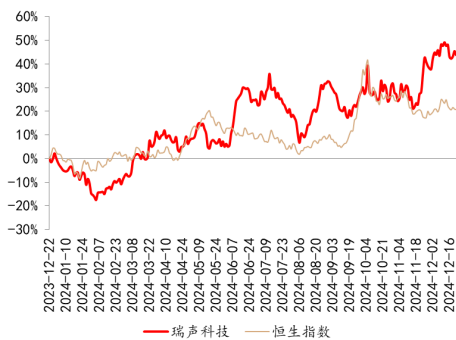


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

| | |
|--------------|--------------------------------|
| 最新收盘价(元) | 37.00 |
| 总股本/流通股本(亿股) | 11.99 / 11.98 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 410 / 410 |
| 52周内最高/最低价 | 40.40 / 16.28 |
| 资产负债率(%) | 48.55% |
| 市盈率 | 38.59 |
| 第一大股东 | Sapphire Hill Holdings Limited |

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

瑞声科技(2018.HK)

光学毛利显著改善

● 投资要点

高端声学平台持续导入主力机型，产品组合不断改善。2024年上半年，集团声学业务实现收入人民币34.6亿元，同比增长4.1%，主要由于上半年全球智能手机市场回暖，出货量重回增长轨道。受益于集团高端声学平台持续导入主力机型以及扬声器出货量提升，毛利率为29.9%，同比提升4.4个百分点。2024年上半年，智能手机市场延续了2023年下半年的恢复态势，据国际数据公司(IDC)最新统计，全球智能手机出货量在今年上半年实现同比增长10.4%。得益于多年的技术创新积累，集团的声学业务整合了硬件、算法与调音服务，能满足智能设备多场景下的应用需求，引领声学行业不断升级。2024年上半年，集团在中高端市场份额稳中有升，产品组合亦不断改善，例如：SLS大师级扬声器保持了高速增长势头，出货超1,200万只，同比增长接近200%。创新型声学和电磁二合一产品Combo系列出货接近450万只，为客户提供了丰富的产品方案。折叠机方面，集团推出行业内薄度领先的高性能扬声器，采用集团高性能扬声器平台及创新的材料应用和结构设计，不仅极大节省了机内堆叠空间，还提升了扬声器中低频性能，在轻薄和性能之间实现了完美的平衡，助力集团的声学产品在多个客户的折叠机型中取得主要份额。

PSS车载及消费声学产品业务与集团的协同效应逐渐显现。PSS相关业务并表收入为人民币15.2亿元，毛利率为25.0%。集团的车载声学业务持续突破，PSS与集团的协同效应逐渐显现。蓬勃发展的汽车市场未来为集团勾勒第二增长曲线，PSS的产品组合涵盖了低中高和全频等不同规格的高性能经典车载扬声器，搭配尖端调音技术，可为消费者提供高品质体验，以及PSS仍积极拓展在全球一线车企中的份额。根据中国汽车工业协会数据，2024年上半年国内汽车销量同比增长6.1%，其中新能源汽车销量同比快速增长约32%。收购完成后，集团也将加速在国内市场的扩张，持续供应头部新能源企业的中高端车型。集团一直在探索集扬声器、功放、算法以及调音服务的垂直一体化解决方案，以及通过品牌授权模式与全球顶级音响品牌强强联合，为全球头部车企及终端用户提供更多元选择。

智能手机光学行业需求复苏叠加集团在中高规格市场份额提升，光学业务增长显著。2024年上半年，集团光学业务实现收入人民币22.1亿元，同比增长24.9%，主要由于智能手机光学行业需求复苏及集团在中高规格市场份额提升带来的更高出货量和单价改善。毛利率改善至4.7%，较去年同期显著提升21.7个百分点，其中塑料镜头毛利率同比提升27.4个百分点至16.7%，光学模组毛利率同比增长11.8个百分点至5.7%。报告期内，集团光学技术持续升级，产品结构不断优化。塑料镜头高端化进展顺利，6P镜头出货占比保持在15%以上，

并获得了 7P 塑料镜头项目定点。光学模组方面，受益于出货量与单价均稳步提升，上半年收入同比增长 29%。2024 年上半年，1G6P 玻塑混合镜头出货约 140 万只，同比增长近 40%。集团独家 WLG 工艺带来的出色表现得到智能手机厂商的积极反馈。该工艺拥有一体化压铸的独特优势，可以极大提高微棱镜的生产效率及精度。为满足客户对于主摄、长焦以及棱镜的产品创新需求，集团积极配合客户更多高端及旗舰项目预研。同时，集团重视存货管理，提升运营效率及生产良率，单位成本进一步优化，毛利率得到显著提升。

高端马达产品持续放量，集团不断优化精密结构件产品结构。电磁传动及精密结构件业务方面，2024 年上半年，该合并分部收入为人民币 36.6 亿元，同比增长 1.1%。该合并分部收入毛利率为 22.9%，同比上升 3.6 个百分点，马达及精密结构件业务毛利率均有改善 3-6 个百分点，主要因为高端马达产品持续放量和集团不断优化精密结构件产品结构，重视成本管控。转轴、散热和笔电机壳等结构件产品的放量是未来重要增长动力。

得益于集团的高性能横向线性马达以及产品组合的改善，电磁传动业务毛利率显著增长。2024 年上半年，电磁传动业务毛利率显著增长，主要得益于集团的高性能横向线性马达以及产品组合的改善。此外，RichTap® 因行业领先的算法和专业服务获得众多客户认可。同时集团的马达产品在游戏、AR/VR、智能汽车和 IoT 等领域持续发力，赋能设备生产商以及游戏、视频和社交互动等内容商实现多维度和高质量的触觉反馈体验。集团推进光学模组垂直一体化整合，加速发展 VCM (Voice Coil Motor) 业务，制造端已实现关键零部件全自制，为客户提供设计、仿真、制造和测试整体解决方案。集团依托多年积累的科技领导力以及生产技术，在今年上半年与核心手机客户进行开发，实现高价值 VCM 电机模组大批量出货。

精密结构件业务多产品持续放量。在精密结构件业务，集团与多个核心客户的稳健客户关系助力众多产品的收入增长，如转轴、散热件以及笔电机壳业务，同时也帮助了今年上半年毛利率的提升。集团持续拓展金属中框业务，积极配合客户研发新兴品类，已成为核心客户的中高端机型及折叠机的高价值结构件主力供应商，单价水平和毛利率均进一步提升。集团凭借铰链产品从设计到成品组装的垂直整合能力和技术创新实力，获得客户高度认可，2024 年上半年出货量近 50 万个。集团创新研发的折叠屏铰链方案，可实现极致的超薄厚度，大幅提升抗冲击性能，为铰链技术升级树立了行业标杆。2024 年上半年，散热产品收入同比增长近 100% 至 1.5 亿人民币。受益于规模效应和精益成本管控，毛利率亦稳步提升。此外，得益于在扬州的新建产能开始放量，集团笔电机壳业务在海外客户中的市场份额亦稳步增长。

乘 AI 东风，智能手机 MEMS 麦克风大有可为。2024 年上半年，传感器及半导体业务收入为人民币 3.89 亿元，同比下降 21.2%，主要由于新项目延期至 2024 年下半年。毛利率为 16.4%，同比上升 5.1 个百分点，主要因为高毛利产品收入占比的提升。集团作为全球智能

手机 MEMS 麦克风前三大制造商，迄今为止出货超 70 亿件。凭借自主开发能力，集团专注于为客户开发高性能 MEMS 麦克风，ASICs (Application-Specific Integrated Circuits) 以及定制麦克风模块，能够更好满足众多行业 and 客户需求。2024 年上半年，集团持续推广自研高性能 MEMS 麦克风，安卓端中高价值量产品出货量占比，同比提升约 15 个百分点至 60% 以上，持续引领行业向中高端化升级。当前 AI 浪潮涌动，AI 手机的强劲需求将带动智能语音交互技术迅速迭代，MEMS 麦克风作为语音识别的核心器件亦将引领规格升级。集团作为行业中最早布局高信噪比麦克风并实现大规模量产的 player 之一，凭借出色的产品性能赢得广泛认可，未来有望乘 AI 东风继续创造可观增量。未来，终端 AI 加速落地及人机交互方式革新，有望推动消费电子行业新的换机周期。集团将以创造极致体验为使命，专注技术创新，通过跨学科产品开发巩固其感知体验解决方案全球领导者的地位。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 260/292/330 亿元，实现归母净利润分别为 17/22/27 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 24 倍、18 倍、15 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

有关智能手机市场的风险，对若干主要客户的依赖风险，因不可预见事件及供应链困难造成的生产中断风险，经营、技术过时以及环境、社会及管治考量风险，流动性及利率风险，外汇风险，全球贸易摩擦风险。

■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 20419 | 26030 | 29242 | 33001 |
| 增长率 (%) | -1% | 27% | 12% | 13% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 740 | 1709 | 2208 | 2699 |
| 增长率 (%) | -10% | 131% | 29% | 22% |
| EPS (元/股) | 0.63 | 1.43 | 1.84 | 2.25 |
| 市盈率 (P/E) | 33.88 | 23.87 | 18.47 | 15.12 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 主要财务比率 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|---------|--------|---------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 20,419 | 26,030 | 29,242 | 33,001 | 营业收入 | -1.00% | 27.48% | 12.34% | 12.86% |
| 其他收入 | 64 | 48 | 55 | 60 | 归属母公司净利润 | -9.85% | 130.83% | 29.22% | 22.21% |
| 营业成本 | 16,967 | 20,420 | 22,789 | 25,578 | 获利能力 | | | | |
| 销售费用 | 443 | 625 | 687 | 759 | 毛利率 | 16.90% | 21.55% | 22.07% | 22.49% |
| 管理费用 | 978 | 1,249 | 1,380 | 1,551 | 销售净利率 | 3.63% | 6.57% | 7.55% | 8.18% |
| 研发费用 | 1,573 | 2,017 | 2,222 | 2,475 | ROE | 3.38% | 7.24% | 8.54% | 9.45% |
| 财务费用 | 183 | 197 | 142 | 106 | ROIC | 2.24% | 4.30% | 4.90% | 5.46% |
| 除税前溢利 | 823 | 1,835 | 2,387 | 2,924 | 偿债能力 | | | | |
| 所得税 | 252 | 472 | 658 | 803 | 资产负债率 | 42.51% | 49.17% | 48.87% | 48.67% |
| 净利润 | 571 | 1,363 | 1,730 | 2,121 | 净负债比率 | 8.87% | 0.23% | -6.22% | -11.26% |
| 少数股东损益 | -170 | -346 | -479 | -578 | 流动比率 | 1.63 | 1.95 | 1.98 | 2.01 |
| 归属母公司净利润 | 740 | 1,709 | 2,208 | 2,699 | 速动比率 | 1.33 | 1.54 | 1.61 | 1.64 |
| EBIT | | | | | 营运能力 | | | | |
| EBIT | 1,006 | 2,032 | 2,530 | 3,029 | 总资产周转率 | 0.52 | 0.61 | 0.61 | 0.64 |
| EBITDA | 3,762 | 3,319 | 3,811 | 4,306 | 应收账款周转率 | 4.23 | 4.45 | 4.34 | 4.32 |
| EPS (元) | 0.63 | 1.43 | 1.84 | 2.25 | 应付账款周转率 | 4.61 | 4.55 | 4.48 | 4.52 |
| 资产负债表 | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| 流动资产 | | | | | 每股收益 | | | | |
| 现金 | 6,825 | 11,318 | 13,493 | 15,672 | 每股经营现金流 | 3.87 | 1.15 | 2.45 | 2.36 |
| 应收账款及票据 | 5,372 | 6,333 | 7,135 | 8,149 | 每股净资产 | 18.26 | 19.70 | 21.56 | 23.84 |
| 存货 | 2,992 | 5,036 | 5,142 | 5,740 | 估值比率 | | | | |
| 其他 | 1,338 | 1,807 | 1,954 | 2,226 | P/E | 33.88 | 23.87 | 18.47 | 15.12 |
| 非流动资产 | 22,384 | 22,251 | 22,169 | 22,091 | P/B | 1.17 | 1.73 | 1.58 | 1.43 |
| 固定资产 | 18,033 | 18,021 | 18,011 | 18,001 | EV/EBITDA | 7.33 | 12.31 | 10.29 | 8.75 |
| 无形资产 | 1,373 | 1,298 | 1,226 | 1,159 | 现金流量表 | | | | |
| 其他 | 2,978 | 2,932 | 2,931 | 2,931 | 经营活动现金流 | | | | |
| 资产总计 | 38,911 | 46,745 | 49,893 | 53,879 | 经营活动现金流 | 4,633 | 1,384 | 2,941 | 2,825 |
| 流动负债 | 10,129 | 12,589 | 13,984 | 15,826 | 净利润 | 740 | 1,709 | 2,208 | 2,699 |
| 短期借款 | 3,421 | 3,785 | 4,318 | 4,970 | 少数股东权益 | -170 | -346 | -479 | -578 |
| 应付账款及票据 | 4,093 | 4,882 | 5,293 | 6,037 | 折旧摊销 | 2,756 | 1,287 | 1,282 | 1,277 |
| 其他 | 2,615 | 3,922 | 4,373 | 4,819 | 营运资金变动及其他 | 1,306 | -1,266 | -70 | -573 |
| 非流动负债 | 6,410 | 10,398 | 10,398 | 10,398 | 投资活动现金流 | | | | |
| 长期债务 | 5,388 | 7,588 | 7,588 | 7,588 | 投资活动现金流 | -1,512 | 890 | -898 | -879 |
| 其他 | 1,022 | 2,809 | 2,809 | 2,809 | 资本支出 | -1,540 | -1,200 | -1,200 | -1,200 |
| 负债合计 | 16,540 | 22,987 | 24,382 | 26,223 | 其他投资 | 28 | 2,090 | 302 | 321 |
| 普通股股本 | 97 | 97 | 97 | 97 | 筹资活动现金流 | | | | |
| 储备 | 22,733 | 24,466 | 26,697 | 29,420 | 筹资活动现金流 | -3,171 | 2,196 | 108 | 210 |
| 归属母公司股东权益 | 21,881 | 23,614 | 25,846 | 28,568 | 借款增加 | -894 | 2,563 | 533 | 652 |
| 少数股东权益 | 490 | 144 | -335 | -913 | 普通股增加 | -354 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 22,371 | 23,758 | 25,511 | 27,655 | 已付股利 | -130 | -368 | -425 | -443 |
| 负债和股东权益 | 38,911 | 46,745 | 49,893 | 53,879 | 其他 | -1,793 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 现金净增加额 | 11 | 4,494 | 2,175 | 2,179 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|---|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048