

# 沃格光电 (603773.SH)

## 营收快速增长，玻璃基 MiniLED 背光突破应用端

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,814	2,221	3,000	3,500	4,000
增长率 yoy (%)	29.8	22.5	35.1	16.7	14.3
归母净利润 (百万元)	-5	-122	35	100	160
增长率 yoy (%)	98.6	-2594.9	128.5	187.3	60.0
ROE (%)	2.0	-6.3	2.5	7.9	12.1
EPS 最新摊薄 (元)	-0.02	-0.55	0.16	0.45	0.72
P/E (倍)	-1057.2	-39.2	137.5	47.9	29.9
P/B (倍)	3.5	3.8	3.8	3.5	3.2

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**事件:** 公司发布 2024 年报及 2025 年一季报, 2024 全年实现营收 22.21 亿元, 同比增长 22.45%; 归母净利润-1.22 亿元, 同比下降 2594.85%; 扣非净利润-1.37 亿元, 同比下降 204.39%。2025 年一季度实现营收 5.48 亿元, 同比增长 4.23%, 环比下降 5.27%; 归母净利润-0.24 亿元, 同比下降 344.57%, 环比增长 66.96%; 扣非净利润-0.28 亿元, 同比下降 193.57%, 环比增长 59.57%。

**主营显示业务企稳回暖, 费用投入持续加大:** 公司持续强化核心能力建设和订单获取, 积极提升传统业务市场份额, 实现了 2024 年营业收入同比稳健增长。其中, 玻璃精加工业务 (薄化、镀膜、切割) 实现营收 6.18 亿元, 同比增长 8.22%; 控股子公司北京宝昂实现主营业务收入 11.44 亿元, 同比增长 52.38%。2025 年 Q1, 公司营收同比稳健增长, 创历史同期新高。盈利能力方面, 2024 年公司整体毛利率 17.15%, 同比下降 3.06pcts, 我们认为整体毛利率下降主要系毛利率更低的模切业务占比提升所致; 净利率-4.09%, 同比下降 5.81pcts, 除毛利率下滑外还受到公允价值变动、投资收益和资产处置收益大幅下降, 以及整体期间费用、资产减值损失大幅增加的影响。25 年 Q1 整体毛利率 18.73%, 同比提升 1.11pct; 净利率-3.32%, 同比下降 4.33pcts, 毛利率提升的影响被整体期间费用率的大幅提升所抵消。费用端, 24 年公司销售、管理、研发及财务费用率分别为 2.28%/8.05%/5.42%/1.87%, 其中财务费用率保持稳定, 销售、管理、研发费用率同比变动分别为-1.71/+0.38/+0.53pcts。25 年 Q1 公司销售、管理、研发及财务费用率分别为 2.17%/8.75%/7.40%/2.31%, 销售、管理、研发、销售费用率同比变动分别为 0.00/+1.42/+2.46/+0.57pcts, 主要由于公司持续推进新项目的量产落地, 公司人员规模、研发投入增加。展望未来, 随着行业需求回暖, 以及公司实行降本增效措施, 费用端有望改善, 盈利端有望修复。

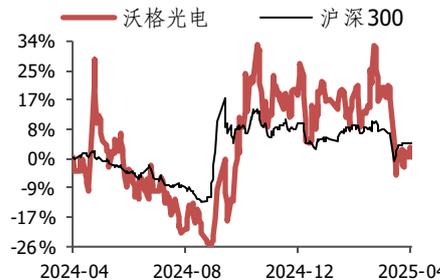
**玻璃基 MiniLED 背光突破应用端, 产能释放有望贡献利润拐点:** 公司全资子公司江西德虹显示已具备一期年产 100 万平米玻璃基 MiniLED 基板产能, 并完成段灯板和模组部分产能配套。公司生产的玻璃基线路板在 MiniLED 背光的应用率先在海信发布的大圣 G9 电竞显示器, 并已进入正式批量量产和商业化应用阶段, 在 TV 领域, 公司已经与国内知名品牌商合作开发应用

### 买入 (维持评级)

#### 股票信息

行业	电子
2025 年 4 月 25 日收盘价 (元)	21.48
总市值 (百万元)	4,800.29
流通市值 (百万元)	4,383.68
总股本 (百万股)	223.48
流通股本 (百万股)	204.08
近 3 月日均成交额 (百万元)	176.89

#### 股价走势



#### 作者

分析师 邹兰兰

执业证书编号: S1070518060001

邮箱: zoulalan@cgws.com

#### 相关研究

- 《玻璃基优势持续强化, 收获期在望—沃格光电 (603773.SH) 公司动态点评》2025-01-21
- 《24Q3 业绩符合预期, TGV 应用前景值得期待—沃格光电 (603773.SH) 公司动态点评》2024-11-04
- 《2024H1 营收稳健增长, 期待玻璃基产能放量—沃格光电 (603773.SH) 公司动态点评》2024-09-04

玻璃基 MiniLED 背光技术。玻璃基线路板在 MiniLED 背光应用将迎来行业拐点，并将有望持续渗透至 TV、笔电、车载等产品。公司作为玻璃基线路板的领先企业，有望充分受益行业趋势。

**湖北通格微增资引入员工持股平台，TGV 业务营收快速增长：**湖北通格微公司作为公司玻璃基 TGV 多层线路板和玻璃光学器件等产品的实施主体。2025 年 4 月，湖北通格微拟增资扩股并引入员工持股平台天门沃德星及天门沃集星，新增注册资本 1.85 亿元。其中，沃格光电拟认购湖北通格微 11,000 万元新增注册资本，天门沃德星拟认购湖北通格微 3,750 万元新增注册资本，天门沃集星拟认购湖北通格微 3,750 万元新增注册资本，认购价格为 1 元/注册资本元。增资完成后，湖北通格微注册资本由 3.00 亿元增至 4.85 亿元，公司持股比例由 100%降至 84.54%，天门沃德星和天门沃集星分别持有湖北通格微 7.73% 股权。湖北通格微公司主要产品为玻璃基 TGV 多层线路板和玻璃光学器件，其主要应用于 MicroLED 直显、高算力传输（光模块/CPO）、高频通信（5.5G/6G）、半导体大算力芯片先进封装、微流控等领域。截至 24 年年报发布，湖北通格微已完成新建一期年产 10 万平米产能（具体按照不同产品实际产能为准），并已进入小批量供货阶段。2024 年，湖北通格微结合自身技术能力，参与到 IC 设计、封装、应用等全产业链；在光通讯和高算力传输领域，和行业知名企业合作开发，加快 1.6T 及以上光模块应用，参与产业链关于 CPO 的研发和应用；在射频领域，与行业著名企业合作开发下一代 5.5G/6G 射频天线；在微流控领域，与国际客户联合开发新一代玻璃载板，已逐步进入批量发货阶段。此外，在 MicroLED 直显方面，公司不断升级玻璃基 TGV 线路板产品技术解决方案，历经一年左右时间实现了重大技术突破，部分产品已正式小批量供货；该产品的正式发布和规模量产，将有望使 P1.0 以下 Mini/MicroLED 室内显示正式进入消费级领域。通格微 2024 年实现营收 203 万元，2025 年一季度实现营收 388 万元，预计 2025 年随着相关产品量产的实现，其营收有望进一步得到增长。

**强化员工激励，持续回购彰显长期发展信心：**为增强市场信心，维护公司和投资者的利益，同时，鉴于对公司未来成长潜力的坚定信念及对内在价值的认可，综合考虑公司的运营状况、财务状况，为进一步完善公司的长期激励机制，激发公司核心管理干部及优秀骨干的积极性与团队精神，携手推动公司的持续发展。公司拟使用自有资金或自筹资金（含商业银行回购专项贷款等）以集中竞价交易方式回购公司股份，并将回购股份全部用于员工持股计划或者股权激励。其中，3 月 12 日，公司公告拟以集中竞价交易的方式回购公司股票，4 月 7 日，公司完成回购，此次实际回购公司股份 1,179,900 股，回购价格介于 22.61~25.95 元/股，使用资金总额 3,000.54 万元（不含交易费用）。4 月 22 日，公司公告拟使用自有资金以集中竞价交易的方式回购，回购金额 1500 万-2500 万元，回购价不超过 35 元/股。

**维持“买入”评级：**2024 年，公司光电玻璃精加工业务营收稳健增长；传统 LCD 背光方面，公司导入多家定点客户，实现营收和利润的增长；玻璃基 MiniLED 背光方面，公司产品已进入批量量产阶段；AMOLED 方面，公司拟扩产的玻璃基光蚀刻精加工项目作为国内首条 8.6 代 OLED 产线配套工艺制程，目前已正式启动，预计 2025 年 Q4 开始试生产；高端光学膜材模切方面，受益 OLED 显示在部分中尺寸产品中的渗透，控股子公司北京宝昂 2024 年营收同比快速增长；玻璃基 TGV 多层线路板和玻璃光学器件方面，通格微已完成新建一期年产 10 万平米产能（具体按照不同产品实际产能为准），并进入小批量供货阶段。考虑到短期内，随着公司持续推进新项目落地，人员及研

发投入有所增加，影响公司短期盈利能力，故下调盈利预测。但玻璃基技术在 Mini LED 背光、半导体封装等领域的商业化进展明确，随着新项目的逐步量产落地、消费电子及半导体行业市场的持续回暖，公司有望迎来盈利拐点，故维持“买入”评级。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.35 亿元、1.00 亿元、1.60 亿元，EPS 分别为 0.16 元、0.45 元、0.72 元，PE 分别为 138X、48X、30X。

**风险提示：**玻璃基产能释放不及预期、产品验证不及预期、下游需求不及预期、市场竞争风险。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1917	2143	2304	2614	2957
现金	640	765	660	665	800
应收票据及应收账款	1005	1093	1296	1590	1758
其他应收款	10	23	21	30	29
预付账款	15	20	27	28	35
存货	140	123	180	181	217
其他流动资产	108	118	118	118	118
<b>非流动资产</b>	1899	2292	2923	3133	3291
长期股权投资	100	59	56	53	49
固定资产	1127	1303	1929	2180	2361
无形资产	108	117	129	130	132
其他非流动资产	565	813	809	770	750
<b>资产总计</b>	3816	4434	5226	5747	6248
<b>流动负债</b>	1673	2006	2668	3107	3398
短期借款	763	827	1214	1223	1429
应付票据及应付账款	679	913	1127	1567	1622
其他流动负债	232	266	327	317	347
<b>非流动负债</b>	604	996	907	766	616
长期借款	425	754	665	524	374
其他非流动负债	179	242	242	242	242
<b>负债合计</b>	2277	3002	3576	3873	4014
少数股东权益	163	178	179	202	257
股本	171	223	223	223	223
资本公积	1026	985	985	985	985
留存收益	180	47	109	327	748
归属母公司股东权益	1376	1255	1471	1672	1976
<b>负债和股东权益</b>	3816	4434	5226	5747	6248

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	170	127	460	672	588
净利润	31	-91	36	124	215
折旧摊销	144	149	182	245	274
财务费用	34	42	76	80	77
投资损失	-5	3	-3	-4	-1
营运资金变动	-37	-45	-32	102	-148
其他经营现金流	3	69	200	124	171
<b>投资活动现金流</b>	-382	-527	-807	-449	-428
资本支出	361	393	815	459	436
长期投资	-113	15	2	3	4
其他投资现金流	93	-150	6	7	3
<b>筹资活动现金流</b>	441	402	-194	-216	-221
短期借款	16	64	388	8	206
长期借款	410	329	-89	-141	-150
普通股增加	0	52	0	0	0
资本公积增加	7	-41	0	0	0
其他筹资现金流	7	-2	-492	-83	-278
<b>现金净增加额</b>	234	3	-541	7	-62

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

## 利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	1814	2221	3000	3500	4000
营业成本	1447	1840	2124	2535	2790
营业税金及附加	15	20	28	33	36
销售费用	72	51	129	123	135
管理费用	139	179	259	284	331
研发费用	89	120	160	191	211
财务费用	34	42	76	80	77
资产和信用减值损失	-28	-43	-203	-128	-173
其他收益	31	23	23	26	24
公允价值变动收益	7	-1	2	3	1
投资净收益	5	-3	3	4	1
资产处置收益	3	0	1	1	1
<b>营业利润</b>	36	-54	50	159	275
营业外收入	3	3	2	3	3
营业外支出	3	10	9	7	9
<b>利润总额</b>	37	-61	43	155	269
所得税	5	30	6	31	54
<b>净利润</b>	31	-91	36	124	215
少数股东损益	36	32	1	23	55
<b>归属母公司净利润</b>	-5	-122	35	100	160
EBITDA	213	130	298	482	626
EPS (元/股)	-0.02	-0.55	0.16	0.45	0.72

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	29.8	22.5	35.1	16.7	14.3
营业利润 (%)	113.4	-249.2	192.0	220.7	73.3
归属母公司净利润 (%)	98.6	-2594.9	128.5	187.3	60.0
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	20.2	17.1	29.2	27.6	30.3
净利率 (%)	1.7	-4.1	1.2	3.5	5.4
ROE (%)	2.0	-6.3	2.5	7.9	12.1
ROIC (%)	2.1	-0.9	2.8	5.5	7.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	59.7	67.7	68.4	67.4	64.2
净负债比率 (%)	52.1	80.0	108.4	92.3	77.5
流动比率	1.1	1.1	0.9	0.8	0.9
速动比率	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	1.9	2.3	2.7	2.6	2.6
应付账款周转率	2.7	2.6	2.3	2.2	2.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	-0.02	-0.55	0.16	0.45	0.72
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.76	0.57	2.06	3.01	2.63
每股净资产 (最新摊薄)	6.16	5.61	5.72	6.12	6.79
<b>估值比率</b>					
P/E	-1057.2	-39.2	137.5	47.9	29.9
P/B	3.5	3.8	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	26.7	46.8	21.9	13.3	10.2

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044

传真：86-10-88366686