

信义山证汇通天下

证券研究报告

其他电子零部件Ⅲ

炬光科技（688167.SH）

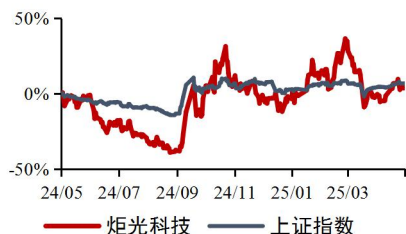
增持-A(维持)

并购短期影响利润，看好转型阵痛期后的盈利能力回升

2025 年 5 月 21 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 20 日

收盘价（元）：	68.50
总股本（亿股）：	0.90
流通股本（亿股）：	0.90
流通市值（亿元）：	61.90

基础数据：2025 年 3 月 31 日

每股净资产（元）：	23.29
每股资本公积（元）：	25.18
每股未分配利润（元）：	-0.84

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码：S0760523120001

邮箱：zhangtian@sxzq.com

研究助理：

孙悦文

邮箱：sunyuewen@sxzq.com

投资要点：

公司发布 2024 年年报及 25Q1 业绩报。2024 年公司实现营收 6.20 亿元，同比+10.49%；归母净利润-1.75 亿元，扣非后归母净利润-1.82 亿元。其中 24Q4 公司实现营收 1.62 亿元，同比-8.40%，环比+10.16%；归母净利润-1.23 亿元，扣非后归母净利润-1.25 亿元。25Q1 公司实现 1.70 亿元，同比+23.75%，环比+4.73%；归母净利润-0.32 亿元，扣非后归母净利润-0.33 亿元。

事件点评：

➢ 公司上游业务仍占比较高，中游业务增势迅猛。2024 年上游/中游业务营收分别 4.41/1.76 亿元，同比分别+1.26%/+46.12%。2024 年公司先后完成了瑞士炬光的并购和 Heptagon 资产的收购，瑞士炬光贡献的业绩增量明显。上游业务：1) “产生光子”半导体激光元器件和原材料业务：营收 1.50 亿元，同比-34.42%。2024 年预制金锡氮化铝衬底材料价格承压，同时为应对价格压力公司降低出货量，新一代产品还在导入过程中，以上原因导致该业务营收下滑。2) “调控光子”激光光学元器件营收：营收 2.87 亿元，同比+38.71%。增长来源主要是并购瑞士炬光带来的增量销售收入。中游业务：1) 汽车应用解决方案：营收 7,743.90 万元，同比+66.63%，主要来自于并购瑞士炬光后汽车投影照明领域带来的增量。2) 泛半导体制程解决方案：营收 6,889.81 万元，同比+10.19%，主要系半导体晶圆退火业务与存储芯片晶圆退火业务需求保持释放。3) 医疗健康解决方案：营收 1,667.69 万元，同比+44.65%，主要系公司专业激光净肤模组在国内外多家客户已开始使用。4) 全球光子工艺和制造服务：营收 1715.41 万元，为完成对 Heptagon 资产收购后的新增业务板块，积极拓展国内外消费电子、一次性内窥镜及工业等相关领域。

➢ 受上游降价和并购影响毛利率短期承压，收并购和计提减值给净利润短期造成较大影响。2024 年公司毛利率/净利率分别 28.11%/-28.21%，毛利率同比-19.85pct，其中半导体激光元器件和原材料业务/激光光学元器件/汽车应用解决方案/泛半导体制程解决方案/医疗健康解决方案毛利率分别 45.48%/38.35%/-21.79%/41.00%/33.22%，同比分别+5.09/-10.39/-84.88/-6.93/-5.55 pct。其中，1) 激光光学元器件业务：毛利率下降主要系快轴准直镜（FAC）受到持续的价格下行压力，同时由于瑞士炬光资产评估增值带来的成本压力和相对瑞士炬光相对较高的运营成本；2) 汽车应用解决方案：毛利率下行主要由于用于投影照明的压印光学器件此前在瑞士生产，处于负毛利状态，拉低了板块整体毛利率。25Q1 公司毛利率/净利率分别 33.39%/-18.85%，均已出现回暖。

请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



➤ 公司目前正处于转型阵痛期，但微光学工艺积累完善，应用场景逐步拓展。公司已基本完成中游领域布局，未来将深耕泛半导体制程等高增长领域，逐步扩大市场恢复盈利。1) **上游产品**：公司“产生光子”核心产品新一代预制金锡氮化铝衬底材料已通过部分客户初步验证，2025 有望出货改善；激光光学元器件领域已掌握微纳光学领域内的五大主流制备技术，加快光通信领域布局，公司与多家行业领军企业建立合作关系，产品陆续实现验证供货，有望在数通领域开辟新增长路径。2) **中游领域**：公司泛半导体制程产品保持稳健增长，晶圆退火、LAB 激光辅助键合等产品订单取得突破；并购的 Heptagon 在汽车投影照明和消费电子领域具有完善技术储备及全球龙头客户资源，汽车领域公司已与全球范围内多家汽车 Tier1 供应商在激光雷达、投影照明等领域展开合作，消费电子领域公司已与四家北美消费电子行业的客户在 AR/VR 等技术领域展开合作，看好后续公司的业绩增长及盈利端止血回暖。

➤ **期间费用率方面**，公司研发费用投入较高，公司将专注光通信、消费电子和泛半导体制程解决方案等具备高发展潜力与增长速率的应用领域，提升费用支出的效率及营运能力。2024 年公司销售/管理/研发费用率分别 6.92%/17.91%/15.33%，25Q1 公司销售/管理/研发费用率分别 7.45%/21.30%/28.61%。

➤

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2025-27 年净利润 0.19/0.60/1.21 亿元，同比增长 111.0%/208.7%/102.9%，对应 EPS 为 0.21/0.66/1.34 元，PE 为 321.2/104.0/51.3 倍，考虑到新炬光将整合全球一线微纳光学平台工艺，发展国际化客户结构，我们认为公司短期业绩承压但硅光、消费电子、半导体设备、汽车等领域均有望催化估值修复，公司通过内生+外延发展正成为全球微纳光学工艺和产能最领先的厂商，未来有望加速在多个下游市场突破，并通过工艺、组织整合提升毛利率、净利率，2025 年有望迎来双击行情，维持“增持-A”评级。

风险提示：研发能力未能匹配市场需求的风险；核心技术泄密、技术人员流失的风险；框架协议合作风险；跨国经营、境外整合风险；汇率波动风险；宏观经济波动风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	561	620	778	981	1,233
YoY(%)	1.7	10.5	25.4	26.2	25.7
净利润(百万元)	91	-175	19	60	121
YoY(%)	-28.8	-293.2	111.0	208.7	102.9

毛利率(%)	46.1	28.1	38.5	41.3	47.3
EPS(摊薄/元)	1.00	-1.94	0.21	0.66	1.34
ROE(%)	3.8	-8.3	0.9	2.7	5.2
P/E(倍)	68.4	-35.4	321.2	104.0	51.3
P/B(倍)	2.6	2.9	2.9	2.8	2.7
净利率(%)	16.1	-28.2	2.5	6.1	9.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2040	1433	1330	1426	1722
现金	1603	874	632	686	862
应收票据及应收账款	175	162	261	263	395
预付账款	11	21	15	33	25
存货	205	321	343	377	346
其他流动资产	46	56	80	68	94
非流动资产	589	1511	1550	1657	1785
长期投资	9	10	11	12	13
固定资产	329	684	748	832	946
无形资产	61	181	194	205	220
其他非流动资产	190	636	598	608	606
资产总计	2629	2944	2880	3083	3507
流动负债	148	239	254	495	896
短期借款	20	7	7	189	616
应付票据及应付账款	44	49	51	70	67
其他流动负债	84	183	195	237	213
非流动负债	70	593	495	397	300
长期借款	27	489	391	294	196
其他非流动负债	43	104	104	104	104
负债合计	218	832	749	893	1196
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	90	90	90	90	90
资本公积	2268	2267	2267	2267	2267
留存收益	171	-31	-12	48	168
归属母公司股东权益	2411	2112	2131	2191	2311
负债和股东权益	2629	2944	2880	3083	3507

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	157	-98	-71	142	79
净利润	91	-175	19	60	121
折旧摊销	36	97	99	108	130
财务费用	-41	-0	-19	-17	-9
投资损失	1	1	0	0	1
营运资金变动	11	-148	-155	18	-146
其他经营现金流	60	128	-16	-26	-16
投资活动现金流	616	-878	-119	-193	-242
筹资活动现金流	-146	252	-48	-81	-89
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.00	-1.94	0.21	0.66	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	-1.08	-0.79	1.57	0.88
每股净资产(最新摊薄)	26.69	23.37	23.58	24.24	25.58

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	561	620	778	981	1233
营业成本	303	446	478	576	650
营业税金及附加	5	6	7	7	9
营业费用	34	43	47	54	67
管理费用	83	111	113	137	173
研发费用	79	95	124	157	194
财务费用	-41	-0	-19	-17	-9
资产减值损失	-34	-130	-47	-54	-62
公允价值变动收益	13	2	6	20	11
投资净收益	-1	-1	-0	-0	-1
营业利润	91	-191	17	58	124
营业外收入	5	1	4	5	4
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	96	-192	20	62	126
所得税	6	-17	1	3	6
税后利润	91	-175	19	60	121
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	91	-175	19	60	121
EBITDA	87	-89	112	168	265

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	1.7	10.5	25.4	26.2	25.7
营业利润(%)	-33.9	-309.3	109.0	240.5	112.0
归属于母公司净利润(%)	-28.8	-293.2	111.0	208.7	102.9
获利能力					
毛利率(%)	46.1	28.1	38.5	41.3	47.3
净利率(%)	16.1	-28.2	2.5	6.1	9.8
ROE(%)	3.8	-8.3	0.9	2.7	5.2
ROIC(%)	1.9	-6.1	0.4	2.0	3.9
偿债能力					
资产负债率(%)	8.3	28.3	26.0	29.0	34.1
流动比率	13.8	6.0	5.2	2.9	1.9
速动比率	12.2	4.4	3.7	2.0	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	3.2	3.7	3.7	3.8	3.8
应付账款周转率	5.7	9.5	9.5	9.5	9.5
估值比率					
P/E	68.4	-35.4	321.2	104.0	51.3
P/B	2.6	2.9	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	53.6	-67.3	55.0	36.8	23.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

