

公司点评

沃格光电 (603773.SH)

电子 | 光学光电子

传统业务回暖，玻璃基产业化稳步推进

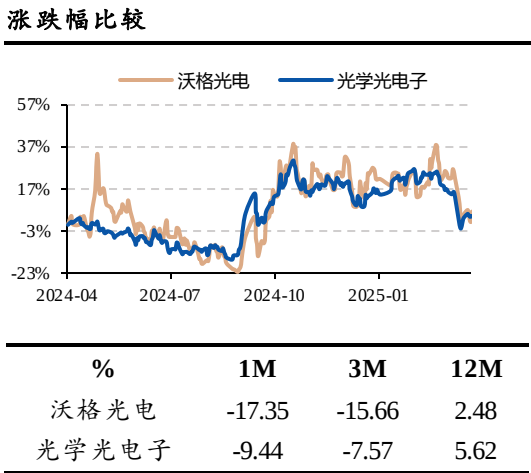
2025 年 04 月 28 日

评级

增持

评级变动 维持

交易数据	
当前价格（元）	21.11
52 周价格区间（元）	15.87-35.84
总市值（百万）	4717.60
流通市值（百万）	4308.17
总股本（万股）	22347.72
流通股（万股）	20408.21



何晨

分析师

执业证书编号:S0530513080001

hechen@hncasing.com

袁鑫

研究助理

yuanxin@hncasing.com

相关报告

1 沃格光电 (603773.SH) 公司事件点评：股票回购彰显信心，看好玻璃基商业化进展 2025-03-12

2 沃格光电 (603773.SH) 三季报点评：加速推进业务转型升级，TGV 前景可期 2024-11-08

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	18.14	22.21	30.08	42.24	55.55
归母净利润(亿元)	-0.05	-1.22	0.47	1.65	2.93
每股收益（元）	-0.02	-0.55	0.21	0.74	1.31
每股净资产（元）	6.16	5.61	5.82	6.57	7.89
P/E	-1,038.98	-38.55	100.22	28.59	16.08
P/B	3.43	3.76	3.62	3.21	2.68

资料来源：iFinD，财信证券

- 投资要点：

➢ 事件：

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年，公司实现营收 22.21 亿元，同比+22.45%；归母净利润-1.22 亿元，去年同期为-0.05 亿元。2025 年一季度，公司实现营收 5.48 亿元，同比+4.23%，环比-5.27%；归母净利润-0.24 亿元。

➢ 传统业务营收增长，毛利率逐季改善。

2024 年，公司光电显示器件业务实现营收 12.47 亿元，同比+46.39%；毛利率 11.50%，同比-1.16pct。光电玻璃精加工业务实现营收 6.18 亿元，同比+8.22%；毛利率 24.99%，同比+3.32%。2024 年营收增长主要系光电玻璃精加工业务和高端光学膜材模切业务营收增长，公司传统业务处于盈利状态。公司整体毛利率连续 4 季度实现环比增长，25Q1 毛利率为 18.73%，同比+1.11pct，环比+0.42pct。24Q2-25Q1，公司单季度毛利率分别为 15.27%、17.23%、18.31%、18.73%，公司毛利率连续 4 个季度实现环比增长。

➢ 积极布局新业务，费用与折旧压力增大。

公司 2024 年全年及 2025 年一季度的费用率分别为 17.62%、20.62%，同比分别-0.79pct、+4.45pct。研发费用增长明显，2025 年一季度，公司研发费用为 0.41 亿元，同比+56.20%，环比+9.92%；研发费用率为 7.40%，同比+2.46pct，环比+1.02pct。公司 2024 年底固定资产为 13.03 亿元，同比增加 1.76 亿元；在建工程为 4.48 亿元，同比增加 1.97 亿元。公司提前布局产能，与客户合作开发多个项目，同步导致公司费用与折旧压力增大。

➢ 显示领域玻璃基业务：背光和直显均取得稳步进展。

1) Mini LED 背光，公司玻璃基线路板在 Mini LED 背光的应用率先在海信发布的大圣 G9 电竞显示器落地，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玻璃基 Mini LED 背光技术，玻璃基线路板在 Mini LED 背光应用有望迎来行业拐点。2) 通格微生产的玻璃基 TGV 多层线路板在 Mini/Micro LED 的直显产品部分已实现小批量供货。通格微在 2024 年实现营收 203 万元，2025 年一季度实现营收 388 万元，公司预计 2025 年随着相关产品量产的实现，营收将进一步得到增长。

➢ 半导体业务：合作开发，持续推进。

报告期内，通格微处于产能持续

投入阶段。公司结合自身技术能力，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。目前在高算力芯片或存储芯片先进封装领域与国内头部和知名企业有多个项目持续送样和验证。

- **成都沃格正式启动，有望为公司提供新增长点。**2024 年 7 月，公司于成都设立项目公司成都沃格显示公司，投资建设 AMOLED 显示屏玻璃基光蚀刻精加工项目。成都沃格显示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 年四季度开始试生产**。该项目的实施有助于提升公司的盈利水平和市场竞争力，为公司创造新的利润增长点。
- **通格微增资扩股，彰显公司信心。**通格微拟新增注册资本人民币 1.85 亿元，其中沃格光电拟认购 1.1 亿元，员工持股平台天门沃德星、天门沃集星分别认购 3750、3750 万元。本次增资完成后，通格微注册资本由 3.00 亿元增资至 4.85 亿元。通格微处于产能持续投入阶段，本次增资扩股，彰显了公司对玻璃基板业务的信心。
- **投资建议：**预计公司 2025/2026/2027 年营收分别为 30.08/42.24/55.55 亿元，归母净利润分别为 0.47/1.65/2.93 亿元，对应 PE 分别为 100.22/28.59/16.08。玻璃基 Mini LED 技术在大圣 G9 显示器得到成功应用，显示行业玻璃基板技术有望迎来行业拐点，有望打开公司业绩增长空间。长期来看，玻璃基技术契合集成电路的发展需求，公司有望受益于芯片的大尺寸、高集成度的发展趋势，我们维持公司的“增持”评级。
- **风险提示：**技术发展不及预期的风险，产业化进程不及预期的风险，需求不及预期的风险

报表预测(单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	主要指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,813.61	2,220.83	3,008.15	4,224.36	5,554.56	营业收入	1,813.61	2,220.83	3,008.15	4,224.36	5,554.56
减: 营业成本	1,447.02	1,839.98	2,385.13	3,271.02	4,246.07	增长率(%)	29.67	22.45	35.45	40.43	31.49
营业税金及附加	14.91	19.85	28.73	40.35	53.06	归属母公司股东净利润	-4.54	-122.36	47.07	164.99	293.43
营业费用	72.41	50.64	66.18	92.94	122.20	增长率(%)	98.62	-2,594.85	138.47	250.50	77.84
管理费用	139.05	178.84	240.65	295.70	333.27	每股收益(EPS)	-0.02	-0.55	0.21	0.74	1.31
研发费用	88.65	120.29	195.53	211.22	277.73	每股股利(DPS)	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	33.84	41.62	32.55	42.51	46.60	每股经营现金流	0.70	0.57	-0.57	0.79	1.51
减值损失	-27.58	-43.39	-42.11	-59.14	-77.76	销售毛利率	0.20	0.17	0.21	0.23	0.24
加: 投资收益	5.37	-2.69	14.95	4.95	0.00	销售净利率	0.02	-0.04	0.02	0.05	0.07
公允价值变动损益	7.05	-0.90	0.00	1.00	2.00	净资产收益率(ROE)	0.00	-0.10	0.04	0.11	0.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.03	-0.01	0.04	0.08	0.12
营业利润	36.07	-53.81	73.13	241.14	423.58	市盈率(P/E)	-1,038.98	-38.55	100.22	28.59	16.08
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	3.43	3.76	3.62	3.21	2.68
利润总额	36.58	-60.56	66.87	234.36	416.80	股息率(分红/股价)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 所得税	5.24	30.01	8.02	28.12	50.02	主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	31.34	-90.56	58.84	206.24	366.79	收益率					
减: 少数股东损益	35.89	31.80	11.77	41.25	73.36	毛利率	20.21%	17.15%	20.71%	22.57%	23.56%
归属母公司股东净利润	-4.54	-122.36	47.07	164.99	293.43	三费/销售收入	13.53%	12.21%	11.28%	10.21%	9.04%
资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EBIT/销售收入	3.88%	-0.85%	3.30%	6.55%	8.34%
货币资金	639.51	765.15	300.81	422.44	555.46	EBITDA/销售收入	11.10%	5.84%	9.73%	11.66%	12.45%
交易性金融资产	67.33	31.15	31.15	31.15	31.15	销售净利率	1.73%	-4.08%	1.96%	4.88%	6.60%
应收和预付款项	1,033.49	1,154.36	1,899.88	2,668.01	3,508.13	资产获利率					
其他应收款(合计)	9.88	22.74	22.83	32.06	42.15	ROE	-0.33%	-9.75%	3.62%	11.24%	16.64%
存货	139.59	122.87	218.12	299.13	388.30	ROA	-0.12%	-2.76%	0.97%	2.83%	4.25%
其他流动资产	26.84	46.27	60.99	85.65	112.63	ROIC	2.53%	-0.94%	3.77%	8.39%	12.28%
长期股权投资	99.68	58.64	68.64	68.64	68.64	资本结构					
金融资产投资	0.00	20.00	20.00	20.00	20.00	资产负债率	59.68%	67.70%	69.21%	70.89%	70.09%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.29	0.97	投资资本/总资产	58.31%	55.56%	61.14%	57.48%	54.53%
固定资产和在建工程	1,407.78	1,804.66	1,848.25	1,870.76	1,865.09	带息债务/总负债	53.22%	54.15%	45.38%	41.25%	36.18%
无形资产和开发支出	305.31	307.35	287.86	269.32	251.65	流动比率	1.15	1.07	1.01	1.02	1.07
其他非流动资产	86.33	101.15	83.56	66.56	67.06	速动比率	1.04	0.97	0.85	0.87	0.91
资产总计	3,815.74	4,434.35	4,842.09	5,834.01	6,911.22	股利支付率	-226.47%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
短期借款	762.90	826.67	880.49	1,228.51	1,439.36	收益留存率	326.47%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	768.38	995.67	1,396.01	1,914.51	2,485.21	总资产周转率	0.48	0.50	0.62	0.72	0.80
长期借款	448.94	799.10	640.40	477.54	313.15	固定资产周转率	1.57	1.64	2.24	3.08	3.86
其他负债	296.88	380.79	434.24	515.25	606.51	应收账款周转率	1.88	2.09	1.79	1.79	1.79
负债合计	2,277.10	3,002.24	3,351.13	4,135.82	4,844.23	存货周转率	10.37	14.97	10.94	10.94	10.94
股本	171.38	223.13	223.13	223.13	223.13	估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	1,026.02	984.85	984.85	985.85	987.85	EBIT	70.42	-18.93	99.41	276.87	463.40
留存收益	178.48	46.55	93.62	258.61	552.04	EBITDA	201.26	129.72	292.81	492.60	691.58
归属母公司股东权益	1,375.88	1,254.52	1,301.60	1,467.59	1,763.02	NOPLAT	51.64	-20.86	92.83	248.50	411.64
少数股东权益	162.76	177.59	189.36	230.60	303.96	归母净利润	-4.54	-122.36	47.07	164.99	293.43
股东权益合计	1,538.64	1,432.11	1,490.95	1,698.19	2,066.98	EPS	-0.02	-0.55	0.21	0.74	1.31
负债和股东权益合计	3,815.74	4,434.35	4,842.09	5,834.01	6,911.22	BPS	6.16	5.61	5.82	6.57	7.89
现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	PE	-1,038.98	-38.55	100.22	28.59	16.08
经营性现金净流量	156.91	126.96	-126.82	176.84	336.51	PEG	-10.54	0.01	0.72	0.11	0.21
投资性现金净流量	-381.90	-527.40	-200.08	-197.87	-203.35	PB	3.43	3.76	3.62	3.21	2.68
筹资性现金净流量	440.79	401.50	-137.43	142.66	-0.14	PS	2.60	2.12	1.57	1.12	0.85
现金流量净额	220.95	2.59	-464.33	121.62	133.02	PCF	30.06	37.16	-37.20	26.68	14.02

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438