

业绩实现高增长，自主产品占比提升

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 前三季度实现营收 20.3 亿元 (+17.5%), 实现归母净利润 1.6 亿元 (+47.2%); 其中 2022 年 Q3 单季度实现营收 7.4 亿元 (+25.3%), 实现归母净利润 0.8 亿元 (+72.3%)。
- **自主产品占比提升+规模效应逐步体现, 拉动毛利率提升。** 1) 2022 年前三季度公司整体毛利率 35.1%, 同比提升 1.6pp, 其中 Q3 单季度毛利率 34.2%, 环比 Q2 下降 4.0pp。毛利率提升明显主要系公司持续加大产品研发投入, 自主产品更趋完善, 自主产品收入比例稳步提升; 同时伴随收入规模增长, 规模经济效益逐步体现。2) 费用率方面, 2022 年前三季度期间费用率为 30.2%, 同比提升 0.7pp, 其中销售费用率为 9.4%, 同比下降 0.2pp, 管理费用率为 6.8%, 同比下降 1.2pp, 受公司持续加大研发投入, 进一步完善在消费电子、新能源、虚拟数字人等领域的战略布局的影响, 研发费用率为 13.4%, 同比提升 1.3pp, 财务费用率为 0.6%, 同比提升 0.8pp。3) 净利率方面, 2022 年前三季度公司整体净利率 7.8%, 同比提升 1.6pp, 其中 Q3 单季度净利率 10.8%, 环比 Q2 下降 1.6pp。
- **机器视觉行业景气度高, 预计我国 2022-2025 年市场规模 CAGR 达到 21%。** 机器视觉是用机器代替人眼, 对事物进行检测、判断和控制, 被广泛地应用于产品尺寸检测、缺陷检测、产品识别、装配定位等方面。2015-2020 年, 全球机器视觉器件市场规模由 56 亿美元增长至 107 亿美元, 年复合增速为 13.8%。2021 年我国机器视觉市场规模达到 181 亿元, 预计 2025 年达到 393 亿元, 2022-2025 年复合增速为 21%。
- **国内机器视觉销售额 top1, 与头部客户共同成长。** 2020、2021 年, 公司在国内机器视觉行业的销售额保持第一, 2020 年公司在消费电子可配置视觉系统份额第三, 仅次于康耐视与基恩士, 在中小屏显示检测、印刷包装智能视觉装备份额第一。公司长期服务细分领域龙头客户, 与苹果的合作关系具备较强持续性, 同时与京东方、TCL、宁德时代等优质客户保持长期稳定的合作关系, 深刻理解客户与行业需求, 与客户共同进步, 保持领先。此外, 公司实现从中游装备向上游芯片、相机、镜头等核心器件的全产业链布局, 高筑技术壁垒, 前瞻布局锂电, 服务于元宇宙“虚拟数字人”、VR 领域, 增长潜力巨大。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.25、3.36、4.56 亿元, 对应 EPS 分别为 0.49、0.73、0.98 元, 未来三年归母净利润将保持 38% 的复合增长率。公司为机器视觉装备领域的领导者, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险; 设计研发与技术储备无法及时匹配下游需求的风险; 大客户订单波动影响业绩稳定性的风险; 市场竞争加剧导致客户份额流失的风险等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2436.12	3191.78	4063.50	4980.28
增长率	38.77%	31.02%	27.31%	22.56%
归属母公司净利润(百万元)	171.86	224.95	336.32	455.75
增长率	30.27%	30.89%	49.51%	35.51%
每股收益 EPS(元)	0.37	0.49	0.73	0.98
净资产收益率 ROE	11.04%	12.76%	16.37%	18.65%
PE	69	53	35	26
PB	7.63	6.77	5.81	4.88

数据来源: Wind, 西南证券

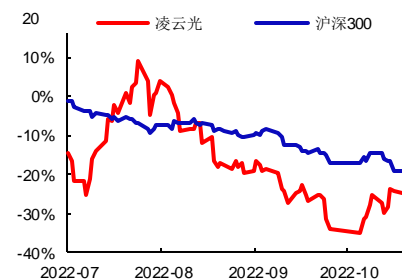
西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn

分析师: 高宇洋
执业证号: S1250520110001
电话: 021-58351839
邮箱: gyy@swsc.com.cn

联系人: 周鑫雨
电话: 021-58351893
邮箱: zxyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.63
流通 A 股(亿股)	0.83
52 周内股价区间(元)	21.61-38.37
总市值(亿元)	119.03
总资产(亿元)	48.08
每股净资产(元)	8.26

相关研究

目 录

1 “光机电算软”一体化，铸就国内机器视觉龙头.....	1
1.1 聚焦机器视觉主航道，二十载初衷不改.....	1
1.2 横纵向全产业链布局，内生外延精益求精.....	2
1.3 公司业绩快速增长，自主业务占比有望进一步提升.....	4
2 盈利预测与估值.....	5
2.1 盈利预测.....	5
2.2 相对估值.....	6
3 风险提示.....	7

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权集中度高, 富士康为战略投资者.....	2
图 3: 公司在机器视觉产业链上游、中游均有布局.....	3
图 4: 凌云光 2019-2021 营业收入 CAGR=20%.....	4
图 5: 凌云光 2019-2021 归母净利润 CAGR=46%.....	4
图 6: 凌云光盈利能力相对稳定.....	4
图 7: 凌云光期间费用率在 30%左右.....	4
图 8: 自主业务占比在 60%左右.....	5
图 9: 智能视觉装备、可配置视觉系统业务毛利率水平较高.....	5

表 目 录

表 1: 公司产品形态及应用领域.....	2
表 2: 公司分业务收入及毛利率预测.....	6
表 3: 可比公司估值 (截至 2022 年 10 月 25 日).....	7
附表: 财务预测与估值.....	8

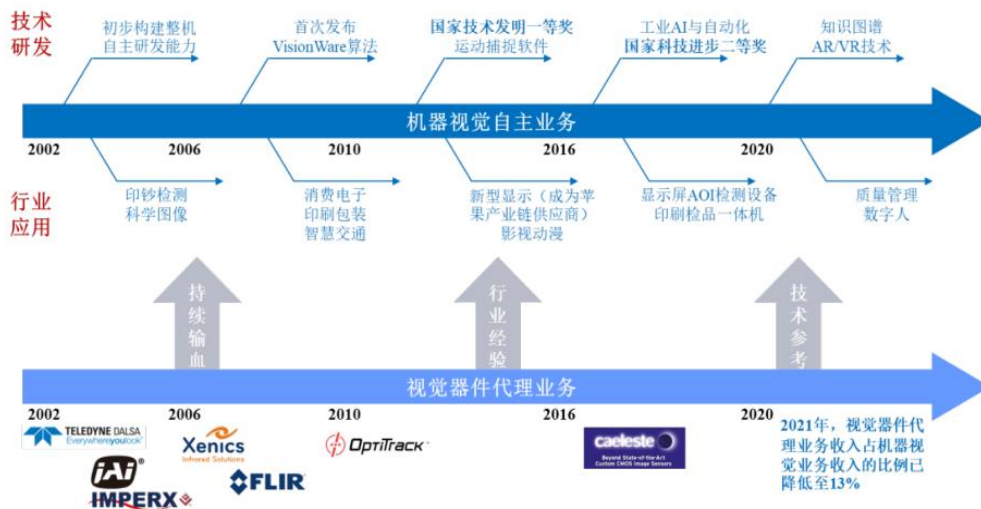
1 “光机电算软”一体化，铸就国内机器视觉龙头

1.1 聚焦机器视觉主航道，二十载初衷不改

公司率先倡导“为机器植入眼睛和大脑”，自主与代理业务并行。凌云光技术股份有限公司前身成立于2002年，位于北京市，于2020年9月整体变更设立为股份有限公司。自成立以来，公司一直以光技术创新为基础，从事机器视觉及光通信业务，深度耕耘机器视觉产业链近20年。

公司的发展历程分为三个阶段：1) 2002-2006年：公司成立初期即在印钞行业积极开展自主研发，掌握了全工艺段机器视觉系统开发能力，奠定坚实的自研基础，于2006年收购天博光电拓展光传输与接入网业务。2) 2006-2015年：公司进一步进入印刷包装、新型显示、消费电子及智慧交通等行业，提供的解决方案和自研器件在多行业得到广泛应用，同时自主研发相机，对外投资布局CMOS传感器及工业镜头。光通信代理业务在光器件的基础上增加仪器仪表产品。3) 2016年至今：明确机器视觉业务主线，扩展自动化技术，推出系列生产线体型智能视觉检测和量测设备。

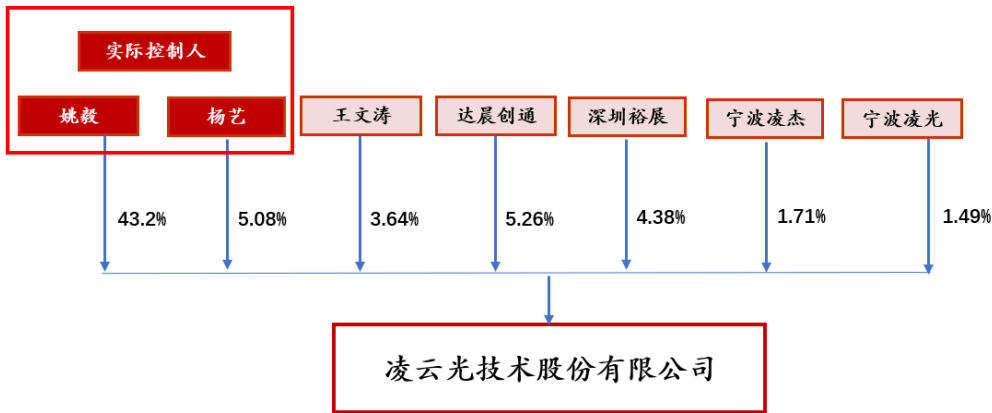
图 1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司股权集中度高，富士康为战略投资者。公司实际控制人为姚毅和杨艺夫妻，二人直接共同持股 48.28%。董事长姚毅，董事王文涛、杨艺、赵严均毕业于高等学府工学类专业，理论知识扎实，且具备多年机器视觉、光电子行业公司的从业经验，产业背景深厚。富士康作为战略投资者，持股 4.38%，有效带动双方深层的战略合作。

投资多家子公司布局光通信。凌云光国际主营业务为负责视觉器件、光纤器件与仪器的境外产品之采购或销售；凌云光通信主营业务为光纤器件与仪器的代理销售业务，为凌云光主营业务的重要组成部分；凌云天博主营业务为光通信接入网。

图 2：公司股权集中度高，富士康为战略投资者


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.2 横纵向全产业链布局，内生外延精益求精

横向拓展：从印钞-印刷包装-消费电子-新能源等。公司成立初期在印钞行业开展自主研发，奠定了视觉系统自主研发的技术能力，同时与国外领先厂商开展代理业务关系。2006年起，公司发展进入新阶段，大力拓展多行业视觉应用，逐步进入消费电子、新型显示、印刷包装、智慧交通等领域，以充分满足市场多方面需求。期间，公司完成了从项目型视觉系统开发商到可配置视觉系统、智能视觉装备专业厂商的转型。2016年至今，公司以扩展的自动化技术，助力用户数字化、智能化升级为基础，继续渗透新兴行业，以锂电和光伏为业务核心，前瞻布局新能源领域。

表 1：公司产品形态及应用领域

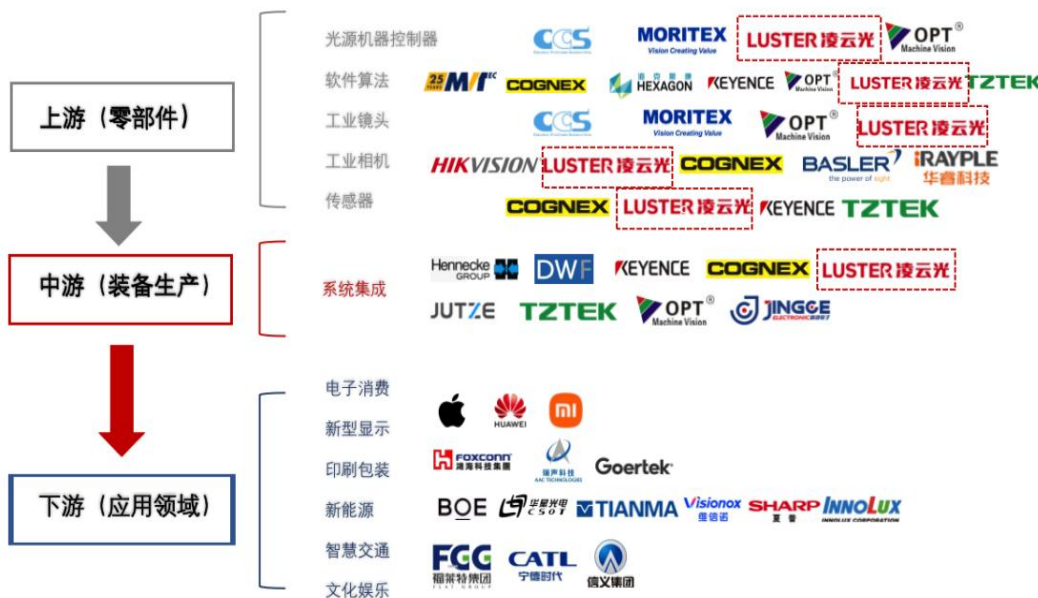
产品系列	应用领域	产品形态	应用场景
可配置视觉系统	消费电子		手机关键零部件与精密模组的智能生产，比如扬声器、马达与泡棉贴附等；手机整机组装产线中的屏幕模组、摄像头、壳体与主机等组装工艺；智能手表的背板、前晶体模块、盖板玻璃、外壳等组装工艺
	其他制造业		应用于锂电、光伏、半导体、FPC、高端表面材料等场景
	智慧交通		应用于国家铁路、城市轨道交通、公路、机场等领域完成动态故障检测、运行线路基础设施的检测、在线检测预警等
	立体视觉		应用于影视制作、VR/AR等场景，对应用场景中人或物的特征点、轮廓、点云等三维信息进行精确提取，提供运动捕捉与数字建模产品及服务支持等
	科学图像		应用于高速摄影、显微成像、光谱成像等基础科学场景，完成 X 射线/紫外光/可见光、短波/中波/长波红外的全谱段成像方案等
智能视觉装备	新型显示		点灯场景（屏幕点亮）下，实现对 3-15.6 英寸屏幕的发光性能检测，支持曲面屏检测，覆盖模组和 Cell 工艺段；应用于 3-15.6 英寸屏幕外观缺陷检测，覆盖模组 Cell

产品系列	应用领域	产品形态	应用场景
	印刷包装		针对宽幅卷料产品如软包装、烟包、接装纸、液体包、铝箔类等行业的高精度、自动化印刷质量检测；针对彩盒包装行业的高精度、自动化印刷质量检测；针对电子、日化、医药等不干胶标签行业的高精度自动化印刷质量视觉检测
	消费电子		主要实现电子制造领域中零部件 3D 精密测量和缺陷检测的功能，用于提升加工、组装、测试等制程工艺的精度和效率等
	新能源		对光伏玻璃表面和边角质量进行检测；对锂电池隔膜类缺陷进行检测等

数据来源：公司招股书，西南证券整理

纵向延伸：从中游设备商-上游算法、芯片、相机等。公司 2002 年起正式从事机器视觉自主研发业务，从印钞行业切入机器视觉系统开发，此后自生外延逐渐向上游延伸实现核心器件批量自用、外销，持续开发算法平台、相机及光源研发，同时在芯片、镜头上布局。**(1) 自主开发机器视觉之灵魂—算法。**公司于 2005 年开始自主研发机器视觉算法平台 VisionWare1.0，目前已经迭代到 5.0 版本，形成了具有完全自主知识产权的机器视觉图像处理核心算法平台，已广泛应用于苹果公司的产业链。**(2) 精准投资机器视觉之核心—芯片。**2012 年。公司投资 CMOS 传感器芯片设计公司长光辰芯，最新股权占比 10.2%，得以开展国内高端 CMOS 成像芯片研发。**(3) 储备相机、光源、镜头研发经验。**公司在 2005 年成立相机研发中心，先后开发了面向工业、科研、交通等行业的几十款特色相机。光源方面，公司累计开发了多款特种光源，拥有 30 多项发明专利。2017 年，公司投资工业镜头公司湖南长步道光电，定制开发高精度大景深成像镜头、高动态红外动捕镜头等特色镜头。

图 3：公司在机器视觉产业链上游、中游均有布局



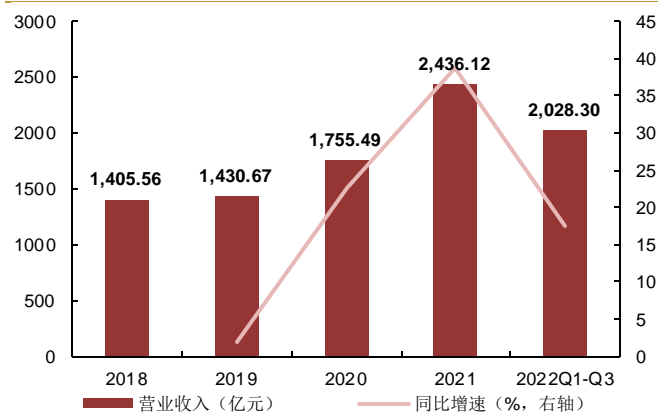
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.3 公司业绩快速增长，自主业务占比有望进一步提升

2019-2021 年营收 CAGR=20%，归母净利润 CAGR=46%。随“工业 4.0”时代到来，工业自动化需求亟待解决，得益于消费电子、新能源等下游市场蓬勃发展催生的巨大增量需求，以及利好政策频出催化，公司积极把握机器视觉市场机遇，不断完善产品体系，带动相关业务保持较快增长。2022 前三季度，公司实现营业收入 20.3 亿元，同比增长 17.5%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 47.2%。

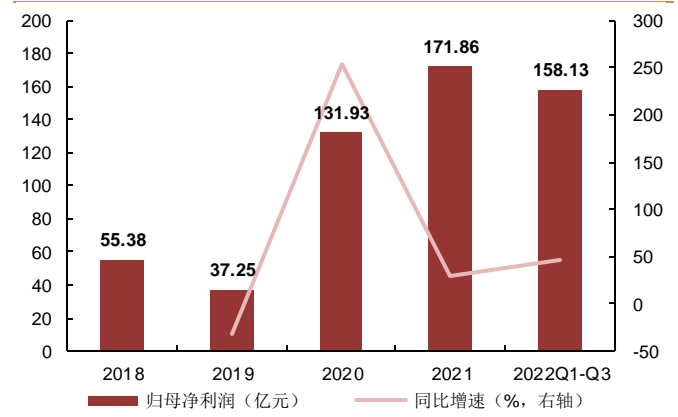
公司盈利能力相对稳定。2018 年至今，公司毛利率保持在 30% 以上，净利率近两年在 7% 左右。未来随着自主业务占比提升以及规模效应显现，公司毛利率和净利率的提升空间较大。公司期间费用率在 30% 左右。

图 4：凌云光 2019-2021 营业收入 CAGR=20%



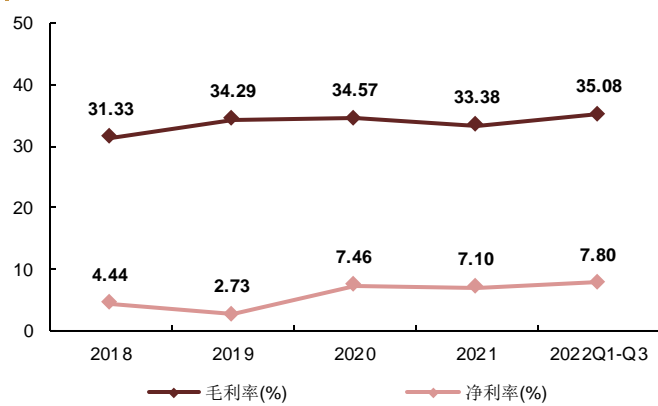
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：凌云光 2019-2021 归母净利润 CAGR=46%



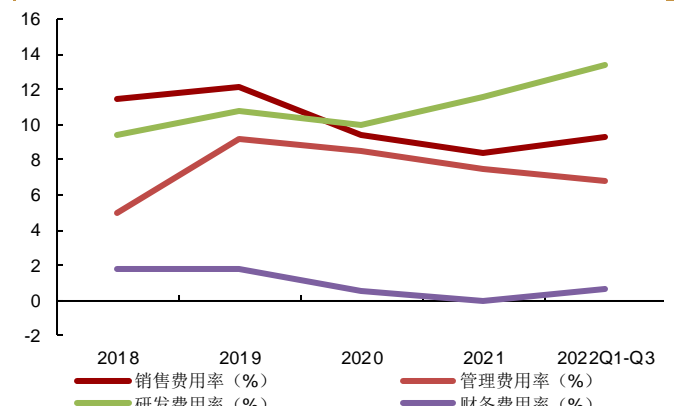
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：凌云光盈利能力相对稳定



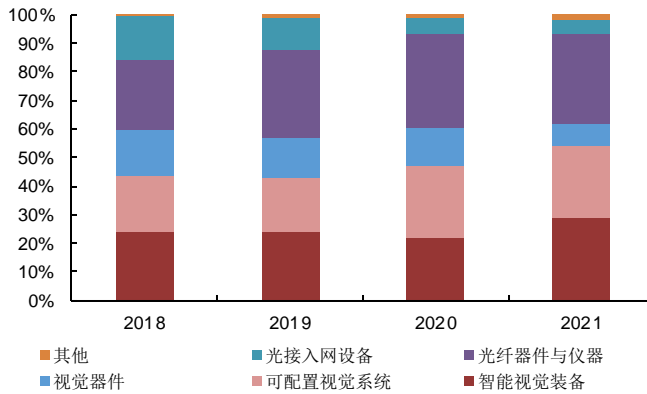
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：凌云光期间费用率在 30% 左右

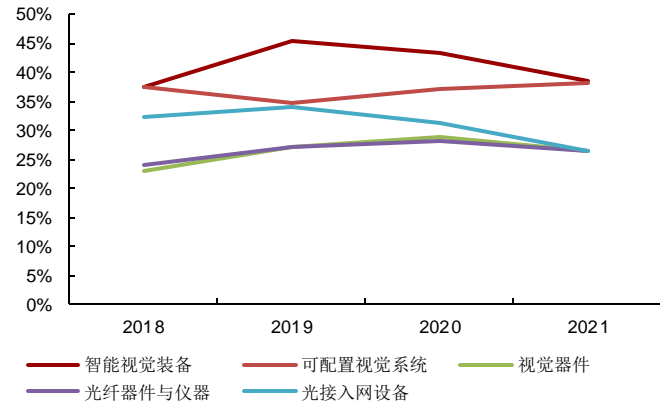


数据来源：Wind，西南证券整理

自主业务占比在 60% 左右，未来有望进一步提升，从而提升毛利率水平。2021 年自主业务（智能视觉装备、可配置视觉系统、光接入网设备及其他业务）占比 61%，未来随着公司在 3C、新能源等下游领域的持续开拓，公司自主业务占比有望进一步提升，从而带动整体毛利率提升。自主业务中智能视觉装备、可配置视觉系统业务毛利率水平较高，2021 年分别为 38.3%、38.2%。

图 8：自主业务占比在 60%左右


数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：智能视觉装备、可配置视觉系统业务毛利率水平较高


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

智能视觉装备业务：公司自 2016 年进入苹果供应链，已逐步获得苹果公司的认可，假设公司在苹果供应链的渗透率持续上升，消费电子类产品收入保持迅速增长，同时在新能源领域新客户进展顺利，在新型显示、印刷包装等领域继续保持先发优势。假设 2022-2024 年智能视觉装备业务订单增速分别为 49.1%、38.2%、28.0%，毛利率分别为 41%、42%、43%。

可配置视觉系统业务：假设公司在苹果供应链的渗透率持续上升，消费电子类产品收入保持迅速增长，此外公司较早布局光伏玻璃及锂电池检测领域，相关可配置视觉系统产品将受益于主流厂商积极扩产带来的增量需求。假设 2022-2024 年可配置视觉系统业务订单增速分别为 39.3%、32.5%、26.7%，毛利率维持在 38% 的水平。

视觉器件业务：属于代理业务，公司与海外知名机器视觉企业开展战略合作，代理其进行销售及技术支持服务，同自身的产品搭配出售。预计随国内机器视觉厂商业务规模的扩大，其对器件采购需求有所增加。假设 2022-2024 年视觉器件业务订单保持 5%、5%、5% 的平稳增长，毛利率维持在 26% 的水平。

光纤器件与仪器业务：属于代理业务，公司对海外先进光纤器件与仪器厂商进行代理销售，服务于国内光通信产学研客户。假设 2022-2024 年光纤器件与仪器有业务订单增速分别为 20%、18%、15%，毛利率维持在 26% 的水平。

光接入网业务：公司对该业务采取主动战略收缩策略，假设 2022-2024 年光接入网业务订单分别同比降低 10%，毛利率维持在 27% 的水平。

服务收入：随公司可配置视觉系统产品、智能视觉装备产品销量的增加，下游客户对技术服务的需求，以及供应商对推广服务的需求随之提升，假设 2022-2024 年服务订单保持 50% 的高速增长，毛利率维持在 60% 的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 2：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
合计	收入	2,436.12	3191.78	4063.50	4980.28
	增速	38.8%	31.0%	27.3%	22.6%
	毛利率	33.4%	34.9%	35.9%	36.8%
智能视觉装备	收入	706.3	1053.194	1455.44	1862.82
	增速	81.5%	49.1%	38.2%	28.0%
	毛利率	38.3%	41.0%	42.0%	43.0%
可配置视觉系统	收入	601.80	838.29	1110.35	1406.58
	增速	39.2%	39.3%	32.5%	26.7%
	毛利率	38.2%	38.0%	38.0%	38.0%
视觉器件	收入	202.83	212.97	223.62	234.80
	增速	-12.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	26.5%	26.0%	26.0%	26.0%
光纤器件与仪器	收入	758.75	910.50	1074.39	1235.55
	增速	29.5%	20.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	26.4%	26.0%	26.0%	26.0%
光接入网设备	收入	121.21	109.09	98.18	88.36
	增速	31.2%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	26.4%	27.0%	27.0%	27.0%
服务收入	收入	45.02	67.53	101.30	151.94
	增速	91.0%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	57.6%	60.0%	60.0%	60.0%
其他业务	收入	0.20	0.21	0.22	0.23
	增速	900.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取同样生产机器视觉设备的天准科技、矩子科技为可比公司，2022-2024 年 2 家可比公司平均 PE 为 42、30、22 倍。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.25、3.36、4.56 亿元，未来三年归母净利润将保持 38% 的复合增长率。公司为机器视觉装备领域的领导者，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值（截至 2022 年 10 月 25 日）

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688003.SH	天准科技	37.01	0.71	1.00	1.29	1.79	54.9	37.19	28.66	20.72
300802.SZ	矩子科技	22.05	0.62	0.47	0.69	0.97	63.9	47.12	31.74	22.79
可比公司平均值							59.4	42.2	30.2	21.8
688400.SH	凌云光	25.68	0.37	0.49	0.73	0.98	69	53	35	26

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1) 原材料价格波动风险。原材料占自主业务成本的比重在 80% 以上，因此原材料价格变化对公司经营业绩影响较大。但若原材料价格发生剧烈波动，将引起公司产品成本的大幅变化，则可能对公司经营产生不利影响。

2) 设计研发与技术储备无法及时匹配下游需求的风险。公司下游新能源、立体成像等行业处于快速发展的阶段，若研发及技术储备无法及时匹配下游需求，将可能对公司经营产生不利影响。

3) 大客户订单波动影响业绩稳定性的风险。公司 3C 业务大客户收入占比较高，若大客户订单有所波动将对公司业绩产生不利影响。

4) 市场竞争加剧导致客户份额流失的风险。随着机器视觉技术不断成熟，如果更多本土竞争对手加入，可能导致产品市场价格下降，将对公司经营产生不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2436.12	3191.78	4063.50	4980.28	净利润	173.00	224.95	336.32	455.75
营业成本	1623.00	2079.28	2605.43	3147.37	折旧与摊销	27.78	19.15	19.15	19.15
营业税金及附加	11.64	15.25	19.41	23.79	财务费用	-1.63	6.20	2.33	3.20
销售费用	205.92	255.34	325.08	398.42	资产减值损失	-7.61	0.00	0.00	0.00
管理费用	183.64	606.44	772.06	946.25	经营营运资本变动	-372.56	-262.74	-330.18	-314.89
财务费用	-1.63	6.20	2.33	3.20	其他	39.65	1.66	1.43	1.70
资产减值损失	-7.61	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-141.38	-10.78	29.04	164.90
投资收益	3.57	0.00	0.00	0.00	资本支出	-45.24	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-48.74	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-93.98	0.00	0.00	0.00
营业利润	170.87	229.28	339.18	461.24	短期借款	150.40	-168.53	16.67	-16.67
其他非经营损益	0.01	0.00	0.00	0.00	长期借款	-9.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	170.88	229.28	339.18	461.24	股权融资	63.16	0.00	0.00	0.00
所得税	-2.12	4.32	2.86	5.50	支付股利	0.00	-34.37	-44.99	-67.26
净利润	173.00	224.95	336.32	455.75	其他	-101.59	29.61	47.67	46.80
少数股东损益	1.13	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	102.47	-173.29	19.35	-37.13
归属母公司股东净利润	171.86	224.95	336.32	455.75	现金流量净额	-135.00	-184.07	48.39	127.78
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	542.03	357.96	406.35	534.13	成长能力				
应收和预付款项	987.14	1262.60	1617.32	1975.11	销售收入增长率	38.77%	31.02%	27.31%	22.56%
存货	387.39	496.72	622.24	751.74	营业利润增长率	26.92%	34.18%	47.94%	35.99%
其他流动资产	115.21	61.69	73.63	92.25	净利润增长率	32.14%	30.03%	49.51%	35.51%
长期股权投资	109.05	109.05	109.05	109.05	EBITDA 增长率	17.96%	29.24%	41.64%	34.09%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	341.60	326.08	310.56	295.04	毛利率	33.38%	34.86%	35.88%	36.80%
无形资产和开发支出	21.72	18.99	16.26	13.52	三费率	15.92%	27.19%	27.06%	27.06%
其他非流动资产	96.17	95.28	94.38	93.48	净利率	7.10%	7.05%	8.28%	9.15%
资产总计	2600.32	2728.36	3249.78	3864.32	ROE	11.04%	12.76%	16.37%	18.65%
短期借款	168.53	0.00	16.67	0.00	ROA	6.65%	8.24%	10.35%	11.79%
应付和预收款项	503.45	716.68	875.62	1063.54	ROIC	16.43%	16.23%	19.56%	22.13%
长期借款	28.50	28.50	28.50	28.50	EBITDA/销售收入	8.09%	7.98%	8.88%	9.71%
其他负债	333.37	219.93	274.42	329.23	营运能力				
负债合计	1033.84	965.11	1195.21	1421.27	总资产周转率	1.04	1.20	1.36	1.40
股本	360.00	463.50	463.50	463.50	固定资产周转率	9.37	12.92	17.54	23.05
资本公积	886.03	782.53	782.53	782.53	应收账款周转率	3.53	3.40	3.37	3.31
留存收益	320.77	511.35	802.68	1191.16	存货周转率	4.90	4.70	4.66	4.58
归属母公司股东权益	1560.61	1757.38	2048.71	2437.19	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.05%	—	—	—
少数股东权益	5.86	5.86	5.86	5.86	资本结构				
股东权益合计	1566.47	1763.25	2054.57	2443.06	资产负债率	39.76%	35.37%	36.78%	36.78%
负债和股东权益合计	2600.32	2728.36	3249.78	3864.32	带息债务/总负债	19.06%	2.95%	3.78%	2.01%
					流动比率	2.38	2.96	2.97	3.07
					速动比率	1.93	2.29	2.29	2.38
					股利支付率	0.00%	15.28%	13.38%	14.76%
					每股指标				
					每股收益	0.37	0.49	0.73	0.98
					每股净资产	3.37	3.79	4.42	5.26
					每股经营现金	-0.31	-0.02	0.06	0.36
					每股股利	0.00	0.07	0.10	0.15
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	197.02	254.63	360.66	483.59					
PE	69.26	52.91	35.39	26.12					
PB	7.63	6.77	5.81	4.88					
PS	4.89	3.73	2.93	2.39					
EV/EBITDA	44.83	45.11	31.76	23.39					
股息率	0.00%	0.29%	0.38%	0.57%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn