

水晶光电 (002273.SZ)

增持 (维持)

下游需求不振导致 Q1 业绩承压，期待潜望式微棱镜、汽车电子业务起量

电子

当前股价：12.66

事件：公司 4 月 25 日公告 23 年一季报，公司 23Q1 实现收入 8.76 亿元，同比-7.35%/环比-25.30%；归母净利润 0.93 亿元，同比-18.68%/环比-3.12%；扣非归母净利润 0.63 亿元，同比-22.04%/环比-26.74%。我们点评如下：

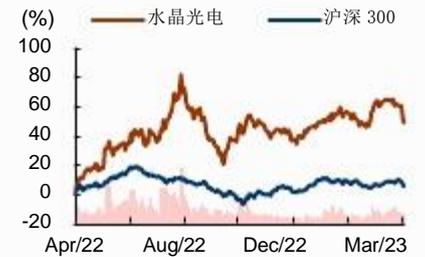
基础数据

总股本 (万股)	139063
已上市流通股 (万)	135511
总市值 (亿元)	176
流通市值 (亿元)	172
每股净资产 (MRQ)	6.0
ROE (TTM)	6.7
资产负债率	14.3%
主要股东	星星集团有限公司
主要股东持股比例	8.9%

→ 下游消费电子需求不振导致 23Q1 业绩承压。公司 23Q1 实现收入 8.76 亿元，同比-7.35%/环比-25.30%；归母净利润 0.93 亿元，同比-18.68%/环比-3.12%；扣非归母净利润 0.63 亿元，同比-22.04%/环比-26.74%，非经常性收益主要来自政府补助。毛利率 24.36%，同比+2.46pcts/环比-2.17pcts；净利率 10.89%，同比-1.75pcts/环比+2.71pcts。Q1 业绩承压主要系下游消费电子需求不振，同时公司布局的潜望式微棱镜等业务尚未起量。毛利率同比略有增长主要系薄膜光学面板业务的盈利能力提升。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	9	32
相对表现	-7	-1	32



资料来源：公司数据、招商证券

→ 展望未来，潜望式微棱镜、汽车电子将贡献 2023-24 年主要业绩增量。公司年报公布 2023 营收增速目标为 20-50%，增长点主要来自于：1) iPhone 今年新机的高端机型预计采用潜望式摄像头，未来潜望式摄像头将推广到更多机型中，且潜望式摄像头在安卓机的份额有望持续提升。iPhone 潜望式摄像头的光路设计复杂，公司作为微棱镜主要供应商，产品性突出、产能准备充足，预计 23Q2 将开始出货，未来几年此业务有望实现高速增长；2) 公司 A 客户薄膜光学面板份额仍然较低，未来两年有望进一步提升；3) 在汽车业务方面，公司 AR-HUD 产品进入深蓝等车企，随着深蓝新车发布将进一步起量；激光雷达保护罩等零部件配套国内大客户量产。4) 公司前瞻布局多种 AR 显示技术，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，有望打开长线空间。

相关报告

- 《水晶光电 (002273) —2023 营收目标增长 20%~50%，关注潜望式微棱镜、AR-HUD 业务起量》2023-04-12
- 《水晶光电 (002273) —国内光学元器件龙头厂商，汽车电子 AR+ 打开第二成长曲线》2022-10-26

→ 维持“增持”投资评级。我们看好公司潜望式微棱镜、汽车 AR-HUD/激光雷达、薄膜光学面板等业务的成长潜力，预测 23-25 年营收为 59.20/72.64/87.39 亿元，归母净利润为 7.01/8.65/10.89 亿元，对应 EPS 0.50/0.62/0.78 为元，对应当前股价 PE 为 25.1/20.4/16.2 倍，维持“增持”评级。

→ 风险提示：下游需求不及预期风险，行业竞争加剧风险，技术迭代风险，宏观经济及政策风险。

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

王恬 S1090522090002

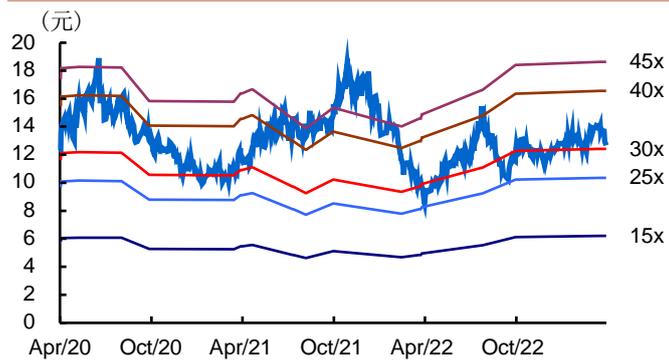
wangtian2@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3809	4376	5920	7264	8739
同比增长	18%	15%	35%	23%	20%
营业利润(百万元)	499	618	752	927	1167
同比增长	-6%	24%	22%	23%	26%
归母净利润(百万元)	442	576	701	865	1089
同比增长	-0%	30%	22%	23%	26%
每股收益(元)	0.32	0.41	0.50	0.62	0.78
PE	39.8	30.6	25.1	20.4	16.2
PB	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8

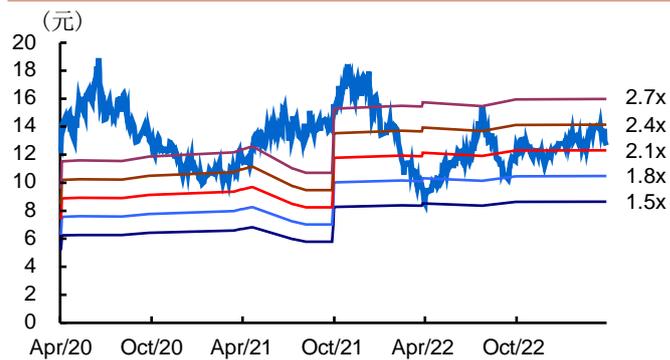
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 水晶光电历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 水晶光电历史 PB Band



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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	4861	4296	4821	5619	6674
现金	3203	2530	2464	2719	3183
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	6	1	1	1	1
应收款项	813	799	1055	1295	1558
其它应收款	48	28	38	46	56
存货	550	700	942	1162	1402
其他	241	238	322	395	475
非流动资产	4974	5982	6302	6588	6845
长期股权投资	660	704	704	704	704
固定资产	3058	3447	3814	4142	4436
无形资产商誉	341	376	338	305	274
其他	915	1455	1445	1437	1431
资产总计	9835	10279	11123	12207	13520
流动负债	1258	1570	1969	2370	2818
短期借款	82	127	65	55	55
应付账款	1054	1290	1755	2165	2611
预收账款	4	4	5	6	8
其他	118	149	144	144	144
长期负债	180	191	191	191	191
长期借款	0	0	0	0	0
其他	180	191	191	191	191
负债合计	1438	1762	2160	2561	3009
股本	1391	1391	1391	1391	1391
资本公积金	4226	4012	4012	4012	4012
留存收益	2445	2744	3167	3822	4651
少数股东权益	336	370	393	421	457
归属于母公司所有者	8061	8147	8570	9224	10054
权益及权益合计	9835	10279	11123	12207	13520

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	709	842	830	1047	1333
净利润	461	595	724	893	1125
折旧摊销	316	360	411	443	473
财务费用	(5)	(23)	(50)	(30)	10
投资收益	(61)	(54)	(131)	(131)	(131)
营运资金变动	(14)	(47)	(135)	(139)	(154)
其它	12	11	11	10	11
投资活动现金流	(2104)	(716)	(600)	(600)	(600)
资本支出	(904)	(983)	(732)	(732)	(732)
其他投资	(1200)	267	131	131	131
筹资活动现金流	1866	(483)	(296)	(190)	(269)
借款变动	(227)	(107)	(68)	(10)	0
普通股增加	173	0	0	0	0
资本公积增加	2101	(214)	0	0	0
股利分配	(244)	(278)	(278)	(210)	(259)
其他	63	116	50	30	(10)
现金净增加额	471	(357)	(67)	256	463

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3809	4376	5920	7264	8739
营业成本	2903	3199	4351	5368	6475
营业税金及附加	34	34	47	57	69
营业费用	48	51	69	84	87
管理费用	235	358	432	472	507
研发费用	244	333	426	487	524
财务费用	(26)	(123)	(50)	(30)	10
资产减值损失	(23)	(36)	(25)	(30)	(30)
公允价值变动收	14	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	75	79	79	79	79
投资收益	61	54	54	54	54
营业利润	499	618	752	927	1167
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	4	4	4	4	4
利润总额	497	615	749	925	1165
所得税	35	20	25	32	40
少数股东损益	19	19	23	28	36
归属于母公司净利	442	576	701	865	1089

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	18%	15%	35%	23%	20%
营业利润	-6%	24%	22%	23%	26%
归母净利润	-0%	30%	22%	23%	26%
获利能力					
毛利率	23.8%	26.9%	26.5%	26.1%	25.9%
净利率	11.6%	13.2%	11.8%	11.9%	12.5%
ROE	6.5%	7.1%	8.4%	9.7%	11.3%
ROIC	5.9%	5.6%	7.6%	9.2%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	14.6%	17.1%	19.4%	21.0%	22.3%
净负债比率	0.9%	1.3%	0.6%	0.5%	0.4%
流动比率	3.9	2.7	2.4	2.4	2.4
速动比率	3.4	2.3	2.0	1.9	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7
存货周转率	5.6	5.1	5.3	5.1	5.1
应收账款周转率	4.5	5.4	6.4	6.2	6.1
应付账款周转率	2.7	2.7	2.9	2.7	2.7
每股资料(元)					
EPS	0.32	0.41	0.50	0.62	0.78
每股经营净现	0.51	0.61	0.60	0.75	0.96
每股净资产	5.80	5.86	6.16	6.63	7.23
每股股利	0.20	0.20	0.15	0.19	0.23
估值比率					
PE	39.8	30.6	25.1	20.4	16.2
PB	2.2	2.2	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	22.8	21.1	15.9	13.2	10.7

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。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，14 年证券从业经验，08-11 年中信证券，11 年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT 及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20/21/22 年《新财富》电子最佳分析师第 2/5/2/2/4/3/3/4/3/5 名，11/12/14/15/16/17/18/19/20 年《水晶球》电子第 2/4/1/2/3/3/2/3/3 名，10/14/15/16/17/18/19/20 年《金牛奖》TMT/电子第 1/2/3/3/3/3/2/2/1 名，2018/2019 年最具价值金牛分析师。

曹辉：上海交通大学工学硕士，2019/2020 年就职于西南证券/浙商证券，2021 年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

王恬：电子科技大学金融学、工学双学士，北京大学金融学硕士，2020 年在浙商证券，2021 年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

程鑫：武汉大学工学、金融学双学士，中国科学技术大学硕士，2021 年加入招商电子团队，任电子行业研究助理。

湛薇：华中科技大学工学学士，北京大学微电子硕士，2022 年加入招商证券，任电子行业研究助理。

涂昆山：昆士兰大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士，2023 年加入招商电子团队，任电子行业研究助理。

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。