

➤ **事件:** 8月25日,公司发布2025年半年报,1H25实现营收8.6亿元, YOY +20.2%; 归母净利润0.12亿元, YOY +93.0%; 扣非净利润0.08亿元, 1H24为-0.01亿元。**业绩表现符合市场预期。**上半年,公司防务产品和光电材料与元器件产品交付增加,我们综合点评如下:

➤ **1H25 利润率同比提升, 盈利能力改善的逻辑正在兑现。** 1) **单季度:** 公司2Q25实现营收5.5亿元, 同比增加14.2%, 环比增加81.1%; 归母净利润0.11亿元, 同比减少27.5%; 环比增加1091.8%。 2) **利润率:** 公司1H25毛利率同比提升3.0ppt至18.3%; 净利率同比提升0.6ppt至1.5%。其中, 2Q25毛利率同比提升1.2ppt至17.9%; 净利率同比下滑1.1ppt至2.1%。

➤ **防务新型号奠定成长基础; 开拓机器人领域实现产品多维突破。** 1H25, 1) **防务:** a) **业绩:** 子公司西光防务营收4.35亿元, YOY +24.23%; 但因产品结构和销量变动, 毛利率较低, 净利润-545万元。 b) **研发:** 某型导引头等一批涉及新域新质领域的项目竞标成功, 为后续业务增长奠定基础。 c) **军贸:** 在大型武器系统、精确制导导引头和光电信息装备核心产品实现试验验证等突破。 2) **光电材料与元器件:** a) **业绩:** 子公司新华光营收4.44亿元, YOY +12.35%; 净利润1032万元, YOY +297.21%。 b) **产线:** 高性能光学材料及元件项目多条镭系玻璃、低软化点玻璃及非球面精密模压生产线建成投产, 非球面模压和红外镜头订单增长较多, 预计全年新品订单将超1亿元。 3) **机器人:** 公司于7月发布多模态感知头, 可应用于人形机器人、机器狗等平台, 已完成某型人形机器人头部感知分系统研制, 并随整机通过联调联试。

➤ **持续投入研发; 原料采购增加影响经营净现金流。** 1H25, 公司期间费用率同比增加1.2ppt至16.6%: 1) 销售费用率同比增加0.3ppt至0.9%; 2) 管理费用率同比减少0.2ppt至9.6%; 3) 财务费用率为-0.4%, 去年同期为-0.7%; 4) 研发费用率同比增加0.8ppt至6.5%。 **截至2Q25末, 公司:** 1) 应收账款及票据13.6亿元, 较年初增加0.7%; 2) 存货7.6亿元, 较年初增加25.1%; 3) 合同负债2.5亿元, 较年初减少12.2%。 1H25, 公司经营活动净现金流为-1.0亿元, 1H24为0.7亿元, 系预投生产物资现金采购款同比增加影响所致。

➤ **投资建议:** 公司深耕光电领域, 在巩固核心主业大型武器系统/制导装备导引头/光电信息装备的优势外, 产品线拓展至人形机器人、机器狗等领域。同时, 内装与军贸协同发展成效初显。在规模效应、业务结构优化和提质增效等多种因素影响下, 公司利润率有望提升。我们预计公司2025~2027年归母净利润分别是0.70亿元、1.99亿元、3.59亿元, 当前股价对应2025~2027年PE分别是192x/67x/37x。 **考虑到公司的业务拓展和发展潜力, 维持“推荐”评级。**

➤ **风险提示:** 下游需求不及预期、产品价格波动等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,297	2,504	3,261	4,059
增长率 (%)	-41.1	93.0	30.2	24.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	-206	70	199	359
增长率 (%)	-398.0	133.8	185.9	80.2
每股收益 (元)	-0.35	0.12	0.34	0.62
PE	/	192	67	37
PB	5.7	4.0	3.8	3.5

资料来源: wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2025年08月25日收盘价)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格:**
**23.00 元**

**分析师 尹会伟**

执业证书: S0100521120005

邮箱: yinhuiwei@mszq.com

**分析师 孔厚融**

执业证书: S0100524020001

邮箱: konghourong@mszq.com

### 相关研究

1. 光电股份 (600184.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 25 年营收目标增长 93%; 产品线拓展至机器人等领域-2025/04/29
2. 光电股份 (600184.SH) 首次覆盖报告: 光电装备系统核心资产; 定增扩产把握信息化发展机遇-2024/08/23

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,297	2,504	3,261	4,059
营业成本	1,170	2,049	2,643	3,245
营业税金及附加	4	5	6	6
销售费用	9	11	14	16
管理费用	167	183	196	203
研发费用	170	195	199	203
EBIT	-219	63	203	385
财务费用	-7	-3	-12	-14
资产减值损失	-2	-2	-3	-4
投资收益	-10	0	0	0
营业利润	-222	64	213	396
营业外收支	16	16	16	16
利润总额	-207	80	228	412
所得税	-1	10	29	53
净利润	-206	70	199	359
归属于母公司净利润	-206	70	199	359
EBITDA	-116	174	313	508

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	437	1,377	1,546	1,707
应收账款及票据	1,354	1,709	1,914	2,216
预付款项	36	39	40	51
存货	606	514	685	885
其他流动资产	160	148	198	255
流动资产合计	2,593	3,788	4,383	5,115
长期股权投资	213	213	213	213
固定资产	1,216	1,272	1,332	1,402
无形资产	87	91	95	98
非流动资产合计	1,602	1,668	1,734	1,796
资产合计	4,195	5,456	6,117	6,911
短期借款	9	9	9	9
应付账款及票据	1,341	1,499	1,919	2,320
其他流动负债	446	477	551	635
流动负债合计	1,797	1,984	2,479	2,964
长期借款	0	84	84	84
其他长期负债	50	2	14	14
非流动负债合计	50	85	97	97
负债合计	1,846	2,070	2,577	3,062
股本	509	583	583	583
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,349	3,386	3,541	3,850
负债和股东权益合计	4,195	5,456	6,117	6,911

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-41.06	93.04	30.23	24.50
EBIT 增长率	-778.23	128.78	221.59	89.75
净利润增长率	-397.95	133.80	185.93	80.24
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	9.81	18.17	18.92	20.06
净利率	-15.89	2.78	6.11	8.84
总资产收益率 ROA	-4.91	1.28	3.26	5.19
净资产收益率 ROE	-8.77	2.06	5.63	9.32
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.44	1.91	1.77	1.73
速动比率	1.04	1.59	1.44	1.37
现金比率	0.24	0.69	0.62	0.58
资产负债率 (%)	44.01	37.93	42.12	44.30
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	273.82	150.00	140.00	130.00
存货周转天数	189.08	92.00	95.00	100.00
总资产周转率	0.31	0.52	0.56	0.62
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.35	0.12	0.34	0.62
每股净资产	4.03	5.81	6.08	6.61
每股经营现金流	0.09	0.17	0.63	0.66
每股股利	0.00	0.07	0.08	0.09
<b>估值分析</b>				
PE	/	192	67	37
PB	5.7	4.0	3.8	3.5
EV/EBITDA	/	75.64	42.02	25.89
股息收益率 (%)	0.00	0.30	0.34	0.37

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-206	70	199	359
折旧和摊销	104	111	110	122
营运资金变动	140	-75	58	-96
经营活动现金流	50	100	365	385
资本开支	-152	-132	-148	-169
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-152	-149	-148	-169
股权募资	0	1,009	0	0
债务募资	11	84	0	0
筹资活动现金流	-29	990	-49	-55
现金净流量	-131	940	168	162

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048