

2025 年 08 月 30 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com

联系人

熊宇翔
xiongyuxiang@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 28 日

收盘价（元）	27.82
一年内最高/最低（元）	29.16/15.10
总市值（百万元）	38,687.39
流通市值（百万元）	37,896.73
总股本（百万股）	1,390.63
资产负债率（%）	18.20
每股净资产（元/股）	6.66

资料来源：聚源数据

水晶光电 (002273.SZ)

——25H1 业绩稳步增长，AR 光学打造新增长曲线

投资要点：

- 事件：**水晶光电发布 2025 年半年度报告，25H1 实现营业收入 30.20 亿元，同比+13.77%；实现归母净利润 5.01 亿元，同比+17.35%；实现扣非归母净利润 4.46 亿元，同比+14.10%；实现毛利率 29.46%，同比+1.86pct。
- 业绩稳健增长，公司将迈入发展新阶段。**受益于技术更迭和需求驱动，25H1 全球消费电子行业景气度持续攀升，公司业绩实现稳健增长，且 Q2 单季度营收、归母净利润均环比向上。此外，公司进一步明晰发展路线，提出“十五五”发展战略，夯实消费电子、车载光电、AR/VR 三大成长曲线的同时，积极布局泛机器人、医疗光学等新兴领域，并构建具备抗风险能力的海内外双循环运营体系。未来，公司将积极推动组织、人才、市场、技术与制造体系的系统性升级，全面进入 2.0 发展新阶段。
- 持续深化大客户合作，消费电子基本盘稳固。**消费电子仍是公司最大的业务板块，25H1，公司消费电子业务实现营收 25.43 亿元，同比+12.80%，占营收比重约 84.19%；实现毛利率 29.52%，同比+1.69pct，带动公司盈利能力提升。公司继续深化与核心大客户的战略绑定，北美大客户涂布滤光片项目成功攻克技术难关并实现量产；微棱镜产品持续巩固客户端核心供应商地位；薄膜光学面板在非手机领域的市场拓展成效显著，同时越南生产线已完成产能爬坡并实现量产。
- 车载光学产品快速渗透，AR 光学打通量产路径。**车载光学：25H1，公司车载光学业务快速发展，实现营收 2.41 亿元，同比+79.09%；毛利率 25.24%，同比+16.79pct。公司 AR-HUD 产品在国内新能源旗舰车型的市场渗透率显著提升，新产品的核心技术指标取得突破性进展，领先优势进一步凸显。AR 光学：公司以成为全球 AR 光学显示解决方案龙头企业为目标。25H1，公司战略项目反射光波导技术成功打通量产路径，并与头部企业达成深度合作，成为该技术较为领先的企业；衍射光波导领域深化与 Digilens 的技术协同，升级体全息产线并实现小批量商业级应用落地。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 12.48/15.26/17.50 亿元，同比增速分别为 21.20%/22.28%/14.68%，当前股价对应的 PE 分别为 30.99/25.35/22.10 倍。鉴于公司不断深化与大客户的合作，消费电子基本盘稳固，车载光学产品渗透率持续提高，AR 光学有望打开业绩天花板，维持“买入”评级。
- 风险提示：**地缘政治风险；下游需求不及预期；大客户依赖风险；汇率风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,076	6,278	7,591	8,805	10,249
同比增长率（%）	16.01%	23.67%	20.92%	15.99%	16.41%
归母净利润（百万元）	600	1,030	1,248	1,526	1,750
同比增长率（%）	4.18%	71.57%	21.20%	22.28%	14.68%
每股收益（元/股）	0.43	0.74	0.90	1.10	1.26
ROE（%）	6.98%	11.41%	12.97%	14.74%	15.64%
市盈率（P/E）	64.45	37.57	30.99	25.35	22.10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,062	2,125	2,196	2,372	营业收入	6,278	7,591	8,805	10,249
应收票据及账款	1,168	1,622	1,882	2,190	营业成本	4,326	5,213	5,955	6,940
预付账款	12	41	47	55	税金及附加	59	69	82	95
其他应收款	37	55	64	74	销售费用	85	102	110	123
存货	785	1,037	1,184	1,380	管理费用	365	440	502	574
其他流动资产	167	330	366	410	研发费用	408	493	565	656
流动资产总计	4,232	5,210	5,738	6,481	财务费用	-86	-51	-50	-41
长期股权投资	826	855	885	914	资产减值损失	-50	-59	-68	-79
固定资产	4,481	4,489	4,797	5,090	信用减值损失	-1	-10	-11	-13
在建工程	587	544	733	967	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	445	569	833	1,085	投资收益	14	27	27	27
长期待摊费用	40	48	52	55	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,069	1,217	1,215	1,214	资产处置收益	-6	0	0	0
非流动资产合计	7,448	7,721	8,515	9,325	其他收益	100	98	98	98
资产总计	11,680	12,931	14,253	15,806	营业利润	1,178	1,381	1,688	1,936
短期借款	82	183	383	583	营业外收入	4	3	3	3
应付票据及账款	1,677	2,219	2,535	2,955	营业外支出	6	4	4	4
其他流动负债	311	295	337	392	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	2,070	2,697	3,255	3,930	利润总额	1,176	1,380	1,687	1,935
长期借款	17	14	12	10	所得税	133	100	123	141
其他非流动负债	209	209	209	209	净利润	1,044	1,279	1,564	1,794
非流动负债合计	226	223	222	219	少数股东损益	14	31	38	44
负债合计	2,296	2,920	3,476	4,149	归属母公司股东净利润	1,030	1,248	1,526	1,750
股本	1,391	1,391	1,391	1,391	EPS(元)	0.74	0.90	1.10	1.26
资本公积	4,317	4,317	4,317	4,317	主要财务比率				
留存收益	3,322	3,918	4,647	5,482	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	9,029	9,626	10,354	11,190	成长能力				
少数股东权益	354	385	423	467	营收增长率	23.67%	20.92%	15.99%	16.41%
股东权益合计	9,383	10,011	10,777	11,657	营业利润增长率	77.24%	17.21%	22.26%	14.67%
负债和股东权益合计	11,680	12,931	14,253	15,806	归母净利润增长率	71.57%	21.20%	22.28%	14.68%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	45.32%	-22.12%	46.91%	16.26%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	1,044	1,164	1,449	1,678	毛利率	31.09%	31.33%	32.37%	32.28%
折旧与摊销	508	571	651	735	净利率	16.63%	16.85%	17.77%	17.50%
财务费用	-86	-51	-50	-41	ROE	11.41%	12.97%	14.74%	15.64%
投资损失	-14	-27	-27	-27	ROA	8.82%	9.65%	10.71%	11.07%
营运资金变动	156	-389	-101	-91	估值倍数				
其他经营现金流	180	124	124	124	P/E	37.57	30.99	25.35	22.10
经营性现金净流量	1,787	1,392	2,045	2,377	P/S	6.16	5.10	4.39	3.77
投资性现金净流量	-945	-826	-1,426	-1,526	P/B	4.28	4.02	3.74	3.46
筹资性现金净流量	-715	-503	-549	-675	股息率	1.07%	1.69%	2.06%	2.36%
现金流量净额	148	63	70	176	EV/EBITDA	19	21	17	15

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

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并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。