

瑞声科技 (02018.HK)

增持 (维持)

25年业绩符合预期, AI端赛道具有卡位优势

事件: 瑞声科技发布2025年报, 结合行业及公司近况, 我们点评如下:

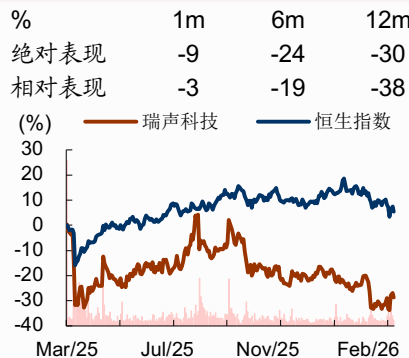
- 2025年业绩符合预期。2025年实现收入318.2亿同比+16.4%, 毛利70.2亿同比+16.1%, 净利润25.1亿同比+39.8%, 毛利率22.1%同比基本持平, 净利率8.0%同比+1.5pcts, 主要系消费电子声学业务表现稳健的同时, 车载声学、光学、电磁传动及精密结构件等多业务保持快速增长及盈利水平提升。
- 光学业务盈利显著改善, 电磁传动及结构件业务表现突出。分业务看, 1) 声学业务: 消费电子声学收入83.5亿同比+1.7%, 毛利率27.6%同比-2.6pcts, 毛利率下降主要由于客户和公司的产品组合变化, 增加了更多模组项目, 且小模组项目持续增加; 车载声学收入41.2亿同比+16.1%, 毛利率23.8%同比-1.0pct, 公司通过一系列并购, 已跻身除Harman和Bose外的头部车载音频系统供应商, 毛利率下滑主要系新的产品形态的加入和产品组合变化导致。2) 光学业务: 收入57.3亿同比+14.5%, 微型镜头方面, 斩获多个7P项目, 持续优化产品结构, 7片式镜头全年出货量近1,500万颗, 巩固公司在高端光学地位, 光学模组方面, 32MP以上的模组出货量占比超过40%, OIS模组出货量接近翻倍, 潜望式模组首次大批量出货; 毛利率11.5%同比+5.0pcts, 毛利率显著改善, 其中塑胶镜头毛利率同比大幅提升超10.0pcts。3) 电磁传动及精密结构件业务: 收入117.7亿同比+21.3%, 毛利率24.5%同比+1.2pcts, 其中电磁传动方面, X轴线性马达出货量同比双位数增长, 而精密结构件方面, 散热收入为16.7亿同比提升超400%, 手机金属中框收入为38.2亿同比+4.2%, 继续保持在旗舰机以及折叠机中的领先份额。
- 展望26-27年, 看好公司散热、传动及光学等业务的AI端侧卡位优势, 关注AI算力液冷市场加速开拓。尽管受存储涨价影响, 但是我们认为26-27年AI端侧加速创新趋势明确, 大厂抓紧布局AI终端入口, 来实现算力-终端-应用的闭环, 我们认为存储逆风不改AI端侧大势。公司卡位各类AI终端形态创新, 在感知/传感、驱动/传动、轻薄化、散热等方面具有领先市场地位及产品技术, 我们看好公司在AI端侧领域的卡位优势。电磁传动方面, 公司与北美巨头客户共同开发电机等高价值量AI设备核心零件; 散热方面, 被动散热在新材料和新结构VC全面领先, 主动散热亦获得客户首个电磁散热风扇项目定点; 光学方面, WLG引领客户旗舰机型主摄与长焦升级打开全新成长空间, 塑胶镜头有望在6P/7P提升市场份额, 模组进一步提升高端市场份额, AR光学定点多个海外头部客户光引擎模组和光波导项目。此外, 公司近期与远地科技正式达成控股收购协议, 远地科技是国内互联网与金融行业的头部液冷供应商, 有望相互赋能开启公司在数据中心液冷、AI服务器散热及高端热管理领域的全新战略布局。
- 投资建议: 瑞声科技是AI端侧核心供应商, 我们看好公司在AI端侧浪潮下手机多业务线的业绩弹性, 同时IoT、车载、机器人、XR等业务亦可期, 建议持续关注。我们预测26-28年营收363.7/419.6/470.8亿元, 归母净利润27.6/33.3/39.4亿元, 对应PE为13.6/11.2/9.5倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 存储价格大幅上涨、宏观经济下行、行业竞争加剧、终端需求不及预期、贸易摩擦加剧。

TMT及中小盘/电子
当前股价: 34.46 港元

基础数据

总股本(百万股)	1166
香港股(百万股)	1166
总市值(十亿港元)	40.2
香港股市值(十亿港元)	40.2
每股净资产(港元)	20.9
ROE(TTM)	10.3
资产负债率	49.1%
主要股东	潘政民
主要股东持股比例	39.4057%

股价表现



相关报告

- 《瑞声科技(02018)—24年营收新高、盈利大幅改善, 看好AI、光学、车载及机器人业务布局》2025-03-21
- 《瑞声科技(02018)—24年业绩超预期, 25年望受益AI端创新及光学盈利改善》2025-02-16
- 《瑞声科技(02018)深度报告—消费电子业绩复苏强劲, 关注AI创新及A客户业务拓展》2024-08-24

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

涂银山 S1090525040004

tukunshan@cmschina.com.cn

赵琳 S1090525070012

zhaolin3@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	27328	31817	36372	41957	47076
同比增长	34%	16%	14%	15%	12%
营业利润(百万元)	2080	2589	2972	3642	4378
同比增长	355%	24%	15%	23%	20%
归母净利润(百万元)	1797	2512	2756	3326	3939
同比增长	143%	40%	10%	21%	18%
每股收益(元)	1.50	2.10	2.30	2.77	3.29
PE	20.8	14.9	13.6	11.2	9.5
PB	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《瑞声科技（2018）深度报告—消费电子业绩复苏强劲，关注 AI 创新及 A 客户业务拓展》2024-08-24
- 2、《瑞声科技（2018）—24 年业绩超预期，25 年望受益 AI 端创新及光学盈利改善》2025-02-16
- 3、《瑞声科技（2018）—24 年营收新高、盈利大幅改善，看好 AI、光学、车载及机器人业务布局》2025-03-21

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	20902	22202	25725	31380	37191
现金及现金等价物	7538	8612	10193	13465	17109
交易性金融资产	3	6	6	6	6
其他短期投资	4	4	4	4	4
应收账款及票据	7739	6820	7796	8993	10090
其它应收款	1674	2216	2533	2922	3279
存货	3938	4532	5178	5974	6684
其他流动资产	6	13	15	17	19
非流动资产	25798	26776	25824	24930	24089
长期投资	1320	1582	1582	1582	1582
固定资产	17844	18329	17377	16483	15642
无形资产	5884	6125	6125	6125	6125
其他	750	740	740	740	740
资产总计	46700	48978	51549	56310	61280
流动负债	14403	14854	14662	16888	18874
应付账款	6964	8711	9954	11483	12847
应交税金	252	173	173	173	173
短期借款	1728	2000	0	0	0
其他	5460	3969	4535	5232	5853
长期负债	9180	9182	9182	9182	9182
长期借款	7604	7617	7617	7617	7617
其他	1576	1565	1565	1565	1565
负债合计	23583	24035	23844	26069	28055
股本	97	97	97	97	97
储备	23745	24260	26992	29491	32432
少数股东权益	362	587	617	653	696
归属于母公司所有者权益	22754	24357	27089	29588	32529
负债及权益合计	46700	48978	51549	56310	61280

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	5203				
净利润	1797				
折旧与摊销	3002				
营运资本变动	36				
其他非现金调整	367				
投资活动现金流	(3485)				
资本性支出	(2270)				
出售资产获得的现金	12				
投资增减	99				
其它	(1181)				
筹资活动现金流	(1025)				
债务增减	(139)				
股本增减	(203)				
股利支付	104				
其它筹资	(579)				
其它调整	(207)				
现金净增加额	714				

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	27328	31817	36372	41957	47076
主营业务收入	27328	31817	36372	41957	47076
营业成本	21286	24801	28339	32693	36578
毛利	6042	7016	8033	9264	10498
营业支出	3962	4427	5061	5622	6120
营业利润	2080	2589	2972	3642	4378
利息支出	417	395	405	420	452
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	(0)	0	0	0	0
其他非经营性损益	328	693	600	600	600
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	1990	2887	3167	3822	4526
所得税	227	347	381	460	545
少数股东损益	(34)	27	30	36	43
归属普通股股东净利润	1797	2512	2756	3326	3939
EPS(元)	1.50	2.10	2.30	2.77	3.29

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业收入	34%	16%	14%	15%	12%
营业利润	355%	24%	15%	23%	20%
净利润	143%	40%	10%	21%	18%
获利能力					
毛利率	22.1%	22.1%	22.1%	22.1%	22.3%
净利率	6.6%	7.9%	7.6%	7.9%	8.4%
ROE	7.9%	10.3%	10.2%	11.2%	12.1%
ROIC	6.6%	8.4%	8.9%	9.9%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	50.5%	49.1%	46.3%	46.3%	45.8%
净负债比率	20.0%	19.6%	14.8%	13.5%	12.4%
流动比率	1.5	1.5	1.8	1.9	2.0
速动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.6
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	6.1	5.9	5.8	5.9	5.8
应收账款周转率	3.4	3.4	3.8	3.8	3.7
应付账款周转率	3.9	3.2	3.0	3.1	3.0
每股资料(元)					
每股收益	1.50	2.10	2.30	2.77	3.29
每股经营现金	4.34	0.00	2.97	3.39	3.87
每股净资产	18.98	20.31	22.59	24.68	27.13
每股股利	0.02	0.02	0.69	0.83	0.99
估值比率					
PE	20.8	14.9	13.6	11.2	9.5
PB	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.9	12.2	11.4	10.1	8.9

资料来源：公司数据、招商证券；注：2025年现金流量表暂未公布，表中数据以NA列示。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。