

002273.SZ

买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 12.50

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(6.7)	15.4	(2.0)	(0.4)
相对深圳成指	(8.9)	6.5	(3.4)	16.1

发行股数(百万)	1,390.63
流通股(百万)	1,357.91
总市值(人民币 百万)	17,382.90
3 个月日均交易额(人民币 百万)	342.01
主要股东	
星星集团有限公司(境内)	8.9

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2024 年 3 月 13 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
电子：光学光电子

证券分析师：苏凌瑶
lingyao.su@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522080003

水晶光电

微棱镜、车载 HUD 动力强劲，元宇宙光学空间大

水晶光电是国内领先的光学企业，业务聚焦于摄像头滤光片、薄膜光学面板、汽车电子、反光材料等。经过二十多年发展，目前公司中期有微棱镜、HUD 业务提供明确成长动力，长期在 AR 光波导赛道具备卡位优势，具备较好投资价值。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **微棱镜业务 2023 年首次放量，将持续受益潜望式摄像头搭载率提升。**潜望式摄像头具有高光学变焦+轻薄优势，构筑智能手机差异化竞争力，微棱镜是潜望式摄像头的核心元器件。2023 年 9 月，苹果 iPhone 15 系列首次搭载潜望式摄像头新一轮潮流。微棱镜加工难度大，对供应商要求较高。公司是大客户潜望式微棱镜主要供应商，也是安卓系微棱镜供应商，未来潜望式摄像头搭载率有望持续提升，公司较为受益。
- **AR-HUD 量产龙头，具备技术优势，有望随渗透率提升快速成长。**AR-HUD 产品具有驾驶体验好、与智能驾驶有效结合等特性，是车企差异化重要保障。国内乘用车 HUD 渗透率快速提升，2023 为 9.8%，2025 年有望突破 30%，其中 AR-HUD 潜力更大。公司具备光学设计优势，产品竞争力强。根据高工智能汽车，公司 2023 年国内 AR-HUD 出货量第一，在红旗 EHS9、长安深蓝 SL03、S7 等车型均有成功量产经验，并是首家拓展海外车企的本土 HUD Tier 1 厂商。我们认为公司汽车业务已度过消费电子企业上车最艰难的时刻，未来有望随行业快速成长。
- **AR 光波导有望成为公司跨越式发展的新阵地，具备卡位优势。**AR 眼镜有望对标智能手机成为下一代计算平台，具备更大屏幕、第一视角、解放双手等独特价值，远期市场空间较大。光波导是 AR 眼镜形态落地的关键零部件，但面临技术还不够成熟的难点，多种技术路径均面临量产前的升级状态。公司在元宇宙方向技术储备达十余年，在 Birdbath、衍射光波导、几何光波导等技术均有布局；借助微棱镜项目的锻炼，公司在几何光波导卡位优势明显，有望助力公司成为元宇宙时代核心供应商。
- **传统业务基石稳固，预计增长稳定。**滤光片：公司是全球手机滤光片龙头，市场空间/竞争相对稳固，产品将迎来向吸收反射式滤光片的升级，该业务公司收入有望得到稳步成长。薄膜光学面板：大客户带动该业务营收和毛利率快速提升，未来仍保持合理增长。反光材料：子公司夜视丽已突破微棱镜类高端反光材料的业务壁垒，我们预计可受益国产替代稳定成长。

估值

- 我们预计公司 2023-2025 年实现每股收益 0.43 元/0.58 元/0.72 元，对应市盈率 28.9 倍/21.5 倍/17.4 倍。首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济波动风险、大客户依赖风险、组织能力不匹配战略转型风险、汇率风险、AR 眼镜落地时间低于预期风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	3,809	4,376	5,396	6,856	8,015
增长率(%)	18.2	14.9	23.3	27.0	16.9
EBITDA(人民币 百万)	644	730	997	1,330	1,705
归母净利润(人民币 百万)	442	576	600	805	997
增长率(%)	(0.3)	30.3	4.1	34.1	24.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.32	0.41	0.43	0.58	0.72
市盈率(倍)	39.2	30.0	28.9	21.5	17.4
市净率(倍)	2.1	2.1	2.0	2.0	1.8
EV/EBITDA(倍)	31.3	17.4	14.0	10.4	8.0
每股股息(人民币)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
股息率(%)	1.2	1.7	1.7	2.2	2.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

1.经营稳健的光学龙头，迈入发展新阶段	5
1.1 国内光学龙头企业，五大类业务构筑光学产业布局	5
1.2 财务特征：经营稳健，重视研发，经营净现金流好；从轻资产转向重资产模式	8
1.3 经营回溯：工艺壁垒、商业嗅觉、组织进化能力是公司制胜的关键	12
1.4 当下定位：基石/成长/未来业务梯度清晰，进入新一轮成长周期	14
2.成长业务一：微棱镜业务受益潜望式摄像头进一步普及	16
2.1 潜望式摄像头具有高光学变焦+轻薄优势，2024 年或再度引发潮流	16
2.2 苹果潜望式方案与传统方案不同，对微棱镜的量产工艺要求极高	18
2.3 大客户微棱镜主供，深度受益潜望式摄像头普及，自身组织能力亦得到锻炼	19
3.成长业务二：车载 HUD 跨界竞争，具备技术优势	21
3.1 AR-HUD：体验提升+辅助智驾成就需求刚性，助力车企构筑差异化	21
3.2 车载 HUD：国内市场高速增长，搭载率约 10%，W-HUD 为主流，AR-HUD 潜力大	21
3.3 车载 AR-HUD 竞争：仍面临技术、厂商、价格的不确定，处于窗口期的赛跑	23
3.4 AR-HUD 量产龙头，绑定核心客户、突破海外市场，公司车载业务有望胜出	26
4.未来业务：AR 光波导有望成为公司跨越式发展的新阵地	28
4.1 AR 眼镜有望成为智能手机级别的下一代计算平台，市场空间广阔	28
4.2 光波导是实现消费级 AR 眼镜形态的关键零部件	29
4.3 光波导技术路线未定，阵列光波导的量产速度与衍射光波导的性能提升速度成竞争焦点	30
4.4 客户、技术、量产工艺等具独到优势，或成元宇宙时代核心供应商	33
5.基石业务竞争态势稳固，提供稳定现金流	35
5.1 滤光片：起家业务，市场空间/竞争相对稳固，产品将迎新一轮升级	35
5.2 薄膜光学面板：大客户带动份额快速提升，预计未来将保持稳定成长	37
5.3 反光材料：积极向高端玻璃微珠、微棱镜方向实现国产替代	38
盈利预测与投资建议	40
风险提示	42

图表目录

股价表现	1
投资摘要	1
图表 1. 公司发展历史沿革	5
图表 2. 2022 年五大业务板块营收占比	6
图表 3. 公司五大业务板块及主要产品介绍	7
图表 4. 2024 年 2 月 5 日水晶光电公司股权结构图	8
图表 5. 2017-2023Q3 营收及同比增速	8
图表 6. 2017-2023Q3 公司归母净利及同比增速	8
图表 7. 2021-2023H1 营收占比（分业务）	9
图表 8. 2017-2023Q3 营收占比（分区域）	9
图表 9. 公司 2018-2021 年毛利率/净利率缓慢下滑，近三年逐渐平稳	9
图表 10. 2018-2023Q3 期间公司费用率情况	10
图表 11. 2018-2023H1 研发费用情况	10
图表 12. 公司经营现金收回情况较好	10
图表 13. 公司应付款项周转天数高于应收款项周转天数	11
图表 14. 2017-2023Q3 总资产周转率及固定资产与营收对比	11
图表 15 公司业务拓展历程及营收变动历史	12
图表 16. 公司围绕核心工艺/技术拓展新业务	13
图表 17. 公司建立了面向未来的业务矩阵	14
图表 18 公司各类型业务成长空间对比	15
图表 19. 传统摄像头与潜望式摄像头排布方式不同	16
图表 20. 华为 Mate 60 pro 的潜望式摄像头	16
图表 21. 近期发布的搭载潜望式摄像头的主流旗舰机型	17
图表 22. OPPO Find X7 Ultra 双潜望示意图	17
图表 23. OPPO Find X7 Ultra 双潜望实物图	17
图表 24. 传统潜望式摄像头光路	18
图表 25. 苹果“四重反射”潜望式摄像头光路	18
图表 26. 四折棱镜的入射区域和出射区域需镀抗反射膜	19
图表 27. 四折棱镜的反射区域需涂黑	19
图表 28. 微棱镜项目是水晶工艺、设备、生产运营能力集大成的体现	20
图表 29. HUD 产品分类与技术特点	21
图表 30. 理想 L9 采用 HUD 替代传统仪表盘	22
图表 31. 深蓝 S7 采用 HUD 替代传统仪表盘	22
图表 32. 2022-2023 年中国在售乘用车 HUD（分价格）装配率	22
图表 33. HUD 硬件结构及显示效果	23
图表 34. HUD 光机方案及技术对比	24

图表 35. 2022 年全球 HUD 供应商份额.....	24
图表 36. 2022 年中国 HUD 供应商份额.....	24
图表 37. 国内量产 AR-HUD 的相关车型汇总.....	25
图表 38. 2024 年度车载前装 AR-HUD 本土供应商竞争力 TOP 10.....	26
图表 39. AR 眼镜有望成为新一代计算平台	28
图表 40. 光波导工作原理图	29
图表 41. 光波导在 AR 眼镜的示意图（以 Lumus 阵列光波导为例）	29
图表 42. AR 眼镜主要光学方案对比.....	30
图表 43. 光波导产品示意图	31
图表 44. 表面浮雕衍射光波导（左）与阵列光波导（右）的显示效果对比	31
图表 45. 表面浮雕衍射光波导要实现单层全彩难度较大	32
图表 46. 三种光波导技术参数总结.....	33
图表 47. 阵列光波导与微棱镜项目在工艺、自动化等方面存在较多共同点	34
图表 48. IRCF 在镜头中位于感光芯片与马达之间	35
图表 49. 红外截止滤光片技术持续迭代	35
图表 50. 2023 年公司手机滤光片组件出货量份额全球第一	36
图表 51. 公司 2022 年滤光片业务毛利率超越竞争对手	36
图表 52. 吸收反射复合型滤光片与蓝玻璃光谱曲线对比	36
图表 53. 吸收反射复合型滤光片可改善花瓣鬼影问题.....	36
图表 54. 公司薄膜光学面板产品介绍	37
图表 55. 公司薄膜光学面板业务营收快速增长、毛利率持续提升.....	38
图表 56. 中国反光材料市场维持稳定增长	38
图表 57. 公司盈利预测拆分	41
图表 58. 相对估值.....	41
利润表(人民币 百万)	43
现金流量表(人民币 百万).....	43
财务指标	43
资产负债表(人民币 百万).....	43

1.经营稳健的光学龙头，迈入发展新阶段

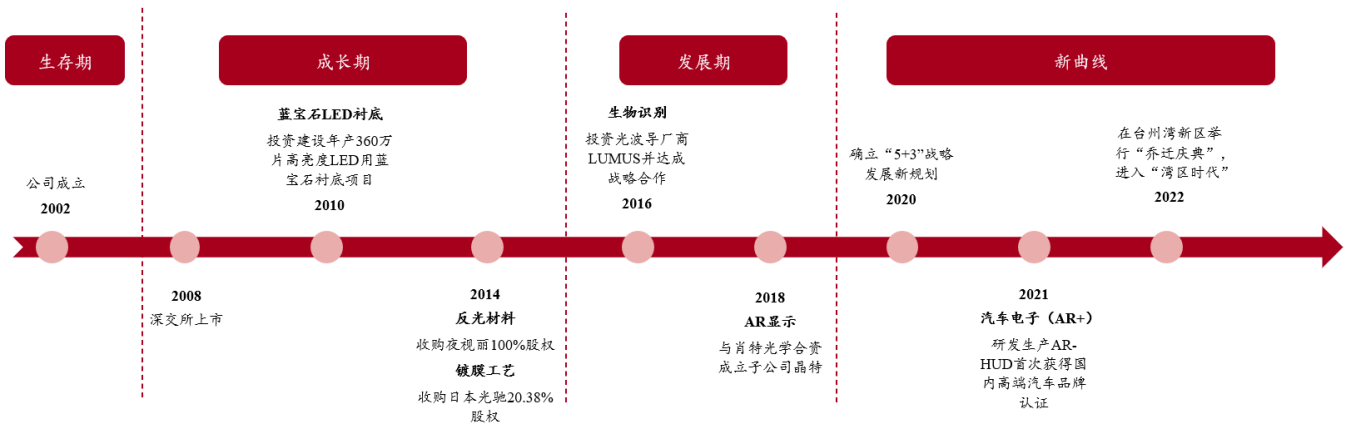
1.1 国内光学龙头企业，五大类业务构筑光学产业布局

公司成立于 2002 年，专注于光学影像、薄膜光学面板、汽车电子（AR+）、反光材料等领域相关产品的研发、生产和销售，是国内光学龙头企业。公司起家于光学镀膜和光学冷加工技术研发，深耕光学行业二十余载，现致力于从核心元器件到模组及解决方案的一站式专业服务。目前在消费电子、车载光电、元宇宙光学三大赛道拥有综合竞争优势，产品广泛应用于智能手机、数码相机、平板电脑、可穿戴设备、笔记本电脑、安防监控、汽车电子、防护用品等下游终端产品，公司与国内外终端客户建立了长期合作关系。

公司发展历程分为四个阶段：

- 1) 生存期（2002-2006 年）：**从 2002 年公司成立到 2006 年公司完成股份制改革，用短短数年时间，公司布局范围从华南市场推广到日本市场，主要产品从应用于安防监控的光学低通滤波器（OLPF）到应用于手机摄像头的红外截止滤光片，公司完成了生存期的蜕变。
- 2) 成长期（2007-2014 年）：**2008 年公司成功在深交所上市，进入快速发展车道。2010 年公司投资建设高亮度 LED 用蓝宝石衬底项目，2014 年收购反光材料龙头企业夜视丽成功进入反光材料行业，并且收购日本光驰 20.38% 股权精进镀膜工艺。
- 3) 发展期（2015-2018 年）：**2015 年，公司推行阿米巴经营管理方法，并通过对外合作拓展业务方向，2016 年公司与全球光波导领导厂商 LUMUS 达成战略合作，2018 年与德国肖特成立控股子公司浙江晶特。到 2018 年底，水晶光电的产品技术已经拓展到 3D 成像、生物识别、AR 虚拟现实、反光材料等领域。
- 4) 新曲线（2019-至今）：**启动第二次发展曲线并确立“5+3”战略规划。

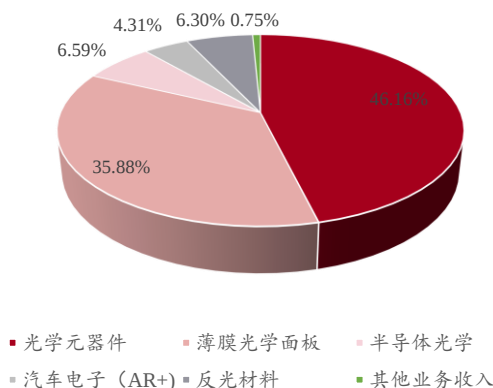
图表 1. 公司发展历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

2019 年至今公司确立“5+3”战略布局，即构建光学元器件、薄膜光学面板、半导体光学、汽车电子（AR+）、反光材料五大业务板块和大中华区、欧美区、泛亚太区三大市场板块。2022 年五大业务板块收入占比分别为 46.16%/35.88%/6.59%/4.31%/6.30%。

图表 2. 2022 年五大业务板块营收占比



资料来源：公司 2022 年报，中银证券

五大业务板块：

- 1) 光学元器件：**主要包括手机摄像头用红外截止滤光片、潜望式摄像头用微棱镜、相机用低通滤波器等。光学元器件发挥“压舱石”作用，2022 年营收 20.20 亿元，新产品吸收反射复合型滤光片快速在智能手机中高端机型中推广应用，公司投入主要资源推进的微棱镜模块战略项目于 2023 年落地，将提供未来增长动力。
- 2) 薄膜光学面板：**主要产品包括摄像头盖板、指纹识别盖板、智能手表盖板等。该业务过去几年业绩持续创新高，快速发展成为公司第二大主业，较好支撑公司业绩增长。随着黄金线建设拉开公司智能制造序幕，产品线各工序将实现自动化流水线串连，该业务板块毛利率水平有望进一步提升。
- 3) 半导体光学：**主要包括 3D 传感器窄带滤光片、DOE/Diffuser 等采用半导体微纳工艺制作的光学元器件。随着公司不断探索 新型 DOE、超声波屏下指纹等新产品，并通过对晶圆加工技术、微纳加工技术和光刻技术等持续开发，有望加快半导体光学业务发展速度。
- 4) 汽车电子 (AR+)：**主要产品有 AR-HDU/W-HUD、车载激光雷达视窗片、反射/衍射光波导光学模组、VR Pancake 光学模组等。车载 AR-HUD 成功实现量产，VR Pancake 技术完成开发并实现光学模组小批量试产，反射/衍射光波导光学模组正在积极研发过程中。汽车电子业务有望成为公司二次成长新动能。
- 5) 反光材料：**主要包括服装箱包类反光织物、车牌/交通类反光膜产品。子公司夜视丽为国产反光材料龙头企业，积极推进新品落地与新市场开发。随着 2022 年全面搬迁至新厂区，正式迈入反光材料滨海新时代。

图表 3. 公司五大业务板块及主要产品介绍

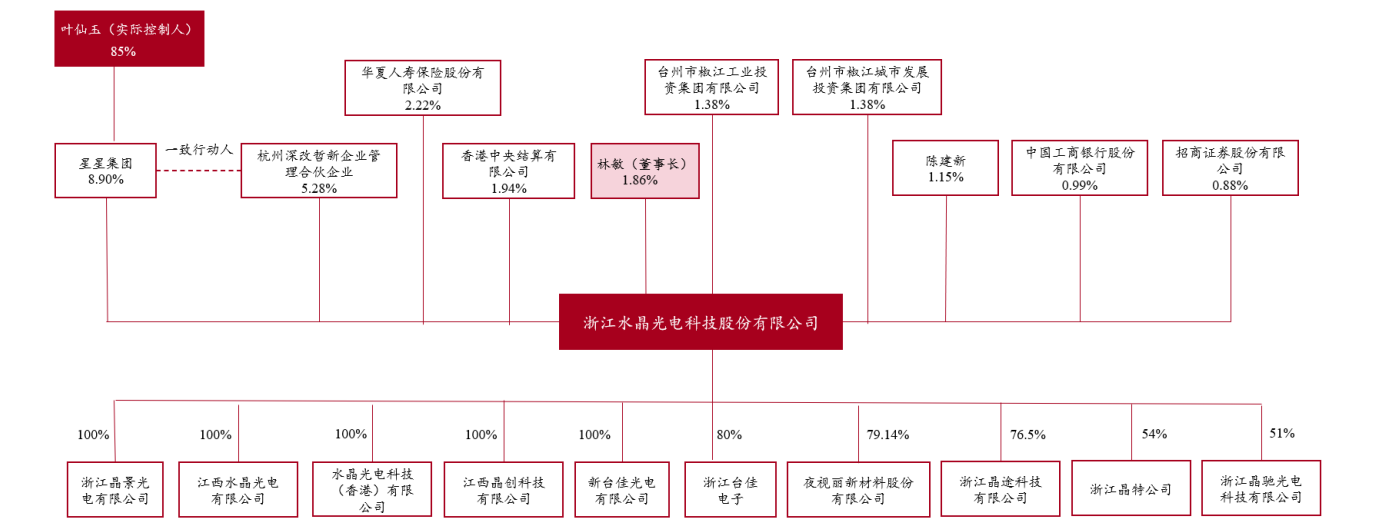
业务板块	产品	介绍
光学元器件	红外截止滤光片及其组立件	英文简称为 IRCF，是一种允许可见光透过、截止或反射红外光的光学滤光片；IRCF 组立件是通过自动组立设备和技术，将滤光片与支架胶合在一起。产品应用于成像摄像头（手机、相机、车载等场景）
	吸收反射复合型滤光片	通过使用复合材料和新的镀膜设计，引入半导体光学工艺，提升产品光学、机械性能，产品主要用于手机主摄像头，可极大改善特殊场景中红色花瓣鬼影及色差问题
	微型光学棱镜模块（MPOA）	通过光学级玻璃的超精密冷加工技术，加工出不同形状的光学棱镜器件，结合镀膜、胶合和印刷等技术，产品具备将光路实现特定角度的折射或反射、分光或合光性能，通常应用于手机潜望式摄像头等各类成像和光源模组
	光学低通滤波器及组合片	多片组合型滤光片，能有效滤除莫尔条纹，进行色差补正和更好的还原图像真实色彩。产品应用于数码相机、摄像机、监控器等
	超低反射吸光膜	由不同高低折射率的材料堆叠而成的膜系，通过干涉原理形成可见光波段的超低反射，加上基材本身具备不透光性，配合膜系的超低反射率使产品达到吸光效果，提升成像质量
薄膜光学面板业务	摄像头盖板	应用于手机/pad/无人机/相机等镜头保护盖板，通过光学镀膜，阻隔红外、紫外波段，有效减少成像“鬼影”现象，使手机拍照色彩更加真实饱满，细节更加清晰，光学折射率高（厚度更薄）；并且耐冲击和抗划伤
	指纹识别盖板	产品应用于手机/PAD 等，作为 Touch ID 可以实现解锁、支付等功能，指纹按键触感舒适，具备防指纹、耐污损等用户体验
	智能手表盖板	应用于传统手表、智能手表上，一类产品通过镀膜实现人体心跳、脉搏等参数传导，实现人体健康监测功能；另一类产品通过镀膜减少玻璃反射，同样效果降低显示亮度，降低功耗，提升续航。同时两类产品都具有增强玻璃表面硬度，提升产品抗摩擦等能力
半导体光学业务	接近光传感器滤光片/3D 窄带滤光片	在玻璃表面镀制某波段带通光谱，实现特定波段光谱通过，其他波段截止要求。产品应用于手机接近光传感器、投影仪自动对焦、多种方案的 3D 摄像头发射及接收端模组、TWS 耳机
	ITO 图形化元器件	在特定光学（或半导体）产品基片上镀制透明 ITO 薄膜，并利用半导体技术刻蚀成客户要求的图形线路和电阻值，达到高透光率及导电功能
	DOE/Diffuser	衍射光学元件（DOE）是基于光的衍射原理，采用半导体设备及工艺技术，在基片表面制作不同的微纳形貌，使其达到将一束光变成光斑点阵的光器件；Diffuser 是入射界面为特定设计的自由曲面，光射出后产生光强在特定 FOV 内均匀调制的匀光器件
	屏下指纹镀膜	在屏下指纹芯片上通过镀膜增加光学性能，其中屏下摄像头采用特殊的 IR 滤光片技术。用于智能手机屏下摄像头
汽车电子（AR+）	AR-HDU/W-HUD	AR-HUD/W-HUD 是汽车抬头显示器，利用 TFT、DLP 成像技术，将车速、导航等信息投影在驾驶员前方，驾驶员可以拓展并增强自己对于驾驶环境的感知，消除视觉盲区。AR-HUD 更好的结合了 ADAS 采集到的数据，进行场景融合，在我们看到的真实世界中覆盖上数字图像，使得 HUD 投射出来的信息与真实的驾驶环境融为一体
	车载激光雷达视窗片	应用在车规级雷达产品上，极大提升近红外波段各角度透过率，具有保护激光雷达产品同时提升激光雷达探测全方位精准度和识别清晰度
	AR Birdbath 光学模组	利用光路的多次反射，最终将图像源投射到人眼视网膜上，人眼可观察到虚像。Birdbath 类 AR 眼镜，其中一个应用可作为手机拓展屏，通过 AR 眼镜，观察到约 100 寸的大幅画面，获得更好的直观体验。也可以叠加现实场景，实现虚拟及现实世界的融合
	AR 衍射/反射光波导光学模组	将文字，图像等信息，利用衍射/反射光波导技术，在人眼前形成虚拟图像，虚拟图像与现实场景融合，给用户带来全新的体验 该模组未来可通过 AR 眼镜广泛应用于娱乐、运动、工业等领域应用广泛，可用于信息提示等场景
	VR Pancake 光学模组	利用光的偏振特性，通过半透半反膜、反射偏振片等使光在光学模组中反射多次，达到“折叠”光学路径的目的，从而大幅降低 VR 头显重量及尺寸，提升用户的佩戴体验
反光材料业务	反光织物	主要产品包括 T/C 反光布、阻燃反光布、反光热帖等，应用于服装、鞋帽、箱包等领域
	反光膜（玻璃微珠型、微棱镜型）	主要产品包括工程级反光膜、高强级、超强级、微棱镜反光膜等，应用于汽车号牌、道路路牌、交通标识、车身贴等领域

资料来源：公司 2022 年报，中银证券

公司股权较为分散，推出七期股权激励计划，加强管理层利益绑定。

截至 2024 年 2 月 5 日，公司实控人为星星集团叶仙玉先生。公司前十大股东共持有 25.98% 的股份，其中叶仙玉先生通过星星集团有限公司间接持股 7.57%，公司第一大股东星星集团及其一致行动人杭州深改哲新企业管理合伙企业分别持有公司 8.9% 和 5.28% 股份，合计持股 14.18%。公司管理团队对公司的战略方针、经营管理负责，控股股东通过董事会、股东大会对公司重大决策进行审议并表决。为加强管理层利益与公司利益深度绑定，公司不断推出股权激励，已经推出了七期员工持股计划。公司旗下拥有江西水晶、浙江晶景、江西晶创、新台佳、夜视丽、浙江晶途和浙江晶特等多家子公司。

图表 4. 2024 年 2 月 5 日水晶光电公司股权结构图

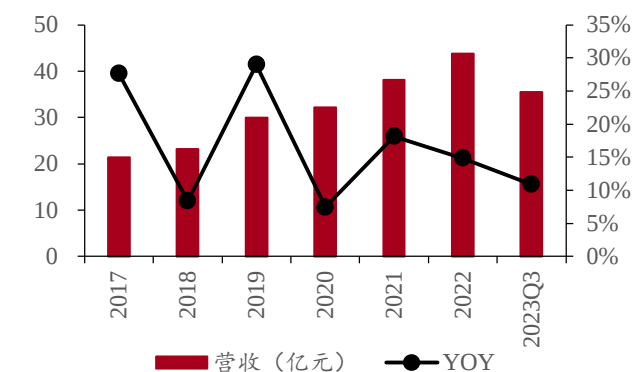


资料来源：iFinD，公司公告，中银证券

1.2 财务特征：经营稳健，重视研发，经营净现金流好；从轻资产转向重资产模式 公司财务状况稳健，研发费用率持续提升

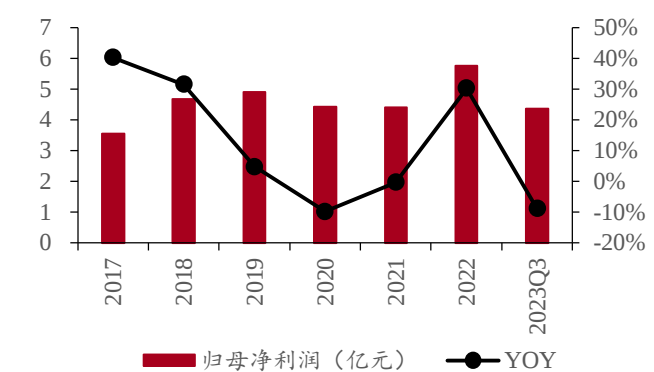
公司营收规模稳步扩张，净利润略有波动，研发投入加大致 23 年前三季度净利润负增长。公司 2022 年营业收入为 43.76 亿元，同比增长 14.86%；归属于母公司净利润为 5.76 亿元，同比增长 30.30%，利润增速显著高于收入增长，主要因薄膜光学面板业务营收及毛利率双提升所致。2023 年前三季度公司营业收入同比增长 10.87% 至 35.49 亿元，归母净利润出现负增长，主因 2023 年上半年消费电子行业需求疲弱以及公司为开发新品加大研发投入所导致。

图表 5. 2017-2023Q3 营收及同比增速



资料来源：iFinD，中银证券

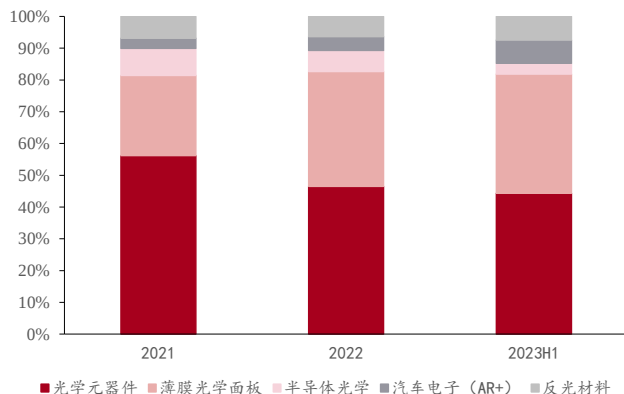
图表 6. 2017-2023Q3 公司归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，中银证券

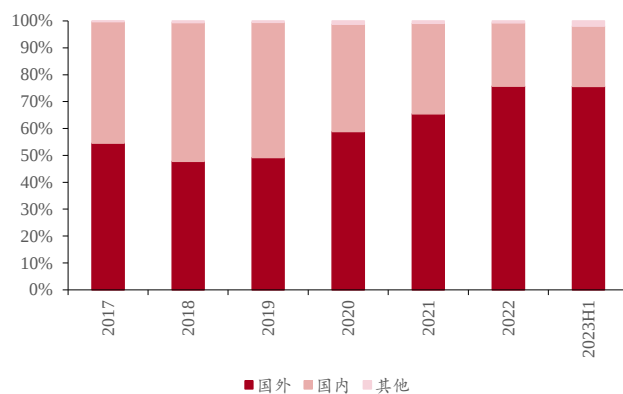
近年薄膜光学面板业务成长较快，海外营收占比不断提高。在业务板块方面，五大产业集群构建完成。公司抓住薄膜光学面板发展的契机，通过深化与北美大客户合作、开拓智能家居/游戏办公等非手机领域的应用、打造智能制造产线并加强研发落地等手段，推动该业务快速增长。截至 2023H1，公司光学元器件、薄膜光学面板、半导体光学、汽车电子（AR+）以及反光材料营收占比分别为 43.49% / 36.82% / 3.32% / 7.13% / 7.32%。从区域来看，公司以全球化视野和格局推进研发创新，在全球范围开展多方面的开放合作。自 2019 年提出“5+3”战略规划以来，海外营收占比从最初的 49.19% 逐渐提升至 2023 H1 的 75.62%，目前公司在美国、日本、新加坡、韩国等地均设立有子公司，2021 年在越南建厂，进一步提高了海外研发与供货能力。

图表 7. 2021-2023H1 营收占比（分业务）



资料来源：iFinD，中银证券

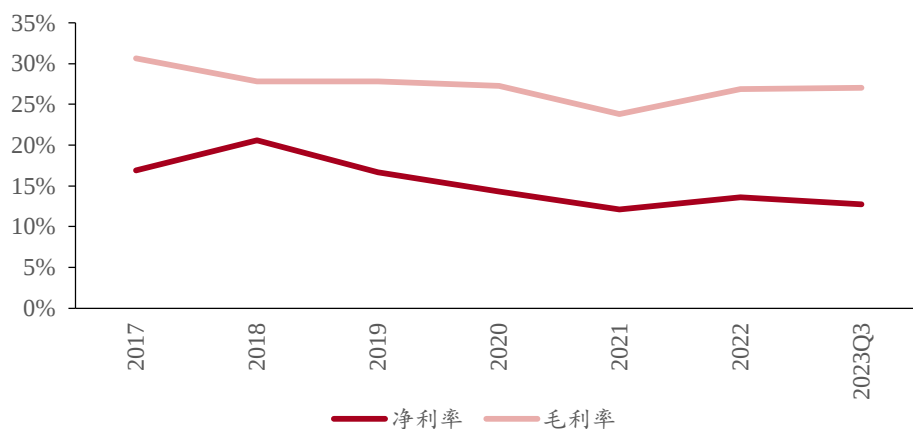
图表 8. 2017-2023Q3 营收占比（分区域）



资料来源：iFinD，中银证券

公司毛利率水平主要在 25%~30% 之间波动，净利润率在 15% 左右波动，整体较平稳。盈利能力因业务结构变化整体略有波动，净利率趋势性下滑主因低利润率水平的薄膜光学面板营收占比提升。2021 年毛利率下滑因为业务板块比重发生变化，毛利较高的反光材料业务占比下降、同时毛利较低的薄膜光学面板占比上升，导致综合毛利率和净利率降至 23.81% 和 12.11%。2022 年薄膜光学面板客户结构优化叠加黄金线建设提升良率，公司盈利能力得到提升，毛利率和净利率分别提升 3.09 个百分点和 1.49 个百分点。2023 年汽车电子业务影响净利率水平，因 HUD 产能利用率尚未真正提升、且 HUD 出现降价，导致汽车电子毛利率下降，带动整体净利率下降。预计未来随着新车型发布，公司毛利率和净利率有望逐步上升。

图表 9. 公司 2018-2021 年毛利率/净利率缓慢下滑，近三年逐渐平稳

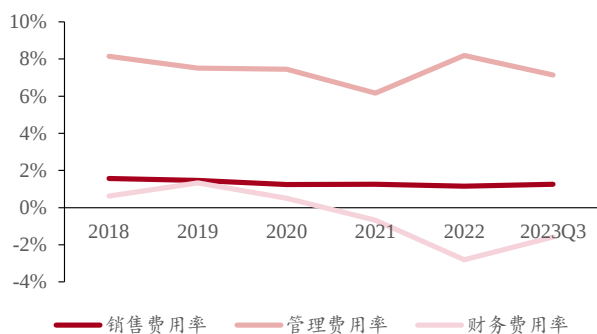


资料来源：iFinD，中银证券

公司费用率整体控制较好，研发费用显著提升。

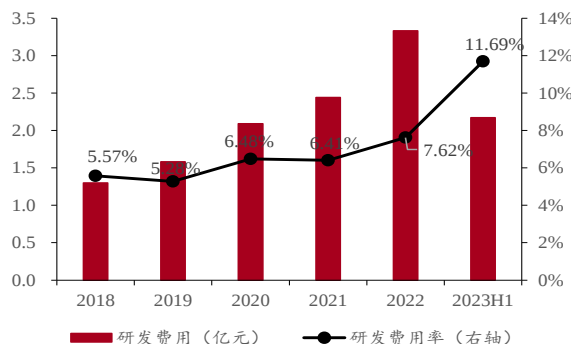
近年来，公司销售费用率维持较低水平，因大客户为主的 To B 销售方式，销售费用率整体维持 2% 以下；管理费用率略微下降，从 2018 年的 8.15% 下降至 2023 年前三季度的 7.14%，体现了公司在经营效率、管理体系方面取得积极效果；其中 2022 年管理费用较高是由于股权激励成本摊销比上年增加所致；财务费用率随汇兑损益波动，2022 年财务费用同比增长 377.30%，主要是本年为汇兑收益，去年同期为汇兑损失所致。研发费用率稳定上升，2018-2023H1 研发费用率从 5.57% 增至 11.69%，2023 H1 研发费用率大幅上升主要是由于微型棱镜模块项目的研发投入所致，随着下半年微型棱镜模块顺利量产后，前三季度研发费用率收窄至 8%。未来公司的研发费用会更多地投入汽车电子、AR/VR 相关方向，研发费用率也会回归合理水平。

图表 10. 2018-2023Q3 期间公司费用率情况



资料来源：iFinD，中银证券

图表 11. 2018-2023H1 研发费用情况

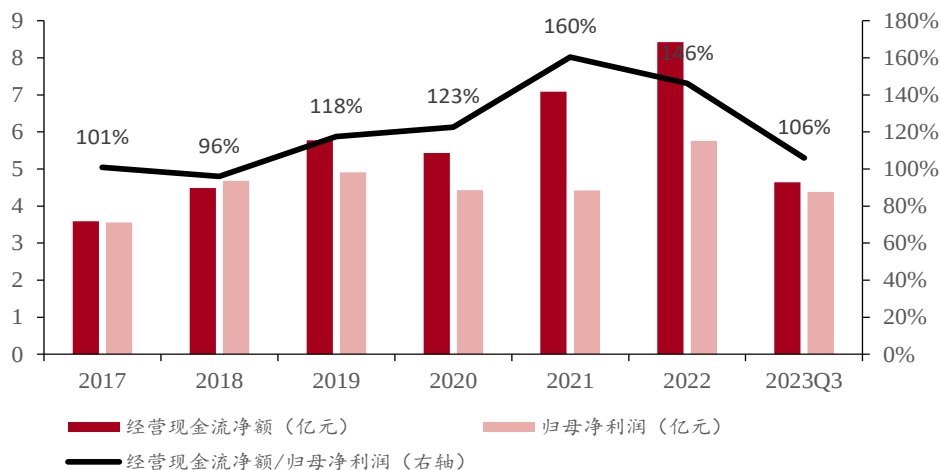


资料来源：iFinD，中银证券

商业特性及客户结构驱动，公司经营净现金流较好

从现金流量角度看，2019 年以来，公司经营现金流净额持续超过公司归母净利润，显示公司良好的现金创造能力。2022 年公司经营现金流净额与归母净利润比值达到 146%，虽然 2018-2022 年公司的净利润水平在 5 亿元上下波动，但是经营现金流净额却出现趋势性上涨，从 2018 年 4.49 亿元上升到 8.42 亿元，增幅为 87.5%。

图表 12. 公司经营现金收回情况较好



资料来源：iFinD，中银证券

从营运情况看，公司应付类款项的周转天数上升明显，应收款款项周转天数反而下降，显示公司良好的内部运营管控能力。2019 年到 2023 年三季度，应收票据及应收账款从 7.59 亿元增长至 12.63 亿元，幅度为 66.40%；应付票据和应付账款从 6.78 亿元增长至 18.92 亿元，幅度为 179.06%。公司应付款项增长幅度高于应收款项，说明公司对供应商占款能力强于被客户占款，运营资金压力小。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/618003102017006046>