

水晶光电 (002273.SZ)

25Q3 业绩符合预期, 看好消费电子、AR+长线空间

事件: 公司发布 2025 年三季报, 前三季度公司实现收入 51.2 亿元, 同比+8.8%, 归母净利润 9.8 亿元, 同比+14.1%, 扣非归母净利润 9.3 亿元, 同比+11.5%。单季度看, 25Q3 营收 21.0 亿元, 同比+2.3%/环比+36.7%, 归母净利润 4.8 亿元, 同比+11.0%/环比+72.5%, 扣非归母净利润 4.8 亿元, 同比+9.2%/环比+100.9%。我们点评如下:

□ 25 年前三季度业绩稳步增长, Q3 业绩符合预期。25 年前三季度总营收 51.2 亿元, 同比+8.8%, 归母净利润 9.8 亿元, 同比+14.1%, 扣非归母净利润 9.3 亿元, 同比+11.5%。单季度看, 25Q3 营收 21.0 亿元, 同比+2.3%/环比+36.7%, 归母净利润 4.8 亿元, 同比+11.0%/环比+72.5%, 扣非归母净利润 4.8 亿元, 同比+9.2%/环比+100.9%, 增长主要受益于三季度大客户新机旺季带动薄膜光学面板及涂布滤光片业务增长。

□ 消费电子业务绑定核心客户, 产品结构持续升级; 车载、ARVR 加速突破。1) 消费电子: 薄膜光学面板业务方面, 大客户新机型出货驱动出货大幅提升; 涂布滤光片产品持续提升市场占有率, 目前已进入稳定量产阶段, 预计 Q4 及明年有望持续增长, 成为未来几年公司业务的稳定支撑。微棱镜业务持续巩固客户端核心供应商地位, 整体符合预期。2) 车载光学: AR-HUD 产品市场渗透率显著提升, 根据高工智能汽车, 25 年 1-8 月水晶国内乘用车前装 AR-HUD 市场份额 22.95% 位居第二。LCOS 技术路线的 ARHUD 项目持续推进, 有望驱动板块 ASP 及毛利率提升。3) ARVR: AR 光波导技术及客户布局领先, 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。

□ 展望未来, 光学创新有望提升提振消费电子业务业绩, AR 类业务具备长线空间。公司指引 2025 年营收增长 0%-30%, 未来几年仍有诸多看点: 1) 未来几年 A 客户仍有潜望新方案、可变光圈等光学创新, 公司作为核心光学零部件供应商大概率将受益; 同时 A 客户滤光片、薄膜光学面板业务份额仍有成长空间。2) 吸收反射复合型滤光片等高端产品在安卓客户的渗透率不断提升, 单价及毛利率明显高于传统产品; 3) 车载光学份额及盈利能力有望提升, 公司 ARHUD 业务居于全球领先地位, 当前国内客户的盈利能力较低, 未来几年将大力拓展毛利率较高的海外客户; 5) 前瞻布局 AR 技术及产品, 通过投资 Lumus 及德国肖特、与 Digilens 合作等方式深化 AR 光学技术积累。公司大力投入资源来突破核心技术难点, 反射光波导作为公司一号工程, 有望长线受益于 AR 浪潮。

□ 维持“强烈推荐”评级。我们认为 AI 将带动各类终端光学创新, 看好公司与下游核心客户紧密合作, 手机、汽车、AR 等多项产品线陆续进入收获期, 成长逻辑清晰。预测 25-27 年营收为 73.62/85.49/100.44 亿元, 归母净利润为 12.40/14.54/17.45 亿元, 对应 EPS 0.89/1.05/1.25 元, 对应 PE 为 29.1/24.8/20.7 倍, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示: 下游需求不及预期; 行业竞争加剧; 技术发展路径不确定性等。

强烈推荐 (维持)

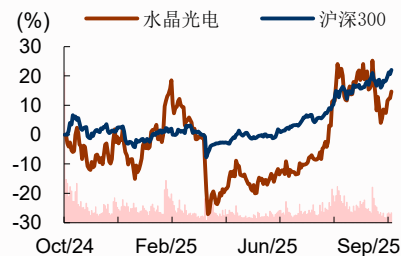
TMT 及中小盘/电子
目标估值: NA
当前股价: 25.97 元

基础数据

总股本 (百万股)	1391
已上市流通股 (百万股)	1362
总市值 (十亿元)	36.1
流通市值 (十亿元)	35.4
每股净资产 (MRQ)	6.9
ROE (TTM)	12.0
资产负债率	18.6%
主要股东	星星集团有限公司
主要股东持股比例	8.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	38	36
相对表现	-11	14	18



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《水晶光电 (002273) —24 年及 25Q1 业绩同比提升, 长线关注 AR 及车载业务空间》2025-04-27
- 2、《水晶光电 (002273) —24 全年业绩高增, 看好大客户合作带动多业务成长》2025-01-12
- 3、《水晶光电 (002273) —Q3 业绩大超预期, 关注微棱镜出货增长、盈利能力提升》2024-10-29

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

赵琳 S1090525070012

✉ zhaolin3@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5076	6278	7362	8549	10044
同比增长	16%	24%	17%	16%	17%
营业利润(百万元)	665	1178	1412	1655	1987
同比增长	8%	77%	20%	17%	20%
归母净利润(百万元)	600	1030	1240	1454	1745
同比增长	4%	72%	20%	17%	20%
每股收益(元)	0.43	0.74	0.89	1.05	1.25
PE	60.2	35.1	29.1	24.8	20.7
PB	4.2	4.0	3.7	3.3	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4771	4232	5279	6661	8358
现金	2421	2062	2751	3744	4952
交易性投资	0	100	100	100	100
应收票据	7	1	1	1	1
应收款项	1143	1110	1301	1511	1775
其它应收款	48	37	44	51	59
存货	719	785	921	1067	1250
其他	434	138	162	188	220
非流动资产	6484	7448	7484	7516	7545
长期股权投资	695	826	826	826	826
固定资产	4352	4460	4556	4641	4717
无形资产商誉	367	516	465	418	376
其他	1069	1646	1638	1631	1626
资产总计	11255	11680	12763	14178	15904
流动负债	2099	2070	2313	2627	3020
短期借款	135	82	40	40	40
应付账款	1781	1677	1968	2280	2672
预收账款	7	6	7	9	10
其他	175	305	298	298	298
长期负债	184	226	226	226	226
长期借款	0	0	0	0	0
其他	184	226	226	226	226
负债合计	2282	2296	2540	2853	3247
股本	1391	1391	1391	1391	1391
资本公积金	4160	4121	4121	4121	4121
留存收益	3052	3517	4340	5422	6731
少数股东权益	370	354	371	391	414
归属于母公司所有者权益	8603	9029	9853	10934	12243
负债及权益合计	11255	11680	12763	14178	15904

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1230	1787	1549	1765	2058
净利润	617	1044	1257	1473	1769
折旧摊销	418	502	553	557	560
财务费用	(3)	(32)	(80)	(75)	(60)
投资收益	(14)	(14)	(115)	(115)	(115)
营运资金变动	193	254	(66)	(76)	(96)
其它	20	33	0	0	0
投资活动现金流	(682)	(945)	(475)	(475)	(475)
资本支出	(1106)	(924)	(589)	(589)	(589)
其他投资	423	(20)	115	115	115
筹资活动现金流	(209)	(715)	(386)	(297)	(376)
借款变动	(135)	(217)	(48)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	148	(38)	0	0	0
股利分配	(278)	(556)	(417)	(372)	(436)
其他	56	97	80	75	60
现金净增加额	339	127	689	993	1208

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5076	6278	7362	8549	10044
营业成本	3665	4326	5075	5880	6892
营业税金及附加	48	59	52	68	80
营业费用	71	85	92	103	110
管理费用	354	365	405	453	502
研发费用	424	408	464	530	603
财务费用	(70)	(86)	(80)	(75)	(60)
资产减值损失	(47)	(57)	(57)	(50)	(45)
公允价值变动收益	(3)	0	0	0	0
其他收益	115	100	100	100	100
投资收益	14	14	15	15	15
营业利润	665	1178	1412	1655	1987
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	3	6	6	6	6
利润总额	666	1176	1411	1654	1985
所得税	48	133	154	180	217
少数股东损益	17	14	17	20	24
归属于母公司净利润	600	1030	1240	1454	1745

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	16%	24%	17%	16%	17%
营业利润	8%	77%	20%	17%	20%
归母净利润	4%	72%	20%	17%	20%
获利能力					
毛利率	27.8%	31.1%	31.1%	31.2%	31.4%
净利率	11.8%	16.4%	16.8%	17.0%	17.4%
ROE	7.2%	11.7%	13.1%	14.0%	15.1%
ROIC	6.2%	10.4%	12.0%	13.0%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	20.3%	19.7%	19.9%	20.1%	20.4%
净负债比率	1.2%	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%
流动比率	2.3	2.0	2.3	2.5	2.8
速动比率	1.9	1.7	1.9	2.1	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
存货周转率	5.2	5.8	6.0	5.9	5.9
应收账款周转率	5.2	5.6	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	2.4	2.5	2.8	2.8	2.8
每股资料(元)					
EPS	0.43	0.74	0.89	1.05	1.25
每股经营净现金	0.88	1.29	1.11	1.27	1.48
每股净资产	6.19	6.49	7.08	7.86	8.80
每股股利	0.30	0.30	0.27	0.31	0.38
估值比率					
PE	60.2	35.1	29.1	24.8	20.7
PB	4.2	4.0	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	36.6	23.1	19.2	17.0	14.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。