2025 年 3 月 21 日

公司研究

24 年业绩大幅增长，25 年光学盈利有望持续改善，发力车载、机器人多元化场景

——瑞声科技（2018.HK）2024 年业绩点评

要点

业绩：24 年业绩大幅增长，盈利能力显著提升。1）营收大幅增长：24 年全年营收 273.28 亿元人民币，同比+33.8%。**2）毛利率显著提升：**24 年全年毛利率 22.1%，同比+5.2pct，主要系产品结构改善、运营效率提高及费用持续优化。**3）净利润显著增长：**24 全年净利润 17.97 亿元人民币，接近预告区间 17-18.15 亿元人民币上限，同比+142.7%。

声学产品结构优化成效显著，全面布局多元应用场景： 24 全年声学业务收入 82.1 亿元人民币，同比+9.5%；毛利率为 30.2%，同比+1.8pct。收入同比上升主要系下游客户需求回升，公司在重点客户中的市场份额稳中有增以及高端声学平台导入更多客户的主力机型。**中高端声学产品出货量大幅增加**，公司 SLS 大师级扬声器出货量同比增长超 120%，未来有望在非智能手机设备领域（如智能眼镜）推出更多产品。

收购 PSS 发挥协同效应：24 全年车载声学业务收入 35.2 亿元，毛利率为 24.8%。公司收购 PSS 后充分整合资源，构建集扬声器、调音服务等于一体的垂直一体化解决方案，在欧美一线车企中占据领先市场份额，在中国持续供应理想、吉利、小米等头部新能源品牌的热门车型。

光学产品结构升级，24H2 毛利率环比提升：24 全年收入 50 亿元，同比+37.9%，毛利率为 6.5%，同比+19.5pct；24H2 光学业务毛利率 7.9%，环比提升 3.2pct。智能手机光学行业持续升级，塑胶镜头高端化进展顺利，光学模组量价齐升。**1）塑胶镜头：**6P 镜头 24H2 出货占比超 18%；24 全年 7 片式镜头出货量约 350 万支，公司预计 2025 年 7 片式镜头出货量将实现数倍增长。**2）光学模组：**24 全年收入同比大幅增长 55.2%，出货量同比增长超 20%；32M 像素以上的模组出货量占比达到 32.0%，同比提升近 4pcts。**3）WLG** 持续突破，获得多家主流客户主摄及棱镜定点。**4）车载光学：**公司和海外头部新能源客户合作的高规格项目即将量产。

电磁传动和精密结构件业务收入增长：24 全年收入 97.1 亿元人民币，同比+17.8%；毛利率 23.3%，同比+3.2pct。**1）电磁传动**：X 轴线性马达出货量同比增长 15.5%，安卓电机模组产品营收同比增长 36.6%；业界首创新形态伸缩镜头 VCM 电机模组量产出货。**2）金属中框：**独供大客户新形态折叠手机中框产品，收入同比增长近 24%；**3）笔电机壳：**受益于高价值量新项目放量和 PC 市场回暖，收入同比增长 53.3%；**4）散热：**超薄 VC 和新材料 VC 领域技术领先获主流客户认可，打开成长空间。

公司重点布局机器人赛道，聚焦灵巧手系统级方案：根据公司 2024 年业绩会，目前公司在扬声器、麦克风、散热模组以及摄像头模组等有丰富储备，相关产品已出货头部机器人客户。公司积极布局包括灵巧手、线性执行器、旋转执行器、空心杯电机等执行器，聚焦灵巧手系统级方案，持续打造包含零部件、系统级大模组和软件算法的一体化能力。

盈利预测、估值与评级：鉴于光学业务盈利能力改善及车载业务发展超预期，分别上调25/26年净利润预测15%/19%至25.30/29.84亿元人民币，新增27年净利润预测33.41亿元人民币。鉴于公司光学业务盈利能力持续改善驱动业绩高增，发力车载、机器人多元化场景打开远期成长空间，维持“买入”评级。

风险提示：光学盈利能力改善进展不及预期；WLG项目进展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万人民币）	20,419	27,328	30,987	34,202	37,532
营业收入增长率（%）	(1.0)	33.8	13.4	10.4	9.7
净利润（百万人民币）	740	1,797	2,530	2,984	3,341
EPS（人民币）	0.63	1.53	2.11	2.49	2.79
EPS 增长率（%）	(8.3)	143.8	37.7	17.9	12.0
P/E	77	32	23	19	17

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2025-03-20；按照 1HKD=0.9321 RMB 换算

买入（维持）

当前价：52.05 港元

作者

分析师：付天姿
执业证书编号：S0930517040002
021-52523692
futz@ebscn.com

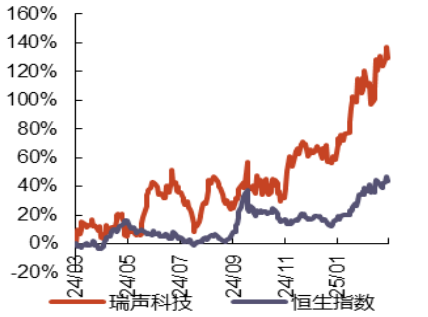
分析师：王贇
执业证书编号：S0930522120001
021-52523862
yunwang@ebscn.com

联系人：沈昱恒
021-52523686
shenyuheng@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.99
总市值(亿港元)：	623.82
一年最低/最高(港元)：	21.7-53.95
近 3 月换手率：	57.4%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.1	16.0	87.4
绝对	10.5	38.6	133.8

资料来源：Wind

相关研报

24H1 业绩超预期，光学业务毛利率转正……2024-08-23

声学&马达业务回暖，光学盈利能力有望改善……2023-12-13

财务报表与盈利预测（单位：百万人民币）

利润表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	20,419	27,328	30,987	34,202	37,532
营业成本	(16,967)	(21,286)	(23,714)	(25,988)	(28,481)
毛利	3,452	6,042	7,274	8,214	9,051
其它收入	535	321	200	200	200
营业开支	(2,995)	(4,153)	(4,494)	(4,960)	(5,443)
营业利润	992	2,210	2,979	3,454	3,808
财务成本净额	(183)	(219)	(185)	(153)	(108)
应占利润及亏损	14	(1)	30	30	30
税前利润	823	1,990	2,824	3,331	3,730
所得税开支	(252)	(227)	(339)	(400)	(448)
税后经营利润	571	1,764	2,485	2,931	3,282
少数股东权益	170	34	45	53	59
净利润	740	1,797	2,530	2,984	3,341
息税折旧前利润	4,143	8,320	10,013	11,275	12,353
息税前利润	985	2,179	2,979	3,454	3,808
每股收益（元）	0.63	1.53	2.11	2.49	2.79
每股股息（元）	0.17	0.23	0.31	0.37	0.41

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；24 年业绩公告已披露利润表、资产负债表，但资产负债表明细科目尚未完全披露，且尚未披露现金流量表；因此利润表为实际值，资产负债表、现金流量表为光大证券研究所预测（下同）

资产负债表	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
总资产	40,343	38,911	49,066	51,267	57,360
流动资产	17,116	16,527	28,758	33,273	42,708
现金及短期投资	7,155	6,846	10,931	13,225	20,652
有价证券及短期投资	0	3	0	0	0
应收账款	5,539	6,663	9,282	10,525	11,617
存货	4,401	2,992	8,490	9,461	10,370
其它流动资产	20	23	55	62	68
非流动资产	23,227	22,384	20,308	17,994	14,652
长期投资	3	3	3	18	33
固定资产净额	16,041	14,562	14,017	11,749	8,308
其他非流动资产	7,183	7,819	6,289	6,228	6,312
总负债	18,148	16,540	24,651	24,631	28,166
流动负债	9,055	10,129	17,926	17,383	19,737
应付账款	2,828	3,882	4,355	4,852	5,317
短期借贷	1,833	1,464	3,272	0	0
其它流动负债	4,394	4,784	10,298	12,531	14,420
长期负债	9,093	6,410	6,725	7,249	8,429
长期债务	7,815	5,388	5,688	5,988	6,288
其它	1,278	1,022	1,037	1,261	2,141
股东权益合计	22,196	22,371	24,415	26,636	29,194
股东权益	21,656	21,881	23,959	26,224	28,835
少数股东权益	539	490	456	411	359
负债及股东权益总额	40,343	38,911	49,066	51,267	57,360
净现金/(负债)	(3,770)	(1,028)	934	5,976	12,223
营运资本	7,113	5,774	13,417	15,134	16,670
长期可运用资本	31,289	28,781	31,140	33,884	37,623
股东及少数股东权益	22,196	22,371	24,415	26,636	29,194

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

现金流量表	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,372	4,633	6,375	9,860	10,841
净利润	821	740	1,797	2,530	2,984
折旧与摊销	3,171	3,158	6,141	7,033	7,822
营运资本变动	(1,845)	1,339	(7,643)	(1,717)	(1,536)
其它	2,224	(605)	6,080	2,013	1,572
投资活动现金流	(2,349)	(1,512)	(4,477)	(4,368)	(4,068)
资本性支出净额	(1,886)	(1,527)	(5,138)	(4,375)	(4,075)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	1	0	0	(15)	(15)
其它资产变化	(465)	15	661	22	22
自由现金流	3,044	3,756	(2,057)	4,151	5,672
融资活动现金流	(1,439)	(3,171)	2,187	(3,198)	654
股本变动	0	0	481	0	0
净债务变化	(158)	(2,796)	2,109	(2,972)	300
派发红利	(107)	(403)	(201)	(265)	(373)
其它长期负债变化	(1,174)	28	(202)	38	727
净现金流	584	(50)	4,086	2,294	7,427

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP