

买入

PSS 发挥车载声学协同效应，光学突破提高毛利率

瑞声科技 (2018.HK)

2024-12-31 星期二

目标价: 45 港元
现价: 37.2 港元
预计升幅: 21.1%

重要数据

日期	2024-12-30
收盘价 (港元)	37.2
总股本 (亿股)	11.99
总市值 (亿港元)	446
净资产 (亿港元)	242.4
总资产 (亿港元)	482.9
52 周高低 (港元)	40.4/16.8
每股净资产 (港元)	20.2

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Sapphire Hill Holdings Limited	11.25%
K&G International Limited	10.73%

相关报告

深度报告: AI 推动手机升规升配, 收购 PSS 加速车载进展-YS-20240328

研究部

姓名: 杨森
SFC: BJO644
电话: 0755-21519178
Email: yangsen@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 市场复苏叠加产品组合改善, 2024H1 公司毛利率显著提高

2024 年 H1 公司总营业收入为人民币 112.5 亿元, 同比增长 22.0%, 毛利率为 21.5%, 同比提升 7.4 个百分点。毛利率的显著提升主要得益于手机市场复苏态势, 来自声学、光学以及精密结构件等业务的产品组合改善, 精益运营带来的持续效率提升以及 Premium Sound Solutions (PSS) 并表带来的贡献。

➤ 车载声学业务持续突破, PSS 与公司的协同效应逐渐显现

PSS 收购完成后, 公司车载声学业务国内外双线并进: 1) 海外市场方面, 公司在全球一线车企中占据较高份额; 2) 国内业务亦稳步扩张, 持续供应头部新能源企业的中高端车型, 并独供某头部新晋造车新势力车载扬声器, 上半年出货量超百万。2024H1, PSS 相关业务并表收入为人民币 15.2 亿元, 毛利率为 25.0%。车载业务正在成为公司增长新的发动机。

➤ 光学技术升级, 推动光学业务毛利率大幅改善

公司光学技术持续升级, 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。2024 年上半年, 1G6P 玻塑混合镜头出货约 140 万只, 同比增长近 40%。2024H1, 公司光学业务实现收入人民币 22.1 亿元, 同比增长 24.9%, 毛利率改善至 4.7%, 较去年同期显著提升 21.7 个百分点。

➤ 维持“买入”评级, 目标价 45 港元/股

我们预测公司 2024~2026 年收入分别为 264.5 (+29.1%)、299.3 (+13.2%) 和 338.6 (+13.1%) 亿元人民币, 归母净利润 16.9 (+128.6%)、21.6 (+27.9%) 和 25.4 (+17.5%) 亿元人民币。我们预测公司未来两年净利润平均增速为 23%。按照稳健原则, 我们认为按照 2025 年 1 倍 PEG 计算公司估值是合理的, 即按照 2025 年 23 倍 PE 估值, 对应目标价 45 港元/股, 距离现价有 21.1% 的上升空间, 给予“买入”评级。

(百万元人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,673.2	20,483.1	26,447.0	29,930.6	33,858.5
同比增长	16.7%	-1.0%	29.1%	13.2%	13.1%
归母净利润	821.3	740.4	1,692.4	2,163.8	2,543.0
同比增长	-37.6%	-9.9%	128.6%	27.9%	17.5%
毛利率	18.3%	16.9%	21.1%	23.3%	23.6%
每股收益(元)	0.69	0.62	1.41	1.81	2.12
PE@37.2HKD	50.1	55.5	24.3	19.0	16.2

数据来源: wind、公司财报、国元证券经纪(香港)预测和整理

报告正文

市场复苏叠加产品组合改善，2024H1 公司毛利率显著提高

2024 年 H1 公司总营业收入为人民币 112.5 亿元，同比增长 22.0%，毛利率为 21.5%，同比提升 7.4 个百分点。毛利率的显著提升主要得益于手机市场复苏态势，来自声学、光学以及精密结构件等业务的产品组合改善，精益运营带来的持续效率提升以及 Premium Sound Solutions (PSS) 并表带来的贡献。

其中，公司现有业务（不包含 PSS 相关业务）收入为人民币 97.3 亿元，毛利率为 20.9%，毛利率同比显著提升 6.8 个百分点，盈利能力持续改善；PSS 相关业务并表收入为人民币 15.2 亿元，毛利率为 25.0%。

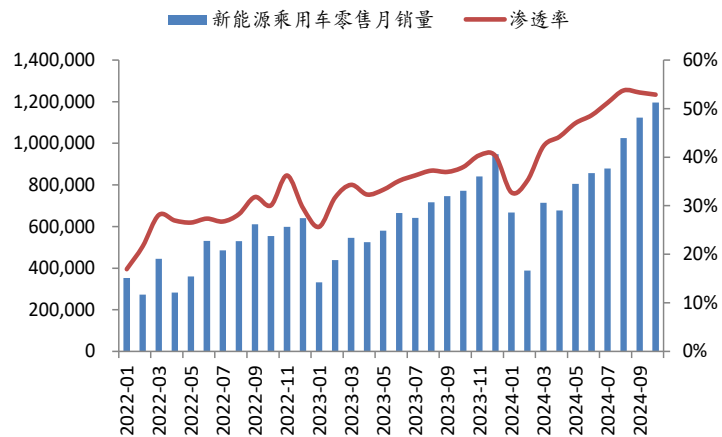
2024 年上半年，公司净利润为人民币 5.37 亿元，同比大幅增长 257.3%。

车载声学业务持续突破，PSS 与公司的协同效应逐渐显现

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，为消费者提供高质量体验。

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%。

图 1：我国新能源乘用车月销量和渗透率



资料来源：中国汽车流通协会、国元证券经纪（香港）整理

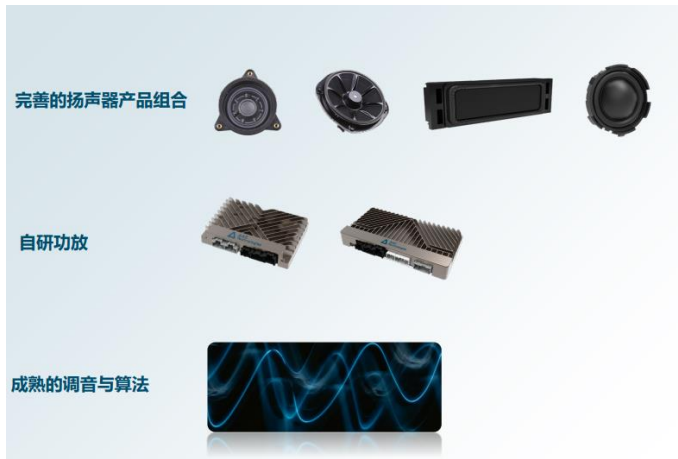
PSS 收购完成后，公司车载声学业务国内外双线并进：1) 海外市场方面，公司在全球一线车企中占据较高份额；2) 国内业务亦稳步扩张，持续供应头部新能

源企业的中高端车型，并独供某头部新晋造车新势力车载扬声器，上半年出货量超百万。

公司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使用者提供更多元选择。

2024H1，PSS 相关业务并表收入为人民币 15.2 亿元，毛利率为 25.0%。车载业务正在成为公司增长新的发动机。

图 2：打造平台化系统级声学能力，构建整体解决方案 **图 3：国内头部新能源+欧美一线车企定点**



资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

光学技术升级，推动光学业务毛利率大幅改善

公司光学技术持续升级，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。公司独家 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。2024 年上半年，1G6P 玻塑混合镜头出货约 140 万只，同比增长近 40%。

2024H1，公司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公司在中高规格市场份额提升带来的更高出货量和单价改善。光学产品毛利率改善至 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%，光学模块毛利率同比增长 11.8 个百分点至 5.7%。

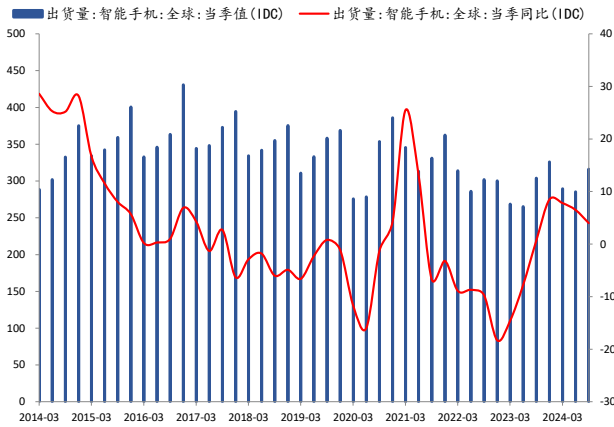
2024 年第三季度，根据 IDC 统计，全球智能手机市场同比增长约 4%，连续四个

季度实现同比反弹。根据 Counterpoint Research 的统计口径，2024 年第三季度，全球智能手机市场同比增长 2%，出货量达到 3.07 亿部。全球智能手机收入同比增长 10%，平均售价增长 7%。收入和平均售价均创下历史新高。

根据 Canalys 数据，全球高端手机市场需求保持旺盛，三季度全球 600 美元以上价位段出货量同比增长 15%，厂商 AI 手机新品进一步引发消费者关注。

我们认为未来全球智能手机行业有望呈现出出货量低速增长、ASP 持续提升的态势，对光学、声学以及散热等 AI 应用部件的需求会持续升级。

图 4：全球智能手机季度出货量（百万部）



资料来源：IDC、国元证券经纪（香港）整理

图 5：2024Q3 全球高端智能手机季度出货增速



资料来源：Canalys、国元证券经纪（香港）整理

盈利预测与估值建议

我们预测公司 2024~2026 年收入分别为 264.5 (+29.1%)、299.3 (+13.2%) 和 338.6 (+13.1%) 亿元人民币，归母净利润 16.9 (+128.6%)、21.6 (+27.9%) 和 25.4 (+17.5%) 亿元人民币。

我们预测公司未来两年净利润平均增速为 23%。按照稳健原则，我们认为按照 2025 年 1 倍 PEG 计算公司估值是合理的，即按照 2025 年 23 倍 PE 估值，对应目标价 45 港元/股，距离现价有 21.1% 的上升空间，给予“买入”评级。

风险提示

- 全球手机和汽车销量增速不及预期；
- 公司产品拓展不及预期。

财务报表摘要

资产负债表 (百万元)						损益表 (百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产:						营业总收入	20,673.2	20,483.1	26,447.0	29,930.6	33,858.5
现金及现金等价物	6,813.7	6,824.5	7,281.2	6,971.7	6,993.5	主营业务收入	20,625.1	20,419.1	26,376.6	29,853.1	33,773.3
应收款项合计	5,551.0	6,681.6	7,121.7	8,060.3	9,118.8	其他营业收入	48.1	64.0	70.4	77.4	85.2
存货	4,401.4	2,992.4	3,692.7	4,179.4	4,728.3	营业总支出	19,879.7	19,962.0	24,325.0	26,983.3	30,342.0
其他流动资产	350.0	28.5	28.8	29.4	29.6	营业成本	16,850.1	16,967.4	20,821.3	22,889.2	25,797.6
流动资产合计	17,116.1	16,527.0	18,124.4	19,240.8	20,870.2	营业开支	3,029.6	2,994.6	3,503.7	4,094.1	4,544.4
非流动资产:						营业利润	793.5	521.1	2,122.0	2,947.3	3,516.5
固定资产净值	19,263.9	18,070.4	19,877.4	21,865.2	24,051.7	净利息和其他非经常性收益	67.2	301.8	37.2	18.6	20.5
权益性资产和其他长期投资	666.7	1,000.9	1,101.0	1,211.1	1,332.2	除税前利润	860.7	822.9	2,159.2	2,965.9	3,537.0
商誉及无形资产	1,461.4	1,373.2	1,441.9	1,456.3	1,470.8	减: 所得税	231.5	252.3	647.8	889.8	1,061.1
土地使用权	1,374.8	1,289.1	1,263.3	1,238.1	1,213.3	少数股东损益	-192.1	-169.8	-181.0	-87.7	-67.2
其他非流动资产	460.3	650.1	780.1	795.7	811.6	持续经营净利润	821.3	740.4	1,692.4	2,163.8	2,543.0
非流动资产合计	23,227.1	22,383.7	24,463.7	26,566.3	28,879.7	净利润	821.3	740.4	1,692.4	2,163.8	2,543.0
总资产	40,343.3	38,910.8	42,588.1	45,807.1	49,749.9	归属普通股股东净利润	821.3	740.4	1,692.4	2,163.8	2,543.0
流动负债:											
应付账款及票据	3,266.1	4,060.8	4,580.7	5,035.6	5,675.5						
应交税金	117.8	100.5	109.2	123.5	139.7						
交易性金融负债	8.3	0.0	0.0	0.0	0.0						
短期借贷及长期借贷当期到期部	1,832.6	3,421.5	3,755.1	4,249.7	4,567.0						
其他流动负债	3,829.8	2,546.6	3,313.7	3,716.4	4,547.2						
流动负债合计	9,054.6	10,129.4	11,758.6	13,125.2	14,929.4						
非流动负债:											
长期借贷	7,815.0	5,388.1	5,926.9	5,808.4	5,692.2						
其他非流动负债	1,278.0	1,022.0	1,226.4	1,471.7	1,766.0						
非流动负债合计	9,093.0	6,410.1	7,153.3	7,280.1	7,458.2						
总负债	18,147.6	16,539.5	18,911.9	20,405.3	22,387.6						
股东权益:											
普通股股本	97.7	97.3	97.3	97.3	97.3						
储备和库存股	22,678.8	21,784.1	23,138.0	24,869.1	26,903.5						
其他综合性收益	-503.7	-	-	-	-						
归属母公司股东权益	21,656.2	21,881.5	23,235.3	24,966.4	27,000.8						
少数股东权益	539.4	489.8	308.9	221.2	154.0						
股东权益合计	22,195.6	22,371.3	23,544.2	25,187.5	27,154.8						
总负债及总权益	40,343.2	38,910.8	42,456.1	45,592.8	49,542.4						

现金流量表					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	4,372.0	4,632.5	2,990.7	3,046.1	3,101.3
投资活动产生的现金流量净额	-2,349.3	-3,380.0	-2,704.0	-2,163.2	-1,730.6
筹资活动产生的现金流量净额	-1,438.7	-3,170.6	170.0	-1,192.4	-1,348.9
汇率变动的影响	178.3	-	-	-	-
现金净流量:					
现金及现金等价物净增加额	762.4	10.8	456.7	-309.5	21.9
现金及现金等价物期初余额	6,051.4	6,813.7	6,824.5	7,281.2	6,971.7
现金及现金等价物期末余额	6,813.7	6,824.5	7,281.2	6,971.7	6,993.5

(百万元人民币)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,673.2	20,483.1	26,447.0	29,930.6	33,858.5
同比增长	16.7%	-1.0%	29.1%	13.2%	13.1%
归母净利润	821.3	740.4	1,692.4	2,163.8	2,543.0
同比增长	-37.6%	-9.9%	128.6%	27.9%	17.5%
毛利率	18.3%	16.9%	21.1%	23.3%	23.6%
每股收益(元)	0.69	0.62	1.41	1.81	2.12
PE@37.2HKD	50.1	55.5	24.3	19.0	16.2

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

投資評級定義和免責條款

投資評級

買入	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 20%
持有	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅在正負 20% 之間
賣出	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 -20%
未評級	對未來 12 個月內目標價不做判斷

免責條款

一般聲明

本報告由國元證券經紀（香港）有限公司（簡稱“國元證券經紀（香港）”）制作，國元證券經紀（香港）為國元國際控股有限公司的全資子公司。本報告中的信息均來源於我們認為可靠的已公開資料，但國元證券經紀（香港）及其關聯機構對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。本報告中的信息、意見等均僅供投資者參考之用，不構成對買賣任何證券或其他金融工具的出價或征價或提供任何投資決策建議的服務。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦或投資操作性建議。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，自主審慎做出決策並自行承擔風險。投資者在依據本報告涉及的內容進行任何決策前，應同時考慮各自的投資目的、財務狀況和特定需求，並就相關決策諮詢專業顧問的意見對依據或者使用本報告所造成的一切後果，國元證券經紀（香港）及/或其關聯人員均不承擔任何責任。

本報告署名分析師與本報告中提及公司無財務權益關係。本報告所載的意見、評估及預測僅為本報告出具日的觀點和判斷。該等意見、評估及預測無需通知即可隨時更改。在不同時期，國元證券經紀（香港）可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究报告。

本報告署名分析師可能會不時與國元證券經紀（香港）的客戶、銷售交易人員、其他業務人員或在本報告中針對可能對本報告所涉及的標的證券或其他金融工具的市场價格產生短期影響的催化劑或事件進行交易策略的討論。這種短期影響的分析可能與分析師已發布的關於相關證券或其他金融工具的目標價、評級、估值、預測等觀點相反或不一致，相關的交易所策略不同於且也不影響分析師關於其所研究標的證券或其他金融工具的基本面評級或評分。

國元證券經紀（香港）的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口头或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。國元證券經紀（香港）沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。國元國際控股有限公司的資產管理部門、自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見不一致的投資決策。

除非另行說明，本報告中所引用的關於業績的數據代表過往表現。過往的業績表現亦不應作為日後回報的預示。我們不承諾也不保證，任何所預示的回報會得以實現。

分析中所做的預測可能是基於相應的假設。任何假設的變化可能會顯著地影響所預測的回報。

本報告提供給某接收人是基於該接收人被認為有能力獨立評估投資風險並就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指，投資決策是投資者自身基於對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資考慮而獨立做出的。

特別聲明

在法律許可的情況下，國元證券經紀（香港）可能與本報告中提及公司正在建立或爭取建立業務關係或服務關係。因此，投資者應當考慮到國元證券經紀（香港）及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。

本報告的版權僅為國元證券經紀（香港）所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、复制、刊登、發表或引用。

分析員聲明

本人具備香港證監會授予的第四類牌照——就證券提供意見。本人以勤勉的職業態度，獨立、客觀地出具本報告。本報告清晰準確地反映了本人的研究觀點。本人不曾因，不因，也將不會因本報告中的具體推薦意見或觀點而直接或間接收受到任何形式的補償。