水晶光电（002273.SZ）

上半年净利润增长17%，AR光学快速发展打开成长空间

优于大市

核心观点

上半年营业收入同比增长13.8%，归母净利润同比增长17.3%。公司发布2025年半年度报告，上半年营业收入30.20亿元(YoY 13.77%)，归母净利润5.01亿元(YoY 17.35%)，扣非归母净利润4.46亿元(YoY 14.10%)，毛利率29.46%(YoY 1.86pct)。

第二季度营业收入同比增长17.4%，归母净利润同比增长12.8%。公司2Q25营业收入15.38亿元(YoY 17.45%，QoQ 3.75%)，归母净利润2.80亿元(YoY 12.80%，QoQ 26.70%)，扣非归母净利润2.39亿元(YoY 7.92%，QoQ 15.34%)，毛利率30.91%(YoY -0.39pct，QoQ 2.96pct)。

消费电子业务稳健增长，光学元器件与薄膜光学面板业务持续拓展。上半年消费电子业务收入25.43亿元(YoY 12.80%)，毛利率29.52%(YoY 1.69pct)。公司光学元器件业务持续加大新品研发投入，稳步推进与北美、韩系大客户的业务合作。北美大客户涂布滤光片项目攻克多项技术难关，成功实现量产。微棱镜产品持续巩固核心供应商地位。薄膜光学面板业务不断深化与北美大客户战略合作，稳步提升手机端市场份额，并完成消费电子终端品类全覆盖。

汽车电子业务快速增长，盈利水平稳步提升。上半年汽车电子(AR+)业务收入2.41亿元(YoY 79.07%)，毛利率25.24%(YoY 16.79pct)。公司车载光学业务以HUD及激光雷达视窗片产品为核心，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。上半年公司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，并斩获国内一流主机厂及知名合资品牌多个新项目订单。

AR/VR业务实现多项突破，与国内外头部企业深度合作。公司已形成显示系统(波导片)、3D模组、核心光学元器件、衍射晶圆及反射方片等产品品布局，与国内外头部企业展开战略协同，在反射光波导、衍射光波导及光机技术领域实现多项关键突破。战略项目反射光波导技术通过核心工艺攻关与NPI产线建设，成功打通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，升级体全息产线并实现小批量商业级应用落地。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司与头部大客户的广阔合作空间，看好公司在消费电子、车载光学、AR/VR领域所构建的持续增长动能，预计2025-2027年营业收入73.89/86.14/99.90亿元(无变化)，归母净利润12.59/15.16/18.19亿元(无变化)，当前股价对应PE分别为30.7/25.5/21.3倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新品进展不及预期；市场竞争的风险等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,076	6,278	7,389	8,614	9,990
(+/-%)	16.0%	23.7%	17.7%	16.6%	16.0%
净利润(百万元)	600	1030	1259	1516	1819
(+/-%)	4.2%	71.6%	22.2%	20.4%	20.0%
每股收益（元）	0.43	0.74	0.91	1.09	1.31
EBIT Margin	10.1%	16.5%	17.9%	18.8%	19.5%
净资产收益率（ROE）	7.0%	11.4%	13.1%	14.8%	16.5%
市盈率（PE）	64.5	37.6	30.7	25.5	21.3
EV/EBITDA	44.4	26.8	22.8	19.1	16.2
市净率（PB）	4.50	4.28	4.04	3.78	3.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·光学光电子

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

证券分析师：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn
S0980525080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	27.82元
总市值/流通市值	38687/37897百万元
52周最高价/最低价	29.16/15.10元
近3个月日均成交额	1111.80百万元

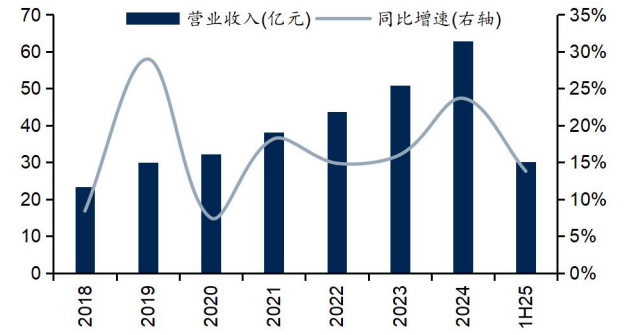
市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

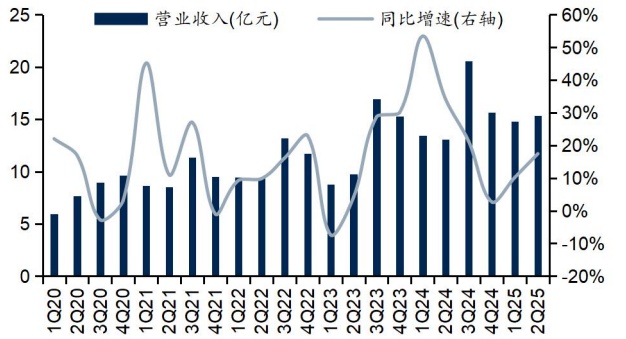
《水晶光电（002273.SZ）-2024年净利润增长71.6%，消费电子、车载、AR/VR齐头并进》——2025-05-06
《水晶光电（002273.SZ）-前三季度利润增长97%，核心大单品保持核心供应地位》——2024-11-04
《水晶光电（002273.SZ）-上半年利润增长140%，持续加强北美大客户合作与粘性》——2024-08-25
《水晶光电（002273.SZ）-预计上半年利润增长125%-154%，微棱镜与薄膜光学面板出货强劲》——2024-07-14
《水晶光电（002273.SZ）-2023年营收增长16%，微棱镜与车载+AR为公司带来新增长》——2024-06-12

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



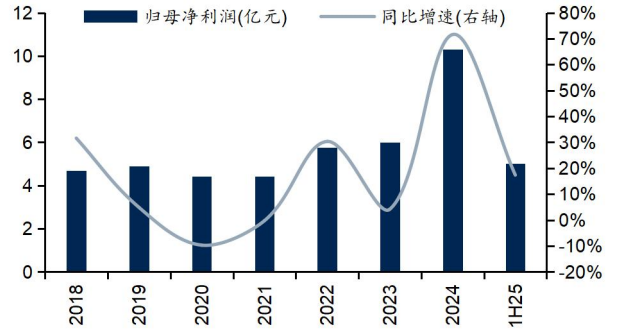
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度营业收入及增速（亿元，%）



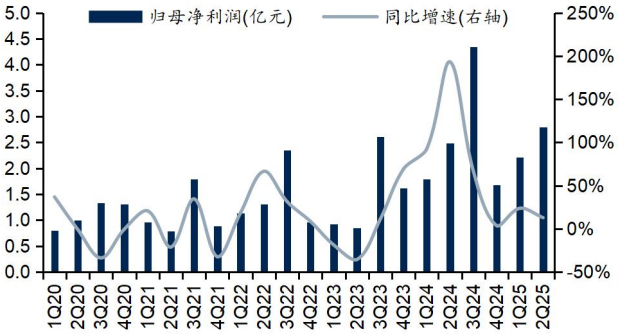
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元，%）



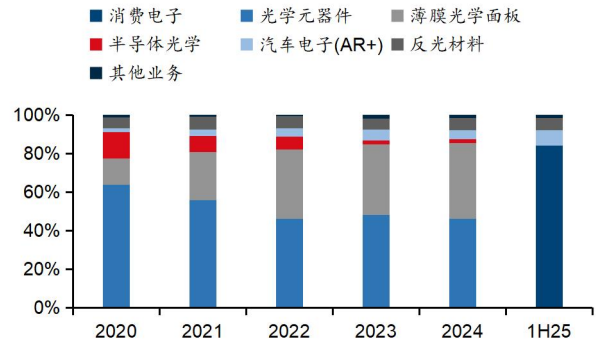
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度归母净利润及增速（亿元，%）



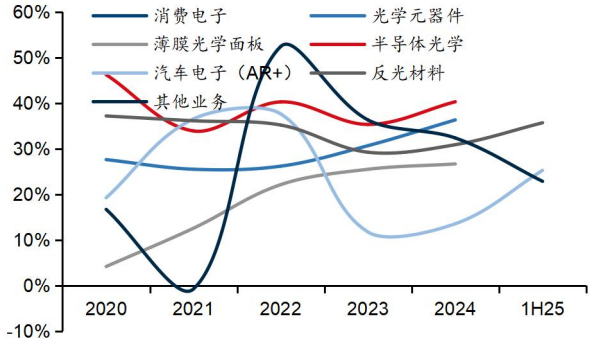
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司分产品营收占比



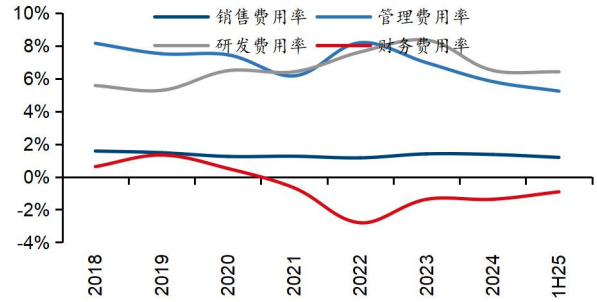
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司分产品毛利率（%）



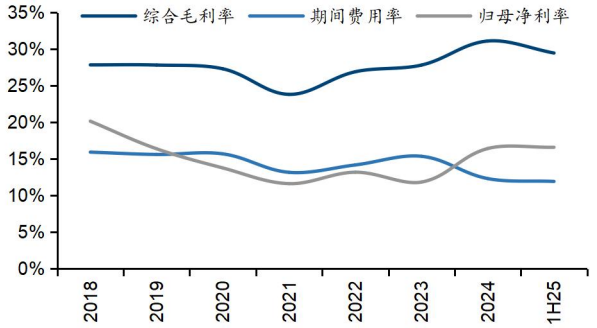
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司费用率



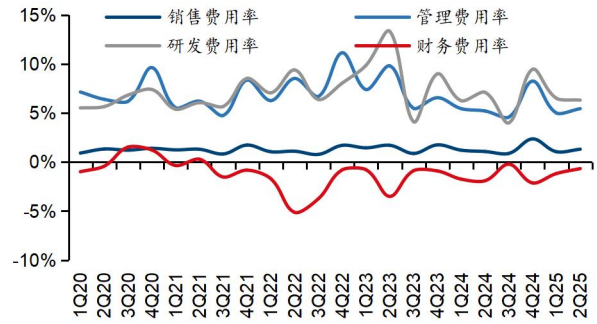
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司毛利率、净利率、费用率（%）



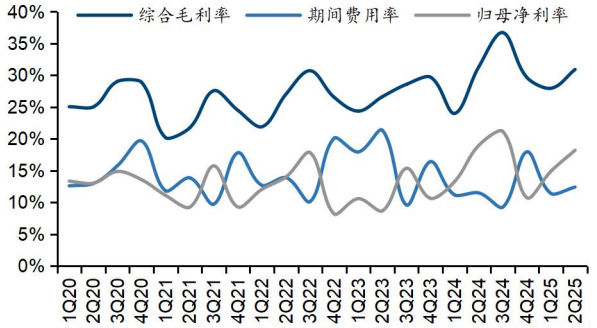
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度毛利率、净利率、费用率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2421	2062	2338	2402	2693
应收款项	1198	1148	1497	1784	1973
存货净额	719	785	1019	1134	1296
其他流动资产	154	138	246	246	279
流动资产合计	**4771**	**4232**	**5201**	**5668**	**6344**
固定资产	5004	5047	5457	5829	6166
无形资产及其他	296	445	427	409	391
其他长期资产	489	1130	1130	1130	1130
长期股权投资	695	826	881	940	1022
资产总计	**11255**	**11680**	**13097**	**13976**	**15054**
短期借款及交易性金融负债	138	88	451	205	108
应付款项	1781	1677	2182	2556	2823
其他流动负债	179	305	277	338	411
流动负债合计	**2099**	**2070**	**2911**	**3099**	**3342**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	184	226	242	259	284
长期负债合计	**184**	**226**	**242**	**259**	**284**
负债合计	**2282**	**2296**	**3153**	**3358**	**3626**
少数股东权益	370	354	361	371	381
股东权益	8603	9029	9582	10248	11046
负债和股东权益总计	**11255**	**11680**	**13097**	**13976**	**15054**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.43	0.74	0.91	1.09	1.31
每股红利	0.22	0.42	0.51	0.61	0.73
每股净资产	6.19	6.49	6.89	7.37	7.94
ROIC	11%	15%	18%	20%	23%
ROE	7%	11%	13%	15%	16%
毛利率	28%	31%	31%	32%	33%
EBIT Margin	10%	16%	18%	19%	20%
EBITDA Margin	18%	24%	25%	26%	26%
收入增长	16%	24%	18%	17%	16%
净利润增长率	4%	72%	22%	20%	20%
资产负债率	24%	23%	27%	27%	27%
息率	0.8%	1.5%	1.8%	2.2%	2.6%
P/E	64.5	37.6	30.7	25.5	21.3
P/B	4.5	4.3	4.0	3.8	3.5
EV/EBITDA	44.4	26.8	22.8	19.1	16.2

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**5076**	**6278**	**7389**	**8614**	**9990**
营业成本	3665	4326	5062	5823	6679
营业税金及附加	48	59	66	80	92
销售费用	71	85	89	103	120
管理费用	354	365	402	466	537
研发费用	424	408	451	525	609
财务费用	(70)	(86)	(43)	(44)	(57)
投资收益	14	14	27	19	20
资产减值及公允价值变动	(35)	(50)	(42)	(42)	(45)
其他收入	100	93	91	95	95
营业利润	665	1178	1439	1732	2079
营业外净收支	1	(1)	(1)	(0)	(1)
利润总额	**666**	**1176**	**1438**	**1732**	**2078**
所得税费用	48	133	162	195	234
少数股东损益	17	14	17	21	25
归属于母公司净利润	**600**	**1030**	**1259**	**1516**	**1819**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	617	1044	1276	1537	1844
资产减值准备	16	(1)	9	3	4
折旧摊销	408	495	514	589	652
公允价值变动损失	35	50	42	42	45
财务费用	(70)	(86)	(43)	(44)	(57)
营运资本变动	501	(578)	(190)	53	(16)
其它	(278)	863	24	29	39
经营活动现金流	**1230**	**1787**	**1632**	**2210**	**2511**
资本开支	(1106)	(924)	(957)	(989)	(1020)
其它投资现金流	423	(20)	(56)	(60)	(83)
投资活动现金流	**(682)**	**(945)**	**(1013)**	**(1049)**	**(1103)**
权益性融资	4	20	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(299)	(578)	(706)	(851)	(1021)
其它融资现金流	86	(157)	363	(246)	(98)
融资活动现金流	**(209)**	**(715)**	**(343)**	**(1097)**	**(1118)**
现金净变动	**343**	**148**	**276**	**65**	**290**
货币资金的期初余额	1409	1751	1899	2175	2240
货币资金的期末余额	1751	1899	2175	2240	2530
企业自由现金流	0	(89)	538	1088	1349
权益自由现金流	0	(246)	939	882	1301

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032