

买入

2026年4月23日

光学盈利持续改善，关注 AI 端侧+AI DC 进展

- 营收连续创历史新高，充沛现金流支撑 AI 转型：**集团总营收连续五年创新高，达 318.2 亿元，同比增长 16.4%；归母净利润大幅增长 39.8%至 25.1 亿元。经营性现金流高达 71.8 亿元，同比增长 38.1%，创历史最佳，为后续的赛道并购提供强力支撑。
- 消费级声学稳健，车载声学为未来增长动力：**2025 年手机声学收入达 83.5 亿元，同比增长 1.7%，基本盘依然稳固。毛利率短期小幅回落至 27.6%，核心原因是产品结构发生变化，但公司在重点客户中的市场份额稳中有增。车载声学全年收入 41.1 亿元，同比增长 16.1%。通过并购初光等企业，集团已跻身比肩 Harman、Bose 的头部阵营，持续实现高端车载品牌音响系统量产交付。
- 散热业务暴增超 400%，强势切入数据中心液冷赛道：**消费端 VC 均热板规模化放量带动整体精密结构件高速增长。此外，在算力端，集团近期控股收购国内头部服务器液冷供应商远地数字 51%的股权，产品涵盖分布式 CDU、冷板等，服务字节、阿里等大厂。公司将依托远地数字的资源，加速数据中心液冷业务的全球布局，打造百亿级散热产品线。
- 光学业务盈利能力持续改善：**2025 年光学业务收入达 57.3 亿元，同比增长 14.5%，在良率与效率优化的驱动下，毛利率同比显著提升 5 个百分点至 11.5%。在镜头端，7P 高端镜头出货接近 1500 万只；模组端，潜望式模组实现首次大批量出货。此外，独家 WLG 出货超千万颗，在手机与非手机领域均实现大规模量产。
- 锚定 AI 硬件蓝海，XR 与机器人打开长远想象空间：**1) 在 AR 上，预计 2026 年底至 2027 年初，集团将成为全球首家在头部客户实现 SRG 全彩衍射光波导量产的供应商；2) 在具身智能机器人上，公司将机器人视为未来 AI 终端之一，其声学、传感器技术正全面配合全球头部机器人及初创企业进行产品迭代试用，提前卡位未来百亿级风口。
- 目标价 53.5 港元，维持买入评级：**我们预测公司 2026-2028 年的收入分别为 369 亿元/414 亿元/441 亿元人民币；净利润分别为 28 亿元/33 亿元/37 亿元。我们给予公司 2026 年 20xPE，目标价 53.5 港元，较现价有 37.8% 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	38.82 港元
目标价	53.5 港元 (+37.8%)
股票代码	2018
已发行股本	11.63 亿股
市值	451.48 亿港元
52 周高/低	54.8/27.4 港元
每股净资产	23.89 港元
主要股东	潘政民、吴春媛夫妇 (33.1%)
	JPMorgan Chase & Co (6.62%)

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	29年预测
总营业收入 (人民币千元)	27,328,304	31,816,988	36,904,415	41,378,189	44,136,412
变动	33.98%	16.43%	15.99%	12.12%	6.67%
净利润	1,797,230	2,511,978	2,809,091	3,272,700	3,738,287
每股盈利 (港元)	1.64	2.39	2.67	3.11	3.56
变动	154.73%	45.44%	11.83%	16.50%	14.23%
基于38.82港元的市盈率 (估)	23.6	16.2	14.5	12.5	10.9
每股派息 (港元)	0.10	0.22	0.24	0.28	0.32
股息现价比	0.00%	0.01%	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>					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
收入	27,328,304	31,816,988	36,982,956	41,472,439	44,241,972	盈利能力					
毛利	6,041,899	7,015,740	8,191,007	9,227,323	9,952,331	毛利率 (%)	22.1%	22.1%	22.1%	22.2%	22.5%
其他业务净额	410,979	442,012	470,664	543,810	619,031	EBITDA 利率 (%)	18.3%	20.2%	18.3%	17.3%	17.2%
销售及管理费用	-4,067,558	-4,176,257	-5,048,174	-5,640,252	-5,928,424	净利率 (%)	6.5%	8.0%	7.6%	8.0%	8.5%
营运收入	2,385,320	3,281,495	3,613,497	4,130,882	4,642,938	营运表现					
财务开支	-417,160	-395,156	-400,220	-379,929	-362,037	营运费用/收入 (%)	14.9%	13.1%	13.7%	13.6%	13.4%
联营公司等		0	0	0	0	实际税率 (%)	11.4%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
税前盈利	1,990,496	2,886,758	3,213,738	3,751,483	4,281,511	股息支付率 (%)	6.1%	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%
所得税	-226,935	-347,459	-386,815	-451,540	-515,336	库存周转	75.1	91.2	65.0	65.0	65.0
利润总额	1,763,561	2,539,299	2,826,923	3,299,943	3,766,175	应收账款天数	141.8	164.2	100.0	95.0	95.0
少数股东应占利润	-33,669	27,321	11,147	17,092	14,101	应付账款天数	166.3	228.7	166.0	166.0	166.0
本公司股东应占利润	1,797,230	2,511,978	2,815,776	3,282,851	3,752,074	财务状况					
折旧及摊销	-2,625,407	-3,142,876	-3,156,146	-3,063,730	-2,967,492	总负债/总资产	0.45	0.48	0.46	0.45	0.43
EBITDA	5,010,727	6,424,371	6,769,644	7,194,612	7,610,429	收入/净资产	1.07	1.25	1.32	1.33	1.28
增长						经营性现金流/收入	0.19	0.23	0.16	0.16	0.15
总收入 (%)	34.0%	16.4%	16.2%	12.1%	6.7%	税前盈利对利息倍数	4.77	7.31	8.03	9.87	11.83
EBITDA (%)	26.1%	28.2%	5.4%	6.3%	5.8%						
本公司股东应占利润 (%)	142.7%	39.8%	12.1%	16.6%	14.3%						
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>					
	2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测		2024年 实际	2025年 实际	2026年 预测	2027年 预测	2028年 预测
现金	7,543,728	8,625,298	11,022,361	14,290,230	17,650,765	EBITDA	5,010,727	6,424,371	6,769,644	7,194,612	7,610,429
应收账款	9,370,703	8,982,099	10,132,317	10,794,196	11,515,034	净融资成本	218,902	202,091	153,791	60,353	-32,759
存货	3,937,805	4,531,796	5,127,333	5,742,281	6,106,374	营运资金变化	132,181	1,952,515	-333,503	293,654	-155,092
其他流动资产	49,432	63,139	63,139	63,139	63,139	所得税	-226,935	-347,459	-386,815	-451,540	-515,336
总流动资产	20,901,668	22,202,332	26,345,151	30,889,846	35,335,312	其他	73,125	-1,048,518	-399,759	-379,399	-361,427
固定资产	19,928,889	20,532,460	20,127,179	19,900,970	19,558,795	营运现金流	5,208,000	7,183,000	5,803,357	6,717,680	6,545,815
无形资产	3,799,314	3,921,676	3,620,811	3,383,290	3,194,173	资本开支	-2,331,500	-2,830,000	-2,450,000	-2,600,000	-2,600,000
长期投资	451,156	651,097	651,097	651,097	651,097	其他投资活动	-1,153,500	-1,122,000	246,429	319,575	558,596
其他非流动资产	1,351,429	1,389,328	1,389,328	1,389,328	1,389,328	投资活动现金流	-3,485,000	-3,952,000	-2,203,571	-2,280,425	-2,041,404
总资产	46,432,456	48,696,893	52,133,565	56,214,531	60,128,705	负债变化	2,421,188	364,018	-520,925	-461,174	-406,632
应付账款	9,557,816	11,682,169	13,094,421	14,664,902	15,594,741	股本变化	0	0	0	0	0
短期银行借款	1,727,966	1,999,997	2,038,289	2,080,411	2,126,744	股息	-108,932	-258,410	-281,578	-328,285	-375,207
其他短期负债	470,928	283,811	283,811	283,811	283,811	其他融资活动	-3,337,056	-2,212,608	-400,220	-379,929	-362,037
总短期负债	11,756,710	13,965,977	15,416,521	17,029,124	18,005,296	融资活动现金流	-1,024,800	-2,107,000	-1,202,722	-1,169,387	-1,143,876
长期银行借款	7,603,647	7,616,841	7,057,624	6,554,329	6,101,363	现金变化	698,200	1,124,000	2,397,063	3,267,868	3,360,535
其他负债	1,523,672	1,564,704	1,564,704	1,564,704	1,564,704	期初持有现金	6,824,525	7,538,204	8,612,298	11,009,361	14,277,230
总负债	20,884,029	23,147,522	24,038,849	25,148,156	25,671,363	汇兑变化	15,479	0	0	0	0
少数股东权益	362,407	586,535	597,682	614,774	628,875	期末持有现金	7,538,204	8,662,204	11,009,361	14,277,230	17,637,765
股东权益	25,548,427	25,549,371	28,094,716	31,066,374	34,457,342						
每股账面值(摊薄)	21.73	22.12	24.33	26.90	29.84						
营运资产	9,144,958	8,236,355	10,928,630	13,860,722	17,330,016						

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。