

2025 年 03 月 12 日

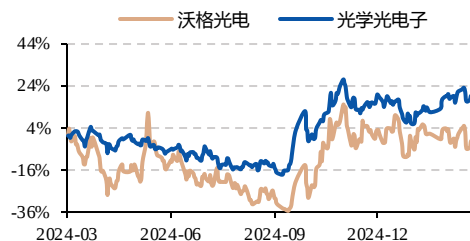
评级 增持

评级变动 维持

交易数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 当前价格（元）     | 24.52       |
| 52 周价格区间（元） | 15.87-35.84 |
| 总市值（百万）     | 5472.83     |
| 流通市值（百万）    | 4997.26     |
| 总股本（万股）     | 22319.84    |
| 流通股（万股）     | 20380.33    |

涨跌幅比较



| %     | 1M    | 3M    | 12M   |
|-------|-------|-------|-------|
| 沃格光电  | -4.44 | -3.01 | 18.10 |
| 光学光电子 | 1.29  | 3.11  | 22.35 |

何晨

分析师

执业证书编号:S0530513080001  
hechen@hncasing.com

袁鑫

研究助理

yuanxin@hncasing.com

相关报告

1 沃格光电（603773.SH）三季报点评：加速推进业务转型升级，TGV 前景可期 2024-11-08

| 预测指标       | 2022A    | 2023A     | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|------------|----------|-----------|----------|----------|----------|
| 主营收入(百万元)  | 1,398.68 | 1,813.61  | 2,249.90 | 3,011.73 | 4,053.17 |
| 归母净利润(百万元) | -328.25  | -4.54     | -111.88  | 102.77   | 178.47   |
| 每股收益（元）    | -1.47    | -0.02     | -0.50    | 0.46     | 0.80     |
| 每股净资产（元）   | 6.16     | 6.16      | 5.66     | 6.55     | 8.08     |
| P/E        | -16.67   | -1,205.31 | -48.92   | 53.25    | 30.66    |
| P/B        | 3.98     | 3.98      | 4.33     | 3.75     | 3.03     |

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- **事件：**2025 年 3 月 12 日，公司发布回购计划。公司拟以集中竞价交易方式回购股份，回购金额在 3000 万元人民币到 4500 万元人民币之间；回购股份的资金来源为自有资金或自筹资金，其中自有资金不超过 500 万元，金融机构借款为回购专项借款上限，预计不超过 4000 万元；回购价格不超过人民币 35 元/股，回购股份比例约占公司总股本的 0.38%到 0.58%，本次回购股份拟用于员工持股计划或者股权激励。
- **观点：**公司立足玻璃精加工业务，积极将主营业务向 mini/micro LED 背光/直显、半导体封装、CPI/PI 膜材等产品领域扩展。玻璃基板技术在直显、半导体封装等领域仍处于技术导入阶段，存在一定不确定性。公司本次拟采用自有资金及专项借款进行股票回购，用于员工持股或股权激励，彰显了公司对业务发展的信心。预计随着玻璃基板产业链逐渐跑通，公司相关产品有望逐步放量。
- **行业相关动态：**SKC 公司高管表示公司的目标是在今年年底前实现玻璃基板的商业化。据韩国《MAEIL BUSINESS NEWSPAPER》资讯，SKC 于 2025 年世界移动通信大会（简称 MWC2025）上推出用于人工智能数据中心的核心产品“玻璃基板”。SKC 指出，玻璃基板是处理大规模数据所需的关键技术。可以在其内部放置多层陶瓷电容器（MLCC）等各种元件，以便在表面上安装大容量中央处理器（CPU）和图形处理器（GPU）。当玻璃基板应用于半导体封装时，功耗和封装厚度可减少一半以上，数据处理速度比以前快 40%。SKC 公司高管表示：“公司的目标是在今年年底前实现玻璃基板的商业化，为 AI 技术进步作出贡献。”
- **投资建议：**预计公司 2024/2025/2026 年营收分别为 22.50/30.12/40.53 亿元，归母净利润分别为-111.88/102.77/178.47 百万元，对应 PE 分别为 -48.92/53.25/30.66。股票回购彰显公司信心，看好玻璃基商业化进程，维持“增持”评级。
- **风险提示：**技术发展不及预期的风险，商业化进程不及预期的风险

| 报表预测(单位: 百万元) |          |          |          |          |          | 财务和估值数据摘要     |           |           |           |          |          |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|---------------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|
| 利润表           | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    | 主要指标          | 2022A     | 2023A     | 2024E     | 2025E    | 2026E    |
| 营业收入          | 1,398.68 | 1,813.61 | 2,249.90 | 3,011.73 | 4,053.17 | 营业收入          | 1,398.68  | 1,813.61  | 2,249.90  | 3,011.73 | 4,053.17 |
| 减: 营业成本       | 1,087.68 | 1,447.02 | 1,884.70 | 2,326.37 | 3,072.18 | 增长率(%)        | 33.21     | 29.67     | 24.06     | 33.86    | 34.58    |
| 营业税金及附加       | 16.08    | 14.91    | 20.25    | 27.11    | 36.48    | 归属母公司股东净利润    | -328.25   | -4.54     | -111.88   | 102.77   | 178.47   |
| 营业费用          | 92.73    | 72.41    | 67.50    | 90.35    | 121.60   | 增长率(%)        | -1,121.94 | 98.62     | -2,363.90 | 191.86   | 73.67    |
| 管理费用          | 141.84   | 139.05   | 236.24   | 225.88   | 324.25   | 每股收益(EPS)     | -1.47     | -0.02     | -0.50     | 0.46     | 0.80     |
| 研发费用          | 85.91    | 88.65    | 146.24   | 180.70   | 243.19   | 每股股利(DPS)     | 0.00      | 0.05      | 0.00      | -0.42    | -0.73    |
| 财务费用          | 14.63    | 33.84    | 17.03    | 15.97    | 10.45    | 每股经营现金流       | -0.86     | 0.70      | -0.26     | 1.03     | 1.69     |
| 减值损失          | -245.66  | -27.58   | -29.25   | -39.15   | -48.64   | 销售毛利率         | 0.22      | 0.20      | 0.16      | 0.23     | 0.24     |
| 加: 投资收益       | 2.33     | 5.37     | 2.57     | 2.57     | 2.57     | 销售净利率         | -0.22     | 0.02      | -0.06     | 0.04     | 0.05     |
| 公允价值变动损益      | 0.00     | 7.05     | 0.00     | 1.00     | 2.00     | 净资产收益率(ROE)   | -0.24     | 0.00      | -0.09     | 0.07     | 0.10     |
| 其他经营损益        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 投入资本回报率(ROIC) | -0.15     | 0.03      | -0.05     | 0.05     | 0.07     |
| 营业利润          | -269.45  | 36.07    | -130.36  | 128.16   | 219.34   | 市盈率(P/E)      | -16.67    | -1,205.31 | -48.92    | 53.25    | 30.66    |
| 加: 其他非经营损益    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 市净率(P/B)      | 3.98      | 3.98      | 4.33      | 3.75     | 3.03     |
| 利润总额          | -283.54  | 36.58    | -134.74  | 123.77   | 214.95   | 股息率(分红/股价)    | 0.00      | 0.00      | 0.00      | -0.02    | -0.03    |
| 减: 所得税        | 21.02    | 5.24     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 主要财务指标        | 2022A     | 2023A     | 2024E     | 2025E    | 2026E    |
| 净利润           | -304.56  | 31.34    | -134.74  | 123.77   | 214.95   | 收益率           |           |           |           |          |          |
| 减: 少数股东损益     | 23.68    | 35.89    | -22.87   | 21.00    | 36.48    | 毛利率           | 22.24%    | 20.21%    | 16.23%    | 22.76%   | 24.20%   |
| 归属母公司股东净利润    | -328.25  | -4.54    | -111.88  | 102.77   | 178.47   | 三费/销售收入       | 17.82%    | 13.53%    | 14.26%    | 11.03%   | 11.26%   |
| 资产负债表         | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    | EBIT/销售收入     | -19.23%   | 3.88%     | -5.23%    | 4.64%    | 5.56%    |
| 货币资金          | 385.84   | 639.51   | 224.99   | 301.17   | 405.32   | EBITDA/销售收入   | -9.41%    | 11.10%    | 6.19%     | 16.01%   | 15.45%   |
| 交易性金融资产       | 0.00     | 67.33    | 67.33    | 67.33    | 67.33    | 销售净利率         | -21.78%   | 1.73%     | -5.99%    | 4.11%    | 5.30%    |
| 应收和预付款项       | 1,126.06 | 1,033.49 | 1,456.38 | 1,949.52 | 2,623.66 | 资产获利率         |           |           |           |          |          |
| 其他应收款(合计)     | 9.90     | 9.88     | 17.76    | 23.77    | 31.99    | ROE           | -23.86%   | -0.33%    | -8.85%    | 7.03%    | 9.90%    |
| 存货            | 120.84   | 139.59   | 235.06   | 290.15   | 383.17   | ROA           | -10.19%   | -0.12%    | -2.68%    | 2.06%    | 3.09%    |
| 其他流动资产        | 35.24    | 26.84    | 37.92    | 50.76    | 68.31    | ROIC          | -14.93%   | 2.53%     | -4.93%    | 5.42%    | 7.14%    |
| 长期股权投资        | 81.42    | 99.68    | 98.79    | 97.90    | 97.01    | 资本结构          |           |           |           |          |          |
| 金融资产投资        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 资产负债率         | 53.29%    | 59.68%    | 66.40%    | 67.44%   | 65.40%   |
| 投资性房地产        | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.29     | 0.97     | 投资资本/总资产      | 63.33%    | 58.31%    | 64.74%    | 64.61%   | 60.93%   |
| 固定资产和在建工程     | 1,011.97 | 1,407.78 | 1,680.82 | 1,869.65 | 1,789.76 | 带息债务/总负债      | 45.52%    | 53.22%    | 49.32%    | 49.53%   | 42.05%   |
| 无形资产和开发支出     | 309.99   | 305.31   | 287.38   | 270.39   | 254.26   | 流动比率          | 1.05      | 1.15      | 0.92      | 0.94     | 1.05     |
| 其他非流动资产       | 139.07   | 86.33    | 72.01    | 60.42    | 60.92    | 速动比率          | 0.87      | 1.04      | 0.76      | 0.77     | 0.87     |
| 资产总计          | 3,220.33 | 3,815.74 | 4,178.45 | 4,981.36 | 5,782.70 | 股利支付率         | 0.00%     | -226.47%  | 0.00%     | -90.67%  | -90.67%  |
| 短期借款          | 746.43   | 762.90   | 960.78   | 1,326.21 | 1,371.71 | 收益留存率         | 100.00%   | 326.47%   | 100.00%   | 190.67%  | 190.67%  |
| 交易性金融负债       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 资产管理效率        |           |           |           |          |          |
| 应付和预收款项       | 743.70   | 768.38   | 1,087.33 | 1,342.14 | 1,772.42 | 总资产周转率        | 0.43      | 0.48      | 0.54      | 0.60     | 0.70     |
| 长期借款          | 34.78    | 448.94   | 407.76   | 337.87   | 218.65   | 固定资产周转率       | 1.56      | 1.57      | 1.84      | 2.07     | 2.68     |
| 其他负债          | 191.20   | 296.88   | 318.67   | 353.29   | 419.29   | 应收账款周转率       | 1.49      | 1.88      | 1.74      | 1.74     | 1.74     |
| 负债合计          | 1,716.11 | 2,277.10 | 2,774.55 | 3,359.50 | 3,782.07 | 存货周转率         | 9.00      | 10.37     | 8.02      | 8.02     | 8.02     |
| 股本            | 171.18   | 171.38   | 171.38   | 171.38   | 171.38   | 估值指标          | 2022A     | 2023A     | 2024E     | 2025E    | 2026E    |
| 资本公积          | 1,019.18 | 1,026.02 | 1,026.02 | 1,027.02 | 1,029.02 | EBIT          | -268.91   | 70.42     | -117.71   | 139.74   | 225.40   |
| 留存收益          | 185.43   | 178.48   | 66.60    | 262.55   | 602.85   | EBITDA        | -131.61   | 201.26    | 139.26    | 482.20   | 626.24   |
| 归属母公司股东权益     | 1,375.78 | 1,375.88 | 1,264.01 | 1,460.96 | 1,803.25 | NOPLAT        | -274.78   | 51.64     | -109.66   | 146.51   | 229.67   |
| 少数股东权益        | 128.43   | 162.76   | 139.90   | 160.90   | 197.38   | 归母净利润         | -328.25   | -4.54     | -111.88   | 102.77   | 178.47   |
| 股东权益合计        | 1,504.22 | 1,538.64 | 1,403.90 | 1,621.86 | 2,000.63 | EPS           | -1.47     | -0.02     | -0.50     | 0.46     | 0.80     |
| 负债和股东权益合计     | 3,220.33 | 3,815.74 | 4,178.45 | 4,981.36 | 5,782.70 | BPS           | 6.16      | 6.16      | 5.66      | 6.55     | 8.08     |
| 现金流量表         | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    | PE            | -16.67    | -1,205.31 | -48.92    | 53.25    | 30.66    |
| 经营性现金净流量      | -191.43  | 156.91   | -58.60   | 228.84   | 377.36   | PEG           | 0.01      | -12.22    | 0.02      | 0.28     | 0.42     |
| 投资性现金净流量      | -329.25  | -381.90  | -495.59  | -525.40  | -350.87  | PB            | 3.98      | 3.98      | 4.33      | 3.75     | 3.03     |
| 筹资性现金净流量      | 577.15   | 440.79   | 139.67   | 372.75   | 77.66    | PS            | 3.91      | 3.02      | 2.43      | 1.82     | 1.35     |
| 现金流量净额        | 57.37    | 220.95   | -414.52  | 76.18    | 104.14   | PCF           | -28.59    | 34.88     | -93.39    | 23.92    | 14.50    |

资料来源: 财信证券, iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别     | 投资评级 | 评级说明                          |
|--------|------|-------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入   | 投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上        |
|        | 增持   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%  |
|        | 持有   | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%  |
|        | 卖出   | 投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上        |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上       |
|        | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5% |
|        | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上       |

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438