

2023年11月12日

凌云光（688400.SH）

公司快报

业绩短期承压，“机器视觉+数字人”打开成长空间

投资要点：

事件：2023年10月31日，凌云光公司发布2023年三季度报告，前三季度，公司实现营业总收入19.25亿元，同比下降5.11%；归母净利润1.38亿元，同比下降12.58%；基本每股收益0.30元，同比下降26.39%。第三季度，公司实现营业收入6.41亿元，同比下降13.27%；归母净利润0.47亿元，同比下降40.71%。

事件分析：

◆ **终端需求放缓，业绩短期承压。**前三季度，受经济环境及行业供需周期性调整影响，部分客户采购需求放缓，公司营业总收入为19.25亿元，同比下降5.11%；营业成本为19.18亿元，同比下降0.94%；营业利润为1亿元，同比下降28.06%；公司费用率持续增加，销售/管理/研发费用同比增加4.60%/17.26%/14.35%，主要是公司持续加大研发投入，进一步完善在消费电子、新能源、文化元宇宙等领域的战略布局。单季度来看，公司营业利润同比下降45.17%，环比下降45.68%；毛利率为32.49%，同比下降11.88%，环比下降5.00%；费用支出略有减少，其中销售/研发费用同比下降7.62%/3.83%，环比下降25.96%/18.53%；管理费用同比增加18.37%，环比增加4.91%。

◆ **主攻机器视觉业务，布局多行业和多地区。**作为国内机器视觉龙头企业，公司加大机器视觉业务投入，局部收缩光通信业务，上半年公司的机器视觉主营业务取得较好的进展，同比增长9.97%，远高于公司整体收入增长速度，前三季度，机器视觉实现营业收入13.82亿元，同比持平；基于在视觉人工智能与光电信息领域的优势，公司为各行各业的客户提供可配置视觉系统、智能视觉装备与核心视觉器件等产品与解决方案。目前，公司智能化产品及解决方案已广泛应用于消费电子、元宇宙、新能源、印刷包装等多个行业上千家头部企业，商业布局更是遍布45个国家及地区。

◆ **立足数字人优势，打造第二成长曲线。**公司在文化元宇宙领域布局多年，具备了较好的核心竞争力，投资设立全资子公司“元客视界”。公司技术上已实现FZmotion光学运动捕捉系统、LuStage光场重建系统、LuXR虚拟制作系统等全系列自主研发产品的市场布局。在亚运会创意视频《功成》中为其提供运动捕捉与实时预演方案，将数字人筱竹的动作与演员张晋做到动态一致，实时呈现高逼真度的合成画面。10月27日，由中央广播电视总台国家重点实验室牵头联合凌云光·元客视界打造的以王勃为主要人物故事的文旅元宇宙宣传片——《王勃归来》亮相2023世界VR产业大会。后续公司将依托MetaWare 3D数字人AIGC产品平台，以及在全国逐步建设的工作室/影棚等分布式数据采集平台，进一步服务更多行业头部客户的AI数字人需求。

◆ **投资建议：**公司在工业机器视觉行业领先，同时布局数字人、元宇宙业务。我们认为未来公司将长期保持较高成长性。预测公司2023-2025年收入30.59 / 36.25 /

电子 | 其他电子零部件III

投资评级

买入-B(首次)

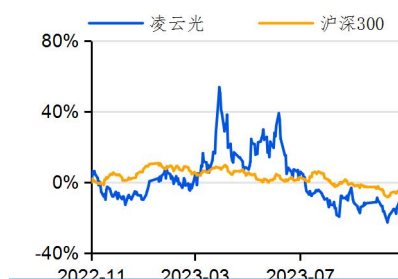
股价(2023-11-10)

24.77元

交易数据

总市值（百万元）	11,480.90
流通市值（百万元）	5,935.49
总股本（百万股）	463.50
流通股本（百万股）	239.62
12个月价格区间	40.40/22.58

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.37	4.99	-8.34
绝对收益	-3.58	-2.67	-13.67

分析师

李宏涛

 SAC执业证书编号：S0910523030003
 lihongtao1@huajinsec.cn

相关报告



43.54 亿元,同比增长 11.3% / 18.5% / 20.1%,公司归母净利润分别为 2.21 / 3.08 / 3.95 亿元,同比增长 18.00% / 39.2% / 28.4%,对应 EPS 0.48/ 0.66/ 0.85 元, PE 51.9/ 37.3/ 29.0, 给予“买入”评级。

◆ 风险提示: 新产品研发不及预期; 市场竞争持续加剧; 应收账款回收不及时。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,436	2,749	3,059	3,625	4,354
YoY(%)	38.8	12.8	11.3	18.5	20.1
净利润(百万元)	172	188	221	308	395
YoY(%)	30.3	9.1	18.0	39.2	28.4
毛利率(%)	33.4	33.3	32.9	34.0	34.5
EPS(摊薄/元)	0.37	0.40	0.48	0.66	0.85
ROE(%)	11.0	4.8	5.5	7.1	8.4
P/E(倍)	66.8	61.2	51.9	37.3	29.0
P/B(倍)	7.4	3.0	2.8	2.6	2.4
净利率(%)	7.1	6.8	7.2	8.5	9.1

数据来源: 聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2023-25 年公司整体营收 30.59/ 36.25/ 43.54 亿元，毛利率 32.90%/ 34.00%/ 34.50%。机器视觉业务，随着公司在技术、客户、方案进一步拓展，产品营收将稳步增加，预计 2023-2025 年实现收入 19.61/ 23.13/ 27.54 亿元，毛利率 36.45%/ 37.23%/ 37.69%；光通信业务，作为公司传统业务稳定增长，预计 2023-2025 年实现收入 9.94 / 11.59/ 13.56 亿元，毛利率 24.32%/ 25.66%/ 25.46%；服务业务，随着公司数字人、云宇宙业务的拓展，预计 2023-2025 年实现收入 1.04/ 1.53/ 2.44 亿元，预计 2023-2025 毛利率 48%/ 48.30%/ 48.70%。

表 1：收入成本拆分表

		2022	2023E	2024E	2025E
机器视觉	收入（亿元）	17.56	19.61	23.13	27.54
	YoY（%）	16.21%	11.70%	17.90%	19.10%
	毛利率（%）	36.61%	36.45%	37.23%	37.69%
光通信	收入（亿元）	9.22	9.94	11.59	13.56
	YoY（%）	4.77%	7.80%	16.62%	16.98%
	毛利率（%）	26.05%	24.32%	25.66%	25.46%
服务收入	收入（亿元）	0.71	1.04	1.53	2.44
	YoY（%）	57.78%	46.00%	48.00%	59.00%
	毛利率（%）	45.86%	48%	48.30%	48.70%
合计	收入（亿元）	27.49	30.59	36.25	43.54
	YoY（%）	12.80%	11.30%	18.50%	20.10%
	毛利率（%）	33.30%	32.90%	34.00%	34.50%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业公司奥普特、天准科技、奥比中光作为可比公司。在工业互联网赛道爆发叠加机器视觉国产化替代、机器换人的背景下，公司作为工业机器视觉领域龙头公司，将直接受益赛道红利，未来发展稳健。

表 2：估值对比

证券代码	公司名称	收盘价/元	市值/亿元	EPS（元）			PE（倍）		
				2022 年	2023E	2024E	2022 年	2023E	2024E
688686.SH	奥普特	105.3	128.46	2.66	2.93	3.81	49.60	35.96	27.61
688003.SH	天准科技	38.57	74.05	0.78	1.07	1.40	40.45	35.77	27.50
平均							40.02	35.86	27.55
688400.SH	凌云光	24.77	114.68	0.40	0.48	0.66	61.2	51.9	37.3

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 wind 一致预期，截止日期 2023 年 11 月 10 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2032	4164	4238	4684	5017
现金	542	2122	2358	1969	2261
应收票据及应收账款	899	1394	1158	1866	1766
预付账款	88	42	103	68	137
存货	387	470	490	629	705
其他流动资产	115	137	129	152	148
非流动资产	569	843	903	1005	1124
长期投资	109	148	188	226	263
固定资产	255	431	455	512	587
无形资产	22	24	26	27	28
其他非流动资产	183	240	234	239	246
资产总计	2600	5007	5141	5689	6141
流动负债	854	909	875	1125	1195
短期借款	169	41	41	41	41
应付票据及应付账款	402	598	522	783	773
其他流动负债	283	271	312	301	381
非流动负债	180	201	203	207	210
长期借款	29	0	2	6	10
其他非流动负债	152	201	201	201	201
负债合计	1034	1110	1078	1332	1405
少数股东权益	6	6	9	9	11
股本	360	464	464	464	464
资本公积	886	2919	2919	2919	2919
留存收益	321	508	715	993	1342
归属母公司股东权益	1561	3891	4054	4348	4725
负债和股东权益	2600	5007	5141	5689	6141

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-141	-165	388	-254	464
净利润	173	187	224	308	397
折旧摊销	28	33	39	36	42
财务费用	-2	-6	-22	-13	-5
投资损失	-4	14	-1	1	3
营运资金变动	-406	-389	148	-586	27
其他经营现金流	69	-5	0	0	0
投资活动现金流	-94	-1468	-98	-139	-164
筹资活动现金流	102	1881	-54	5	-8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.40	0.48	0.66	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.31	-0.36	0.84	-0.55	1.00
每股净资产(最新摊薄)	3.37	8.39	8.75	9.38	10.19

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2436	2749	3059	3625	4354
营业成本	1623	1833	2053	2393	2852
营业税金及附加	12	12	15	18	21
营业费用	206	241	245	272	305
管理费用	184	185	184	218	261
研发费用	281	376	352	424	527
财务费用	-2	-6	-22	-13	-5
资产减值损失	-26	-43	-29	-39	-51
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	-14	1	-1	-3
营业利润	171	129	206	275	341
营业外收入	1	1	5	4	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	171	130	209	278	343
所得税	-2	-57	-15	-31	-54
税后利润	173	187	224	308	397
少数股东损益	1	-1	2	0	2
归属母公司净利润	172	188	221	308	395
EBITDA	194	102	184	252	324

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	38.8	12.8	11.3	18.5	20.1
营业利润(%)	26.9	-24.4	59.2	33.6	24.0
归属于母公司净利润(%)	30.3	9.1	18.0	39.2	28.4
获利能力					
毛利率(%)	33.4	33.3	32.9	34.0	34.5
净利率(%)	7.1	6.8	7.2	8.5	9.1
ROE(%)	11.0	4.8	5.5	7.1	8.4
ROIC(%)	8.9	2.4	3.6	5.3	6.6
偿债能力					
资产负债率(%)	39.8	22.2	21.0	23.4	22.9
流动比率	2.4	4.6	4.8	4.2	4.2
速动比率	1.7	3.9	4.1	3.5	3.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	3.2	2.4	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	4.7	3.7	3.7	3.7	3.7
估值比率					
P/E	66.8	61.2	51.9	37.3	29.0
P/B	7.4	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	58.0	94.1	50.8	38.6	29.1

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李宏涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话: 021-20655588

网址: www.huajinsec.cn