

## 水晶光电 (002273.SZ)

优于大市

## 盈利水平稳步增长，三条成长曲线打开长期发展空间

## 核心观点

**2025 年收入增长超 10%，归母净利润增长超 13%。**公司 2025 年营业收入 69.28 亿元 (YoY 10.37%)，主营业务在长期发展战略引领下实现高质量发展；归母净利润 11.72 亿元 (YoY 13.84%)，扣非归母净利润 10.44 亿元 (YoY 9.28%)，毛利率 31.29% (YoY 0.20pct)。

**2026 年一季度收入增长超 16%，归母净利润增长超 11%。**公司 1Q26 营业收入 17.21 亿元 (YoY 16.08%，QoQ -4.68%)，归母净利润 2.47 亿元 (YoY 11.69%，QoQ 30.44%)，扣非归母净利润 2.27 亿元 (YoY 9.74%，QoQ 92.85%)；毛利率 29.47% (YoY 1.52pct，QoQ -0.53pct)。

**消费电子业务稳固基本盘，多元场景拓展增量。**2025 年消费电子业务收入 58.92 亿元 (YoY 7.41%)，毛利率 31.56% (YoY -0.49pct)。作为业绩核心基本盘，公司持续优化产品盈利结构，微棱镜、安卓涂布滤光片维持高市占率；北美涂布滤光片实现量产，黑膜产品研发顺利推进。薄膜光学面板稳步增长，持续开拓无人机、智能穿戴、运动相机等非手机市场，打开全新增长空间。

**车载光学高速增长，AR 光波导持续攻坚产业化。**2025 年汽车电子 (AR+) 业务收入 5.86 亿元 (YoY 95.24%)，毛利率 26.83% (YoY 13.30pct)。公司巩固 AR-HUD 行业领先地位，车载光学元器件出货提升带动毛利率改善，国内高端车企配套实现突破，同步布局欧洲推进海外车企供应商认证。公司将反射光波导作为“一号工程”持续推进，优化核心工艺并搭建初步量产试制产线；衍射光波导深化头部客户合作，叠加光机与核心光学元器件研发，持续完善 AR 光学产品生态。

**AI 光学业务紧抓产业机遇，光存储+光通信双线布局。**AI 浪潮带动数据中心、光通信产业快速发展，公司迎来 AI 光学发展黄金窗口期。公司 AI 光学业务涵盖光存储与光连接两大方向：光存储进展国内领先，样品验证合格并取得两家头部客户订单，处于量产前验证阶段；光通信围绕“3+2”产品布局，充分依托公司底层光学制造技术，优先卡位行业核心大客户。

**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，看好三条成长曲线为公司发展注入强劲新动能，预计 2026-2028 年营业收入 85.07/101.85/117.88 亿元 (2026-2027 年前值 86.14/99.90 亿元)，归母净利润 14.43/17.65/21.13 亿元 (2026-2027 年前值 15.16/18.19 亿元)，当前股价对应 PE 分别为 24.4/19.9/16.6 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

|              | 2024  | 2025  | 2026E | 2027E  | 2028E  |
|--------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)   | 6,278 | 6,928 | 8,507 | 10,185 | 11,788 |
| (+/-%)       | 23.7% | 10.4% | 22.8% | 19.7%  | 15.7%  |
| 净利润 (百万元)    | 1030  | 1172  | 1443  | 1765   | 2113   |
| (+/-%)       | 71.6% | 13.8% | 23.0% | 22.3%  | 19.7%  |
| 每股收益 (元)     | 0.74  | 0.84  | 1.04  | 1.27   | 1.52   |
| EBIT Margin  | 16.5% | 17.3% | 18.0% | 18.4%  | 19.0%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 11.4% | 12.0% | 13.5% | 14.9%  | 16.0%  |
| 市盈率 (PE)     | 34.1  | 30.0  | 24.4  | 19.9   | 16.6   |
| EV/EBITDA    | 24.5  | 21.8  | 18.4  | 15.5   | 13.5   |
| 市净率 (PB)     | 3.89  | 3.60  | 3.29  | 2.97   | 2.67   |

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：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

S0980525080004

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

## 基础数据

投资评级

优于大市 (维持)

合理估值

收盘价

25.29 元

总市值/流通市值

35169/34447 百万元

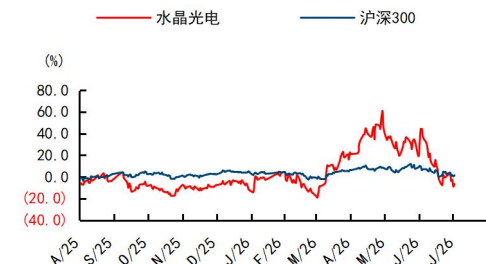
52 周最高价/最低价

44.30/20.43 元

近 3 个月日均成交额

2804.16 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) - 全球卓越的光学专家，新品升级与 AR 一号工程开启新征程》——2025-11-02

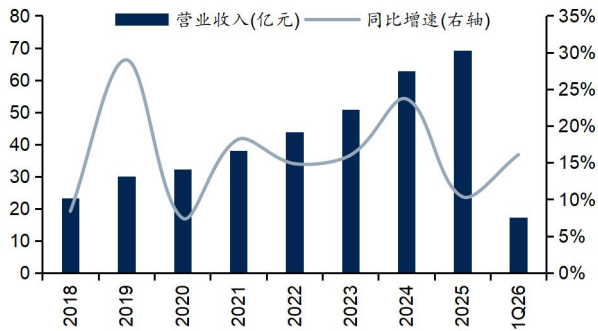
《水晶光电 (002273.SZ) - 上半年净利润增长 17%，AR 光学快速发展打开成长空间》——2025-09-01

《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

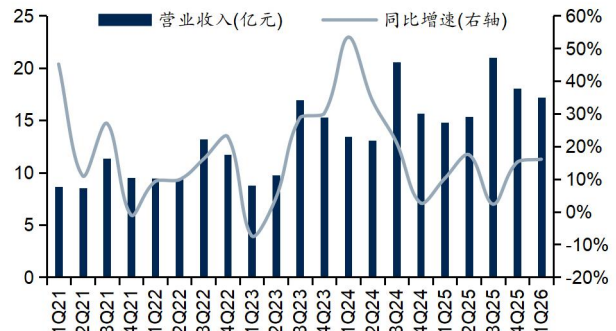
《水晶光电 (002273.SZ) - 上半年利润增长 140%，持续加强北美大客户合作与粘性》——2024-08-25

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



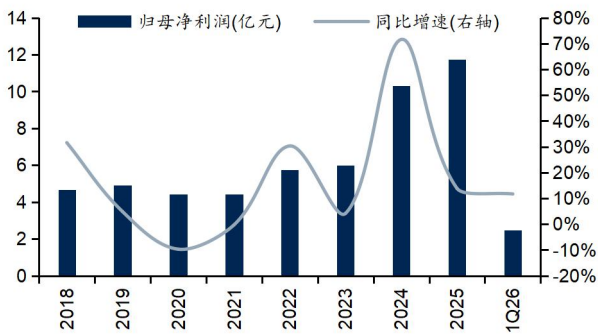
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度营业收入及增速（亿元，%）



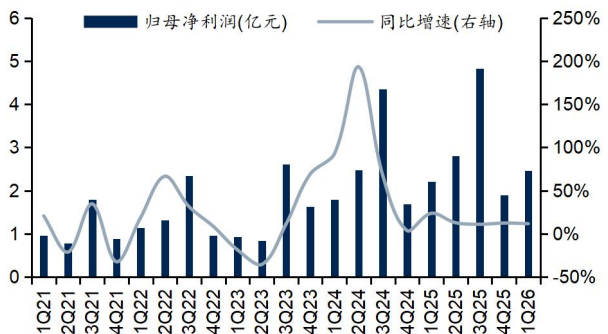
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元，%）



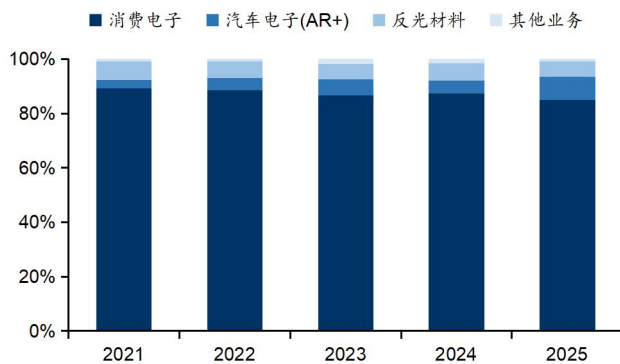
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度归母净利润及增速（亿元，%）



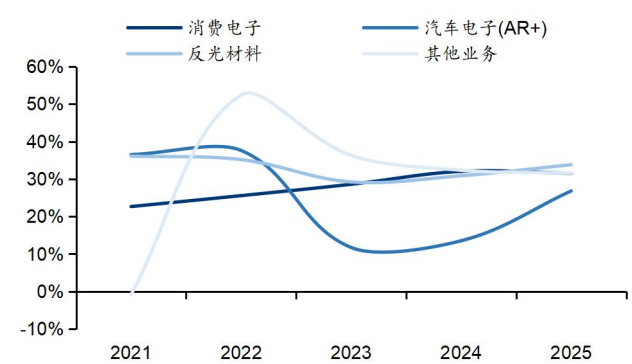
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司分产品营收占比



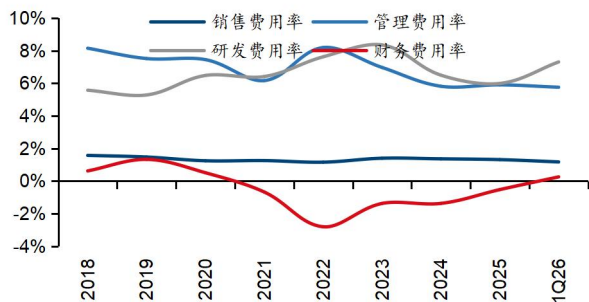
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司分产品毛利率（%）



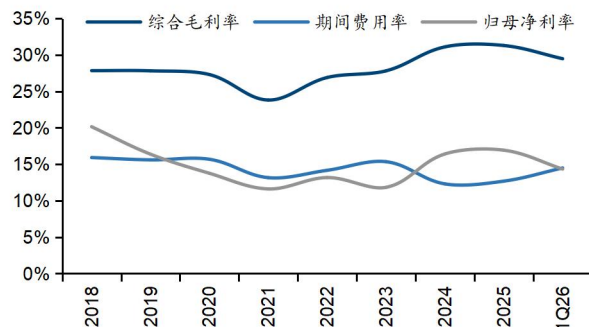
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司费用率



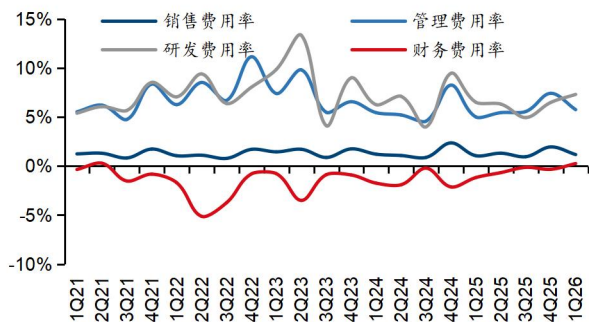
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司毛利率、净利率、费用率（%）



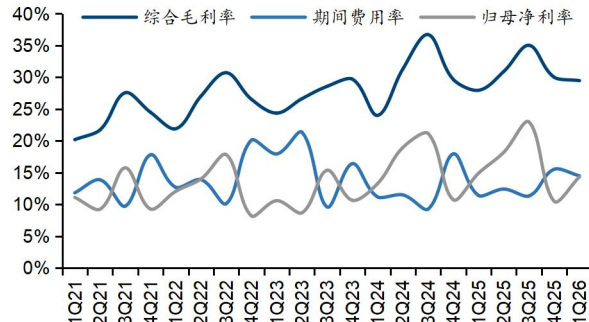
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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）       |              |              |              |              |              | 利润表（百万元）          |              |               |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        |                   | 2024         | 2025          | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
| 现金及现金等价物         | 2062         | 1330         | 2203         | 3182         | 4392         | 营业收入              | 6278         | 6928          | 8507         | 10185        | 11788        |
| 应收款项             | 1148         | 1448         | 1780         | 2041         | 2431         | 营业成本              | 4326         | 4761          | 5845         | 7032         | 8161         |
| 存货净额             | 785          | 884          | 1117         | 1332         | 1564         | 营业税金及附加           | 59           | 56            | 76           | 90           | 101          |
| 其他流动资产           | 138          | 198          | 229          | 263          | 320          | 销售费用              | 85           | 91            | 102          | 112          | 124          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4232</b>  | <b>4697</b>  | <b>6174</b>  | <b>7671</b>  | <b>9568</b>  | 管理费用              | 365          | 409           | 487          | 529          | 562          |
| 固定资产             | 5047         | 5702         | 5871         | 6005         | 6108         | 研发费用              | 408          | 415           | 468          | 550          | 601          |
| 无形资产及其他          | 445          | 488          | 468          | 449          | 429          | 财务费用              | (86)         | (36)          | (39)         | (62)         | (90)         |
| 其他长期资产           | 1130         | 1034         | 1034         | 1034         | 1034         | 投资收益              | 14           | 93            | 41           | 49           | 61           |
| 长期股权投资           | 826          | 796          | 826          | 870          | 885          | 资产减值及公允价值变动       | (50)         | (70)          | (52)         | (57)         | (60)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>11680</b> | <b>12717</b> | <b>14374</b> | <b>16028</b> | <b>18024</b> | 其他收入              | 93           | 75            | 81           | 76           | 69           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 88           | 122          | 116          | 109          | 116          | 营业利润              | 1178         | 1332          | 1637         | 2003         | 2398         |
| 应付款项             | 1677         | 1800         | 2483         | 2840         | 3333         | 营业外净收支            | (1)          | (2)           | (1)          | (2)          | (2)          |
| 其他流动负债           | 305          | 373          | 389          | 507          | 590          | <b>利润总额</b>       | <b>1176</b>  | <b>1330</b>   | <b>1636</b>  | <b>2002</b>  | <b>2397</b>  |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2070</b>  | <b>2294</b>  | <b>2987</b>  | <b>3456</b>  | <b>4039</b>  | 所得税费用             | 133          | 160           | 196          | 240          | 288          |
| 长期借款及应付债券        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 少数股东损益            | 14           | (2)           | (3)          | (3)          | (4)          |
| 其他长期负债           | 226          | 304          | 341          | 394          | 450          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>1030</b>  | <b>1172</b>   | <b>1443</b>  | <b>1765</b>  | <b>2113</b>  |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>226</b>   | <b>304</b>   | <b>341</b>   | <b>394</b>   | <b>450</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> |              |               |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>2296</b>  | <b>2598</b>  | <b>3328</b>  | <b>3850</b>  | <b>4488</b>  | 净利润               | 1044         | 1170          | 1440         | 1761         | 2109         |
| 少数股东权益           | 354          | 347          | 346          | 343          | 341          | 资产减值准备            | (1)          | 36            | 13           | 2            | 2            |
| 股东权益             | 9029         | 9772         | 10700        | 11835        | 13195        | 折旧摊销              | 495          | 537           | 566          | 638          | 692          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>11680</b> | <b>12717</b> | <b>14374</b> | <b>16028</b> | <b>18024</b> | 公允价值变动损失          | 50           | 70            | 52           | 57           | 60           |
| <b>关键财务与估值指标</b> |              |              |              |              |              | 财务费用              | (86)         | (36)          | (39)         | (62)         | (90)         |
| 每股收益             | 0.74         | 0.84         | 1.04         | 1.27         | 1.52         | 营运资本变动            | (578)        | (60)          | 153          | 22           | (46)         |
| 每股红利             | 0.42         | 0.30         | 0.37         | 0.45         | 0.54         | 其它                | 863          | (370)         | 26           | 61           | 89           |
| 每股净资产            | 6.49         | 7.03         | 7.69         | 8.51         | 9.49         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>1787</b>  | <b>1347</b>   | <b>2212</b>  | <b>2480</b>  | <b>2817</b>  |
| ROIC             | 15%          | 17%          | 20%          | 23%          | 27%          | 资本开支              | (924)        | (747)         | (781)        | (812)        | (837)        |
| ROE              | 11%          | 12%          | 13%          | 15%          | 16%          | 其它投资现金流           | (20)         | (921)         | (39)         | (52)         | (23)         |
| 毛利率              | 31%          | 31%          | 31%          | 31%          | 31%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(945)</b> | <b>(1668)</b> | <b>(820)</b> | <b>(864)</b> | <b>(860)</b> |
| EBIT Margin      | 16%          | 17%          | 18%          | 18%          | 19%          | 权益性融资             | 21           | 5             | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 24%          | 25%          | 25%          | 25%          | 25%          | 负债净变化             | 0            | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 24%          | 10%          | 23%          | 20%          | 16%          | 支付股利、利息           | (578)        | (418)         | (514)        | (629)        | (753)        |
| 净利润增长率           | 72%          | 14%          | 23%          | 22%          | 20%          | 其它融资现金流           | (158)        | (24)          | (6)          | (7)          | 7            |
| 资产负债率            | 23%          | 23%          | 26%          | 26%          | 27%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(715)</b> | <b>(437)</b>  | <b>(520)</b> | <b>(637)</b> | <b>(747)</b> |
| 息率               | 1.6%         | 1.2%         | 1.5%         | 1.8%         | 2.1%         | <b>现金净变动</b>      | <b>148</b>   | <b>(802)</b>  | <b>872</b>   | <b>979</b>   | <b>1210</b>  |
| P/E              | 34.1         | 30.0         | 24.4         | 19.9         | 16.6         | 货币资金的期初余额         | 1751         | 1899          | 1097         | 1969         | 2949         |
| P/B              | 3.9          | 3.6          | 3.3          | 3.0          | 2.7          | 货币资金的期末余额         | 1899         | 1097          | 1969         | 2949         | 4158         |
| EV/EBITDA        | 24.5         | 21.8         | 18.4         | 15.5         | 13.5         | 企业自由现金流           | 0            | 784           | 1284         | 1496         | 1779         |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流           | 0            | 760           | 1312         | 1543         | 1865         |

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<br>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 $\pm 10\%$ 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<br>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 $\pm 10\%$ 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