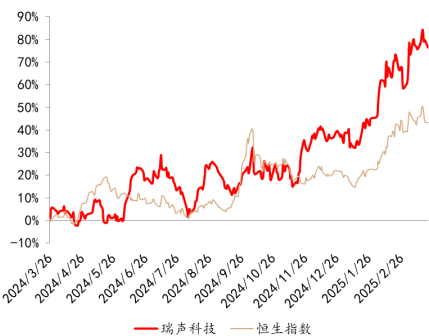




股票投资评级

买入 | 维持

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(港币)	52.25
总股本/流通股本(亿股)	11.99 / 11.88
总市值/流通市值(亿港元)	578 / 578
52 周内最高/最低价	54.80 / 23.15
资产负债率(%)	48.55%
市盈率	54.49
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)

24 年业绩增长强劲，积极把握 AI 赋能

● 事件

3 月 20 日，公司披露 2024 年年报，公司 2024 年实现营收 273.3 亿元，同比增长 33.8%；实现毛利率为 22.1%，同比提升 5.2 个百分点，实现归母净利润 18.0 亿元，同比增长 142.7%。

● 投资要点

产品线持续改善产品结构，盈利能力大幅提升。2024 年，全球智能手机市场需求转好，各大智能手机 OEM 品牌在 AI 赋能下持续创新。根据 IDC 初步统计，2024 年全球智能手机出货量同比增长 6.4%，达到约 12.4 亿部。2024 年公司实现收入新高，为 273.3 亿元，同比增长 33.8%，其中光学业务、精密结构件业务和声学业务增长显著，车载及消费声学产品业务亦带来 35.2 亿元的收入贡献，进一步扩张了公司的业务版图和营收来源。2024 年公司毛利率为 22.1%，同比提升 5.2 个百分点，主要由于各产品线持续改善产品结构，以及公司坚持精益运营，通过对生产流程、供应链及内部运营的精细化管理，运营效率显著提高，费用持续优化。2024 年公司归母净利润同比增长 142.7%至 18.0 亿元，盈利能力大幅提升。报告期内，公司经营性现金流入为 52.0 亿元，同比增长 12.3%，资本开支为 23.3 亿元。截至 2024 年 12 月 31 日，公司净资产负债率为 3.8%，账面现金为人民币 75.4 亿元。存货周转天数约为 60 天，较 2023 年 12 月 31 日的 80 天改善约 20 天。公司持续提升运营效率，秉承严控资本支出的政策，所获得的强劲运营现金流入支持公司收购 PSS 后充裕的流动性。

中高端声学市场份额稳步攀升，声学产品结构优化成效显著。2024 年下半年，公司声学业务收入为 47.5 亿元，同比增长 13.8%，环比增长 37.4%；毛利率为 30.4%，环比提升 0.5 个百分点。2024 全年，公司声学业务实现收入 82.1 亿元，同比增长 9.5%，主要由于下游客户需求回升，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。全年毛利率为 30.2%，同比提升 1.8 个百分点。公司在中高端声学市场展现出强大竞争力，市场份额继续稳步攀升，龙头地位巩固。凭借多年来在声学技术创新领域的深厚沉淀与持续投入，公司持续拓宽声学产品矩阵的广度，构建了集硬件研发、算法优化以及专业调音服务于一体的综合能力，高度适配当今智能设备在多元化场景下的复杂应用需求，成为公司推动声学行业持续升级的关键力量。同时，声学产品结构优化成效显著：SLS 大师级扬声器以轻薄的设计和卓越的音质表现，延续了迅猛的增长态势，全年出货量近 3,000 万只，同比增长超过 120%；公司还推出首个 Hi-Fi 音质的同轴扬声器 Ultimate Speaker，通过共享磁路的创新设计实现更好的高低音表现，进一步稳固了公司在高端声学市场中的领导地

位；声学 and 电磁创新型二合一产品 Combo 系列出货量约 530 万只，同比增长近 140%。该系列产品融合了先进的声学 with 电磁技术，为客户提供了兼具创新性与实用性的产品解决方案，满足了客户在产品设计与功能实现上的多样化需求。此外，公司积极在非智能手机设备的声学领域进行战略布局，如随著 AI 眼镜在年内推广落地加速，公司推出了一系列独具特色的扬声器产品。这些声学产品由公司为应对下游多元的应用场景和技术要求进行了针对性的设计和研发，已搭载于多个客户的智能眼镜之中，不但实现了层次分明的立体声效果，也兼顾了终端消费者对隐私通话和防漏音的需求，为公司未来在多品类智能设备市场的全面发展奠定了坚实基础。

车载板块协同效应显现，成为第二增长极。2024 年，公司的车载声学业务在竞争激烈的汽车市场依旧取得突破进展，全年收入为 35.2 亿元，毛利率为 24.8%，显示出公司与 PSS 显著的协同效应。自收购完成以来，公司充分整合资源，构建了集扬声器、功放、算法以及调音服务于一体的垂直一体化解决方案。这一完整的体系能够从产品研发、生产制造到后期调试为客户提供一站式服务，有效提升了客户粘性，助力公司在车载声学市场实现快速的商业拓展。PSS 凭借卓越的产品质量和广泛的客户网络，目前在欧美一线车企中占据著领先的市场份额，进一步彰显公司在全球车载声学领域的强大影响力。同时，公司与 PSS 的车载声学产品在中国持续供应理想、吉利、小米以及小鹏等头部新能源品牌的热门车型，车载 NLC Pro 算法也已首次定点全球头部豪车品牌。

光学模组业务市场份额提升显著，塑胶镜头高端化进展顺利。2024 年下半年，光学业务收入为 27.9 亿元，同比增长 50.2%，环比增长 26.0%，主要得益于智能手机光学行业持续升级，光学模组业务市场份额提升显著以及塑胶镜头高端化进展顺利。毛利率为 7.9%，同比改善 17.1 个百分点，环比提升 3.2 个百分点。2024 年全年，光学业务实现收入 50.0 亿元，同比增长 37.9%，毛利率同比大幅提升 19.5 个百分点至 6.5%。2024 年，6P 及以上镜头出货量持续攀升，6P 镜头出货量占比在 2024 年下半年超过 18%，预计 2025 年 6P 及以上高端镜头的出货量占比将持续提升。其中，2024 年 7 片式镜头（塑胶镜头及 G+P 混合镜头）出货量达到 350 万只左右，2025 年出货量将实现数倍增长，进一步加强公司在高端光学领域的布局。光学模组方面，受益于出货量与 ASP 的大幅提升，全年收入同比显著增长 55.2%。32M 像素以上的模组出货量占比达到 32.0%，同比提升近 4 个百分点。此外，公司积极为未来布局，正紧密配合客户开展更高端模组（如潜望模组和 Sensor Shift 模组）的预研工作。2024 年 WLG 的工艺良率稳步攀升，为公司后续赢得更多机型的定点打下坚实基础，其以更大光圈、更高解析力、更低厚度的光学性能及结构优势，持续带给终端消费者出色的光学表现。WLG 在制作微棱镜方面还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，相关产品已获得客户的认可和定点，未来有望随著潜望式模组下沉的过程中向更多机型导入。公司在非手机光学领域进展顺利：车载光学方面，公司拥有 ADAS

和环视等智能驾驶类以及驾驶员监控系统（‘DMS’）和乘员监控系统（‘OMS’）等智能座舱类镜头，和海外头部新能源客户合作的高规格项目即将量产，为实现公司在车载光学领域的跨越式增长打下了基础。对于 XR 光学，公司深度布局衍射光波导和光引擎等品类的机会。其中光波导已和国际头部设计厂商达成独家战略合作，基于半导体刻蚀工艺的光波导量产线也已完成量产调试，有多个客户项目已定点并正在开发交付中。另外，AI camera、大视场角 AR 模组等亦定点多家客户项目，即将于年内量产。

电磁传动及精密结构件等业务收入增长强劲。2024 年下半年，该合并分部收入同比增长 31.3%至 60.7 亿元，环比上升 67.0%。毛利率为 23.4%，同比提升 2.7 个百分点，环比提升 0.4 个百分点。2024 年全年，得益于横向线性马达、金属中框、转轴及 VC 散热板等产品在客户旗舰机和折叠机中的规模化应用，该合并分部收入实现 97.1 亿元，同比增长 17.8%。毛利率为 23.3%，同比提升 3.2 个百分点，主要由于金属中框毛利率提升显著以及其他高毛利率产品收入占比的提升。报告期内，公司为重要客户成功独供了行业内首创的伸缩镜头电机模组，并参与到主流大客户侧键模组创新。同时，基于电磁传动平台技术的灵巧手等关节电机及减速器产品正在按期开发，展现了公司在高度集成化复合模组的技术拓展能力。在光学传动领域，公司聚焦开发 OIS 和 Sensor Shift 等高端防抖功能，正预研用于三轴闭环大底 OIS 模组的 VCM 产品，加速推进光学模组垂直整合。2024 年，精密结构件业务收入增长强劲，毛利率水平亦通过强化精益运营得到持续提升。公司的金属中框导入更多中高端机型和折叠机，收入同比增长近 24%，目前已成为安卓阵营手机金属结构件头部供应商。2024 年，公司的散热业务收入为人民币 3.26 亿元，同比增长 40.1%。作为全球领先的手机散热方案供应商，公司依托先进技术和交付实力，以超轻薄、多结构和高散热性能的 VC 产品获得各大主流客户的高度认可。公司将进一步强化技术创新，积极配合主流大客户的升级需求，打开散热业务巨大的新增长空间。笔电机壳业务方面，得益于高价值量的新项目放量和 PC 市场需求回暖，该产品线收入达到人民币 13.5 亿元，同比增长 53.3%。

传感器及半导体业务战略调整，持续布局更高端麦克风产品。2024 年下半年，传感器及半导体业务收入为 3.84 亿元，同比下降 27.7%。毛利率为 14.9%，同比略降 0.8 个百分点。2024 年，该业务分部实现收入 7.73 亿元，同比下滑 24.6%，主要由于产品组合调整以及新旧项目周期切换，未来公司将重点推广高性能产品。毛利率同比提升 2.0 个百分点至 15.6%，主要得益于公司的自研高毛利产品收入占比提升。公司聚焦高信噪比麦克风产品，在中高端智能手机市场中份额领先，并实现在人形机器人、AI 眼镜和车载等新兴领域的出货。报告期内，公司的高价值新项目在海外大客户成功落地，为该业务带来新的增长极。同时，公司中高端化战略成效凸显，中高端安卓 MEMS 麦克风产品出货占比提升至超过 60%。未来随著 AI 的逐步成熟与落地，智能设备的语音交互需求与日俱增，公司的高信噪比麦克风

产品将迎来崭新的发展空间。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 309/349/394 亿元，实现归母净利润分别为 23/28/33 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 25 倍、20 倍、17 倍，维持“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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27328	30886	34912	39442
增长率(%)	33.84%	13.02%	13.03%	12.98%
归属母公司净利润（百万元）	1797	2304	2827	3323
增长率(%)	142.75%	28.17%	22.72%	17.56%
EPS(元/股)	1.53	1.92	2.36	2.77
市盈率（P/E）	22.55	25.01	20.38	17.34

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)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	27,328	30,886	34,912	39,442	营业收入	33.84%	13.02%	13.03%	12.98%
其他收入	0	0	0	0	归属母公司净利润	142.75%	28.17%	22.72%	17.56%
营业成本	21,286	23,589	26,578	30,057	获利能力				
销售费用	670	772	845	947	毛利率	22.11%	23.62%	23.87%	23.80%
管理费用	1,270	1,390	1,536	1,696	销售净利率	6.58%	7.46%	8.10%	8.43%
研发费用	2,022	2,440	2,723	3,076	ROE	7.90%	9.19%	10.14%	10.65%
财务费用	219	160	116	24	ROIC	6.03%	6.99%	7.87%	8.26%
除税前溢利	1,990	2,689	3,299	3,844	偿债能力				
所得税	227	430	528	586	资产负债率	50.50%	47.05%	45.95%	45.33%
净利润	1,764	2,258	2,771	3,258	净负债比率	7.76%	0.63%	-13.25%	-25.34%
少数股东损益	-34	-45	-55	-65	流动比率	1.45	1.75	1.94	2.08
归属母公司净利润	1,797	2,304	2,827	3,323	速动比率	1.18	1.40	1.60	1.74
EBIT	2,209	2,849	3,415	3,868	营运能力				
EBITDA	2,209	4,265	4,748	5,123	总资产周转率	0.64	0.65	0.70	0.72
EPS (元)	1.53	1.92	2.36	2.77	应收账款周转率	4.17	3.89	3.97	3.93
资产负债表					应付账款周转率	3.85	3.50	3.76	3.67
流动资产	20,902	23,364	28,655	35,088	每股指标 (元)				
现金	7,538	8,677	12,018	16,246	每股收益	1.53	1.92	2.36	2.77
应收账款及票据	7,739	8,152	9,433	10,660	每股经营现金流	4.34	1.64	3.49	3.75
存货	3,938	4,596	5,009	5,711	每股净资产	18.99	20.91	23.27	26.04
其他	1,687	1,941	2,194	2,471	估值比率				
非流动资产	25,798	24,557	23,419	22,359	P/E	22.55	25.01	20.38	17.34
固定资产	17,884	16,819	15,822	14,890	P/B	1.82	2.30	2.07	1.85
无形资产	4,548	4,298	4,062	3,838	EV/EBITDA	19.53	13.55	11.35	9.69
其他	3,365	3,440	3,535	3,630	现金流量表				
资产总计	46,700	47,921	52,074	57,447	经营活动现金流	5,203	1,960	4,180	4,490
流动负债	14,403	13,366	14,747	16,862	净利润	1,797	2,304	2,827	3,323
短期借款	1,728	1,233	685	685	少数股东权益	-34	-45	-55	-65
应付账款及票据	6,964	6,517	7,638	8,726	折旧摊销	0	1,416	1,333	1,255
其他	5,711	5,616	6,424	7,451	营运资金变动及其他	3,439	-1,714	76	-23
非流动负债	9,180	9,180	9,180	9,180	投资活动现金流	-3,485	22	42	63
长期债务	7,604	7,604	7,604	7,604	资本支出	0	-100	-100	-100
其他	1,576	1,576	1,576	1,576	其他投资	-3,485	122	142	163
负债合计	23,583	22,546	23,927	26,042	筹资活动现金流	-1,025	-844	-880	-325
普通股股本	97	97	97	97	借款增加	0	-495	-547	0
储备	22,657	24,961	27,788	31,111	普通股增加	0	0	0	0
归属母公司股东权益	22,754	25,058	27,885	31,208	已付股利	0	-349	-333	-325
少数股东权益	362	317	262	197	其他	-1,025	0	0	0
股东权益合计	23,117	25,375	28,147	31,405	现金净增加额	0	1,138	3,342	4,228
负债和股东权益	46,700	47,921	52,074	57,447					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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