

2024年08月26日  
水晶光电 (002273.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

消费电子组件

投资评级

**买入-A****首次评级**

6个月目标价

20.91元

股价 (2024-08-26)

17.37元

交易数据

总市值(百万元) 24,155.28

流通市值(百万元) 23,586.96

总股本(百万股) 1,390.63

流通股本(百万股) 1,357.91

12个月价格区间 9.09/20.65元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.4	26.1	89.6
绝对收益	-2.1	18.4	79.3

马良

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

朱思

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523090002

zhusi1@essence.com.cn

相关报告

## 光学创新驱动，中报业绩快速增长

### 事件：

公司发布 2024 年半年度报告，24H1 实现营业收入 26.55 亿元，同比增长 43.21%；实现归母净利润 4.27 亿元，同比增长 140.48%；实现扣非归母净利润 3.91 亿元，同比增长 253.43%。

### 加强大客户合作力度，业绩快速增长

公司加强与北美大客户的合作，不断增加项目、扩大份额，并持续扩展国外市场。半年报披露，24H1 公司外销营收 19.26 亿元，占营业收入比重 72.56%，外销产品毛利率 27.33%，略高于内销产品毛利率 26.29%。越南工厂二期的完工及批量生产线的建立，增强公司的全球制造和交付能力，为拓展北美和韩国市场提供支持。公司在日本、中国台湾、韩国、新加坡、美国、德国等地均设立办事处，深化海外市场开拓，并提高服务效率。通过与全球原材料、设备、镜头、芯片及 Sensor 制造商的紧密合作，整合行业资源，推动构建产业协同优势。随着从元器件制造商向光学解决方案供应商的转型，公司业务已拓展至车载光电和元宇宙光学领域，公司的客户结构逐步丰富优化，抗风险能力进一步提升。

### 深耕光学行业，前瞻布局 AR/VR/MR 领域解决方案

人工智能 (AI) 在 2023 年取得突破性进展，生成式 AI (AIGC) 引领技术进入 2.0 时代，成为助推元宇宙发展的加速器。Vision Pro 融合 AI 与数字孪生技术，扩展元宇宙想象，而 Ray-Ban Meta 智能眼镜的流行显示元宇宙在消费电子领域的落地潜力。技术进步使 VR/AR/MR 设备更轻便、成本更低，提供丰富沉浸体验，为科技企业带来新机遇。光学硬件的量产性、轻便性和显示效果是消费级市场的关键。半年报披露，公司已具备为 AR/VR/MR 设备提供从光学材料 (晶圆、方片) 到各类光学元器件，再到近眼虚空显示的各类光波导技术及光机的一站式光学解决方案能力，公司将加快在 AR/VR/MR 领域的业务布局，共同推动元宇宙产业的繁荣发展。

### 把握智能汽车市场趋势，拓展车载光电布局

半年报披露，公司积极响应汽车行业向电动化、智能化、网联化转型的趋势，开发多样化的 AR-HUD 技术方案，并推出智能大灯、电子后视镜 (CMS)、车窗投影等智能座舱相关产品，为行业的技术升级贡献力量。半年报披露，公司光学元器件业务，包括滤光片和激光雷达视窗片，已成功扩展到车载光电领域，并已打入多

家国内外知名汽车制造商的供应链。凭借在光学硬件领域的深厚积累，公司积极创新拓展车载业务。

### 投资建议：

我们预计公司 2024 年~2026 年收入分别为 67.85 亿元、84.34 亿元、101.21 亿元，归母净利润分别为 9.09 亿元、11.47 亿元、13.72 亿元，给予 24 年 32 倍 PE，对应六个月目标价 20.91 元，首次给予“买入-A”投资评级。

### 风险提示：

下游需求不及预期；行业竞争风险；业务集中与大客户依赖风险；汇率风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	4,375.5	5,076.2	6,784.7	8,434.2	10,121.1
净利润	576.2	600.2	909.2	1,147.4	1,371.9
每股收益(元)	0.41	0.43	0.65	0.83	0.99
每股净资产(元)	5.9	6.2	6.6	6.9	7.3

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	42.7	41.0	27.1	21.5	17.9
市净率(倍)	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4
净利润率	13.2%	11.8%	13.4%	13.6%	13.6%
净资产收益率	7.1%	7.0%	9.9%	11.9%	13.5%
股息收益率	1.1%	1.7%	2.2%	2.7%	3.5%
ROIC	9.7%	10.3%	15.4%	18.5%	26.3%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 1. 关键假设与估值分析

考虑到光学元器件业务有望受下游消费电子复苏及 AI 终端拉动，假设 2024-2026 年营业收入 yoy 分别为 22%/15%/15%，毛利率 26.5%/27%/28%，薄膜光学面板受益大客户份额提升，维持营业收入 yoy 分别为 30%/30%/20%，毛利率稳定为 26%，微棱镜相关受益于公司份额提升及产品更新迭代，假设营业收入为 12 亿/16 亿/20 亿，毛利率假设为 45%/45%/45%。

Wind 数据，2024.8.25 以市场消费电子核心标的立讯精密、歌尔股份、蓝思科技、大族激光、鹏鼎控股的扣非 PE (TTM) 比较，考虑到公司为消费电子光学行业龙头，2024 年归母净利润 9.09 亿元，，给予 24 年 32 倍 PE，对应六个月目标价 20.91 元，首次给予“买入-A”投资评级。

图1. 可比公司估值（2024.8.25，PE(TTM，扣非归母净利润）

序号	证券代码	证券简称	总市值1 [交易日期] 最新收盘日 [单位] 亿元	市盈率PE(TTM,扣除非经常性损益) [交易日期] 最新收盘日 [单位] 倍
1	002273.SZ	水晶光电	246.1419	30.6557
2	002475.SZ	立讯精密	2,729.3363	25.7554
3	300433.SZ	蓝思科技	863.5660	34.5955
4	002241.SZ	歌尔股份	698.8040	43.5918
5	002008.SZ	大族激光	195.8131	39.6243
6	002938.SZ	鹏鼎控股	794.1071	24.9235

资料来源：wind, 国投证券研究中心

表1：公司营收拆分

业务拆分 (亿元)		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入		21.23	20.05	20.83	21.246	21.884	18.601	22.69	26.09	30.01
光学元器件 (滤光片等)							-			
	yoy		-5.56%	3.89%	2.00%	3.00%	15.00%	22.00%	15.00%	15.00%
	占比	91.27%	66.83%	64.63%	55.78%	50.01%	36.65%	33.45%	30.94%	29.80%
	毛利率	26.87%	27.36%	26.82%	25.49%	25.00%	25.00%	26.50%	27.00%	28.00%
营业收入		0	4.74	4.35	4	0.8	1	1.1	1.21	1.21
生物识别 (半导体光学)							-			
	yoy			-8.23%	-8.05%	80.00%	25.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	占比	0.00%	15.80%	13.50%	10.50%	1.83%	1.97%	1.62%	1.43%	1.20%
	毛利率		49.93%	45.86%	38%	40%	40%	40%	40%	40%
营业收入		0	3.04	4.49	<b>9.54</b>	<b>12</b>	<b>18.5</b>	<b>24.05</b>	<b>31.265</b>	<b>37.518</b>
薄膜光学面板 (精密光电薄膜元器件)					112.47					
	yoy			47.70%	%	25.79%	54.17%	30.00%	30.00%	20.00%
	占比	0.00%	10.13%	13.93%	25.05%	27.42%	36.45%	35.45%	37.07%	37.26%
	毛利率	0.00%	5.00%	5.18%	12.55%	<b>22.11%</b>	25.48%	26.00%	26.00%	26.00%
营业收入		0	0.276	0.275	0.5	2	3	3.9	5.07	6.591
新型显示 (AR+)							300.00			
	yoy			-0.36%	81.82%	%	50.00%	30.00%	30.00%	30.00%
	占比	0.00%	0.92%	0.85%	1.31%	4.57%	5.91%	5.75%	6.01%	6.55%
	毛利率			13.50%	-14%	20%	20%	20%	20%	20%
营业收入		1.88	1.73	1.88	2.58	2.79	2.87	3.30	3.80	4.36
反光材料										
	yoy		-7.98%	8.67%	37.23%	8.00%	3.00%	15.00%	15.00%	15.00%
	占比	8.08%	5.77%	5.83%	6.77%	6.37%	5.65%	4.86%	4.50%	4.33%
	毛利率	39.60%	36.28%	37.17%	37%	40%	32%	32%	32%	32%
其他业务收入										
营业收入		0.16	0.149	0.388	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1
	毛利率	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
微棱镜相关										
营业收入		0	0	0	0	0	6	12	16	20
	毛利率						38%	45%	45%	45%
整体营业收入		23.26	30	32.23	38.09	43.76	50.76	67.85	84.34	101.21

资料来源: wind, 国投证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,375.5	5,076.2	6,784.7	8,434.2	10,121.1	成长性					
减:营业成本	3,198.7	3,664.6	4,787.2	5,922.1	7,106.6	营业收入增长率	14.9%	16.0%	33.7%	24.3%	20.0%
营业税费	34.4	48.0	61.1	67.5	81.0	营业利润增长率	23.9%	7.6%	49.0%	25.9%	19.5%
销售费用	50.6	71.1	81.4	94.5	116.4	净利润增长率	30.3%	4.2%	51.5%	26.2%	19.6%
管理费用	358.3	353.8	474.9	590.4	708.5	EBITDA 增长率	11.4%	14.5%	44.4%	20.8%	14.3%
研发费用	333.5	423.9	420.7	506.1	607.3	EBIT 增长率	9.7%	13.8%	85.2%	28.1%	18.2%
财务费用	-122.8	-69.8	-20.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	8.9%	15.3%	67.1%	29.5%	19.4%
资产减值损失	-38.5	-32.2	-32.3	-34.3	-32.9	投资资本增长率	9.2%	11.7%	7.5%	-16.0%	7.8%
加:公允价值变动收益	-1.3	-2.7	-0.1	-	-	净资产增长率	1.4%	5.4%	6.3%	5.3%	5.6%
投资和汇兑收益	53.7	14.3	43.1	37.1	31.5						
营业利润	617.8	664.6	990.3	1,246.5	1,490.0	利润率					
加:营业外净收支	-2.4	1.1	-	-	-	毛利率	26.9%	27.8%	29.4%	29.8%	29.8%
利润总额	615.4	665.7	990.3	1,246.5	1,490.0	营业利润率	14.1%	13.1%	14.6%	14.8%	14.7%
减:所得税	20.4	48.2	49.5	62.3	74.5	净利润率	13.2%	11.8%	13.4%	13.6%	13.6%
净利润	576.2	600.2	909.2	1,147.4	1,371.9	EBITDA/营业收入	19.3%	19.0%	20.6%	20.0%	19.0%
						EBIT/营业收入	11.2%	11.0%	15.3%	15.7%	15.5%
						运营效率					
资产负债表	2,022.0	2,023.0	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	268	277	222	163	124
货币资金	2,530.3	2,420.8	2,497.5	3,972.6	4,140.4	流动营业资本周转天数	32	15	27	25	23
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	377	322	275	274	280
应收账款	827.2	1,191.5	1,658.2	1,725.8	2,386.3	应收账款周转天数	69	72	76	72	73
应收票据	0.7	6.5	6.9	6.8	10.2	存货周转天数	51	50	48	49	49
预付账款	23.3	44.7	66.1	66.8	85.1	总资产周转天数	827	764	611	532	481
存货	700.5	718.8	1,094.6	1,189.4	1,538.9	投资资本周转天数	423	403	330	253	200
其他流动资产	214.4	388.9	261.8	288.4	313.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.1%	7.0%	9.9%	11.9%	13.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.8%	5.5%	8.0%	9.0%	10.2%
长期股权投资	704.0	695.4	695.4	695.4	695.4	ROIC	9.7%	10.3%	15.4%	18.5%	26.3%
投资性房地产	20.3	22.2	22.2	22.2	22.2	费用率					
固定资产	3,447.0	4,352.0	4,000.8	3,649.6	3,298.4	销售费用率	1.2%	1.4%	1.2%	1.1%	1.2%
在建工程	732.8	652.3	652.3	652.3	652.3	管理费用率	8.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
无形资产	304.5	295.5	284.8	274.1	263.4	研发费用率	7.6%	8.4%	6.2%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	773.6	466.4	551.3	580.9	514.9	财务费用率	-2.8%	-1.4%	-0.3%	0.1%	0.1%
资产总额	10,278.6	11,254.9	11,791.8	13,124.2	13,920.5	四费/营业收入	14.2%	15.3%	14.1%	14.2%	14.2%
短期债务	127.3	135.3	-	-	-	偿债能力					
应付账款	1,011.1	1,279.1	1,601.7	1,963.5	2,368.5	资产负债率	17.1%	20.3%	19.1%	23.4%	23.8%
应付票据	294.0	518.9	327.1	776.8	608.8	负债权益比	0.21	0.25	0.24	0.31	0.31
其他流动负债	138.0	165.4	138.7	148.6	150.6	流动比率	2.74	2.27	2.70	2.51	2.71
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.29	1.93	2.17	2.10	2.22
其他非流动负债	191.3	183.5	184.8	186.5	184.9	利息保障倍数	-4.00	-8.00	-51.74	132.51	156.59
负债总额	1,761.6	2,282.2	2,252.3	3,075.5	3,312.8	分红指标					
少数股东权益	370.3	369.8	399.8	436.0	478.6	DPS(元)	19.9%	29.7%	39.0%	48.5%	61.5%
股本	1,390.6	1,390.6	1,390.6	1,390.6	1,390.6	分红比率	48.0%	68.7%	59.6%	58.8%	62.4%
留存收益	7,083.7	7,382.0	7,749.0	8,222.1	8,738.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表	2,022.0	2,023.0	2024E	2025E	2026E	业绩和估值指标	2,022.00	2,023.00	2024E	2025E	2026E
现金流量表	2,022.0	2,023.0	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.41	0.43	0.65	0.83	0.99
净利润	595.0	617.5	909.2	1,147.4	1,371.9	BVPS(元)	5.9	6.2	6.6	6.9	7.3
加:折旧和摊销	360.3	417.5	361.9	361.9	361.9	PE(X)	42.7	41.0	27.1	21.5	17.9
资产减值准备	36.7	52.7	-	-	-	PB(X)	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4
公允价值变动损失	1.3	2.7	-0.1	-	-	P/FCF	146.1	-1,187.5	75.1	11.3	25.9
财务费用	-23.2	-3.0	-20.0	10.0	10.0	P/S	5.6	4.8	3.6	2.9	2.4
投资收益	-53.7	-14.3	-43.1	-37.1	-31.5	EV/EBITDA	1,612.3%	1,677.3%	1,569.1%	1,210.0%	1,053.9%
少数股东损益	18.8	17.2	31.6	36.7	43.6	CAGR(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运资金的变动	-421.7	475.8	-894.7	638.6	-716.8	PEG	1.7	1.3	1.0	0.8	0.6
经营活动产生现金流量	841.6	1,229.9	344.8	2,157.6	1,039.1	ROIC/WACC	0.9	1.0	1.5	1.8	2.5
投资活动产生现金流量	-716.3	-682.2	219.5	2.7	-4.4						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034