

国产高端显微镜之光，深耕打造光学“双引擎” ——深耕宁波系列之永新光学深度报告



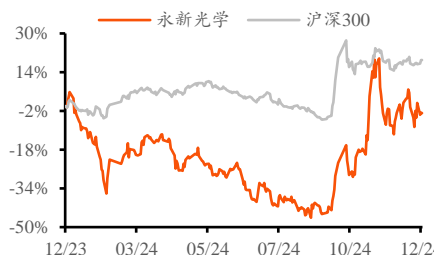
买入(首次)

行业：电子
日期：2024年12月26日
分析师：陈宇哲
E-mail: chenyzhe@yongxingsec.com
SAC编号: S1760523050001
联系人：林致
E-mail: linzhi@yongxingsec.com
SAC编号: S1760123070001

基本数据

12月25日收盘价(元) 89.86
12mthA股价格区间(元) 49.62-118.00
总股本(百万股) 111.15
无限售A股/总股本 99.62%
流通市值(亿元) 99.50

最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

核心观点

国产高端光学显微镜龙头，深度受益大规模设备更新改造。根据国务院新闻办，未来五年（2024-2029），中央企业预计安排大规模设备更新改造总投资超3万亿元。我们认为，公司的高端光学显微镜属于先进设备更新范畴，随着投资款逐步落地至地方和有关机构，公司有望充分受益，订单有望加速落地。根据智研咨询与观研报告网数据，我们预计2027年中国光学显微镜市场有望达81.67亿元。公司超分辨光学显微镜产品的成功上市标志着公司在光学显微镜领域的技术水平已达到世界顶尖水准。我们认为，随着经济复苏以及设备更新政策的加速落地，未来光学显微镜业务有望恢复快速增长，营收结构与盈利能力有望得到持续改善。

条码扫描元件出货量全球第一，深度绑定全球龙头。2023年，在条码扫描及机器视觉领域，公司条码扫描核心光学元件全球出货量第一，与Zebra、霍尼韦尔、康耐视等行业龙头企业建立长期且深度的合作关系，并与蔡司、徕卡等光学巨头建立了稳固的合作关系，是蔡司、徕卡的优秀供应商。全球条码扫描仪市场预计到2027年将达到107.7亿美元，2021年至2027年的CAGR为7.60%。1H24受条码扫描业务快速恢复及激光雷达产品规模化量产的影响，光学元件业务实现销售收入2.54亿元，同比上升30.95%，预计未来将继续维持快速增长的态势。

车载光学与医疗光学器械业务有望打开新成长曲线，有光学产品应用于光刻机相关设备。公司已成为禾赛、图达通、法雷奥等激光雷达全球头部企业的重要合作伙伴。2024年H1，公司车载及激光雷达业务实现销售收入近7000万元，同比增长120%。医疗光学器械方面，公司已开发出嵌入式显微系统、病理切片扫描仪、牙科手术显微镜等。内窥镜镜头及光学元件已批量出货，手术显微镜整机已实现海外销售。股权激励计划业绩考核目标为2024年医疗光学业务营业收入需要不低于9000万元。公司有少量光学产品应用于光刻机相关设备，但目前规模较小，我们认为，未来随着激光雷达、医疗光学器械及国产光刻机需求提升，公司有望持续受益。

投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别实现2.08亿元、3.00亿元、3.94亿元，对应EPS分别为1.87元、2.70元、3.54元。截至12月25日收盘价对应2024-2026年PE值分别为48.09倍、33.32倍、25.37倍。我们看好公司在条码扫描仪需求复苏后迎来新一轮快速增长，同时受益于国家重大装备更新政策推动国产高端光学显微镜份额提升，通过激光雷达与医疗光学等光学元件产品进一步打开成长空间。

风险提示

下游周期波动、国产替代不及预期、产品开拓新技术不及预期的风险

盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	854	1,021	1,297	1,607
年增长率(%)	3.0%	19.5%	27.1%	23.9%
归属于母公司的净利润	235	208	300	394
年增长率(%)	-15.6%	-11.8%	44.3%	31.4%
每股收益(元)	2.14	1.87	2.70	3.54
市盈率(X)	46.43	48.09	33.32	25.37
净资产收益率(%)	13.0%	10.2%	12.9%	14.5%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2024年12月25日收盘价)

正文目录

1. 高端光学精密制造龙头，聚焦“2+2”战略布局	4
1.1. 聚焦光学科学仪器与精密光学元组件	4
1.2. 股权较为集中，管理层重视科研	5
1.3. 营业收入稳健，盈利能力有望提升	6
1.4. 高管增持及股权激励，彰显未来信心	11
2. 科研光学显微镜政策支持，国产替代需求大	12
2.1. 光学显微镜持续向高端发展	12
2.2. 2030 年全球光学显微镜市场规模或达 216 亿元，2027 年中国市场规模或达 81 亿元	12
2.3. 主要以外国厂商为主，高端产品国产替代空间较大	14
2.4. 公司光学显微镜技术领先，营收有望快速恢复增长	15
3. 光学元组件业务主要应用于条码和机器视觉	18
3.1. 条码扫描或将受益于电子商务和工业自动化等领域	18
3.2. 2027 全球条码市场或达 69.4 亿美元，2026 中国条码市场或达 7.08 亿美元	19
3.1. 海外巨头垄断，竞争格局集中	20
3.2. 公司条码扫描元件出货量全球第一，与客户深度合作	21
4. 车载光学业务或打开新增长曲线	23
4.1. 激光雷达是自动驾驶的重要部件之一	23
4.2. 2027 年全球激光雷达市场或达 20 亿美元，中国或达 54.7 亿元	23
4.3. 中国厂商占据全球八成份额	25
4.4. 公司激光雷达核心光学器件技术领先，业务增势亮眼	25
5. 医疗光学市场空间大，高端国产替代动力足	27
5.1. 医疗光学仪器是诊断的重要工具	27
5.2. 2029 年全球医用内窥镜市场或达 1759.85 亿元	27
5.3. 中国市场由海外企业占据，政策鼓励国产化	27
5.4. 公司已完成开发并批量出货，医疗光学业务起量在即	28
6. 盈利预测与投资建议	30
7. 风险提示	32

图目录

图 1: 永新光学公司历史年数、员工、年产量与占地面积情况	4
图 2: 2023 年永新光学股权结构情况	6
图 3: 2019-2024 前三季度永新光学营收情况	7
图 4: 2019-2024 前三季度永新光学归母净利润情况	7
图 5: 2019-2023 永新光学按项目营收情况	8
图 6: 2019-2023 永新光学按项目营收占比情况	8
图 7: 2019-2023 永新光学按项目毛利情况	8
图 8: 2019-2023 永新光学按项目毛利率情况	8
图 9: 2019-2024 前三季度永新光学费用情况	9
图 10: 2019-2023 年公司研发费用情况	10
图 11: 2023 年公司研发人员结构情况	10
图 12: 2023-2030E 全球光学显微镜市场规模情况	13
图 13: 2021E-2027E 中国光学显微镜市场规模情况	13
图 14: 2020 中国光学显微镜行业竞争格局情况（未计算晶华光学）	15
图 15: 2019-2023 年永新光学显微镜系列营收情况	16
图 16: NSR950 超分辨显微镜	17
图 17: NCF1000 共聚焦显微镜	17
图 18: 2021-2027E 全球条码扫描仪市场规模情况	19

图 19: 2022-2026E 中国条码扫描设备市场规模情况.....	19
图 20: 2022-2025E 中国机器视觉市场规模情况.....	20
图 21: 2023-2028E 中国投影机出货量情况.....	20
图 22: 永新光学条码扫描镜头情况.....	22
图 23: 永新光学机器视觉镜头情况.....	22
图 24: 2022-2029E 全球车载摄像头市场规模情况.....	24
图 25: 2023-2025E 中国乘用车市场摄像头搭载量情况.....	24
图 26: 2021-2027E 全球 ADAS 激光雷达市场规模情况.....	24
图 27: 2021-2025E 中国车载雷达市场规模情况.....	24
图 28: 2022-2023 年全球车载激光雷达市场份额情况.....	25
图 29: 永新光学激光雷达镜头.....	26
图 30: 永新光学车载前视镜头.....	26
图 31: 2023-2029E 全球医用内窥镜市场规模情况.....	27
图 32: 2023-2030E 全球手术显微镜市场规模情况.....	27
图 33: 永新光学 NSS-5 数字切片扫描仪、NSM906 手术显微镜以及内窥镜核心镜头.....	29

表目录

表 1: 永新光学 2023 年股权激励计划的业绩考核目标.....	11
表 2: 全球光学显微镜主要企业情况.....	14
表 3: 条码扫码器分类.....	18
表 4: 车载 ADAS 传感器对比.....	23
表 5: 解除限售条件业绩指标.....	29
表 6: 公司分业务收入、成本、增速与毛利率预测（单位：百万元）.....	30

1. 高端光学精密制造龙头，聚焦“2+2”战略布局

1.1. 聚焦光学科学仪器与精密光学元器件

永新光学是一家专注于科学仪器和核心光学元器件业务的科技型制造企业，是国内光学显微镜和精密光学元器件的龙头企业。根据公司官网，宁波永新光学股份有限公司成立于1997年。公司在宁波、南京建有制造基地，占地11万平方米，员工约1300名，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，是国家级制造业单项冠军示范企业、中国仪器仪表行业协会副理事长单位、光学仪器分会理事长单位和光学显微镜国家标准制定单位，主导ISO9345显微镜国际标准制定。公司建有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，与国内多所著名高校建立了稳定的产学研合作关系，与浙江大学共建浙大宁波研究院光电分院。公司致力于生命科学、医疗光学和工业检测领域等科学仪器产品高端化，并为物联网、自动驾驶、工业自动化、人工智能和专业影像设备等产业提供核心光学元器件。公司拥有NOVEL、NEXCOPE、江南等自主品牌，是国内知名院校、科研院所、医疗机构及国际知名企业蔡司、徕卡、尼康、捷普、斑马、霍尼韦尔和康耐视的重要供应商。

图1:永新光学公司历史年数、员工、年产量与占地面积情况



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

在科学仪器方面，永新光学是高端国产光学显微镜国产替代领军企业。根据永新光学2023年年报，公司是国家级制造业单项冠军示范企业，并已迈入高端光学显微镜国产替代的新阶段。中国高端光学显微镜市场空间巨大，但长期被外国企业垄断。过去20年，公司以OEM、产学研合作、承担国家重大项目为抓手，不断积累技术经验，具备与全球顶尖光学显微镜厂商比肩的技术能力。近几年，公司高端显微镜高速发展，已实现超过4%的国产化替代，完成了从0到1的突破。伴随我国实施科学仪器强国战略及科学仪器设备更新的重大机遇，公司光学显微镜业务将迎来重大突破。

在核心光学元器件方面，永新光学条码扫描核心光学元器件全球出货量第一。根据永新光学 2023 年年报，公司有长达 26 年的研发制造经验，在条码扫描、机器视觉、传统光学领域积累了众多各细分领域世界龙头企业客户。在条码扫描及机器视觉领域，公司条码扫描核心光学元器件全球出货量第一，与斑马、霍尼韦尔、康耐视等行业龙头企业建立长期且深度的合作关系，并开始拓展高性能、高复杂度的模组产品。此外，公司与蔡司、徕卡等光学巨头建立了稳固的合作关系，是蔡司、徕卡的优秀供应商。通过与上述优质客户的合作，公司长期保持约 40% 的毛利率。面对 AI、物联网、智能制造的快速发展和创新，未来光学产业将迎来更快的发展，公司与细分领域顶尖企业的深度合作将使得公司继续保持行业优势地位。

在车载激光雷达光学组件方面，永新光学已实现规模量产。根据永新光学 2023 年年报，公司已在车载激光雷达领域深耕近 10 年，积累了丰富的行业经验和雄厚的技术储备。特别是激光雷达领域，公司为最早介入并长期耕耘的光学器件制造商之一，公司已从对激光雷达光学元器件的初步理解，逐步拓展至小批量供应阶段，经过持续的技术迭代和市场验证，公司已成为禾赛、图达通、法雷奥等全球头部企业的重要合作伙伴。伴随着激光雷达终端市场的大量应用，该业务已在 2023 年成功实现规模化量产，进一步巩固公司在车载激光雷达领域的领先地位。

在医疗光学领域，永新光学开发多款高端光学组件。根据永新光学 2023 年年报，经过充分的市场研究并结合自身研发制造能力，公司将医疗光学业务列为公司新兴战略业务，近 2 年已实现 50% 以上的增长。在腹腔镜系统的核心光学元部件领域，目前公司已经覆盖该领域国内 70% 以上的重要玩家。在医疗仪器方面，公司开发多款应用于病理诊断的高端医疗设备。未来，公司将继续对标行业中高端产品，突破内窥镜相关产品的国产化难题，实现手术显微镜、高端眼科诊疗设备的国产化替代，致力于成为世界一流的医疗光学仪器及核心元部件的供应商。

在光刻机领域，公司少量光学产品应用于光刻机相关设备。根据公司公告，公司少量光学产品应用于光刻机相关设备，但目前规模较小，占公司营收比较低，占公司 2023 年度营业收入比重不足 1%。

1.2. 股权较为集中，管理层重视科研

永新光学股权结构清晰，股权结构较为集中且稳定。根据 Wind 资料显示，公司前三大股东分别为永新光电、共青城波通投资以及宁兴资管，分别持股 28.99%、10.91% 和 9.62%。公司的管理层也持有一定比例的股份，其中总经理毛磊持有 2.94% 的股份。总体来看，公司的股权结构较为集中，有利于公司的长期稳定发展。

图2:2023年永新光学股权结构情况


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

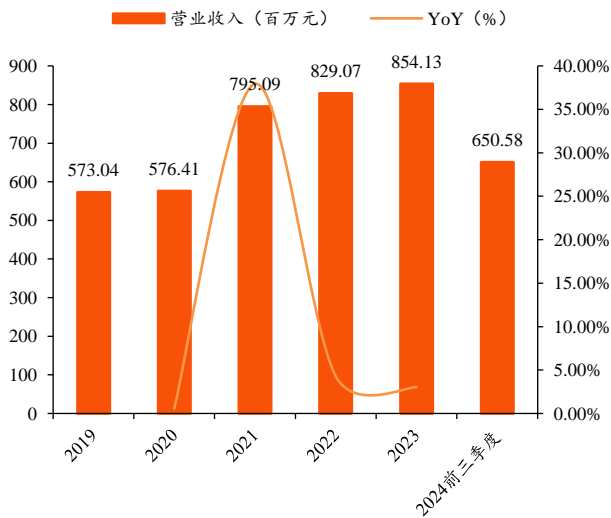
公司高管具备较强专业能力，公司高层重视技术研发。根据永新光学招股说明书，总经理毛磊先生是教授级高级工程师，享受国务院政府特殊津贴专家。曾任南京江南光电(集团)股份有限公司产品主办设计员、公司办公室副主任、总工程师。1997年进入公司，现任宁波永新光学股份有限公司副董事长、总经理兼技术总监、研究院院长。主持研发的多项成果获省、市科学技术奖，获多项国家发明专利。作为全国显微镜标准会副主任委员，主持或参与制(修)定了多项国际、国家标准。成功主持的项目中：5项被评为国家重点新产品，4项为国家级火炬计划项目，2项为宁波市重大科技攻关项目。此前承担国家重点研发计划重大科学仪器专项“高分辨荧光显微成像仪”(2016YFF0101400)，为该项目的项目负责人。技术副总监张克奇先生具备博士学位，是国家千人计划创新人才，享受国务院特殊津贴专家，在光学领域具有30多年的工业和学术经验。曾任美国真空技术有限公司技术总监、美国Barr光学精密薄膜公司工艺技术部经理、美国Zygo有限公司高级技术专家、美国康宁公司薄膜技术研发部总监。2014年进入公司，现任公司技术副总监、研究院副院长。曾成功主持研发多种具有世界水平的光学产品，在国际顶级刊物发表多篇文章，承担国家重点研发计划重大科学仪器专项—高分辨荧光显微成像(2016YFF0101400)，为该项目的首席技术负责人和子课题—高端显微镜物镜等关键部件研究及软件开发负责人。

我们认为，公司高管层面结构稳定并且具备专业背景，公司重视研发，积极开拓新品，有望长期受益。

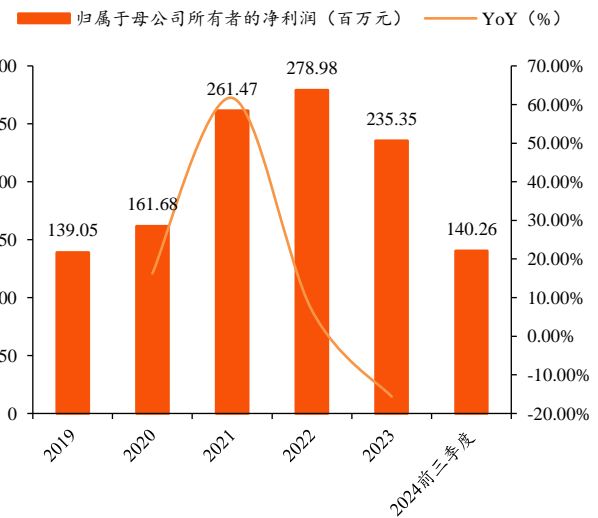
1.3. 营业收入稳健，盈利能力有望提升

2024 年前三季度营收同比+6.54%，归母净利润小幅调整。根据永新光学 2024 年三季报，2024 年第三季度营业收入 2.22 亿元，同比增长 1.07%，归属于母公司所有者的净利润 4067.05 万元，同比下降 29.72%。公司前三季度实现营业收入 6.51 亿元，较上年同期增长 6.54%；归属于上市公司股东的净利润 1.4 亿元，同比下降 19.28%。归母净利润下降主要受上年同期分公司大额土地拆迁补偿等影响；我们认为与企业持续经营能力直接相关的归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润仍继续保持增长，前三季度公司实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.18 亿元同比增长 1.36%。我们认为，2024 年上半年公司不断加强市场开拓及运营力度，或将把握市场机遇，公司营收有望持续增长。

2023 年营收同比+3.02%，归母净利润下滑主要受汇兑损益及研发投入影响。根据永新光学 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 8.54 亿元，较上年同期上升 3.02%，营业收入再创历史新高。其中，受高端显微镜销售快速增长影响，光学显微镜业务实现销售收入 4.14 亿元，同比增长 15.76%；受条码扫描业务相关客户去库存影响，光学元件业务实现销售收入 4.19 亿元，同比下降 6.59%。主要受汇兑收益较 2022 年度同比大幅减少及研发、市场投入大幅增加等影响，2023 年实现归属于公司股东的净利润 2.35 亿元，同比下降 15.64%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.62 亿元，同比下降 25.23%。

图3:2019-2024 前三季度永新光学营收情况


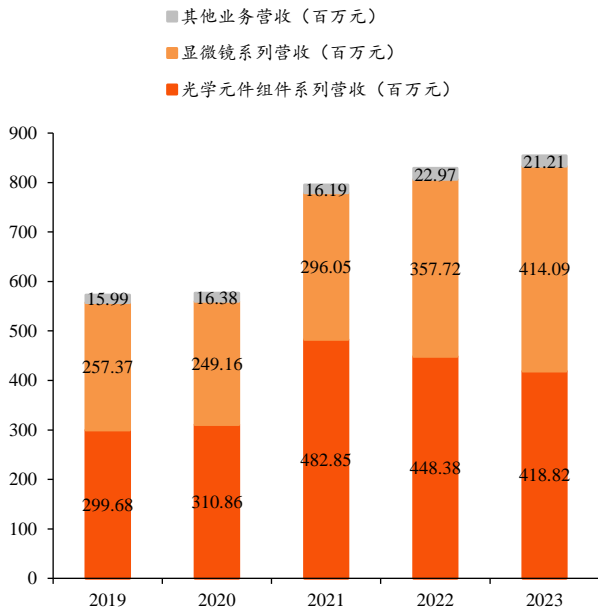
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图4:2019-2024 前三季度永新光学归母净利润情况


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

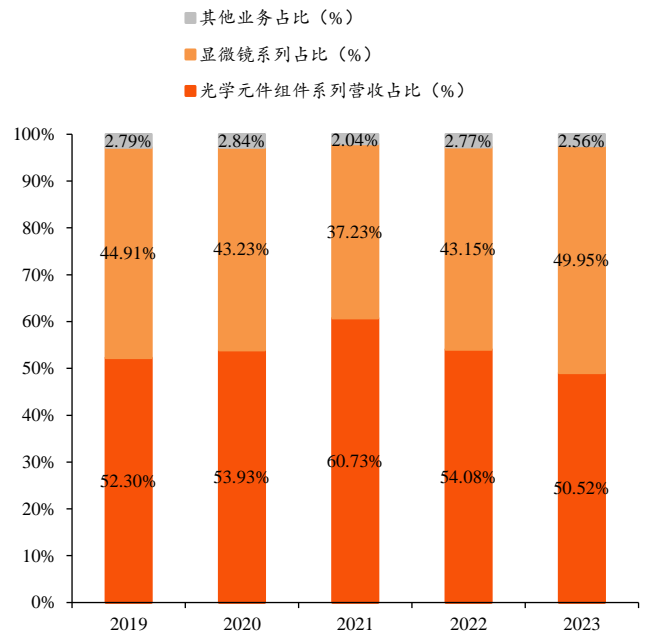
从营收结构上来看，2023 年光学元件组件与显微镜业务比重相近，近年来显微镜业务占比呈现上升趋势。2023 年，光学元件组件系列营业收入为 4.19 亿元，同比下降 6.59%；显微镜系列营业收入为 4.14 亿元，同比增长 15.76%；其他业务营收为 0.21 亿元。我们认为，公司双线积极布局，有望随着国产替代需求提升而长期受益。

图5:2019-2023 永新光学按项目营收情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

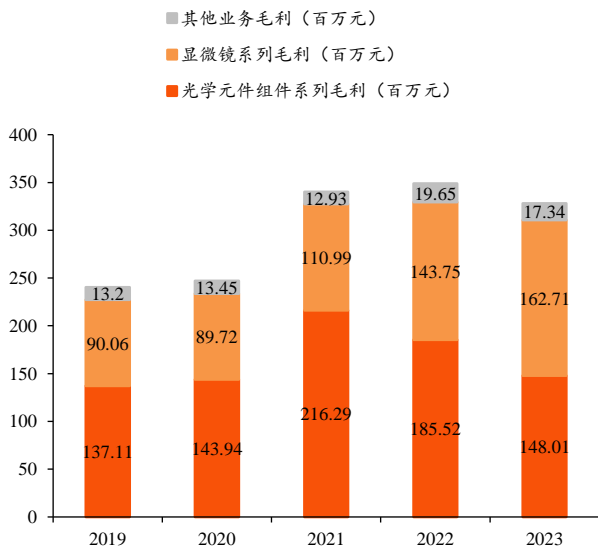
图6:2019-2023 永新光学按项目营收占比情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

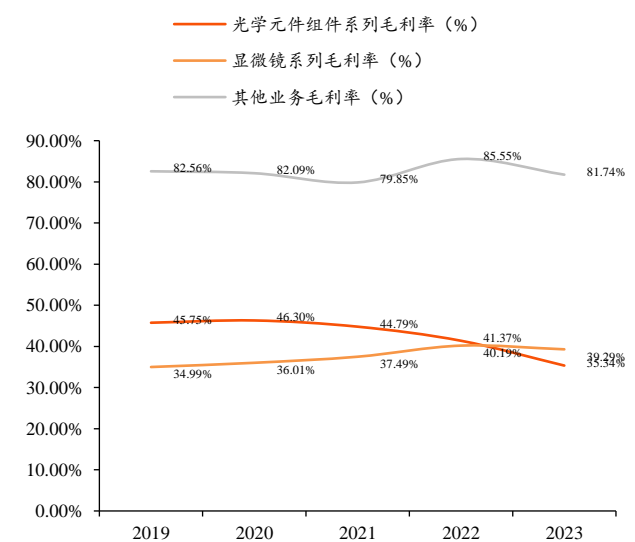
公司产品毛利率基本保持稳定。2023 年, 光学元件组件系列毛利率为 35.34%, 毛利率比上年减少 6.03 个百分点; 显微镜系列毛利率为 39.29%, 毛利率比上年减少 0.90 个百分点。根据公司 2023 年年报, 公司在以销定产模式下, 光学元件系列主要受到条码机器视觉业务收入下降的影响, 导致生产量也随之下降。我们认为, 由于行业景气度较为低迷致使公司毛利率出现下滑, 未来随着条码领域景气复苏, 公司毛利率有望持续修复。

图7:2019-2023 永新光学按项目毛利情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:2019-2023 永新光学按项目毛利率情况

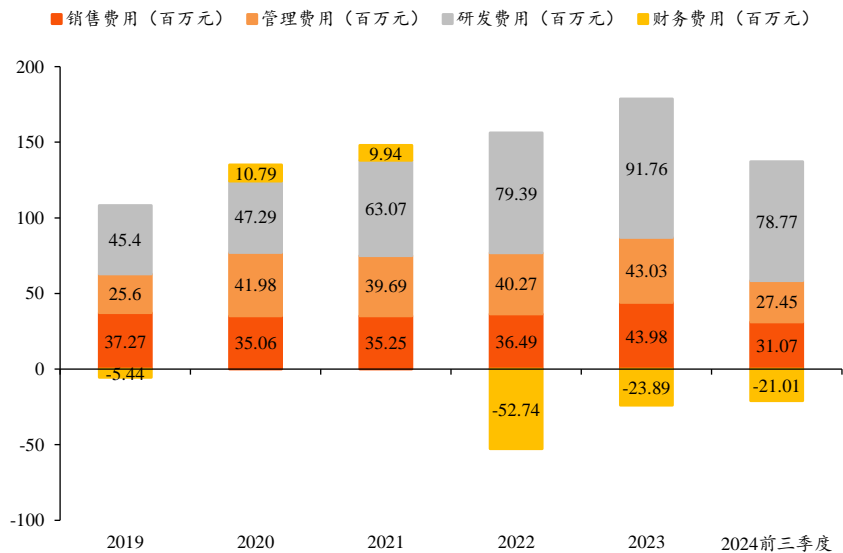


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

从费用上来看, 总体保持稳定, 研发费用呈稳健上升态势。根据 2023

年永新光学年报，公司销售费用 0.44 亿元，管理费用 0.43 亿元，研发费用 0.92 亿元，财务费用-0.24 亿元。根据 2024 年永新光学前三季度报告，销售费用 0.31 亿元，管理费用 0.27 亿元，研发费用 0.79 亿元，财务费用-0.21 亿元。

图9:2019-2024 前三季度永新光学费用情况



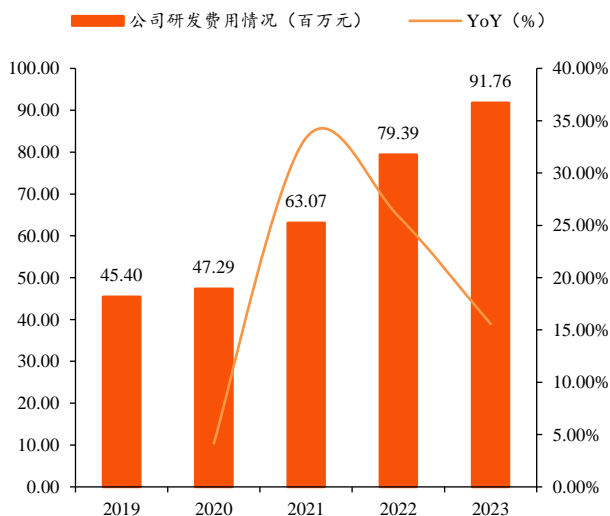
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司注重研发，形成多融专精的研发战略。根据永新光学 2024 年半年报，公司长期担任中国仪器仪表行业协会副理事长单位、光学仪器分会理事长单位和光学显微镜国家标准制订单位。时至今日，已拥有研发场地 4,000 多平米，研发技术人员 300 余名，建有国家企业技术中心、国家级博士后科研工作站、省级重点显微科学仪器研究院，与浙江大学、上海交通大学、复旦大学、中国科学院等国内高校建立稳定的合作关系。与浙大宁波“五位一体”校区教育发展中心、浙江大学光电学院合作共建浙江大学宁波研究院光电分院，并与上海交通大学生命科学技术学院及基础医学院分别建立“产教学研创融合示范中心”“高端国产显微镜产学研用示范中心”。其中与浙江大学共建的“全省光电自主感知重点实验室”，与宁波大学附属第一医院共建的“全省动脉粥样硬化疾病精准防治重点实验室”被浙江省科技厅认定为“全省重点实验室”；与宁波大学附属第一医院创建的“泌尿系疾病创新技术与诊疗器械浙江省工程研究中心”被认定为 2023 年浙江省工程研究中心，实现产、学、研、政、用资源协同和先进技术转化。公司曾先后承担“嫦娥二、三、四号”星载光学监控镜头的制造，承制国内首台“太空显微实验仪”，为空间站航天医学、太空生命科学等技术研究提供支撑。近年来，公司连续承接多个国家“十三五”、“十四五”重点研发计划，在高端科学仪器领域攻克多项关键“卡脖子”技术，推动我国科学仪器实现国产化高端替代。2019 年，公司主导制定的我国首项 IS09345 显微镜领域国际标准，有效提升了国际话语权，引领行业规范发展。目前该标准已被 16 个国家广泛采用，打破

国外三十多年垄断的局面，提高了国外对中国制造的光学显微镜的认可度，并获得“中国标准创新贡献奖”标准项目奖二等奖。2023年，公司入围第五届“中国质量奖提名奖”并荣获第九届“浙江省人民政府质量奖”。

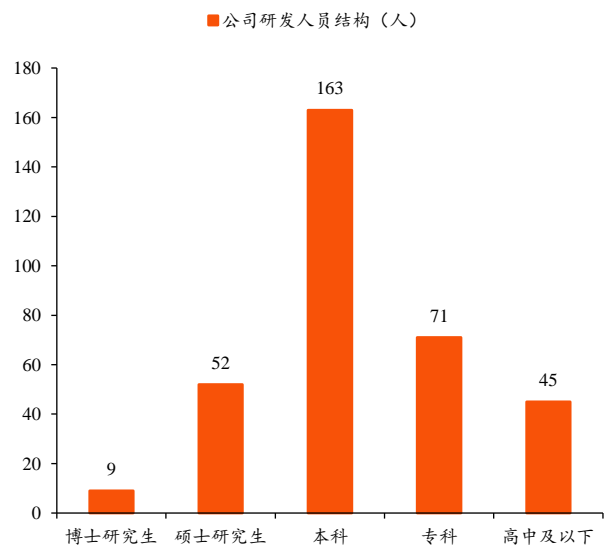
2024上半年，公司研发投入同比+21.33%。根据永新光学2024年半年报，2024年上半年公司持续聚焦技术创新，研发投入达5,568.25万元，同比增长21.33%，占主营业务收入13.00%。公司加快高端显微镜的研发及商品化进程，推出NSR950、NCF1000、NIB1000等多款单价在20万-300万之间的显微镜新品，进一步缩短与国际顶尖光学显微镜技术水平的差距，公司已成为国内唯一同时具备自主研发生产超分辨和共聚焦光学显微镜的厂商。2024年3月，“NCF1000激光共聚焦显微镜”科技成果评价会顺利召开，该显微镜的整体技术水平达到国际先进水平。5月，由公司牵头承担的“十四五”国家重点研发计划“眼科手术导航显微镜研发”项目阶段性成果及功能性能测试大纲评审会议在宁波顺利召开，项目完成后，产生的共性化技术成果将带动眼科、牙科等一大批应用领域的专用仪器的开发，推动国产手术显微镜领域的进步。7月，公司牵头主导的“科研级高分辨显微成像系统关键技术研究及产业化”项目荣获本年度中国仪器仪表学会科技进步一等奖。公司已参与承担科技项目11项，包括国家级共4项、省级1项，市级6项，通过持续承担此类科技项目，公司在自主研发和创新上取得了显著进步，并为公司的可持续发展增添了动力。在核心部件方面，公司自主研发的全套复消色差物镜及内窥镜镜头稳定量产，截止深度OD>6的四通道滤光片完成试制并可批量化供应，完成NA1.49大数值孔径物镜研发及批量生产销售，公司是目前国内唯一商品化该级别光学物镜的企业。我们认为，公司注重研发，积极招聘光学业界专业人员，随着新品拓展及导入，公司有望长期受益。

图10:2019-2023年公司研发费用情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图11:2023年公司研发人员结构情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

1.4. 高管增持及股权激励，彰显未来信心

公司总经理增持公司股份，彰显对公司未来信心。根据公司公告，宁波永新光学股份有限公司联席董事长、总经理毛磊先生，于2024年9月12日通过上海证券交易所交易系统以集中竞价方式合计增持公司股票20,000股，占公司总股本的0.018%。2024年9月12日，公司收到公司联席董事长、总经理毛磊先生出具的《关于增持公司股份的告知函》。我们认为，公司总经理基于对公司未来发展前景、持续稳健发展的信心及对公司价值的认可，增持公司股份，彰显信心。

永新光学2023年推出股权激励计划，有助于提升公司竞争能力以及调动员工的工作积极性。根据公司公告，该激励计划业绩指标设定为，公司2023年-2025年经审计的营业收入分别不低于8.40亿元、10.50亿元、14.00亿元或2023年-2025年经审计的归属于上市公司股东的净利润但剔除本次及其它员工激励计划的股份支付费用影响的数值不低于3.00亿元、3.50亿元、4.10亿元；2023年-2025年医疗光学业务的营业收入不低于6,100万元、9,000万元、1.40亿元。

表1:永新光学2023年股权激励计划的业绩考核目标

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。

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

2. 科研光学显微镜政策支持，国产替代需求大

2.1. 光学显微镜持续向高端发展

光学显微镜通过透镜组合将物体放大，可达 1500 倍左右。根据华经产业研究院报告，光学显微镜（microscope）是通过光的折射把人眼所不能分辨的微小物体放大成像，以供人们提取微细结构信息，是集光、机、电及数字技术于一身的精密仪器。光学显微镜通过透镜组合将物体放大，使得研究人员能够观察细胞结构、组织器官、微生物等微观世界。其放大倍数通常可以达到 1500 倍左右，能够清晰地观察到细菌等微小生物的形状和结构。

光学显微仪器向高精度、自动化、可视化、智能化发展，仪器高端化和国产替代空间巨大。根据永新光学招股说明书，在现代科学技术中，显微镜是一种普遍使用的显微观测仪器，随着制造技术的快速发展，显微镜的应用范围变得愈来愈广，除了使用一般明视野透射光以外，还可以使用暗视野、相差、偏光、荧光、紫外光、红外光进行标本的观察。除了进行细微结构的观察之外，还可以进行照相、描绘、投影放大，以及对微小物体的长度、面积和体积的测量。同时显微镜同电影、电视、分光光度术等现代技术的结合，出现了显微电影摄影机、自动影像分析仪、显微分光光度计、流式细胞分光光度计等大型自动影像记录和测量分析仪器，可以真实地记录活体生物中微观的运动和变化过程。根据公司 2024 年半年报，随着显微镜在生命科学、教学、纳米技术以及半导体技术等领域的渗透，显微仪器向高精度、自动化、可视化、智能化发展的趋势明显，高端显微镜、具备显微成像功能的自动化检测设备需求快速增长。近年来，国家各层级部门密集出台各项政策支持科学仪器的发展，随着国内企业精密制造能力不断提高，国产显微仪器高端化及国产替代的市场空间巨大。

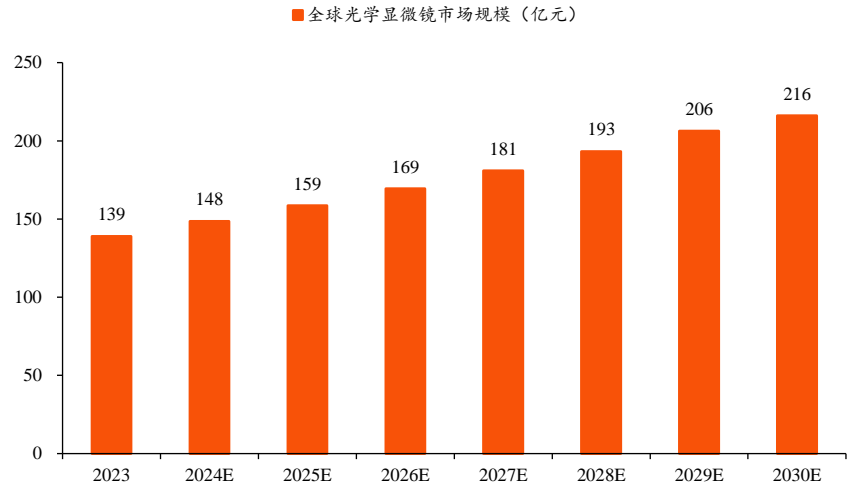
光学显微镜约占全球显微镜市场 40% 份额。根据公司招股书，全球显微镜市场主要细分为光学显微镜、电子显微镜和扫描探针显微镜，其中光学显微镜由于其历史悠久、市场渗透率较高、成本优势明显，约占据全球显微镜 40% 的市场份额，系显微镜市场的重要组成部分。

2.2. 2030 年全球光学显微镜市场规模或达 216 亿元，2027 年中国市场规模或达 81 亿元

亚太地区光学显微镜占全球份额的 37%，2024-2030 期间 CAGR 或达 7.5%。根据 Exactitude Consultancy 报告，亚太地区占据市场主导地位，全球份额超过 37%。预计亚太市场将以最快的速度增长，2024-2030 复合年增长率为 7.5%。主要原因是日本等国家顶级制造商的存在以及中国和印度等国家蓬勃发展的本地制造业，亚太地区正在不断扩张。并且预计医疗机构数量的稳步增长、诊断中心需求的增加以及研发计划的扩大将有助于亚太区域市场的增长。预测北美的市场份额预计也将大幅增加。研究机构、尖端医疗设施和研发组织的激增是市场扩张的主要因素。

预计到 2030 年，全球光学显微镜市场规模有望达到 216 亿元。根据 QYResearch 调研统计，2023 年全球光学显微镜市场销售额达到了 139 亿元，预计 2030 年将达到 216 亿元，2024-2030 年复合增长率 CAGR 为 6.8%。

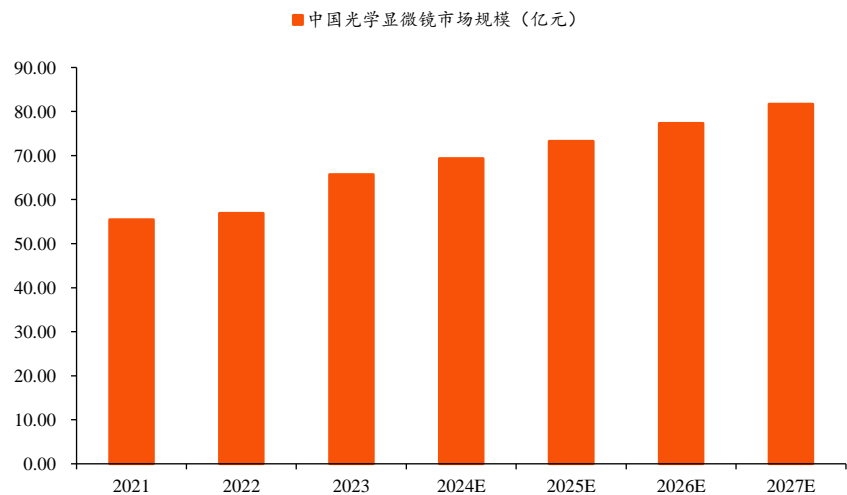
图12:2023-2030E 全球光学显微镜市场规模情况



资料来源: QYResearch, 甬兴证券研究所

预计到 2027 年，中国光学显微镜市场规模有望达到 81 亿元。随着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，同时我国光学显微镜技术的不断发展以及软件技术的发展等因素也将推动对光学显微镜的需求。根据智研咨询报告，中国光学显微镜市场规模不断扩张，2021 年中国光学显微镜市场规模达 55.48 亿元，2023 年中国光学显微镜市场规模达 65.68 亿元，同比增长 15.3%。根据观研报告网，2023 年全球光学显微镜市场规模增长至 26.04 亿美元，预计 2030 年市场规模将达到 38.24 亿美元，2023-2030 年 CAGR 约为 5.6%。我们认为，随着政策支持叠加国内企业精密制造能力不断提高，2023-2027 年中国光学显微镜市场或将与全球市场增速保持一致，2027 年或达 81.67 亿元。

图13:2021E-2027E 中国光学显微镜市场规模情况



资料来源: 智研咨询、观研报告网, 甬兴证券研究所

2.3. 主要以外国厂商为主，高端产品国产替代空间较大

全球光学显微镜市场主要被国外厂商所占据。根据 QYResearch 报告，全球光学显微镜的核心厂商包括 ZEISS Group、Olympus (Evident)、Nikon、Leica、麦克奥迪等。前五大厂商占有全球约 60% 的份额。根据华经产业研究院报告，在光学显微镜领域，市场参与者众多，但具有较高知名度的公司较少，且各自优势领域存在差异。国际知名厂商主要集中在德国、美国和日本等光学技术领先国家，综合光学产品厂商的业务覆盖光学领域多个分支，主要公司包括徕卡 (Leica)、卡尔·蔡司 (CarlZeiss)、尼康 (Nikon)、永新光学等。

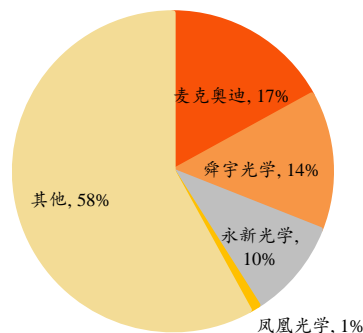
表2:全球光学显微镜主要企业情况

企业	介绍	主要产品
蔡司 ZEISS	专注于光学、精密工程及电子观测领域	显微镜、望远镜、相机镜头、医疗仪器等光学产品
尼康 Nikon	专业领域的摄影及光学产品制造	相机、显微镜、望远镜、测量仪器等
徕卡 Leica	徕卡能够提供显微镜、图像采集产品和图像分析软件	显微镜、相机、镜头、测量仪器等
永新光学	光学精密仪器及核心光学部件的供应商，主导 ISO9345 显微镜国际标准制订	显微镜、望远镜、光学镜头、光学仪器等
普丹光学	光学显微镜（生物显微镜、金相显微镜、体视显微镜等）、二次元测量仪、理化分析仪器	生物显微镜、金相显微镜、体视显微镜等

资料来源：华经产业研究院，甬兴证券研究所

中国是光学显微镜生产大国，但高端产品仍存在市场空缺，国产替代空间巨大。根据公司招股书，中国显微镜行业发展缺乏技术沉淀，20 年以上经营积累的企业十分稀缺，深度精密制造及光学核心部件设计及工艺严重制约产业升级，具备生产高端显微镜的企业屈指可数，高端显微镜如系统显微镜、共聚焦扫描和超分辨显微镜等高端产品被徕卡显微系统、蔡司、尼康、奥林巴斯控制着。若国内显微镜企业能打破技术壁垒，切入高端显微镜市场，企业的生产经营将腾跃至一个更高的格局。根据华经产业研究院报告，高端显微镜市场被徕卡显微系统、蔡司、尼康、奥林巴斯等德国和日本传统光学企业垄断，我国生产制造主要以中低端为主。近年来随着国内需求带动技术和制造设备领域持续突破，我国在高端光学显微镜领域取得不少进展，诸如麦克奥迪、舜宇光学科技、永新光学等企业逐步发展并具备高端显微镜生产制造能力。

图14:2020 中国光学显微镜行业竞争格局情况（未计算晶华光学）



资料来源：华经产业研究院，甬兴证券研究所

已出台相关政策支持显微镜国产化，国产替代空间较大。根据永新光学 2024 年半年报，2021 年 5 月，财政部及工信部颁布的《政府采购进口产品审核指导标准》，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：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。2021 年 12 月，中华人民共和国主席根据全国人民代表大会及其常务委员会的决定签发中华人民共和国主席令（第一〇三号）《中华人民共和国科学技术进步法》，其中第九十一条明确：“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，政府采购应该购买；首次投放市场的，政府采购应该率先购买，不得以商业业绩为由予以限制。”

根据证券日报援引国务院新闻办公室发布会，国务院国资委召开了中央企业大规模设备更新工作推进会议，指导中央企业率先行动，聚焦“五个加快”推动大规模设备更新重点任务落实落地。未来五年（2024-2029），中央企业预计安排大规模设备更新改造总投资超 3 万亿元。

科学仪器主要应用在企业 and 高校的研发、生产环节，是实现科技创新、技术进步的重要工具，在实现新质生产力的过程中起到关键作用。2024 年 3 月 14 日，国务院常务会议审议通过了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，其总体要求中提出，“要加快淘汰落后产品设备，提升安全可靠水平，促进产业高端化、智能化、绿色化发展”，方案提到“到 2027 年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较 2023 年增 25% 以上”，科学仪器对于各行业技术创新具有托底作用，为设备更新的重要组成部分。方案同时还明确提到“严格落实学科教学装备配置标准，保质保量配置并及时更新教学仪器设备。”截至 2024 年 6 月，已有 31 个省份印发了本地区大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案。

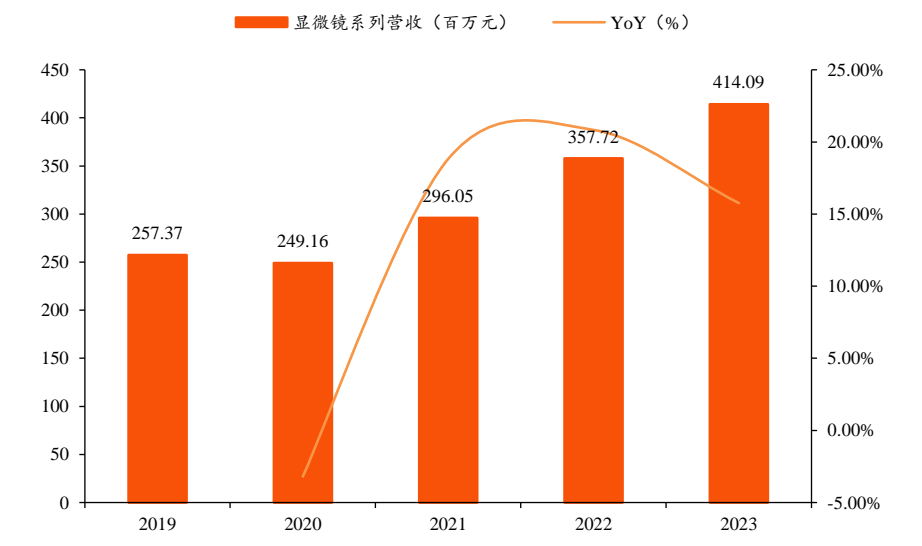
2.4. 公司光学显微镜技术领先，营收有望快速恢复增长

公司在光学显微镜领域的技术水平已达到世界顶尖水准。根据公司请务必阅读报告正文后各项声明

2024 年半年报，公司是国内为数不多的具备高端显微镜自主研发制造能力的企业。从研制出第一代高端显微镜，再到超分辨光学显微镜的诞生上市，公司历经近 20 年。近年来，公司积极响应“科学仪器国产化及高端替代”需求，自 2018 年上市以来，公司高端光学显微镜迎来飞跃式发展，成功研发多款实验级正置显微镜、科研级倒置显微镜、激光共聚焦显微镜及超分辨显微镜等，对单价 300 万元以内的高端显微镜产品进行全覆盖，目前已能够满足高端光学显微镜在生命科学、科研医疗、工业检测、教学等领域的绝大部分需求。其中超分辨光学显微镜产品的成功上市标志着公司在光学显微镜领域的技术水平已达到世界顶尖水准。

2024 年下半年光学显微镜业务有望快速恢复。根据永新光学 2024 年半年报，光学显微镜业务实现销售收入 1.63 亿元，同比下降 12.78%。我们认为随着行业复苏以及设备更新政策的加速落地，预计 2024 年下半年光学显微镜业务有望快速恢复。

图15:2019-2023 年永新光学显微镜系列营收情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2024 年上半年高端光学显微镜占比提升。根据永新光学 2024 年半年报，受宏观经济波动影响，光学显微镜业务整体营收虽小幅下滑，但高端光学显微镜占比提升。随着国家对国产高端仪器的愈发重视以及大规模设备更新政策效应不断显现，新需求逐步开始释放，预计光学显微镜业务有望加速恢复。近年来，公司积极响应“科学仪器国产化及高端替代”需求，高端显微镜保持高速增长，目前已能够满足在生命科学、科研医疗、工业检测、教学等领域的绝大部分需求。我们认为，公司积极拓展高端显微镜，随着国产替代需求不断提高，公司有望从营收及利润双侧长期受益。

2024 年上半年，公司着重强调“一切围绕市场产品为王”的光学显微镜发展策略，对产品现状及整体定位系统性思考，研发、市场、制造端进一步打通。上半年，公司显微镜团队在双引擎的带领下，根据市场反馈快速形

成针对性解决方案，对现有光学显微镜产品不断优化，新品开发速度不断提升，市场开拓能力显著增强。2024年3月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，公司持续跟进政策落地情况，在全国范围内挖掘市场需求，并获得较好的反馈意向。7月，公司牵头主导的“科研级高分辨显微成像系统关键技术研究及产业化”项目获中国仪器仪表学会科技进步奖一等奖，这是本届唯一一家由民营企业牵头的一等奖奖项。8月，公司与上海交通大学生命科学技术学院及基础医学院分别建立“产教学研创融合示范中心”“高端国产显微镜产学研用示范中心”，携手构建创新驱动发展生态体系，不断扩大公司高端显微镜品牌影响力。

图16: NSR950 超分辨显微镜



资料来源：2024年公司半年报，甬兴证券研究所

图17: NCF1000 共聚焦显微镜



资料来源：2024年公司半年报，甬兴证券研究所

3. 光学元器件业务主要应用于条码和机器视觉

3.1. 条码扫描或将受益于电子商务和工业自动化等领域

条码扫描仪应用广泛，主要用于电子商务、工业自动化以及物联网。根据观研报告网资料，条码扫描器，又称为条码阅读器、条码扫描枪、条形码扫描器、条形码扫描枪及条形码阅读器。它是用于读取条码所包含信息的阅读设备，利用光学原理，把条形码的内容解码后通过数据线或者无线的方式传输到电脑或者别的设备。条码扫描器可分为手持式条码扫描器、平台式条码扫描器、小滚筒式条码扫描器三大类。目前在市面上大部分的条码扫描器都属于平台式条码扫描器，是现在的主流产品。根据永新光学 2024 年半年报，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。随着全球电子商务、工业自动化、物联网的发展，条码扫描市场持续稳定增长。

表3:条码扫描器分类

类别	简介	技术	光学分辨率	色彩类型
手持式条码扫描器	手持式条码扫描器是 1987 年推出的技术形成的产品，外形很像超市收款员拿在手上使用的条码扫描器一样。	绝大多数采用 CIS 技术	200dpi	有黑白、灰度、彩色多种类型，其中彩色类型一般为 18 位彩色。也有个别高档产品采用 CCD 作为感光器件，可实现位真彩色，扫描效果较好。
小滚筒式条码扫描器	是手持式条码扫描器和平台式条码扫描器的中间产品	绝大多数采用 CIS 技术，也有及少数小滚筒式条码扫描器采用 CCD 技术，扫描效果明显优于 CIS 技术的产品，但由于结构限制，体积一般明显大于 CIS 技术的产品。	300dpi	有彩色和灰度两种，彩色型号一般为 24 位彩色。
平台式条码扫描器	又称平板式条码扫描器、台式条码扫描器，目前在市面上大部分的条码扫描器都属于平板式条码扫描器，是现在的主流。	绝大多数采用 CIS 技术	300dpi-8000dpi	色彩位数从 24 位到 48 位

资料来源：观研天下，甬兴证券研究所

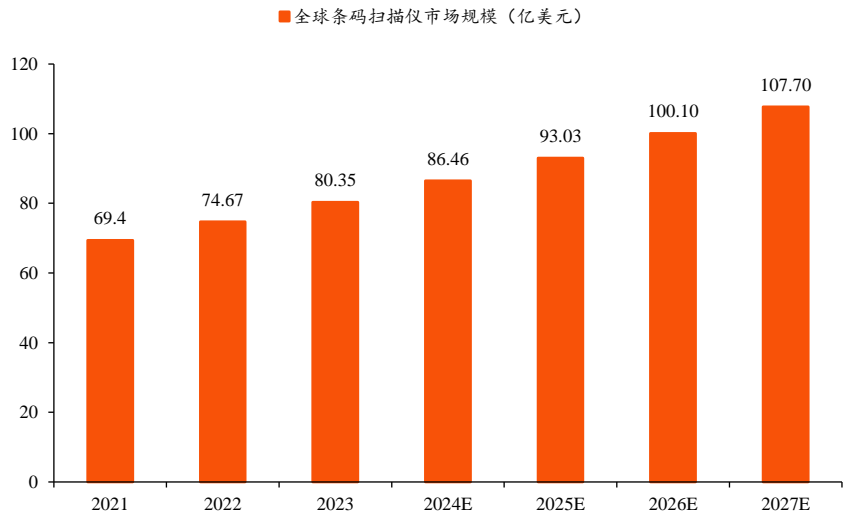
工业领域机器视觉应用广泛。根据永新光学 2024 年半年报，机器视觉通过获取、提取和处理图像信息，为设备执行功能提供操作指导，广泛运用于自动化生产线相关的工业控制领域。目前，消费电子、汽车制造、光伏半导体、仓储物流等诸多行业对机器视觉的需求在增加，并逐渐扩展到交通和其他非工业领域。中国作为全球制造业加工中心，工业领域的机器视觉应用发展活跃，根据国务院发布的《新一代人工智能发展规划》，到 2030 年，中国要成为世界主要人工智能创新中心。

公司主要为激光光源投影机及工程投影机等产品厂商提供光学元器件。根据永新光学 2024 年半年报，智能投影仪以其便携、移动、色彩表现较好等特点，更加偏向家用娱乐、影视、移动等新用途；而激光投影仪则以色彩还原度高、色域宽、亮度高、节能等特点在家用、商务、工程、虚拟现实等场景中均有应用。公司主要为激光光源投影机及工程投影机等产品厂商（科视、巴可、NEC 等）提供光学元器件。

3.2. 2027 全球条码市场或达 69.4 亿美元，2026 中国条码市场或达 7.08 亿美元

2027 年全球条码扫描仪市场或达 69.4 亿美元，2021-2027 年间 CAGR 约为 7.6%。根据 Coherent Market Insights 发布的扫描器相关报告显示，2021 年全球条码扫描仪市场价值 69.4 亿美元，预计到 2027 年将达到 107.7 亿美元，2021 年至 2027 年的复合年增长率为 7.6%。

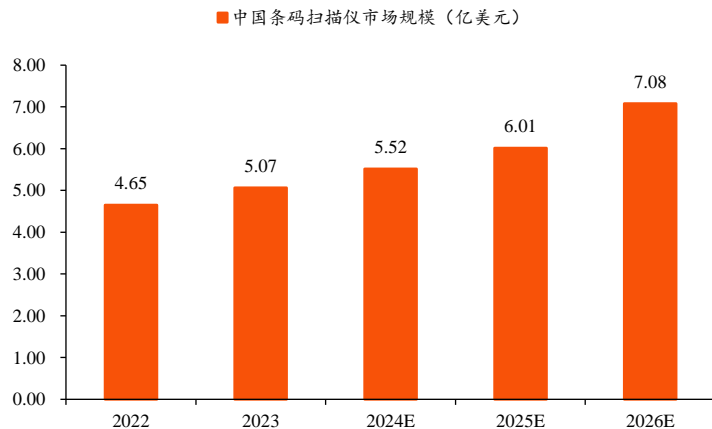
图18:2021-2027E 全球条码扫描仪市场规模情况



资料来源：公司公告、Coherent Market Insights，甬兴证券研究所

2026 年中国条码扫描设备市场规模或达 7.08 亿美元，2021-2026 年间 CAGR 约为 8.95%。根据观研报告网资料，2022 年中国条码扫描设备市场规模为 4.65 亿美元，占全球的比重为 18.7%，预计 2026 年市场规模将达 7.08 亿美元，2021-2026 年均复合增长率为 8.95%，高于全球市场年均增长率。

图19:2022-2026E 中国条码扫描设备市场规模情况

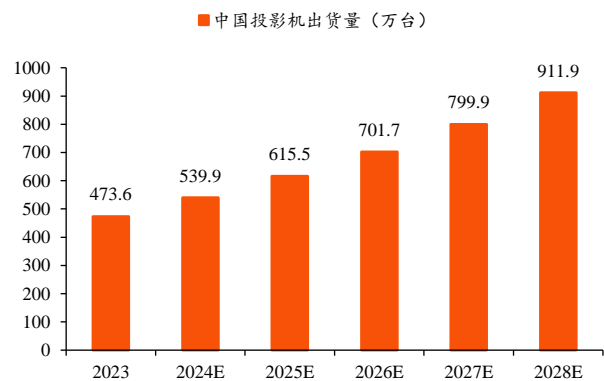
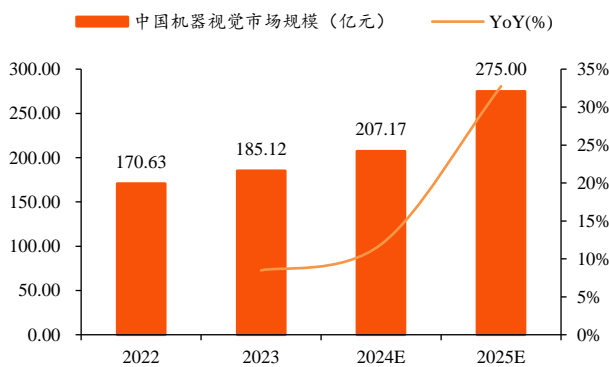


资料来源：观研天下，甬兴证券研究所

2025 年中国机器视觉市场规模或达 275 亿元，2028 年中国投影机出货量或达 930 万台。机器视觉是人工智能非常重要的一个分支，随着全球范围内工业自动化水平不断提升，全球范围内市场规模持续扩大。根据永新光学 2024 年半年度报告，据 Markets and Markets 统计和预测，2023 年全球机器视觉市场规模为 130 亿美元，2029 年有望达到 400 亿美元。中商产业研究院发布的《2024-2029 年中国机器视觉行业市场前景预测及未来发展趋势研究报告》显示 2023 年中国机器视觉市场规模达到 185.12 亿元，同比增长 8.49%，2024 年将增长至 207.17 亿元，预计 2025 年达 275 亿元。据 IDC 咨询统计，2023 年中国投影机市场总出货量 473.6 万台，至 2028 年中国投影机市场出货量有望超过 900 万台，五年复合增长率仍将达到 14%。

图20:2022-2025E 中国机器视觉市场规模情况

图21:2023-2028E 中国投影机出货量情况



资料来源：公司公告、中商产业研究院，甬兴证券研究所

资料来源：公司公告、IDC，甬兴证券研究所

3.1. 海外巨头垄断，竞争格局集中

全球条码扫描器竞争格局高度集中，Zebra、霍尼韦尔、得利捷占据行业大部分市场份额。根据恒州诚思报告，全球条码扫描器市场呈现出高度集中的竞争格局，Zebra、Datalogic、Honeywell、Cognex 和 SICK 等核心厂商凭借其技术实力、品牌影响力及市场份额的显著优势，共同占据了全球约 75% 的市场份额。这些企业不仅在技术创新上持续投入，还通过全球布局和渠道拓展，不断巩固和扩大其市场地位。此外，新大陆(Newland)、Code (Brady)、Omron (Microscan) 等知名企业也在市场中展现出强劲的竞争力，通过差异化战略和本地化服务，赢得了广泛的客户认可。根据永新光学 2024 年半年报，条码扫描仪市场品牌集中度较高，Zebra、霍尼韦尔、得利捷占据行业大部分市场份额，在商超、金融、政府、物流、工业、服务机构等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。

机器视觉由海外康耐视和基恩士主导，数字摄影机市场由国际品牌垄断。根据永新光学 2024 年半年报，在机器视觉领域，海外品牌如康耐视和基恩士凭借技术领先优势主导全球市场。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。近年来随着影视娱乐的发展和在线视频的兴起，对数字电影摄影机的需求

快速增长。特别是高性价比的便携式专业数字摄影机，相较手机能提供更优质的图像质量，适应高效制作低成本、高质量、个性化的新媒体内容，受到小型内容制作者的欢迎。全球数字摄影机市场由国际品牌垄断，包括 Blackmagic Design、ARRI、索尼、RED 等。

3.2. 公司条码扫描元件出货量全球第一，与客户深度合作

永新光学是全球领先的条码扫描机器视觉设备光学元件供应商。根据永新光学 2024 年半年报，公司为全球领先的条码扫描机器视觉设备光学元件供应商，与全球条码扫描及机器视觉巨头建立长期深度的合作关系。公司从多品种、小批量、定制化的产品特性出发，从基础的加工组装已延展到可主导提供技术产品解决方案，做到工艺、检测的快速响应以及超精密光学元件的制造。公司已成为全球条码光学元件出货量最大的企业，在此基础上，公司建立芯片封装产线，开发多款条码扫描模组产品，实现从 OEM 向模组化、复杂化的升级路径。

永新光学条码扫描核心光学元件全球出货量第一。在条码扫描及机器视觉领域，公司条码扫描核心光学元件全球出货量第一，与 Zebra、霍尼韦尔、康耐视等行业龙头企业建立长期且深度的合作关系，并开始拓展高性能、高复杂度的模组产品。此外，公司与蔡司、徕卡等光学巨头建立了稳固的合作关系，是蔡司、徕卡的优秀供应商。通过与上述优质客户的合作，公司长期保持约 40% 的毛利率。根据公司 2024 年半年报，受条码扫描业务快速恢复及激光雷达产品规模化量产的影响，光学元件业务实现销售收入 2.54 亿元，同比上升 30.95%，预计下半年将维持较好的增长态势。我们认为，随着 AI、物联网、智能制造的快速发展和创新，未来光学产业将迎来更快的发展，公司与细分领域顶尖企业的深度合作将使得公司或将继续保持行业优势地位。

2024 年条码扫描业务或将快速回升。2024 年上半年，随着头部条码企业库存消化完毕及海外消费需求快速修复的影响，条码扫描业务快速回升并实现大幅增长。公司持续推进“部件化、组件化、下游发展”策略，投资 COB 产线，为条码扫描领域巨头 Zebra、霍尼韦尔提供的模组业务进展顺利，2024 年下半年开始逐步批量化出货。除此之外，公司积极推进部组件类的新产品的开发，增强客户黏性，已有多款相关产品完成样品出货，并与数家国内头部企业开展业务合作。公司在“条码光学市场”的竞争优势和市场占有率不断提高。在机器视觉领域，公司加速全球化布局，销售收入稳步增长，报告期内，公司继续稳固康耐视定制类光学产品第一大供应商的地位，并逐步开展复杂性模组产品的开发工作。我们认为，随着未来 AI/智能制造/仓储物流等领域对机器视觉产品需求不断提升，公司机器视觉产品将获得更广泛的应用。

图22:永新光学条码扫描镜头情况



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

图23:永新光学机器视觉镜头情况



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

4. 车载光学业务或打开新增长曲线

4.1. 激光雷达是自动驾驶的重要部件之一

激光雷达是摄像头、毫米波雷达与超声波雷达的有效补充。根据中国信通院报告，激光雷达的环境感知精度高，激光雷达发射的光波频率比微波高出 2-3 个数量级，具有极高的距离分辨率、角分辨率和速度分辨率。激光雷达可直接获取目标的距离、角度、反射强度、速度等信息，生成目标的三维图像。激光雷达抗干扰能力较强，可弥补摄像头在强光或黑夜等场景下性能劣化的缺陷以及微波雷达对金属物体敏感在人车混杂的场景中不易识别出行人的缺陷。

表4: 车载 ADAS 传感器对比

传感器类型	成本	天气敏感性	低光照性能	距离	分辨率	传感器尺寸
超声波	极低	低	良好	短	低	小
摄像头	低	中	差	中/低/<100 米	高	小
雷达	中	低	良好	远/200 米+	中	中
激光雷达	高	中	良好	远/200-300 米+	高	大

资料来源: Strategy Analytics, 甬兴证券研究所

车载激光雷达被认为是 L3 级以上自动驾驶必备传感器。根据中国信通院报告，车载激光雷达被认为是 L3 级以上自动驾驶必备传感器。在积极拥抱智能驾驶技术发展的同时，安全冗余是人们考虑的关键要素，含激光雷达的多传感器融合方案是智能驾驶提速的安全保障。随汽车自动化水平的提升，单车激光雷达搭载数量将不断增加，L3、L4 和 L5 级别自动驾驶或分别需要平均搭载 1 颗、2-3 颗和 4-6 颗激光雷达。早期车载激光雷达成本高达几万美元，近期已下探至几百美元水平，为车载激光雷达的规模商用奠定了基础。

激光雷达整体市场呈现高速发展态势。根据永新光学 2024 年半年报，激光雷达是 ADAS 进阶的车载传感设备，是自动驾驶的核心关键传感器。行业已开始进入批量生产及洗牌阶段，海外多家激光雷达整机厂商退市、破产或合并重组，整体行业已呈现出头部集中趋势，国内初步形成了禾赛、速腾、图达通、华为、探维等获得量产的激光雷达方案商为核心玩家的局面。除此之外，随着人工智能逐渐普及，轨道交通、工业自动化、智能安防、车联网、机器人、低空飞行器等领域行业发展前景广阔，激光雷达作为技术实现的关键，整体市场呈现高速发展态势。

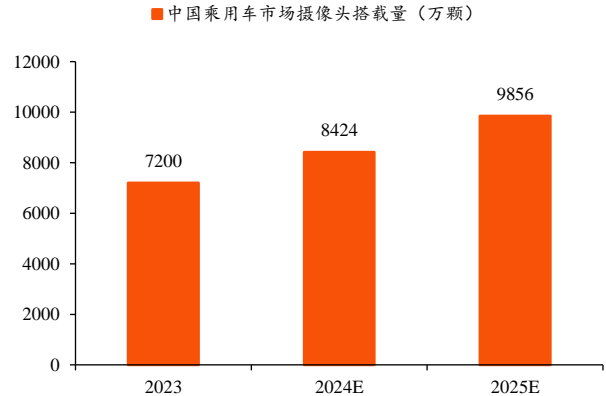
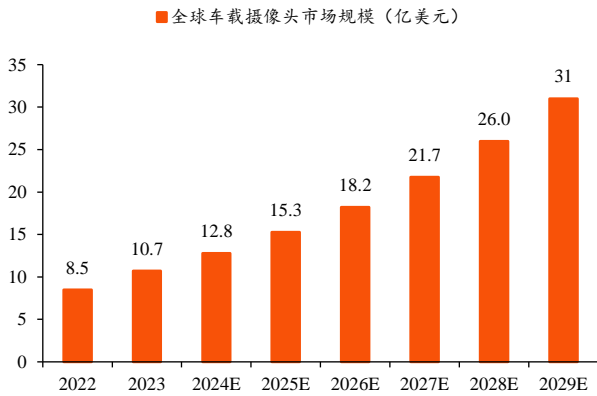
4.2. 2027 年全球激光雷达市场或达 20 亿美元，中国或达 54.7 亿元

2029 年全球 ADAS 车载摄像头镜头市场规模或达 31 亿美元，2023-2029 年间 CAGR 或达 19.4%。根据永新光学 2024 年半年报信息，根据 ICVTank 预测，2025 年全球车载摄像头市场规模将达到 273 亿美元。根据 QYR (恒州博智) 的统计及预测，2022 年全球 ADAS 车载摄像头镜头市场

销售额达到了 8.5 亿美元，预计 2029 年将达到 31 亿美元，2023 年-2029 年复合增长率 (CAGR) 为 19.4%。据 CINNO Research 预测，2023 年，国内乘用车市场摄像头搭载量进一步提升至 7200 万颗，到 2025 年或将接近 1 亿颗，2023~2025 年的年复合增长率为 17%。

图24:2022-2029E 全球车载摄像头市场规模情况

图25:2023-2025E 中国乘用车市场摄像头搭载量情况



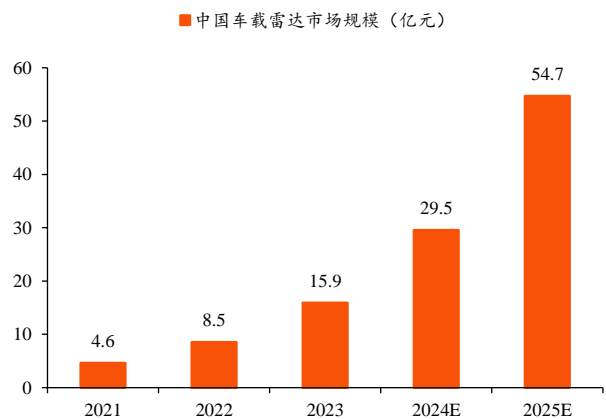
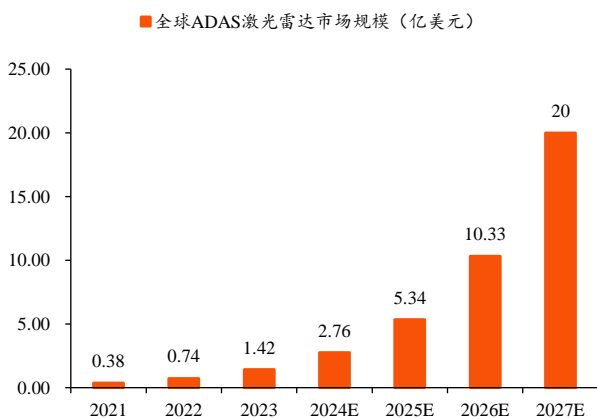
资料来源：公司公告、QYR 恒州博智，甬兴证券研究所

资料来源：公司公告、CINNO Research，甬兴证券研究所

2027 年全球 ADAS 激光雷达市场规模或达 20 亿美元，2025 年中国车载激光雷达市场规模或达 54.7 亿元。根据永新光学 2024 年半年报信息，激光雷达是 ADAS 进阶的车载传感设备，是自动驾驶的核心关键传感器。在乘用车领域，2022 年是激光雷达规模量产的元年，整体行业也从最早期的起步阶段逐步走向理性发展阶段，2023 年激光雷达销售超 50 万颗，预计 2024 年国内乘用车前装激光雷达将呈现放量加速阶段。Yole 预测，全球 ADAS 激光雷达市场规模将从 2021 年的 3800 万美元增至 2027 年的 20 亿美元，成为激光雷达行业最大的应用领域。中国自动驾驶渗透率提升，车载激光雷达前景广阔。根据华经产业研究院报告，2021 年我国车载激光雷达市场规模达到 4.6 亿元，2025 年市场规模有望达到 54.7 亿元，实现 85.8% 的年复合增长率。

图26:2021-2027E 全球 ADAS 激光雷达市场规模情况

图27:2021-2025E 中国车载激光雷达市场规模情况



资料来源：公司公告、Yole，甬兴证券研究所

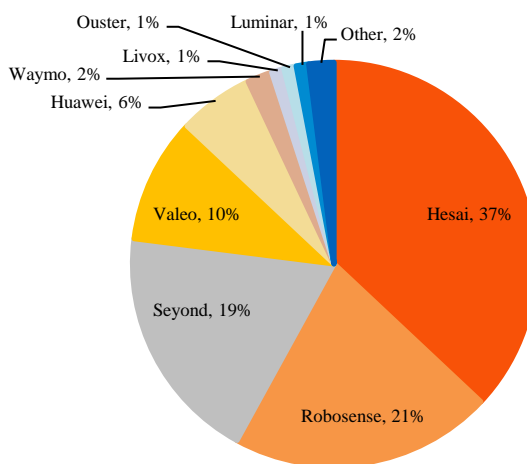
资料来源：华经产业研究院，甬兴证券研究所

4.3. 中国厂商占据全球八成份额

根据华经产业研究院报告，全球激光雷达市场主要集中在美国、欧洲和亚太地区。其中，美国和欧洲的市场相对成熟，而亚太地区的市场则处于快速发展阶段。中国激光雷达市场上存在众多企业，包括速腾聚创、一径科技、禾赛科技、镭神智能、Livox 等。这些企业都在积极布局激光雷达业务，争夺市场份额。

中国厂商占据全球车载激光雷达市场 84% 份额。根据芯智讯援引 Yole 报告，从激光雷达供应商格局来看，排名前九的厂商分别为：禾赛科技(37%)、速腾聚创 (Robosense, 21%)、Seyond (图达通 Innovusion, 19%)、Valeo (法雷奥, 10%)、华为 (6%)、Waymo (2%)、览沃 (Livox, 1%)、Ouster (1%) 和 Luminar (1%)。其中，中国厂商占据了主导地位，合计拿下了全球车载激光雷达市场的 84% 的份额。

图28:2022-2023 年全球车载激光雷达市场份额情况



资料来源：芯智讯、Yole，甬兴证券研究所

4.4. 公司激光雷达核心光学器件技术领先，业务增势亮眼

永新光学在部分激光雷达核心光学器件的制备技术上处于领先地位。根据永新光学 2024 年半年报，公司在激光雷达新兴市场已有近 10 年的研发制造经验，拥有 IATF16949 汽车行业质量管理体系认证，产品通过车规级环境应力测试、可靠性测试等，并突破成本管控、产能瓶颈，已成为禾赛、图达通、法雷奥等激光雷达全球头部企业的重要合作伙伴，为机械式、半固态式及固态式激光雷达提供整套光学元器件产品解决方案。在 ITO 窗口、转镜、收发镜头等激光雷达核心光学器件的制备技术上处于领先地位。

永新光学已成为禾赛、图达通、法雷奥等全球头部企业的重要合作伙伴。根据永新光学 2024 年半年报，公司已在车载激光雷达领域深耕近 10 年，积累了丰富的行业经验和雄厚的技术储备。特别是激光雷达领域，公司为最早介入并长期耕耘的光学器件制造商之一，公司已从对激光雷达光学元器件的初步理解，逐步拓展至批量供应阶段，经过持续的技术迭代和市场

验证，公司已成为禾赛、图达通、法雷奥等全球头部企业的重要合作伙伴。公司有效利用信息化建设的成果，减少一线工作人员，降低成本，提升人均效益，逐步向个人消费品领域转变。我们认为，伴随着激光雷达终端市场的应用，公司激光雷达光学组件业务已在 2023 年成功实现规模化量产，或将进一步巩固公司在车载激光雷达领域的领先地位。

2024 年上半年，公司车载及激光雷达业务实现销售收入近 7,000 万元，同比增长 120%。在车载光学方面，公司车载镜头前片销量稳健，收获数个 AR-HUD 项目定点，终端产品将应用于国外头部车企。在激光雷达方面，公司积极把握激光雷达车载应用的行业机遇，与禾赛、图达通、法雷奥、Innoviz、麦格纳、探维科技等激光雷达领域国内外知名企业继续保持深度的合作关系，不断提高市场占有率，在激光雷达光学元组件领域，公司已在全球范围内保持较为领先的地位。2023 年，公司车载及激光雷达业务实现销售收入超 9,000 万，同比增长超 50%，激光雷达由小批量出货正式迈入规模化生产。根据投资者互动平台，公司激光雷达光学元组件产品已大量应用于无人机等低空飞行领域，主要客户包括禾赛、探维等国内激光雷达头部厂商。我们认为，公司车载光学与激光雷达业务已切入全球头部车企产业链，随着自动驾驶市场规模进一步扩大，公司有望长期受益。

图29:永新光学激光雷达镜头



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

图30:永新光学车载前视镜头



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

5. 医疗光学市场空间大，高端国产替代动力足

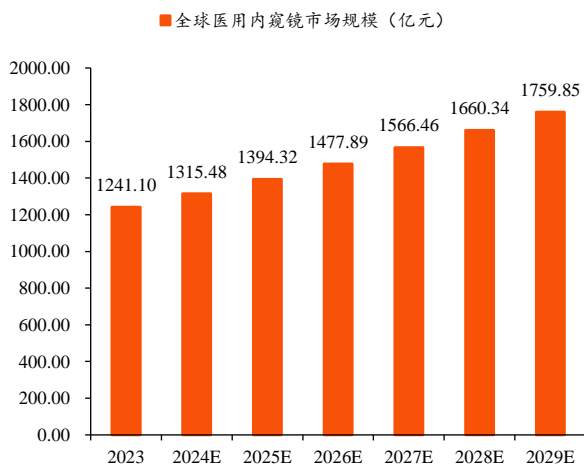
5.1. 医疗光学仪器是诊断的重要工具

医疗镜头是医疗领域的专用镜头，包括内窥镜镜头、手术显微镜镜头等。根据高瑞光电官网资料，医疗镜头主要指专用于医疗领域的光学镜头，通常由镜头座、镜头筒、多片镜片、保护玻璃等部分组成。医疗镜头可以通过内窥镜摄像机连接，采集、处理、存储并传输图像至显示器，让医生从各个角度清晰查看图像，实时把握诊断或手术进程。医疗镜头的技术核心主要包括光学成像系统：这是医疗镜头最基础也是最关键的技术，它决定了镜头的成像质量和清晰度。通过精密的光学设计，医疗镜头能够捕捉到人体内部或体表的细微结构，为医生提供准确的诊断依据；以及机械设计制造：医疗镜头的机械部分也是其技术核心之一。高精度的机械设计和制造能够确保镜头在使用过程中的稳定性和可靠性，同时满足医疗领域对无菌、耐腐蚀等特殊要求。

5.2. 2029 年全球医用内窥镜市场或达 1759.85 亿元

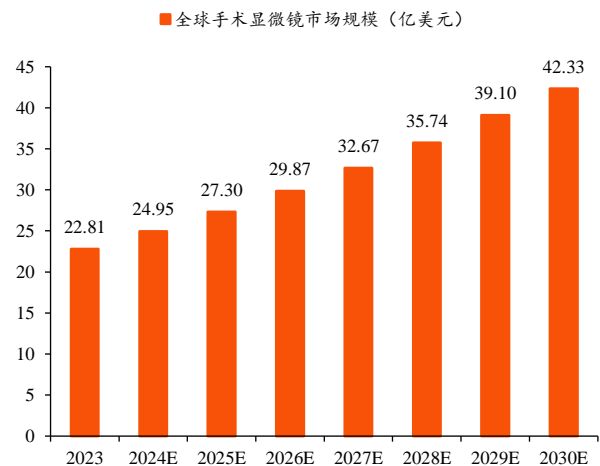
2029 年全球医用内窥镜市场规模或达 1759.85 亿元，2023 年全球手术显微镜市场规模或达 42.33 亿美元。根据贝哲斯咨询报告，2023 年全球医用内窥镜市场规模为 1241.1 亿元，预计全球医用内窥镜市场规模在预测期间将会以 5.52% 的年复合增长率增长并在 2029 年达到 1759.85 亿元。根据 QYResearch 调研显示，2023 年全球手术显微镜市场规模大约为 22.81 亿美元，预计 2030 年将达到 42.33 亿美元，2024-2030 期间年复合增长率 CAGR 为 9.4%。

图31:2023-2029E 全球医用内窥镜市场规模情况



资料来源：贝哲斯咨询，甬兴证券研究所

图32:2023-2030E 全球手术显微镜市场规模情况



资料来源：QYResearch，甬兴证券研究所

5.3. 中国市场由海外企业占据，政策鼓励国产化

中国高端医疗器械依赖进口，内窥镜奥林巴斯占据大份额，手术显微

镜市场海外企业为主。根据永新光学 2024 年半年报，医疗光学产品在手术显微镜、内窥镜、体外诊断、医疗影像等方面的市场需求快速增长。但是国内的医疗光学器械厂商以中低端为主，产品同质化竞争激烈，高端医疗器械严重依赖进口。根据恒州博智发表的《2020-2026 全球及中国手术显微镜行业研究及十四五规划分析报告》统计，手术显微镜方面，蔡司、徕卡、奥林巴斯占据了 80% 的市场份额。内窥镜市场方面，奥林巴斯等国外先进内窥镜企业凭借其先发优势和成熟的技术优势，占据了我国内窥镜市场的大部分市场。医疗影像方面，西门子、通用、飞利浦、东芝四家企业市场份额约占据市场份额的 80%，且都已经发展百年以上，技术水平、市场布局和商业模式均远领先于我国企业。

医疗器械国产化及国产替代是国家政策重点鼓励的方向。根据永新光学 2024 年半年报，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，将有效提振医疗器械国产市场发展动力。此外，中国还有广阔的基层市场，这些基层医院对于设备的价格更加敏感，因此物美价廉的国产医疗设备在市场下沉过程中也将更具竞争优势。

5.4. 公司已完成开发并批量出货，医疗光学业务起量在即

永新光学已开发出嵌入式显微系统、病理切片扫描仪、牙科手术显微镜等医疗仪器。根据永新光学 2024 年半年报，凭借在精密加工、精密机械、精密组装方面的深厚积累，公司充分挖掘围绕光学领域的广泛可能性和技术创新，积极切入医疗器械市场，开发多款内窥镜镜头、模组，手术镜、检测物镜等极端精度医疗元组件产品，实现光学部组件国产替代，助力我国高端医疗器械产业发展。此外，公司以高端显微镜产品的技术积累为基础，切入医疗仪器领域，开发出嵌入式显微系统、病理切片扫描仪、牙科手术显微镜等医疗仪器，并逐步切入眼科、神经外科手术显微镜及高端眼底相机市场。

内窥镜镜头及光学元组件已批量出货，手术显微镜整机已实现海外销售。根据永新光学 2023 年年报，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医用光学元组件保持稳健增长。研发生产的内窥镜镜头及光学元组件已与国内数家医疗细分领域头部企业及欧洲、日本知名企业建立深度合作并实现批量出货；成功研发内窥镜 3D 4K 荧光模组，并获得客户的使用认可。同时，公司加速切入手术显微镜市场，应用于手术显微镜的核心光学部组件产品快速增长；此外，公司在手术显微镜整机方面取得较快进展，并实现海外销售。在医疗光学领域，经过充分的市场研究并结合自身研发制造能力，

公司将医疗光学业务列为公司新兴战略业务，近 2 年已实现 50% 以上的增长。在腹腔镜系统的核心光学元部件领域，目前公司已经覆盖该领域国内 70% 以上的重要厂商。在医疗仪器方面，公司开发多款应用于病理诊断的高端医疗设备。

图33:永新光学 NSS-5 数字切片扫描仪、NSM906 手术显微镜以及内窥镜核心镜头



资料来源：公司 2023 年年报，甬兴证券研究所

永新光学已与多家医疗检测企业建立合作，产品已快速投入市场。根据永新光学 2023 年年报，2023 年公司在日本投资成立合资公司 S-FIDA，专注于高端眼科医疗设备的研发和销售工作，有利于拓宽公司的产业布局。在体外诊断方面，公司与多家医疗检测的头部企业建立合作关系，为其提供核心光学元部件和镜头产品，产品已应用于血常规、尿常规的检测及 poct 即时常规检测等多个场景，销售逐步增长。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。同时，公司进一步拓展嵌入式显微系统新兴市场，应用于血球形态分析的高端嵌入式显微系统实现批量销售；应用于基因测序、癌症早筛、靶向治疗、妇科病检测等领域的数字切片扫描仪快速打开市场。

2023 年公司医疗光学业务收入 6,300 万元，超过公司 2023 年股权激励计划中关于医疗光学的考核指标。根据永新光学 2024 年半年报，2024 年上半年，医疗光学设备及精密光学元组件生产基地项目”建筑外墙、消防施工完成，预计将在 2024 年下半年完成项目主体验收及部分精装修工作。我们认为，公司建立起医疗光学考核指标彰显公司对该业务信心，有望长期提升员工积极性；随着高端医疗光学器械国产替代需求逐步提升，公司医疗光学业务有望迎来持续增长。

表5:解除限售条件业绩指标

解除限售期	业绩考核目标
第一期	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。

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

1. 核心假设：

公司是国内光学显微镜和精密光学元件的龙头企业。在高端光学显微镜领域，公司是国产替代领军企业。在条码扫描核心光学元件领域，公司在全球的出货量第一。未来公司将继续依托高端光学显微镜的国产替代加速，以及条码扫描仪光学元件需求的持续提升来维持快速增长。根据公司公告、Coherent Market Insights、智研咨询、观研报告网等机构对条码扫描仪、光学显微镜等市场规模的测算，以及伴随着国产化率的持续提升，公司未来有望实现市场份额与订单规模的进一步增长。同时随着产品结构的不断改善、营收规模的持续增长，公司的毛利率有望持续改善。

2. 营业收入假设：

2024-2026 年，我们预计光学元件组件营收增速为 33.76%、31.51%、27.16%；显微镜营收增速为 5.52%、22.36%、22.07%；其他业务营收增速为 10.00%、10.00%、10.00%。

3. 毛利率假设：

2021-2023 年，公司实现综合毛利率 42.79%、42.09%、38.41%。2023 年，公司光学元件组件系列及显微镜系列产品毛利率分别为 35.34%、39.29%。我们认为，未来随着条码扫描仪、激光雷达、医疗光学等领域的需求、高端光学显微镜的国产化率持续提升、规模效应增加，公司产品毛利率有望逐年改善。我们假设 2024-2026 年公司实现综合毛利率为 38.72%、39.66%、40.70%。

表6:公司分业务收入、成本、增速与毛利率预测（单位：百万元）

分业务收入测算	2023	2024E	2025E	2026E
光学元件组件系列	418.82	560.24	736.77	936.91
显微镜系列	414.09	436.96	534.67	641.95
其他业务	21.21	23.33	25.66	28.23
合计	854.13	1020.52	1297.11	1607.09
分业务成本测算	2023	2024E	2025E	2026E
光学元件组件系列	270.82	358.55	456.80	562.14
显微镜系列	251.39	262.17	320.80	385.17
其他业务	3.87	4.67	5.13	5.65
合计	526.08	625.39	782.73	952.96
分业务增速	2023	2024E	2025E	2026E
光学元件组件系列	-6.59%	33.76%	31.51%	27.16%
显微镜系列	15.76%	5.52%	22.36%	20.07%
其他业务	-7.67%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	3.02%	19.48%	27.10%	23.90%
分业务毛利率	2023	2024E	2025E	2026E
光学元件组件系列	35.34%	36.00%	38.00%	40.00%
显微镜系列	39.29%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务	81.74%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	38.41%	38.72%	39.66%	40.70%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

4. 投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别实现 2.08 亿元、3.00 亿元、3.94 亿元，对应 EPS 分别为 1.87 元、2.70 元、3.54 元。截至 12 月 25 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 48.09 倍、33.32 倍、25.37 倍。我们看好公司在条码扫描仪需求复苏后迎来新一轮快速增长，同时受益于国家重大装备更新政策推动国产高端光学显微镜份额提升，通过激光雷达与医疗光学等光学元件产品进一步打开成长空间。

7. 风险提示

1. 下游应用领域周期存在波动性的风险

公司的主营业务是精密光学仪器与光学元件，消费电子、汽车、新能源的周期波动会影响公司的产品销量和产品价格，进而进一步影响公司的收入和利润表现。因此公司存在受到下游应用领域周期波动影响的风险。

2. 国产替代不及预期的风险

公司的精密光学仪器与光学元件销售有望受益于国产替代的加速而快速提升，若未来下游对国产替代的需求减弱，公司存在受到国产替代不及预期的影响而导致销售不及预期的风险。

3. 公司产品开拓新技术不及预期的风险

公司的产品未来有望导入新能源车、医疗器械光学、光刻机精密零部件等领域，若未来进入以上领域的进度不及预期，公司存在受此影响而收入利润不及预期的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,333	1,411	1,663	2,043	2,524	经营活动现金流	216	219	166	240	325
货币资金	273	818	891	1,149	1,497	净利润	279	235	207	299	393
应收及预付	181	200	241	308	382	折旧摊销	25	35	22	24	27
存货	188	199	220	271	326	营运资金变动	-18	19	-52	-68	-77
其他流动资产	691	193	312	315	319	其它	-69	-69	-11	-15	-18
非流动资产	580	682	757	833	906	投资活动现金流	-506	400	-197	-75	-69
长期股权投资	33	37	37	37	37	资本支出	-141	-83	-101	-101	-101
固定资产	403	403	444	493	548	投资变动	0	-2	-118	0	0
在建工程	20	109	146	173	191	其他	-364	485	21	26	32
无形资产	82	84	84	84	84	筹资活动现金流	-87	-80	107	94	91
其他长期资产	41	49	46	46	46	银行借款	15	0	106	100	100
资产总计	1,913	2,092	2,420	2,875	3,430	股权融资	0	0	9	0	0
流动负债	211	250	370	527	688	其他	-102	-80	-8	-6	-9
短期借款	40	40	146	246	346	现金净增加额	-337	545	72	259	347
应付及预收	106	120	139	174	212	期初现金余额	610	273	818	890	1,149
其他流动负债	65	90	85	106	130	期末现金余额	273	818	890	1,149	1,497
非流动负债	35	29	22	22	22						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	35	29	22	22	22						
负债合计	245	280	392	549	710						
股本	110	111	111	111	111						
资本公积	556	593	602	602	602						
留存收益	986	1,115	1,319	1,619	2,013						
归属母公司股东权益	1,667	1,812	2,027	2,327	2,721						
少数股东权益	1	0	0	-1	-1						
负债和股东权益	1,913	2,092	2,420	2,875	3,430						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	4.3%	3.0%	19.5%	27.1%	23.9%
营业利润增长	1.9%	-18.3%	-6.4%	44.2%	31.3%
归母净利润增长	6.7%	-15.6%	-11.8%	44.3%	31.4%
获利能力					
毛利率	42.1%	38.4%	38.7%	39.7%	40.7%
净利率	33.6%	27.5%	20.3%	23.1%	24.4%
ROE	16.7%	13.0%	10.2%	12.9%	14.5%
ROIC	11.7%	8.5%	9.0%	11.2%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	12.8%	13.4%	16.2%	19.1%	20.7%
净负债比率	-14.0%	-42.9%	-36.7%	-38.8%	-42.3%
流动比率	6.33	5.63	4.50	3.88	3.67
速动比率	5.34	4.78	3.87	3.34	3.17
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.43	0.45	0.49	0.51
应收账款周转率	5.01	4.71	4.87	4.98	4.90
存货周转率	2.64	2.72	2.99	3.19	3.19
每股指标 (元)					
每股收益	2.54	2.14	1.87	2.70	3.54
每股经营现金流	1.96	1.97	1.49	2.16	2.92
每股净资产	15.09	16.30	18.24	20.94	24.48
估值比率					
P/E	32.68	46.43	48.09	33.32	25.37
P/B	5.50	6.09	4.93	4.29	3.67
EV/EBITDA	36.32	50.33	37.91	25.79	19.24

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	829	854	1,021	1,297	1,607
营业成本	480	526	625	783	953
营业税金及附加	9	9	10	12	13
销售费用	36	44	46	56	66
管理费用	40	43	51	62	74
研发费用	79	92	122	130	161
财务费用	-53	-24	-14	-12	-14
资产减值损失	-5	-6	-6	-6	-6
公允价值变动收益	10	-25	0	0	0
投资净收益	26	24	20	26	32
营业利润	309	252	236	341	447
营业外收支	-1	-1	-1	-1	-1
利润总额	308	252	236	340	446
所得税	30	17	28	41	54
净利润	279	235	207	299	393
少数股东损益	0	-1	0	-1	-1
归属母公司净利润	279	235	208	300	394
EBITDA	246	204	244	352	459
EPS (元)	2.54	2.14	1.87	2.70	3.54

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。