

水晶光电 (002273.SZ)

消费电子、车载业务稳健增长，AR/AI 光学蓄势待发

事件: 公司 2025 年全年实现营收 69.28 亿元, 同比+10.37%, 归母净利润 11.72 亿元, 同比+13.84%, 扣非归母净利润 10.44 亿元, 同比+9.28%。26Q1 公司营收 17.21 亿元, 同比+16.08%/环比-4.68%, 归母净利润 2.47 亿元, 同比+11.69%/环比+30.44%。我们点评如下:

□ 25 年及 26Q1 业绩稳健增长, 指引 26 年营收同比增速 10%-30%。全年营收 69.28 亿元, 同比+10.37%, 归母净利润 11.72 亿元, 同比+13.84%, 其中收入增长主要由大客户涂布滤光片、薄膜光学面板、汽车板块贡献, 利润提升主要来自涂布滤光片和薄膜面板业务增量。毛利率 31.29%, 连续五年提升, 主要受益于产品结构优化、大客户新品放量以及内部精益管理推进。25 年期间费用率基本持平, 销管研费用投入绝对值均同比提升。分业务看, 25 年消费电子/汽车电子 (AR+) /反光材料营收分别为 58.92/5.86/3.99 亿元, 同比+7.4%/95.2%/1.4%。26Q1 公司营收 17.21 亿元, 同比+16.08%/环比-4.68%, 归母净利润 2.47 亿元, 同比+11.69%/环比+30.44%, 同比稳定持续增长。公司指引 26 年营收 10%-30%增速, 资本支出预计将在 25 年基础上翻倍, 主要围绕消电新项目投资以及台州、越南基地建设等开展。

□ 消费电子、车载业务构筑公司稳健成长基本盘, AR 光学打造第二成长曲线。

1) 消费电子: 光学元器件、薄膜光学面板贡献消费电子业务核心增量。光学元器件板块中, 公司在微棱镜、安卓涂布滤光片保持高市占率, 25 年北美涂布滤光片首次量产并进入未来几年份额持续提升周期, 黑膜类产品研发进展顺利, 预计 26 年实现量产。此外公司薄膜光学面板业务稳定增长, 在非手机领域增长明显。2) 车载光学: 25 年 HUD 及车载光学元件出货量增长, 同时产品结构升级、内部成本管控助力毛利率同比显著提升 13.3pct。25 年公司在 AR-HUD 行业维持领先地位, 激光雷达等领域快速成长; 国内高端车型、海外客户均有明显进展, 预计 26 年业务结构有望进一步升级。3) AR 光学: 反射光波导作为“一号工程”, 25 年成功打通多个关键工艺节点, 完成初步量产试制线搭建; 衍射光波导方面持续深化与头部企业合作并升级核心产线; 目前已形成包含传感元器件/各类光波导产品及光机模组/晶圆类产品在内的 3 大产品序列, 有望在未来两年贡献业绩新增量。

□ AI 光学成为第三成长曲线, 把握数据中心存储与光通信战略窗口期。公司依托在精密镀膜技术、超精密加工与成型、半导体微纳光学制造、超快激光制造、精密光学检测、光电封测与自动化 AI 智能制造方面的积累布局, 围绕全链路光学生态体系, 重点聚焦数据中心、光通信、3D 视觉感知、泛机器人、半导体等核心应用场景。目前光电玻璃基板、光通信用波分复用滤光片、CPO 硅透镜项目均在开发中。

□ 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, 第一曲线手机、汽车业务陆续进入收获期, 战略布局 AR、光通信与数据中心存储业务, 第二、第三成长曲线逻辑清晰。预测 26-28 年营收为 83.13/100.44/122.02 亿元, 归母净利润为 14.38/17.79/22.20 亿元, 对应 EPS 1.03/1.28/1.60 元, 对应 PE 为 32.0/25.8/20.7 倍, 维持“强烈推荐”投资评级。

强烈推荐 (维持)

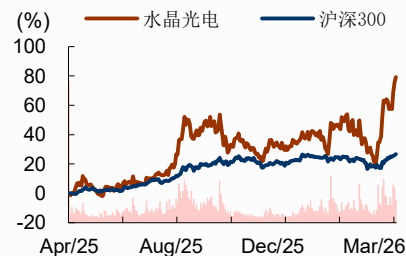
TMT 及中小盘/电子
目标估值: NA
当前股价: 33.07 元

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)	46.0
流通市值 (十亿元)	45.0
每股净资产 (MRQ)	7.3
ROE (TTM)	11.8
资产负债率	24.6%
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	28	36	85
相对表现	23	32	59



相关报告

- 《水晶光电 (002273) —25Q3 业绩符合预期, 看好消费电子、AR+长线空间》2025-10-29
- 《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
- 《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

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

赵琳 S1090525070012

zhaolin3@cmschina.com.cn

□ 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。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	6278	6928	8313	10044	12202
同比增长	24%	10%	20%	21%	21%
营业利润(百万元)	1178	1332	1632	2030	2536
同比增长	77%	13%	23%	24%	25%
归母净利润(百万元)	1030	1172	1438	1779	2220
同比增长	72%	14%	23%	24%	25%
每股收益(元)	0.74	0.84	1.03	1.28	1.60
PE	44.7	39.2	32.0	25.8	20.7
PB	5.1	4.7	4.3	3.8	3.3

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	4232	4697	5650	7134	9052
现金	2062	1330	1647	2335	3262
交易性投资	100	125	125	125	125
应收票据	1	2	2	3	3
应收款项	1110	1426	1711	2068	2512
其它应收款	37	20	24	29	35
存货	785	884	1050	1258	1515
其他	138	909	1090	1317	1600
非流动资产	7448	8020	8345	8632	8885
长期股权投资	826	796	796	796	796
固定资产	4460	4927	5340	5705	6028
无形资产商誉	516	774	697	627	565
其他	1646	1523	1512	1503	1496
资产总计	11680	12717	13995	15766	17937
流动负债	2070	2294	2554	2981	3470
短期借款	82	95	40	40	0
应付账款	1677	1800	2138	2561	3085
预收账款	6	16	19	23	27
其他	305	383	357	357	358
长期负债	226	304	304	304	304
长期借款	0	0	0	0	0
其他	226	304	304	304	304
负债合计	2296	2598	2858	3285	3774
股本	1391	1391	1391	1391	1391
资本公积金	4121	4118	4118	4118	4118
留存收益	3517	4263	5284	6632	8318
少数股东权益	354	347	345	341	337
归属于母公司所有者权益	9029	9772	10792	12140	13827
负债及权益合计	11680	12717	13995	15766	17937

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1787	1347	1640	1946	2317
净利润	1044	1170	1435	1776	2216
折旧摊销	502	569	660	698	732
财务费用	(32)	(17)	(36)	(50)	(80)
投资收益	(14)	(93)	(124)	(109)	(89)
营运资金变动	254	(272)	(295)	(369)	(462)
其它	33	(10)	0	0	0
投资活动现金流	(945)	(1668)	(861)	(876)	(896)
资本支出	(924)	(747)	(985)	(985)	(985)
其他投资	(20)	(921)	124	109	89
筹资活动现金流	(715)	(437)	(463)	(381)	(494)
借款变动	(217)	149	(82)	0	(40)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(38)	(4)	0	0	0
股利分配	(556)	(695)	(417)	(431)	(534)
其他	97	113	36	50	80
现金净增加额	127	(758)	316	688	927

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6278	6928	8313	10044	12202
营业成本	4326	4761	5656	6774	8160
营业税金及附加	59	56	67	80	98
营业费用	85	91	100	110	134
管理费用	365	409	478	567	683
研发费用	408	415	490	581	689
财务费用	(86)	(36)	(36)	(50)	(80)
资产减值损失	(57)	(62)	(50)	(60)	(70)
公允价值变动收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	100	68	50	50	40
投资收益	14	93	75	60	50
营业利润	1178	1332	1632	2030	2536
营业外收入	4	3	3	3	3
营业外支出	6	6	6	6	6
利润总额	1176	1330	1630	2028	2534
所得税	133	160	194	252	318
少数股东损益	14	(2)	(3)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	1030	1172	1438	1779	2220

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	24%	10%	20%	21%	21%
营业利润	77%	13%	23%	24%	25%
归母净利润	72%	14%	23%	24%	25%
获利能力					
毛利率	31.1%	31.3%	32.0%	32.6%	33.1%
净利率	16.4%	16.9%	17.3%	17.7%	18.2%
ROE	11.7%	12.5%	14.0%	15.5%	17.1%
ROIC	10.4%	11.4%	13.0%	14.6%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	19.7%	20.4%	20.4%	20.8%	21.0%
净负债比率	0.8%	1.0%	0.3%	0.3%	0.0%
流动比率	2.0	2.0	2.2	2.4	2.6
速动比率	1.7	1.7	1.8	2.0	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	5.8	5.7	5.8	5.9	5.9
应收账款周转率	5.6	5.5	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	2.5	2.7	2.9	2.9	2.9
每股资料(元)					
EPS	0.74	0.84	1.03	1.28	1.60
每股经营净现金	1.29	0.97	1.18	1.40	1.67
每股净资产	6.49	7.03	7.76	8.73	9.94
每股股利	0.30	0.30	0.31	0.38	0.48
估值比率					
PE	44.7	39.2	32.0	25.8	20.7
PB	5.1	4.7	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	30.2	26.2	21.1	17.8	14.9

资料来源：公司数据、招商证券

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。