

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

水晶光电(002273)

汽车+AR 打开新空间

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	23.68
总股本/流通股本(亿股)	13.91 / 13.58
总市值/流通市值(亿元)	329 / 322
52周内最高/最低价	27.22 / 12.72
资产负债率(%)	20.3%
市盈率	55.07
第一大股东	星星集团有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

● 投资要点

手机业务基本盘稳健发展。目前公司的收入主要来源于以智能手机为代表的消费电子端客户，公司目前和北美大客户在合作上已经从过去的以制造导向转变为新品研发。现在公司为大客户有多个项目并行开发中，为了更好地承接客户的新品和升级开发需求，确保项目顺利落地，因此自 2024 年底开始公司启动了组织上的转型调整，提升公司的综合能力。在手机业务端，公司为大客户配套的微棱镜产品，由于配套机型下沉，叠加公司是主要供应商，市场需求的提升带动了出货量的提升，为公司 2024 年的业绩增长起到了较好的支撑作用。在安卓客户端，随着安卓头部客户的回归，涂覆滤光片的市场需求有所提升，也贡献了较好的业绩。公司的薄膜光学面板业务经过过去几年的份额爬坡，薄膜光学面板产品已经成长为公司的重要单品之一，支撑公司的业务成长。另外半导体光学业务从 2024 年来看已呈现复苏态势，手机在 3D 创新升级应用的趋势，叠加 AR 及 AI 眼镜带来对空间感知的新需求，半导体光学板块未来仍旧有广阔的应用前景。

汽车电子开辟第二成长曲线。在汽车业务端，目前 HUD 的渗透率还处于较低的水平，HUD 作为未来智能座舱的第一屏还有很大的发展空间。公司在 AR-HUD 领域的市场占有率几年来均保持领先水平，并且已经积累了较好的客户结构，叠加其他车载相关光学产品的市场空间，汽车电子作为公司的第二成长曲线，依然有比较好的产业前景。在汽车电子领域，公司供应的产品包括 AR-HUD，车载激光雷达上使用的激光雷达视窗片、PBS 等，以及其他用于车载摄像头的滤光片产品。自公司通过 AR-HUD 成为整车厂 Tier 1 供应商以来，公司多年来在汽车 AR-HUD 的市场占有率稳居前列，随着前装 HUD 渗透率的提升，几年来公司 HUD 的出货量保持增长态势。几年前公司就开始重点开发海外主流汽车品牌客户，并且开发 Lcos 等技术难度大、价格空间更高的 HUD 产品，在 2024 年公司新增定点十余个，为未来公司 HUD 业务规模的成长打下了良好的基础。在激光雷达板块，多年来公司和海内外主流的激光雷达厂商均保持密切的业务合作，在玻璃基激光雷达视窗片上一一直保持较高的市场占有率；未来随着激光雷达在人形机器人领域的应用，作为上游的激光雷达视窗片供应商，也有望随着产业链切入人形机器人领域。

战略布局 AR 眼镜，助力反射光波导量产。AR 眼镜端，是公司重要的战略业务，也是公司的一号工程。当前 AI 大模型的快速发展推动了 AI 眼镜的快速发展，而 AI 眼镜未来必将走向带有近眼显示功能的 AR 眼镜，通过近眼显示实现人与现实场景的交互，AI

也可更好的借助眼镜这一载体作为“个人助理”的角色为用户处理信息。公司认为未来这个市场的潜力是巨大的，无论是将 AR 眼镜定义为智能终端或者未来的智能手机伴侣或者替代品，针对不同的用户和应用场景 AR 眼镜也将匹配不同的硬件和生态，这就意味着每种路径都有其市场空间。公司从十多年前就已开始投入 AR 相关的研发布局，目前在显示端的光波导技术、光机里面的相关光学元器件产品以及眼镜上的其他 2D、3D 相关光学元器件均有业务及技术研发布局。承载近眼显示功能的波导片，其硬件成本占比较高，是公司布局的重点领域，公司重点布局衍射波导的体全息技术和反射波导技术，尤其看好反射波导在 AR 眼镜领域的应用前景。反射波导在显示效果上，尤其是全彩、高清晰度、大视场角上处于领先的水平，但是其量产性过去多年来是全球性的难题。公司多年来专注光学领域，在光学精密加工和大批量量产上都有了比较好的技术积累和经验沉淀，有信心在未来能够解决反射光波导的量产性问题，助力 AR 眼镜产业的发展。

拟以现金收购广东埃科思 95.60% 股权，拓展 AR/VR 战略发展布局。为进一步优化公司业务结构，拓展在 AR/VR 领域的战略发展布局，增强公司核心竞争力，公司拟以自有及自筹资金 3.235 亿元人民币收购广东埃科思 95.60% 股权。本次交易完成后，公司将直接持有广东埃科思 95.60% 股权，同时通过全资子公司台州创间接持有广东埃科思 2.00% 股权。广东埃科思将成为公司控股子公司，纳入公司合并报表范围。埃科思定位提供 3D 深度视觉识别解决方案，主营业务为 3D 生物识别方案及深度传感模块、2D 成像模块的研发、生产与销售，相关业务已在行业有 5 年以上的积累。产品覆盖三类 3D 深度视觉技术路线：双目结构光、散斑结构光、TOF，下游应用包括智能家庭、机器人、刷脸支付、汽车电子和安防等。埃科思具备 3D 视觉产品的整体设计能力以及 3D 视觉产品的量产能力，是 3D 视觉行业中少有同时覆盖车载电子与消费电子的公司，是行业少有的具备 3D 视觉产品整体设计与大规模量产能力且又能与产业链形成较为开放合作的公司，可为终端提供端到端且高性价比的解决方案，同时具备稳定且可控的供应链体系。通过收购埃科思股权，对构建公司在 AR/VR 空间感知领域的能力和竞争优势具有重要意义，更加有利于公司在核心终端大客户面前呈现全球卓越的一站式光学解决方案专家的形象。同时，公司坚定看好 3D 成像和空间感知在机器人、智能驾驶、无人机及智能家居等领域的应用前景和空间。在 AI+AR 的产业爆发的时代背景下，通过收购埃科思，公司将快速在上述业务领域与之形成协同效应，有助于提升公司的综合竞争力。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 65/78/92 亿元，实现归母净利润分别为 10.88/13.23/15.91 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 30 倍、25 倍、21 倍，首次覆盖，给予“买入”

评级。

● 风险提示

宏观经济波动和行业竞争风险，业务集中与大客户依赖风险，汇率风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5076	6501	7806	9201
增长率(%)	16.01	28.06	20.08	17.88
EBITDA(百万元)	1002.00	1710.89	1948.72	2259.78
归属母公司净利润(百万元)	600.25	1088.33	1323.26	1591.02
增长率(%)	4.15	81.31	21.59	20.23
EPS(元/股)	0.43	0.78	0.95	1.14
市盈率(P/E)	54.86	30.26	24.89	20.70
市净率(P/B)	3.83	3.48	3.10	2.74
EV/EBITDA	16.54	17.68	14.71	11.97

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	5076	6501	7806	9201	营业收入	16.0%	28.1%	20.1%	17.9%
营业成本	3665	4421	5391	6328	营业利润	7.6%	88.6%	16.9%	21.7%
税金及附加	48	61	73	86	归属于母公司净利润	4.2%	81.3%	21.6%	20.2%
销售费用	71	85	98	115	获利能力				
管理费用	354	367	406	469	毛利率	27.8%	32.0%	30.9%	31.2%
研发费用	424	449	546	644	净利率	11.8%	16.7%	17.0%	17.3%
财务费用	-70	-61	-72	-112	ROE	7.0%	11.5%	12.4%	13.2%
资产减值损失	-32	-60	-50	-50	ROIC	5.9%	10.7%	11.5%	12.1%
营业利润	665	1254	1466	1784	偿债能力				
营业外收入	4	3	4	4	资产负债率	20.3%	19.6%	21.5%	21.4%
营业外支出	3	8	5	5	流动比率	2.27	2.41	2.61	2.96
利润总额	666	1249	1465	1783	营运能力				
所得税	48	122	99	142	应收账款周转率	5.23	5.04	4.94	4.90
净利润	617	1126	1366	1642	存货周转率	5.16	6.07	6.56	6.62
归母净利润	600	1088	1323	1591	总资产周转率	0.47	0.55	0.59	0.61
每股收益(元)	0.43	0.78	0.95	1.14	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.43	0.78	0.95	1.14
货币资金	2421	2839	4418	6052	每股净资产	6.19	6.81	7.65	8.64
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1150	1439	1736	2034	PE	54.86	30.26	24.89	20.70
预付款项	45	43	59	66	PB	3.83	3.48	3.10	2.74
存货	719	738	905	1007	现金流量表				
流动资产合计	4771	5355	7433	9523	净利润	617	1126	1366	1642
固定资产	4352	4203	4012	3781	折旧和摊销	424	523	556	588
在建工程	652	602	561	529	营运资本变动	134	-373	74	-147
无形资产	296	399	386	374	其他	54	31	-3	-16
非流动资产合计	6484	6937	6688	6407	经营活动现金流净额	1230	1307	1993	2067
资产总计	11255	12292	14121	15930	资本开支	-1081	-425	-304	-302
短期借款	135	134	134	134	其他	399	-238	62	74
应付票据及应付账款	1781	1867	2449	2773	投资活动现金流净额	-682	-663	-241	-228
其他流动负债	182	219	268	313	股权融资	87	0	0	0
流动负债合计	2099	2221	2851	3220	债务融资	10	-3	0	0
其他	184	188	188	188	其他	-306	-246	-172	-206
非流动负债合计	184	188	188	188	筹资活动现金流净额	-209	-249	-172	-206
负债合计	2282	2409	3040	3408	现金及现金等价物净增加额	343	418	1579	1633
股本	1391	1391	1391	1391					
资本公积金	4265	4265	4265	4265					
未分配利润	2760	3572	4529	5681					
少数股东权益	370	408	450	501					
其他	187	248	447	685					
所有者权益合计	8973	9883	11081	12522					
负债和所有者权益总计	11255	12292	14121	15930					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048