

公司研究

25H1 业绩稳健成长，长期受益于光学创新和 AR 产业趋势

——水晶光电（002273.SZ）跟踪报告之十一

买入（维持）

当前价：27.82 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

分析师：何昊

执业证书编号：S0930522090002

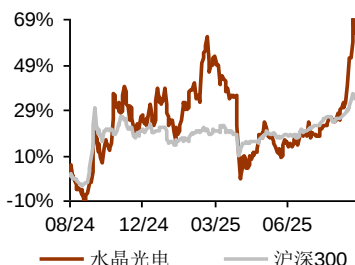
021-52523869

hehao1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.91
总市值(亿元):	386.87
一年最低/最高(元):	14.87/29.16
近 3 月换手率:	234.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	24.17	31.21	29.30
绝对	32.48	47.74	66.49

资料来源：Wind

相关研报

多产品线开花，24H1 业绩亮眼——水晶光电（002273.SZ）跟踪报告之十（2024-08-30）

要点

事件：

公司发布 2025 年上半年财务报告：公司 2025H1 实现营收 30.20 亿元，同比增长 13.77%；实现归母净利润 5.01 亿元，同比增长 17.35%，毛利率为 29.46%（同比+1.86pct），净利率为 16.81%（同比+0.25pct）。

公司 2025Q2 实现营业收入 15.38 亿元（同比+17.45%，环比+3.75%），归母净利润 2.80 亿元（同比+12.80%，环比+26.70%），毛利率为 30.91%（同比-0.39pct，环比+2.96pcts），净利率为 18.45%（同比-0.94pct，环比+3.34pct）。

点评：

三大业务板块稳步增长，汽车电子（AR+）板块盈利能力修复明显：公司持续优化产品、市场和客户结构，各业务板块市场份额不断提升，驱动公司业绩不断增长。分板块来看，25H1，公司消费电子板块实现营收 25.43 亿元（同比+12.80%），毛利率 29.52%（同比+1.69pct）；汽车电子（AR+）板块实现营收 2.41 亿元（同比+79.07%），毛利率 25.24%（同比+16.79pcts）；反光材料板块实现营收 1.87 亿元（同比+1.97%），毛利率 35.68%（同比+4.27pcts）。

“十五五”战略规划引领公司发展新阶段：公司日前发布“十五五”战略规划，主要聚焦在：（1）构建具备抗风险、抗冲击能力的双循环运营体系；（2）成为全球 AR 光学显示解决方案的龙头企业，打造涵盖光波导、核心光学元器件和 3D 视觉的多元化产品矩阵，构建以全球科技巨头企业为主的客户结构，实现从元器件解决方案商向显示光学模块解决方案提供商的转型突破；（3）成为大客户光学元器件及模块解决方案的核心战略伙伴。在持续夯实消费电子、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，致力于成为集元器件、模组及整体解决方案于一体的一站式光学专家。该战略方案为公司持续增长奠定了基础。

多产品线突破，成长动力充足：（1）**光学元器件业务：**稳步推进与北美、韩系大客户的业务合作。越南生产基地完成二期产能扩建，新增高端滤光片生产线。涂布滤光片产品持续提升市场占有率，应用场景拓宽至无人机、运动相机、车载等领域。北美大客户涂布滤光片项目成功实现量产。（2）**薄膜光学面板业务：**稳步提升手机终端产品市场份额，同时完成消费电子终端品类全覆盖。在非手机领域，车载光学面板、无人机光学视窗、运动相机保护镜片等产品规模同比增长，市场拓展成效显著。同时，加速推进海外布局，越南生产线完成产能爬坡并实现量产，海外营收占比逐步提升。（3）**半导体光学业务：**拓展窄带新应用，在芯片镀膜等主力产品领域稳固市场高份额优势；3D 模组业务方面，公司打造 3D 视觉全栈方案，突破机器人市场技术壁垒，抢占头部客户份额。同时，公司不断扩大 3D 业务代工规模提升设备稼动率，优化产品结构增强盈利能力。（4）**车载光学业务：**与国内战略大客户深度协同，成功拿下 LCOS 技术路线 AR-HUD 项目定点，并获国内一流主机厂及知名合资品牌多个新项目订单，市场覆盖度持续扩大。（5）**AR/VR 业务：**成功打通反射光波导量产路径并与头部企业达成深度合作；衍射光波导领域深化与 Digilens 的技术协同，升级全息产线并实现小批量商业级应用落地；同时布局光机零组件业务。

投资建议：考虑到公司各项业务持续拓展和优化，我们上调公司 25/26 年归母净利润预测为 11.62/14.17 亿元（调整比例为+14%/+26%），新增 27 年归母净利润预测为 16.20 亿元，对应目前 PE 估值为 33X/27X/24X，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；汇率波动风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,076	6,278	7,206	8,313	9,451
营业收入增长率	16.01%	23.67%	14.78%	15.36%	13.69%
归母净利润（百万元）	600	1,030	1,162	1,417	1,620
归母净利润增长率	4.18%	71.57%	12.82%	22.00%	14.30%
EPS（元）	0.43	0.74	0.84	1.02	1.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.98%	11.41%	11.89%	13.01%	13.33%
P/E	64	38	33	27	24
P/B	4.5	4.3	4.0	3.6	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,076	6,278	7,206	8,313	9,451
营业成本	3,665	4,326	5,002	5,717	6,477
折旧和摊销	408	495	482	495	514
税金及附加	48	59	58	67	76
销售费用	71	85	101	116	132
管理费用	354	365	396	416	473
研发费用	424	408	447	490	558
财务费用	-70	-86	-57	-48	-40
投资收益	14	14	20	20	20
营业利润	665	1,178	1,350	1,643	1,876
利润总额	666	1,176	1,349	1,642	1,875
所得税	48	133	162	197	225
净利润	617	1,044	1,187	1,445	1,650
少数股东损益	17	14	25	28	30
归属母公司净利润	600	1,030	1,162	1,417	1,620
EPS(元)	0.43	0.74	0.84	1.02	1.17

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,230	1,787	1,099	1,454	1,919
净利润	600	1,030	1,162	1,417	1,620
折旧摊销	408	495	482	495	514
净营运资金增加	314	131	800	1,150	1,396
其他	-93	132	-1,345	-1,609	-1,611
投资活动产生现金流	-682	-945	-358	-405	-365
净资本支出	-1,081	-864	0	-400	-385
长期投资变化	695	826	0	0	0
其他资产变化	-297	-907	-358	-5	20
融资活动现金流	-209	-715	-208	-318	-342
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	5	-50	142	-80	-33
无息负债变化	515	64	-56	2	267
净现金流	343	148	532	731	1,211

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	27.8%	31.1%	30.6%	31.2%	31.5%
EBITDA 率	21.3%	26.9%	24.4%	25.1%	24.8%
EBIT 率	13.0%	18.9%	17.7%	19.1%	19.4%
税前净利润率	13.1%	18.7%	18.7%	19.8%	19.8%
归母净利润率	11.8%	16.4%	16.1%	17.1%	17.1%
ROA	5.5%	8.9%	9.5%	10.6%	10.9%
ROE (摊薄)	7.0%	11.4%	11.9%	13.0%	13.3%
经营性 ROIC	8.0%	12.3%	12.4%	13.8%	14.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	20%	20%	19%	17%	17%
流动比率	2.27	2.04	2.48	3.13	3.54
速动比率	1.93	1.67	2.04	2.58	2.95
归母权益/有息债务	62.20	102.20	42.36	72.23	102.90
有形资产/有息债务	78.30	125.76	51.91	86.58	123.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	11,255	11,680	12,536	13,607	15,130
货币资金	2,421	2,062	2,594	3,325	4,537
交易性金融资产	0	100	300	300	300
应收账款	1,143	1,110	1,294	1,491	1,693
应收票据	7	1	7	8	9
其他应收款 (合计)	48	37	72	83	95
存货	719	785	949	1,149	1,372
其他流动资产	109	126	129	124	118
流动资产合计	4,771	4,232	5,396	6,537	8,189
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	695	826	826	826	826
固定资产	4,352	4,460	4,135	3,909	3,685
在建工程	652	587	440	540	607
无形资产	296	445	436	427	419
商誉	72	72	72	72	72
其他非流动资产	158	795	981	981	981
非流动资产合计	6,484	7,448	7,140	7,069	6,941
总负债	2,282	2,296	2,383	2,305	2,539
短期借款	135	82	224	144	112
应付账款	1,263	1,328	1,250	1,143	1,295
应付票据	519	350	400	457	518
预收账款	1	1	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	1	2
流动负债合计	2,099	2,070	2,179	2,090	2,313
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	61	80	89	100	111
非流动负债合计	184	226	204	215	226
股东权益	8,973	9,383	10,153	11,302	12,590
股本	1,391	1,391	1,391	1,391	1,391
公积金	4,622	4,780	4,896	5,012	5,012
未分配利润	2,760	3,135	3,763	4,767	6,026
归属母公司权益	8,603	9,029	9,774	10,895	12,154
少数股东权益	370	354	379	407	437

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.40%	1.36%	1.40%	1.40%	1.40%
管理费用率	6.97%	5.81%	5.50%	5.00%	5.00%
财务费用率	-1.38%	-1.37%	-0.79%	-0.58%	-0.43%
研发费用率	8.35%	6.50%	6.20%	5.90%	5.90%
所得税率	7%	11%	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.30	0.30	0.21	0.26	0.30
每股经营现金流	0.88	1.29	0.79	1.05	1.38
每股净资产	6.19	6.49	7.03	7.83	8.74
每股销售收入	3.65	4.51	5.18	5.98	6.80

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	64	38	33	27	24
PB	4.5	4.3	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	35.7	23.1	21.9	18.4	16.4
股息率	1.1%	1.1%	0.8%	0.9%	1.1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP