

## 业绩超预期，产品结构持续改善

### 核心观点

- **25Q1 业绩超预期，盈利能力继续攀升。**公司 25Q1 实现营业收入 14.8 亿元（yoy+10%）；实现归母净利润 2.2 亿元（yoy+24%）；实现扣非归母净利润 2.1 亿元（yoy+22%）。25Q1 毛利率达 27.95%，同比+3.95pct，环比-1.7pct；单季度净利率 15.11%，同比+1.32pct，环比+4.6pct。业绩超出市场预期，这主要是由于新品放量带来规模效应+产品结构改善+降本控费成效显著。
- **微棱镜持续放量，旋涂滤光片等高端产品持续渗透。**分业务来看：1）微棱镜产品业务占比快速提升，大份额+高良率保证公司业务高速增长，进一步巩固了在大客户的核心地位；2）旋涂滤光片持续贡献增量，安卓端持续渗透+北美侧份额提升，韩系+国产大客户快速上量带来业绩弹性；3）薄膜光学面板扩品类+提份额逻辑顺畅，深化新品类拓展，积极开拓智能穿戴产品业务，实现非手机类业务销量及市场占比的大幅提升，业务结构逐步优化；4）半导体光学业务未来可期，3D 手机摄像头市场渗透率进一步提升，持续推进窄带滤光片、宽带增透膜产品、纳米光学产品、芯片镀膜等多项新品的技术研发和量产工作；5）车载电子业务稳健，24 年 HUD 出货量逼近 30 万台，成功斩获国内外十余个重点项目定点；6）AR 领域进展显著，公司专注反射、衍射光波导和光机技术的研，目前已打通反射光波导核心工艺，建设了初步的 NPI 产线；衍射光波导深化与 Digilens 的合作，升级体全息产线，实现小批量商业级应用出货；同时启动光机中所采用大量光学零组件产品的布局和研发。
- **公司中长期成长曲线清晰，向一流光学平台型企业迈进。**短期业绩亮眼，微棱镜、薄膜光学面板等公司主要产品线景气度维持高位；中期来看，北美大客户旋涂滤光片、微棱镜升级、光学创新单品等有望成为成长动力源；长期来看，重视水晶产业地位提升逻辑，底层研发能力提升+组织架构体系重塑带来发展动能，并关注水晶在 AR 光波导的研发、客户进展和产品放量节奏。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.0、16.1、19.6 亿元（原 25-26 年预测为 10.4/12.7 亿元，主要上调了光学成像元件和半导体光学的毛利率，并下调了管理和研发费用），根据可比公司 25 年平均 30 倍 PE 估值，给予目标价 28.2 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 消费电子市场复苏不及预期、市场竞争加剧、新产品进展不及预期。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,076	6,278	7,191	8,416	9,656
同比增长(%)	16.0%	23.7%	14.5%	17.0%	14.7%
营业利润(百万元)	665	1,178	1,470	1,809	2,211
同比增长(%)	7.6%	77.2%	24.8%	23.0%	22.2%
归属母公司净利润(百万元)	600	1,030	1,304	1,605	1,962
同比增长(%)	4.2%	71.6%	26.6%	23.0%	22.2%
每股收益(元)	0.43	0.74	0.94	1.15	1.41
毛利率(%)	27.8%	31.1%	32.4%	33.4%	34.4%
净利率(%)	11.8%	16.4%	18.1%	19.1%	20.3%
净资产收益率(%)	7.2%	11.7%	13.3%	14.4%	16.1%
市盈率	43.3	25.3	20.0	16.2	13.3
市净率	3.0	2.9	2.4	2.2	2.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

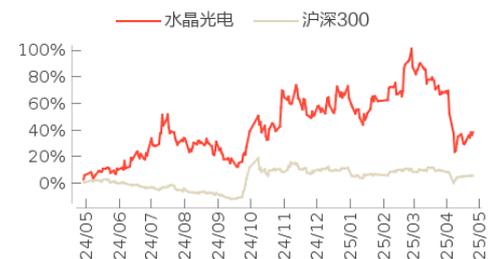
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2025年04月25日）	18.71元
目标价格	28.2元
52周最高价/最低价	27.77/12.83元
总股本/流通A股（万股）	139,063/135,791
A股市值（百万元）	26,019
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025年04月27日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	5.47	-17.25	-16.47	45.02
相对表现%	5.09	-13.55	-15.27	37.75
沪深300%	0.38	-3.7	-1.2	7.27



### 证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004

### 联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

### 相关报告

光学新品快速放量，汽车电子+AR 成就新未来	2024-04-29
Q3 超预期，单季营收及利润创历史新高	2023-10-22

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.0、16.1、19.6 亿元（原 25-26 年预测为 10.4/12.7 亿元，主要上调了光学成像元件和半导体光学的毛利率，并下调了管理和研发费用），根据可比公司 25 年平均 30 倍 PE 估值，给予目标价 28.2 元，维持买入评级。

图：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2025/4/25	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
永新光学	603297	85.81	2.12	2.00	2.98	3.96	40.53	43.01	28.83	21.67
歌尔股份	002241	21.04	0.31	0.76	1.02	1.25	67.50	27.56	20.57	16.80
蓝特光学	688127	23.64	0.45	0.55	0.91	1.13	52.98	43.22	25.85	20.94
立讯精密	002475	31.61	1.51	1.87	2.38	2.92	20.92	16.92	13.29	10.83
炬光科技	688167	62.39	1.00	-1.94	0.90	2.01	62.27	-32.23	69.60	31.06
腾景科技	688195	36.00	0.32	0.54	0.80	1.05	111.80	67.13	44.99	34.20
	最大值						111.80	67.13	69.60	34.20
	最小值						20.92	(32.23)	13.29	10.83
	平均数						59.33	27.60	33.86	22.58
	调整后平均						55.82	32.68	30.06	22.62

数据来源：wind，东方证券研究所

## 风险提示

**消费电子市场复苏不及预期：**公司光学成像元器件业务和薄膜光学面板业务受下游消费电子市场行情影响较大，若下游相关需求增长不及预期，可能会对公司业绩造成负面影响。

**市场竞争加剧：**制造业技术升级速度加快，若竞争对手推出更先进技术，使得市场竞争加剧，公司存在失去技术领先优势、竞争力下降风险。

**新产品进展不及预期：**公司研发投入较高，光学成像元器件、半导体光学、汽车电子等业务多款新产品处于研发测试或放量阶段，若新产品进展不及预期，可能会对公司业绩造成负面影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,421	2,062	4,499	5,659	7,015	营业收入	5,076	6,278	7,191	8,416	9,656
应收票据及应收账款	1,230	1,168	1,344	1,573	1,804	营业成本	3,665	4,326	4,859	5,603	6,339
预付账款	45	12	14	16	19	销售费用	71	85	95	108	120
存货	719	785	826	952	1,078	管理费用	354	365	410	463	502
其他	357	205	110	117	125	研发费用	424	408	453	513	570
<b>流动资产合计</b>	<b>4,771</b>	<b>4,232</b>	<b>6,793</b>	<b>8,318</b>	<b>10,041</b>	财务费用	(70)	(86)	(66)	(64)	(77)
长期股权投资	695	826	500	500	500	资产、信用减值损失	53	52	42	37	32
固定资产	4,352	4,460	4,474	4,326	4,071	公允价值变动收益	(3)	0	(1)	(1)	(1)
在建工程	652	587	377	268	180	投资净收益	14	14	27	19	20
无形资产	296	445	430	416	402	其他	73	35	46	34	21
其他	489	1,130	779	776	874	<b>营业利润</b>	<b>665</b>	<b>1,178</b>	<b>1,470</b>	<b>1,809</b>	<b>2,211</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,484</b>	<b>7,448</b>	<b>6,560</b>	<b>6,286</b>	<b>6,026</b>	营业外收入	4	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>11,255</b>	<b>11,680</b>	<b>13,353</b>	<b>14,604</b>	<b>16,067</b>	营业外支出	3	6	6	6	6
短期借款	135	82	82	82	82	<b>利润总额</b>	<b>666</b>	<b>1,176</b>	<b>1,469</b>	<b>1,807</b>	<b>2,209</b>
应付票据及应付账款	1,781	1,677	1,831	2,112	2,389	所得税	48	133	147	181	221
其他	182	311	312	313	314	<b>净利润</b>	<b>617</b>	<b>1,044</b>	<b>1,322</b>	<b>1,627</b>	<b>1,988</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,099</b>	<b>2,070</b>	<b>2,225</b>	<b>2,507</b>	<b>2,785</b>	少数股东损益	17	14	18	22	27
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>600</b>	<b>1,030</b>	<b>1,304</b>	<b>1,605</b>	<b>1,962</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.43	0.74	0.94	1.15	1.41
其他	184	226	112	112	112						
<b>非流动负债合计</b>	<b>184</b>	<b>226</b>	<b>112</b>	<b>112</b>	<b>112</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,282</b>	<b>2,296</b>	<b>2,337</b>	<b>2,618</b>	<b>2,897</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	370	354	372	394	420	<b>成长能力</b>					
股本	1,391	1,391	1,391	1,391	1,391	营业收入	16.0%	23.7%	14.5%	17.0%	14.7%
资本公积	4,160	4,121	4,317	4,317	4,317	营业利润	7.6%	77.2%	24.8%	23.0%	22.2%
留存收益	3,117	3,597	4,901	5,854	7,013	归属于母公司净利润	4.2%	71.6%	26.6%	23.0%	22.2%
其他	(65)	(80)	36	30	29	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>8,973</b>	<b>9,383</b>	<b>11,016</b>	<b>11,986</b>	<b>13,170</b>	毛利率	27.8%	31.1%	32.4%	33.4%	34.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,255</b>	<b>11,680</b>	<b>13,353</b>	<b>14,604</b>	<b>16,067</b>	净利率	11.8%	16.4%	18.1%	19.1%	20.3%
						ROE	7.2%	11.7%	13.3%	14.4%	16.1%
						ROIC	6.2%	10.4%	12.3%	13.5%	15.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	20.3%	19.7%	17.5%	17.9%	18.0%
净利润	617	1,044	1,322	1,627	1,988	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	287	405	411	438	457	流动比率	2.27	2.04	3.05	3.32	3.60
财务费用	(70)	(86)	(66)	(64)	(77)	速动比率	1.91	1.67	2.68	2.94	3.22
投资损失	(14)	(14)	(27)	(19)	(20)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	196	63	(69)	(84)	(88)	应收账款周转率	5.2	5.6	6.0	6.1	6.0
其它	214	376	199	(8)	(106)	存货周转率	4.9	5.6	6.0	6.3	6.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,230</b>	<b>1,787</b>	<b>1,769</b>	<b>1,890</b>	<b>2,154</b>	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(1,075)	(591)	(167)	(160)	(91)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	7	(129)	346	0	0	每股收益	0.43	0.74	0.94	1.15	1.41
其他	386	(225)	226	17	19	每股经营现金流	0.88	1.29	1.27	1.36	1.55
<b>投资活动现金流</b>	<b>(682)</b>	<b>(945)</b>	<b>406</b>	<b>(142)</b>	<b>(72)</b>	每股净资产	6.19	6.49	7.65	8.34	9.17
债权融资	(3)	4	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	148	(38)	196	0	0	市盈率	43.3	25.3	20.0	16.2	13.3
其他	(355)	(680)	66	(588)	(726)	市净率	3.0	2.9	2.4	2.2	2.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(209)</b>	<b>(715)</b>	<b>262</b>	<b>(588)</b>	<b>(726)</b>	EV/EBITDA	27.0	15.9	13.1	10.9	9.2
汇率变动影响	4	21	-0	-0	-0	EV/EBIT	40.0	21.8	17.0	13.6	11.2
<b>现金净增加额</b>	<b>343</b>	<b>148</b>	<b>2,437</b>	<b>1,160</b>	<b>1,356</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。