

买入

2025 年 04 月 23 日

手机光学稳定向好，智驾平权与 AI 技术推动新业务放量

- **业绩符合预期，盈利能力改善：**公司 2024 年全年实现收入 382.9 亿人民币，同比增加 20.9%。毛利率为 18.3%，较去年同期上升约 3.8 个百分点。归母净利润 27.0 亿元，同比增长 145.5%。业绩增长主要得益于全球智能手机需求复苏，带动手机光学收入显著增加；同时，汽车智能化的快速发展，推动车载业务收入大幅提升。
- **手机影像系统持续升级，手机光学业务稳定向好：**手机领域收入为 251.6 亿元，同比增长 20.2%，其中手机镜头出货量达 13.2 亿件，同比增加 13.1%，其中 6P 及以上镜头出货量同比增长 11.5%，随着智能手机影像系统的持续升级，预计手机镜头 ASP 持续提升、出货量同比增长 5%，毛利率将提升至 25-30%；手机模组出货 5.3 亿件，同比下降 5.9%，主要是因为产品结构改善，其中潜望模组和大像面模组出货 2385.1 万件，同比增长 27.5%。2025 年模组的产品结构改善将持续推进，预计出货量将小幅增长，毛利持续改善。
- **车载光学业务受益于智驾平权，AI 眼镜加速 VR/AR 业务放量：**24 年公司实现车载业务收入 60.4 亿元，同比增长 14.3%，其中车载镜头出货量 1.02 亿件，同比增加 12.7%；车载模组收入达到 21.2 亿元，在智驾平权的背景下，公司持续深化与各主流平台厂商的合作，预计今年镜头出货量同比增长 18-20%，模组收入同比增长 40%。在 VR/AR 业务方面，24 年收入达到 25.8 亿元，同比增长 37.8%。公司布局光学显示模组和 XR 整机系统，实现单色及合色 MircoLed 光机和 AR 眼镜实现量产，目前 AI 眼镜客户拓展超过三十家。展望未来，AI 技术与 VR/AR 业务的深度融合将会推动 AI 眼镜在各领域的应用和普及，而公司作为龙头企业，凭借其深厚的技术积累、卓越的研发能力和完善的产业链布局，在这一发展浪潮中占据着得天独厚的优势。
- **目标价 84.0 港元，给予买入评级：**我们预测公司 2025-2027 年的收入分别为 426.1 亿元/477.3 亿元/522.4 亿元人民币；净利润分别为 34.3 亿元/41.2 亿元/46.9 亿元。给予公司 2025 年 25 倍 PE，目标价 84.0 港元，较现价有 33.59% 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

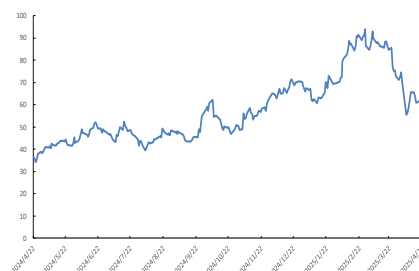
行业	TMT
股价	62.9 港元
目标价	84.0 港元 (+ 33.59%)
股票代码	2382
已发行股本	10.95 亿股
市值	688.63 亿港元
52 周高/低	96.15/33.30 港元
每股净现值	24.43 港元
主要股东	舜旭有限公司 (35.54%)

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）	31,681,261	38,294,491	42,613,879	47,730,333	52,243,433
变动	-4.6%	20.9%	11.3%	12.0%	9.5%
股东净利（人民币千元）	1,099,415	2,699,159	3,436,382	4,115,502	4,688,144
每股盈利（人民币）	1.007	2.482	3.159	3.784	4.310
变动	-54.3%	146.4%	27.3%	19.8%	13.9%
基于62.9港元的市盈率（估）	57.5	23.8	18.7	15.6	13.7
每股派息（港元）	0.50	0.21	0.34	0.40	0.46
股息现价比	0.80%	0.34%	0.53%	0.64%	0.73%

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

<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
收入	31,681,261	38,294,491	42,613,879	47,730,333	52,243,433
毛利	4,590,441	7,006,033	8,435,280	9,620,214	10,624,658
其他业务净额	1,208,134	1,281,273	1,137,097	1,141,593	1,148,042
销售及管理费用	-3,991,480	-4,762,671	-5,071,052	-5,474,669	-5,814,694
营运收入	1,807,095	3,524,635	4,501,325	5,287,137	5,958,006
财务开支	-449,147	-499,383	-515,493	-521,762	-528,345
联营公司等	22,516	118,381	31,799	57,205	76,488
税前盈利	1,358,153	3,143,534	4,017,630	4,822,580	5,506,149
所得税	-207,830	-366,510	-482,116	-588,355	-682,762
净利润	1,150,323	2,777,024	3,535,514	4,234,225	4,823,387
少数股东应占利润	50,908	77,865	99,132	118,723	135,243
本公司股东应占利润	1,099,415	2,699,159	3,436,382	4,115,502	4,688,144
折旧及摊销	-2,004,474	-1,879,069	-1,996,460	-2,150,061	-2,304,301
EBITDA	3,834,085	5,522,085	6,529,584	7,494,404	8,338,796
增长					
总收入 (%)	-4.6%	20.9%	11.3%	12.0%	9.5%
EBITDA (%)	-21.6%	44.0%	18.2%	14.8%	11.3%

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	13,084,519	4,508,657	6,944,397	9,639,995	13,142,464
应收账款	7,854,787	9,211,194	9,456,779	10,592,211	11,593,748
存货	5,136,941	5,870,112	5,992,960	6,682,322	7,297,539
其他流动资产	8,438,068	17,015,556	17,104,854	17,196,831	17,291,567
总流动资产	34,514,315	36,605,519	39,498,989	44,111,359	49,325,317
固定资产	10,726,894	11,450,797	12,065,400	12,725,518	13,430,581
无形资产	194,505	138,295	127,231	117,053	107,689
长期投资	206,143	218,822	218,822	218,822	218,822
其他固定资产	4,025,574	4,529,305	4,529,305	4,529,305	4,529,305
总资产	49,667,431	52,942,738	56,439,748	61,702,057	67,611,714
应付账款	20,324,883	20,825,322	21,068,999	22,448,426	23,945,049
短期银行借款	699,000	925,652	971,935	1,020,531	1,071,558
其他短期负债	262,748	568,651	568,651	568,651	568,651
总短期负债	21,286,631	22,319,625	22,609,585	24,037,609	25,585,257
长期银行借款	1,965,313	2,032,518	2,134,144	2,240,851	2,352,894
其他负债	3,231,330	3,249,196	3,350,822	3,457,529	3,569,572
总负债	26,483,274	27,601,339	28,094,551	29,735,989	31,507,723
少数股东权益	458,663	528,433	627,565	746,289	881,532
股东权益	22,725,494	24,812,966	27,717,632	31,219,779	35,222,459
每股账面值(摊薄)	20.80	22.79	25.45	28.67	32.35
营运资产	13,227,684	14,285,894	16,889,404	20,073,750	23,740,060

财务分析					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	14.5%	18.3%	19.8%	20.2%	20.3%
EBITDA 利率 (%)	12.1%	14.4%	15.3%	15.7%	16.0%
净利率 (%)	3.6%	7.3%	8.3%	8.9%	9.2%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	12.6%	12.4%	11.9%	11.5%	11.1%
实际税率 (%)	15.3%	11.7%	12.0%	12.2%	12.4%
股息支付率 (%)	45.9%	8.1%	10.0%	10.0%	10.0%
库存周转	66.4	64.2	64.0	64.0	64.0
应收账款天数	86.8	81.3	81.0	81.0	81.0
应付账款天数	223.9	240.0	225.0	215.0	210.0
财务状况					
总负债/总资产	0.53	0.52	0.50	0.48	0.47
收入/净资产	1.39	1.54	1.54	1.53	1.48
经营性现金流/收入	0.08	0.09	0.12	0.12	0.13
税前盈利对利息倍数	3.02	6.29	7.79	9.24	10.42

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	3,834,085	5,522,085	6,529,584	7,494,404	8,338,796
净融资成本	-477,153	-252,160	-241,901	-239,311	-236,518
营运资金变化	-552,581	-1,893,010	-211,207	-540,465	-224,738
所得税	-190,740	-218,009	-482,116	-588,355	-682,762
其他	50,862	296,394	-547,292	-578,968	-604,833
营运现金流	2,664,473	3,455,300	5,047,069	5,547,305	6,589,944
资本开支	-1,806,561	-2,260,000	-2,600,000	-2,800,000	-3,000,000
其他投资活动	318,700	-8,176,800	699,895	726,302	746,614
投资活动现金流	-1,487,861	-10,436,800	-1,900,105	-2,073,698	-2,253,386
负债变化	512,925	226,652	147,909	155,304	163,069
股本变化	-269,887	-189	0	0	0
股息	-517,188	-218,814	-343,638	-411,550	-468,814
其他融资活动	5,131,859	-1,582,149	-515,493	-521,762	-528,345
融资活动现金流	4,857,709	-1,574,500	-711,223	-778,009	-834,090
现金变化	6,034,321	-8,556,000	2,435,740	2,695,598	3,502,468
期初持有现金	7,033,194	13,084,519	4,508,657	6,944,397	9,639,995
汇兑变化	17,004	19,862	0	0	0
期末持有现金	13,084,519	4,548,381	6,944,397	9,639,995	13,142,464

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。