

2021 年 12 月 16 日

## 瑞声科技

光学业务进入收获期 汽车电子有望助力长期成长

苹果供应链梳理  
iPhone Supply Chain

## 瑞声科技首次覆盖：

## 光学业务进入收获期，汽车电子有望助力长期成长

### 首次覆盖

中国电子制造商正在打开全新的篇章。与两三年之前横向扩张零部件的阶段不同，当前的中国大陆供应商龙头开始向供应链纵深拓展，并初步打通下游组装环节。中国大陆的供应商龙头具备了国际化大型电子制造组装及服务的基本能力，开始崭露头角。我们认为，中国大陆供应商有机会通过建立下游组装平台，推动自身产值的增加和利润的增厚，并且构建护城河。同时，还可以借助自身平台化能力，帮助电子品牌，如苹果等，减轻日益增长且复杂的供应链管理的压力。而苹果的硬件产品对中国供应链而言，既是基本盘，也是增量空间。我们认为瑞声科技（2018.CH）可以受惠于该趋势，因而首次覆盖给予“买入”评级，未来 12 个月目标价为 38.2 人民币，潜在升幅 17.0%。

沈岱（科技分析师）  
tony\_shen@spdbi.com  
(852) 2808 6435

童钰枫（助理分析师）  
carrie\_tong@spdbi.com  
(852) 2808 6447

林琰（研究部主管）  
sharon\_lam@spdbi.com  
(852) 2808 6438



欢迎关注  
浦银国际研究

# 目录

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 瑞声科技（2018.HK）首次覆盖：光学业务进入收获期，汽车电子有望助力长期成长..... | 3  |
| 智能手机光学行业依然有成长动力 .....                         | 5  |
| 瑞声科技光学业务高速增长 .....                            | 7  |
| 成熟业务稳中有升，加速布局汽车电子，助力公司长期发展 .....              | 9  |
| 财务分析与预测 .....                                 | 11 |
| 风险提示 .....                                    | 14 |
| 估值 .....                                      | 15 |
| SPDBI 乐观与悲观情景假设.....                          | 18 |
| 公司背景 .....                                    | 20 |
| 财务报表 .....                                    | 21 |

# 瑞声科技 (2018.HK) 首次覆盖：光学业务进入收获期，汽车电子有望助力长期成长

我们首次覆盖瑞声科技 (2018.HK)，给予“买入”评级，未来 12 个月目标价为 38.2 港元，潜在升幅 17.0%。

- 公司战略目标清晰，战略执行到位；短期看光学业务提供基本面增量，长期布局汽车电子助力成长：瑞声科技在经历成熟业务行业下滑后，行业基本面接近底部逐渐企稳。同时，这几年切入的光学业务进入收获期，营收高速增长，利润率随着规模效应开始上升。并且，瑞声借助自身光学和声学的消费电子能力，积极打入新能源汽车中的汽车电子环节，为公司的长期发展奠定基础。我们认为瑞声的公司战略清晰，从声学、结构拓展到光学，从消费电子拓展到汽车电子。并且，公司战略执行能力较强，因而我们对公司未来几年发展保持乐观。我们预计公司 2022 年和 2023 年净利润将分别同比增长 13% 和 9%。
- 智能手机光学行业依然是我们最喜欢的赛道之一，将助力公司光学业务高速发展：我们预计，智能手机摄像头模组 2022 年保持 8% 的出货量增长。并且，中国手机品牌有较强意愿在高端机型持续升级拍照影像功能。在受惠于行业成长的同时，瑞声全力推动 WLG 玻璃镜头的项目，迅速扩张塑料镜头产能、切入摄像头模组，保证镜头出货，构建护城河。我们预计 2022 年和 2023 年光学业务收入将同比增长 48% 和 23%，光学综合毛利率也有希望向 20% 以上靠拢。
- 成熟业务稳中有升，汽车电子助力长期增长：在瑞声的声学 and 马达产品线中，苹果产品线业务触底企稳，安卓部分则提供增长。公司也推动结构件客户的扩张和非手机应用的提升。长期看，瑞声积极布局光学和声学器件在汽车中的应用，提供环视、前视的镜头以及高能量密度的声学解决方案，有望推动公司长期成长。
- 估值：采用分部加总法对瑞声估值，分别给予声学、电磁传动与结构、光学、MEMS 和其他产品 20.7x、15.2x、33.0x、20.0x、15.0x 的 2022 年目标市盈率，得到 38.2 港元的目标价。
- 投资风险：全球智能手机需求恢复较弱；手机摄像头模组升级速度减慢，竞争加剧，拖累公司利润增速；手机镜头行业龙头进入中低端项目加剧竞争；成熟业务持续承受行业下行压力；新业务投入较大。

图表 1：盈利预测和财务指标 (2019-2023E)

| 人民币百万元     | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营收         | 17,884 | 17,140 | 18,290 | 20,905 | 22,560 |
| 营收同比增速     | (1.4%) | (4.2%) | 6.7%   | 14.3%  | 7.9%   |
| 毛利率        | 28.6%  | 24.7%  | 26.0%  | 25.7%  | 26.0%  |
| 净利润        | 2,222  | 1,507  | 1,604  | 1,841  | 2,123  |
| 净利润同比增速    | (41%)  | (32%)  | 6%     | 15%    | 15%    |
| 基本每股收益 (元) | 1.84   | 1.25   | 1.33   | 1.52   | 1.76   |
| 目标市盈率      | 17.2   | 25.4   | 23.9   | 20.8   | 18.0   |

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

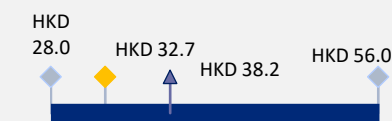
## 评级

买入

|                   |           |
|-------------------|-----------|
| 目标价 (港元)          | 38.2      |
| 潜在升幅/降幅           | 17.0%     |
| 目前股价 (港元)         | 32.7      |
| 52 周内股价区间 (港元)    | 31.2-60.0 |
| 总市值 (百万港元)        | 39,458    |
| 近 90 日均成交额 (百万港元) | 236       |

注：截至 2021 年 12 月 13 日收盘价

## 市场预期区间

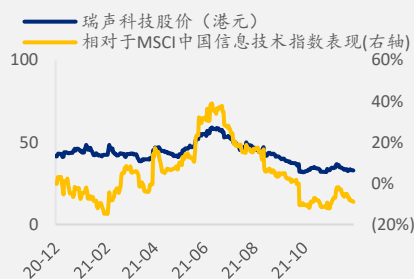


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

截至 2021 年 12 月 13 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 股价相对表现



截至 2021 年 12 月 13 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

瑞声科技 (2018.HK) 首次覆盖

财务报表分析与预测

| 利润表         |          |          |          |          |          | 资产负债表      |        |        |        |        |        |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 人民币百万元      | 2019     | 2020     | 2021E    | 2022E    | 2023E    | 人民币百万元     | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 营业收入        | 17,884   | 17,140   | 18,290   | 20,905   | 22,560   | 货币资金和受限制资金 | 5,512  | 7,540  | 8,012  | 8,476  | 9,162  |
| 营业成本        | (12,777) | (12,913) | (13,541) | (15,522) | (16,701) | 应收账款和应收票据  | 5,576  | 5,176  | 5,524  | 6,314  | 6,813  |
| 毛利润         | 5,107    | 4,227    | 4,748    | 5,383    | 5,858    | 存货         | 3,664  | 3,995  | 4,190  | 4,802  | 5,167  |
| 经营支出        | (2,635)  | (2,878)  | (3,086)  | (3,468)  | (3,613)  | 其他流动负债     | 55     | 138    | 147    | 168    | 181    |
| 销售费用        | (275)    | (285)    | (340)    | (385)    | (365)    | 流动资产合计     | 14,808 | 16,850 | 17,872 | 19,760 | 21,324 |
| 管理费用        | (643)    | (672)    | (861)    | (955)    | (987)    | 物业、厂房及设备   | 16,911 | 18,592 | 20,093 | 21,975 | 23,963 |
| 研发费用        | (1,717)  | (1,920)  | (1,884)  | (2,128)  | (2,261)  | 无形资产       | 598    | 538    | 494    | 454    | 417    |
| 经营利润        | 2,472    | 1,350    | 1,662    | 1,915    | 2,245    | 其他非流动资产    | 1,891  | 2,932  | 2,932  | 2,932  | 2,932  |
| 非经营收入       | 81       | 298      | 27       | 10       | (30)     | 总资产        | 34,207 | 38,911 | 41,391 | 45,120 | 48,635 |
| 财务费用        | (248)    | (353)    | (448)    | (513)    | (553)    | 短期借贷       | 1,876  | 3,349  | 3,573  | 4,084  | 4,407  |
| 投资收益        | 82       | 148      | 64       | 64       | 64       | 应付账款和应付票据  | 5,474  | 5,205  | 5,731  | 6,898  | 7,793  |
| 其他          | 247      | 502      | 411      | 459      | 459      | 其他流动负债     | 361    | 827    | 882    | 1,008  | 1,088  |
| 税前利润        | 2,552    | 1,648    | 1,690    | 1,925    | 2,215    | 流动负债合计     | 7,711  | 9,380  | 10,186 | 11,990 | 13,288 |
| 所得税         | (330)    | (147)    | (92)     | (90)     | (98)     | 短期借款       | 3,850  | 2,543  | 2,670  | 2,804  | 2,944  |
| 税后利润含少数股东权益 | 2,222    | 1,501    | 1,598    | 1,835    | 2,116    | 其他负债       | 3,286  | 5,168  | 5,168  | 5,168  | 5,168  |
| 少数股东权益      | (0)      | (6)      | (6)      | (6)      | (6)      | 总负债        | 14,846 | 17,090 | 18,024 | 19,961 | 21,399 |
| 净利润         | 2,222    | 1,507    | 1,604    | 1,841    | 2,123    | 股本         | 98     | 98     | 98     | 98     | 98     |
| 基本股数（百万）    | 1,210    | 1,209    | 1,209    | 1,209    | 1,209    | 储备         | 19,253 | 21,061 | 22,607 | 24,398 | 26,476 |
| 摊销股数（百万）    | 1,210    | 1,209    | 1,209    | 1,209    | 1,209    | 未分配利润      | 10     | 662    | 662    | 662    | 662    |
| 基本每股收益（元）   | 1.84     | 1.25     | 1.33     | 1.52     | 1.76     | 股东权益合计     | 19,361 | 21,821 | 23,367 | 25,159 | 27,236 |
| 摊销每股收益（元）   | 1.84     | 1.25     | 1.33     | 1.52     | 1.76     | 负债和股东权益合计  | 34,207 | 38,911 | 41,391 | 45,120 | 48,635 |

| 现金流量表       |         |         |         |         |         | 主要财务比率     |         |         |         |         |         |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 人民币百万元      | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |            | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
| 经营活动现金流     | 3,843   | 3,593   | 4,348   | 4,635   | 5,411   | 营运指标增速     |         |         |         |         |         |
| 税前利润        | 2,552   | 1,648   | 1,690   | 1,925   | 2,215   | 营业收入增速     | (1.4%)  | (4.2%)  | 6.7%    | 14.3%   | 7.9%    |
| 折旧          | 2,131   | 2,428   | 2,669   | 2,884   | 3,155   | 毛利润增速      | (24.3%) | (17.2%) | 12.3%   | 13.4%   | 8.8%    |
| 摊销          | 44      | 49      | 44      | 40      | 37      | 营业利润增速     | (42.0%) | (45.4%) | 23.2%   | 15.2%   | 17.2%   |
| 其他营业活动现金流   | 264     | 317     | 454     | 519     | 559     | 净利润增速      | (41.5%) | (32.2%) | 6.5%    | 14.8%   | 15.3%   |
| 营运资金变动      | (728)   | (527)   | 31      | (131)   | 97      | 盈利能力       |         |         |         |         |         |
| 应收账款减少（增加）  | 715     | (188)   | (347)   | (790)   | (500)   | 净资产收益率（平均） | 11.6%   | 7.3%    | 7.1%    | 7.6%    | 8.1%    |
| 库存减少（增加）    | (379)   | (470)   | (195)   | (613)   | (365)   | 总资产报酬率     | 6.9%    | 4.1%    | 4.0%    | 4.3%    | 4.5%    |
| 应付账款增加（减少）  | 8       | (32)    | 526     | 1,167   | 895     | 投入资本回报率    | 13.2%   | 5.9%    | 6.5%    | 6.9%    | 7.4%    |
| 其他经营资金变动    | (1,073) | 163     | 46      | 105     | 66      | 利润率        |         |         |         |         |         |
| 税务费用        | (370)   | (262)   | (92)    | (90)    | (98)    | 毛利率        | 28.6%   | 24.7%   | 26.0%   | 25.7%   | 26.0%   |
| 利息收入（支出）    | (50)    | (59)    | (448)   | (513)   | (553)   | 营业利润率      | 13.8%   | 7.9%    | 9.1%    | 9.2%    | 10.0%   |
| 投资活动现金流     | (3,395) | (3,262) | (4,170) | (4,766) | (5,143) | 净利润率       | 12.4%   | 8.8%    | 8.8%    | 8.8%    | 9.4%    |
| 资本支出        | (2,871) | (4,053) | (4,170) | (4,766) | (5,143) | 营运能力       |         |         |         |         |         |
| 取得或购买长期投资   | (51)    | 3       | -       | -       | -       | 现金循环周期     | 59      | 72      | 70      | 61      | 55      |
| 其他投资活动现金流   | (473)   | 789     | -       | -       | -       | 应收账款周转天数   | 103     | 114     | 107     | 103     | 106     |
| 融资活动现金流     | 255     | 2,582   | 294     | 595     | 418     | 存货周转天数     | 100     | 108     | 110     | 106     | 109     |
| 借款          | (263)   | 356     | 352     | 644     | 463     | 应付账款周转天数   | 143     | 151     | 147     | 148     | 161     |
| 发行股份        | (277)   | -       | -       | -       | -       | 净债务（净现金）   | (3,636) | (4,192) | (4,439) | (4,392) | (4,754) |
| 股息          | (1,531) | (107)   | (58)    | (49)    | (45)    | 自由现金流      | 729     | (874)   | 146     | (147)   | 291     |
| 其他融资活动现金流   | 2,327   | 2,333   | -       | -       | -       |            |         |         |         |         |         |
| 外汇损益        | 51      | (187)   | -       | -       | -       |            |         |         |         |         |         |
| 现金及现金等价物净流量 | 755     | 2,726   | 471     | 464     | 686     |            |         |         |         |         |         |
| 期初现金及现金等价物  | 4,059   | 4,814   | 7,540   | 8,012   | 8,476   |            |         |         |         |         |         |
| 期末现金及现金等价物  | 4,814   | 7,540   | 8,012   | 8,476   | 9,162   |            |         |         |         |         |         |

E=浦银国际预测  
资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

## 智能手机光学行业依然有成长动力

早在 2009 年，瑞声科技就通过参股瑞士 Heptagon、丹麦 Kaleido、日本 I.Square 等企业，获得光学业务的研发能力。此后，经过多年投入，目前瑞声科技在光学业务板块涉及塑料镜头、WLG（Wafer Level Glass，晶圆级光学玻璃）玻璃镜头以及摄像头模组业务。光学业务板块成为瑞声基本面重要的推手。

智能手机的光学摄像头模组依然保有较强的成长动力（参考 [2022 年科技行业展望报告](#)）。2021 年摄像头模组行业出货量呈现前高后低的走势。在 2021 年一季度，由于智能手机出货量的大幅增加，智能手机摄像头模组出货量也跟着大幅成长，但是由于之后安卓阵营的需求走弱，摄像头模组的出货量，尤其是同比水平也跟着大幅下降。我们估算摄像头模组行业出货量，2021 年上半年同比增长 26%，下半年同比基本持平。

但是，我们对智能手机摄像头模组行业中短期的成长依然保持相对乐观。

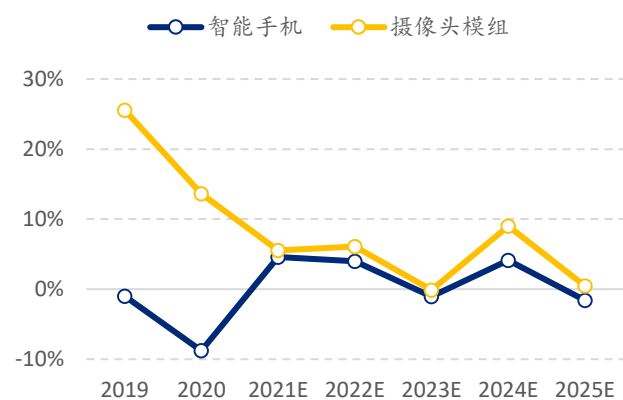
首先，从出货量的角度出发，我们预计后置多摄的渗透率在中低端手机依然有提升空间。目前，中高端手机后置三摄是相对标准的配置。三颗摄像头分工明确，主摄用于大多数场景拍摄，长焦用于拍摄远处物品，广角用于拍摄开阔的风景，符合消费者的功能需求。因而，我们判断，未来后置三摄在中低端智能手机的渗透率也将有提升空间。因此，我们预计 2022 年安卓智能手机摄像头模组出货量将同比增长 6%。虽然 2022 年之后，平均每台手机摄像头模组数量逐渐趋于稳定，但是，我们预计 2021 年至 2025 年复合增长率 3.0%。

其次，手机品牌中的旗舰机型，尤其是“超大杯”，依然有较为强烈升级意愿。摄像头模组不仅仅满足消费的拍照录像功能需求，而且也是重要的手机外观差异化的一部分。因此，手机品牌有较为强烈的升级意愿。虽然由于华为品牌下滑导致安卓高端摄像头模组需求下滑，但是我们认为需求并没有消失，其他中国品牌如小米、OPPO、vivo 需要时间来填补部分华为的高端空缺。2022 年来看，对于更大的传感器尺寸、更高像素、更优秀的防抖能力，手机品牌会继续升级。

综上，我们判断智能手机摄像头模组行业出货量增速依然将高于智能手机，且旗舰机型摄像头价值量依然有提升空间，这为瑞声科技光学业务提供了基本推动力。

摄像头模组行业竞争格局相对稳定，因而行业利润也相对稳定。行业龙头舜宇和丘钛的模组业务的毛利率已从 2019 年的恢复到 2021 年上半年的 10% 以上。智能手机摄像头模组行业利润率处于历史较好的水平。这将利于瑞声光学业务毛利率随着规模的放大而提升。

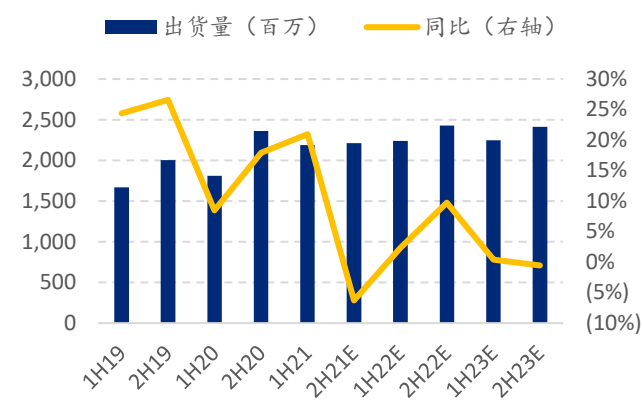
图表 2: 安卓阵营智能手机出货量与摄像头模组增速比较



E=浦银国际预测;

资料来源: IDC、Bloomberg 浦银国际

图表 3: 安卓智能手机摄像头模组出货量及预测



E=浦银国际预测;

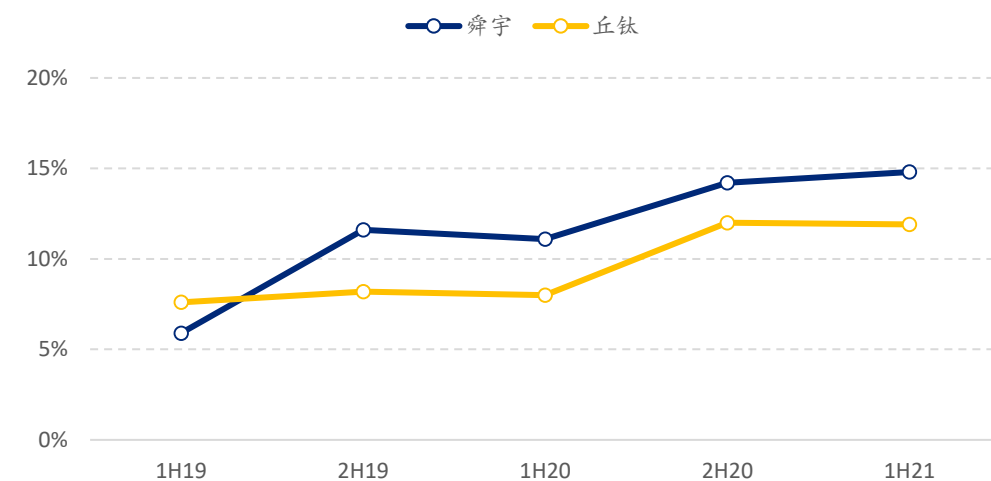
资料来源: IDC、Bloomberg 浦银国际

图表 4: 智能手机旗舰机型“超大杯”配置比较

|          | 小米 11Ultra                           | OPPO Find X3 Pro<br>摄影师版 | Vivo x70 Pro+            |
|----------|--------------------------------------|--------------------------|--------------------------|
| 发布日期     | 29/03/2021                           | 16/9/2021                | 9/9/2021                 |
| 开售日期     | 02/04/2021                           | 22/9/2021                | 17/9/2021                |
| 售价 (人民币) | 6,999                                | 6,499                    | 6,999                    |
| 摄像头      |                                      |                          |                          |
| 后置       | 三摄                                   | 四摄                       | 四摄                       |
| 像素       | 50MP,48MP,48MP                       | 50MP,50MP,13MP,3MP       | 48MP,50MP,12MP,8MP       |
| 光圈       | f/1.95,f/2.2,N/A                     | f/1.8,f/2.2,f/2.4,f/3.0  | f/2.2,f/1.57,f/1.6,f/3.4 |
| 光学变焦     | 5 倍光学变焦,<br>10 倍混合光学变焦,<br>120 倍数码变焦 | 5 倍混合变焦, 20 倍数码变焦        | 5 倍光学变焦、60 倍超级变焦         |
| 前置       | 20MP                                 | 32MP                     | 32MP                     |

资料来源: 公司官网、公开资料、浦银国际

图表 5: 舜宇、丘钛摄像头模组历史毛利率



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

# 瑞声科技光学业务高速增长

瑞声科技在光学业务的战略目标清晰，战略执行到位。首先，借助 WLG 玻璃的独有技术切入光学赛道，推动行业发展。其次，通过建立塑料镜头的产线，带动 WLG 玻璃镜头销售，推动混合镜头进入客户摄像头项目。最后，打造摄像头模组封装能力，保证手机镜头出货量，构建护城河。因此，我们对瑞声光学业务的发展表示乐观。

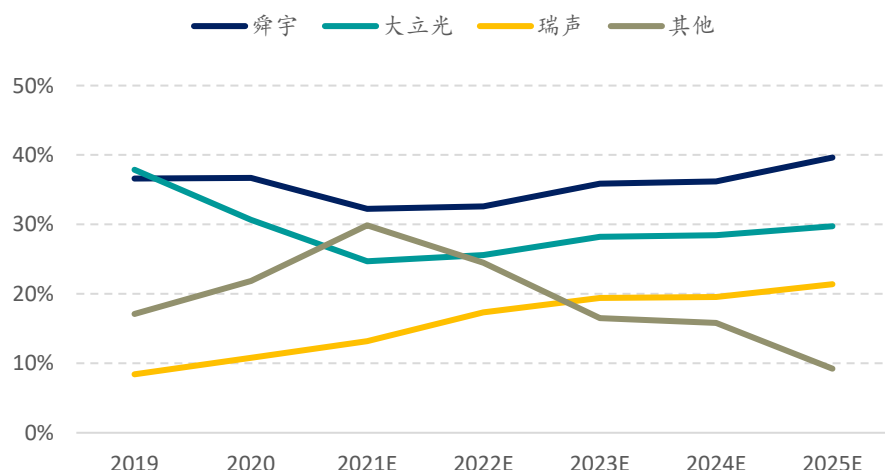
我们认为瑞声之所以能够成功切入光学赛道，其优势在于：

- 通过声学器件、线性马达、结构件等零部件，和手机品牌建立牢固的关系，有机会提供新的零部件供应；
- 瑞声有成功拓展新零部件的经验，例如从声学器件拓展到线性马达、结构件等；
- 布局光学赛道超过十年，积累了丰富的研发能力；
- 迅速扩充产能，提升规模优势。

目前，瑞声的光学业务已经度过艰难爬坡的初期，进入收获期。

第一，瑞声在短短的两三年内将自身的塑料镜头产能扩张到 100kk/月。产能规模进入全球第三，仅次于舜宇和大立光的 180kk/月。瑞声短期内将在此产能规模的基础上提升良率和产出。由于规模效应，瑞声的镜头毛利率在 2021 年一季度达到 30% 以上。尽管下半年行业存在价格压力，瑞声的镜头毛利率预计也可以维持在 20% 以上。塑料镜头已经为公司提供可观的毛利增量。我们估算，瑞声在安卓手机镜头的份额将从 2019 年的 8.4%，提升 2021 年的 13.2%，份额提升明显。并且，我们预计，2022 年和 2023 年的镜头份额将达到 17.3% 和 19.4%。

图表 6：安卓智能手机镜头份额及预测



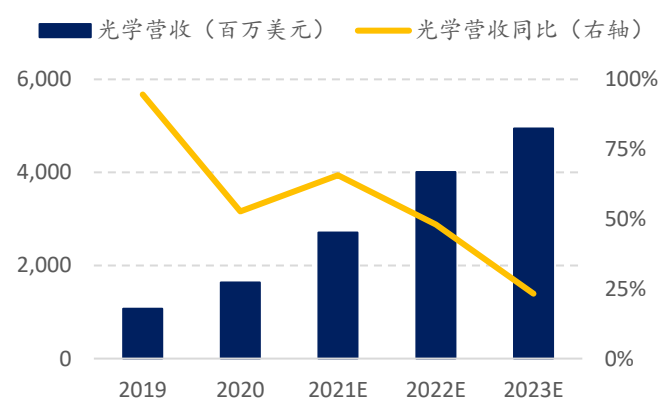
E=浦银国际预测 资料来源：IDC、Bloomberg，浦银国际

第二，借助独有的 WLG 玻璃镜头技术，推动智能手机摄像头模组混合镜头的使用。相比于塑料镜头，WLG 镜头具有透光性好、热稳定高的优势。与传统模造玻璃相比，WLG 玻璃镜头具有量产效率高的优势。尽管新的技术都面临一系列阻碍，如初期客户采用意愿不强烈、产能低、规模效应不显现、可靠性不确定等，但是在 2021 年 4 月，Redmi K40 已经采用瑞声的 WLG 项目，并进入量产。我们预计 2021 年下半年和 2022 年会有更多项目采用瑞声的 WLG 镜头，即混合镜头的方案。

第三，瑞声科技的摄像头模组已经在小米和 ODM 客户中使用。虽然模组业务会稀释光学业务板块的毛利率，但是模组业务可以保证自身镜头，尤其 WLG 镜头的推进，从而得以构建从镜头到模组的护城河，也利于保存瑞声镜头业务的利润弹性。摄像头模组组装的竞争相较于手机镜头更加激烈，因此瑞声科技在摄像头模组的产能扩张上会相对谨慎。我们预计瑞声摄像头模组产能到 2021 年底将扩张到 20kk-25kk/月的水平。

综上所述，我们预测瑞声的光学收入在 2022 年和 2023 年将同比增长 48% 额 23%，收入占比提升至 19% 和 22%。尽管受到模组收入增加带来产品组合变化导致的毛利率稀释，我们预计瑞声的综合毛利率将有望向 20% 靠拢。

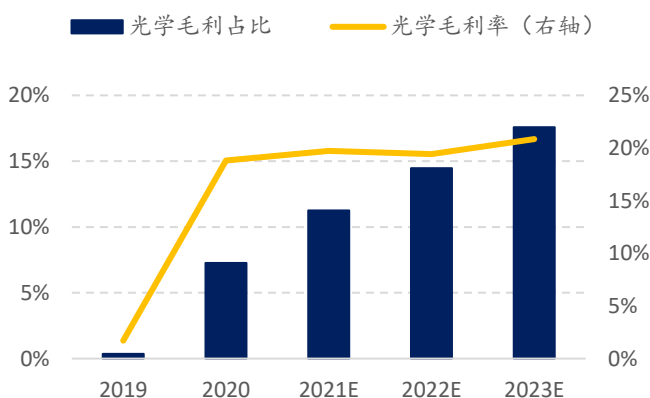
图表 7：瑞声光学产品收入及增速预测



E=浦银国际预测；

资料来源：IDC、Bloomberg，浦银国际

图表 8：瑞声光学产品毛利率及毛利占比



E=浦银国际预测；

资料来源：IDC、Bloomberg，浦银国际

瑞声科技有意将光学业务剥离并上市：一来可以为高增长业务融资取得发展弹药；二来可以借助剥离提升光学业务估值，进而推动集团市值更好的成长。

在 2020 年 7 月和 10 月，公司分别发布公告，瑞声旗下的诚瑞光学，即光学业务部，引入外部和战略投资人，包括小米、OPPO、红杉中国等产业和财务投资人。两轮融资合计超过 28 亿人民币。

# 成熟业务稳中有升，加速布局汽车电子，助力公司长期发展

## 瑞声的成熟业务有望触底企稳

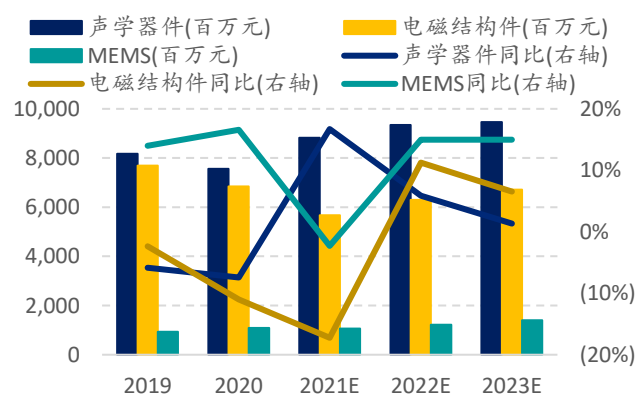
**声学业务：**过去几年单价下滑，苹果的声学器件单机价值量有望在这两年触底企稳。而在安卓智能机阵营，瑞声在推动标准化声学器件，为客户提供更优质性价比的产品，同时提升公司声学产线的规模化效应。

**线性马达：**与声学器件类似，我们预计，随着瑞声的线性马达在安卓客户渗透率的提升，安卓阵营可以推动马达业务更好的成长。

**结构件：**瑞声积极拓展智能手机客户和非手机客户，并已经成功导入笔记本和平台电脑市场。另外，收购东阳精密为公司带来协同效应。因此，我们预计该板块营收有望迎来一波底部之后的成长。

**MEMS (Micro-electromechanical Systems, 微电子机械系统)：**积极提升自研芯片的自供比例，拓展 TWS 耳机等智能硬件产品。

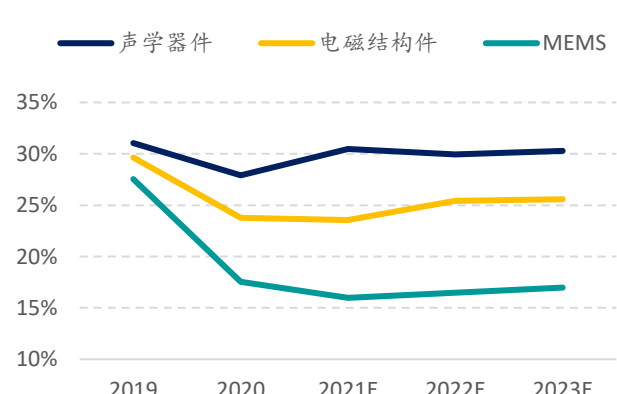
图表 9：瑞声声学器件、电磁结构件、MEMS 收入及增速预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 10：瑞声科技声学器件、电磁结构件、MEMS 毛利率预测



E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

除了在消费电子领域，瑞声科技业积极拓展汽车电子领域。由于新能源汽车对于智能化的要求和需求都快速上升，因而汽车中的电子零部件价值量也快速提升。叠加新能源汽车未来几年都呈现高速增长的势头，我们认为，瑞声在车载业务的布局有望为其提供长期的增长空间。

瑞声科技在消费电子，尤其是光学、声学 and 马达等零部件能力，都可以向汽车电子进行迁移，并推动新能源汽车智能座舱、自动驾驶的发展。

在光学领域，由于 WLG 玻璃镜头较好的耐热性，也是适用于车载镜头的优质产品。瑞声也积极布局前视、环视、驾驶员监控系统车载镜头，与一级供应商和车企进行接触。2021 年 6 月，公司公告宣布完成对 Ibeo 的股权投资，布局车载激光雷达。

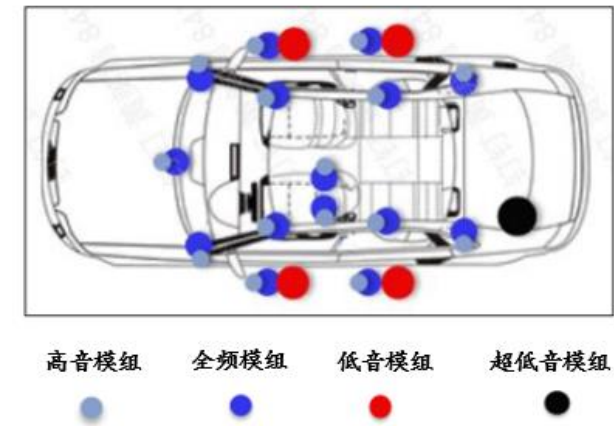
在声学领域，瑞声可以提供高能量密度的、适合智能驾舱的声学解决方案。通过瑞声的声学器件配合算法和调音，瑞声可以提供更加出色车内声音体验。公司与已经国内部分车企共同开发智能驾舱声学产品。

图表 11：瑞声科技在车载光学零部件的布局



资料来源：公司资料、浦银国际 x

图表 12：瑞声科技在车载声学解决方案的布局



资料来源：公司资料、浦银国际

# 财务分析与预测

图表 13：瑞声科技财务模型主要假设

| 瑞声科技主要假设           | 2019          | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入（百万元）</b> |               |               |               |               |               |
| 声学产品               | 8,167         | 7,560         | 8,823         | 9,342         | 9,468         |
| 电磁传动及精密结构件         | 7,694         | 6,847         | 5,666         | 6,303         | 6,717         |
| 光学产品               | 1,070         | 1,634         | 2,708         | 4,009         | 4,941         |
| 微机电系统器件            | 929           | 1,083         | 1,058         | 1,216         | 1,399         |
| 其他产品               | 24            | 16            | 34            | 34            | 34            |
| <b>总营业收入</b>       | <b>17,884</b> | <b>17,140</b> | <b>18,290</b> | <b>20,905</b> | <b>22,560</b> |
| <b>营收增速</b>        |               |               |               |               |               |
| 声学产品               | (6%)          | (7%)          | 17%           | 6%            | 1%            |
| 电磁传动及精密结构件         | (2%)          | (11%)         | (17%)         | 11%           | 7%            |
| 光学产品               | 95%           | 53%           | 66%           | 48%           | 23%           |
| 微机电系统器件            | 14%           | 17%           | (2%)          | 15%           | 15%           |
| 其他产品               | (89%)         | (33%)         | 117%          | 0%            | 0%            |
| <b>总营收增速</b>       | <b>(1%)</b>   | <b>(4%)</b>   | <b>7%</b>     | <b>14%</b>    | <b>8%</b>     |
| <b>营收占比</b>        |               |               |               |               |               |
| 声学产品               | 46%           | 44%           | 48%           | 45%           | 42%           |
| 电磁传动及精密结构件         | 43%           | 40%           | 31%           | 30%           | 30%           |
| 光学产品               | 6%            | 10%           | 15%           | 19%           | 22%           |
| 微机电系统器件            | 5%            | 6%            | 6%            | 6%            | 6%            |
| 其他产品               | 0%            | 0%            | 0%            | 0%            | 0%            |
| <b>总营业收入</b>       | <b>100%</b>   | <b>100%</b>   | <b>100%</b>   | <b>100%</b>   | <b>100%</b>   |
| <b>毛利率</b>         |               |               |               |               |               |
| 声学产品               | 31.0%         | 27.9%         | 30.5%         | 29.9%         | 30.3%         |
| 电磁传动及精密结构件         | 29.6%         | 23.8%         | 23.6%         | 25.4%         | 25.6%         |
| 光学产品               | 1.7%          | 18.8%         | 19.7%         | 19.4%         | 20.8%         |
| 微机电系统器件            | 27.5%         | 17.5%         | 16.0%         | 16.5%         | 17.0%         |
| 其他产品               | 73.2%         | (48.7%)       | 63.6%         | 15.0%         | 15.0%         |
| <b>综合毛利率</b>       | <b>28.6%</b>  | <b>24.7%</b>  | <b>26.0%</b>  | <b>25.7%</b>  | <b>26.0%</b>  |

E=浦银国际预测

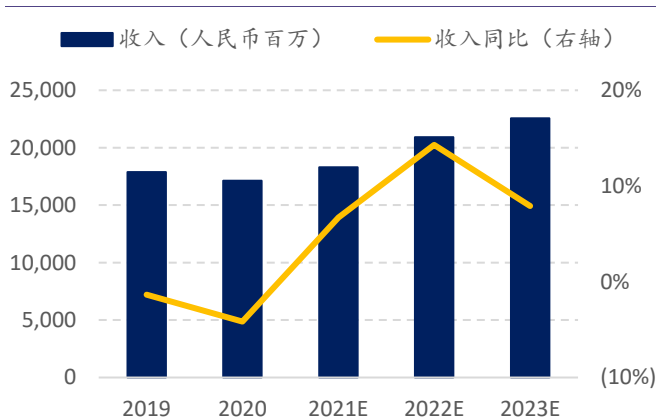
资料来源：公司公告、浦银国际

## ● 瑞声科技的收入及预测

我们预计,2022年和2023年,瑞声的光学产品业务依然维持较高成长动能,电磁传动及精密结构件增速明显改善,微机电系统器件回升至2020年水平,声学产品则保持相对稳定。

- 光学产品业务未来两年营收预计将保持48%和22%增长,智能手机摄像头行业依然提供强力的成长动能;
- 未来两年声学产品增长率预计分别为6%和1%,相对稳定,略有提升。
- 电磁传动及精密结构件增速在2022年、2023年增长率将提升至11%和7%,受惠于马达行业触底企稳回升,以及结构件客户拓展;
- 未来两年,微机电系统器件增长率预计将稳定在15%。

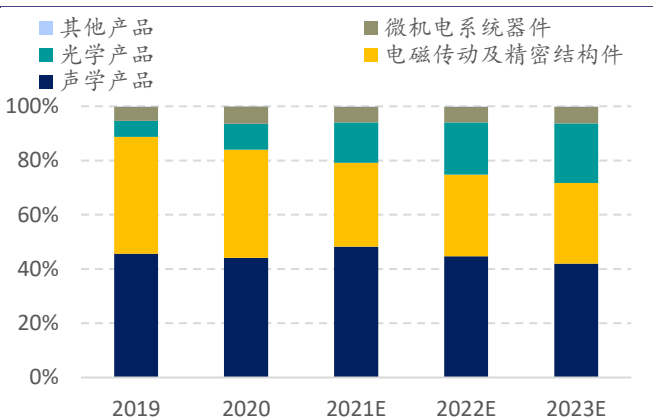
图表 14: 瑞声科技收入及同比



E=浦银国际预测

资料来源:公司公告、浦银国际

图表 15: 瑞声科技各业务收入占比



E=浦银国际预测

资料来源:公司公告、浦银国际

## ● 瑞声科技的利润及预测

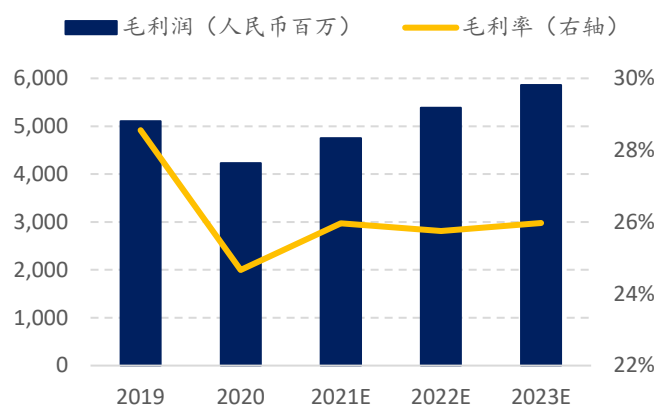
**毛利率:**我们预计瑞声的2022年和2023年毛利率将分别达25.7%和26.0%,大体保持稳定,镜头毛利率提升,但是模组毛利率将稀释公司整体毛利率;

**营业费用率:**2022-2023年分别为在16.6%和16.0%;

**净利润:**预测2022年、2023年同比增长15%。

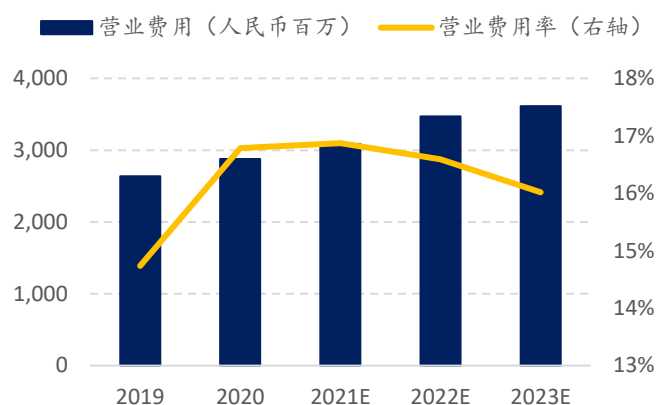
**现金流:**自由现金流在未来两年维持投入的基础上,小幅改善;ROE在2020年有大幅下降,未来两年预计稳中有升。

图表 16: 瑞声科技毛利润及毛利率



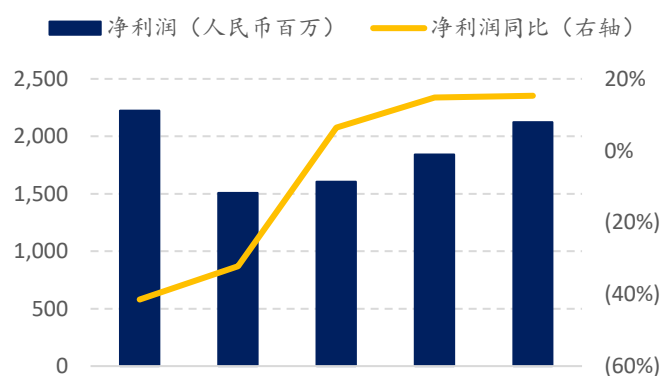
E=浦银国际预测  
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 17: 瑞声科技营业费用及营业费用率



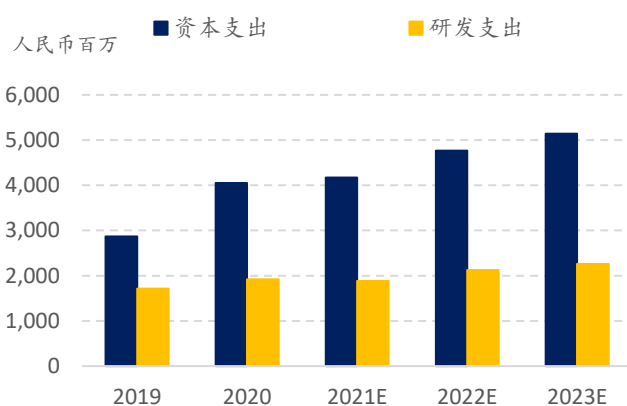
E=浦银国际预测  
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 18: 瑞声科技净利润及净利润同比



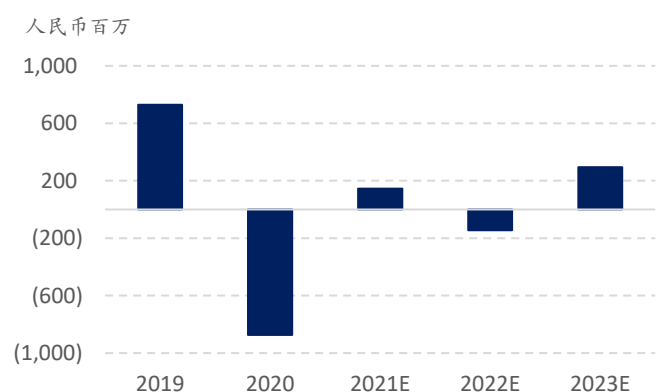
E=浦银国际预测  
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 19: 瑞声科技资本支出及研发支出



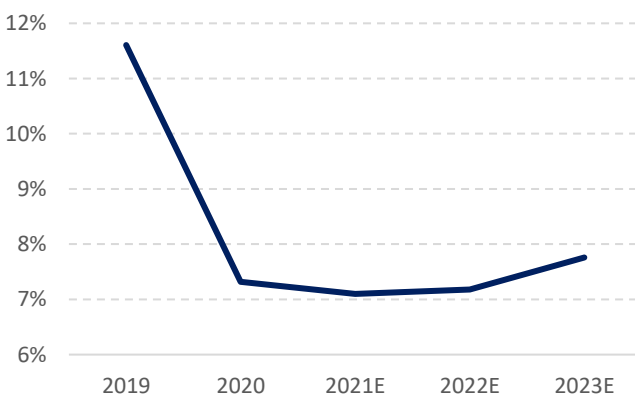
E=浦银国际预测  
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 20: 瑞声科技自由现金流



E=浦银国际预测  
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 21: 瑞声科技 ROE



E=浦银国际预测  
资料来源: 公司公告、浦银国际



## 风险提示

### ● 下行风险

- 全球智能手机需求恢复较弱；
- 手机摄像头模组升级速度减慢，竞争加剧，拖累公司利润增速；
- 手机镜头行业龙头进入中低端项目，加剧镜头竞争，拖累毛利率；
- 声学、马达等业务持续承受行业下行压力；
- 汽车业务投入较大，导致公司费用率上升。

# 估值

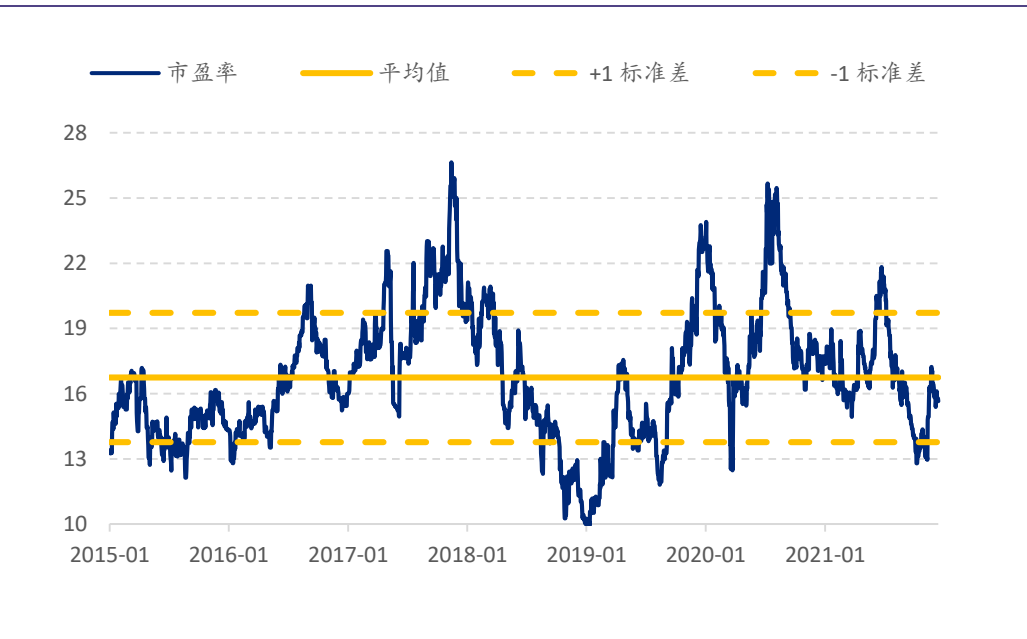
我们首先采用 SOTP (Sum of Total Parts, 分部加总法) 对瑞声进行估值预测。我们预测瑞声 2022 年的声学产品、电磁传动及精密结构件、光学产品、微机电系统器件、其他产品的净利润增速分别为 5%、22%、48%、20%、5%，分别给予 20.7x、15.2x、33.0x、20.0x、15.0x 的市盈率。我们认为光学业务板块仍将享受行业成长红利，也将是瑞声最大的业绩推动力，给予较高的 33x 的目标市盈率。因此，我们得到 38.2 港元的目标，潜在升幅 15.7%，首予“买入”评级。

图表 22：瑞声科技分部加总估值法（2022 年）

| 人民币百万      | 收入     | 毛利率   | 净利润   | 净利润<br>增速 | 目标市盈<br>率 (x) | 估值     |
|------------|--------|-------|-------|-----------|---------------|--------|
| 声学产品       | 9,342  | 29.9% | 950   | 5%        | 20.7          | 19,674 |
| 电磁传动及精密结构件 | 6,303  | 25.4% | 548   | 22%       | 15.2          | 8,326  |
| 光学产品       | 4,009  | 19.4% | 267   | 48%       | 33.0          | 8,795  |
| 微机电系统器件    | 1,216  | 16.5% | 69    | 20%       | 20.0          | 1,371  |
| 其他产品       | 34     | 15.0% | 8     | 5%        | 15.0          | 117    |
| 合计（人民币百万）  | 20,905 | 25.7% | 1,841 | 15%       | 20.8          | 38,283 |
| 人民币/港币     |        |       |       |           |               | 0.8298 |
| 市值（港元百万）   |        |       |       |           |               | 46,135 |
| 股数（百万）     |        |       |       |           |               | 1,209  |
| 目标价（港元）    |        |       |       |           |               | 38.2   |

资料来源：浦银国际预测

图表 23：瑞声科技历史市盈率：2015 年以来均值 16.7x



注：数据截至 2021 年 12 月 13 日  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

我们也采用 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法作为参考对比。我们假设瑞声 2026 年-2030 年的成长率为 6%，永久增长率为 3%。另外，我们假设 WACC（Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本）是 7.2%。其他基本假设可以参考下方两个表格。我们得到 38.5 港元，与我们分部加总法得到的目标价类似。

图表 24：瑞声科技 WACC 假设

| WACC 计算 |      |      |       |
|---------|------|------|-------|
| Beta    | 1.0  | 债务成本 | 6.0%  |
| 无风险利率   | 0.8% | 1.6% | 7%    |
| 股权风险溢价  | 5.3% | 5.7% | 12.4% |
| 股本成本    | 7.6% | WACC | 7.2%  |

注：WACC，Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本

资料来源：浦银国际预测

图表 25：瑞声科技自由现金流预测

| 人民币百万    | 2022E   | 2023E   | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 2027E   | 2028E   | 2029E   | 2030E   | 2031 往后 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入     | 20,905  | 22,560  | 24,668  | 25,780  | 27,327  | 28,967  | 30,705  | 32,547  | 34,500  |         |
| 营收增速     | 14%     | 8%      | 9%      | 5%      | 6%      | 6%      | 6%      | 6%      | 6%      |         |
| 经营利润     | 1,915   | 2,245   | 2,588   | 2,704   | 2,866   | 3,038   | 3,221   | 3,414   | 3,619   |         |
| 经营利润率    | 9.2%    | 10.0%   | 10.5%   | 10.5%   | 10.5%   | 10.5%   | 10.5%   | 10.5%   | 10.5%   |         |
| 加：折旧及摊销  | 2,925   | 3,192   | 3,474   | 3,785   | 4,012   | 4,253   | 4,508   | 4,778   | 5,065   |         |
| EBITDA   | 4,839   | 5,436   | 6,062   | 6,489   | 6,878   | 7,291   | 7,728   | 8,192   | 8,683   |         |
| EBITDA 率 | 23.1%   | 24.1%   | 24.6%   | 25.2%   | 25.2%   | 25.2%   | 25.2%   | 25.2%   | 25.2%   |         |
| 所得税率     | 4.7%    | 4.4%    | 4.4%    | 4.4%    | 4.4%    | 4.4%    | 4.4%    | 4.4%    | 4.4%    |         |
| 资本支出     | (4,766) | (5,143) | (5,624) | (5,878) | (6,072) | (6,272) | (6,479) | (6,693) | (6,914) |         |
| 资本支出占营收比 | 22.8%   | 22.8%   | 22.8%   | 22.8%   | 22.2%   | 21.7%   | 21.1%   | 20.6%   | 20.0%   |         |
| 净营运资本变动  | (131)   | 97      | 95      | 321     | 340     | 360     | 382     | 405     | 429     |         |
| 自由现金流    | (147)   | 291     | 418     | 812     | 1,019   | 1,244   | 1,488   | 1,753   | 2,038   | 52,999  |
| 永续增长率    |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 3.0%    |

资料来源：浦银国际预测

图表 26：瑞声科技 DCF 估值预测

| WACC | 自由现金流现值<br>(人民币百万) | 净现金(百万) | 权益价值(百万) | 股数(百万) | 每股价值<br>(人民币元) | 港元/<br>人民币 | 每股价值<br>(港元) |
|------|--------------------|---------|----------|--------|----------------|------------|--------------|
| 7.2% | 34,241             | 4,392   | 38,633   | 1,209  | 32.0           | 0.8298     | 38.5         |

资料来源：浦银国际预测

图表 27: 瑞声科技可比公司估值比较

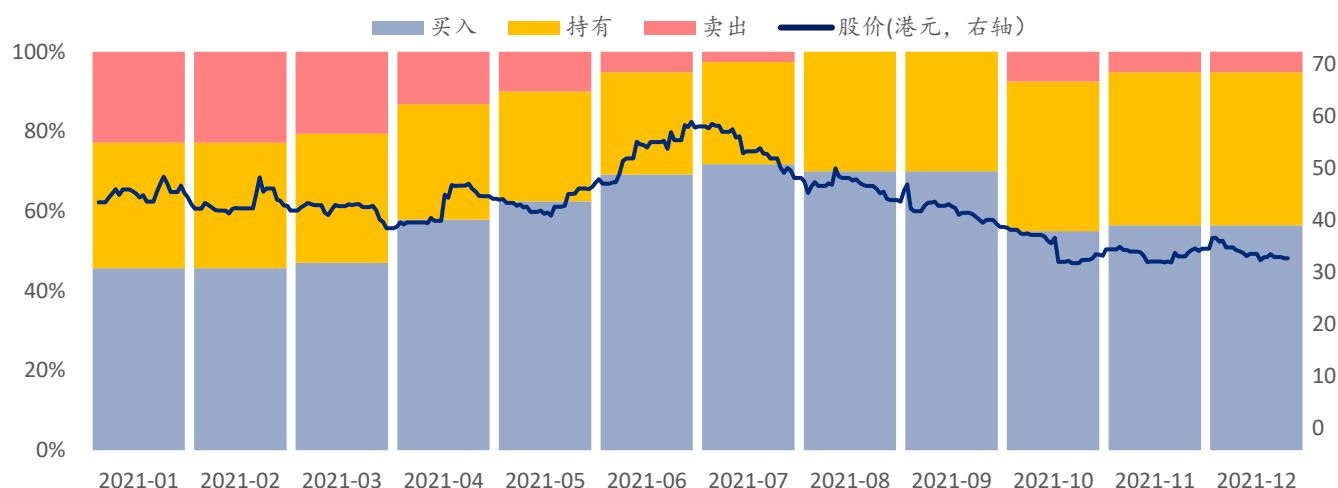
| 股票代码             | 公司名称       | 市值<br>(美元百万) | 股价<br>(当地货币) | 股价变动<br>年初至今(%) | EPS同比增长 |       |       | P/E (市盈率) |       |       | P/B (市净率) |       |       |
|------------------|------------|--------------|--------------|-----------------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|-----------|-------|-------|
|                  |            |              |              |                 | 2021E   | 2022E | 2023E | 2021E     | 2022E | 2023E | 2021E     | 2022E | 2023E |
| 光学镜头             |            |              |              |                 |         |       |       |           |       |       |           |       |       |
| 2018 HK Equity   | 瑞声科技       | 5,059        | 32.7         | (25%)           | 3%      | 31%   | 23%   | 20.5      | 15.6  | 12.7  | 1.4       | 1.3   | 1.2   |
| 2382 HK Equity   | 舜宇光学科技     | 33,385       | 237.4        | 40%             | 29%     | 25%   | 23%   | 37.5      | 30.0  | 24.5  | 10.0      | 7.8   | 6.2   |
| 3008 TT Equity   | 大立光        | 9,607        | 1,990.0      | (38%)           | (25%)   | 7%    | 12%   | 14.3      | 13.3  | 11.9  | 1.8       | 1.7   | 1.5   |
| 002456 CH Equity | 欧菲光        | 4,674        | 9.1          | (31%)           | (45%)   | 81%   | (2%)  | 44.7      | 24.6  | 25.1  | 2.7       | 2.8   | 2.5   |
| 3406 TT Equity   | 玉晶光        | 2,221        | 551.0        | (3%)            | (27%)   | 26%   | 19%   | 26.8      | 21.2  | 17.7  | 3.6       | 3.2   | 2.9   |
| 053450 KS Equity | SEKONIX    | 103          | 8,270.0      | 14%             | (147%)  | 30%   | 42%   | 9.5       | 7.3   | 5.1   | 1.1       | 1.0   | 0.8   |
| 平均               |            |              |              |                 |         |       |       | 25.5      | 18.7  | 16.2  | 3.4       | 3.0   | 2.5   |
| 光学模组             |            |              |              |                 |         |       |       |           |       |       |           |       |       |
| 2018 HK Equity   | 瑞声科技       | 5,059        | 32.7         | (25%)           | 3%      | 31%   | 23%   | 20.5      | 15.6  | 12.7  | 1.4       | 1.3   | 1.2   |
| 2382 HK Equity   | 舜宇光学科技     | 33,385       | 237.4        | 40%             | 29%     | 25%   | 23%   | 37.5      | 30.0  | 24.5  | 10.0      | 7.8   | 6.2   |
| 011070 KS Equity | LG INNOTEK | 6,262        | 313,000.0    | 72%             | 193%    | (4%)  | 12%   | 8.4       | 8.7   | 7.7   | 2.2       | 1.8   | 1.5   |
| 002456 CH Equity | 欧菲光        | 4,674        | 9.1          | (31%)           | (45%)   | 81%   | (2%)  | 44.7      | 24.6  | 25.1  | 2.7       | 2.8   | 2.5   |
| 1478 HK Equity   | 丘钛科技       | 1,728        | 11.4         | (13%)           | 51%     | 21%   | 16%   | 9.1       | 7.6   | 6.5   | 2.3       | 1.8   | 1.4   |
| 平均               |            |              |              |                 |         |       |       | 24.0      | 17.3  | 15.3  | 3.7       | 3.1   | 2.6   |
| 声学               |            |              |              |                 |         |       |       |           |       |       |           |       |       |
| 2018 HK Equity   | 瑞声科技       | 5,059        | 32.7         | (25%)           | 3%      | 31%   | 23%   | 20.5      | 15.6  | 12.7  | 1.4       | 1.3   | 1.2   |
| 002475 CH Equity | 立讯精密       | 51,671       | 46.7         | (17%)           | 11%     | 36%   | 23%   | 40.5      | 29.8  | 24.1  | 9.2       | 7.2   | 5.7   |
| 002241 CH Equity | 歌尔股份       | 30,810       | 57.4         | 54%             | 50%     | 33%   | 24%   | 44.3      | 33.2  | 26.8  | 7.8       | 6.4   | 5.3   |
| KN US Equity     | Knowles    | 2,033        | 22.1         | 20%             | 138%    | 7%    | 11%   | 14.8      | 13.8  | 12.4  | N/A       | N/A   | N/A   |
| 平均               |            |              |              |                 |         |       |       | 30.0      | 23.1  | 19.0  | 6.1       | 5.0   | 4.1   |
| 结构件              |            |              |              |                 |         |       |       |           |       |       |           |       |       |
| 002475 CH Equity | 立讯精密       | 51,671       | 46.7         | (17%)           | 11%     | 36%   | 23%   | 40.5      | 29.8  | 24.1  | 9.2       | 7.2   | 5.7   |
| 300433 CH Equity | 蓝思科技       | 18,222       | 23.3         | (24%)           | (1%)    | 33%   | 22%   | 22.1      | 16.6  | 13.6  | 2.5       | 2.2   | 2.0   |
| 285 HK Equity    | 比亚迪电子      | 8,840        | 30.6         | (25%)           | (47%)   | 40%   | 36%   | 19.3      | 13.7  | 10.1  | 2.3       | 1.9   | 1.7   |
| 300115 CH Equity | 长盈精密       | 3,859        | 20.5         | (0%)            | 18%     | 84%   | N/A   | 33.5      | 18.2  | N/A   | 3.4       | 3.0   | 2.8   |
| 平均               |            |              |              |                 |         |       |       | 28.9      | 19.6  | 16.0  | 4.4       | 3.6   | 3.1   |
| 盖板面板             |            |              |              |                 |         |       |       |           |       |       |           |       |       |
| 000725 CH Equity | 京东方        | 30,774       | 5.2          | (14%)           | 354%    | (6%)  | 14%   | 8.1       | 8.6   | 7.5   | 1.5       | 1.3   | 1.1   |
| 300433 CH Equity | 蓝思科技       | 18,222       | 23.3         | (24%)           | (1%)    | 33%   | 22%   | 22.1      | 16.6  | 13.6  | 2.5       | 2.2   | 2.0   |
| 000100 CH Equity | TCL科技      | 14,557       | 6.5          | (8%)            | 181%    | 4%    | 14%   | 8.2       | 7.9   | 6.9   | 2.1       | 1.8   | 1.5   |
| 285 HK Equity    | 比亚迪电子      | 8,840        | 30.6         | (25%)           | (47%)   | 40%   | 36%   | 19.3      | 13.7  | 10.1  | 2.3       | 1.9   | 1.7   |
| 000050 CH Equity | 深天马        | 4,947        | 12.8         | (13%)           | 22%     | 15%   | 23%   | 16.1      | 14.0  | 11.4  | 0.9       | 0.8   | 0.8   |
| 平均               |            |              |              |                 |         |       |       | 14.8      | 12.2  | 9.9   | 1.9       | 1.6   | 1.4   |
| 汽车电子             |            |              |              |                 |         |       |       |           |       |       |           |       |       |
| 002475 CH Equity | 立讯精密       | 51,671       | 46.7         | (17%)           | 11%     | 36%   | 23%   | 40.5      | 29.8  | 24.1  | 9.2       | 7.2   | 5.7   |
| 2382 HK Equity   | 舜宇光学科技     | 33,385       | 237.4        | 40%             | 29%     | 25%   | 23%   | 37.5      | 30.0  | 24.5  | 10.0      | 7.8   | 6.2   |
| 300433 CH Equity | 蓝思科技       | 18,222       | 23.3         | (24%)           | (1%)    | 33%   | 22%   | 22.1      | 16.6  | 13.6  | 2.5       | 2.2   | 2.0   |
| 002920 CH Equity | 德赛西威       | 11,801       | 136.6        | 62%             | 51%     | 42%   | 33%   | 101.8     | 71.8  | 54.1  | 14.3      | 12.3  | 10.5  |
| 300496 CH Equity | 中科创达       | 10,389       | 155.6        | 33%             | 54%     | 41%   | 39%   | 100.9     | 71.6  | 51.7  | 13.4      | 11.3  | 9.5   |
| 285 HK Equity    | 比亚迪电子      | 8,840        | 30.6         | (25%)           | (47%)   | 40%   | 36%   | 19.3      | 13.7  | 10.1  | 2.3       | 1.9   | 1.7   |
| 600699 CH Equity | 均胜电子       | 4,795        | 22.3         | (12%)           | 10%     | 233%  | 41%   | 90.0      | 27.0  | 19.1  | 2.0       | 1.8   | 1.7   |
| 平均               |            |              |              |                 |         |       |       | 58.9      | 37.2  | 28.2  | 7.7       | 6.4   | 5.3   |
| 其他零部件            |            |              |              |                 |         |       |       |           |       |       |           |       |       |
| 300207 CH Equity | 欣旺达        | 12,521       | 46.4         | 51%             | 43%     | 64%   | 38%   | 68.6      | 41.8  | 30.3  | 9.1       | 7.5   | 6.0   |
| 002600 CH Equity | 领益智造       | 8,327        | 7.5          | (37%)           | (2%)    | 31%   | 29%   | 22.9      | 17.6  | 13.6  | 1.2       | 1.1   | 0.9   |
| 300136 CH Equity | 信维通信       | 3,883        | 25.5         | (29%)           | (6%)    | 35%   | 24%   | 24.7      | 18.3  | 14.7  | 3.8       | 3.1   | 2.5   |
| 000049 CH Equity | 德赛电池       | 2,265        | 48.0         | 3%              | 53%     | 2%    | 6%    | 14.9      | 14.5  | 13.7  | 4.1       | 3.3   | 3.0   |
| 平均               |            |              |              |                 |         |       |       | 32.8      | 23.0  | 18.1  | 4.5       | 3.7   | 3.1   |
| 组装               |            |              |              |                 |         |       |       |           |       |       |           |       |       |
| 2317 TT Equity   | 鸿海精密       | 52,139       | 104.5        | 14%             | 28%     | 8%    | 15%   | 10.5      | 9.8   | 8.5   | 1.0       | 1.0   | 0.9   |
| 002475 CH Equity | 立讯精密       | 51,671       | 46.7         | (17%)           | 11%     | 36%   | 23%   | 40.5      | 29.8  | 24.1  | 9.2       | 7.2   | 5.7   |
| 002241 CH Equity | 歌尔股份       | 30,810       | 57.4         | 54%             | 50%     | 33%   | 24%   | 44.3      | 33.2  | 26.8  | 7.8       | 6.4   | 5.3   |
| 300433 CH Equity | 蓝思科技       | 18,222       | 23.3         | (24%)           | (1%)    | 33%   | 22%   | 22.1      | 16.6  | 13.6  | 2.5       | 2.2   | 2.0   |
| 285 HK Equity    | 比亚迪电子      | 8,840        | 30.6         | (25%)           | (47%)   | 40%   | 36%   | 19.3      | 13.7  | 10.1  | 2.3       | 1.9   | 1.7   |
| 601231 CH Equity | 环旭电子       | 5,589        | 16.1         | (17%)           | 7%      | 20%   | 13%   | 19.7      | 16.4  | 14.5  | 2.8       | 2.5   | 2.2   |
| 平均               |            |              |              |                 |         |       |       | 26.1      | 19.9  | 16.3  | 4.3       | 3.6   | 3.0   |

注: E=Bloomberg 一致预测, 数据截至 2021 年 12 月 13 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

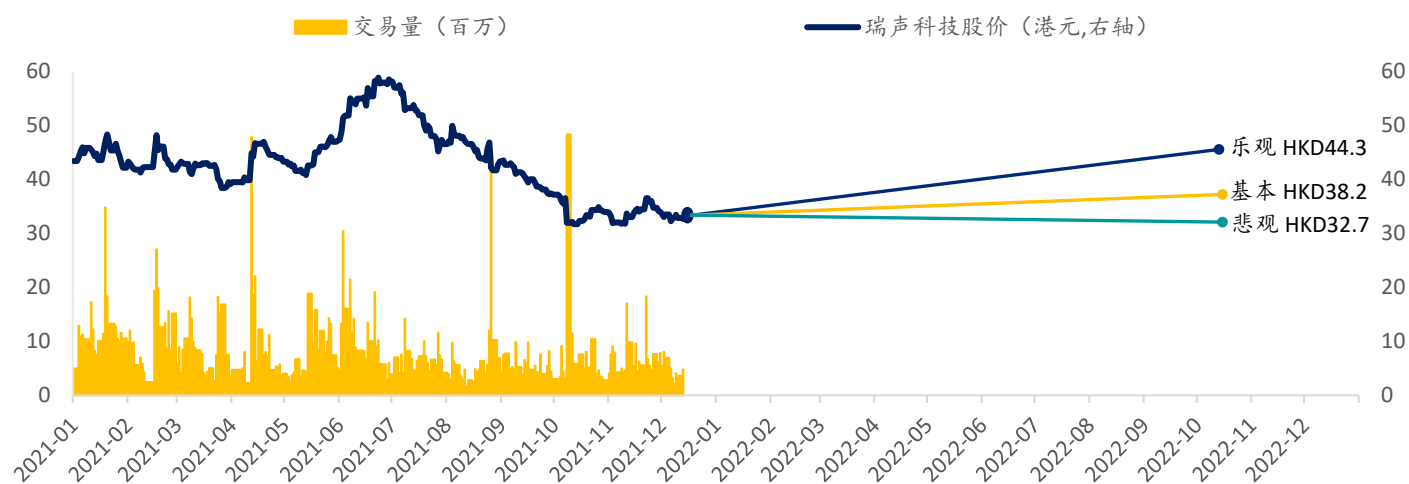
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 28：瑞声科技市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 29：瑞声科技 SPDBI 情景假设



## 乐观情景（概率 10%）

目标价：44.3 港元，对应 23.0x 的 2022 年市盈率

- 全球手机出货量增速恢复，比较强劲；
- 手机摄像头配置升级速度提升，中国品牌高端镜头需求提升；
- 手机镜头和模组的毛利率随着规模上升而上升；
- 声学、马达、结构件等业务从底部复苏程度高于预期。

## 悲观情景（概率 10%）

目标价：32.7 港元，对应 20.0x 的 2022 年市盈率

- 全球智能手机需求持续疲软；
- 摄像头行业升级趋缓，竞争加剧，拖累毛利率；
- 成熟业务依然处于下降周期，恢复成长的速度低于预期；
- 车载相关产品起量速度低于预期；

资料来源：浦银国际预测

图表 30: SPDBI 目标价: 瑞声科技



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 31: SPDBI 科技行业覆盖公司

| 股票代码             | 公司         | 现价<br>(交易货币) | 评级 | 目标价<br>(交易货币) | 评级及目标价<br>发布日期 | 行业            |
|------------------|------------|--------------|----|---------------|----------------|---------------|
| 1810 HK Equity   | 小米集团-W     | 19.2         | 买入 | 29.0          | 2021/8/31      | 手机品牌          |
| 688036 CH Equity | 传音控股       | 153.7        | 买入 | 179.1         | 2021/8/31      | 手机品牌          |
| 285 HK Equity    | 比亚迪电子      | 30.6         | 买入 | 36.0          | 2021/12/16     | 结构件、组装        |
| 600745 CH Equity | 闻泰科技       | 138.1        | 持有 | 119.8         | 2021/8/31      | ODM、功率半导体     |
| 002475 CH Equity | 立讯精密       | 46.7         | 买入 | 58.3          | 2021/12/16     | 结构件、组装        |
| 300433 CH Equity | 蓝思科技       | 23.3         | 买入 | 28.0          | 2021/12/16     | 结构件、组装        |
| 2018 HK Equity   | 瑞声科技       | 32.7         | 买入 | 38.2          | 2021/12/16     | 结构件           |
| NIO US Equity    | 蔚来         | 34.3         | 买入 | 53.9          | 2021/6/25      | 新能源汽车         |
| XPEV US Equity   | 小鹏汽车       | 46.8         | 买入 | 48.3          | 2021/7/14      | 新能源汽车         |
| 9868 HK Equity   | 小鹏汽车-W     | 182.3        | 买入 | 187.6         | 2021/7/14      | 新能源汽车         |
| LI US Equity     | 理想汽车       | 32.5         | 买入 | 35.4          | 2021/6/25      | 新能源汽车         |
| TSLA US Equity   | 特斯拉(TESLA) | 1,017.0      | 卖出 | 638.3         | 2021/9/6       | 新能源汽车         |
| 1211 HK Equity   | 比亚迪股份      | 288.2        | 买入 | 307.7         | 2021/9/6       | 新能源汽车         |
| 002594 CH Equity | 比亚迪        | 298.4        | 买入 | 320.3         | 2021/9/6       | 新能源汽车         |
| 2382 HK Equity   | 舜宇光学科技     | 237.4        | 买入 | 253.8         | 2021/8/31      | 手机光学、车载光学     |
| 1478 HK Equity   | 丘钛科技       | 11.4         | 买入 | 15.9          | 2021/8/31      | 手机光学          |
| 603501 CH Equity | 韦尔股份       | 306.9        | 买入 | 305.9         | 2021/8/31      | 手机 CIS、车载 CIS |

注: 截至 12 月 13 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

# 公司背景

图表 32：瑞声科技发展里程碑

| 年份     | 里程碑                                               |
|--------|---------------------------------------------------|
| 1993 年 | 瑞声科技成立                                            |
| 1998 年 | 大批量生产讯响器                                          |
| 2002 年 | 大批量生产多功能受话器、高质量扬声器和 ECM 麦克风                       |
| 2005 年 | 在香港股票交易所挂牌上市（证券代码 02018）                          |
| 2008 年 | 获得全球前五手机厂商的供应商资格                                  |
| 2009 年 | 投资镜头设计技术                                          |
| 2010 年 | 建立扬声器和受话器全自动生产线                                   |
| 2011 年 | 全面开展射频业务                                          |
| 2013 年 | 全面开展一体化结构件业务——精密制造的起点                             |
| 2015 年 | 收购拥有 RFMEMS 技术的 WiSpry 公司；开展 3D 玻璃业务 - 为光学产品线打下基础 |
| 2017 年 | 发布 SLS 超线性声学平台                                    |
| 2020 年 | WLG（晶圆级玻璃）混合镜头实现量产                                |

资料来源：公司官网、浦银国际

图表 33：瑞声科技部分高管团队

| 姓名  | 职位            | 履历                                                                                                                                                                                                              |
|-----|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 潘政民 | 执行董事/<br>行政总裁 | 集团之创办人之一，负责策略指导及领导工作，并且制订及执行本集团之策略目标与业务计划。潘先生担当重要的领导角色，其具体职责是监察及统筹销售、市场推广、技术研发、生产以及本集团中国境外之业务扩展及营运。除具有销售及市场推广、生产及管理经验外，潘先生亦在领导技术研发策略方面有重大贡献，曾开发多项用于设计及生产本公司部分声学产品之专利。                                           |
| 莫祖权 | 执行董事          | 于 2005 年 4 月委任为公司独立非执行董事，于 2009 年 10 月 5 日调任为执行董事，生负责本集团的财务营运及法律和合规事项；曾于国际会计师事务所（如毕马威会计师事务所）、香港上市公司南华集团控股有限公司、投资银行公司亚拓资本集团及香港上市金融服务集团大新金融集团有限公司任职；香港会计师公会以及英格兰及韦尔斯特许会计师公会会员，伦敦大学伦敦经济及政治学院经济学学士，持有香港浸会大学应用心理学文凭。 |

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 181：瑞声科技主要产品图



资料来源：公司官网、浦银国际

资料来源：公司官网、浦银国际

图表 182：瑞声科技生产基地



资料来源：公司官网、浦银国际

# 财务报表

图表 34：瑞声科技：损益表

| 人民币百万元      | 2019     | 2020     | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入        | 17,884   | 17,140   | 18,290   | 20,905   | 22,560   |
| 营业成本        | (12,777) | (12,913) | (13,541) | (15,522) | (16,701) |
| 毛利          | 5,107    | 4,227    | 4,748    | 5,383    | 5,858    |
| 经营支出        | (2,635)  | (2,878)  | (3,086)  | (3,468)  | (3,613)  |
| 销售费用        | (275)    | (285)    | (340)    | (385)    | (365)    |
| 管理费用        | (643)    | (672)    | (861)    | (955)    | (987)    |
| 研发费用        | (1,717)  | (1,920)  | (1,884)  | (2,128)  | (2,261)  |
| 经营利润        | 2,472    | 1,350    | 1,662    | 1,915    | 2,245    |
| 非经营收入       | 81       | 298      | 27       | 10       | (30)     |
| 财务费用        | (248)    | (353)    | (448)    | (513)    | (553)    |
| 投资收益        | 82       | 148      | 64       | 64       | 64       |
| 其他          | 247      | 502      | 411      | 459      | 459      |
| 税前利润        | 2,552    | 1,648    | 1,690    | 1,925    | 2,215    |
| 所得税         | (330)    | (147)    | (92)     | (90)     | (98)     |
| 税后利润含少数股东权益 | 2,222    | 1,501    | 1,598    | 1,835    | 2,116    |
| 少数股东权益      | (0)      | (6)      | (6)      | (6)      | (6)      |
| 净利润         | 2,222    | 1,507    | 1,604    | 1,841    | 2,123    |
| 基本股数（百万）    | 1,210    | 1,209    | 1,209    | 1,209    | 1,209    |
| 摊销股数（百万）    | 1,210    | 1,209    | 1,209    | 1,209    | 1,209    |
| 基本每股收益（元）   | 1.84     | 1.25     | 1.33     | 1.52     | 1.76     |
| 摊销每股收益（元）   | 1.84     | 1.25     | 1.33     | 1.52     | 1.76     |

E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 35：瑞声科技：资产负债表

| 人民币百万元           | 2019          | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2022E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金和受限制资金       | 5,512         | 7,540         | 8,012         | 8,476         | 9,162         |
| 应收账款和应收票据        | 5,576         | 5,176         | 5,524         | 6,314         | 6,813         |
| 存货               | 3,664         | 3,995         | 4,190         | 4,802         | 5,167         |
| 其他流动负债           | 55            | 138           | 147           | 168           | 181           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>14,808</b> | <b>16,850</b> | <b>17,872</b> | <b>19,760</b> | <b>21,324</b> |
| 物业、厂房及设备         | 16,911        | 18,592        | 20,093        | 21,975        | 23,963        |
| 无形资产             | 598           | 538           | 494           | 454           | 417           |
| 其他非流动资产          | 1,891         | 2,932         | 2,932         | 2,932         | 2,932         |
| <b>总资产</b>       | <b>34,207</b> | <b>38,911</b> | <b>41,391</b> | <b>45,120</b> | <b>48,635</b> |
| 短期借贷             | 1,876         | 3,349         | 3,573         | 4,084         | 4,407         |
| 应付账款和应付票据        | 5,474         | 5,205         | 5,731         | 6,898         | 7,793         |
| 其他流动负债           | 361           | 827           | 882           | 1,008         | 1,088         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>7,711</b>  | <b>9,380</b>  | <b>10,186</b> | <b>11,990</b> | <b>13,288</b> |
| 短期借款             | 3,850         | 2,543         | 2,670         | 2,804         | 2,944         |
| 其他负债             | 3,286         | 5,168         | 5,168         | 5,168         | 5,168         |
| <b>总负债</b>       | <b>14,846</b> | <b>17,090</b> | <b>18,024</b> | <b>19,961</b> | <b>21,399</b> |
| 股本               | 98            | 98            | 98            | 98            | 98            |
| 储备               | 19,253        | 21,061        | 22,607        | 24,398        | 26,476        |
| 未分配利润            | 10            | 662           | 662           | 662           | 662           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>19,361</b> | <b>21,821</b> | <b>23,367</b> | <b>25,159</b> | <b>27,236</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>34,207</b> | <b>38,911</b> | <b>41,391</b> | <b>45,120</b> | <b>48,635</b> |

E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 36：瑞声科技：现金流量表

| 人民币百万元             | 2019           | 2020           | 2021E          | 2022E          | 2022E          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>3,843</b>   | <b>3,593</b>   | <b>4,348</b>   | <b>4,635</b>   | <b>5,411</b>   |
| 税前利润               | 2,552          | 1,648          | 1,690          | 1,925          | 2,215          |
| 折旧                 | 2,131          | 2,428          | 2,669          | 2,884          | 3,155          |
| 摊销                 | 44             | 49             | 44             | 40             | 37             |
| 其他营业活动现金流          | 264            | 317            | 454            | 519            | 559            |
| <b>营运资金变动</b>      | <b>(728)</b>   | <b>(527)</b>   | <b>31</b>      | <b>(131)</b>   | <b>97</b>      |
| 应收账款减少（增加）         | 715            | (188)          | (347)          | (790)          | (500)          |
| 库存减少（增加）           | (379)          | (470)          | (195)          | (613)          | (365)          |
| 应付账款增加（减少）         | 8              | (32)           | 526            | 1,167          | 895            |
| 其他经营资金变动           | (1,073)        | 163            | 46             | 105            | 66             |
| 税务费用               | (370)          | (262)          | (92)           | (90)           | (98)           |
| 利息收入（支出）           | (50)           | (59)           | (448)          | (513)          | (553)          |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>(3,395)</b> | <b>(3,262)</b> | <b>(4,170)</b> | <b>(4,766)</b> | <b>(5,143)</b> |
| 资本支出               | (2,871)        | (4,053)        | (4,170)        | (4,766)        | (5,143)        |
| 取得或购买长期投资          | (51)           | 3              | -              | -              | -              |
| 其他投资活动现金流          | (473)          | 789            | -              | -              | -              |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>255</b>     | <b>2,582</b>   | <b>294</b>     | <b>595</b>     | <b>418</b>     |
| 借款                 | (263)          | 356            | 352            | 644            | 463            |
| 发行股份               | (277)          | -              | -              | -              | -              |
| 股息                 | (1,531)        | (107)          | (58)           | (49)           | (45)           |
| 其他融资活动现金流          | 2,327          | 2,333          | -              | -              | -              |
| 外汇损益               | 51             | (187)          | -              | -              | -              |
| <b>现金及现金等价物净流量</b> | <b>755</b>     | <b>2,726</b>   | <b>471</b>     | <b>464</b>     | <b>686</b>     |
| <b>期初现金及现金等价物</b>  | <b>4,059</b>   | <b>4,814</b>   | <b>7,540</b>   | <b>8,012</b>   | <b>8,476</b>   |
| <b>期末现金及现金等价物</b>  | <b>4,814</b>   | <b>7,540</b>   | <b>8,012</b>   | <b>8,476</b>   | <b>9,162</b>   |

E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-28086467

### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-28086474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-28086475

### 浦银国际证券有限公司

SPDBInternationalSecuritiesLimited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

