

永新光学（603297）：深耕光学领域20余载， 2+2平台建设未来可期

2023年8月18日

证券分析师：张世杰
电话：010-88695170
E-MAIL: zhangsj@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190523020001

摘要:

- **公司概况：公司是中国光学精密仪器及核心光学部件供应商。**公司主要从事光学显微镜和精密光学元器件的研发、生产和销售，目前，公司在完成首批募投项目的基础上，积极实施“2+2”业务布局—即在立足光学显微镜和条码机器视觉两大核心业务的基础上，同时拓展激光雷达和医疗光学两大新兴业务，不断提升公司综合竞争力。分产品来看，公司平面光学元件和显微镜系列产品齐头并进，新兴业务不断放量，2019-2022年公司营收从5.73亿元增长至8.29亿元，3年CAGR达13.10%，公司产品高端化趋势明显，综合毛利率始终维持在40%以上高位运行
- **光学显微镜+条码机器视觉：核心业务运营稳定，盈利能力优秀共筑企业护城河。**在光学显微镜领域：据Reportlinker统计，2020年中国光学显微镜市场约24亿元，到2026年有望超过46亿元，2020-2026年CAGR达11.5%。2020年“四大家”在中国市场的市占率之和高达87.18%，近年来国家也密集出台了多项政策支持国产科学仪器的发展，公司开发了NEXCOPE系列高端光学显微镜品牌，自主研发的共聚焦显微镜仅用1年时间即实现从“无”到“优”的快速突破。公司显微镜业务高端化趋势明显，在营收快速增长的同时，整体毛利率由31.29%提升至40.19%，增幅高达8.9%。未来，随高端显微镜占比不断提升，公司显微镜业务的营收及毛利率将持续提高；在条码机器视觉领域：随全球电子商务、工业自动化、物联网的发展，条码扫描市场持续稳定增长，得利捷、讯宝科技（zebra）、霍尼韦尔市场占比约60%，是全球条码设备市场的主要提供商；机器视觉作为人工智能正在快速发展的一个分支，2021-2025年，全球机器视觉器件市场规模将以6.56%的复合增长率增长至2025年147亿美元。从竞争格局来看，机器视觉系统领域长期由基恩士、康耐视等厂商主导，处于行业垄断地位。公司深度绑定行业核心大客户，凭借技术能力以及快速响应能力与行业核心客户维持了长期稳定的合作关系。未来随公司在条码机器视觉领域多个新产品的逐步放量，将有望进一步增厚公司业绩
- **医疗光学+激光雷达：新兴业务布局完善，研发实力强劲未来可期。**医疗光学：受益于我国消费群体庞大、健康需求不断增加以及政府的积极支持，我国医疗器械市场发展空间极为广阔。2020年中国医疗器械市场规模约7341亿元，同比增长18.3%，接近全球市场同期增速的4倍，至2023年将突破万亿。公司医疗光学业务主要分为医疗影像及体外诊断产品，在医疗影像方面，公司在积极开拓超声影像光学元器件、内窥镜镜头市场的同时，加速切入手术显微镜市场；在体外诊断方面，多款高端医用生物显微镜快速投入市场，已与北京协和医院、中国人民解放军总医院、北京肿瘤医院等数十家医院产生合作。公司利用长期在显微光学及核心光学部件技术的积累及显微医疗市场的基础，不断建设医疗光学核心能力，开启了在该领域的新征程。2023年7月，公司公告了《2023年限制性股票激励计划（草案）》，在考核中首次将医疗光学业务营业收入作为目标，也体现出了公司在医疗光学领域的信心；激光雷达：目前L2+辅助驾驶逐渐成为标配，当前自动驾驶行业已经从聚焦技术竞争，进入到以商业化落地为主导的下半场，受无人驾驶车队规模扩张、激光雷达在高级辅助驾驶中渗透率增加、服务型机器人及智能交通建设等领域需求的推动，至2025年全球市场规模将达135.4亿美元，2019-2025年CAGR高达64.5%，呈现高速发展态势，前景十分广阔。光学部件国内供应链的技术水平已经完全达到或超越国外供应链的水准，且有明显的成本优势，已经可以完全替代国外供应链和满足产品加工的需求。公司是国内最早布局激光雷达光学元器件业务的光学公司之一，与禾赛、Innoviz、Innovusion、北醒光子、麦格纳等激光雷达领域国内外知名企业保持深度的合作关系，并成功新开拓数家重要客户。随多款搭载激光雷达的车型陆续量产上市，该业务已步入快速增长通道

风险提示：新品产品研发不达预期风险；条码扫描市场复苏不及预期风险；新客户导入不及预期风险

公司概况：国内领先光学企业，锁定“2+2”业务布局

发展历程：深耕光学领域20余年，产品矩阵丰富高端化趋势明显

国产光学精密仪器核心供应商，立足核心业务，拓展新赛道。宁波永新光学股份有限公司成立于1997年，是中国光学精密仪器及核心光学部件供应商。公司主要从事光学显微镜和精密光学元组件的研发、生产和销售，主要产品包括生物显微镜及工业显微镜、条码扫描仪镜头、平面光学元件、专业成像光学镜片及镜头，拥有“NOVEL”、“NEXCOPE”、“江南”等自主品牌，产品主要出口欧美、日本、新加坡等国家和地区，是国内光学领域的知名企业之一。目前，公司在完成首批募投项目的基础上，积极实施“2+2”业务布局——即在立足光学显微镜和条码机器视觉两大核心业务的基础上，同时拓展激光雷达和医疗光学两大新兴业务，不断提升公司综合竞争力

图：公司主要产品矩阵

光学仪器



光学元件零组件



产品端：中高端新兴业务拓展持续突破，研发实力强劲客户质量高

- **“2+2” 业务布局条理清晰，技术实力强劲产品兑现有保证。**公司形成了清晰的“2+2”业务布局，光学显微镜和条码机器视觉作为公司具备传统优势的两大核心业务，具有显著优势：公司具有自主技术的高端显微镜目前已应用于多个领域，高端替代策略进展顺利，盈利能力持续增强；公司作为全球条码扫描镜头龙头精准把握客户需求，加速新品导入，并且加速切入条码扫描复杂部组件业务，不断提高在“条码光学市场”的竞争优势和市场占有率；在机器视觉领域，公司加大了与机器视觉头部企业康耐视的合作，目前已成为其定制类光学产品第一大供应商；在新拓展的**激光雷达产品及医疗光学业务**方面：公司作为国内较早布局激光雷达业务的光学企业，随激光雷达上车进度加快，激光雷达业务有望实现快速突破；公司医疗光学产品主要包括医疗影像及体外诊断产品，目前公司多款产品已实现突破性进展，有望为公司发展注入新动能；
- **掌握核心技术，拥抱优质客户。**公司技术中心被认定为国家企业技术中心，公司国家级博士后工作站获评“2022年宁波市优秀博士后工作站”，同时牵头承接了多项国家级重点项目，截止2022年，公司共主导编制1项国际标准，牵头或参与制修订国家、行业标准102项、团体标准1项，为增强企业核心竞争力起到了有效支撑；同时，公司凭借自身技术优势及对行业的把握，与国内外多家知名院校、医院、企业建立了深度合作关系。下游客户作为各细分赛道中的龙头企业，市场份额稳定、抗风险能力强，为公司的持续发展提供了可靠的订单保障

图：公司各业务板块主要客户资源



公司治理：将出名门经验丰富，五年五倍彰显信心

- **公司股权结构稳定，管理层经验丰富。**公司第一大股东永新光电实业有限公司持股比例29.16%，实际控制人为永新光学董事长曹其东家族。公司总经理、技术总监及联席董事长毛磊先生，持有公司2.94%股权；其妻吴世惠及其子毛浩阳通过波通投资间接持股永新光学10.97%。毛磊先生作为公司核心人物，是教授级高级工程师，享受国务院政府特殊津贴专家，1997年进入公司，曾任南京江南光电（集团）股份有限公司产品主办设计员、公司办公室副主任、总工程师，拥有丰富的研发及管理经验；
- **五年五倍彰显信心，员工持股凝心聚力。**公司于2020年提出五年战略规划，该规划指出公司未来以显微镜、光学元器件业务板块为核心，计划5年内实现5倍产值规模和5倍效率，体现了公司对未来路径的清晰规划和发展信心；同时，公司积极推进员工持股平台建设，设立厦门新颢投资合伙企业作为员工持股平台。2022年，公司通过实施员工持股平台减持、限制性股票激励计划第二期解禁等举措，为91名激励对象实现股权兑现，有利于维护核心人才团队的稳定性，为企业的长期稳定发展提供充足动力

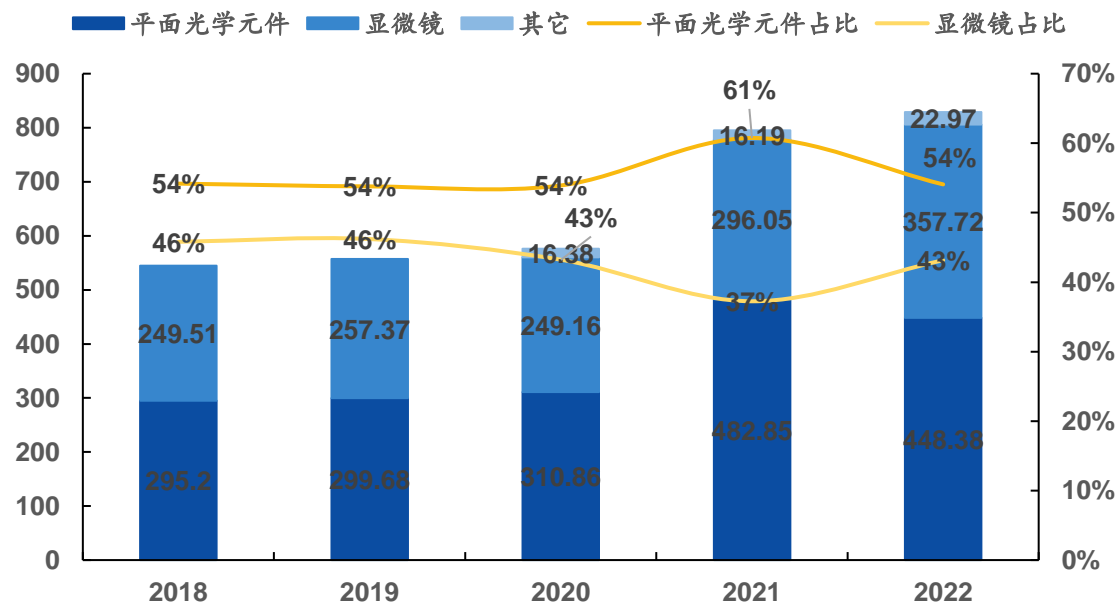
图：公司股权穿透图（截止2022年3月31日）



营收端：高端产品兑现优秀，历史业绩稳健盈利能力强

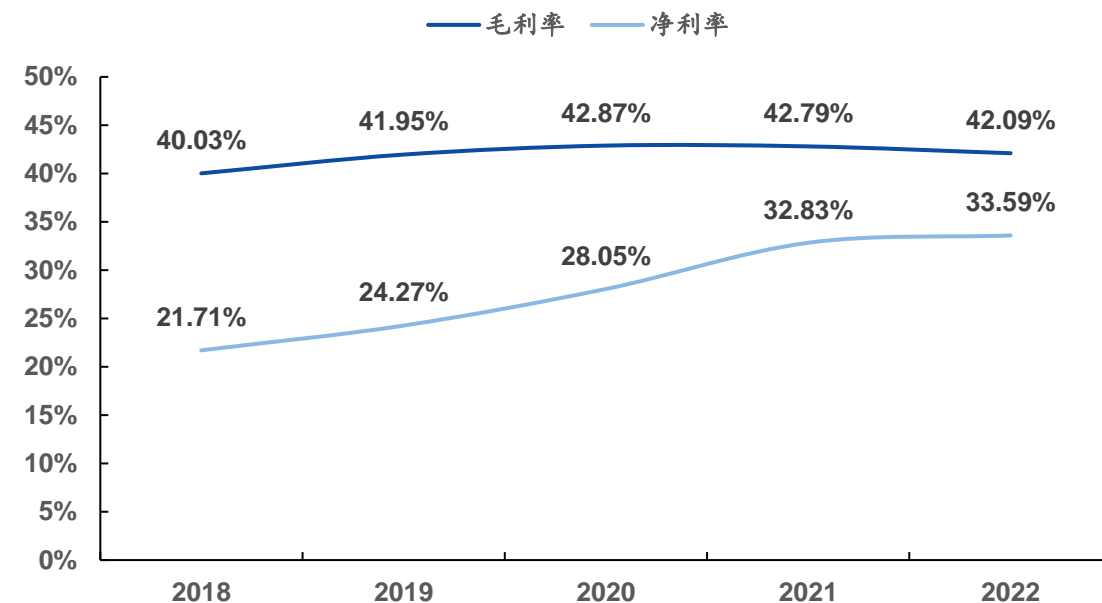
- **平面光学元件和显微镜系列产品齐头并进，新兴业务不断放量。**近年来，受益于公司在个主要业务板块的新产品放量与产品高端化进展的持续兑现，公司平面光学元件以及显微镜业务处于齐头并进的增长趋势，2022年，受益于公司光学显微镜业务抗压能力强，保持了较快增长，显微镜高端替代策略进展顺利，公司显微镜业务占比有所提升，公司整体业绩保持稳健增长；
- **产品高端化趋势明显，盈利能力有保障。**公司在业务稳健发展的同时，不断聚焦行业发展趋势，加快中高端新兴业务拓展，使得公司毛利率稳中有升，始终维持在40%以上高位运行，净利率持续攀升，未来随着公司产品在中高端新兴业务的持续拓展，公司盈利空间有望进一步扩大

图：公司近五年营收结构



资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

图：公司近五年毛利率及净利率情况

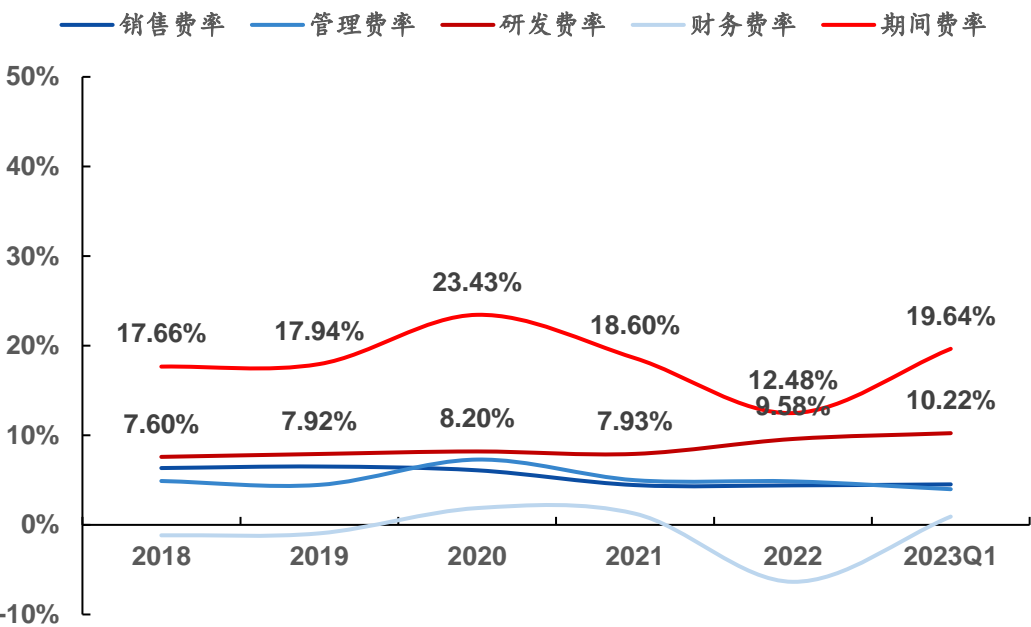


资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

费用端：降费增效成果显著，重视研发维持高研发投入

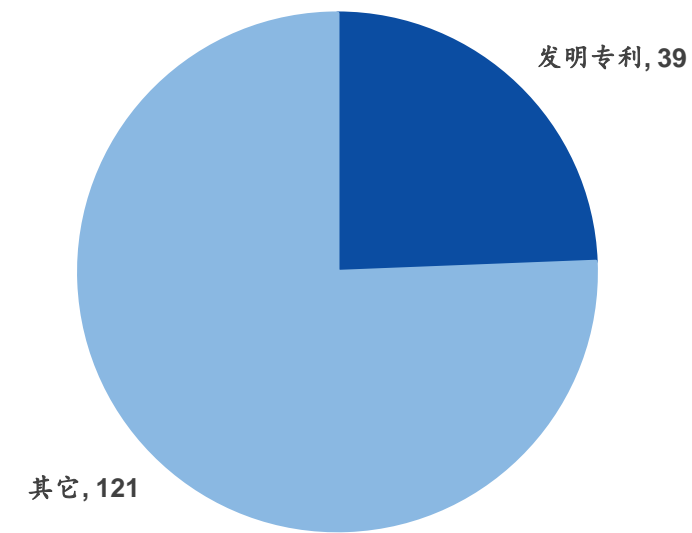
期间费率相对稳定，研发投入持续提升。公司费用管控能力始终较好，期间费率近年来始终维持在较稳定区间内。其中2022年总费用率为12.48%，同比显著降低6.12 pct，主要系该年人民币持续贬值汇兑收益增加使财务费用减少所致。同时，公司始终高度重视产品研发，2022年研发投入达7,939 万元，同比增长25.87%，营收占比达9.58%。公司在新产品研发的不断投入，截止2022年，公司共拥有专利160项，其中发明专利39项，为公司在下游客户中不断实现新产品的导入放量、以及产品向高端化方向的迭代升级起到了有效支撑作用，同时也进一步增强了企业核心竞争力，为公司在业务持续稳健发展的同时维持较高的盈利水平提供了有效保障

图：公司期间费率



资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

图：公司专利数量



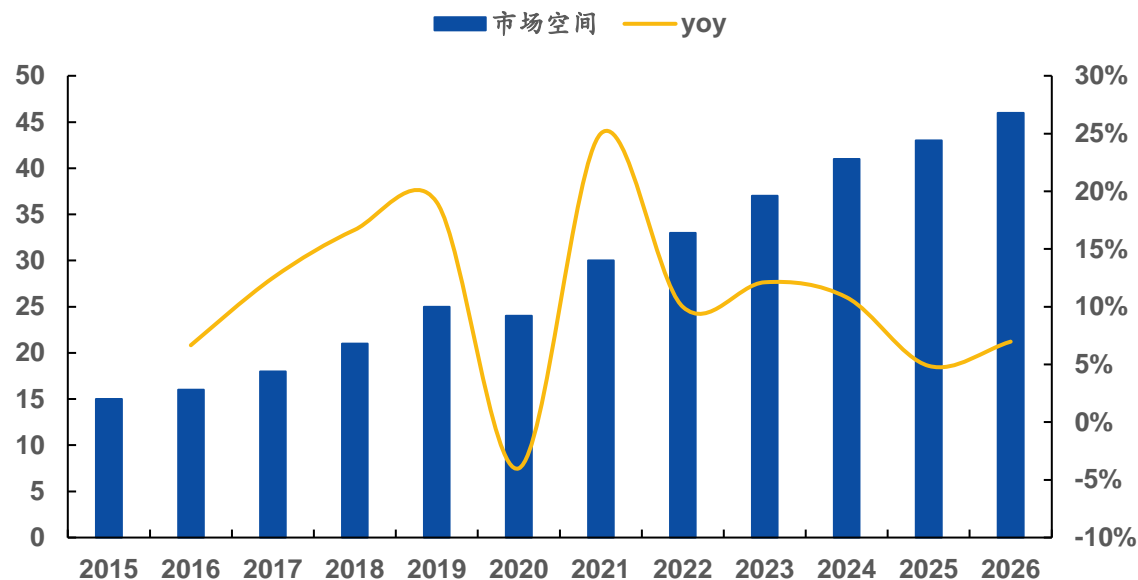
资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

光学显微镜+条码机器视觉：核心业务运营稳定， 盈利能力优秀
共筑企业护城河

光学显微镜：高端产品发力+国产替代政策持续，保障公司盈利稳健提升

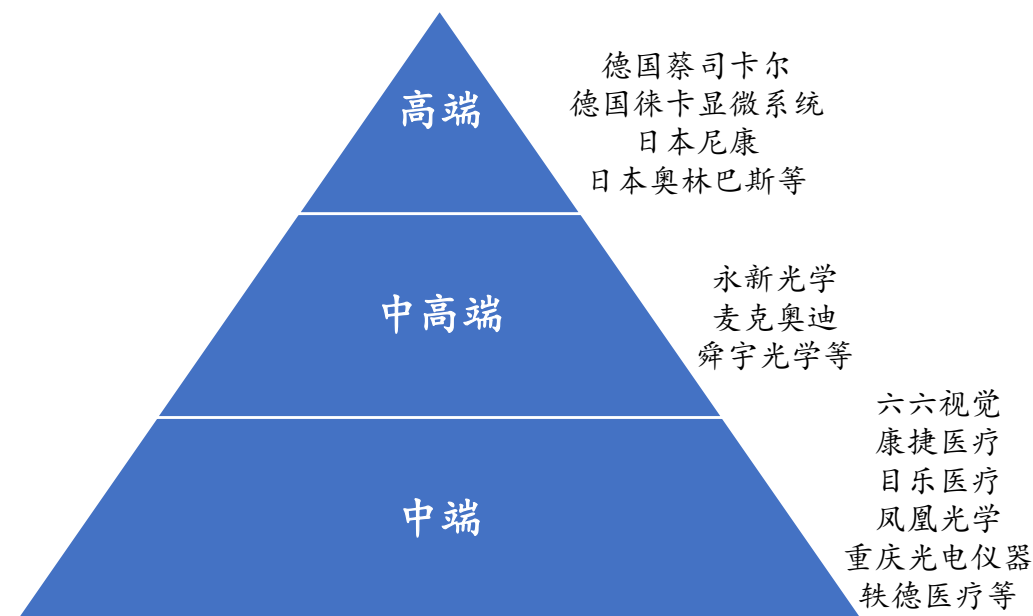
我国光学显微镜市场空间有望超40亿元，政策催化国产光学企业突围在即。据Reportlinker统计，2020年中国光学显微镜市场约24亿元，占全球光学显微镜市场的10%。其中，高端市场集中度相对较高，主要集中在徕卡显微系统、蔡司、尼康、奥林巴斯等国外企业，国内企业也有所布局，目前国内具备生产高端显微镜能力的企业主要以舜宇光学科技、麦克奥迪、永新光学等企业为代表。总体来看，光学显微镜市场需求稳定，受经济周期波动影响较小。随着我国国民经济与教育水平的不断提升，科研、医疗、工业生产等的进步，对光学显微镜的需求将会扩大。据预测，到2026年我国光学显微镜市场空间有望超过46亿元，2020-2026年CAGR达11.5%。在我国光学显微镜市场需求规模快速提升的同时，近年来国家也密集出台了多项政策支持科学仪器的发展，随着国家对科学仪器、医疗健康、生命科学研究的政策引导和加大投入，我国中高端显微科学仪器将迎来重要发展机遇，国产显微仪器高端化及国产替代的市场空间巨大

图：中国显微镜市场空间（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院、太平洋证券研究院

图：我国光学显微镜竞争层次

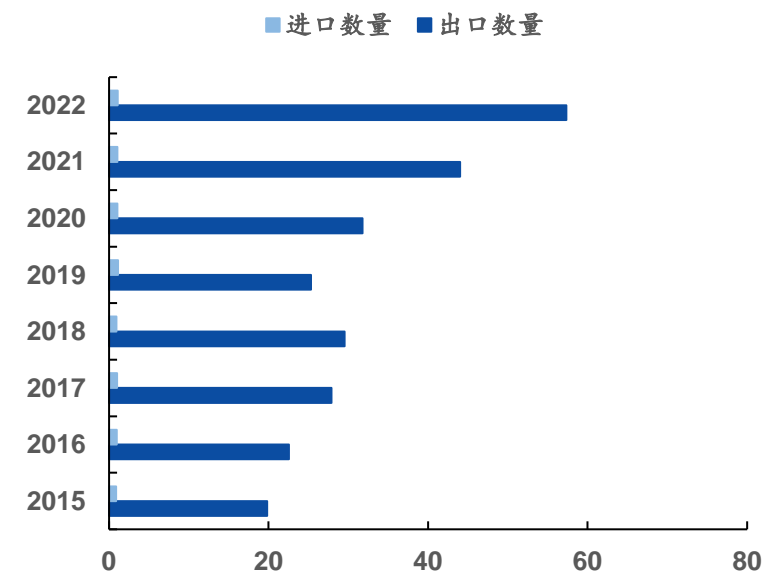


资料来源：前瞻产业研究院、太平洋证券研究院

光学显微镜：高端产品发力+国产替代政策持续，保障公司盈利稳健提升

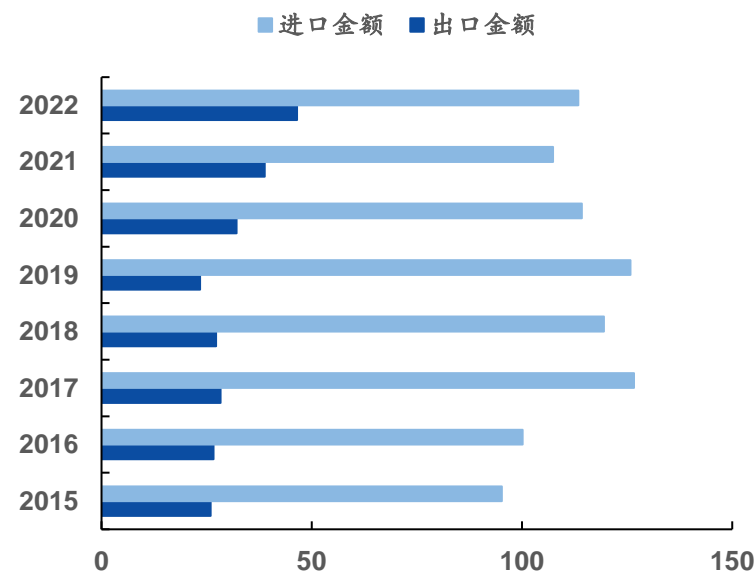
国产显微镜市场产品结构极不均衡，四大家把持绝对市场份额。全球光学显微镜生产早在20世纪70、80年代便开始从日本逐渐转移至我国，目前，我国已能能够生产95%的教育类和普及类显微镜，是全球光学显微镜加工制造中心。但由于我国显微镜行业在高端领域的相对薄弱，具有更高价值量的高端产品仍主要依赖进口。从海关总署近几年我国显微镜进出口数量及金额来看，2022年我国显微镜出口数量约为进口数量的53倍，但进口金额却是出口金额的2倍以上，我国显微镜进出口数量与金额的严重不匹配，体现了我国国产显微镜市场产品结构的不均衡。目前，共聚焦显微镜的主流品牌有蔡司、徕卡、奥林巴斯、尼康、安道尔等。2020年，“四大家”在中国市场的市占率之和高达87.18%

图：中国显微镜进出口数量（万台）



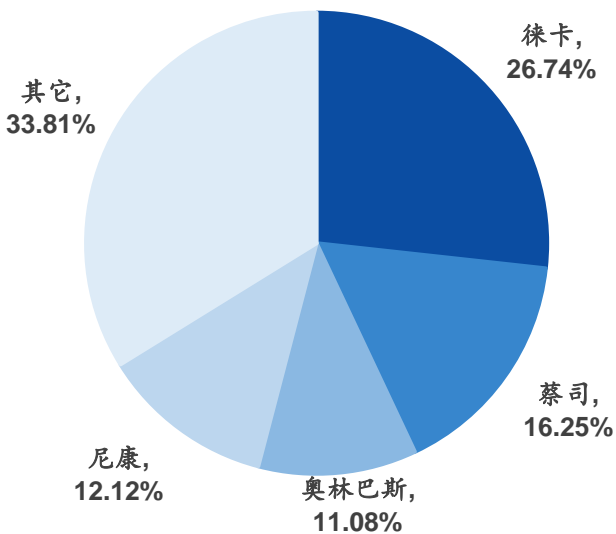
资料来源：iFind、太平洋证券研究院

图：中国显微镜进出口金额（百万美元）



资料来源：iFind、太平洋证券研究院

图：2020年中国共聚焦显微镜市场格局

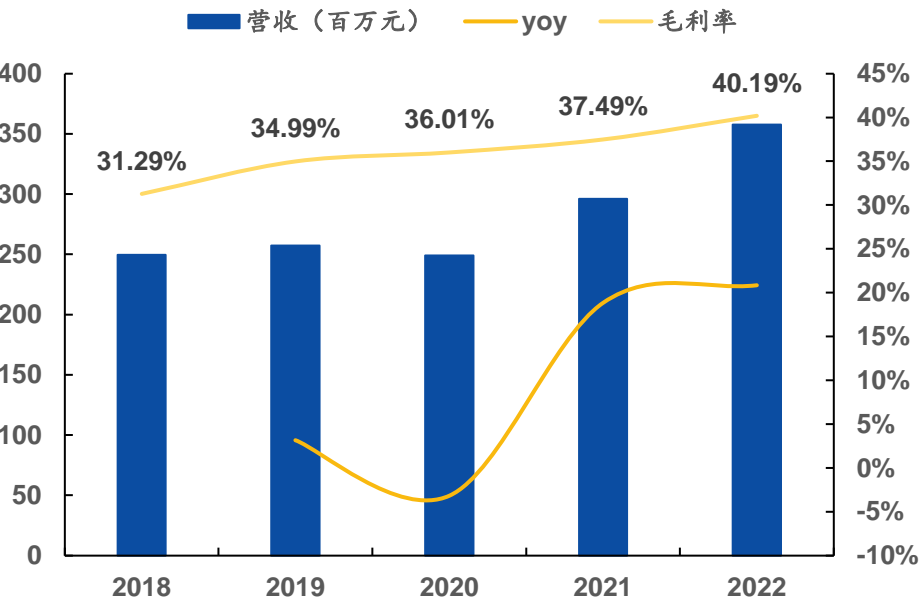


资料来源：仪器信息网、太平洋证券研究院

光学显微镜：高端产品发力+国产替代政策持续，保障公司盈利稳健提升

政策市场双驱动，公司后发先至产业化能力强。得益于政策及市场需求双重驱动，公司开发了NEXCOPE系列高端光学显微镜品牌，自主研发的共聚焦显微镜仅用1年时间即实现从“无”到“优”的快速突破；截至2022年，公司的共聚焦显微镜已实现数十台套销售，试用客户超百家，客户涵盖科研机构、高校、医院等，并成功开拓海外市场。2022年，公司高端光学显微镜品牌NEXCOPE系列产品营收突破1亿元，同比增长近70%，其中科研用高端显微镜增长超100%。**公司在高端显微镜领域的快速突破，体现了公司出色的产业化能力。**公司作为国内为数不多的具备高端显微镜制造能力的企业，是光学显微镜的国家级制造业单项冠军示范企业，公司具有自主知识产权的高端显微镜已应用于多个领域，高端替代策略进展顺利，盈利能力持续增强。2018-2022年期间，公司显微镜业务高端化趋势明显，在营收快速增长的同时，整体毛利率由31.29%提升至40.19%，增幅高达8.9%。未来，随高端显微镜占比不断提升，公司显微镜业务整体毛利率将持续提高

图：公司显微镜营收及毛利率变化



资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

表：显微镜国产替代利好政策

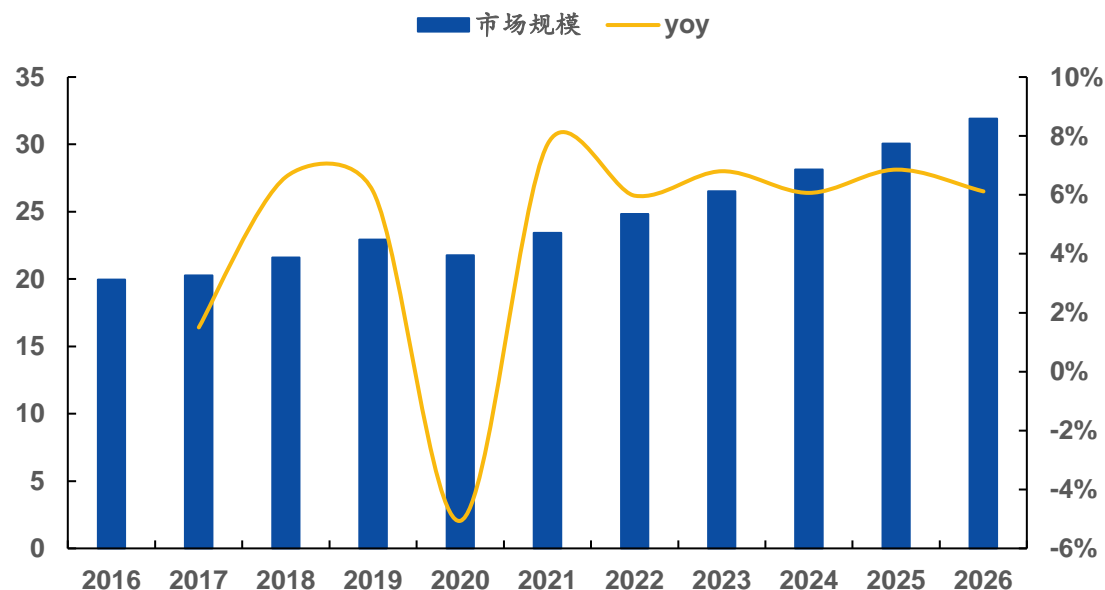
时间	部门	政策名称	政策内容
2022年9月	国务院	《国务院常务会议》	确定专项再贷款与财政贴息配套支持高校、医院、中小微企业等九大领域的设备更新改造，扩市场需求、增发展后劲
2022年1月	第八届全国人大常委	《中华人民共和国科学技术进步法》	对境内自然人、法人和非法人组织的科技创新产品、服务，在功能质量等指标能够满足政府采购需求的条件下，政府采购应当购买；首次投放市场的，政府采购应当率先购买，不得以商业业绩为由予以限制
2021年5月	财政部、工信部	《政府采购进口产品审核指导标准》	明确规定政府机构（事业单位）采购国产医疗器械及仪器的比例要求：生物显微镜、手术显微镜和数字切片扫描系统要求100%采购国产；荧光（生物）显微镜要求50%采购国产
2019年11月	财政部、商务部、税务总局	《关于继续执行研发机构采购设备增值税政策的公告》	为了鼓励科学研究和技术开发，促进科技进步，继续对境内研发机构和外资研发中心采购国产设备全额退还增值税
2011年12月	科学技术部	《医疗器械科技产业“十二五”专项规划》	着力突破高端装备及核心部件国产化的瓶颈问题，实现高端主流装备、核心部件及医用高值材料等产品的自主制造，打破进口垄断，降低医疗费用，提高产业竞争力

资料来源：公开资料整理、太平洋证券研究院

条码机器视觉：海外需求回暖+加速新品导入，竞争优势及市占率不断攀升

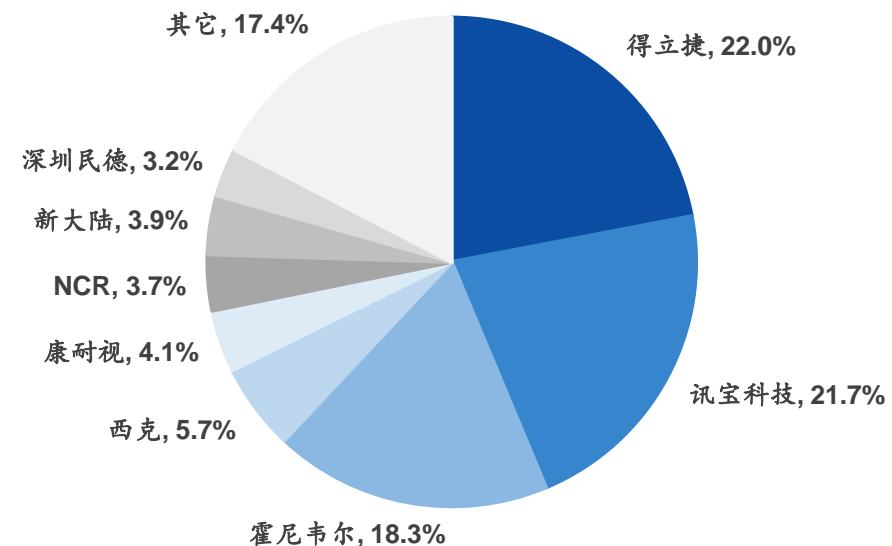
条码扫描：市场规模增长稳定，下游竞争格局集中。作为自动识别技术工具，条码扫描仪广泛应用于零售、金融、邮政、仓储物流、工业、医疗卫生等行业，主要类型有手持式条码扫描仪、固定式POS扫描器和工业类扫描器。随全球电子商务、工业自动化、物联网的发展，条码扫描市场持续稳定增长。据统计，2021年全球条码扫描设备市场规模达到23.44亿美元，到2026年全球条码扫描设备市场规模为31.91亿美元，CAGR达6.36%。从全球条码扫描设备下游竞争格局看，条码扫描仪市场品牌集中度较高，得利捷、讯宝科技（zebra）、霍尼韦尔市场占比约60%，尤其在对扫描设备识别速度、准确率、耐用性要求更高的中高端市场占据主要份额，是全球条码设备市场的主要提供商

图：全球条码扫描设备市场规模（亿美元）



资料来源：华经产业研究院、太平洋证券研究院

图：2020年全球条码扫描设备行业市场格局



资料来源：华经产业研究院、太平洋证券研究院

条码机器视觉：海外需求回暖+加速新品导入，竞争优势及市占率不断攀升

条码扫描：深度绑定行业巨头，精准把握客户需求提高市占率。条码扫描光学元组件是公司的传统优势产品，公司自1998年即切入讯宝科技的供应链体系，并于2016年开始成为得利捷的供应商，并与霍尼韦尔建立起长期稳定的合作关系。整体来看，公司条码扫描业务在2022年受下游景气度影响，同比略有下降；目前，相关负面影响已有所缓解，预计需求将逐步回暖。与此同时，公司还采取多项举措提高产品核心竞争力，一方面，公司精准把握条码扫描客户需求，加速新品导入，多款条码镜头新品已开始量产；另一方面，公司加速切入条码扫描复杂部组件业务，目前已向行业头部客户批量出货，不断提高在“条码光学市场”的竞争优势和市场占有率，有望进一步增厚公司业绩

图：提供提供条码扫描仪和台式扫描镜头的设计和制造解决方案



条码机器视觉：海外需求回暖+加速新品导入，竞争优势及市占率不断攀升

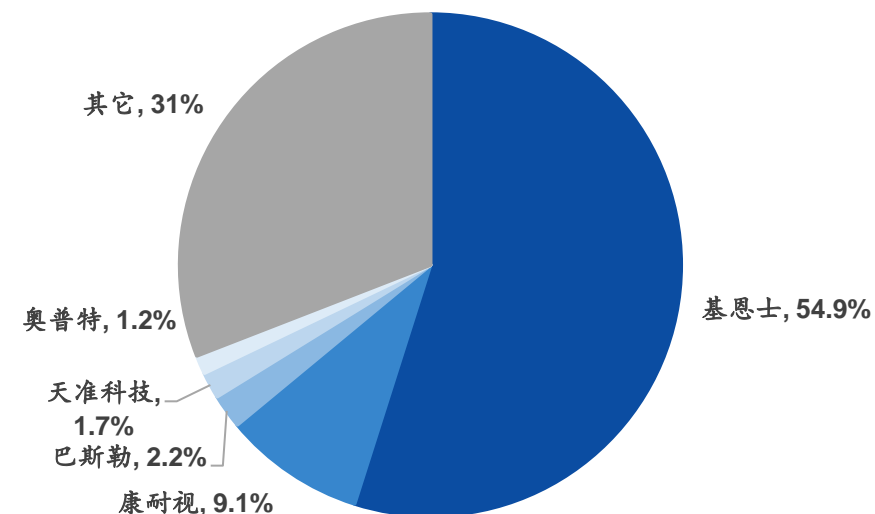
机器视觉：人工智能重要分支，行业龙头市场份额占比超50%。机器视觉是人工智能正在快速发展的一个分支，市场主要包括视觉器件、可配置视觉系统和智能视觉装备三个细分市场。据Markets and Markets统计，2015-2020年，全球机器视觉器件市场以13.83%的复合增长率增至107亿美元；2021-2025年，全球机器视觉器件市场规模将以6.56%的复合增长率增长，至2025年市场规模将达147亿美元。从竞争格局来看，机器视觉系统领域长期由基恩士、康耐视等厂商主导。2021财年，康耐视和基恩士营收分别约为66.91亿元和323.42亿元，分别占据全球机器视觉市场的54.9%和9.1%的市场空间，处于行业垄断地位

图：全球机器视觉器件市场规模



资料来源：Markets and Markets、太平洋证券研究院

图：2021年全球机器视觉竞争格局



资料来源：前瞻经济学人、太平洋证券研究院

条码机器视觉：海外需求回暖+加速新品导入，竞争优势及市占率不断攀升

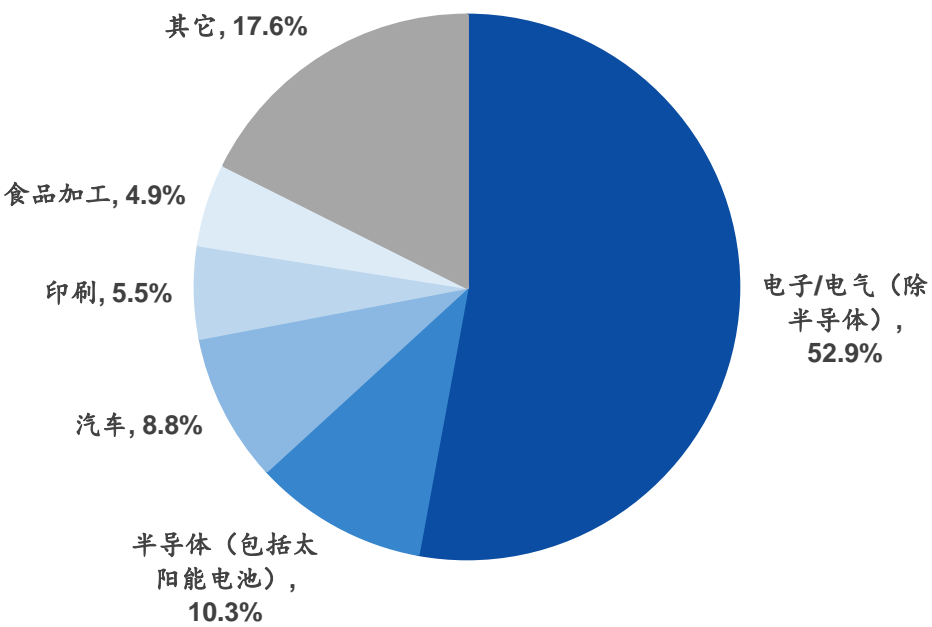
机器视觉：绑定机器视觉龙头企业，下游百花齐放静待放量。公司作为全球第一批实现液体镜头量产企业，为机器视觉全球领先品牌康耐视及Zebra等提供相关产品。机器视觉以视觉器件、可配置视觉系统和智能视觉装备等形态服务各产业应用，已经被广泛应用于新型显示、消费电子、印刷包装、新能源等众多行业。随着智慧物流、工业4.0的快速发展，机器视觉行业成长空间广阔，与此同时对机器视觉提出了更高的要求。公司供应给康耐视、Zebra的高速调焦液体镜头稳健出货，与康耐视合作的全球首款双液体变焦镜头已完成规模化应用的准备阶段，将于2023年开始量产，市场前景广阔。同时，公司积极开发新产品并拓展新客户，与全球头部家用机器人公司合作的360°全景镜头已批量出货，应用于大型仓储的全球首款磁性变焦镜头已实现数百万元销售，该产品在同类产品中有体积最小、变焦速度极快等特点，市场需求旺盛

图：机器视觉产业图谱



资料来源：凌云光招股书、太平洋证券研究院

图：2020年中国机器视觉行业下游应用占比



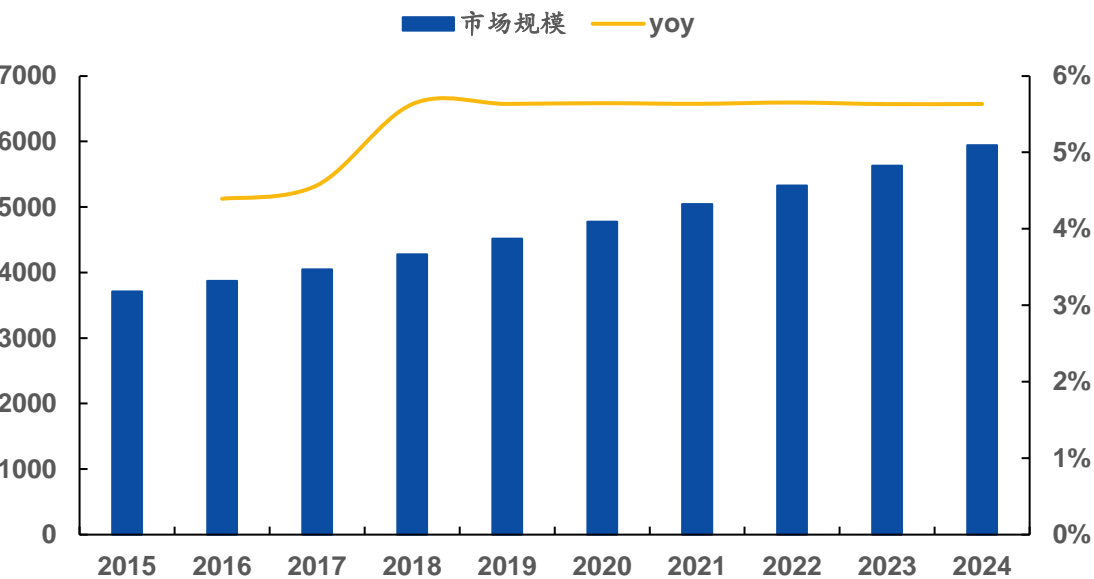
资料来源：中国机器视觉产业联盟、太平洋证券研究院

医疗光学+激光雷达：新兴业务布局完善，研发
实力强劲未来可期

医疗光学：发力医疗影像及体外诊断产品，差异化开拓医疗光学新征程

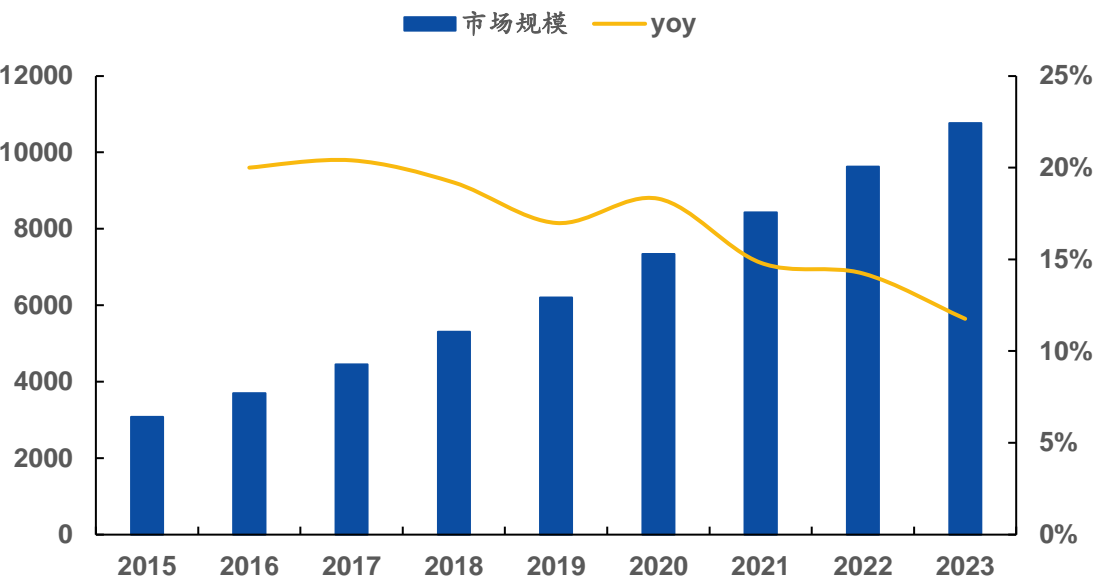
医疗器械市场需求增长稳定，我国市场空间大增速快。随着全球经济水平的提高、医疗投入的加大和居民医疗保健意识的增强，作为医疗服务中的重要组成部分，全球医疗器械市场整体呈稳步增长态势，医疗器械产品需求持续增加。据Evaluate MedTech统计，2017年全球医疗器械市场销售额4050亿美元，同比增长4.6%；预计2024年销售额将达5945亿美元，2017-2024年CAGR高达5.6%。随着临床医疗器械需求的增加，中国等新兴市场近年来发展迅速，极具增长潜力。我国医疗器械和药品人均消费额的比例仅为0.35:1，远低于0.7:1的全球平均水平，更低于欧美发达国家0.98:1的水平。因为消费群体庞大、健康需求不断增加以及政府的积极支持，我国医疗器械市场发展空间极为广阔。据统计，2020年中国医疗器械市场规模约7341亿元，同比增长18.3%，接近全球医疗器械同期增速的4倍，预计未来5年，器械领域市场规模年均复合增长率约为14%，至2023年将突破万亿

图：全球医疗器械市场规模（亿美元）



资料来源：Evaluate MedTech、太平洋证券研究院

图：中国医疗器械市场规模（亿元）

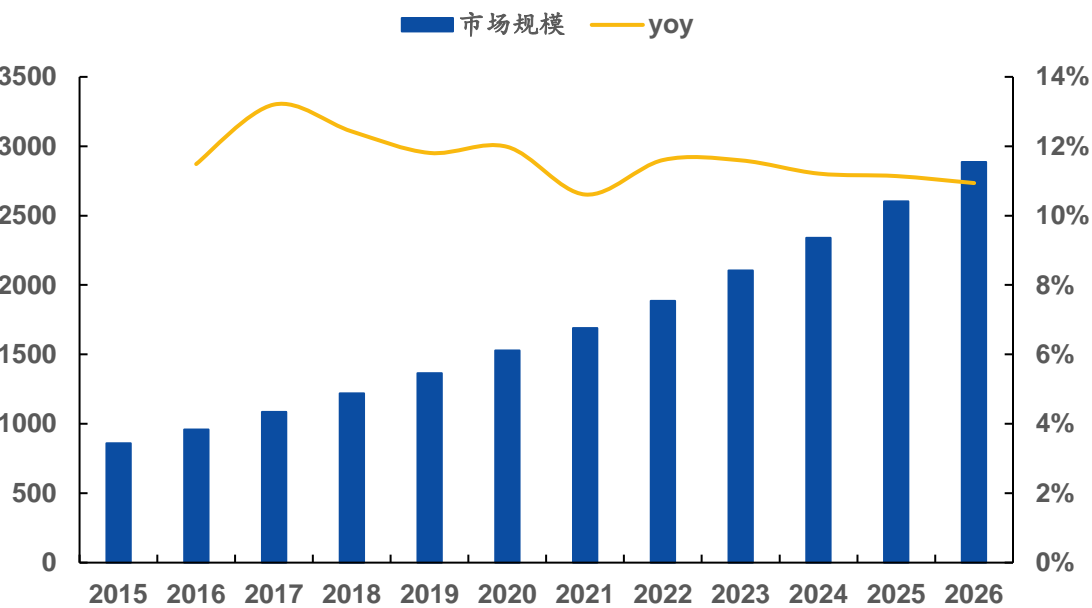


资料来源：健康界、太平洋证券研究院

医疗光学：发力医疗影像及体外诊断产品，差异化开拓医疗光学新征程

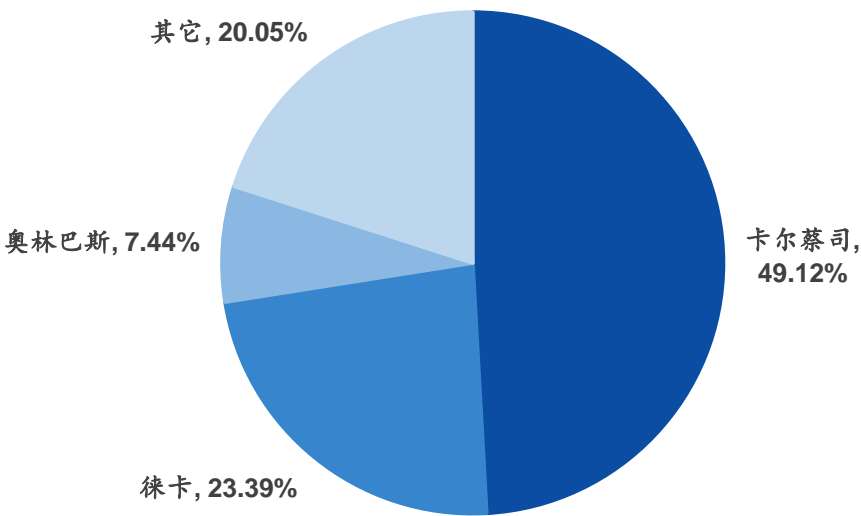
手术显微镜：手术显微镜市场加速发展，海外垄断格局高度集中。手术显微镜是专门设计用于手术环境的光学显微镜，通常用于执行显微手术，广泛应用于神经外科、眼科、牙科、肿瘤学和泌尿科等领域。据QYResearch统计，2019年全球手术显微镜市场规模约13.64亿美元，预计2026年将达28.86亿美元，2020-2026年CAGR高达为11.18%。从数量上看，2019年全球手术显微镜销售量约2.2万台，预计2026年将增至5.2万台。海外厂商在手术显微镜领域布局较早、技术经验积累深厚，目前全球手术显微镜市场基本上由蔡司、徕卡和奥林巴斯三家垄断。据QYResearch数据，2019年蔡司市占率为49.12%；徕卡市占率为23.39%；奥林巴斯市占率为7.44%，三家公司合计占比约为80%，在高端手术显微镜领域形成了绝对的垄断地位

图：全球手术显微镜市场规模（百万美元）



资料来源：QYResearch、太平洋证券研究院

图：全球手术显微镜市场竞争格局

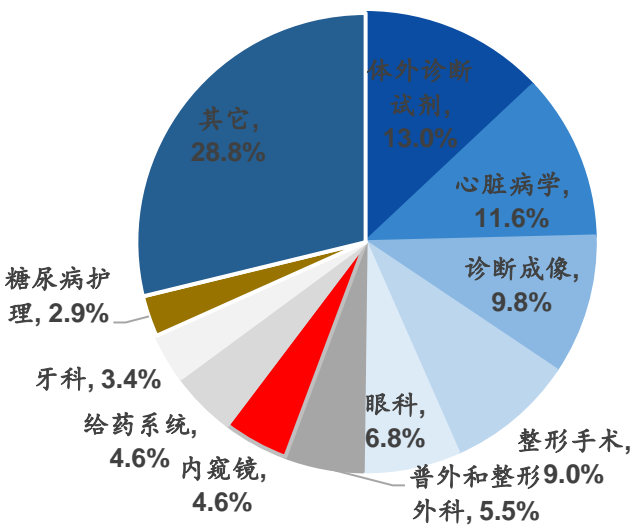


资料来源：QYResearch、太平洋证券研究院

医疗光学：发力医疗影像及体外诊断产品，差异化开拓医疗光学新征程

内窥镜：医疗器械市场增长最快板块之一，国内市场处于上升阶段。据Evaluate MedTech统计，2017年内窥镜占医疗器械市场的4.60%，随着各国医疗器械政策的实施和全球老龄化速度的加快，内窥镜市场规模持续扩大，目前已经成为全球医疗器械市场增长最快的板块之一。据统计，2020年全球医用内窥镜市场规模高达203亿美元，随着全球普及率的提升，预计2025年市场规模达到286亿美元，与其他医疗设备全球增速对比看，内镜依然为全球高景气增长的赛道。从国内市场来看，国内微创外科及内镜普及率处于上升阶段。据统计，2020年国内医用内窥镜市场规模231亿元，2025年预计将增长至402亿元，国内内镜将维持较高增速

图：全球医疗器械细分市场结构



资料来源：Evaluate MedTech、太平洋证券研究院

图：全球医用内窥镜市场规模（亿美元）



资料来源：华经产业研究院、太平洋证券研究院

图：中国医用内窥镜市场规模（亿元）

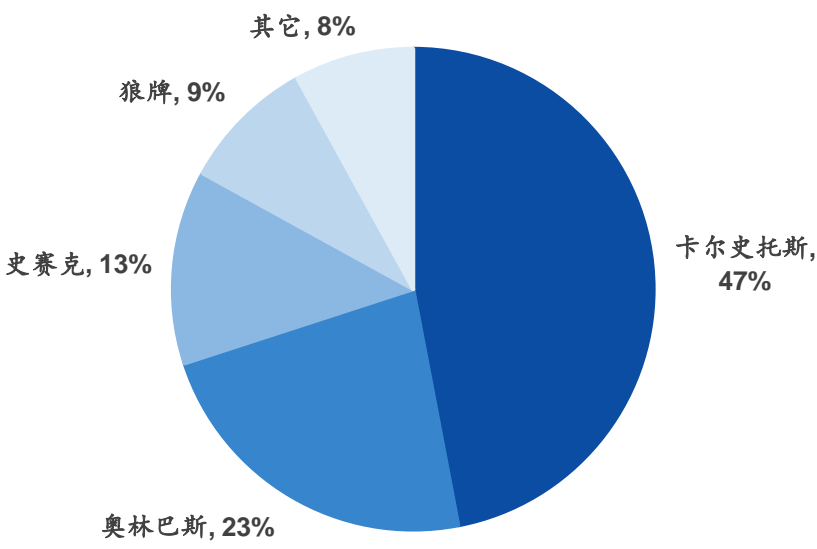


资料来源：华经产业研究院、太平洋证券研究院

医疗光学：发力医疗影像及体外诊断产品，差异化开拓医疗光学新征程

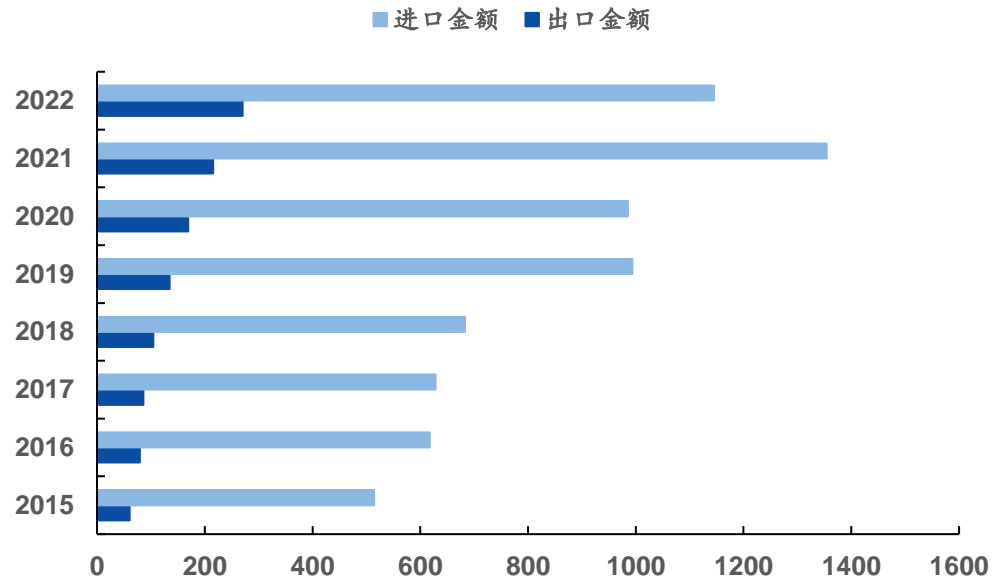
内窥镜：高端品类仍依赖进口，国产替代是国家政策重点鼓励方向。我国开展内窥镜检查及微创治疗的时间较晚，受制于技术、资金、品牌、人才和经验等因素的综合影响，目前国内内窥镜微创医疗器械生产企业大多规模较小，市场竞争力不强。以硬镜为例，2018年国外品牌的市场占有率达到90%，其中，德国卡尔史托斯、日本奥林巴斯和美国史赛克分别占据我国47%、23%和13%的市场份额；国产品牌所占市场份额不超过10%，存在广阔的进口替代空间。从对外贸易看，我国自主内窥镜产品的生产能力和研发技术水平与国外产品仍有较大差距，难以满足临床需求，尤其在中高端市场。根据海关数据，近年来我国内窥镜进口、出口金额均呈现上升趋势，但进口金额远大于出口金额，贸易逆差逐年扩大。2022年我国内窥镜行业出口金额2.70亿美元，进口金额11.45亿美元，进出口金额相差达4倍以上。近年来，我国也密集出台多项政策，促进医疗器械国产化发展。2021年5月，财政部与工信部联合发布《政府采购进口产品审核指导标准》（2021年版），明确规定了政府机构（事业单位）采购国产医疗器械及仪器的比例要求。其中，137种医疗器械全部要求100%采购国产；12种医疗器械要求75%采购国产；24种医疗器械要求50%采购国产；5种医疗器械要求25%采购国产。采购范围覆盖监护仪、影像设备、体外诊断、高值耗材等多个品类

图：2018年硬式内窥镜竞争格局



资料来源：海泰新光招股书、太平洋证券研究院

图：中国内窥镜进出口金额（百万美元）



资料来源：iFind、太平洋证券研究院

医疗光学：发力医疗影像及体外诊断产品，差异化开拓医疗光学新征程

凭借技术积累与市场优势强势切入医疗光学领域，围绕“医疗影像及体外诊断产品”差异化开拓市场。公司医疗光学业务主要分为医疗影像及体外诊断产品，在医疗影像方面，公司向蔡司、美国BD医疗器械公司供应的超声影像光学元组件同比增长超40%，研发生产的内窥镜镜头已与国内数家医疗细分领域上市公司建立合作并实现批量出货。同时，公司加速切入手术显微镜市场，2022年，应用于手术显微镜的核心光学部组件产品快速增长，同时，公司在手术显微镜整机方面取得突破性的进展；目前已完成手术显微镜整机样机的生产；在体外诊断方面，多款高端医用生物显微镜快速投入市场，已与北京协和医院、中国人民解放军总医院、北京肿瘤医院等数十家医院产生合作。公司利用长期在显微光学及核心光学部件技术的积累及显微医疗市场的基础，不断建设医疗光学核心能力，开启了在该领域的新征程。2023年7月，公司公告了《2023年限制性股票激励计划（草案）》，在考核中首次将医疗光学业务营业收入作为目标，也体现出了公司在医疗光学领域的信心

表：宁波永新光学股份有限公司2023年限制性股票激励计划（草案）

解除限售期		业绩考核目标
首次授予的限制性股票及预留授予的限制性股票（若预留部分在公司2023年第三季度报告披露前授予）	第一个解除限售期	公司需满足下列两个条件： 1、2023年营业收入不低于8.40亿元或2023年净利润不低于3.00亿元； 2、2023年医疗光学业务营业收入不低于6,100万元
	第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件： 1、2024年营业收入不低于10.50亿元或2024年净利润不低于3.50亿元； 2、2024年医疗光学业务营业收入不低于9,000万元
	第三个解除限售期	公司需满足下列两个条件： 1、2025年营业收入不低于14.00亿元或2025年净利润不低于4.10亿元； 2、2025年医疗光学业务营业收入不低于1.40亿元
预留授予的限制性股票（若预留部分在公司2023年第三季度报告披露后授予）	第一个解除限售期	公司需满足下列两个条件： 1、2024年营业收入不低于10.50亿元或2024年净利润不低于3.50亿元； 2、2024年医疗光学业务营业收入不低于9,000万元
	第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件： 1、2025年营业收入不低于14.00亿元或2025年净利润不低于4.10亿元； 2、2025年医疗光学业务营业收入不低于1.40亿元

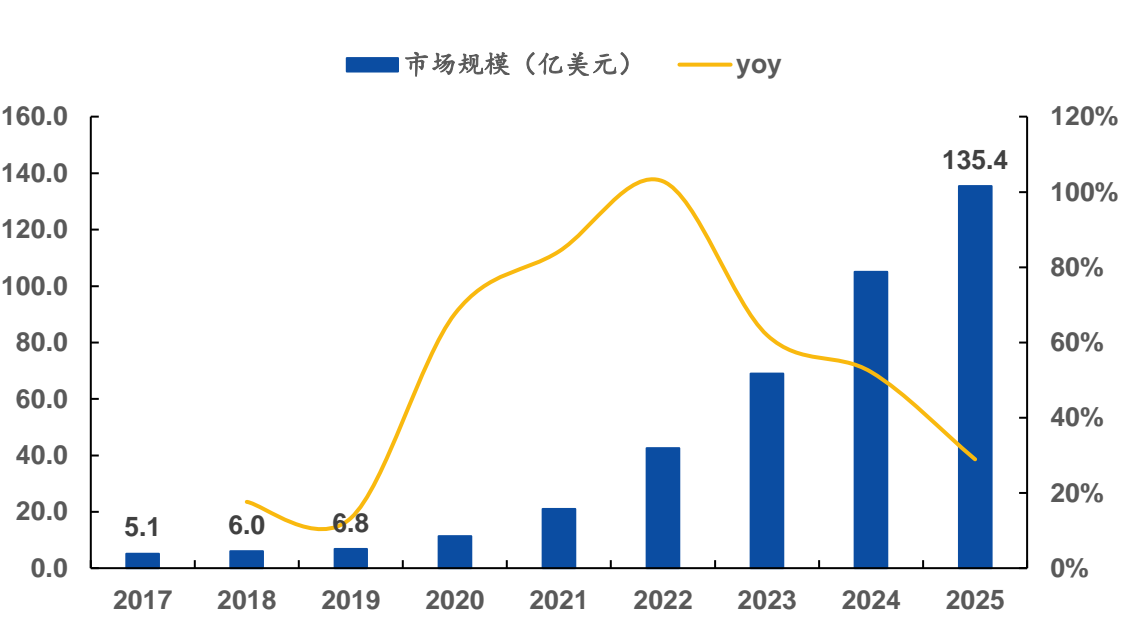
激光雷达：多传感器融合大势所趋，公司技术优势明显量产在即

自动驾驶行业进入下半场，激光雷达市场前景广阔。伴随汽车行业由电动化比拼转向智能化较量，自动驾驶技术也迎来快速发展的契机。目前，L2+辅助驾驶逐渐成为标配，当前自动驾驶行业已经从聚焦技术竞争，进入到以商业化落地为主导的下半场。2021年7月，工信部印发智能网联汽车产品准入意见，为L3、L4自动驾驶汽车量产奠定了基础。目前，得益于硬件平台和软件算法逐步成熟，乘用车自动驾驶正在由L2向L3+过渡，商用车自动驾驶已进入商业化运营阶段。而激光雷达作为ADAS进阶的车载传感设备，是自动驾驶的核心关键传感器。2021年，在RoboTaxi领域，百度、AutoX、小马智行等自动驾驶技术公司，滴滴、T3出行等出行公司，以及上汽、广汽等汽车制造商均入局。在乘用车领域，蔚来、理想、小鹏、智己等新势力品牌均已发布搭载激光雷达的新车型。据沙利文预测，受无人驾驶车队规模扩张、激光雷达在高级辅助驾驶中渗透率增加、以及服务型机器人及智能交通建设等领域需求的推动，至2025年全球市场规模将达135.4亿美元，2019-2025年CAGR高达64.5%，呈现高速发展态势，前景十分广阔

表：驾驶自动化等级与划分要素的关系

分级	名称	车辆横向或纵向运动控制	目标和事件探测与响应	动态驾驶任务接管	设计运行条件
人监控驾驶环境	0级 应急辅助	驾驶员	驾驶员与系统	驾驶员	有限制
	1级 部分驾驶辅助	驾驶员与系统	驾驶员与系统	驾驶员	有限制
	2级 组合驾驶辅助	系统	驾驶员与系统	驾驶员	有限制
自动驾驶系统监控驾驶环境	3级 有条件自动驾驶	系统	系统	动态驾驶任务接管用户（接管后成为驾驶员）	有限制
	4级 高度自动驾驶	系统	系统	系统	有限制
	5级 完全自动驾驶	系统	系统	系统	无限制

图：全球激光雷达市场规模



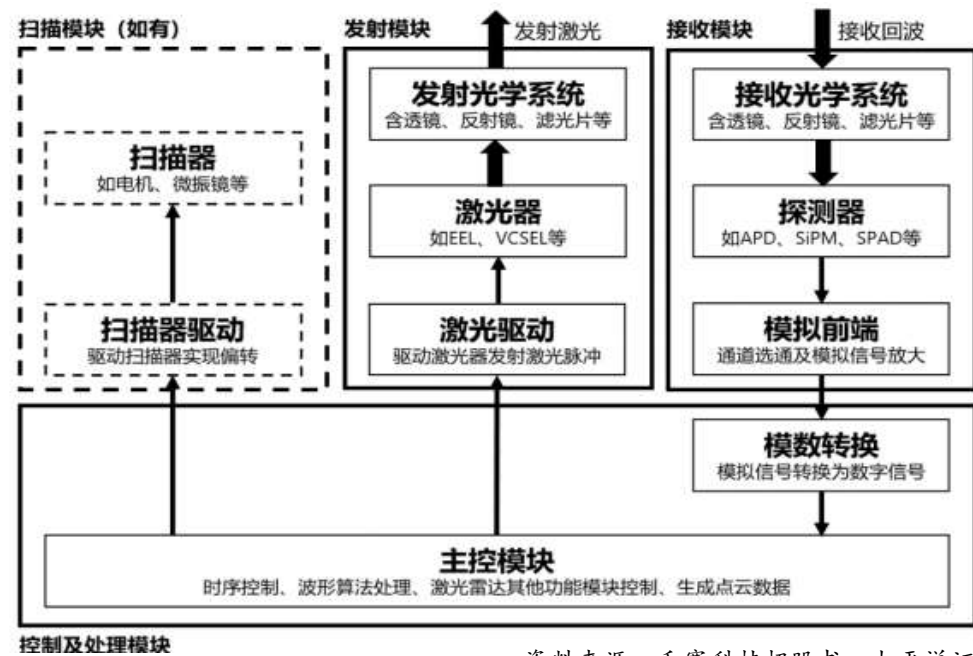
资料来源：公开资料整理、太平洋证券研究院

资料来源：沙利文研究、太平洋证券研究院

激光雷达：多传感器融合大势所趋，公司技术优势明显量产在即

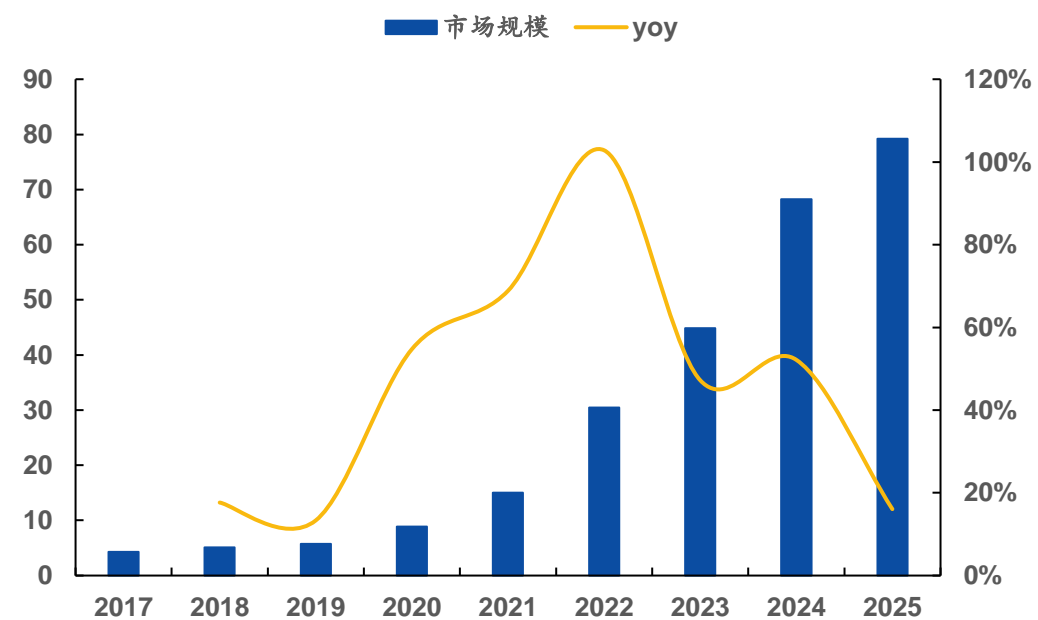
光学系统是激光雷达重要组成部分，我国光学部件供应链已达国际先进水平。光学系统是激光雷达重要组成部分，其发射光学系统主要由透镜、反射器件、衍射器件等光学元器件组成，包含准直镜、分束器、扩散片等；接收光学系统主要由透镜、滤光片等组成。从激光雷达BOM成本拆分来看，透镜等光学组件仍是激光雷达的重要组成部分。以法雷奥Scala转镜激光雷达为例，BOM成本约400美元，其中主控板占45%，激光发射接收组件占33%，光学单元占13%，外罩8%，马达1%。而Livox的双楔形棱镜式激光雷达的透镜模组占了成本的54%。光学部件国内供应链的技术水平已经完全达到或超越国外供应链的水准，且有明显的成本优势，已经可以完全替代国外供应链和满足产品加工的需求。据我们测算，2022年全球激光雷达光学系统市场规模约30.46亿元，到2025年将达79.21亿元，2022-2025年CAGR高达38%。而中国有望成为全球最大的自动驾驶市场，具有一定技术优势的相关国内产业链公司将有望深度受益

图：ToF激光雷达核心模块示意图



资料来源：禾赛科技招股书、太平洋证券研究院

图：全球激光雷达光学部件市场规模（亿元）

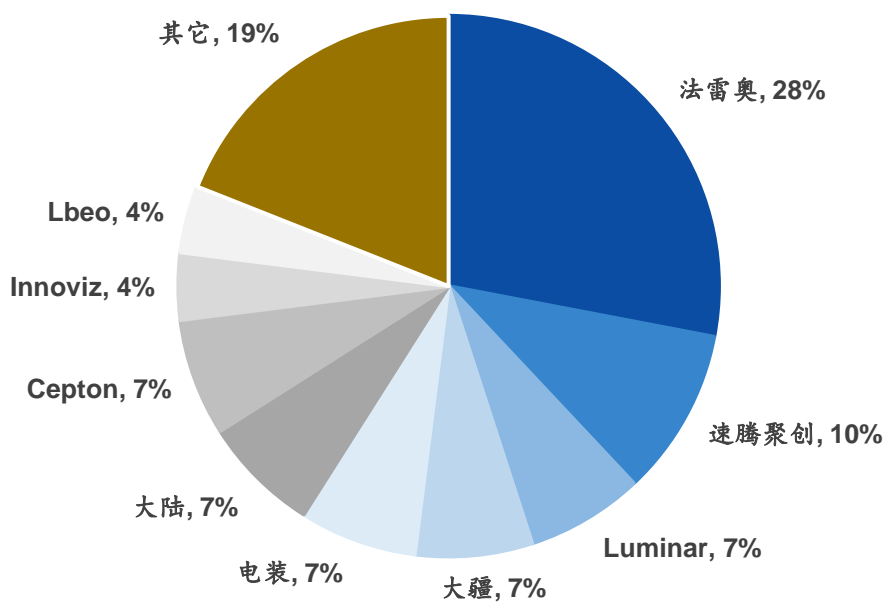


资料来源：太平洋证券研究院测算

激光雷达：多传感器融合大势所趋，公司技术优势明显量产在即

积极把握行业机遇，垂直化拓展局营业绩收获期。公司是国内最早布局激光雷达光学元组件业务的光学公司之一，与禾赛、Innoviz、Innovusion、北醒光子、麦格纳等激光雷达领域国内外知名企业保持深度的合作关系，并成功新开拓数家重要客户。目前，公司已将激光雷达客户群体从乘用车、商用车领域扩展至轨道交通、工业自动化、智能安防、车联网、机器人等领域，将产品从以零部件为主扩展至激光雷达整机代工。**随多款搭载激光雷达的车型陆续量产上市，该业务已步入快速增长通道。**2022年，公司激光雷达相关产品实现收入近3,000 万元，同比增长超100%。随着公司依托先发优势，持续加大对激光雷达产品的研发力度，增加对产线、设备的投入，不断开拓国内外知名客户，有望继续提高市场占有率，保持在该领域的优势地位

图：2021年全球激光雷达市场竞争格局



资料来源：Yole、太平洋证券研究院

表：公司车载光学及激光雷达相关专利布局

专利名称	申请公布号	专利类型	申请公布日
一种超高清车载光学成像镜头	CN113534419A	发明专利	2021-10-22
一种激光雷达的前置式加热光学窗口	CN113296078B	发明授权	2021-10-08
一种安装在车载激光雷达上的视窗组件	CN113253242A	发明专利	2021-08-13
一种六片式车载光学成像系统	CN111880291B	发明授权	2020-12-08
一种高清小型车载广角成像系统	CN111352222B	发明授权	2020-08-11
一种车载高清广角成像系统	CN209979918U	实用新型	2020-01-21
一种车载高清广角成像系统	CN110161656A	发明专利	2019-08-23
一种车载监控光学系统	CN108828749B	发明授权	2021-07-23

资料来源：iFind、太平洋证券研究院

盈利预测与投资建议

公司作为国内领先、国际知名的光学精密仪器及核心光学部件供应商，“5年5倍计划”路径清晰。我们关注到，公司目前在聚焦巩固核心业务“光学显微镜+条码机器视觉”优势的基础上，积极拓展新赛道，在极具市场潜力的“激光雷达+医疗光学”领域积极布局，锁定了“2+2”业务规划，并取得了一定的成效。我们认为，公司凭借着自身优秀的研发优势以及市场资源，有望在传统业务稳健增长的同时，通过新兴业务的不断发展，获得新的增长极。我们预计公司2023-25年实现营收10.72、14.18、19.04亿元，实现归母净利润3.45、4.12、5.44亿元，对应PE 27.33、23.88、17.32 x，给予公司“买入”评级。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	795.09	829.07	1072.37	1418.23	1904.49
收入同比(%)	37.94	4.27	29.35	32.25	34.29
归母净利润(百万元)	261.46	278.98	345.14	412.33	544.48
归母净利润同比(%)	61.71	6.70	23.71	19.47	32.05
ROE(%)	17.71	16.74	18.06	18.79	21.08
每股收益(元)	2.37	2.53	3.12	3.73	4.93
市盈率(P/E)	36.08	33.81	27.33	22.88	17.32

风险提示

新品产品研发不达预期风险；

条码扫描市场复苏不及预期风险；

新客户导入不及预期风险

资产负债表						单位:百万元						利润表						单位:百万元									
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E				
流动资产	1231.7	1333.2	1431.0	1789.1	2269.7	营业收入	795.1	829.1	1072.4	1418.2	1904.5	营业收入	795.1	829.1	1072.4	1418.2	1904.5	营业成本	454.9	480.2	612.3	801.5	1064.4				
现金	609.8	273.2	908.9	924.6	1189.9	营业税金及附加	8.9	9.1	11.8	15.6	20.9	营业税金及附加	8.9	9.1	11.8	15.6	20.9	营业费用	35.3	36.5	44.6	55.0	67.6				
应收账款	159.3	171.9	222.1	292.3	393.6	管理费用	39.7	40.3	52.5	75.0	78.4	管理费用	39.7	40.3	52.5	75.0	78.4	研发费用	63.1	79.4	102.7	137.5	184.3				
其他应收款	7.3	11.6	13.9	18.0	24.8	财务费用	9.9	-52.7	-35.0	-25.0	-29.1	财务费用	9.9	-52.7	-35.0	-25.0	-29.1	资产减值损失	-1.4	-4.9	-3.0	-3.4	-3.5				
预付账款	6.6	7.7	9.3	12.3	16.4	公允价值变动收益	-0.3	10.1	10.0	10.0	10.0	公允价值变动收益	-0.3	10.1	10.0	10.0	10.0	投资净收益	17.5	26.5	22.2	22.9	23.3				
存货	175.3	187.8	235.9	310.4	412.2	营业利润	303.1	308.8	382.5	457.3	604.0	营业利润	303.1	308.8	382.5	457.3	604.0	营业外收入	1.5	0.3	1.0	0.9	0.8				
其他流动资产	273.5	681.0	40.9	231.5	232.8	营业外支出	0.1	1.1	0.6	0.7	0.7	营业外支出	0.1	1.1	0.6	0.7	0.7	利润总额	304.5	308.0	383.0	457.4	604.1				
非流动资产	482.7	579.8	754.7	727.6	701.4	利润总额	304.5	308.0	383.0	457.4	604.1	利润总额	304.5	308.0	383.0	457.4	604.1	所得税	43.4	29.5	38.3	45.7	60.4				
长期投资	29.5	33.4	31.3	31.7	31.8	所得税	43.4	29.5	38.3	45.7	60.4	所得税	43.4	29.5	38.3	45.7	60.4	净利润	261.0	278.5	344.7	411.7	543.7				
固定资产	333.9	403.4	578.8	542.0	502.6	净利润	261.0	278.5	344.7	411.7	543.7	净利润	261.0	278.5	344.7	411.7	543.7	少数股东损益	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.8				
无形资产	53.0	82.3	93.9	108.1	123.7	少数股东损益	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.8	少数股东损益	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.8	归属母公司净利润	261.5	279.0	345.1	412.3	544.5				
其他非流动资产	66.3	60.8	50.7	45.7	43.4	归属母公司净利润	261.5	279.0	345.1	412.3	544.5	归属母公司净利润	261.5	279.0	345.1	412.3	544.5	EBITDA	334.4	280.4	383.7	475.7	618.5				
资产总计	1714.5	1913.0	2185.8	2516.6	2971.1	EBITDA	334.4	280.4	383.7	475.7	618.5	EBITDA	334.4	280.4	383.7	475.7	618.5	EPS (元)	2.4	2.5	3.1	3.7	4.9				
流动负债	220.6	210.6	252.9	298.3	363.2	EPS (元)	2.4	2.5	3.1	3.7	4.9	EPS (元)	2.4	2.5	3.1	3.7	4.9	主要财务比率									
短期借款	25.0	40.0	32.5	33.8	34.4	主要财务比率						主要财务比率						主要财务比率									
应付账款	132.8	105.8	159.0	201.9	265.3	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	成长能力	营业收入(%)	37.9	4.3	29.3	32.3	34.3			
其他流动负债	62.9	64.7	61.4	62.6	63.5	成长能力	营业收入(%)	37.9	4.3	29.3	32.3	34.3	成长能力	营业收入(%)	37.9	4.3	29.3	32.3	营业利润(%)	64.7	1.9	23.9	19.5	32.1			
非流动负债	16.2	34.6	21.0	24.4	26.3	营业利润(%)	64.7	1.9	23.9	19.5	32.1	营业利润(%)	64.7	1.9	23.9	19.5	32.1	归属于母公司净利润(%)	61.7	6.7	23.7	19.5	32.0				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司净利润(%)	61.7	6.7	23.7	19.5	32.0	归属于母公司净利润(%)	61.7	6.7	23.7	19.5	32.0	获利能力	毛利率(%)	42.8	42.1	42.9	43.5	44.1			
其他非流动负债	16.2	34.6	21.0	24.4	26.3	获利能力	毛利率(%)	42.8	42.1	42.9	43.5	44.1	获利能力	毛利率(%)	42.8	42.1	42.9	43.5	净利率(%)	32.9	33.7	32.2	29.1	28.6			
负债合计	236.8	245.1	273.9	322.7	389.5	净利率(%)	32.9	33.7	32.2	29.1	28.6	净利率(%)	32.9	33.7	32.2	29.1	28.6	ROE(%)	17.7	16.7	18.1	18.8	21.1				
少数股东权益	1.5	1.0	0.6	-0.1	-0.9	ROE(%)	17.7	16.7	18.1	18.8	21.1	ROE(%)	17.7	16.7	18.1	18.8	21.1	ROIC(%)	44.7	31.8	31.8	36.9	43.8				
股本	110.5	110.5	110.5	110.5	110.5	ROIC(%)	44.7	31.8	31.8	36.9	43.8	ROIC(%)	44.7	31.8	31.8	36.9	43.8	偿债能力	资产负债率(%)	13.8	12.8	12.5	12.8	13.1			
资本公积	553.2	555.8	555.8	555.8	555.8	偿债能力	资产负债率(%)	13.8	12.8	12.5	12.8	13.1	偿债能力	资产负债率(%)	13.8	12.8	12.5	12.8	净负债比率(%)	10.8	16.4	12.0	10.6	8.9			
留存收益	806.3	985.9	1224.9	1507.1	1895.4	净负债比率(%)	10.8	16.4	12.0	10.6	8.9	净负债比率(%)	10.8	16.4	12.0	10.6	8.9	流动比率	5.6	6.3	5.7	6.0	6.2				
归属母公司股东权益	1476.1	1666.9	1911.3	2194.0	2582.5	流动比率	5.6	6.3	5.7	6.0	6.2	流动比率	5.6	6.3	5.7	6.0	6.2	速动比率	4.8	5.4	4.7	4.9	5.1				
负债和股东权益	1714.5	1913.0	2185.8	2516.6	2971.1	速动比率	4.8	5.4	4.7	4.9	5.1	速动比率	4.8	5.4	4.7	4.9	5.1	营运能力	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7			
现金流量表						营运能力	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	营运能力	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	应收账款周转率	5.3	4.9	5.4	5.4	5.4			
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	应付账款周转率	3.8	4.0	4.6	4.4	4.6				
经营活动现金流	173.2	216.1	197.6	278.1	366.4	应收账款周转率	5.3	4.9	5.4	5.4	5.4	应收账款周转率	5.3	4.9	5.4	5.4	5.4	每股指标 (元)	每股收益(最新摊薄)	2.4	2.5	3.1	3.7	4.9			
净利润	261.0	278.5	344.7	411.7	543.7	应付账款周转率	3.8	4.0	4.6	4.4	4.6	应付账款周转率	3.8	4.0	4.6	4.4	4.6	每股经营现金流(最新摊薄)	1.6	2.0	1.8	2.5	3.3				
折旧摊销	21.3	24.3	36.1	43.4	43.7	每股指标 (元)	每股收益(最新摊薄)	2.4	2.5	3.1	3.7	4.9	每股指标 (元)	每股收益(最新摊薄)	2.4	2.5	3.1	3.7	每股净资产(最新摊薄)	13.4	15.1	17.3	19.9	23.4			
财务费用	9.9	-52.7	-35.0	-25.0	-29.1	每股经营现金流(最新摊薄)	1.6	2.0	1.8	2.5	3.3	每股经营现金流(最新摊薄)	1.6	2.0	1.8	2.5	3.3	估值比率	P/E	36.1	33.8	27.3	22.9	17.3			
投资损失	-17.5	-26.5	-22.2	-22.9	-23.3	每股净资产(最新摊薄)	13.4	15.1	17.3	19.9	23.4	每股净资产(最新摊薄)	13.4	15.1	17.3	19.9	23.4	P/B	6.4	5.7	4.9	4.3	3.7				
营运资金变动	-42.9	-23.1	-85.2	-100.3	-154.8	估值比率	P/E	36.1	33.8	27.3	22.9	17.3	估值比率	P/E	36.1	33.8	27.3	22.9	EV/EBITDA	25.3	30.2	22.1	17.8	13.7			
其他经营现金流	-58.6	15.6	-40.7	-28.8	-13.7	P/B	6.4	5.7	4.9	4.3	3.7	P/B	6.4	5.7	4.9	4.3	3.7										
投资活动现金流	33.4	-505.8	511.3	-159.0	25.0	EV/EBITDA	25.3	30.2	22.1	17.8	13.7	EV/EBITDA	25.3	30.2	22.1	17.8	13.7										
资本支出	72.2	142.7	200.0	0.0	0.0																						
长期投资	0.0	0.0	-2.1	-0.3	0.5																						
其他投资现金流	105.6	-363.1	709.2	-159.3	25.5																						
筹资活动现金流	-61.1	-87.2	-73.2	-103.4	-126.1																						
短期借款	0.0	15.0	-7.5	1.3	0.6																						
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0																						
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0																						
资本公积增加	6.0	2.7	0.0	0.0	0.0																						
其他筹资现金流	-67.1	-104.9	-65.7	-104.6	-126.8																						
现金净增加额	135.9	-336.5	635.6	15.7	265.3																						

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队	姓名	手机	邮箱
职务			
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com

研究院

中国北京100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务 资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。