

买入

2024年4月2日

23年业绩略有下跌，声学有望升规升配，结构件业务增势强劲

- 23年业绩略有下跌：**公司2023年全年实现收入204.2亿元（人民币，下同），同比下降1.0%。毛利率为16.9%，同比下滑1.4个百分点。净利润7.4亿，同比下降9.9%，基本符合预期，主要是因为全球智能手机恢复不及预期，消费需求疲软。展望24年，智能手机市场微复苏，公司IoT、AR/VR及车载领域均获成果，尤其车载领域取得定点项目和收购PSS公司，将助力公司全球汽车行业渗透。
- 光学业务稳健增长，声学有望升规升配：**光学业务实现收入36.3亿，同比增长12.7%，得益于塑胶镜头和光学模组业务产品升级进展顺利以及在中高端机型份额的提升，公司全年塑胶镜头和WLG镜头出货量同比分别提升20%和22%。毛利率为-13%，同比持平。公司去库存进展良好，预计今年一季度实现由负转正。公司声学业务实现收入75.0亿，同比下降15.4%，毛利率为28.4%，同比小幅下降0.3个百分点，受到安卓手机市场疲软影响。我们预计随着AI手机的浪潮以及PSS公司带来的业务和收入贡献，24年声学的出货量和ASP都会有一定幅度的增长。
- 结构件业务增势强劲，MEMS业务逐渐回暖：**电磁传动及精密结构件业务实现收入82.5亿，同比增加了13.3%，毛利率为21.2%，同比微降1.2个百分点，收入的增长主要是由于精密结构件收入占比提升。在精密结构件方面，总收入同比增长超30%，其中金属中框收入同比增长34.3%，出货量和ASP实现双位数增长；散热收入同比增长超过100%，转轴开始量产，全年出货量超30万，公司预计24年转轴和散热等均能实现高速增长。在电磁传动方面，横向线性马达出货量全年同比增长13.3%，旗舰机市场占有率提升。公司全年MEMS业务实现收入10.3亿，同比下降18.4%，毛利率为15.7%，同比提升5.3个百分点，主要是受到产品结构化影响。虽然公司23年业绩整体不尽如人意，但我们预计24年随着AI带来对智能语音交互的需求、安卓客户的渗透率持续提升以及公司创新产品的持续推出，公司整体出货情况相比23年将有所改善，业务经营情况有望好转。
- 目标价29.04港元，维持买入评级：**我们预测公司2024-2026年的收入分别为240.7亿元/269.4亿元/296.1亿元人民币；净利润分别为11.8亿元/14.7亿元/17.7亿元。我们给予公司未来十二月24倍PE，目标价29.04港元，较现价有10.6%的上涨空间，给予买入评级。

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

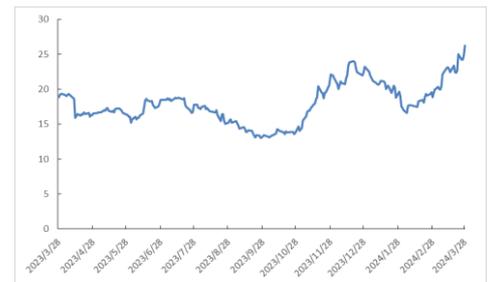
主要数据

行业	TMT
股价	26.25 港元
目标价	29.04 港元 (+10.6%)
股票代码	2018
已发行股本	11.99 亿股
市值	299.63 亿港元
52周高/低	26.45/12.86 港元
每股净资产	19.67 港元
主要股东	潘政民夫妇 (41.55%) JPMorgan Chase & Co (11.26%) GIC Pte Ltd (5.02%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入（人民币千元）	20,625,092	20,419,072	24,069,604	26,942,653	29,611,425
变动	16.74%	-1.00%	17.88%	11.94%	9.91%
净利润	821,305	740,370	1,182,628	1,474,826	1,768,004
每股盈利（港元）	0.78	0.65	1.21	1.67	2.01
变动	-40.90%	-16.05%	85.13%	38.56%	19.88%
基于26.25港元的市盈率（倍）	33.8	40.3	21.7	15.7	13.1
每股派息（港元）	0.00	0.11	0.22	0.36	0.48
股息现价比	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.02%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：Bloomberg

附录 1: 主要财务报表

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>							<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2021年 实际	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	17,666,967	20,625,092	20,419,072	24,069,604	26,942,653	29,611,425	盈利能力						
毛利	4,364,935	3,775,030	3,451,666	4,884,169	5,571,583	6,220,427	毛利率 (%)	24.7%	18.3%	16.9%	20.3%	20.7%	21.0%
其他业务净额	345,440	525,060	590,618	377,966	343,466	358,622	EBITDA 利率 (%)	24.7%	19.7%	19.4%	19.5%	18.8%	18.6%
销售及管理费用	-2,882,277	-3,029,634	-2,842,684	-3,412,005	-3,637,258	-3,819,874	净利率 (%)	7.3%	3.1%	2.8%	4.3%	5.0%	5.7%
营运收入	1,828,098	1,270,456	1,199,600	1,850,130	2,277,791	2,759,175	营运表现						
财务开支	-415,465	-403,084	-390,824	-381,180	-358,321	-344,928	销售及管理费用/收入 (%)	16.3%	14.7%	13.9%	14.2%	13.5%	12.9%
联营公司等	0	0	0	0	0	0	实际税率 (%)	8.5%	26.9%	30.7%	30.7%	30.7%	30.7%
税前盈利	1,412,876	860,679	822,861	1,482,995	1,933,470	2,428,194	股息支付率 (%)	30.6%	0.0%	17.6%	20.0%	23.0%	26.0%
所得税	-119,767	-231,496	-252,254	-454,623	-592,719	-744,380	库存周转	138.4	142.7	101.4	101.4	101.4	101.4
净利润	1,293,109	629,183	570,607	1,028,372	1,340,751	1,683,814	应收账款天数	114.2	122.9	125.9	125.9	125.9	125.9
少数股东应占利润	-23,170	-192,122	-169,763	-154,256	-134,075	-84,191	应付账款天数	162.1	157.0	147.6	147.6	147.6	147.6
本公司股东应占利润	1,316,279	821,305	740,370	1,182,628	1,474,826	1,768,004	财务状况						
折旧及摊销	-2,543,760	-2,801,769	-2,771,570	-2,845,301	-2,799,919	-2,760,618	总负债/总资产	0.46	0.40	0.41	0.43	0.43	0.42
EBITDA	4,371,858	4,072,225	3,971,170	4,695,431	5,077,711	5,519,792	收入/净资产	0.78	0.85	0.89	1.01	1.09	1.14
增长							经营性现金流/收入	0.12	0.21	0.23	0.09	0.14	0.14
总收入 (%)	3.1%	16.7%	-1.0%	17.9%	11.9%	9.9%	税前盈利对利息倍数	3.40	2.14	2.11	3.89	5.40	7.04
EBITDA (%)	5.0%	-6.9%	-2.5%	18.2%	8.1%	8.7%							

资产负债表							现金流量表						
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>							<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>						
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2021年 实际	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	6,053,591	7,155,190	6,845,817	5,809,798	6,264,919	6,966,011	EBITDA	4,371,858	4,072,225	3,971,170	4,695,431	5,077,711	5,519,792
应收账款	6,012,727	5,531,160	6,653,431	8,300,188	9,290,933	10,211,235	净融资成本	366,854	349,226	315,189	305,192	293,832	275,387
存货	5,695,245	4,401,418	2,992,360	5,331,999	5,939,429	6,500,806	营运资金变化	-2,123,494	420,039	1,120,719	-2,026,778	-714,589	-665,083
其他流动资产	193,071	28,328	35,400	35,400	35,400	35,400	所得税	-216,633	-303,514	-252,254	-454,623	-592,719	-744,380
总流动资产	17,954,634	17,116,096	16,527,008	19,477,385	21,530,681	23,713,451	其他	-202,512	-165,967	-375,545	-367,135	-344,321	-330,981
固定资产	22,021,120	21,260,799	19,868,727	19,587,973	19,341,653	19,125,543	营运现金流	2,196,073	4,372,009	4,779,280	2,152,087	3,719,913	4,054,735
无形资产	604,104	839,319	863,988	799,441	745,842	701,335	资本开支	-1,237,357	-781,700	-2,500,000	-2,500,000	-2,500,000	-2,500,000
长期投资	50,349	186,303	413,301	413,301	413,301	413,301	其他投资活动	-3,008,459	-1,567,560	54,343	75,989	64,489	69,541
银行存款及其他	1,380,589	930,663	1,110,183	1,110,183	1,110,183	1,110,183	投资活动现金流	-4,245,816	-2,349,260	-2,445,657	-2,424,011	-2,435,511	-2,430,459
总资产	42,010,796	40,333,180	38,783,207	41,388,283	43,141,659	45,063,813	负债变化	-2,653,063	221,999	-738,636	-146,389	-131,750	-118,575
应付账款	6,147,520	4,958,743	5,796,468	7,756,086	8,639,671	9,456,267	股本变化	-211,211	-127,925	0	0	0	0
短期银行借款	2,902,389	1,832,603	3,421,460	3,275,072	3,143,322	3,024,747	股息	-403,252	0	-130,330	-236,526	-339,210	-459,681
其他短期负债	353,364	287,277	255,793	255,793	255,793	255,793	其他融资活动	3,880,434	-1,532,777	-390,824	-381,180	-358,321	-344,928
总短期负债	9,403,273	7,078,623	9,473,721	11,286,950	12,038,786	12,736,807	融资活动现金流	612,908	-1,438,703	-1,259,790	-764,094	-829,280	-923,183
长期银行借款	6,903,182	7,815,045	5,388,120	5,388,120	5,388,120	5,388,120	现金变化	-1,436,835	584,046	1,073,832	-1,036,019	455,121	701,092
其他负债	2,949,254	1,176,016	936,800	936,800	936,800	936,800	期初持有现金	7,540,330	6,051,372	6,813,725	6,824,525	5,788,506	6,243,627
总负债	19,255,709	16,069,684	15,798,641	17,611,870	18,363,706	19,061,727	汇兑变化	-52,123	178,307	0	0	0	0
少数股东权益	691,334	539,370	489,817	335,561	201,486	117,295	期末持有现金	6,051,372	6,813,725	7,887,557	5,788,506	6,243,627	6,944,719
股东权益	22,755,087	24,263,496	22,984,566	23,776,412	24,777,954	26,002,086							
每股账面值 (摊薄)	18.86	20.20	19.43	22.33	25.86	27.14							
营运资产	8,551,361	10,037,473	7,053,287	8,190,434	9,491,895	10,976,645							

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。