

业绩高速增长，产品高端化持续推进

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年报。2024 年营收为 273.3 亿元，同比增长 33.8%；毛利率 22.1%，同比提升 5.2 个百分点；净利润 18 亿元，同比增长 142.8%。
- **SLS 大师级扬声器出货加速增长，车载声学发展迅猛。**1) 公司声学业务 2024 年收入为 82 亿元，同比增长 9.5%；毛利率为 30.2%，同比提升 1.8 个百分点。公司 SLS 大师级扬声器出货近 3000 万只，同比增长超 120%。公司推出搭载于多个客户的 AI 智能眼镜的扬声器产品，拓展了终端品类。2) 2024 年车载声学业务实现收入 35.2 亿元，毛利率为 24.8%。凭借优秀的产品品质和广泛的客户网络，PSS 在欧美一线车企中占据领先的市场份额，其中车载 NLC Pro 算法首次定点全球头部豪华品牌；PSS 在国内市场发展步入快车道，持续向理想、吉利、小米、小鹏等头部新能源车企的热门车型供货。
- **光学毛利首次转正，产品结构向高端化升级。**光学业务 2024 年收入 50 亿元，同比增加 37.9%，毛利率 6.5%，首次扭亏。公司镜头产品持续向高端化升级，6P 镜头出货占比超 18%，同比提升 4 个百分点；7 片式玻塑混合镜头出货 350 万只，同比增长 15%，公司预计 2025 年 7 片式混合镜头出货量将实现数倍增长。光学模组 2024 年收入同比增长 55%，出货量同比增长超 20%；其中，32M 像素以上模组占比 32%，同比提升近 4 个百分点。WLG 获得多家主流客户主摄及棱镜定点，取得持续突破。
- **安卓触控马达增长加快，独供大客户折叠手机中框。**公司电磁传动及精密结构件业务 2024 年收入 97 亿元，同比增长 17.8%，毛利率 23.3%，同比提升 3.2 个百分点。电磁传动方面，X 轴线性马达出货同比增长 15.5%，安卓电机模组产品收入同比增长 36.6%。精密结构件方面，金属中框收入同比增长 24%，并独供大客户新形态折叠手机中框；笔电机壳增长 53.3%，主因高价值的新项目放量；转轴出货近 100 万个；散热收入增长 40%。
- **MEMS 产品持续高端化。**传感器及半导体业务 2024 年收入 7.7 亿元，同比减少 24.6%；毛利率 15.7%，同比增加 2 个百分点。公司持续布局高端麦克风产品，海外大客户成功落地，安卓 MEMS 麦克风中高规格产品出货占比提升至 60% 以上。高信噪比麦克风产品已实现在机器人、AI 眼镜等领域的量产出货。
- **盈利预测与评级：**预计公司 2025-2027 年归母净利润复合增速为 23%。考虑到公司多项业务经营改善，利润端有望进一步释放，维持“买入”评级。
- **风险提示：**手机需求或不及预期；新领域拓展或不及预期；竞争加剧的风险。

指标/年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	20419.07	27328.30	30906.19	34550.35	38093.94
增长率	-1.00%	33.84%	13.09%	11.79%	10.26%
归属母公司净利润(百万元人民币)	740.37	1797.23	2418.71	2932.43	3351.47
增长率	-9.85%	142.75%	34.58%	21.24%	14.29%
每股收益 EPS	0.62	1.50	2.02	2.45	2.80
净资产收益率	3.38%	7.90%	9.61%	10.43%	10.65%
PE	54.96	22.64	16.45	13.57	11.87

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：王湘杰
执业证号：S1250521120002
电话：0755-26671517
邮箱：wxj@swsc.com.cn

分析师：杨镇宇
执业证号：S1250517090003
电话：023-67563924
邮箱：yzzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	23.9-53.85
3 个月平均成交量(百万)	10.91
流通股数(亿)	11.98
市值(亿)	428.46

相关研究

1. 瑞声科技 (2018.HK)：多项业务经营改善，业绩拐点已现 (2024-05-03)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：下游智能手机出货持续复苏，公司的手机声学器件和触控马达维持全球市占率第一的份额；

假设 2：光学产能利用率提升，光学产品盈利持续改善，毛利率逐步从 7%提升至 9%；

假设 3：铝合金外壳和折叠屏手机渗透率的提升，带动公司的金属中框、转轴、VC 散热板等产品增长，电磁传动及精密结构件未来三年复合增速达 11%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2024A	2025E	2026E	2027E
声学	收入	8,213.82	9,035.20	9,758.02	10,441.08
	增速	9.53%	10.00%	8.00%	7.00%
	毛利率	30.19%	32.00%	32.50%	33.00%
光学	收入	4,999.94	5,899.93	6,843.92	7,870.51
	增速	37.86%	18.00%	16.00%	15.00%
	毛利率	6.45%	7.00%	8.00%	9.00%
电磁传动及精密结构件	收入	9,709.78	10,874.95	12,179.95	13,397.94
	增速	17.76%	12.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	23.26%	25.00%	27.00%	28.00%
PSS-车载及消费声学产品	收入	3,516.30	4,043.75	4,569.43	5,072.07
	增速	——	15.00%	13.00%	11.00%
	毛利率	24.81%	26.00%	26.50%	27.00%
传感器及半导体	收入	773.38	928.06	1,067.26	1,173.99
	增速	-24.55%	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	15.65%	17.00%	18.00%	19.00%
其他	收入	115.10	124.31	131.77	138.35
	增速	405.22%	8.00%	6.00%	5.00%
	毛利率	-10.57%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	27328.30	30906.19	34550.35	38093.94
	增速	33.84%	13.09%	11.79%	10.26%
	毛利率	22.11%	23.42%	24.36%	24.95%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 309.1 亿元、345.5 亿元、380.9 亿元，归母净利润分别为 24.2 亿元、29.3 亿元、33.5 亿元，对应动态 PE 分别为 16 倍、14 倍、12 倍。

综合考虑业务范围，选取了消费电子行业 4 家上市公司作为估值参考，2025 年可比公司平均估值为 16 倍 PE。

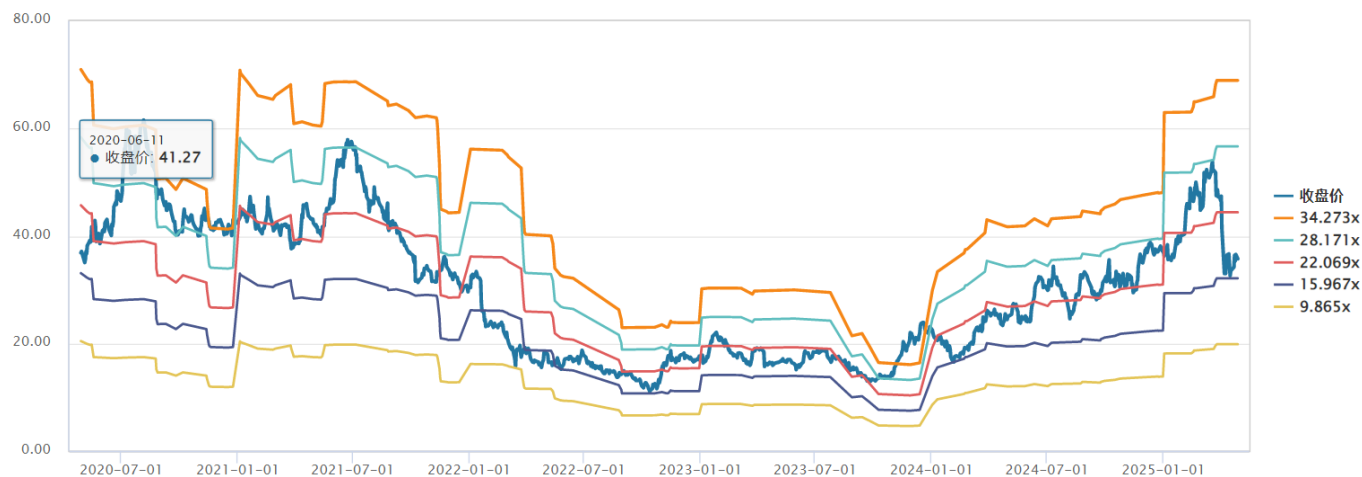
表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿港元/ 亿元)	股价 (港元/ 元)	EPS（元）				PE（倍）			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
2382.HK	舜宇光学科技	705	64.35	2.48	3.13	3.70	4.30	26	19	16	14
1415.HK	高伟电子	193	22.35	0.13	0.22	0.29	0.34	26	13	10	9
002475.SZ	立讯精密	2243	30.95	1.85	2.38	2.88	3.35	22	13	11	9
002241.SZ	歌尔股份	717	20.55	0.76	1.02	1.25	1.45	34	20	16	14
平均值								27	16	13	12
2018.HK	瑞声科技	438	36.55	1.50	2.02	2.45	2.80	23	16	14	12

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2025 年估值为 16 倍，行业平均值为 16 倍，与行业平均估值持平；与公司历史上的估值比较，16 倍 PE 处于中枢以下较为低估的位置。伴随下游市场需求复苏，看好公司利润端进一步的弹性释放。结合公司 2025-2027 年归母净利润 23% 的年复合增长率，维持“买入”评级。

图 1：瑞声科技 PE-PBBAND



数据来源：Wind，西南证券整理

附：财务报表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7543.73	6811.77	9529.71	12297.73	营业额	27328.30	30906.19	34550.35	38093.94
应收账款	7738.87	7759.83	9177.24	10156.83	销售成本	21286.41	23667.84	26133.30	28589.18
预付款项	853.96	951.41	1063.59	1172.68	销售费用	670.25	699.84	793.14	890.46
存货	3937.81	4911.56	4955.49	5547.60	管理费用	3292.10	3817.99	4249.19	4659.97
其他流动资产	827.31	1162.01	1299.02	1432.26	财务费用	394.77	381.24	340.18	330.58
流动资产总计	20901.67	21596.58	26025.06	30607.09	营业利润	1684.73	2339.29	3034.54	3623.75
长期股权投资	2.97	2.97	2.97	2.97	其他非经营损益	305.77	524.44	524.24	451.48
固定资产	17884.36	15925.81	14822.59	13880.71	税前利润	1990.50	2863.73	3558.78	4075.24
无形资产	3750.46	4375.38	5166.97	6041.90	所得税	226.94	515.47	711.76	815.05
其他非流动资产	4160.48	4124.94	4089.40	4053.87	税后利润	1763.56	2348.26	2847.02	3260.19
非流动资产合计	25798.26	24429.10	24081.94	23979.44	归属于非控股股东利润	-33.67	-70.45	-85.41	-91.29
资产总计	46699.93	46025.68	50107.00	54586.54	归属于母公司股东利润	1797.23	2418.71	2932.43	3351.47
应付账款	6963.64	5987.37	6611.07	7232.35	EBITDA	2385.26	7114.13	8446.12	9808.31
其他流动负债	5711.48	5393.20	6003.80	6601.88	NOPLAT	1842.41	2230.83	2699.77	3163.47
流动负债合计	14403.08	11380.58	12614.88	13834.22	EPS(元)	1.50	2.02	2.45	2.80
长期债务	7603.65	7603.65	7603.65	7603.65					
其他非流动负债	1576.32	1576.32	1576.32	1576.32					
非流动负债合计	9179.97	9179.97	9179.97	9179.97					
负债合计	23583.05	20560.54	21794.84	23014.19	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	22754.47	25173.18	28105.61	31457.08	销售收入增长率	33.84%	13.09%	11.79%	10.26%
少数股东权益	362.41	291.96	206.55	115.26	EBIT 增长率	98.88%	36.04%	20.15%	13.00%
股东权益合计	23116.88	25465.14	28312.16	31572.35	EBITDA 增长率	-39.69%	198.25%	18.72%	16.13%
负债和股东权益合计	46699.93	46025.68	50107.00	54586.54	税后利润增长率	209.07%	33.15%	21.24%	14.51%
					毛利率	22.11%	23.42%	24.36%	24.95%
					净利率	6.45%	7.60%	8.24%	8.56%
					ROE	7.90%	9.61%	10.43%	10.65%
					ROA	3.85%	5.26%	5.85%	6.14%
					ROIC	6.98%	8.07%	9.20%	10.60%
					P/E	22.64	16.45	13.57	11.87
					P/S	1.49	1.29	1.15	1.04
					P/B	1.79	1.58	1.42	1.27
					股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBIT	3.43	2.28	1.27	0.56
					EV/EBITDA	3.43	1.04	0.59	0.25
					EV/NOPLAT	4.44	3.32	1.84	0.78
现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E					
税后经营利润	1492.71	1918.21	2427.63	2899.00					
折旧与摊销	0.00	3869.16	4547.16	5402.49					
财务费用	394.77	381.24	340.18	330.58					
其他经营资金	3315.33	-2721.42	-476.24	-594.66					
经营性现金净流量	5202.80	3447.20	6838.73	8037.42					
投资性现金净流量	-3485.00	-2069.96	-3780.61	-4938.81					
筹资性现金净流量	-1024.80	-2109.20	-340.18	-330.58					
现金流量净额	693.00	-731.96	2717.94	2768.03					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn