



# 瑞聲科技

## (02018)

增持

股價 47.55 港元  
(2月25日收市價)  
目標價 54 港元  
潛在升幅 13.6%

### 業務簡介

瑞聲科技為感知體驗解決方案供應商，為蘋果及三星等龍頭手機製造商的供應商。

瑞聲科技的業務包括聲學、車載及消費聲學產品、光學、電磁傳動及精密結構件，以及傳感器及半導體，各業務的收入佔在2024年上半年分別為31%、14%、20%、33%及3%，其產品主要應用在智能手機、智能汽車、智能穿戴設備、平板電腦、手提電腦及AR/VR設備。

截至2024年上半年，瑞聲科技在中國、日本、美國、英國及芬蘭等地擁有19個研發中心，獲得5,844個專利。同時，瑞聲科技在中國、捷克、馬來西亞、越南、新加坡、比利時、德國、匈牙利和墨西哥設有生產基地。

### 投資要點

#### • 智能手機出貨量料續升 利好瑞聲的聲學業務

全球智能手機出貨量在2024年第4季錄得3.3億部，按年增長2.4%，並已經是連續第6個季度錄得增長，令2024年全年全球智能手機出貨量攀升至12.4億部，按年增長6.4%，扭轉2022年及2023年的跌勢。我們預期，今年全球智能手機出貨量會繼續錄得按年中單位數的增長，主要得益於AI應用加速促使消費者加快手機的更新換代，以及多間大型手機製造商今年均有備受注意到的新旗艦手機系列推出。

今年智能手機的一大亮點是蘋果公司將於2月底發售的iPhone 16e及預期會在下半年推出的iPhone 17系列。其中，iPhone 17系列的外觀設計或會出現較大革新，以及有機會推出纖薄版本，預料會帶動消費者購機需求。我們預期，瑞聲作為蘋果及其他安卓手機的零件供

### 市場數據

行業	工業
收市價 (港元)	47.55
52周最高/最低 (港元)	19.12 至 50.8
最近三個月日均成交量 (百萬股)	625.6
總市值 (億港元)	566
總發行股數* (億股)	11.99

資料來源：  
港交所、彭博、東亞證券研究部

註：

- 行業乃根據股票所屬之恒生綜合行業分類指數區分
- 收市價及其他數據更新至2025年2月25日

### 東亞證券研究部

電郵: [research@easecurities.com.hk](mailto:research@easecurities.com.hk)

網頁: [www.easecurities.com.hk](http://www.easecurities.com.hk)

應商，其聲學業務將最能受惠於手機出貨量持續回升及 iPhone 17 的推出。

另一大亮點則是會有更多高端折疊屏手機推出。自華為去年 9 月推出「三摺機」Mate XT 取得成功後，預期各大手機製造商今年將會繼續推出各款折疊屏手機。據 IDC 預測，今年中國的折疊屏手機出貨量按年增長 23% 至 1,320 萬部，在 2024 年至 2028 年的複合年增長率將達近 20%。折疊屏手機對麥克風、揚聲器、金屬中框及折疊屏鉸鏈的規格要求高，瑞聲科技已為榮耀和華為的摺機提供中框結構件等零件且在行業內具領先技術。我們預期瑞聲科技將會為更多廠商提供折疊屏相關部件，技術要求較高的折疊屏零件能助產品單價及毛利率進一步提升。

#### • 手機購新補貼提振內地手機需求

國家發改委及財政部在今年 1 月 5 日公布《關於 2025 年加力擴圍實施大規模設備更新和消費品以舊換新政策的通知》，新增手機等數碼產品購新補貼，補貼範圍包括單件售價不超過 6,000 元人民幣的手機、平板電腦和智能手錶手環，補貼金額為售價的 15%，最高補貼額為 500 元人民幣。購新補貼政策的效果在農曆新年期間已見展現，在 1 月 28 日至 2 月 4 日期間，全國的手機等數碼產品銷量超過 450 萬部，銷售額達 141 億元人民幣，佔期內消費品以舊換新總銷售額的 45%，銷售收入增長按年升 1.8 倍。我們預期，手機購新補貼政策降低消費者的購機成本，料可持續刺激消費者換機意欲。

#### • DeepSeek 促 AI 設備銷情 MEMS 麥克風需求增

DeepSeek 出現加快內地的 AI 應用，並增加 AI 設備的需求。華為、vivo 和 Oppo 等內地多個手機製造商已宣布其系統的語音助手已接入 DeepSeek 大模型，加上蘋果公司將與阿里合作為中國 iPhone 用戶提供 AI 功能，我們預期今年將會有越來越多的 AI 手機推出市場。隨著 AI 語音助手在智能手機的應用增加，料對語音交互技術的要求亦會提升，特別是對 MEMS 麥克風等較高端的傳感器將有更大需求。MEMS 麥克風在信噪比、靈敏度及功耗等具有優勢，更切合 AI 手機對語音識別的高要求，而瑞聲科技為智能手機 MEMS 麥克風的全球三大製造商之一，我們相信 AI 手機的進一步普及將有助改善集團的聲學產品組合的單價和毛利率。

除 AI 手機之外，隨著 Meta 與 Ray-Ban 在 2023 年推出第二代智能眼鏡取得成功後，預期 AI 穿戴裝置在未來數年將會越趨普及，今年全球 AI 智能眼鏡的出貨量料可由 2024 年的 234 萬件，大增 1.4 倍至 550 萬件。我們預期，AI 穿戴裝置出貨量快速增長，有助增加瑞聲科技的揚聲器及麥克風的銷量，例如內地智能眼鏡製造商雷鳥創新在今年初發布的雷鳥 V3 AI 眼鏡和閃極科技去年底推出的閃極「拍拍鏡」A1，均配備了瑞聲科技的揚聲器。

#### • 智能汽車逐步普及 車載聲學增長空間大

全球的智能汽車銷量正持續增加，中國市場的銷售增長穩健。據灼識諮詢預計，中國的 L2 級、L2+ 及 L2++ 級的智能汽車滲透率將由 2023 年約 37.4% 增至 2028 年的 73.9%，我們預期智能座艙及其車載聲學

系統的需求將同步增加。根據蓋世汽車研究院預測，全球車載聲學系統市場規模在今年將突破 900 億元人民幣。

瑞聲科技在 2023 年已推出全套車載 MEMS 麥克風模組，其多位置麥克風布局，能讓駕駛者向車載語音助手發出精準指令，助瑞聲科技加強在車載聲學的競爭力。瑞聲科技在 2024 年完成收購 Premium Sound Solutions(PSS)，進一步加強車載聲學系統相關的業務。PSS 在截至 2023 年 3 月底的除稅後淨利為 3,059 萬歐元，按年增長 82%。PSS 已具備超過 50 年歷史，為聲學組件及音響系統的全球領先供應商，其客戶包括寶馬、奧迪、平治、本田和豐田等國際大型汽車品牌。我們認為，收購 PSS 能進一步豐富瑞聲科技的產品結構，並能加強其在全球車載聲學市場的競爭力。

內地市場方面，多間主要車廠的熱門車型包括小米 SU7、華為問界 M9、吉利銀河 E5 及小鵬 MONA M03 等亦有採用瑞聲科技或 PSS 的聲學產品。另外，在 CES 2025 展會中，瑞聲科技展示了其與 smart 精靈#5 合作的便攜 HiFi 音箱 smart AudioBox，能於車內及車外使用，有機會成為車載聲學的另一受歡迎產品。

我們預期全球智能汽車銷售，特別是中國市場，今年將繼續有穩步增長，加上車主對車內體驗的要求提高，智能座艙的持續升級和車載聲學產品的需求料持續增加，將是瑞聲科技未來數年收入的另一主要增長動力。

#### • 光學業務復甦 帶動業績持續改善

受惠產品結構改善及行業競爭趨緩，瑞聲科技的光學業務持續改善，2024 年上半年收入按年增長 24.9%，其中，6P 鏡頭出貨佔比維持在 15%以上，並獲得 7P 塑膠鏡頭項目定點。1G6P 玻塑混合鏡頭出貨約 140 萬隻，按年增長近 40%。光學業務的毛利扭轉虧損的情況，毛利率錄得 4.7%，按年改善 21.7 個百分點。

光學業務在 2022 年及 2023 年佔瑞聲科技整體收入比例分別達 15.6%及 17.8%，但當時該業務的毛利率為負，拖累整體業績。我們認為，隨著手機需求回暖、鏡頭及模組的行業競爭放緩、光學升級換代對瑞聲科技獨有、具備 WLG 技術的玻塑混合鏡頭（較塑膠鏡頭具有更大光圈、更高解析力及暗光成象較好）產品的需求增加，加上集團塑膠鏡頭轉向高端化，以及智能汽車對自動駕駛車載鏡頭（普通汽車的主要配備 1 至 2 個鏡頭，智能汽車須配備環視鏡頭和激光雷達鏡頭等 8 個或以上的鏡頭）需求大增，料能帶動瑞聲科技的光學業務收入及毛利率持續改善，令整體業績進一步改善。

### 風險因素

- (i) 環球經濟轉差，令手機出貨量及智能汽車銷售減少
- (ii) 主要手機品牌的新型號手機吸引力不及預期
- (iii) AI 手機的普及速度較預期慢
- (iv) 車載聲學業務發展未如預期

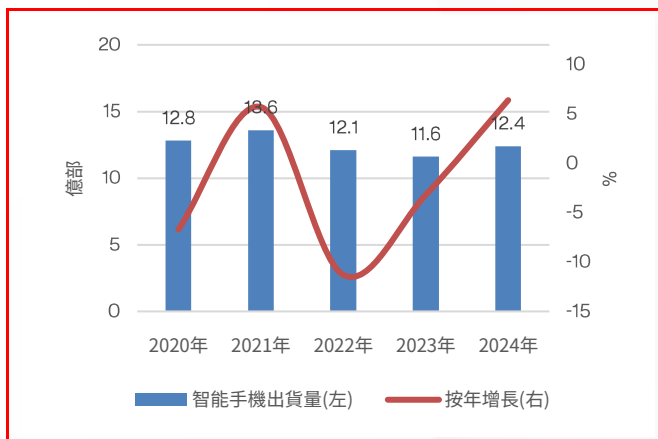
我們認為，瑞聲科技在 2024 年的盈利能力改善主要由於智能手機市場回暖、升規趨勢以及營運效率改善，令聲學業務和電磁傳動及精密結構件業務的毛利率持續改善，以及光學產品出貨量增加及單價改善的情況由去年上半年延續至下半年。我們相信，瑞聲科技的業績已迎來轉捩點，未來兩至三年受惠 AI 應用加快帶來包括手機、穿戴設備及智能汽車的硬件升級趨勢，有助其各業務產品的需求提升及改善毛利率。

瑞聲科技在 2 月 13 日發表正面盈利預告，估計 2024 年的淨利將達 17 億至 18.15 億元人民幣，按年增長介乎 1.3 倍至 1.45 倍，意味去年下半年的淨利可錄得 11.63 億元至 12.78 億元人民幣，按年增長 97%至 1.17 倍。我們預期，瑞聲科技 2025 年的淨利將可較 2024 年盈利預告中位數 17.6 億元人民幣，按年增加 35%至約 23.7 億元人民幣。

瑞聲科技未來 12 個月的預測市盈率為 23.8 倍，較其過去 10 年的平均值 19 倍高約 1 個標準差。不過，我們認為，瑞聲科技受惠環球 AI 急速發展令相關的 AI 設備需求增加、智能手機出貨量料持續增長、以及智能駕駛系統普及化，支持其盈利在未來兩至三年維持在較高增長周期，估值具進一步向上的空間。

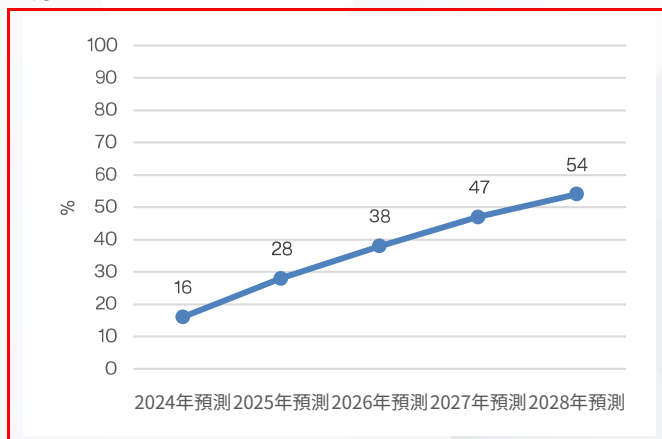
我們最新給予瑞聲科技 2025 年的每股盈利為 2 元人民幣，目標市盈率約為 25 倍，評級「增持」，目標價 54 港元。

圖表 1：全球智能手機出貨量情況



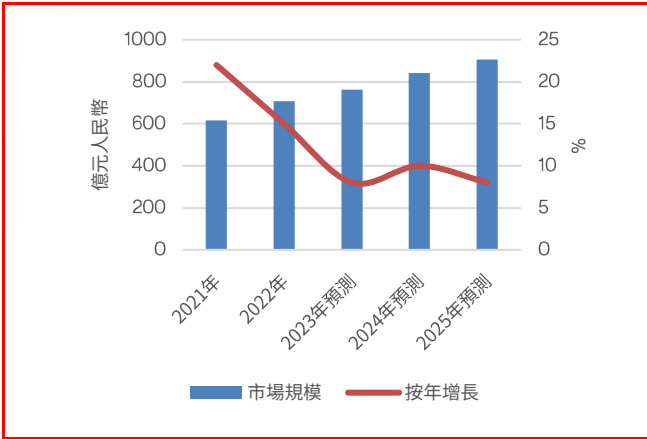
資料來源：IDC、東亞證券研究部  
數據截至 2025 年 2 月 25 日

圖表 2：全球 AI 手機出貨量佔智能手機出貨量比例



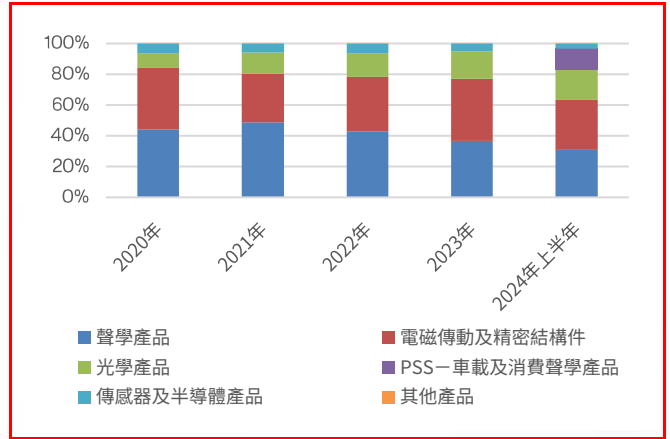
資料來源：Canalys、東亞證券研究部  
數據截至 2025 年 2 月 25 日

圖表 3：全球車載聲學市場規模



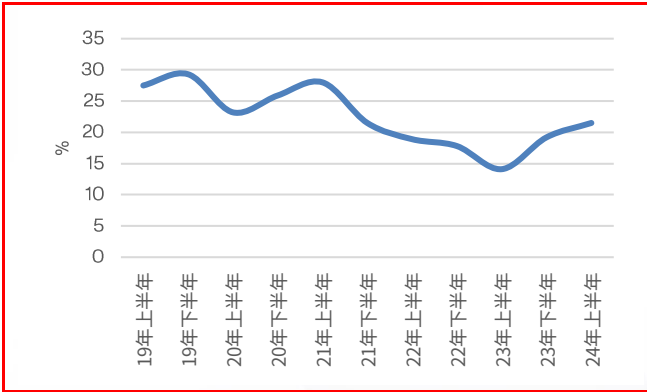
資料來源：蓋世汽車研究院、東亞證券研究部  
數據截至 2025 年 2 月 25 日

圖表 4：瑞聲科技各業務收入佔比



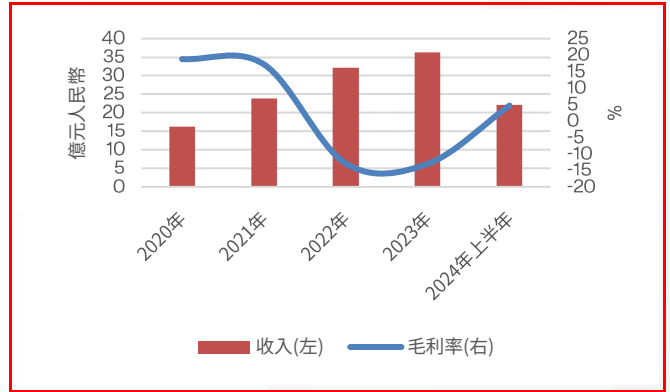
資料來源：瑞聲科技公告、東亞證券研究部  
數據截至 2025 年 2 月 25 日

圖表 5：瑞聲科技毛利率情況



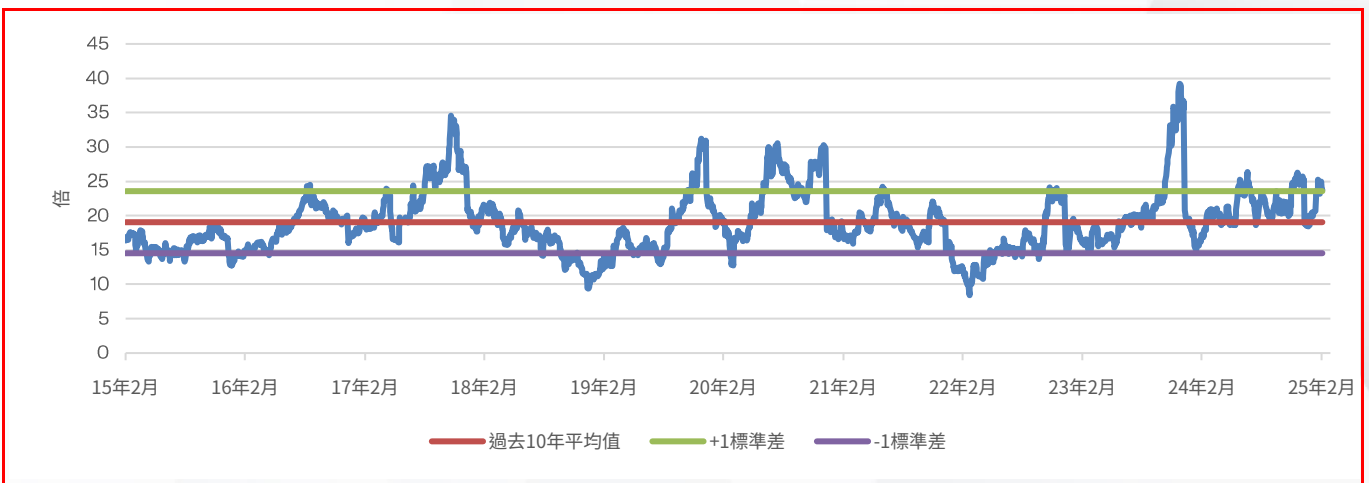
資料來源：彭博、東亞證券研究部  
數據截至 2025 年 2 月 25 日

圖表 6：瑞聲科技光學業務收入及毛利率



資料來源：瑞聲科技公告、東亞證券研究部  
數據截至 2025 年 2 月 25 日

圖表 7：瑞聲科技未來 12 個月預測市盈率



資料來源：彭博、東亞證券研究部，數據截至 2025 年 2 月 25 日

### 瑞聲科技近三年主要財務數據

項目	2021 年	2022 年	2023 年
收入 (百萬元人民幣)	17,667	20,625	20,419
按年變幅 (%)	3	17	(1)
銷售成本 (百萬元人民幣)	13,302	16,850	16,967
按年變幅 (%)	3	27	1
毛利 (百萬元人民幣)	4,365	3,775	3,452
按年變幅 (%)	3	(14)	(9)
EBITDA (百萬元人民幣)	4,531	4,251	4,183
按年變幅 (%)	1	(6)	(2)
股東應佔純利 (百萬元人民幣)	1,316	821	740
按年變幅 (%)	(13)	(38)	(10)
每股股息 (元港幣)	0.2	0.12	0.1
按年變幅 (%)	(33)	(40)	(17)

資料來源：瑞聲科技業績公告、彭博、東亞證券研究部

註：數據更新至 2025 年 2 月 25 日

### 中港上市手機設備股估值比較

股份	市值 (億港元) *	未來 12 個月預測 市盈率 (倍)	未來 12 個月預測 市賬率 (倍)	未來 12 個月預測 股息率 (倍)
高偉電子 (01415 HK)	281	19.7	5.1	0.6
舜宇光學 (02382 HK)	991	28.6	3.4	0.8
立訊精密 (002475 CN)	3,576	19.4	3.9	0.9
可比企業平均		22.6	4.1	0.8
瑞聲科技 (02018 HK)	566	23.8	2.1	0.7

資料來源：彭博、東亞證券研究部，數據更新至 2025 年 2 月 25 日

\* 市值按照彭博提供的匯價兌換成港元

資訊由東亞證券研究部提供

電郵: [research@easecurities.com.hk](mailto:research@easecurities.com.hk)  
網頁: [www.easecurities.com.hk](http://www.easecurities.com.hk)

### **重要披露/ 分析員聲明/ 免責聲明**

本報告為東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）之全資附屬機構 – 東亞證券有限公司（「東亞證券」）所編制。本報告並不擬向屬於任何司法管轄區的市民或居民，或其所在的任何人士或機構派發或供其使用，以致該等派發、刊載、提供或使用違反當地適用之法律或規例。本報告未經香港或其他地區之監管機構審查或獲得授權。

主要負責本報告內容(不論全部或部分)之分析員聲明: (i) 本報告內容準確反映其對本報告所提及的公司和證券所持的個人觀點；(ii) 其所得報酬在過去、現在或將來與本報告所提及的意見或觀點並不構成任何直接或間接之關係；及 (iii) 對於報告提及的證券或其公司，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感訊息。

主要負責本報告內容(不論全部或部分)之分析員進一步聲明：(i) 他們及他們之相關有聯繫者沒有在發表研究報告之前的 30 個曆日內買賣該等證券；(ii) 他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告涵蓋之香港上市公司任職高級人員；及(iii) 截至 2025 年 2 月 25 日，他們及他們之相關有聯繫者沒有持有上述研究報告涵蓋之證券之任何財務權益。

本報告僅作參考資料之用，東亞證券無意就本報告作出任何要約或給予任何意見或提議。本報告或其中之任何內容，均不構成任何種類或形式之要約、邀請、宣傳、誘使或表述。本報告乃根據東亞證券認為可靠的資料而編制，惟東亞證券不會就該等資料的準確性及完整性提供任何保證。本報告所載之分析或意見，只反映本報告在發表之日有關分析員的見解，而本報告中所載的意見可能會被修訂而不會另行通知。本報告所提及的建議並未考慮任何指定讀者之任何特定投資目標、財務狀況及任何特定需要。接收報告之人士不應將本報告視為其自行判斷的替代。投資涉及風險，投資者應審慎作出投資決定，並在需要時尋求獨立的法律或財務意見。東亞證券及/或東亞銀行集團不會就任何人士因使用或依賴本報告或與本報告相關的內容而招致的任何直接或間接損失而負上任何責任。

於本報告編制之時，東亞證券並未持有本報告所提及的公司之證券，而東亞證券之其他聯屬/聯營公司及/或有聯繫人士，則可能不時持有本報告提及的公司權益。東亞證券之聯屬/聯營公司可能就本報告所提及之公司之股份實益持有 1% 或以上之任何普通股權益及可能在過去十二個月內就報告所提及之公司提供投資銀行服務收取補償。東亞證券現時為若干在香港聯合交易所有限公司（「聯交所」）上市之股票期權莊家及東亞銀行現時為在聯交所上市之結構性產品發行商，其中發行之結構性產品包括但不限於衍生權證、牛熊證、界內證等以若干指數或證券為潛在資產作計算，最新名單可於香港交易及結算所有限公司（「港交所」）網站 <https://www.hkex.com.hk> 查閱。

東亞證券及其聯屬/聯營公司、有關的董事及/或員工均可能就本報告所提及的股份持倉、及/或就該等股份作出交易，及/或為該等公司提供/尋求提供經紀、投資銀行及其它銀行服務。本報告之分析及建議基於分析員對報告所涵蓋之公司的基礎及/或定量研究。研究範圍包括但不限於宏觀經濟數據、政府政策、產業景觀、上市公司財務狀況等。目標價是指分析員對所研究之股票在預期十二個月的公允價值的評估。當目標價比當前價格高出 20%以上時，該股票將被評為「買入」；當目標價比當前價格高出 10%至 20%時，該股票將被評為「增持」；當目標價格與當前價格相差在-10%至 10%之間時，該股票將被評為「持有」；當目標價比當前價格低 10%至 20%時，該股票將被評為「減持」；當目標價格比當前價格低 20%以上時，該股票將被評為「賣出」。