

买入

2025年3月26日

核心业务实现全面突破，积极布局人型机器人、AI 等领域

- 收入利润超预期：**公司 2024 年全年实现收入 273 亿元（人民币，下同），同比增长 33.8%，创上市新高；毛利率为 22.1%，同比提升 5.2 个百分点；净利润 18 亿元，同比增长 142.7%，超市场预期。展望 2025 年，智能手机零部件行业持续升规升配，车载镜头、麦克风等加速渗透，公司凭借研发创新推出适配产品，并持续在 IoT、AR/VR 及机器人领域均积极布局，看好公司未来的发展。
- 手机声学产品结构显著优化，车载声学海内外发展迅猛：**公司声学业务实现收入 82 亿元，同比增长 9.5%，毛利率为 30.2%，同比增长 1.8 个百分点，受益于中高端产品竞争力的提升以及市场份额的稳步攀升；PSS 车载声学业务收入 35 亿元，毛利率 24.8%，在客户结构方面，公司在国内成功为理想、吉利、小米等多个品牌的多款车型供应产品；在海外，也于欧美一线车企中占据了一定的市场份额。
- 光学业务有望年底实现扭亏，精密结构件等业务毛利提升：**光学业务实现收入 50 亿元，同比增长 37.9%，毛利率由负转正，为 6.5%，同比提升 19.5 个百分点。塑料镜头高端化进展顺利，WLG 工艺良率稳定提升，预计 25 年出货量将实现超千万级。电磁传动及精密结构件业务实现收入 97 亿，同比增加 17.8%，毛利率为 23.3%，同比上升 3.2 个百分点，未来收入的增长主要来源于高端马达、散热等产品持续放量。传感器及半导体业务收入 7.8 亿元，同比下降 24.6%，毛利率 15.6%，同比上涨 2.0 个百分点。展望未来，AI 手机与车载智能座舱会带动智能语音交互技术的迭代，促使 MEMS 麦克风规格升级与配置优化。
- 积极多赛道布局：**在机器人领域，聚焦灵巧手系统级方案，打造零部件、大模组及软件算法的垂直一体化能力。在 XR 领域，全力构建核心能力：声学端，推出 AAC AI 眼镜立体声方案，为多家头部 AR/AI 眼镜厂商独供或大份额供货；光学端，与国际头部设计厂商就光波导达成独家合作，基于半导体刻蚀工艺的光波导量产线完成调试，多个客户项目已定点开发。
- 目标价 61.73 港元，维持买入评级：**我们预测公司 2025-2027 年的收入分别为 314 亿元/352 亿元/387 亿元人民币；净利润分别为 24 亿元/28 亿元/32 亿元。我们给予公司 2025 年 28xPE，目标价 61.73 港元，较现价有 29.97% 的上涨空间，维持买入评级。

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

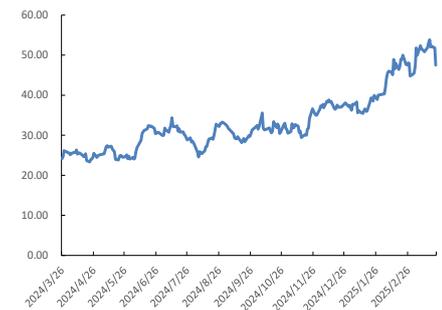
主要数据

| | |
|---------|--|
| 行业 | TMT |
| 股价 | 47.50 港元 |
| 目标价 | 61.73 港元 (+29.97%) |
| 股票代码 | 2018 |
| 已发行股本 | 11.87 亿股 |
| 市值 | 563.8 亿港元 |
| 52 周高/低 | 54.8/23.15 港元 |
| 每股净资产 | 20.75 港元 |
| 主要股东 | 潘政民 (41.54%) JPMorgan Chase & Co (5.24%) |

盈利摘要

| 截至12月31日止财政年度 | 23年实际 | 24年实际 | 25年预测 | 26年预测 | 27年预测 |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 总营业收入（人民币千元） | 20,397,346 | 27,328,304 | 31,410,403 | 35,200,533 | 38,721,312 |
| 变动 | -1.10% | 33.98% | 14.94% | 12.07% | 10.00% |
| 净利润 | 740,370 | 1,797,230 | 2,411,090 | 2,827,485 | 3,243,642 |
| 每股盈利（港元） | 0.65 | 1.64 | 2.20 | 2.59 | 2.97 |
| 变动 | -12.24% | 154.73% | 34.16% | 17.27% | 14.72% |
| 基于47.5港元的市盈率（估） | 73.6 | 28.9 | 21.5 | 18.4 | 16.0 |
| 每股派息（港元） | 0.11 | 0.10 | 0.31 | 0.36 | 0.41 |
| 股息现价比 | 0.00% | 0.00% | 0.01% | 0.01% | 0.01% |

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

财务报表摘要

| 损益表 | | | | | | 财务分析 | | | | | |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <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> | | | | | |
| | 2023年 实际 | 2024年 实际 | 2025年 预测 | 2026年 预测 | 2027年 预测 | | 2023年 实际 | 2024年 实际 | 2025年 预测 | 2026年 预测 | 2027年 预测 |
| 收入 | 20,397,346 | 27,328,304 | 31,410,403 | 35,200,533 | 38,721,312 | 盈利能力 | | | | | |
| 毛利 | 3,451,666 | 6,041,899 | 7,207,445 | 8,201,210 | 9,104,876 | 毛利率 (%) | 16.9% | 22.1% | 22.9% | 23.3% | 23.5% |
| 其他业务净额 | 590,618 | 410,979 | 471,954 | 540,435 | 606,579 | EBITDA 利率 (%) | 19.5% | 18.3% | 19.9% | 19.1% | 18.7% |
| 销售及管理费用 | -2,842,684 | -4,067,558 | -4,491,350 | -4,998,098 | -5,381,847 | 净利率 (%) | 2.8% | 6.5% | 7.7% | 8.1% | 8.4% |
| 营运收入 | 1,199,600 | 2,385,320 | 3,188,049 | 3,743,548 | 4,329,608 | 营运表现 | | | | | |
| 财务开支 | -390,824 | -417,160 | -408,711 | -402,458 | -398,655 | 营运费用/收入 (%) | 13.9% | 14.9% | 14.3% | 14.2% | 13.9% |
| 联营公司等 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 实际税率 (%) | 30.7% | 11.4% | 13.0% | 15.0% | 17.0% |
| 税前盈利 | 822,861 | 1,990,496 | 2,779,269 | 3,341,012 | 3,930,864 | 股息支付率 (%) | 17.6% | 6.1% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 所得税 | -252,254 | -226,935 | -361,305 | -501,152 | -668,247 | 库存周转 | 101.4 | 75.1 | 70.0 | 65.0 | 65.0 |
| 利润总额 | 570,607 | 1,763,561 | 2,417,964 | 2,839,860 | 3,262,617 | 应收账款天数 | 125.9 | 141.8 | 125.0 | 125.0 | 125.0 |
| 少数股东应占利润 | -169,763 | -33,669 | 6,875 | 12,375 | 18,975 | 应付账款天数 | 147.6 | 166.3 | 166.0 | 166.0 | 166.0 |
| 本公司股东应占利润 | 740,370 | 1,797,230 | 2,411,090 | 2,827,485 | 3,243,642 | 财务状况 | | | | | |
| 折旧及摊销 | -2,775,539 | -2,625,407 | -3,077,141 | -2,974,747 | -2,908,708 | 总负债/总资产 | 0.41 | 0.45 | 0.45 | 0.44 | 0.43 |
| EBITDA | 3,975,139 | 5,010,727 | 6,265,190 | 6,718,295 | 7,238,316 | 收入/净资产 | 0.89 | 1.07 | 1.14 | 1.17 | 1.18 |
| 增长 | | | | | | 经营性现金流/收入 | 0.23 | 0.19 | 0.16 | 0.16 | 0.15 |
| 总收入 (%) | -1.1% | 34.0% | 14.9% | 12.1% | 10.0% | 税前盈利对利息倍数 | 2.11 | 4.77 | 6.80 | 8.30 | 9.86 |
| EBITDA (%) | -2.4% | 26.1% | 25.0% | 7.2% | 7.7% | | | | | | |
| 本公司股东应占利润 (%) | -9.9% | 142.7% | 34.2% | 17.3% | 14.7% | | | | | | |

资产负债表

| <人民币千元>, 财务年度截至<12月31日> | | | | | |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2023年 实际 | 2024年 实际 | 2025年 预测 | 2026年 预测 | 2027年 预测 |
| 现金 | 6,845,817 | 7,543,728 | 9,693,867 | 12,299,574 | 14,816,354 |
| 应收账款 | 6,653,431 | 9,370,703 | 10,756,987 | 12,054,977 | 13,260,723 |
| 存货 | 2,992,360 | 3,937,805 | 4,641,663 | 4,808,099 | 5,274,160 |
| 其他流动资产 | 35,400 | 49,432 | 49,432 | 49,432 | 49,432 |
| 总流动资产 | 16,527,008 | 20,901,668 | 25,141,950 | 29,212,082 | 33,400,669 |
| 固定资产 | 19,868,727 | 19,928,889 | 19,468,269 | 19,193,508 | 19,081,811 |
| 无形资产 | 863,988 | 3,799,314 | 3,482,793 | 3,232,806 | 3,035,795 |
| 长期投资 | 413,301 | 451,156 | 451,156 | 451,156 | 451,156 |
| 其他非流动资产 | 1,110,183 | 1,351,429 | 1,351,429 | 1,351,429 | 1,351,429 |
| 总资产 | 38,783,207 | 46,432,456 | 49,895,596 | 53,440,981 | 57,320,861 |
| 应付账款 | 5,796,468 | 9,557,816 | 11,007,373 | 12,279,144 | 13,469,393 |
| 短期银行借款 | 3,421,460 | 1,727,966 | 2,073,559 | 2,280,915 | 2,509,007 |
| 其他短期负债 | 255,793 | 470,928 | 470,928 | 470,928 | 470,928 |
| 总短期负债 | 9,473,721 | 11,756,710 | 13,551,860 | 15,030,987 | 16,449,328 |
| 长期银行借款 | 5,388,120 | 7,603,647 | 7,215,336 | 6,865,857 | 6,551,325 |
| 其他负债 | 936,800 | 1,523,672 | 1,523,672 | 1,523,672 | 1,523,672 |
| 总负债 | 15,798,641 | 20,884,029 | 22,290,868 | 23,420,516 | 24,524,325 |
| 少数股东权益 | 489,817 | 362,407 | 369,282 | 381,657 | 400,632 |
| 股东权益 | 22,984,566 | 25,548,427 | 27,604,728 | 30,020,465 | 32,796,536 |
| 每股账面值(摊薄) | 19.43 | 21.73 | 23.48 | 25.53 | 27.89 |
| 营运资产 | 7,053,287 | 9,144,958 | 11,590,090 | 14,181,095 | 16,951,341 |

现金流量表

| <人民币千元>, 财务年度截至<12月31日> | | | | | |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2023年 实际 | 2024年 实际 | 2025年 预测 | 2026年 预测 | 2027年 预测 |
| EBITDA | 3,975,139 | 5,010,727 | 6,265,190 | 6,718,295 | 7,238,316 |
| 净融资成本 | 183,005 | 218,902 | 153,945 | 79,211 | 9,263 |
| 营运资金变化 | 1,247,167 | 132,181 | -640,586 | -192,654 | -481,559 |
| 所得税 | -246,098 | -226,935 | -361,305 | -501,152 | -668,247 |
| 其他 | -526,678 | 73,125 | -408,779 | -402,536 | -398,744 |
| 营运现金流 | 4,632,535 | 5,208,000 | 5,008,465 | 5,701,164 | 5,699,029 |
| 资本开支 | -1,378,458 | -2,331,500 | -2,300,000 | -2,450,000 | -2,600,000 |
| 其他投资活动 | -133,384 | -1,153,500 | 254,766 | 323,247 | 389,391 |
| 投资活动现金流 | -1,511,842 | -3,485,000 | -2,045,234 | -2,126,753 | -2,210,609 |
| 负债变化 | -376,081 | 2,421,188 | -42,717 | -142,124 | -86,440 |
| 股本变化 | -353,753 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股息 | -130,330 | -108,932 | -361,663 | -424,123 | -486,546 |
| 其他融资活动 | -2,310,428 | -3,337,056 | -408,711 | -402,458 | -398,655 |
| 融资活动现金流 | -3,170,592 | -1,024,800 | -813,092 | -968,704 | -971,641 |
| 现金变化 | -49,899 | 698,200 | 2,150,139 | 2,605,707 | 2,516,779 |
| 期初持有现金 | 6,813,725 | 6,824,525 | 7,538,204 | 9,688,343 | 12,294,050 |
| 汇兑变化 | 60,699 | 15,479 | 0 | 0 | 0 |
| 期末持有现金 | 6,824,525 | 7,538,204 | 9,688,343 | 12,294,050 | 14,810,830 |

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的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。