

凌云光 (688400.SH)

增持 (维持)

重磅股权激励落地，高速发展可期

事件：3月13日晚，公司发布《关于向2023年限制性股权激励计划激励对象首次授予限制性股票的公告》，确定首次授予日为2023年3月13日，以14.08元/股的授予价格向符合条件的234名激励对象授予500万股限制性股票。

1、深度绑定公司利益与员工利益，加强核心骨干归属感与凝聚力

本次股权激励计划有三大亮点。1) 激励效力大：本次计划向激励对象授予600万股，占公司总股本的1.29%，其中首次授予500万股，预留100万股。2) 激励对象覆盖范围广：本次计划首次授予的激励对象总人数为234人，占公司截止2022年12月31日员工总数2052人的11.40%，且为公司核心骨干技术人员，有利于公司人力资源的积累。3) 实施周期短：公司计划三年内完成本次股权激励计划，实施落地周期短、效率高，更加提振了公司内部信心。

我们认为，本次激励计划的实施将更加稳定公司的核心骨干成员，实现公司员工利益与股东利益的深度绑定。公司所处的机器视觉行业属于技术密集型产业，人力资源是公司的核心竞争力之一，优秀的人力资源是公司保持行业技术领先水平、扩大市场占有率的重要基石。股权激励计划的实施有效结合了股东利益、公司利益和员工利益，特别是公司核心骨干团队的利益，激发了员工的工作积极性与活力，增强了公司凝聚力，有助于公司从前期疫情低谷中快速恢复，助推公司快速发展。

2、股权激励计划彰显公司信心，预计2023年业绩回归高增长

按公司发布的首次授予业绩考核目标进行测算，以《2022年度业绩快报》中的营业收入和净利润的初步核算数据为基数，2023-2025年公司的营业收入目标分别为3,299.93、4,124.91、4,949.89百万元，复合增速21.64%，净利润目标分别为261.13、321.39、401.74百万元，复合增速25.99%。我们认为，此次股权激励计划充分彰显了管理层对公司未来发展的坚定信心，以及对公司长期投资价值的高度认可，有望充分激励员工队伍，帮助公司跨入高速发展阶段。

风险提示：境外采购风险、应收账款风险、存货风险、新能源市场竞争加剧风险、文化元宇宙概念关注度下降风险

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1755	2436	2750	3299	4090
同比增长	23%	39%	13%	20%	24%
营业利润(百万元)	135	171	128	299	403
同比增长	255%	27%	-25%	133%	35%
归母净利润(百万元)	132	172	201	280	372
同比增长	254%	30%	17%	40%	33%
每股收益(元)	0.28	0.37	0.43	0.60	0.80
PE	101.4	77.8	66.6	47.7	36.0
PB	10.1	8.6	3.5	3.3	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

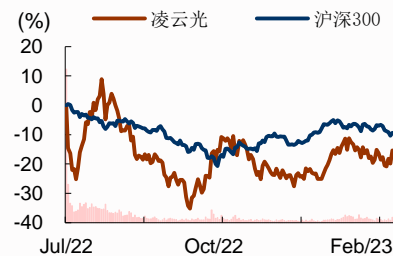
TMT及中小盘/通信
目标估值：NA
当前股价：28.85元

基础数据

总股本(万股)	46350
已上市流通股(万股)	8740
总市值(亿元)	134
流通市值(亿元)	25
每股净资产(MRQ)	8.3
ROE(TTM)	5.8
资产负债率	20.2%
主要股东	姚毅
主要股东持股比例	43.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-3	25
相对表现	-6	0	32



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《凌云光(688400)——受疫情影响业绩不及预期，战略赛道维持快速增长》2023-02-21
- 《凌云光(688400)——“数字人物”相关服务规范化推进，头部厂商有望受益》2022-12-14
- 《凌云光(688400)系列报告二：虚拟现实自主技术公司，VRAR行业“卖铲者”》2022-11-06

梁程加 S1090522060001

liangchengjia@cmschina.com.cn

胡小禹 S1090522050002

huxiaoyu1@cmschina.com.cn

李哲瀚 S1090522020002

lizhehan@cmschina.com.cn

3、公司业绩与个人绩效考核相结合，有助于调动员工积极性

本次股权激励计划业绩考核目标为，以 2022 年营业收入或净利润为基数，增长率的目标值分别为 20%/50%/80%和 30%/60%/100%，此外还设定了个人层面的绩效考核要求，将个人表现划分为五档并对应 100%/100%/80%/0%/0%的归属比例。

(1) 公司层面业绩考核要求：本次激励计划首次授予限制性股票的考核年度为 2023-2025 年三个会计年度，每个年度考核一次，以 2022 年为基数，对各考核年度的营业收入增长率或净利润增长率进行考核，根据上述指标完成情况确定公司层面归属比例 X。

表 1：公司激励计划（首次授予）各年度目标值及触发值

归属期	考核年度	考核指标	营业收入增长率(A)		净利润增长率(B)	
			目标值 Am	触发值 An	目标值 Bm	触发值 Bn
第一个归属期	2023 年	以 2022 年为基数，2023 年营业收入或净利润增长率	20%	15%	30%	20%
第二个归属期	2024 年	以 2022 年为基数，2024 年营业收入或净利润增长率	50%	40%	60%	45%
第三个归属期	2025 年	以 2022 年为基数，2025 年营业收入或净利润增长率	80%	65%	100%	80%

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：公司激励计划（预留授予）各年度目标值及触发值

归属期	考核年度	考核指标	营业收入增长率(A)		净利润增长率(B)	
			目标值 Am	触发值 An	目标值 Bm	触发值 Bn
第一个归属期	2024 年	以 2022 年为基数，2024 年营业收入或净利润增长率	50%	40%	60%	45%
第二个归属期	2025 年	以 2022 年为基数，2025 年营业收入或净利润增长率	80%	65%	100%	80%

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：公司指标完成情况公司层面归属比例分配

考核指标	业绩完成度	公司层面归属比例 (X)
各考核年度营业收入增长率 (A)	$A \geq A_m$	$X=100\%$
	$A_n \leq A < A_m$	$X=80\%$
	$A < A_n$	$X=0\%$
各考核年度净利润增长率 (B)	$B \geq B_m$	$X=100\%$
	$B_n \leq B < B_m$	$X=80\%$
	$B < B_n$	$X=0\%$
公司层面归属比例 X 的确定规则	(1) 当考核指标出现 $A \geq A_m$ 或 $B \geq B_m$ 时， $X=100\%$ ； (2) 当考核指标出现 $A < A_n$ 且 $B < B_n$ 时， $X=0\%$ ； (3) 当考核指标 A、B 出现其他组合分布时， $X=80\%$ 。	

资料来源：公司公告、招商证券

(2) 个人层面绩效考核要求：所有激励对象的个人层面绩效考核按照公司现行的相关规定组织实施，并依照激励对象的考核结果确定其实际归属的股份数量。激励对象的绩效考核结果划分为卓越、优秀、扎实贡献、待改进和不合格五个档次，届时根据以下考核评级表中对应的个人层面归属比例确定激励对象的实际归属的股份数量。激励对象当年实际归属的限制性股票数量=个人当年计划归属的数量×公司层面归属比例×个人层面归属比例。

表 4：个人层面绩效考核和归属比例

考核结果	卓越	优秀	扎实贡献	待改进	不合格
归属比例	100%	100%	80%	0%	0%

资料来源：公司公告、招商证券

4、投资建议

凌云光是中国机器视觉领域龙头厂商，技术产品及市场份额领先。公司客户资源及股东背景雄厚，进入苹果、华为、小米等公司产业链，与鸿海精密、京东方、福莱特、宁德时代等高端制造企业开展长期合作。公司深度把握行业客户需求，把市场做深做透做广，公司产品广泛应用于消费电子、新型显示、印刷包装、新能源等多个应用领域。随着我国机器视觉行业的加速推进，公司收入有望在智能制造、新能源等需求推动下实现快速增长。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.01/2.80/3.72 亿元，对应增速分别为 17%/40%/33%，对应 PE 分别为 66.6X/47.7X/36.0X，维持“增持”投资评级。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1677	2032	4218	4558	5037
现金	668	542	2672	2731	2763
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	65	78	104	118	144
应收款项	559	821	818	999	1247
其它应收款	18	28	36	39	50
存货	232	387	364	426	530
其他	133	175	224	247	302
非流动资产	423	569	555	542	531
长期股权投资	82	109	109	109	109
固定资产	265	255	245	236	227
无形资产商誉	17	22	20	18	16
其他	59	183	181	180	179
资产总计	2100	2600	4773	5101	5568
流动负债	622	854	743	829	978
短期借款	18	169	0	0	0
应付账款	286	402	449	514	621
预收账款	109	143	174	192	231
其他	209	139	120	123	126
长期负债	150	180	180	180	180
长期借款	38	29	29	29	29
其他	112	152	152	152	152
负债合计	772	1034	923	1009	1158
股本	360	360	464	464	464
资本公积金	823	886	2863	2863	2863
留存收益	143	315	515	756	1071
少数股东权益	2	6	7	9	11
归属于母公司所有者权益	1326	1561	3842	4082	4398
负债及权益合计	2100	2600	4773	5101	5568

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	124	(141)	203	9	28
净利润	131	173	202	282	374
折旧摊销	23	28	24	23	22
财务费用	6	4	(5)	(20)	(20)
投资收益	(6)	(4)	(40)	(80)	(50)
营运资金变动	(27)	(342)	5	(207)	(319)
其它	(3)	(0)	17	11	22
投资活动现金流	(114)	(94)	30	70	40
资本支出	(67)	(81)	(10)	(10)	(10)
其他投资	(47)	(13)	40	80	50
筹资活动现金流	273	102	1897	(20)	(36)
借款变动	(528)	(3)	(189)	0	0
普通股增加	349	0	104	0	0
资本公积增加	453	63	1977	0	0
股利分配	0	0	0	(40)	(56)
其他	(0)	42	5	20	20
现金净增加额	283	(133)	2130	59	33

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1755	2436	2750	3299	4090
营业成本	1149	1623	1770	2054	2476
营业税金及附加	10	12	14	17	21
营业费用	165	206	275	313	376
管理费用	149	184	230	264	327
研发费用	176	281	368	442	548
财务费用	10	(2)	(5)	(20)	(20)
资产减值损失	(14)	(26)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	44	60	60	60	60
投资收益	6	4	(20)	20	(10)
营业利润	135	171	128	299	403
营业外收入	10	1	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	143	171	128	299	403
所得税	12	(2)	(74)	17	29
少数股东损益	(1)	1	1	2	2
归属于母公司净利润	132	172	201	280	372

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	23%	39%	13%	20%	24%
营业利润	255%	27%	-25%	133%	35%
归母净利润	254%	30%	17%	40%	33%
获利能力					
毛利率	34.6%	33.4%	35.6%	37.7%	39.5%
净利率	7.5%	7.1%	7.3%	8.5%	9.1%
ROE	12.7%	11.9%	7.4%	7.1%	8.8%
ROIC	11.2%	10.8%	6.5%	6.6%	8.3%
偿债能力					
资产负债率	36.8%	39.8%	19.3%	19.8%	20.8%
净负债比率	3.2%	8.4%	0.6%	0.6%	0.5%
流动比率	2.7	2.4	5.7	5.5	5.1
速动比率	2.3	1.9	5.2	5.0	4.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	0.7	0.7	0.8
存货周转率	5.3	5.2	4.7	5.2	5.2
应收账款周转率	3.1	3.2	3.0	3.2	3.3
应付账款周转率	4.3	4.7	4.2	4.3	4.4
每股资料(元)					
EPS	0.28	0.37	0.43	0.60	0.80
每股经营净现金	0.27	-0.31	0.44	0.02	0.06
每股净资产	2.86	3.37	8.29	8.81	9.49
每股股利	0.00	0.00	0.09	0.12	0.16
估值比率					
PE	101.4	77.8	66.6	47.7	36.0
PB	10.1	8.6	3.5	3.3	3.0
EV/EBITDA	72.3	62.1	80.1	39.1	29.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

梁程加 招商证券通信行业首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022 年加入招商证券。

胡小禹 招商证券机械行业首席分析师 上海交通大学工学博士，拥有 6 年卖方+买方投资研究经验，曾任平安证券机械行业首席分析师、Prime capital 分析师。主要覆盖机器人、激光设备、光伏设备、一体化压铸设备等。

李哲瀚 招商证券通信行业分析师 中国科学技术大学理学学士，香港大学金融硕士，2022 年初加入招商证券通信团队，专注于物联网、工业互联网、光缆海缆等领域研究；曾任职于中国银河国际，3.5 年港股 TMT 行业研究经历。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。