



2018年04月20日

增持(首次评级)

当前价: 18.58元

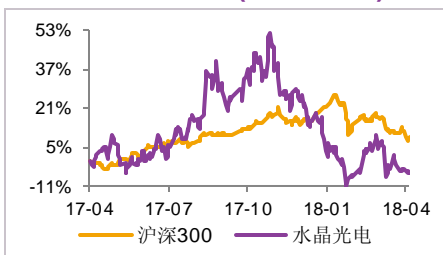
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 彭星煜

电话: 15901194401
邮箱: pengxingyu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	2,146	3,024	4,151	5,224
(+/-)	27.7%	40.9%	37.3%	25.9%
归母净利润	356	539	743	924
(+/-)	40.3%	51.3%	38.0%	24.4%
EPS(元)	0.54	0.81	1.12	1.39
P/E	44	23	17	13

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

水晶光电(002273.SZ)

【联讯电子年报点评】水晶光电：聚焦智能手机、AR 业务，创新驱动公司未来成长

投资要点

◇ 事件

水晶光电发布 2017 年年报。2017 年公司实现营业收入 21.46 亿元，同比增长 28%。公司实现归属于母公司股东的净利润 3.56 亿元，实现扣非归母净利润 3.28 亿元，同比分别增长 40%、46%。

◇ 多业务齐头并进，营收、净利润持续增长

2017 年水晶光电实现营业收入 21.46 亿元，同比增长 28%，近年来保持较快增长。各季度营业收入均保持增长，但增速逐季度下滑。

公司实现归母净利润 3.56 亿元，同比增长 40%，实现扣非归母净利润 3.28 亿元，同比增长 46%。非经常性损益 0.28 亿元，与上年基本持平。前三季度归母净利润均较快增长，Q4 归母净利润同比持平。

公司期间费用率 14.48%，同比下降 0.32 个百分点。管理费用率 12.5%，同比下降 1.5 个百分点。销售费用率 1.4%，同比下降 0.33 个百分点。财务费用率 0.58%，同比增长 1.51 个百分点，主要是汇兑损失和利息支出增加。

毛利率达到 30.67%，同比下降 0.91 个百分点，净利率 16.9%，同比上升 1.53 个百分点。ROE（加权）11.68%，同比上升 2.58 个百分点。

公司各业务业绩齐头并进，精密光电薄膜元器件、蓝宝石衬底及其他、反光材料分别实现营业收入 17.23、2.28、1.89 亿元，同比分别增长 31%、30%、3.8%，毛利率分别为 29.52%、25.23%、47.73%，同比分别增长-2.8%、11.74%、3.7%。

◇ 聚焦智能手机、AR 业务，创新驱动公司未来成长

创新成为智能手机行业新的驱动力，3D 成像、双摄/多摄、高像素为公司的精密光电薄膜元器件业务带来新的增长空间。新款 iPhone 可能都会搭载 3D 成像模组，安卓阵营也在积极跟进。公司在窄带滤光片和 WLO 准直镜头镀膜环节均有参与。预计精密光电薄膜元器件仍将是公司主要的业绩增长推动力。公司将巩固蓝宝石业务，抢占优质客户，加快 6 寸 PSS 研发和量产推进，积极寻求上下游整合、优化产业结构的机遇。AR/VR 有望随着 5G、AI 的进步逐渐进入快速发展期，公司将以与 LUMUS 合作的视频眼镜项目为基础，做好 AR 终端系统对接，聚焦 AR 模组业务，强化量产能力，实现 AR 模组量产突破。我国反光材料市场进入快速增长期，公司将加大新产品开发和市场拓展力度，加快落实新的发展空间，计划增加产能。

公司将重点围绕智能手机技术创新和 AR 产品升级进行新品研发和新业务布局，快速推进在 3D 成像、光学传感、半导体光学等新技术领域的系列光学零组件产品的开发和量产工作。公司 2018 年经营目标为力争实现营业



收入和净利润 20%~50%的增长。

◇ 盈利预测与投资建议

预测 2018~2020 年公司 EPS 为 0.81、1.12、1.39 元，分别对应 23X、17X、13X PE，首次覆盖给予“增持”评级。

◇ 风险提示

细分领域竞争的风险；研发进度不及预期的风险；汇率波动的风险。



目 录

一、事件	4
二、多业务齐头并进，营收、净利润持续增长	4
三、聚焦智能手机、AR 业务，创新驱动公司未来成长.....	6
四、盈利预测与投资建议.....	6
五、风险提示	6

图表目录

图表 1： 2013~2017 年水晶光电营业收入及增长率	4
图表 2： 2015Q1~2017Q4 水晶光电营业收入及增长率	4
图表 3： 2013~2017 年水晶光电归母净利润、扣非归母净利润及增长率.....	4
图表 4： 2015Q1~2017Q4 年水晶光电归母净利润、扣非归母净利润、非经常性损益.....	4
图表 5： 2013~2017 年水晶光电各项费用率.....	5
图表 6： 2015Q1~2017Q4 水晶光电各项费用率.....	5
图表 7： 2013~2017 年水晶光电毛利率、净利率、ROE(加权)	5
图表 8： 2015Q1~2017Q4 年水晶光电毛利率、净利率、ROE	5
图表 9： 2013~2017 年水晶光电各业务营业收入及增长率.....	6
图表 10： 2015Q1~2017Q4 年水晶光电各业务毛利率.....	6
图表 11： 水晶光电 PE Band.....	7
图表 12： 水晶光电 PB Band.....	7



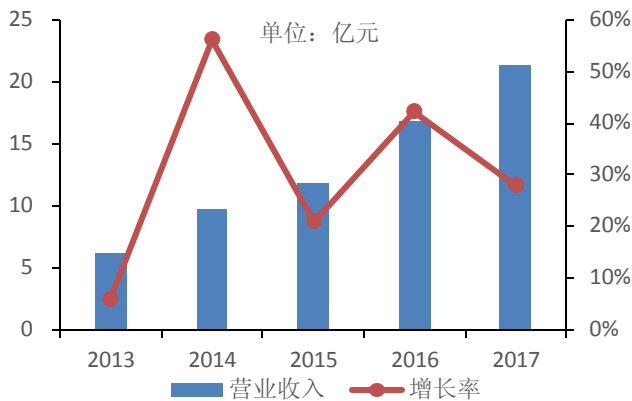
一、事件

水晶光电发布 2017 年年报。2017 年公司实现营业收入 21.46 亿元，同比增长 28%。公司实现归属于母公司股东的净利润 3.56 亿元，实现扣非归母净利润 3.28 亿元，同比分别增长 40%、46%。

二、多业务齐头并进，营收、净利润持续增长

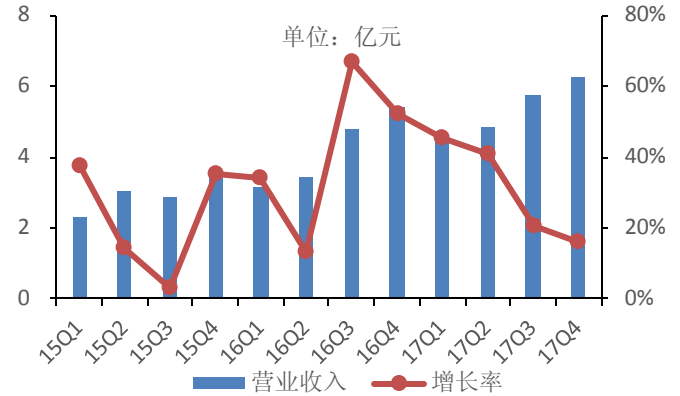
2017 年水晶光电实现营业收入 21.46 亿元，同比增长 28%，近年来保持较快增长。各季度营业收入均保持增长，但增速逐季度下滑。

图表1： 2013~2017 年水晶光电营业收入及增长率



资料来源：Wind、联讯证券

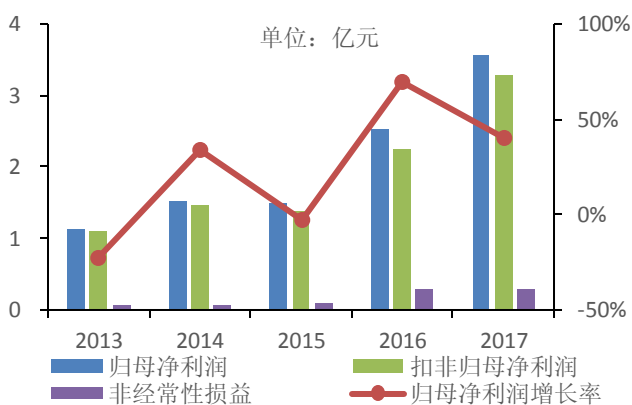
图表2： 2015Q1~2017Q4 水晶光电营业收入及增长率



资料来源：Wind、联讯证券

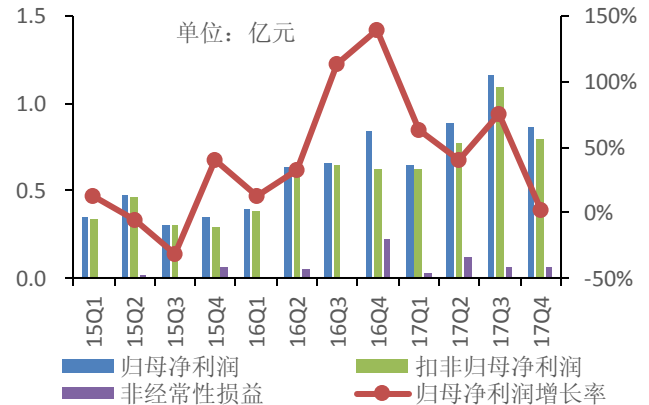
2017 年公司实现归母净利润 3.56 亿元，同比增长 40%。公司实现扣非归母净利润 3.28 亿元，同比增长 46%。非经常性损益 0.28 亿元，与上年基本持平。前三季度归母净利润均较快增长，Q4 归母净利润同比持平。

图表3： 2013~2017 年水晶光电归母净利润、扣非归母净利润及增长率



资料来源：Wind、联讯证券

图表4： 2015Q1~2017Q4 年水晶光电归母净利润、扣非归母净利润、非经常性损益



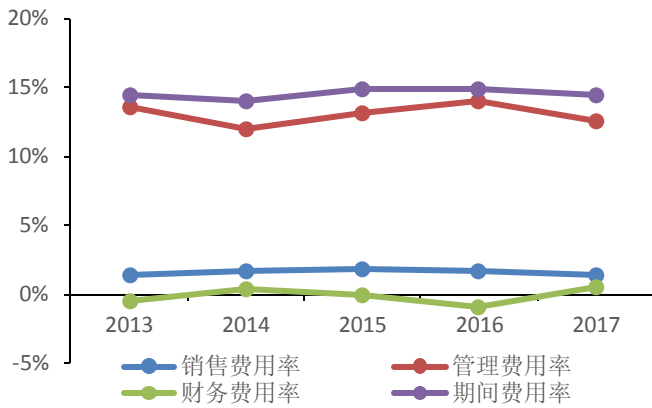
资料来源：Wind、联讯证券

2017 公司期间费用率 14.48%，同比下降 0.32 个百分点。管理费用率 12.5%，同比下降 1.5 个百分点。销售费用率 1.4%，同比下降 0.33 个百分点。财务费用率 0.58%，同比增长 1.51 个百分点，主要是汇兑损失和利息支出增加。

就各季度而言，Q1 期间费用最低，Q2 上升，随后基本稳定。

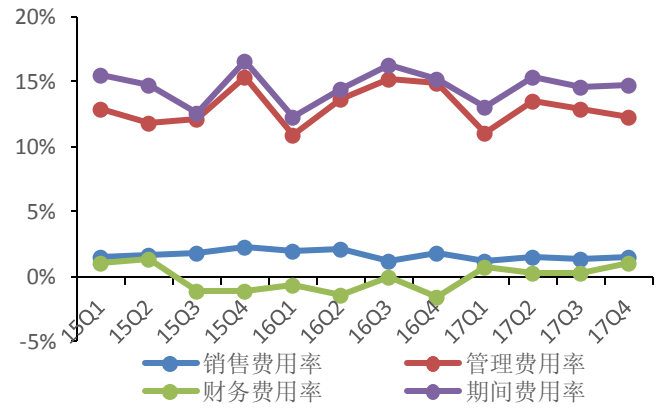


图表5: 2013~2017 年水晶光电各项费用率



资料来源: Wind、联讯证券

图表6: 2015Q1~2017Q4 水晶光电各项费用率

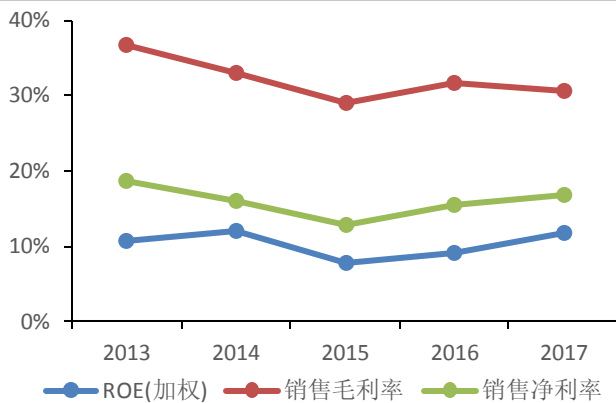


资料来源: Wind、联讯证券

2017 年毛利率达到 30.67%，同比下降 0.91 个百分点，净利率 16.9%，同比上升 1.53 个百分点。ROE（加权）11.68%，同比上升 2.58 个百分点。

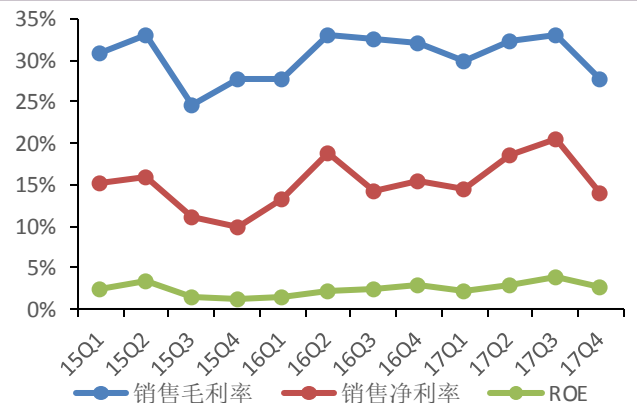
从各季度数据来看，前三季度公司毛利率、净利率逐步上升，Q4 则有所回落。

图表7: 2013~2017 年水晶光电毛利率、净利率、ROE(加权)



资料来源: Wind、联讯证券

图表8: 2015Q1~2017Q4 年水晶光电毛利率、净利率、ROE

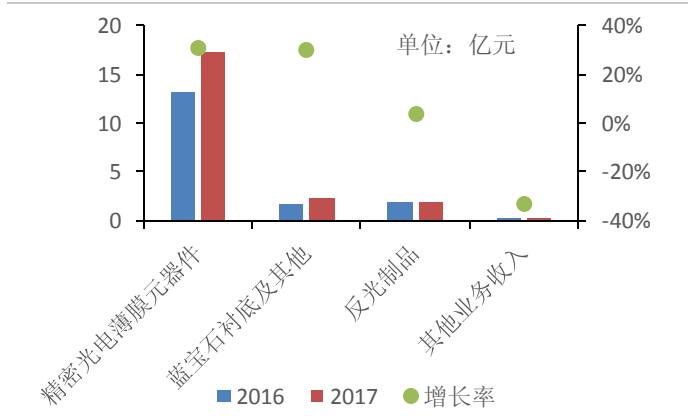


资料来源: Wind、联讯证券

公司各业务业绩齐头并进，积极布局 3D 成像相关光学零部件，加大新品研发和重点客户开拓力度，精密光电薄膜元器件实现营业收入 17.23 亿元，同比增长 31%。LED 行业回归供需平衡，通过产能挖掘和提升重点客户份额，蓝宝石衬底及其他实现营业收入 2.28 亿元，同比增长 30%。反光材料稳步发展，并保持较高毛利率，实现营业收入 1.89 亿元，同比增长 3.8%。日本光驰则贡献了较好的投资收益。精密光电薄膜元器件、蓝宝石衬底及其他、反光材料毛利率分别为 29.52%、25.23%、47.73%，同比分别增长 -2.8%、11.74%、3.7%。

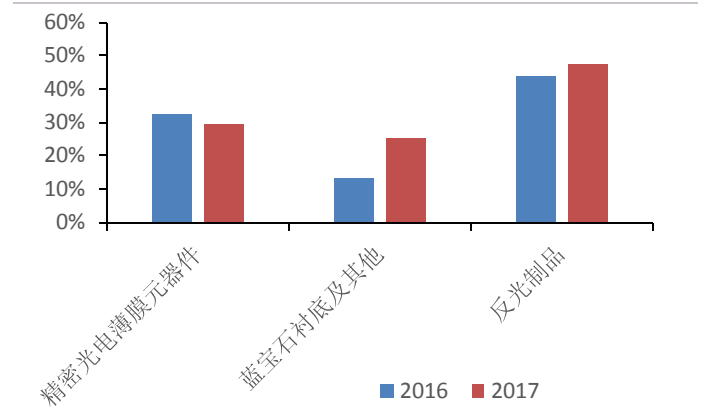


图表9: 2013~2017年水晶光电各业务营业收入及增长率



资料来源: Wind、联讯证券

图表10: 2015Q1~2017Q4年水晶光电各业务毛利率



资料来源: Wind、联讯证券

三、聚焦智能手机、AR 业务，创新驱动公司未来成长

创新成为智能手机行业新的驱动力，3D 成像、双摄/多摄、高像素为公司的精密光电薄膜元器件业务带来新的增长空间。新款 iPhone 可能都会搭载 3D 成像模组，安卓阵营也在积极跟进。公司在窄带滤光片和 WLO 准直镜头镀膜环节均有参与。预计精密光电薄膜元器件仍将是公司主要的业绩增长推动力。公司将巩固蓝宝石业务，抢占优质客户，加快 6 寸 PSS 研发和量产推进，积极寻求上下游整合、优化产业结构的机遇。AR/VR 有望随着 5G、AI 的进步逐渐进入快速发展期，公司将与 LUMUS 合作的视频眼镜项目为基础，做好 AR 终端系统对接，聚焦 AR 模组业务，强化量产能力，实现 AR 模组量产突破。我国反光材料市场进入快速增长期，公司将加大新产品开发和市场拓展力度，加快落实新的发展空间，计划增加产能。

公司将重点围绕智能手机技术创新和 AR 产品升级进行新品研发和新业务布局，快速推进在 3D 成像、光学传感、半导体光学等新技术领域的系列光学零组件产品的开发和量产工作。公司 2018 年经营目标力争实现营业收入和净利润 20%~50% 的增长。看好公司经营业绩持续增长。

四、盈利预测与投资建议

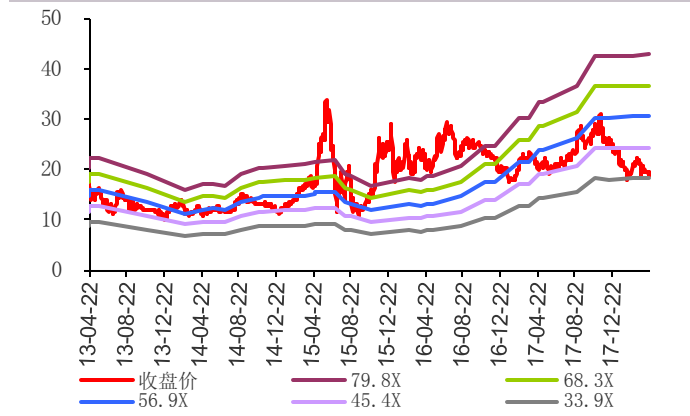
预测 2018~2020 年公司 EPS 为 0.81、1.12、1.39 元，分别对应 23X、17X、13X PE，首次覆盖给予“增持”评级。

五、风险提示

细分领域竞争的风险；研发进度不及预期的风险；汇率波动的风险。

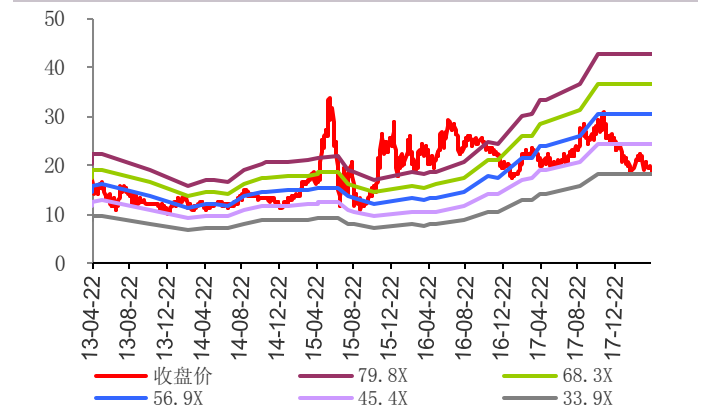


图表11: 水晶光电 PE Band



资料来源: Wind、联讯证券

图表12: 水晶光电 PB Band



资料来源: Wind、联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,631	2,631	3,157	3,473	经营活动现金流	359	502	653	816
货币资金	1,165	612	732	894	净利润	363	548	755	939
应收账款	523	732	988	1,235	折旧摊销	132	199	219	240
其它应收款	4	6	8	10	财务费用	12	12	8	5
预付账款	27	38	51	64	投资损失	-70	-49	-49	-49
存货	247	346	467	584	营运资金变动	790	-121	381	229
其他	665	897	911	686	其它	-869	-86	-661	-548
非流动资产	2,523	3,028	3,331	3,497	投资活动现金流	-835	-1,169	-819	-655
长期股权投资	345	397	437	480	资本支出	643	1,029	617	309
固定资产	1,352	1,892	2,082	2,290	长期投资	345	397	437	480
无形资产	238	262	288	302	其他	153	256	235	134
其他	588	477	524	425	筹资活动现金流	1,142	114	286	0
资产总计	5,154	5,659	6,488	6,970	短期借款	5	6	6	6
流动负债	604	724	869	956	长期借款	0	0	0	0
短期借款	5	6	6	6	其他	1,137	109	280	-6
应付账款	382	534	721	901	现金净增加额	666	-553	120	162
其他	217	185	142	49					
非流动负债	1,002	1,002	1,002	1,002	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	1,002	1,002	1,002	1,002	营业收入	27.71%	40.93%	37.26%	25.86%
负债合计	1,606	1,727	1,872	1,959	营业利润	47.3%	48.2%	37.18%	24.62%
少数股东权益	69	89	107	118	归属母公司净利润	40.35%	51.28%	37.99%	24.39%
归属母公司股东权益	3,480	3,843	4,509	4,894	获利能力				
负债和股东权益	5,154	5,659	6,488	6,970	毛利率	30.67%	32.35%	32.68%	32.73%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	净利率	16.59%	17.81%	17.90%	17.70%
营业收入	2,146	3,024	4,151	5,224	ROE	11.19%	14.65%	17.67%	19.51%
营业成本	1,488	2,046	2,794	3,514	偿债能力				
营业税金及附加	13	18	23	29	资产负债率	31.16%	30.51%	28.85%	28.10%
销售费用	30	42	58	73	流动比率	435.82%	363.19%	363.19%	363.19%
管理费用	268	375	511	637	速动比率	394.91%	315.45%	309.48%	302.16%
财务费用	12	12	8	5	营运能力				
资产减值损失	6	8	8	9	总资产周转率	0.50	0.56	0.68	0.78
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收帐款周转率	4.40	4.82	4.83	4.70
投资净收益	70	70	70	70	应付帐款周转率	5.07	4.47	4.45	4.33
其他收益	17	23	27	27					
营业利润	416	616	845	1,053	每股指标(元)				
营业外收入	2	8	10	12	每股收益	0.54	0.81	1.12	1.39
营业外支出	1	0	0	0	每股经营现金	0.54	0.76	0.98	1.23
利润总额	417	623	855	1,065	每股净资产	5.34	5.92	6.95	7.55
所得税	54	76	100	125	估值比率				
净利润	363	548	755	939	P/E	44.00	22.91	16.60	13.35
少数股东损益	7	9	12	15	P/B	4.41	3.14	2.67	2.46
归属母公司净利润	356	539	743	924	EV/EBITDA	34.04	16.51	12.67	10.36
EBITDA	473	815	1,064	1,294					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012~2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市企业，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com