

瑞声科技 (02018.HK)

光学高端化、引领新终端

瑞声科技发布 2024 年度业绩。瑞声科技 2024 年收入 273 亿元人民币，同比增长 34%；剔除车载声学业务收购因素，内生增长 16%。公司 2024 年毛利率 22.1%，同比提升 5.2pct；实现净利 18 亿元，同比增长 143%。

手机光学：推进高端化，WLG 进入检验年。2024 年瑞声光学业务收入 50 亿元，同比增长 38%，主要受益于光学升级、模组份额提升、镜头高端化推进。光学毛利率提升 19.5pct 至 6.5%，受益于模组和镜头高端化迭代。

瑞声光学业务持续推进高端化：1) 模组侧，全年 32M 以上模组占比 32%，积极开展潜望等高端模组预研。2) 塑胶镜头方面，公司 6P 镜头在 2024H2 出货量占比超 18%。3) WLG 方面，相关工艺产品在玻塑混合镜头、微棱镜、车载光学场景有望获得更多客户认可。

车载产品：国内外协同，导入新产品。瑞声的车载声学业务全年收入 35.2 亿元，毛利率 24.8%。集团与收购的 PSS 业务协同效应显著：1) 地区角度：PSS 在欧美一线车企占据着领先的市场份额，同时在国内持续供应新势力等车企的热门车型。2) 产品角度：除了声学以外，麦克风模组、功放、车载光学等产品也即将在车载场景进入量产导入期。

机器人及眼镜：重点布局人形机器人赛道，全面构建 XR 核心能力。在手机和车载之外，瑞声科技积极开拓硬件新场景。1) 机器人：瑞声表示，将在未来三年内重点布局人形机器人赛道。公司不仅在感知环节（麦克风、扬声器、摄像头模组等）有深厚储备、相关产品已经出货头部机器人客户，亦积极布局执行环节（灵巧手、线性执行器、旋转执行器、空心杯电机等），打造包含零部件、系统级大模组、算法的垂直一体化能力。2) XR：公司推出 AI 眼镜立体声方案，有效保护听音隐私；扬声器和麦克风已独供或大份额供应国内外多家头部 AR/AI 眼镜厂商。光波导和国际头部设计厂商达成独家战略合作；AI camera 等亦有望于年内量产。

重申“买入”评级，上调目标价至 70 港元。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 312/354/395 亿元人民币，同比增长 14.0%/13.6%/11.5%；归母净利润分别为 25/31/35 亿元，同比增速为 40.5%/21.1%/14.5%。

基于公司手机光学高端化驱动收入和毛利率提升、车载业务多产品协同驱动收入体量、积极进军机器人和 XR 赛道，我们上调瑞声科技目标价至 70 港元，对应 25x 2026e P/E，重申“买入”评级。

风险提示：光学产品结构改善不及预期的风险，手机市场恢复不及预期的风险，新品研发或量产进度不及预期的风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20,419	27,328	31,168	35,416	39,496
增长率 yoy (%)	-1.0	33.8	14.0	13.6	11.5
归母净利润（百万元）	740	1,797	2,526	3,059	3,501
增长率 yoy (%)	-9.8	142.7	40.5	21.1	14.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.63	1.53	2.15	2.61	2.99
净资产收益率 (%)	2.6	7.6	9.9	10.8	11.2
P/E（倍）	76.7	31.6	22.5	18.6	16.2
P/S（倍）	2.8	2.1	1.8	1.6	1.4

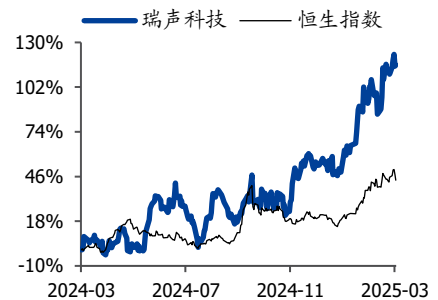
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 03 月 21 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
03 月 21 日收盘价（港元）	52.25
总市值（百万港元）	62,621.63
总股本（百万股）	1,172.7
其中自由流通股 (%)	99.15
30 日日均成交量（百万股）	8.40

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号：S0680524070003

邮箱：liuling3@gszq.com

相关研究

- 《瑞声科技 (02018.HK)：光学毛利扭亏，盈利改善超预期》 2024-08-26
- 《瑞声科技 (02018.HK)：车载收购并表，光学望显著改善》 2024-03-31
- 《瑞声科技 (02018.HK)：看好声学、光学、结构件齐改善》 2023-11-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16527	20902	23882	32709	35798
现金	6825	7538	12309	16037	21017
短期定期存款	0	0	0	0	0
交易应收及其他应收款项	6653	9371	7707	11699	9943
存货	2992	3938	3811	4918	4783
其他流动资产	57	55	55	55	55
非流动资产	22384	25798	25501	25233	24992
物业、厂房及设备	18070	17884	17689	17519	17370
使用权资产	1798	2045	1942	1845	1753
商誉	275	2093	2093	2093	2093
其他非流动资产	2240	3776	3776	3776	3776
资产总计	38911	46700	49383	57942	60790
流动负债	10129	14403	12420	16588	14585
交易应付及其他应付款项	5796	9558	7610	11730	9764
合同负债	16	63	27	75	39
其他流动负债	4317	4783	4783	4783	4783
非流动负债	6410	9180	11609	13341	15172
银行贷款	1726	3883	6312	8044	9875
其他非流动负债	4684	5297	5297	5297	5297
负债合计	16540	23583	24029	29928	29757
股本	97	97	97	97	97
其他储备	21784	22657	24920	27610	30665
非控股股东权益	490	362	337	306	271
负债和股东权益	38911	46700	49383	57942	60790

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4633	4843	5317	5148	6439
税前溢利	823	1990	2941	3562	4078
融资成本	391	417	513	583	643
物业、厂房及设备之折旧	2626	2427	2395	2370	2349
使用权资产折旧	189	90	102	97	92
营运资金变动	1110	145	-193	-931	-112
其他经营现金流	-506	-227	-441	-534	-612
投资活动现金流	-1512	-2330	-2200	-2200	-2200
资本支出	-1364	-2330	-2200	-2200	-2200
其他投资现金流	-148	0	0	0	0
筹资活动现金流	-3171	1617	1654	780	741
所筹集之银行贷款	4825	4034	4429	4232	4330
偿还银行贷款	-5201	-2000	-2000	-2500	-2499
已付利息	-311	-417	-513	-583	-643
其他筹资现金流	-2484	0	-262	-369	-447
现金净增加额	-50	4130	4771	3728	4980

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20419	27328	31168	35416	39496
营业成本	16967	21286	23801	26812	29798
销售及分销开支	443	670	723	822	917
行政及其他经营开支	978	1270	1365	1551	1729
研发成本	1573	2022	2315	2640	2945
其他收入、收益及亏损	591	411	360	360	360
分占联营公司业绩	-0	-0	-1	-1	-1
汇兑(亏损)收益	14	22	-2	-2	-2
营业利润	1214	2408	3321	3949	4464
融资成本	391	417	380	387	387
利润总额	823	1990	2941	3562	4078
所得税	252	227	441	534	612
净利润	571	1764	2500	3028	3466
少数股东损益	-170	-34	-26	-31	-35
归属母公司净利润	740	1797	2526	3059	3501

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-1.0	33.8	14.0	13.6	11.5
营业利润(%)	-4.0	98.4	37.9	18.9	13.0
归属于母公司净利润(%)	-9.8	142.7	40.5	21.1	14.5
获利能力					
毛利率(%)	16.9	22.1	23.6	24.3	24.6
净利率(%)	3.6	6.6	8.1	8.6	0.0
ROE(%)	2.6	7.6	9.9	10.8	11.2
ROIC(%)	3.7	6.5	8.0	8.6	8.8
偿债能力					
资产负债率(%)	42.5	50.5	48.7	51.7	49.0
净负债比率(%)	17.4	27.8	16.1	7.4	-3.4
流动比率	1.6	1.5	1.9	2.0	2.5
速动比率	0.7	0.5	1.0	1.0	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	3.4	3.4	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	3.2	2.8	2.8	2.8	2.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	1.53	2.15	2.61	2.99
每股经营现金流(最新摊薄)	3.95	4.13	4.53	4.39	5.49
每股净资产(最新摊薄)	19.1	19.7	21.6	23.9	26.5
估值比率					
P/E	76.7	31.6	22.5	18.6	16.2
P/B	2.5	2.5	2.2	2.0	1.8
P/S	2.8	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 03 月 21 日收盘价

图表 1: 瑞声盈利预测: 年度

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入 (百万元)	20419	27328	31168	35416	39496
声学	7499	8214	8618	9038	9536
电磁传动及精密器件	8245	9710	11467	12929	14564
传感器及半导体	1025	773	1077	1188	1309
光学产品	3627	5000	5993	7703	8958
其他产品	1	115	115	115	115
PSS-车载及消费	22	3516	3896	4443	5015
YoY	-1.1%	34.0%	14.0%	13.6%	11.5%
声学	-15.2%	9.5%	4.9%	4.9%	5.5%
电磁传动及精密器件	13.3%	17.8%	18.1%	12.7%	12.6%
传感器及半导体	-18.4%	-24.6%	39.3%	10.3%	10.3%
光学产品	12.7%	37.9%	19.9%	28.5%	16.3%
其他产品	-96.1%	10799.8%	0.0%	0.0%	0.0%
PSS-车载及消费			10.8%	14.0%	12.9%
总体毛利率	16.9%	22.1%	23.6%	24.3%	24.6%
声学	28.4%	30.2%	32.0%	33.6%	34.0%
电磁传动及精密器件	20.1%	23.3%	24.5%	25.2%	25.9%
传感器及半导体	13.6%	15.6%	17.0%	17.0%	17.0%
光学产品	-13.0%	6.5%	11.0%	13.2%	13.6%
其他产品	-204.6%	-10.6%	-10.6%	-10.6%	-10.6%
PSS-车载及消费	0.0%	24.8%	24.6%	24.6%	24.6%
销售费用 (百万元)	443	670	723	822	917
管理费用 (百万元)	978	1270	1365	1551	1729
研发费用 (百万元)	1573	2022	2315	2640	2945
费用率:					
销售费用率	2.2%	2.5%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用率	4.8%	4.6%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用率	7.7%	7.4%	7.4%	7.5%	7.5%
归母净利润 (百万元)	740	1797	2526	3059	3501
归母净利润率	3.6%	6.6%	8.1%	8.6%	8.9%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 瑞声盈利预测: 半年度

	1H24	2H24	1H25 E	2H25 E	1H26 E	2H26 E
总收入 (百万元)	11247	16081	13347	17820	15658	19758
声学	3460	4754	3769	4849	3921	5116
电磁传动及精密器件	3658	6052	4484	6983	5138	7791
传感器及半导体	389	384	525	552	579	609
光学产品	2213	2787	2852	3141	4039	3664
其他产品	5	110	5	110	5	110
PSS-车载及消费	1522	1994	1712	2184	1976	2467
YoY	22.0%	43.6%	18.7%	10.8%	17.3%	10.9%
声学	4.1%	13.8%	8.9%	2.0%	4.0%	5.5%
电磁传动及精密器件	1.1%	30.8%	22.6%	15.4%	14.6%	11.6%
传感器及半导体	-21.2%	-27.7%	34.8%	43.8%	10.3%	10.3%
光学产品	24.9%	50.2%	28.9%	12.7%	41.6%	16.6%
其他产品	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PSS-车载及消费	14236.0%	0.0%	12.5%	9.5%	15.4%	13.0%
总体毛利率	21.5%	22.5%	23.3%	23.9%	23.4%	25.0%
声学	29.9%	30.4%	32.0%	32.0%	33.0%	34.0%
电磁传动及精密器件	22.9%	23.5%	24.3%	24.6%	25.0%	25.3%
传感器及半导体	16.4%	14.9%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
光学产品	4.7%	7.9%	10.7%	11.4%	12.3%	14.0%
其他产品	-58.6%	-8.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PSS-车载及消费	25.0%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%
销售费用 (百万元)	297	373	310	414	363	459
管理费用 (百万元)	566	704	584	780	686	865
研发费用 (百万元)	949	1073	1127	1189	1322	1318
费用率:						
销售费用率	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用率	5.0%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用率	8.4%	6.7%	8.4%	6.7%	8.4%	6.7%
归母净利润 (百万元)	537	1260	926	1600	1098	1960
归母净利润率	4.8%	7.8%	6.9%	9.0%	7.0%	9.9%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com