

买入

2025年8月28日

利润略超预期，看好光学、MEMS 麦克风等业务机遇

- **利润略超预期：**公司 2025 年上半年实现收入 133.2 亿元（人民币，下同），同比增长 18.4%；毛利率为 20.7%，同比下降 0.8 个百分点，低于市场预期；净利润 8.76 亿元，同比增长 63.1%，略超预期（8.58 亿元）。
- **手机声学毛利短期承压，收购初光完善车载声学布局：**2025 年上半年，集团声学业务稳步增长，实现收入 35.2 亿元，同比增长 1.8%。毛利率为 27.2%，同比下降 2.7 个百分点，略低于预期。主要受到产品出货结构变化的影响，但伴随下半年更多中高端项目爬坡，毛利率将稳定提升至 30%左右；车载声学业务收入 17.4 亿元，同比增长 14.2%。公司上半年宣布收购河北初光汽车部件有限公司，旗下智能麦克风产品已实现主要车型全覆盖，进一步强化集团在车载声学系统解决方案的布局。
- **光学业务盈利能力持续改善，MEMS、散热开始放量：**得益于智能手机市场光学规格持续提升带来的结构性机遇，光学业务延续了迅猛的增长态势，收入达人民币 26.5 亿元，同比增长 19.7%。塑料镜头以及模组出货量同比均有增长并且 ASP 持续提升。毛利率为 10.2%，同比改善 5.5 个百分点，其中塑料镜头毛利率同比改善幅度超过 10 个百分点，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同比增长 27.4%至人民币 46.3 亿元，主要得益于横向线性马达、创新侧键以及金属中框等产品在客户中高端机型持续放量。展望未来，高端马达、散热组件等产品的进一步放量将成为该业务收入增长的关键引擎。传感器及半导体业务收入为人民币 6.08 亿元，同比增长 56.2%，主要受益于集团的高信噪比麦克风大规模向海外客户出货。该业务毛利率为 12.1%，同比下降 4.3 个百分点，主要由于产品结构变化。未来 AI 手机普及与车载智能座舱渗透率提升将带动智能语音交互技术持续迭代，这一趋势将促使 MEMS 麦克风在规格与配置上不断优化，助力公司业务进一步突破。
- **目标价 54.3 港元，维持买入评级：**我们预测公司 2025-2027 年的收入分别为 320 亿元/358 亿元/394 亿元人民币；净利润分别为 23 亿元/28 亿元/32 亿元。我们给予公司 2025 年 25xPE，目标价 54.3 港元，较现价有 22.4%的上涨空间，维持买入评级。

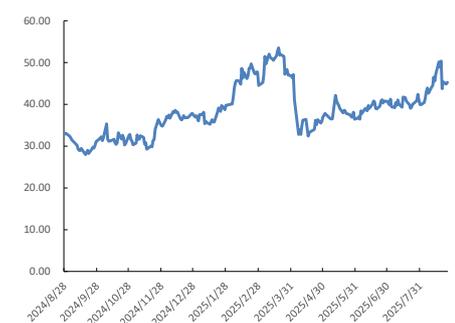
陈晓霞
852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	TMT
股价	44.38 港元
目标价	54.3 港元 (+22.4%)
股票代码	2018
已发行股本	11.75 亿股
市值	11.75 亿港元
52 周高/低	54.8/27.4 港元
每股净资产	21.74 港元
主要股东	潘政民、吴春媛夫妇 (37.4%) JPMorgan Chase & Co (6.53%)

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	31,991,102	35,815,955	39,368,990
变动	-1.10%	33.98%	17.06%	11.96%	9.92%
净利润	740,370	1,797,230	2,323,114	2,840,697	3,198,757
每股盈利（港元）	0.65	1.64	2.17	2.65	2.99
变动	-12.24%	154.73%	32.10%	22.28%	12.60%
基于44.38港元的市盈率（估）	68.8	27.0	20.4	16.7	14.8
每股派息（港元）	0.11	0.10	0.30	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	31,991,102	35,815,955	39,368,990	盈利能力					
毛利	3,451,666	6,041,899	7,170,620	8,307,418	9,144,548	毛利率 (%)	16.9%	22.1%	22.4%	23.2%	23.2%
其他业务净额	590,618	410,979	469,028	536,921	602,482	EBITDA 利率 (%)	19.5%	18.3%	19.5%	18.8%	18.2%
销售及管理费用	-2,842,684	-4,067,558	-4,469,754	-5,085,481	-5,471,867	净利率 (%)	2.8%	6.5%	7.3%	8.0%	8.2%
营运收入	1,199,600	2,385,320	3,169,893	3,758,859	4,275,164	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%	14.0%	14.2%	13.9%
联营公司等	0	0	0	0	0	实际税率 (%)	30.7%	11.4%	15.6%	15.0%	17.0%
税前盈利	822,861	1,990,496	2,761,114	3,356,323	3,876,420	股息支付率 (%)	17.6%	6.1%	15.0%	15.0%	15.0%
所得税	-252,254	-226,935	-431,236	-503,448	-658,991	库存周转	101.4	75.1	70.0	65.0	65.0
利润总额	570,607	1,763,561	2,329,878	2,852,874	3,217,428	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	6,765	12,177	18,671	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	2,323,114	2,840,697	3,198,757	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	6,247,035	6,733,606	7,183,871	收入/净资产	0.89	1.07	1.16	1.20	1.20
增长						经营性现金流/收入	0.23	0.19	0.15	0.16	0.14
总收入 (%)	-1.1%	34.0%	17.1%	12.0%	9.9%	税前盈利对利息倍数	2.11	4.77	6.76	8.34	9.72
EBITDA (%)	-2.4%	26.1%	24.7%	7.8%	6.7%						
本公司股东应占利润 (%)	-9.9%	142.7%	29.3%	22.3%	12.6%						
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>					
	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
现金	6,845,817	7,543,728	9,582,525	12,165,862	14,660,476	EBITDA	3,975,139	5,010,727	6,247,035	6,733,606	7,183,871
应收账款	6,653,431	9,370,703	10,955,857	12,265,738	13,482,531	净融资成本	183,005	218,902	156,871	82,725	13,360
存货	2,992,360	3,937,805	4,760,092	4,898,780	5,382,435	营运资金变化	1,247,167	132,181	-677,038	-226,057	-465,268
其他流动资产	35,400	49,432	49,432	49,432	49,432	所得税	-246,098	-226,935	-431,236	-503,448	-658,991
总流动资产	16,527,008	20,901,668	25,347,907	29,379,812	33,574,873	其他	-526,678	73,125	-408,779	-402,536	-398,744
固定资产	19,868,727	19,928,889	19,468,269	19,193,508	19,081,811	营运现金流	4,632,535	5,208,000	4,886,853	5,684,290	5,674,228
无形资产	863,988	3,799,314	3,482,793	3,232,806	3,035,795	资本开支	-1,378,458	-2,331,500	-2,300,000	-2,450,000	-2,600,000
长期投资	413,301	451,156	451,156	451,156	451,156	其他投资活动	-133,384	-1,153,500	251,840	319,733	385,294
其他非流动资产	1,110,183	1,351,429	1,351,429	1,351,429	1,351,429	投资活动现金流	-1,511,842	-3,485,000	-2,048,160	-2,130,267	-2,214,706
总资产	38,783,207	46,432,456	50,101,553	53,608,712	57,495,065	负债变化	-376,081	2,421,188	-42,717	-142,124	-86,440
应付账款	5,796,468	9,557,816	11,288,219	12,510,732	13,745,911	股本变化	-353,753	0	0	0	0
短期银行借款	3,421,460	1,727,966	2,073,559	2,280,915	2,509,007	股息	-130,330	-108,932	-348,467	-426,105	-479,814
其他短期负债	255,793	470,928	470,928	470,928	470,928	其他融资活动	-2,310,428	-3,337,056	-408,711	-402,458	-398,655
总短期负债	9,473,721	11,756,710	13,832,706	15,262,575	16,725,845	融资活动现金流	-3,170,592	-1,024,800	-799,896	-970,686	-964,908
长期银行借款	5,388,120	7,603,647	7,215,336	6,865,857	6,551,325	现金变化	-49,899	698,200	2,038,797	2,583,336	2,494,614
其他负债	936,800	1,523,672	1,523,672	1,523,672	1,523,672	期初持有现金	6,813,725	6,824,525	7,538,204	9,577,001	12,160,338
总负债	15,798,641	20,884,029	22,571,715	23,652,103	24,800,842	汇兑变化	60,699	15,479	0	0	0
少数股东权益	489,817	362,407	369,172	381,349	400,020	期末持有现金	6,824,525	7,538,204	9,577,001	12,160,338	14,654,952
股东权益	22,984,566	25,548,427	27,529,838	29,956,608	32,694,223						
每股账面值(摊薄)	19.43	21.73	23.41	25.48	27.80						
营运资产	7,053,287	9,144,958	11,515,200	14,117,238	16,849,028						

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。