

买入

PSS 发挥车载声学协同效应，光学突破提高毛利率

瑞声科技 (2018.HK)

2024-12-31 星期二

目标价: 45 港元  
现价: 37.2 港元  
预计升幅: 21.1%

重要数据

日期	2024-12-30
收盘价 (港元)	37.2
总股本 (亿股)	11.99
总市值 (亿港元)	446
净资产 (亿港元)	242.4
总资产 (亿港元)	482.9
52 周高低 (港元)	40.4/16.8
每股净资产 (港元)	20.2

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Sapphire Hill Holdings Limited	11.25%
K&G International Limited	10.73%

相关报告

深度报告: AI 推动手机升规升配, 收购 PSS 加速车载进展-YS-20240328

研究部

姓名: 杨森  
SFC: BJO644  
电话: 0755-21519178  
Email: yangsen@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 市场复苏叠加产品组合改善, 2024H1 公司毛利率显著提高

2024 年 H1 公司总营业收入为人民币 112.5 亿元, 同比增长 22.0%, 毛利率为 21.5%, 同比提升 7.4 个百分点。毛利率的显著提升主要得益于手机市场复苏态势, 来自声学、光学以及精密结构件等业务的产品组合改善, 精益运营带来的持续效率提升以及 Premium Sound Solutions (PSS) 并表带来的贡献。

➤ 车载声学业务持续突破, PSS 与公司的协同效应逐渐显现

PSS 收购完成后, 公司车载声学业务国内外双线并进: 1) 海外市场方面, 公司在全球一线车企中占据较高份额; 2) 国内业务亦稳步扩张, 持续供应头部新能源企业的中高端车型, 并独供某头部新晋造车新势力车载扬声器, 上半年出货量超百万。2024H1, PSS 相关业务并表收入为人民币 15.2 亿元, 毛利率为 25.0%。车载业务正在成为公司增长新的发动机。

➤ 光学技术升级, 推动光学业务毛利率大幅改善

公司光学技术持续升级, 产品结构不断优化。塑料镜头高端化进展顺利, 6P 镜头出货占比保持在 15% 以上, 并获得了 7P 塑料镜头项目定点。2024 年上半年, 1G6P 玻塑混合镜头出货约 140 万只, 同比增长近 40%。2024H1, 公司光学业务实现收入人民币 22.1 亿元, 同比增长 24.9%, 毛利率改善至 4.7%, 较去年同期显著提升 21.7 个百分点。

➤ 维持“买入”评级, 目标价 45 港元/股

我们预测公司 2024~2026 年收入分别为 264.5 (+29.1%)、299.3 (+13.2%) 和 338.6 (+13.1%) 亿元人民币, 归母净利润 16.9 (+128.6%)、21.6 (+27.9%) 和 25.4 (+17.5%) 亿元人民币。我们预测公司未来两年净利润平均增速为 23%。按照稳健原则, 我们认为按照 2025 年 1 倍 PEG 计算公司估值是合理的, 即按照 2025 年 23 倍 PE 估值, 对应目标价 45 港元/股, 距离现价有 21.1% 的上升空间, 给予“买入”评级。

(百万元人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,673.2	20,483.1	26,447.0	29,930.6	33,858.5
同比增长	16.7%	-1.0%	29.1%	13.2%	13.1%
归母净利润	821.3	740.4	1,692.4	2,163.8	2,543.0
同比增长	-37.6%	-9.9%	128.6%	27.9%	17.5%
毛利率	18.3%	16.9%	21.1%	23.3%	23.6%
每股收益(元)	0.69	0.62	1.41	1.81	2.12
PE@37.2HKD	50.1	55.5	24.3	19.0	16.2

数据来源: wind、公司财报、国元证券经纪(香港)预测和整理

## 报告正文

### 市场复苏叠加产品组合改善，2024H1 公司毛利率显著提高

2024 年 H1 公司总营业收入为人民币 112.5 亿元，同比增长 22.0%，毛利率为 21.5%，同比提升 7.4 个百分点。毛利率的显著提升主要得益于手机市场复苏态势，来自声学、光学以及精密结构件等业务的产品组合改善，精益运营带来的持续效率提升以及 Premium Sound Solutions（PSS）并表带来的贡献。

其中，公司现有业务（不包含 PSS 相关业务）收入为人民币 97.3 亿元，毛利率为 20.9%，毛利率同比显著提升 6.8 个百分点，盈利能力持续改善；PSS 相关业务并表收入为人民币 15.2 亿元，毛利率为 25.0%。

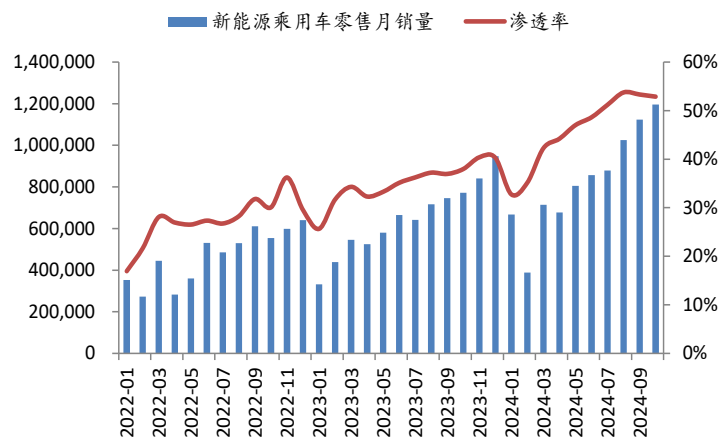
2024 年上半年，公司净利润为人民币 5.37 亿元，同比大幅增长 257.3%。

### 车载声学业务持续突破，PSS 与公司的协同效应逐渐显现

PSS 的产品组合涵盖了低中高和全频等不同规格的高性能经典车载扬声器，搭配尖端调音技术，为消费者提供高质量体验。

根据中国汽车工业协会数据，2024 年上半年国内汽车销量同比增长 6.1%，其中新能源汽车销量同比快速增长约 32%。

图 1：我国新能源乘用车月销量和渗透率



资料来源：中国汽车流通协会、国元证券经纪（香港）整理

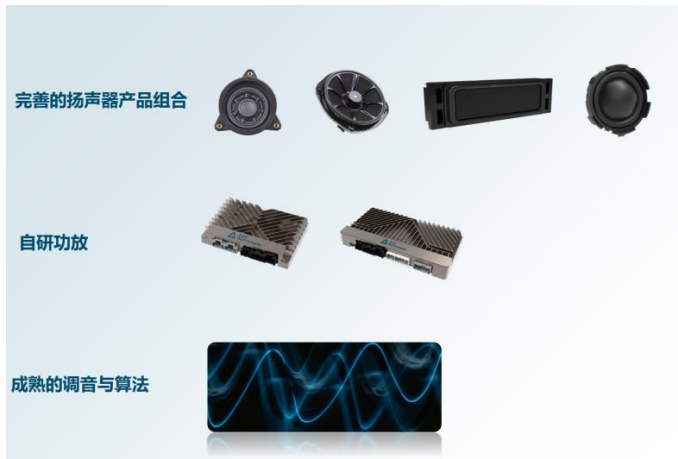
PSS 收购完成后，公司车载声学业务国内外双线并进：1) 海外市场方面，公司在全球一线车企中占据较高份额；2) 国内业务亦稳步扩张，持续供应头部新能

源企业的中高端车型，并独供某头部新晋造车新势力车载扬声器，上半年出货量超百万。

公司一直在探索集扬声器、功放、算法以及调音服务的垂直一体化解决方案，以及通过品牌授权模式与全球顶级音响品牌强强联合，为全球头部车企及终端使用者提供更多元选择。

2024H1，PSS 相关业务并表收入为人民币 15.2 亿元，毛利率为 25.0%。车载业务正在成为公司增长新的发动机。

图 2：打造平台化系统级声学能力，构建整体解决方案 图 3：国内头部新能源+欧美一线车企定点



资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司路演资料、国元证券经纪（香港）整理

### 光学技术升级，推动光学业务毛利率大幅改善

公司光学技术持续升级，产品结构不断优化。塑料镜头高端化进展顺利，6P 镜头出货占比保持在 15% 以上，并获得了 7P 塑料镜头项目定点。公司独家 WLG 工艺带来的出色表现得到智能手机厂商的积极反馈。该工艺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。2024 年上半年，1G6P 玻塑混合镜头出货约 140 万只，同比增长近 40%。

2024H1，公司光学业务实现收入人民币 22.1 亿元，同比增长 24.9%，主要由于智能手机光学行业需求复苏及公司在中高规格市场份额提升带来的更高出货量和单价改善。光学产品毛利率改善至 4.7%，较去年同期显著提升 21.7 个百分点，其中塑料镜头毛利率同比提升 27.4 个百分点至 16.7%，光学模块毛利率同比增长 11.8 个百分点至 5.7%。

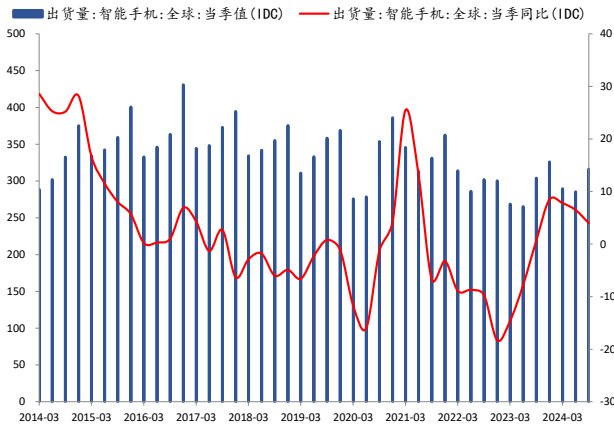
2024 年第三季度，根据 IDC 统计，全球智能手机市场同比增长约 4%，连续四个

季度实现同比反弹。根据 Counterpoint Research 的统计口径，2024 年第三季度，全球智能手机市场同比增长 2%，出货量达到 3.07 亿部。全球智能手机收入同比增长 10%，平均售价增长 7%。收入和平均售价均创下历史新高。

根据 Canalys 数据，全球高端手机市场需求保持旺盛，三季度全球 600 美元以上价位段出货量同比增长 15%，厂商 AI 手机新品进一步引发消费者关注。

我们认为未来全球智能手机行业有望呈现出出货量低速增长、ASP 持续提升的态势，对光学、声学以及散热等 AI 应用部件的需求会持续升级。

图 4：全球智能手机季度出货量（百万部）



资料来源：IDC、国元证券经纪（香港）整理

图 5：2024Q3 全球高端智能手机季度出货增速



资料来源：Canalys、国元证券经纪（香港）整理

### 盈利预测与估值建议

我们预测公司 2024~2026 年收入分别为 264.5 (+29.1%)、299.3 (+13.2%) 和 338.6 (+13.1%) 亿元人民币，归母净利润 16.9 (+128.6%)、21.6 (+27.9%) 和 25.4 (+17.5%) 亿元人民币。

我们预测公司未来两年净利润平均增速为 23%。按照稳健原则，我们认为按照 2025 年 1 倍 PEG 计算公司估值是合理的，即按照 2025 年 23 倍 PE 估值，对应目标价 45 港元/股，距离现价有 21.1% 的上升空间，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 全球手机和汽车销量增速不及预期；
- 公司产品拓展不及预期。

**财务报表摘要**

资产负债表 (百万元)						损益表 (百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产:</b>						<b>营业总收入</b>	20,673.2	20,483.1	26,447.0	29,930.6	33,858.5
现金及现金等价物	6,813.7	6,824.5	7,281.2	6,971.7	6,993.5	<b>主营业务收入</b>	20,625.1	20,419.1	26,376.6	29,853.1	33,773.3
应收款项合计	5,551.0	6,681.6	7,121.7	8,060.3	9,118.8	<b>其他营业收入</b>	48.1	64.0	70.4	77.4	85.2
存货	4,401.4	2,992.4	3,692.7	4,179.4	4,728.3	<b>营业总支出</b>	19,879.7	19,962.0	24,325.0	26,983.3	30,342.0
其他流动资产	350.0	28.5	28.8	29.4	29.6	<b>营业成本</b>	16,850.1	16,967.4	20,821.3	22,889.2	25,797.6
<b>流动资产合计</b>	17,116.1	16,527.0	18,124.4	19,240.8	20,870.2	<b>营业开支</b>	3,029.6	2,994.6	3,503.7	4,094.1	4,544.4
<b>非流动资产:</b>						<b>营业利润</b>	793.5	521.1	2,122.0	2,947.3	3,516.5
固定资产净值	19,263.9	18,070.4	19,877.4	21,865.2	24,051.7	<b>净利息和其他非经常性收益</b>	67.2	301.8	37.2	18.6	20.5
权益性资产和其他长期投资	666.7	1,000.9	1,101.0	1,211.1	1,332.2	<b>除税前利润</b>	860.7	822.9	2,159.2	2,965.9	3,537.0
商誉及无形资产	1,461.4	1,373.2	1,441.9	1,456.3	1,470.8	<b>减: 所得税</b>	231.5	252.3	647.8	889.8	1,061.1
土地使用权	1,374.8	1,289.1	1,263.3	1,238.1	1,213.3	<b>少数股东损益</b>	-192.1	-169.8	-181.0	-87.7	-67.2
其他非流动资产	460.3	650.1	780.1	795.7	811.6	<b>持续经营净利润</b>	821.3	740.4	1,692.4	2,163.8	2,543.0
<b>非流动资产合计</b>	23,227.1	22,383.7	24,463.7	26,566.3	28,879.7	<b>净利润</b>	821.3	740.4	1,692.4	2,163.8	2,543.0
<b>总资产</b>	40,343.3	38,910.8	42,588.1	45,807.1	49,749.9	<b>归属普通股股东净利润</b>	821.3	740.4	1,692.4	2,163.8	2,543.0
<b>流动负债:</b>											
应付账款及票据	3,266.1	4,060.8	4,580.7	5,035.6	5,675.5						
应交税金	117.8	100.5	109.2	123.5	139.7						
交易性金融负债	8.3	0.0	0.0	0.0	0.0						
短期借贷及长期借贷当期到期部	1,832.6	3,421.5	3,755.1	4,249.7	4,567.0						
其他流动负债	3,829.8	2,546.6	3,313.7	3,716.4	4,547.2						
<b>流动负债合计</b>	9,054.6	10,129.4	11,758.6	13,125.2	14,929.4						
<b>非流动负债:</b>											
长期借贷	7,815.0	5,388.1	5,926.9	5,808.4	5,692.2						
其他非流动负债	1,278.0	1,022.0	1,226.4	1,471.7	1,766.0						
<b>非流动负债合计</b>	9,093.0	6,410.1	7,153.3	7,280.1	7,458.2						
<b>总负债</b>	18,147.6	16,539.5	18,911.9	20,405.3	22,387.6						
<b>股东权益:</b>											
普通股股本	97.7	97.3	97.3	97.3	97.3						
储备和库存股	22,678.8	21,784.1	23,138.0	24,869.1	26,903.5						
其他综合性收益	-503.7	-	-	-	-						
<b>归属母公司股东权益</b>	21,656.2	21,881.5	23,235.3	24,966.4	27,000.8						
少数股东权益	539.4	489.8	308.9	221.2	154.0						
<b>股东权益合计</b>	22,195.6	22,371.3	23,544.2	25,187.5	27,154.8						
<b>总负债及总权益</b>	40,343.2	38,910.8	42,456.1	45,592.8	49,542.4						
						<b>现金流量表</b>	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						经营活动产生的现金流量净额	4,372.0	4,632.5	2,990.7	3,046.1	3,101.3
						投资活动产生的现金流量净额	-2,349.3	-3,380.0	-2,704.0	-2,163.2	-1,730.6
						筹资活动产生的现金流量净额	-1,438.7	-3,170.6	170.0	-1,192.4	-1,348.9
						汇率变动的影响	178.3	-	-	-	-
						<b>现金净流量:</b>					
						现金及现金等价物净增加额	762.4	10.8	456.7	-309.5	21.9
						现金及现金等价物期初余额	6,051.4	6,813.7	6,824.5	7,281.2	6,971.7
						现金及现金等价物期末余额	6,813.7	6,824.5	7,281.2	6,971.7	6,993.5
						<b>(百万元人民币)</b>	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						营业收入	20,673.2	20,483.1	26,447.0	29,930.6	33,858.5
						同比增长	16.7%	-1.0%	29.1%	13.2%	13.1%
						归母净利润	821.3	740.4	1,692.4	2,163.8	2,543.0
						同比增长	-37.6%	-9.9%	128.6%	27.9%	17.5%
						毛利率	18.3%	16.9%	21.1%	23.3%	23.6%
						每股收益(元)	0.69	0.62	1.41	1.81	2.12
						PE@37.2HKD	50.1	55.5	24.3	19.0	16.2

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

### 免责声明

#### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

#### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。