-2020 年管理费用率分别为 4.9%/4.47%/7.28%，2021 年前三季度管理费用率为 5.01%，同比下降 2.55 个百分点。股份支付以及新厂房预折旧是公司 2020 年管理费用同比增速较快的原因。同时，公司近五年研发费用率总体保持稳步增长，2021 年前三季度研发投入 0.46 亿元，同比增长 34.92%。公司重视研发，控制销售和管理费用率，有利于公司扩大盈利空间和长期发展。

图 9：公司销售管理费用率平稳



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 10：公司坚持以研发驱动发展



资料来源：wind，信达证券研发中心

公司主营业务营收稳定，光学元件组件业务占比增长快。公司的主营产品可分为两类：显微镜系列产品和光学元件组件系列产品。显微镜主要有工业显微镜和生物显微镜，已有产品达一百多种，且永新光学不断发展高端显微镜，提高高端市场占有率；在光学元件组件方面，公司主要生产条码扫描仪镜头、平面光学元件和专业成像光学部组件，应用于多个行业领域。

2016-2020 年，公司在两大业务上的营业收入均稳定增加，显微镜的销售收入在 2020 年受到疫情影响略有下滑。公司在两个业务方向的营收和占比超过 95%，且呈现光学元件组件系列产品的营收占比不断增大的趋势。2015-2021 年，光学元件组件业务营收发展迅速，2021H1 营收占比达到 64%。在智能汽车和人工智能的发展大趋势下，未来车载镜头、条码扫描仪镜头等光学元件的下游需求将迅速扩大，公司有望抓住行业发展窗口期，围绕光学元件打造业务新增长点。

图 11：公司核心业务稳步增长

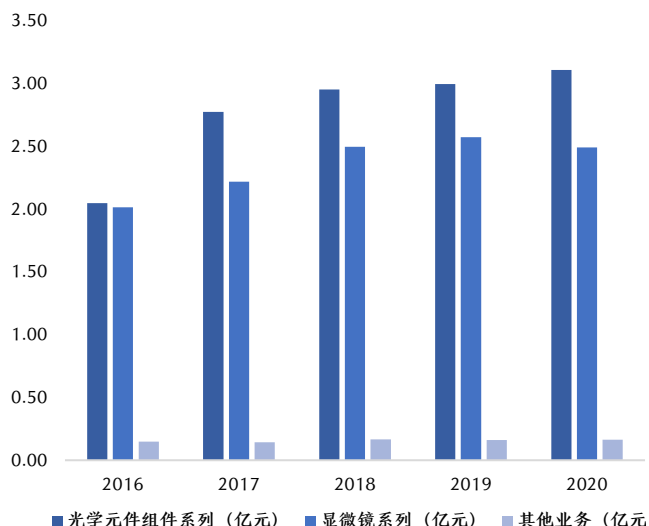
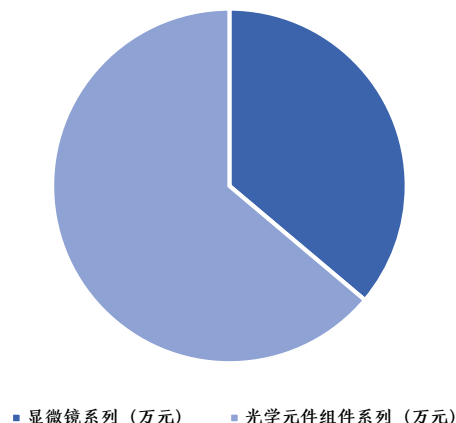


图 12：公司以光学元件组件业务为主（2021H1 营收占比）

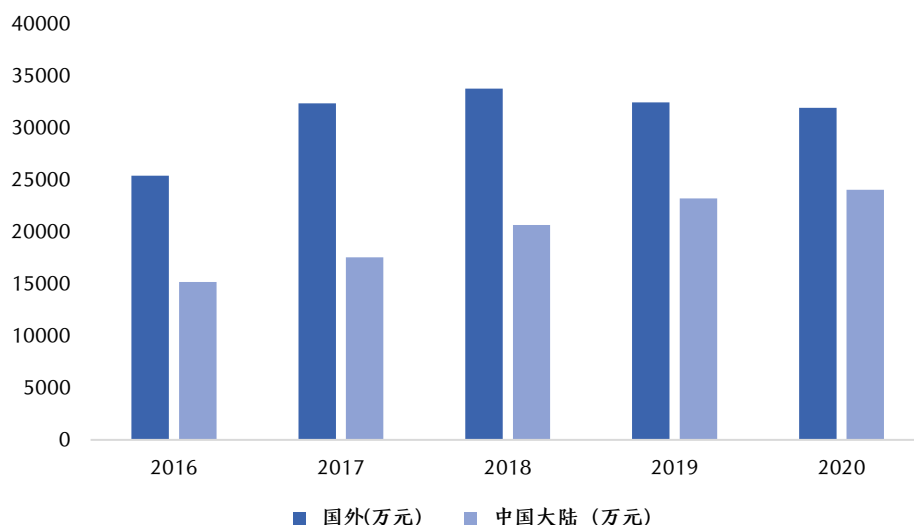


资料来源：wind，信达证券研发中心

资料来源：wind，信达证券研发中心

海内外市场双轮驱动，国内市场受益于汽车智能化浪潮，国外市场受益于疫情缓解与国际关系宽松预期。在 2018 年中美贸易战冲击与 2020 新冠疫情的双重利空下，公司海外业务承压，自 2018 年呈现小幅下滑态势。但是，目前全球抗疫经验增加、新冠疫苗与新药品不断突破，疫情有望逐步好转，我国出口好转的确定性较强，公司海外业务有望重回增长轨道。另外，即便是在新冠疫情的大背景下国内汽车智能化趋势与智能制造趋势依旧表现强劲，带动了公司国内业务稳定增长，未来伴随宏观环境转好，公司的国内业务有望进一步放量增长。

图 13：国内市场份额占比逐步提升



资料来源：wind，信达证券研发中心

二、显微镜业务市场广阔，中高端市场带来发展机遇

（一）政策与市场双驱动，高端显微镜国产替代进程提速

全球显微镜市场短期内受疫情冲击，长期需求稳中有升。短期来看，自 2020 年开始全球显微镜市场受到疫情冲击，上半年教学及工业类显微镜市场出现明显下降，对相关企业造成了一定冲击；长期来看，显微镜作为生命科学、精密检测领域不可缺少的工具，应用场景受经济周期波动影响较小，随着疫情得到控制，市场需求逐步恢复的确定性较强。根据中国产业信息网的统计显示，2019 年全球显微镜市场规模达到 89 亿美元，增速 7.78%，年复合增长率 7.77%。另外，新冠疫情带来的冲击使各国政府和精密仪器生产企业更加认识到了生命科学检测的重要性，显微镜市场的规模有望在“后疫情”时代持续上升。

光学显微镜仍占据显微镜市场较大份额，全球高端显微镜需求量将快速增加。显微镜主要细分为光学显微镜、电子显微镜和扫描探针显微镜，光学显微镜仍是显微镜市场的重要组成部分。其中，低端光学显微镜方面，随着科普教育意识提高和网上销售模式的普及，以普教类和高教类为代表的科普类显微镜成为低端光学显微镜的支撑点；高端显微镜方面，随着全球各国对科学仪器、医疗健康、生命科学研究的政策引导和加大投入，全球高端显微镜的需求量和价值量有望明显提升，显微镜行业市场规模有望进一步增长。

图 14：全球显微镜市场规模稳定增长

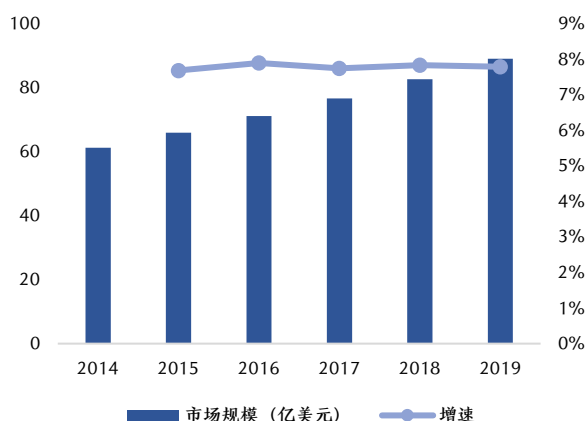
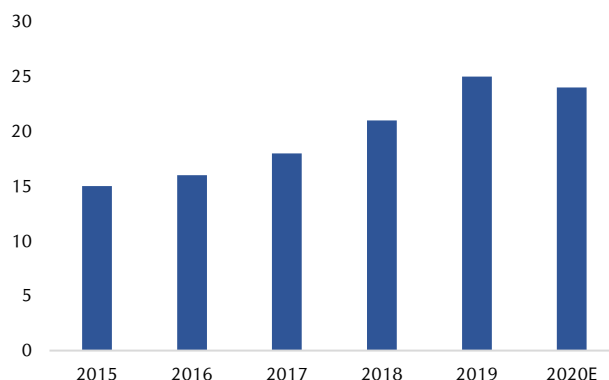


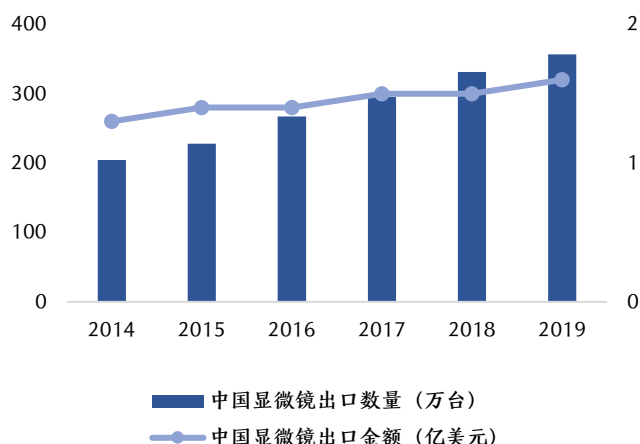
图 15：我国光学行业市场规模统计情况及预测（亿元）



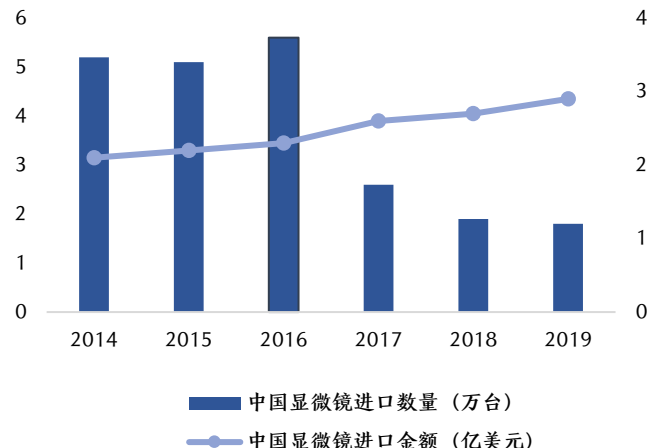
资料来源：产业信息网，信达证券研发中心

资料来源：中国仪器仪表行业协会，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

我国显微镜市场基础较好，但高端产品仍存在市场空缺。上世纪 80 年代全球的光学显微镜产能逐渐转移至我国，目前我国已经承接了全球大部分教育类和普及类显微镜产能，成为了全球光学显微镜加工制造中心，2019 年我国显微镜共出口 356.4 万台，出口金额约 1.6 亿美元。但是，我国现在的高端显微镜方面对核心的技术掌握程度较低，具备生产高端显微镜的企业屈指可数，系统显微镜、共聚焦扫描和超分辨显微镜等高端产品仍然依赖徕卡、蔡司、尼康、奥林巴斯等海外企业。据产业信息网数据显示，2019 年我国显微镜进口数量 1.8 万台，远小于出口数量 356.4 万台，但进口金额达到 2.9 亿美元，约为出口金额的两倍。

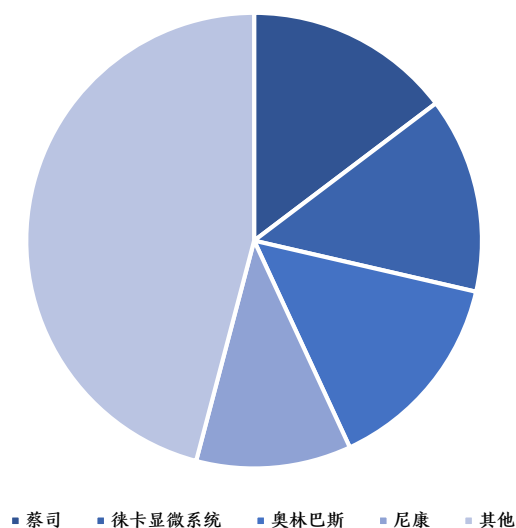
图 16: 国内显微镜出口情况


资料来源：产业信息网，信达证券研发中心

图 17: 国内显微镜进口情况


资料来源：产业信息网，信达证券研发中心

德国和日本占据全球显微镜绝大部分市场份额。21 世纪以来，随着生命科学的逐步发展，纳米技术、半导体等新兴领域应用的投资，推动了显微镜的市场需求，也促使了显微镜逐步趋于高分辨率、智能数字化、一体自动化。目前，世界高端显微镜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，日本以尼康和奥林巴斯公司为代表，上述四家企业占据世界显微镜市场 54.10% 市场份额，其发展战略左右着显微镜市场的走向。

图 18: 2018 年四大显微镜厂商占比高


资料来源：产业信息网，信达证券研发中心

政策与市场双轮驱动，高端显微镜国产替代进程明显加速。当前我国显微镜市场主要以生产低端显微镜为主，自主可控高端显微镜产品的缺失一方面制约了我国自主创新能力提升和重大装备国产化的进程，另一方面不利于提升国产显微镜厂商的盈利能力。伴随着我国智能制造的进程，国家不断出台相关政策引导制造业逐渐向高端化迈进，未来我国本土高端显微镜企业有望进一步抢占国内高端显微镜市场份额，市场发展空间较大。

表 1: 显微镜行业主要法律法规及政策

时间	颁布部门	名称	主要内容
2013 年 2 月	工业和信息化部、科技部、财政部	《加快推进传感器及智能化仪器	2013 年-2025 年，传感器及智能化仪器仪表产业整体水平跨入世界先进行列，产业形态实现由生产型制造向服务型制造转变，涉及国防和重点

	政部、国家标准化管理委员会	仪表产业发展行动计划》	产业安全、重大工程所需的传感器及智能化仪器仪表实现自主制造和自主可控，高端产品和服务市场占有率提高到 50%以上。
2013 年 2 月	工业和信息化部、国家发展和改革委员会	《信息产业发展规划》	突破核心技术，增强产业化能力，提高半导体功率器件、光电子器件、高频器件、混合集成电路等元器件产品国内保障能力。
2015 年 10 月	国家制造强国建设战略咨询委员会	《<中国制造 2025>重点领域技术路线图》	高分辨显微光学成像系统列入高性能医疗器械重点发展产品；车载光学系统列入智能网联汽车关键零部件。
2016 年 6 月	中国仪器仪表行业协会	《仪器仪表行业“十三五”发展规划建议》	以国家重点产业安全、自主、可控为契机，推进重点产品核心技术自主化进程，力争基本形成国家大型工程项目、重点应用领域自控系统和精密测试仪器的基本保障能力和重大科技项目所需自控系统和精密测试仪器的基础支撑能力。
2016 年 7 月	国务院	《“十三五”国家科技创新规划》	围绕建设制造强国，大力推进制造业向智能化、绿色化、服务化方向发展。开展设计技术、可靠性技术、制造工艺、关键基础件、工业传感器、智能仪器仪表、基础数据库、工业试验平台等制造基础共性技术研发，提升制造基础能力。重点发展电动汽车智能化、网联化、轻量化技术及自动驾驶技术。
2017 年 7 月	国务院	《新一代人工智能发展规划》	大力发展人工智能新兴产业。发展突破高性能软件建模、内容拍摄生成、增强现实与人机交互、集成环境与工具等关键技术，研制虚拟显示器件、光学器件、高性能真三维显示器、开发引擎等产品，建立虚拟现实与增强现实的技术、产品、服务标准和评价体系，推动重点行业融合应用。
2019 年 3 月	工业和信息化部	《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》	按照“4K 先行、兼顾 8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。突破核心关键器件，发展高精密光学镜头等关键配套器件。

资料来源：信达证券研发中心整理

（二）技术经验丰富，绑定国际巨头，客户壁垒深厚

公司是国内显微镜制造企业的领先者，从事显微镜生产制造 20 年，拥有丰富的技术沉淀。公司在光学精密制造领域拥有数十年的研发经验和技術积累，坚持以技术创新作为企业发展核心驱动力，在精密光学、精密机械、精密组装、电子图像处理等方面具备较好的综合技术优势，对光学显微仪器具有完整的技术布局并掌握超分辨显微镜等高端显微系统的关键技术，在定制化核心光学部件开发制造方面具有较强的竞争力。

凭借自身综合竞争实力，在高端显微镜业务深度绑定尼康、徕卡等国际巨头，形成了较高的客户壁垒。公司常年为日本尼康、徕卡显微系统等国际一流显微镜品牌提供 OEM 服务，以客户需求为导向，持续投入高端产品的研发和市场开拓，已成为国内光学显微镜行业龙头企业和核心光学部件细分领域优势企业。

公司主导编制了国际标准 ISO9345《显微镜成像系统和成像部件的连接尺寸要求》，提高

了中国显微光学精密仪器产业在国际上的话语权和影响力。公司已成功研发了 NE 950、NIB 900 等系列高端产品，是国内少数具备高端显微镜制造力的企业之一。

图 19: NE 950 全电动正置显微镜



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 20: NIB 900-FL 倒置荧光显微镜



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

三、自动驾驶与机器视觉打开光学元件长期成长空间

（一）自动驾驶拉动车载镜头需求，公司竞争优势显著，有望受益

新能源汽车销量高速增长，未来发展空间大。从全球新能源市场来看，据产业信息网数据，2014-2020 年全球新能源汽车销量由 32.88 万辆增长至 324 万辆，渗透率由 0.37% 提升至 4.16%，整体市场呈快速增长趋势。从国内新能源市场来看，据乘联会数据，2018-2021 年间国内新能源汽车销量由 99.30 万辆增长至 298.90 万辆，年复合增长率达 44.39%；其中，2021 年 12 月国内新能源汽车继续维持高速增长态势，零售销量达 47.5 万辆，同比增长 128.8%。我们认为，目前伴随着科技巨头、传统车企、造车新势力与国产汽车巨头等多方势力的持续发力，新能源汽车发展确定性强；另外，在我国双碳政策和能源安全的大背景下，国内新能源汽车市场规模将继续保持迅速替代燃油车的趋势，据乘联会数据，2021 年新能源汽车总零售销量为 298.90 万辆，渗透率为 14.8%，新能源车未来发展市场依旧广阔。

图 21：全球新能源汽车渗透率稳步提升（万辆）

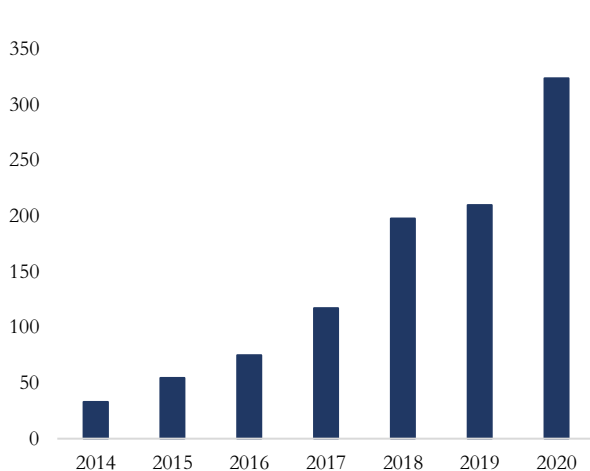
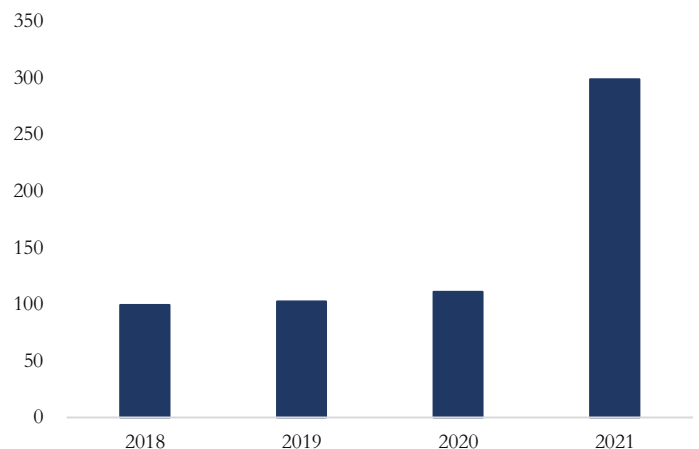


图 22：我国新能源汽车零售销量快速增长（万辆）



资料来源：产业信息网，信达证券研发中心

资料来源：wind，信达证券研发中心

技术不断突破，汽车智能化成为必然趋势。在电动汽车端，电池技术不断取得突破，已经基本解决了电动汽车的里程焦虑问题，大幅提升用户使用体验；在电动汽车生态端，快充技术逐步成熟，国内充电桩数量迅速增长，有效解决了充电难、充电慢等问题；在用户角度上，在电动车价格与油电比双重因素的驱动下，电动车的经济效益逐步显现，更多用户倾向选择电动车。同时，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智能终端，在汽车电动化和物联网迅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，有望迎来高速发展时期。

图 23：汽车智能化示意图



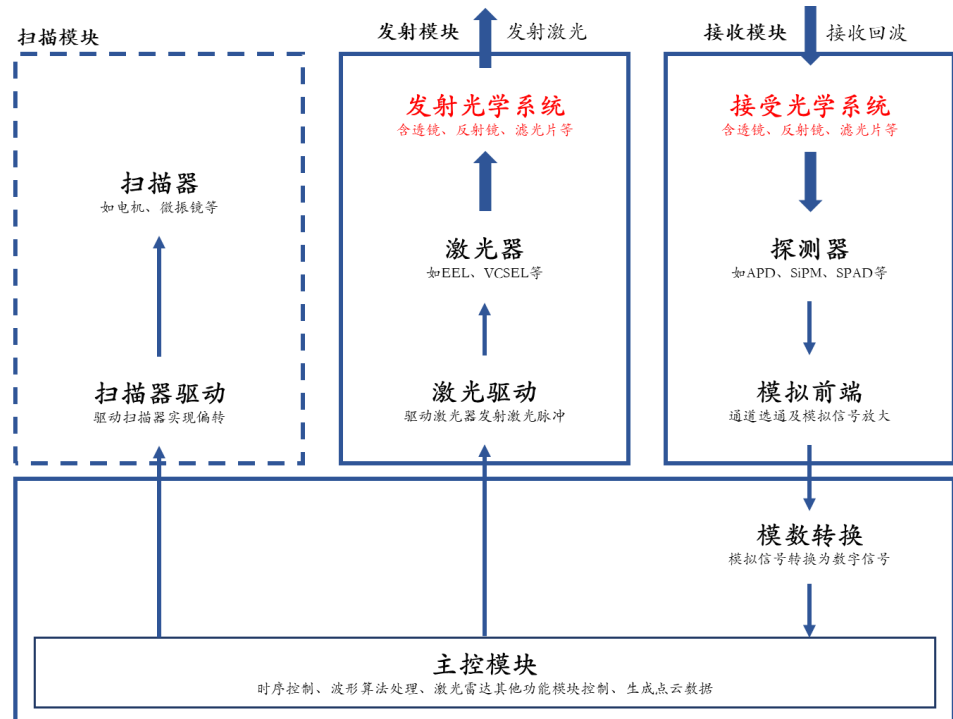
资料来源：贤集网，信达证券研发中心

在汽车智能化大趋势下，车载镜头需求量大，未来发展确定性强。智能汽车集环境感知、规划决策、多层级辅助驾驶为一体，运用计算机、互联网、人工智能、自动控制等多项技术，最终达到自动驾驶目的并提高行车的安全性和舒适度，其中感知层是智能汽车和自动驾驶的基础。智能汽车的感知硬件主要包括高清摄像头、激光雷达、毫米波雷达和超声波雷达，车企通常会选择其中一种或多种硬件组件构成智能汽车感知层解决方案。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，并伴随着各种雷达成本进一步下降，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。

图 24：激光雷达核心模块示意图



资料来源：禾赛科技招股说明书，信达证券研发中心

自动驾驶推动单车所需车载镜头数量增长。自动辅助驾驶技术按照程度的不同从低到高可分为 L1 至 L5 五个层级，目前的自动驾驶技术尚处 L2-L3 级别，一般来说，L2 级别平均需要 5-8 个左右的摄像头，而 L3 级别需要 12-15 个，而 L4/L5 级别大概需要 15-20 个。另外，2021 年是激光雷达发展元年，车载雷达感知体系有望进一步成熟，在多重因素的共同推动下，单车所需的车载镜头数量有望大幅提高，进一步扩大车载镜头的需求量。

车载镜头市场广阔，2030 年国内市场规模有望达到 380 亿。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 300 元，以每辆智能汽车打造 8 个摄像头预测，则我国到 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 588-756 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 867-1140 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	3150 万辆	8 个	756 亿元
	中性预期	2800 万辆	8 个	672 亿元
	悲观预期	2450 万辆	8 个	588 亿元
2030 年	乐观预期	3800 万辆	10 个	1140 亿元
	中性预期	3800 万辆	8 个	912 亿元
	悲观预期	3610 万辆	8 个	867 亿元

资料来源：信达证券研发中心测算

永新光学积极布局车载镜头领域，车载镜头前片项目稳定量产。公司积极把握汽车智能化大趋势，深度布局车载镜头领域，目前车载镜头前片项目已经稳定量产，在手订单突破 80 万片/月，此外公司也在积极布局激光雷达领域，具备多数车载激光雷达光学元部件的研发和

生产能力。

公司技术实力雄厚，迁移成本低。车载镜头对技术要求高，需要在零下 40-零上 80 摄氏度仍能正常工作，寿命长，这对模具、设计、加工工艺、组装等各个方面要求高，特别是激光雷达镜头，是激光雷达中最难的部分之一，故进入车载镜头市场前期需要大量的科研投入和人才培育。作为在光学领域深耕二十多年的老牌企业，公司在显微镜领域已经积攒了非常丰厚的技术经验和人才基础，拓展车载镜头方面的业务相对而言投入低，性价比更高，发展车载镜头的利润空间大。

图 25：公司的车载摄像头与激光雷达镜头产品

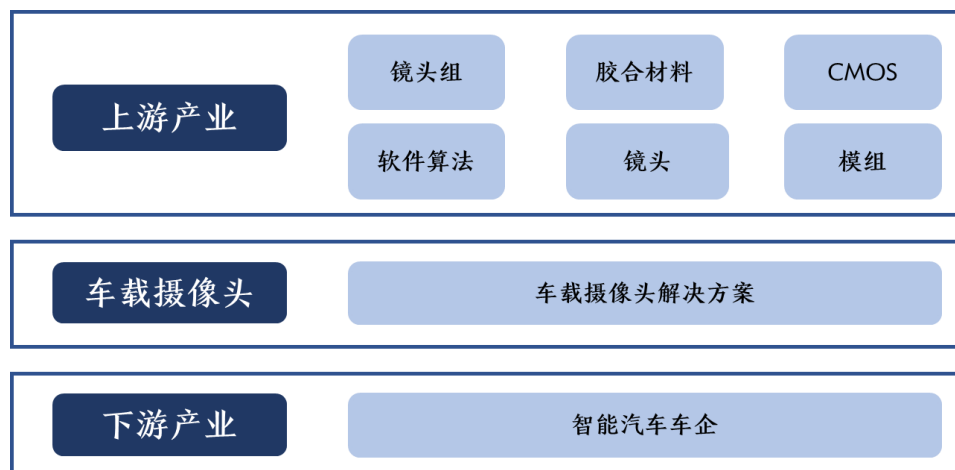


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

获得知名厂商认证，客户资源有保障。由于车载镜头具有非常高的技术壁垒，故制造厂商在选择供应商时也会格外谨慎。国际知名光学制造商对供应商的选择一般需要经过严格的认证，对产品的工艺、质量、技术水平以及供应厂商的生产能力进行充分考量，建立合格供应商名录，长期合作，不会随意更换。目前车载镜头产业链上的知名企业有索尼、松下等。

目前公司已经就激光雷达光学元件和禾赛、Innoviz 等国内外知名的激光雷达厂商达成合作，进入麦格纳供应商名单，为索尼公司提供车载镜头前片。麦格纳下游配套客户有上海通用、上海大众、一汽大众、北京现代等车企，索尼绑定下游车企，如特斯拉的 800 万像素的车载摄像头搭载的是索尼的车载摄像头芯片。公司产品位于车载摄像头产业链的上游，成功进入多家车企供应链，具备较强的客户壁垒。

图 26：车载摄像头产业链

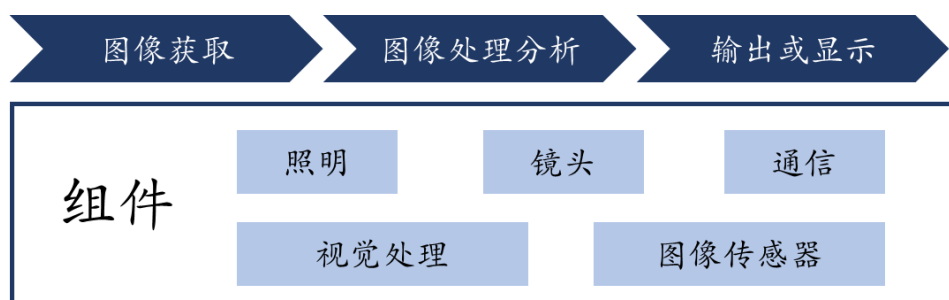


资料来源：信达证券研发中心

（二）机器视觉方兴未艾，为公司打开新增长曲线

机器视觉综合性强，是未来工业发展的大方向。机器视觉技术，是图像处理、机械工程技术、控制、电光源照明、光学成像、传感器、模拟以及数字视频技术、计算机软硬件技术等各方面的综合，在危险的工作环境或者自动化生产场合用机器代替人眼进行必须的判断和测量，从而提高生产的效率以及自动化水平。**人工智能逐步成熟，智能制造是我国工业未来的发展趋势，机器视觉发展空间大。**伴随人工智能、大数据等技术的成熟，人工智能在工业各个领域的应用可行性越来越高，提高自动化生产水平、降低生产成本的能力显著，智能制造成为发展的必然趋势。在智能制造的推动之下，国内制造业的智能化转型有望以更快的速度发展，机器视觉作为智能制造中不可缺少的部分，未来发展空间广阔。

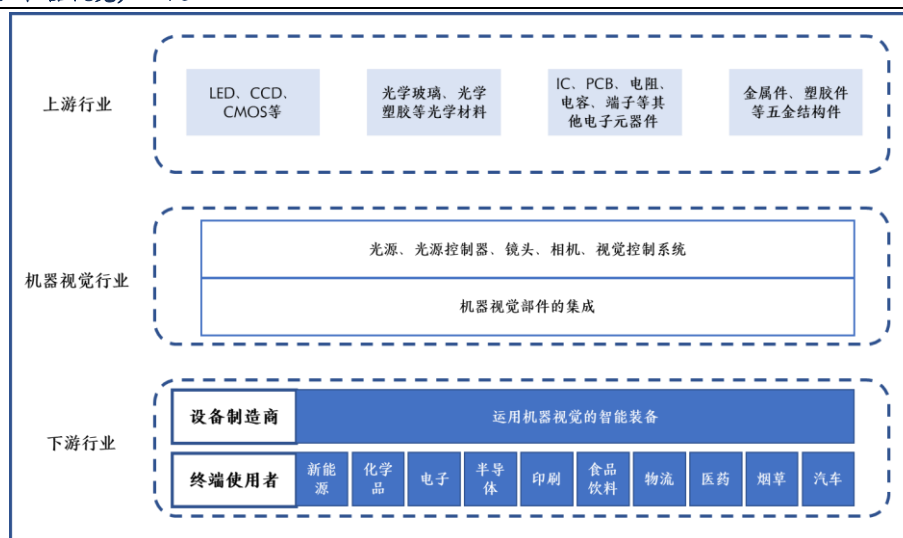
图 27：机器视觉系统组成



资料来源：信达证券研发中心

光学元件在机器视觉中占有重要地位。机器视觉产业的上下游行业很多，包括光学元件制造、电子元气件以及五金结构件等。机器视觉最主要的逻辑是对收集到的图像信息进行分析处理，智能设备根据处理的信息做出相应判断。图像获取阶段要经过照明、图像聚焦形成以及图像确定并最终形成摄像机输出信号。在这一过程中镜片以及镜头的质量对获取图像信息的准确性起到非常关键的作用，也左右着后续智能设备的操作。机器视觉市场规模随着人工智能的发展逐步扩大，势必会给光学企业带来新的发展机遇。

图 28：机器视觉产业链



资料来源：奥普特招股说明书，信达证券研发中心

永新光学在机器视觉领域发展机遇大。随着工业互联网的发展和人工智能市场规模的迅速增加，公司在机器视觉方面的业务也增长迅速。条码扫描仪是公司的优势产品之一，工业条

码扫描仪要求高精度、高性能，主要应用在智能生产中标识追踪产品过程。公司在条码扫描仪上具备明显优势，2019 年为康耐视开发的液体变焦镜头实现批量出货，用于专业医疗及康复的弱听弱视人士 AI 眼镜摄像模组也完成了开发并实现了小批量出货；公司拥有机器视觉领域的良好基础与客户群体，未来有望向更多机器视觉领域拓展，充分打开成长空间。

图 29：公司的机器视觉镜头产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测及假设

高端显微镜国产替代逻辑下，公司作为国内少数几家具备研发/制造高端显微镜的企业，有望获得更多国内高端显微镜市场份额；汽车智能化趋势下，车载镜头需求量高增，公司积极布局车载领域，有望充分受益；伴随智能制造的发展，机器视觉行业景气度提升，公司的机器视觉相关产品有望受益。总体来看，公司未来的业绩有望维持较高增速。

公司主营业务基本假设如下：

1)光学元件组件系列：汽车智能化趋势提振车载镜头需求量，智能制造推动机器视觉相关元器件需求量，公司在以上领域均有布局，预计短期内出货量维持高增、毛利率小幅增长，中长期出货量稳中有增、毛利率基本保持稳定；

2)显微镜系列：国内高端显微镜市场受国产替代趋势推动，本土企业有望获得更多市场份额，公司作为国内少数具备自主研发/制造高端光学显微镜的企业之一，有望核心受益，预计公司的显微镜业务在未来将保持较高增速；

3)其他业务：未来保持较快增速发展。

表 3：永新光学业绩预测

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	573	576	804	1,143	1,540
同比 (%)	2.09%	0.59%	39.51%	42.14%	34.76%
归属母公司净利润	139	162	252	268	343
同比 (%)	14.12%	16.28%	55.92%	6.42%	27.84%
毛利率 (%)	41.95%	42.87%	45.64%	45.85%	46.29%
ROE (%)	12.32%	12.85%	17.36%	16.31%	17.98%
EPS (摊薄) (元)	1.27	1.46	2.28	2.43	3.10
P/B	88.29	75.96	48.70	45.76	35.80
P/B	10.88	9.76	8.46	7.47	6.44

资料来源：wind，信达证券研发中心（时间截至 2022 年 01 月 12 日）

2、估值分析与投资评级

受益于高端显微镜国产替代与汽车智能化趋势，永新光学下游行业景气度不断提升，对高端显微镜/光学镜头的需求量高增。公司深耕光学领域多年，技术护城河高筑，新产品边际开发成本低，业绩充分受益于下游需求的增长。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 2.52 亿元、2.68 亿元、3.43 亿元，对应 PE 为 48.70 倍、45.76 倍、35.80 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 4：估值对比表

公司	代码	股价	市值	EPS			PE		
				21E	22E	23E	21E	22E	23E
舜宇光学科技	2382.HK	220.4	2417.5	5.27	6.43	7.81	41.82	34.29	28.21
水晶光电	002273.SZ	15.1	209.6	0.40	0.49	0.61	37.62	30.48	24.55
欧菲光	002456.SZ	9.3	301.8	0.06	0.33	0.44	167.27	28.31	21.24
平均估值				1.91	2.42	2.95	82.24	31.03	24.67
永新光学	603297.SH	111.1	122.8	2.28	2.43	3.10	48.70	45.76	35.80

资料来源：wind，信达证券研发中心（时间截至 2022 年 01 月 12 日）

五、风险因素

1、技术不能持续领先及核心人员和核心技术流失的风险

公司主要从事光学显微镜、光学元件组件和其他光学产品的研发、生产和销售。若公司不能持续加强技术研发并推出新产品，将会对公司未来发展产生不利影响。虽然公司建立和完善了一整套严密的技术管理制度，与技术研发人员均签署了《保密协议》等文件，加强了核心技术保密工作，防止核心技术外泄，但仍然无法排除竞争对手通过非正常渠道获取公司商业机密或技术研发人员流失的可能，从而对公司的生产经营和持续发展带来不利影响。

2、市场拓展风险

公司已针对新增产能从开拓客户以及销售机制等方面制定了相应的计划，但若公司产品市场开拓不利，不能持续提升技术研发及产品转化能力，或下游行业及宏观经济出现较大波动等导致市场需求下滑，可能导致本次募集资金投资项目投产后面临较大的市场拓展风险。

3、主要销售国贸易政策变化风险

如果未来中美贸易摩擦进一步加剧，导致由于使用中国零部件而使新美亚墨西哥工厂生产的最终产品出口到美国时被征收额外关税，将间接对发行人产生不利影响。如果其他主要出口国家和地区对显微镜及光学元件组件的进口贸易政策发生变化，公司出口业务将可能面临一定的风险。



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E
流动资产	860	1,006	1,595	2,008	1,359
货币资金	436	474	926	1,115	205
应收票据	2	1	1	2	3
应收账款	125	127	167	238	321
预付账款	3	5	6	9	12
存货	113	122	160	227	303
其他	182	278	334	418	516
非流动资产	406	455	613	759	894
长期股权投资	29	28	28	28	28
固定资产(合计)	142	311	475	626	765
无形资产	57	56	50	45	41
其他	177	60	60	60	60
资产总计	1,266	1,462	2,208	2,767	2,253
流动负债	122	193	746	1,113	336
短期借款	0	25	542	847	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	73	105	139	197	263
其他	49	63	65	69	73
非流动负债	15	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他	15	10	10	10	10
负债合计	137	203	756	1,123	346
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,129	1,258	1,452	1,645	1,907
负债和股东权益	1,266	1,462	2,208	2,767	2,253

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E
营业总收入	573	576	804	1,143	1,540
同比(%)	2.1%	0.6%	39.5%	42.1%	34.8%
归属母公司净利润	139	162	252	268	343
同比(%)	14.1%	16.3%	55.9%	6.4%	27.8%
毛利率(%)	41.9%	42.9%	45.6%	45.9%	46.3%
ROE(%)	12.3%	12.8%	17.4%	16.3%	18.0%
EPS(摊薄)(元)	1.27	1.46	2.28	2.43	3.10
P/E	88.29	75.96	48.70	45.76	35.80
P/B	10.88	9.76	8.46	7.47	6.44
EV/EBITDA	44.89	35.59	23.48	21.33	16.59

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E
营业总收入	573	576	804	1,143	1,540
营业成本	333	329	437	619	827
营业税金及附加	7	6	8	11	15
销售费用	37	35	32	74	108
管理费用	26	42	32	86	116
研发费用	45	47	48	94	131
财务费用	-5	11	0	2	4
减值损失合计	-4	0	0	0	0
投资净收益	24	20	16	20	19
其他	9	58	30	33	40
营业利润	160	184	292	311	398
营业外收支	1	2	0	0	0
利润总额	160	186	292	311	398
所得税	21	24	40	42	56
净利润	139	162	252	268	343
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	139	162	252	268	343
EBITDA	168	212	322	354	455
EPS(当年)(元)	1.27	1.46	2.28	2.43	3.10

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020A	2021	2022	2023E
经营活动现金	132	189	136	96	150
净利润	139	162	252	268	343
折旧摊销	16	19	30	42	53
财务费用	-5	16	0	2	4
投资损失	-31	-24	-19	-46	-53
营运资金变动	5	12	-103	-168	-197
其它	1	-1	3	5	6
投资活动现金流	198	-130	-142	-135	-129
资本支出	-84	-58	-188	-188	-188
长期投资	29	28	28	28	28
其他	253	-101	17	25	31
筹资活动现金流	-46	-1	459	228	-932
吸收投资	42	63	59	76	80
借款	-5	47	517	305	-847
支付利息或股息	-37	-59	-58	-77	-84
现金净增加额	283	57	452	189	-910

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	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15995555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com

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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。