

买入

2026年04月20日

海外客户取得突破，积极布局“光学+AI”赛道

- **2025年业绩展现强大韧性，高端化与精益制造将对冲周期：**2025年公司实现总营收432.3亿元，同比增长12.9%，归母净利润46.4亿元，同比增长71.9%，主要得益于手机与汽车产品结构的高端化。展望2026年，尽管存储产品价格上涨将对消费电子行业带来一定不利影响，公司仍有望实现营业收入稳步增长。与此同时，公司将通过持续强化三项费用管控，进一步优化盈利水平。
- **手机业务高端化成效显著，海外大客户将打开弹性增量：**2025年手机业务收入达稳健增长，出货量虽有所承压，但高端化策略成效显著，镜头和模组ASP均有提升。展望2026年，海外大客户相关重大项目已取得实质性进展，预计全年海外大客户收入增长将超过100%，为手机业务注入可观的收入和利润增量。
- **车载业务延续高增长，高阶智驾产品持续放量：**2025年车载业务收入同比强劲增长21.3%，核心产品表现稳健。公司紧抓汽车智能化渗透机遇，成功实现长距激光雷达收发一体模组等高单价新品量产。通过深化与全球主流智驾平台的生态合作，车载模组产品矩阵不断丰富，规模效应与技术壁垒进一步协同。
- **XR板块盈利能力大增，机器人稳定量产出货：**2025年受VR/AR大盘疲软影响，XR整体收入承压，但整体毛利率大幅提升7.8个百分点至19.6%。此外，公司通过与歌尔光学的战略换股，强势打通显示核心技术壁垒。机器人业务实现跨越式突破，公司布局多场景，构建了从核心模块到整机的全流程开发与应用能力，现与头部客户合作项目实现稳定量产出货。
- **长期战略“光学+AI”升级，布局算力光互联：**面对AI时代的广阔机遇，公司战略从“大规模制造”向“制造+系统解决方案”并行转型。对此，依托现有核心优势，公司将相关能力复用至光互联产业链，重点布局光纤信号转换后的连接环节。目前已在国内外设立多个研究院推进对接，预计2027-2028年将有多项产品落地，彻底打开跨越消费电子周期的长远成长空间。
- **目标价83.6港元，给予买入评级：**我们预测公司2026-2028年的收入分别为451亿元/544亿元/637亿元人民币；归母净利润分别为39.5亿元/47.4亿元/56.1亿元。给予公司2026年20倍PE，目标价83.6港元，较现价有30.4%的上涨空间，维持买入评级。

黄晨

+852 2532 1954

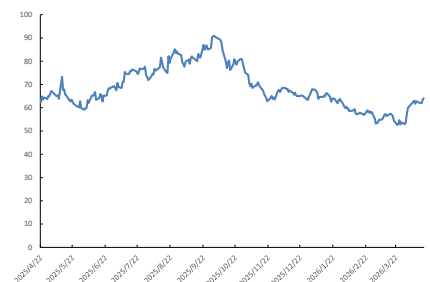
chen.huang@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	TMT
股价	64.1 港元
目标价	83.6 港元 (+30.4%)
股票代码	2382
已发行股本	10.79 亿股
市值	691.64 亿港元
52周高/低	91.4/51.5 港元
每股净现值	30.21 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	24年实际	25年实际	26年预测	27年预测	28年预测
总营业收入 (人民币千元)	38,294,491	43,229,126	45,054,638	54,364,524	63,664,623
变动	20.9%	12.9%	4.2%	20.7%	17.1%
股东净利 (人民币千元)	2,699,159	4,639,107	3,953,359	4,738,930	5,607,132
每股盈利 (人民币)	2.482	4.266	3.635	4.357	5.156
变动	146.4%	71.9%	-14.8%	19.9%	18.3%
基于64.1港元的市盈率 (估)	24.3	14.1	16.6	13.8	13.8
每股派息 (港元)	0.21	0.52	0.44	0.53	0.63
股息现价比	0.33%	0.81%	0.69%	0.83%	0.98%

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>

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	38,294,491	43,229,126	45,054,638	54,364,524	63,664,623
毛利	7,006,033	8,515,888	8,373,907	10,230,826	12,121,749
其他业务净额	1,281,273	2,192,374	1,226,117	1,254,390	1,259,690
销售及管理费用	-4,762,671	-5,021,482	-4,983,043	-5,952,915	-6,837,580
营运收入	3,524,635	5,686,780	4,616,981	5,532,301	6,543,859
财务开支	-499,383	-436,190	-185,847	-195,139	-204,896
税前盈利	3,143,534	5,415,953	4,602,725	5,517,332	6,528,142
所得税	-366,510	-608,963	-506,300	-606,907	-718,096
净利润	2,777,024	4,806,990	4,096,425	4,910,426	5,810,046
少数股东应占利润	77,865	167,883	143,067	171,495	202,914
本公司股东应占利润	2,699,159	4,639,107	3,953,359	4,738,930	5,607,132
折旧及摊销	-2,156,849	-2,242,217	-2,220,513	-2,363,282	-2,477,623
EBITDA	5,799,766	8,094,360	7,009,085	8,075,753	9,210,660
增长					
总收入 (%)	20.9%	12.9%	4.2%	20.7%	17.1%
EBITDA (%)	52.2%	39.6%	-13.4%	15.2%	14.1%

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金	4,508,657	7,482,149	11,039,664	15,056,291	20,462,442
应收账款	9,211,194	10,012,673	9,998,426	12,064,456	14,128,314
存货	5,870,112	7,179,714	6,431,690	7,738,511	9,037,655
其他流动资产	17,015,556	16,179,800	16,303,595	16,431,103	16,562,437
总流动资产	36,605,519	40,854,336	43,773,375	51,290,362	60,190,847
固定资产	11,450,797	10,491,589	11,276,022	11,917,290	12,443,855
无形资产	138,295	61,830	56,884	52,333	48,146
长期投资	218,822	212,543	212,543	212,543	212,543
其他固定资产	4,529,305	6,085,546	6,085,546	6,085,546	6,085,546
总资产	52,942,738	57,705,844	61,404,370	69,558,074	78,980,937
应付账款	20,825,322	21,559,266	21,606,458	25,391,990	29,654,804
短期银行借款	925,652	1,769,969	1,858,467	1,951,391	2,048,960
其他短期负债	568,651	830,007	830,007	830,007	830,007
总短期负债	22,319,625	24,159,242	24,294,932	28,173,388	32,533,771
长期银行借款	2,032,518	1,405,760	1,476,048	1,549,850	1,627,343
其他负债	3,249,196	2,406,143	2,476,431	2,550,233	2,627,726
总负债	27,601,339	27,971,145	28,247,411	32,273,472	36,788,840
少数股东权益	528,433	615,738	758,805	930,300	1,133,215
股东权益	24,812,966	29,118,961	32,398,154	36,354,302	41,058,882
每股账面值(摊薄)	22.79	26.66	29.67	33.29	37.60
营运资产	14,285,894	16,695,094	19,478,443	23,116,973	27,657,076

财务分析

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	18.3%	19.7%	18.6%	18.8%	19.0%
EBITDA 利率 (%)	15.1%	18.7%	15.6%	14.9%	14.5%
净利率 (%)	7.3%	11.1%	9.1%	9.0%	9.1%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	12.4%	11.6%	11.1%	11.0%	10.7%
实际税率 (%)	11.7%	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%
股息支付率 (%)	8.1%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
库存周转	64.2	68.6	64.0	64.0	64.0
应收账款天数	81.3	81.2	81.0	81.0	81.0
应付账款天数	240.0	222.8	215.0	210.0	210.0
财务状况					
总负债/总资产	0.52	0.48	0.46	0.46	0.47
收入/净资产	1.54	1.48	1.39	1.50	1.55
经营性现金流/收入	0.09	0.14	0.14	0.13	0.11
税前盈利对利息倍数	6.29	12.42	24.77	28.27	31.86

现金流量表

<人民币千元>, 财务年度截至<12月>

	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
EBITDA	5,799,766	8,094,360	7,009,085	8,075,753	9,210,660
净融资成本	-252,160	-171,426	-511,833	-507,641	-507,641
营运资金变化	-1,893,010	-2,104,705	658,572	246,702	246,702
所得税	-218,009	-311,020	-506,300	-606,907	-606,907
其他	18,713	572,291	-357,438	-375,310	-1,510,217
营运现金流	3,455,300	6,079,500	6,292,086	6,832,598	6,832,598
资本开支	-2,790,520	-2,724,546	-3,000,000	-3,000,000	-3,000,000
其他投资活动	-7,646,280	1,725,146	745,476	755,442	755,442
投资活动现金流	-10,436,800	-999,400	-2,254,524	-2,244,558	-2,244,558
负债变化	226,652	217,559	158,786	166,726	166,726
股本变化	-189	0	0	0	0
股息	-218,814	-531,562	-452,987	-543,000	-543,000
其他融资活动	-1,582,149	-1,778,997	-185,847	-195,139	-195,139
融资活动现金流	-1,574,500	-2,093,000	-480,047	-571,413	-571,413
现金变化	-8,556,000	2,987,100	3,557,515	4,016,627	4,016,627
期初持有现金	13,084,519	4,508,657	7,482,149	11,039,664	11,039,664
汇兑变化	19,862	60,345	0	0	0
期末持有现金	4,548,381	7,556,102	11,039,664	15,056,291	15,056,291

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。