

# AI 感知体验龙头，多元引擎驱动增长

## 核心观点

通过近 30 年在消费电子领域的深耕，公司积累了行业领先的声学电磁、光学、精密结构件能力，从中短期来看，受益于 AI、超薄、创新升级等趋势，公司光学、车载、结构件、散热业务会相对其他业务保持更快增长，从中长期来看，公司将这些通用的技术能力复用至智能汽车、人形机器人和 XR 等领域，积极打造多元化业务增长引擎，公司在未来具备较佳的成长潜力。

### 消费电子平台型龙头，感知体验解决方案领导者

公司以微型声学器件起家，通过近 30 年的深耕，公司在声学、光学、触感、传感器及半导体、精密制造等多个领域积累了强劲竞争力，并成长为国内领先的消费电子平台型龙头。随着 2024 年智能消费终端市场进入复苏阶段，以及公司产品组合的持续改善、经营效率提升，公司业绩显著改善，2024 年公司实现净利润 18.0 亿元，同比增长 143%，未来，公司多条业务线将充分受益于 AI 及超薄趋势，光学业务的高端化也在顺利推进，叠加公司拓展第二成长曲线车载市场，并积极布局人形机器人、XR 等新赛道，公司在未来具备较强的成长潜力。

### 手机光学创新持续，公司高端化进展顺利，WLG 构筑独特优势

手机光学依旧是各品牌打造差异化体验的重要选择，OIS 防抖、潜望式长焦以及玻塑混合镜头等均是未来升级迭代方向，公司子公司辰瑞光学能够为客户提供光学镜头、摄像头模组、光学传动以及算法的整体垂直整合方案，当前公司光学业务高端化进展顺利，6P 及以上镜头的占比持续提升，OIS 等高端模组竞争力不断增强，进而带动光学业务盈利能力改善，此外，公司独特的 WLG 工艺随着良率、生产效率的顺利提升，客户认可度正在显著提高，公司已获得多家主流客户主摄及棱镜定点，在潜望长焦以及玻塑混合镜头带来的创新趋势下，公司独特的玻璃能力有望助推公司光学产品份额提升，WLG 业务有望成为公司光学板块重要的成长点。

### 公司多条业务线受益于 AI 与超薄化趋势

散热方面，AI 驱动 VC 市场量价齐升，特别是 A 客户有望在新一代机型首次搭载均热板散热系统，这为 VC 市场带来新增量，公司的散热业务依靠强大研发生产能力和稳定客户关系快速成长，已跻身安卓 VC 行业 Top3 散热方案供应商，未来 VC 产品也有望进入 A 客户供应链，进而打开新成长空间。

## 瑞声科技 (2018.HK)

首次覆盖

买入

刘双锋

liushuangfeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070002

SFC 编号:BNU539

章合坤

zhanghekun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522050001

发布日期：2025 年 08 月 09 日

当前股价：42.64 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	8.78/4.71	15.87/6.32	64.63/17.35
12 月最高/最低价 (港元)			53.85/25.40
总股本 (万股)			119,850.00
流通 H 股 (万股)			119,850.00
总市值 (亿港元)			511.04
流通市值 (亿港元)			511.04
近 3 月日均成交量 (万)			590.34
主要股东			
Sapphire Hill Holdings Limited			11.25%

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投 TMT 海外】瑞声科技  
21.09.05 (2018):2021Q2 业绩点评：毛利率短期承压，WLG 进展顺利

麦克风方面，语音输入是 AI 的关键接口，MEMS 麦克风作为语音识别核心器件将出现规格升级，作为 A 客户和安卓的核心供应商，公司的传感器及半导体业务充分受益于 AI 带来的升级趋势。

马达和声学方面，手机轻薄化是大势所趋，当前无论是苹果还是头部的安卓手机厂商，均在积极推出超薄机型，手机的轻薄化趋势要求零部件同时具备高性能与小体积，对厂商技术能力提出更高要求，公司当前已与多个头部客户合作多款搭载超薄马达、超薄扬声器的机型，手机轻薄化趋势有望驱动公司马达和声学业务稳健增长。此外，公司的电磁传动业务还充分受益于大客户的侧键模组创新，笔电机壳业务充分受益于高价值量新项目的放量，在未来也具备较佳的增长性。

### 车载业务开启第二成长曲线，人形机器人、XR 积极布局

在车载领域，公司以声学系统、触觉反馈系统、感知系统、光学系统和电机系统为主要着力点，其中声学是公司车载板块的核心业务，公司全技术链条的构建有助于公司提升市场份额以及单车价值量，进而驱动车载声学业务稳定增长，此外，公司积极布局电机、散热、MEMS 以及光学等车载业务，借助消费电子积累的核心能力，以及公司强大的研发能力，我们认为这些新业务在未来也有较好的成长潜力。在人形机器人方面，公司在未来 3 年内将重点布局，目前公司在扬声器、麦克风、散热模组以及摄像头模组等有丰富储备，相关产品已经出货头部机器人客户，并且公司将聚焦灵巧手系统级方案，持续打造包含零部件、系统级大模组和软件算法的垂直一体化能力。在 XR 方面，公司已打通声学、光学、触觉等核心感知技术壁垒，建立起整机产品的一站式解决方案，多款产品已供应国内外多家头部品牌。

### 盈利预测与估值

预计 2025-2027 年营业收入分别为 306.8 亿元、348.2 亿元和 378.1 亿元，同比增长 12.25%、13.50% 和 8.59%，对应归母净利润分别为 24.20 亿元、29.14 亿元和 33.02 亿元，当下市值对应的 PE 分别为 21.1、17.5 和 15.5 倍，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示：消费电子智能终端需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；研发进展不及预期风险；盈利预测假设不成立的风险。

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20419.07	27328.30	30675.72	34817.32	37809.78
YoY(%)	-1.00%	33.84%	12.25%	13.50%	8.59%
净利润（百万元）	740.37	1797.23	2420.07	2914.08	3301.82
YoY(%)	-9.85%	142.75%	34.66%	20.41%	13.31%
毛利率(%)	16.90%	22.11%	23.34%	23.68%	23.94%
销售净利率(%)	2.79%	6.45%	7.74%	8.21%	8.57%
ROE(%)	3.38%	7.90%	9.69%	10.53%	10.75%
EPS(摊薄/元)	0.62	1.50	2.02	2.43	2.75
P/E(倍)	69.03	28.43	21.12	17.54	15.48
P/B(倍)	2.34	2.25	2.05	1.85	1.66

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 目录

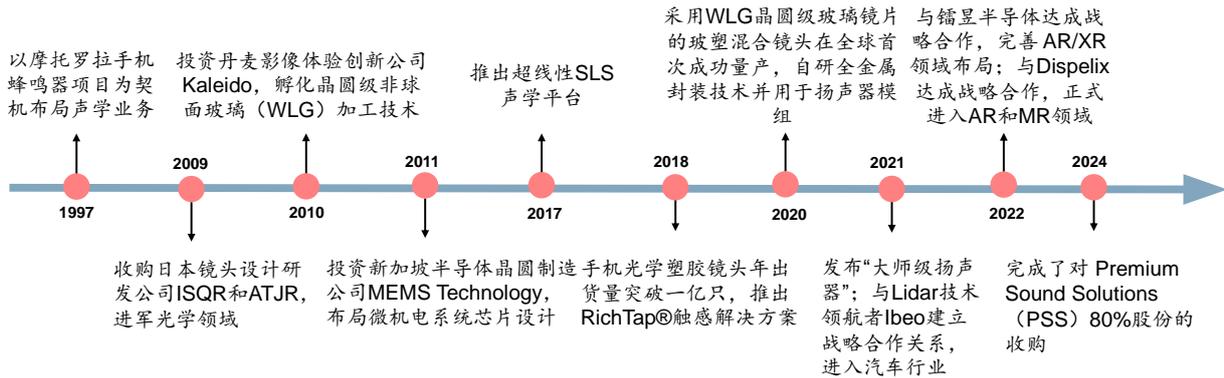
1 消费电子平台型龙头，感知体验解决方案领导者.....	1
1.1 消费电子零部件多领域布局，积极打造多元化增长引擎.....	1
1.2 多条业务线向上共振，驱动公司业绩重回成长.....	3
2 声学：老牌声学龙头公司，产品创新焕发新篇章.....	5
3 光学：光学创新持续，公司产品高端化进展顺利.....	7
3.1 手机市场光学创新有望持续.....	8
3.2 公司产品高端化顺利，WLG 工艺构筑独特优势.....	10
4 电磁传动及精密结构件：创新趋势与品类扩张驱动快速增长.....	13
4.1 受益于 AI 和折叠机趋势，结构件业务前景广阔.....	13
4.2 电磁传动业务技术积累深厚，充分受益于下游创新.....	16
5 车载业务开启第二成长曲线，人形机器人、XR 积极布局.....	17
5.1 车载板块协同效应显现，打造新一代感知解决交互方案.....	17
5.2 积极布局人形机器人赛道，构建 XR 一站式解决方案.....	22
6 盈利预测与投资建议.....	24
7 风险分析.....	26
报表预测.....	27

# 1 消费电子平台型龙头，感知体验解决方案领导者

## 1.1 消费电子零部件多领域布局，积极打造多元化增长引擎

公司以微型声学器件起家，逐步切入光学、精密制造等新赛道。瑞声科技是感知体验解决方案的领导者，以打造感官体验技术的未来为企业目标，以创造极致体验为公司使命。公司成立于1993年，在1997年，公司以摩托罗拉手机蜂鸣器项目为契机进军移动通讯市场，开始布局声学业务；2007年发布MEMS麦克风，推动其在智能手机上的大规模应用；2009年公司收购日本镜头设计研发公司ISQR和ATJR，进军光学领域；2010年投资丹麦影像体验创新公司Kaleido，孵化晶圆级非球面玻璃（WLG）加工技术；2011年投资新加坡半导体晶圆制造公司MEMS Technology，布局微机电系统芯片设计；2017年公司推出超线性SLS声学平台；2018年手机光学塑胶镜头年出货量突破一亿只，推出RichTap®触感解决方案；2020年采用WLG晶圆级玻璃镜片的玻塑混合镜头在全球首次成功量产，自研全金属封装技术并用于扬声器模组；2021年发布“大师级扬声器”；与Lidar技术领航者Ibeo建立战略合作关系，正式进入汽车行业；2022年与镭显半导体达成战略合作，完善AR/XR领域布局；与Dispelix达成战略合作，正式进入AR和MR领域；2024年完成了对Premium Sound Solutions（PSS）80%股份的收购，导入车载声学业务。目前，公司在声学、光学、触感、传感器及半导体、精密制造等领域拥有强大竞争力，下游应用领域覆盖智能手机、平板、PC、智能汽车、XR、智能家居等。

图 1: 公司发展历程



数据来源：公司官网，中信建投证券

公司业务包括声学、光学、电磁传动及精密结构件、半导体和传感器四大板块，提供丰富的感知体验解决方案。公司是全球领先的微型声学器件供应商，提供的微型技术元器件包括微型扬声器模组、扬声器、受话器及微机电系统麦克风等，2024年公司声学业务实现营收82亿元，同比增长9.53%，占比为30.06%，电磁传动及精密结构件业务包括马达、金属中框、转轴和散热部件，2024年实现营收97.1亿元，同比增长17.8%，占比35.52%，光学产品方面，公司业务覆盖光学镜头、光学模组和光学传动三大部件，2024年实现营收50亿元，同比增长37.9%，占比18.30%，半导体及传感器业务方面，2024年实现营收7.7亿元，占比2.8%。此外，2024年公司收购PSS 80%股权，完善车载声学业务布局，该业务2024年贡献收入35.16亿元，占比12.9%。

图 2: 公司主要产品

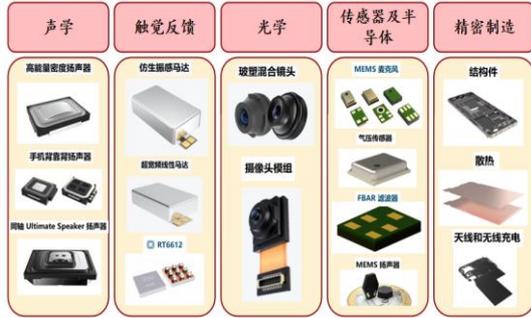
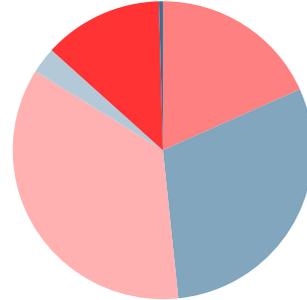


图 3: 公司 2024 各业务营收占比

■ 光学 ■ 声学 ■ 电磁传动及精密器件 ■ 半导体及传感器 ■ 车载声学 ■ 其他



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

数据来源: Wind, 中信建投证券

公司始终坚持技术领先的核心策略, 在全球建立研发中心和生产基地。公司在全球建立了 18 个研发中心, 拥有超 6300 名研发工程师, 以创新驱动企业持续发展。公司在中国的生产基地主要分布在江苏、广东、广西、重庆、安徽, 在海外生产基地包括越南、新加坡、马来西亚、捷克, PSS 则在比利时等地拥有研发和生产基地, 以充分利用全球资源, 赋能技术创新, 提升国际化水平。

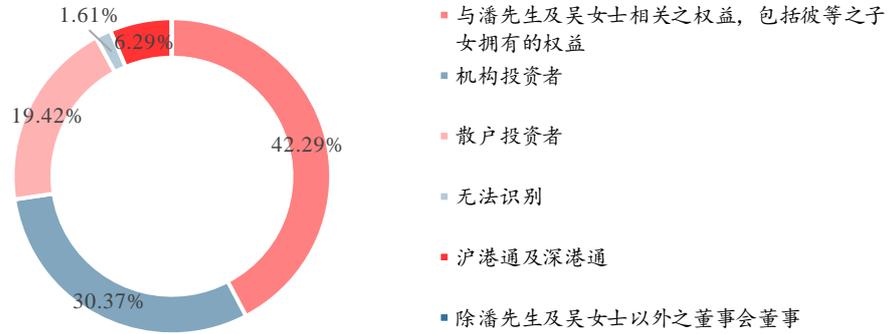
表 1: 公司生产基地的全球化布局

	地区	生产布局
AAC	江苏	昆山、沭阳、苏州、扬州
	安徽	马鞍山
	重庆	重庆
	广东	深圳
	广西	南宁
	捷克	梅尔尼克
	马来西亚	柔佛州
	越南	永福、北江(发展中)、北宁
	新加坡	淡滨尼(发展中)
PSS	比利时登德尔蒙德、东莞、宁海、深圳、德国埃斯林根、匈牙利	精密结构件、光学、零件
	赛克什白堡、马来西亚檳城、墨西哥弗雷斯尼约	零件

资料来源: 公司 2024 年财报, 中信建投证券

股权架构方面, 截至 2024 年 12 月 31 日, 公司创始人、实际控制人潘政民与吴春媛夫妇直接或者间接持股 42.29%, 把握主要股权, 此外机构投资者持有 30.37% 的公司股份。

图 4: 瑞声股权结构

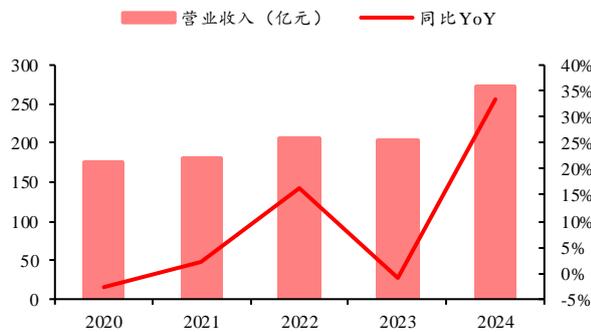


数据来源: 公司 2024 年年报, 中信建投证券, 截至 2024 年 12 月 31 日

## 1.2 多条业务线向上共振, 驱动公司业绩重回成长

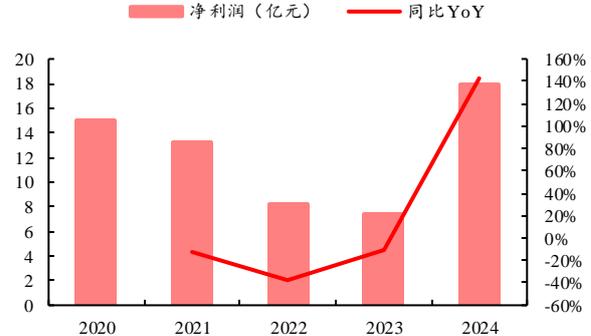
**2024 公司业绩重回成长。**2018 年-2023 年, 无论是公司传统的声学 and 马达业务, 还是公司新布局的光学业务均在不同时期面临了创新放缓、市场竞争加剧等问题, 这也导致公司业绩承压。随着 2024 年智能消费终端市场进入复苏阶段, 以及公司产品组合的持续改善、经营效率提升, 公司业绩实现显著改善, 2024 年公司实现营业收入 273.28 亿元, 同比增长 33%, 归母净利润约 18.0 亿元, 同比增长 143%。

图 5: 2020-2024 公司营业收入及增长率



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 6: 2020-2024 公司净利润及增长率



数据来源: Wind, 中信建投证券

分业务来看, 声学业务 2024 实现营收 82.1 亿元, 同比增长 9.5%, 实现毛利率 30.2%, 同比提升 1.8pcts, 公司声学业务收入以及毛利率提升的主要原因在于公司经营效率的优化, 以及 SLS 大师级扬声器等高端产品的出货大幅增长, 未来受益于声学产品轻薄化等创新趋势、以及公司在中低端市场特色产品布局的完善, 声学业务营收未来将稳步提升。

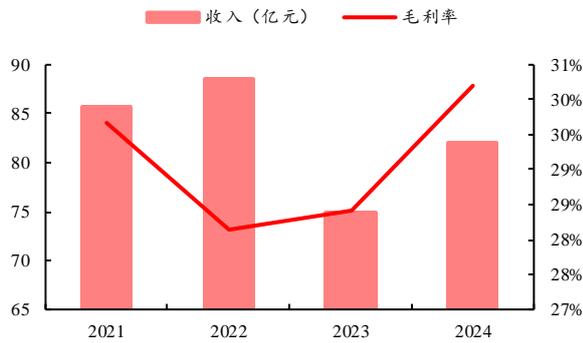
公司车载声学 2024 年收入 35.2 亿元, 毛利率 24.8%, PSS 凭借卓越的产品品质和广泛的客户网络, 在欧美一线车企中占据领先市场份额, 同时公司车载声学业务积极发力国内市场, 公司持续供应理想、吉利、小米等

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

头部新能源车企。

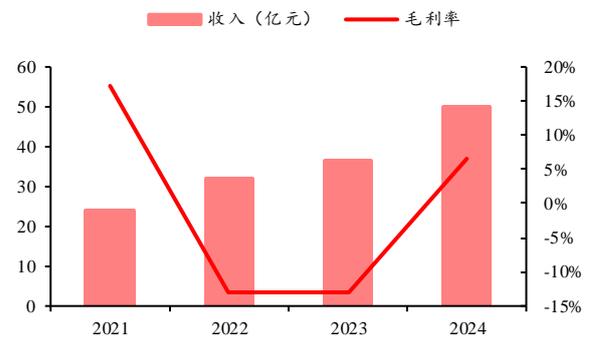
光学业务 2024 收入 50.0 亿元，同比增长 37.9%，毛利率 6.5%，同比提升 19.5%，在塑胶镜头方面，公司高端化布局成效显著，2024 年 6P 镜头出货量占比超 18%，7P 镜头出货约 350 万只，光学模组业务量价齐升，营收同比增速达 55%，2024 年出货量同比增加 20%+，32M 像素以上模组出货占比 32.0%，同比提升近 4pcts，WLG 方面，公司在项目端取得持续突破，获得多家主流客户主摄及棱镜定点。未来随着 WLG 技术客户认可度提升、公司产品高端化的顺利推进，光学业务有望实现持续增长。

图 7: 2021-2024 公司声学业务收入及毛利率



数据来源: Wind, 中信建投证券

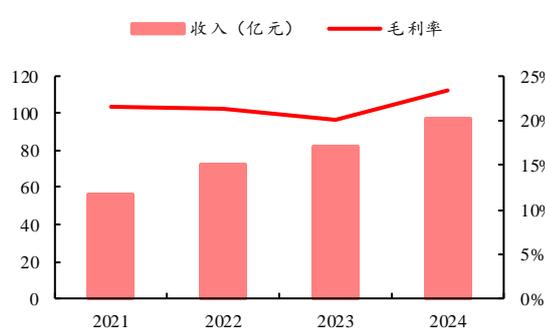
图 8: 2021-2024 公司光学业务收入及毛利率



数据来源: Wind, 中信建投证券

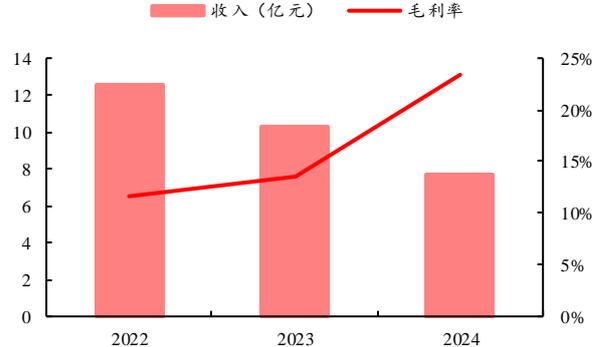
电磁传动与精密结构件业务的营业收入从 2021 年的 56 亿元提升到 2024 年的 97.1 亿元, CAGR 约为 20%，2024 年同比增长 17.8%，收入的快速增长主要得益于公司实现在主流大客户，特别是高端机型的份额提升。传感器与半导体业务 2024 年营业收入 7.73 亿元，同比下降 24.6%，但毛利率有所改善，同比提升 2pcts 至 15.6%，AI 端侧时代，语音交互的重要性凸显，公司有望充分受益于麦克风升级。

图 9: 21-24 公司电磁传动与精密结构件业务收入及毛利率



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 10: 2022-2024 公司传感器与半导体业务收入及毛利率



数据来源: Wind, 中信建投证券

## 2 声学：老牌声学龙头公司，产品创新焕发新篇章

公司为声学领域龙头，A 客户和安卓阵营核心供应商。公司以声学产品起家，多年深耕声学领域，1993 年公司前身江苏远宇以微型声学器件为主营业务；2007 年公司量产 MEMS 麦克风；2017 年超线性 SLS 声学平台推出，产品覆盖高中低端市场；2023 年公司推出全球首款高性能 MEMS 指向麦克风，并推出适用于 TWS 耳机、智能眼镜的超小型 MEMS 扬声器 SOPRANO。公司为 A 客户声学领域核心供应商之一，客户地位稳定，同时公司也占据了华为、小米、OPPO、vivo 等安卓客户高端声学器件主要份额。

图 11: 公司 SLS 声学平台



数据来源：公司官网，中信建投证券

手机市场回暖与产品创新驱动公司声学业务重回稳健增长态势。近年来，由于扬声器的技术创新空间以及用户体验低于拍照等其他功能，且 TWS 耳机等音频播放设备形成对手机扬声器的替代，导致消费者与手机厂商对扬声器的重视程度下降，因此扬声器的创新趋缓，叠加过去几年手机需求疲软、声学市场竞争加剧，公司的声学业务面临一定压力。2023 年下半年以来，随着换机周期的到来，手机市场呈现复苏态势，同时，公司积极推动产品创新，丰富产品矩阵，以驱动收入和盈利能力提升。

中高端市场中，折叠机和轻薄化已成为行业趋势，驱动声学产品向小体积、高性能和低功耗方向升级。公司作为声学技术的领航者，推出了超线性 SLS 声学平台，该产品同时具有低频性能强、堆叠空间小、低功耗的特点：大师级 SLS 扬声器利用高能量密度技术挖掘振动空间，最高振幅可达 0.65mm，相比同规格传统扬声器提升超 85%；使用 AME 全金属封装技术，产品体积较经典级产品缩小 50%，节省堆叠空间；借助音膜技术超窄折环，该产品增加辐射面积的同时降低功耗。该产品得到主流客户认可，荣耀、三星、OPPO、vivo 等多个品牌多部机型搭载超线性扬声器，2024 大师级 SLS 扬声器出货超 3000 万只，同比增长超 120%。公司最新推出的 AAC 轻羽扬声器厚度为行业最薄，单体仅 1.4mm，同时低频性能升级，相较于常规折叠机超薄扬声器提升 20%，在分体式振动冲程架构、磁路系统和超导磁三方面实现创新，已在 OPPO FIND N5 等旗舰机型应用。

图 12: OPPO FIND N5 搭载的 AAC 轻羽扬声器



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

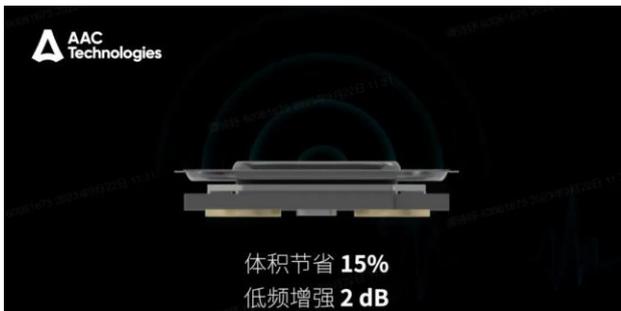
图 13: 搭载超线性扬声器的一加 13



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

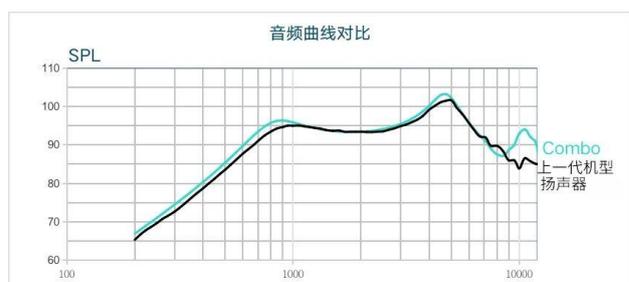
在中低端市场, 公司针对中低端市场推出声学电磁二合一产品 **Combo** 系列, 进而带来安卓市场份额增加。一体化 **Combo** 方案融合大师级声学技术与 X 轴线性马达, 通过模块化设计将超线性扬声器与高性能 X 轴马达相近部分的结构共用, 使得体积上较市场上常见的 BOX+转子马达方案小 25%, 同时价格门槛更低, 适配中低端机型, 同时 **Combo** 方案搭载的 NLC 算法和大师级声学技术使得低频清晰度得到提升、中频人声更加饱满, 实现高品质触感。**Combo** 系列产品已应用于真我 12 Pro、Redmi Note 13 等机型, 2024 出货近 530 万只, 同比增长近 140%。

图 14: Combo 方案的性能升级



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

图 15: Combo 方案的音频曲线



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

针对年轻用户使用手机影音娱乐功能时的沉浸式体验需求, 以及老年用户的通话体验因音量过小、音质不清晰而不佳, 公司推出**大音量扬声器 BoomBox**, 对比市面常见机型音量提升 300%, 对比主打大音量的机型音量提升 41%, 且体积减少 18%。同时, **BoomBox** 能够提供立体环绕音效, 打造具有空间感的听音体验, 已由 **OPPO A1** 搭载, 符合手机消费者在私人影音体验和多人社交活动时的扬声器大音量需求。

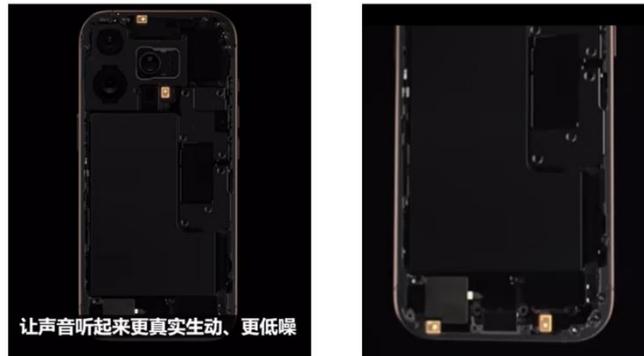
图 16: OPPO AI 搭载的 BoomBox 扬声器



数据来源：公司官网，中信建投证券

AI时代语音交互重要性凸显，麦克风升级趋势明显。AI时代，语音输入是AI的关键接口，这将会带动智能语音交互技术迅速迭代，MEMS 麦克风作为语音识别核心器件亦将出现规格升级。例如 iPhone 16 Pro 系列内置 4 颗录音棚级麦克风，实现录音时底噪更低，适合录制人声及原声，提升了音频录制的品质，同时可以在拍摄视频时录制空间音频，提升用户体验。公司 MEMS 麦克风具有小型化、低功耗、集成化、智能化特点，作为 A 客户和安卓阵营的麦克风核心供应商，公司的传感器及半导体业务有望充分受益于 AI 带来的升级趋势。

图 17: iPhone 16 Pro 系列的 4 颗录音棚级麦克风



数据来源：公司官网，中信建投证券

### 3 光学：光学创新持续，公司产品高端化进展顺利

公司子公司辰瑞光学能够为客户提供光学镜头、摄像头模组、光学传动以及算法的整体垂直整合方案。辰瑞光学成立于 2008 年，2017 年开始量产塑胶镜头，2019 年已成为全球智能手机塑胶镜头三大供应商之一，2020 年开始量产玻塑混合镜头，当前公司的产品矩阵涵盖塑胶镜头、玻塑混合镜头、光学传动和摄像头模组，核心能力包括全球独有的 WLG 技术、业内领先的 COB 和 AA 全自动化组装、光学设计仿真、生产校准、ISP 等。

图 18: 辰瑞光学的垂直整合能力



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

图 19: 辰瑞光学核心能力



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

2022-2023 光学业务拖累公司盈利, 2024 年公司光学业务改善明显。受益于市场份额的提升, 公司光学业务收入从 21 年的 23.9 亿增长到 2024 年的 50.0 亿, 但是 2022 和 2023 的毛利率均为-13.00%, 拖累公司整体业绩表现, 主要原因在于下游手机需求疲软、手机光学降规降配以及行业竞争激烈。随着手机市场复苏, 竞争格局改善、光学创新重启以及公司自身产品结构优化, 公司的光学业务盈利能力出现显著提升, 2024 年公司光学业务盈利能力已有明显改善, 毛利率提升至 6.5%, 同比提升 19.5pcts, 24H1 塑胶镜头毛利率改善至 16.7%、光学模组毛利率提升至 5.7%。未来光学创新趋势持续、叠加公司产品结构改善、WLG 产品出货规模提升, 光学业务盈利能力有望持续改善。

### 3.1 手机市场光学创新有望持续

光学依旧是手机厂商打造差异化体验的重要选择。影像技术是消费者选择手机的重要考虑因素之一, 各大手机品牌厂商也在持续进行影像升级, 2023-2024 年 OIS 模组成为光学创新的主要拉动力之一, 当前 OIS 模组已逐渐成为中高端手机的标配, 渗透率仍有望持续提升, 2025-2026 年潜望式长焦有望复制 OIS 模组的渗透路径, 积极带动光学创新, 当前其正在从旗舰机型下沉至中端机型, 同时高端潜望长焦的升级仍在延续, 此外玻塑混合等也将是手机光学重要的迭代方向。

**OIS 功能的渗透率持续提升。**防抖功能的引入能够较好弥补由于设备偶尔失焦、快门速度过低和抖动导致的拍摄画面清晰度低问题。常见的防抖技术分为电子防抖 EIS 和光学防抖 OIS 两大类, 电子防抖通过软件补偿算法实现防抖, 极端抖动条件下可能影响图像质量, 光学防抖需要在镜头或感光器件上添加额外硬件配置, 对抖动进行位移补偿, 尽管成本增加, 但效果更好。

近年来, OIS 功能已成为各手机厂商中高端主摄、旗舰机主摄和长焦标配, 未来渗透率提升明确: 1) 主摄 OIS 加速下沉至 2000 元以内的中低端机型, 如 2024 年发布的 OPPO K12 (起售价 1799 元)、Redmi Note14 (起售价 1199 元) 主摄均升级搭载了 OIS 功能; 2) 长焦 OIS 逐渐从旗舰机型下沉至高端机型, 如 2024 年发布的 OPPO Reno13 Pro、VIVO S19 Pro (起售价 3299) 的长焦均升级搭载 OIS 功能。

**表 2: 搭载 OIS 功能的部分机型**

品牌	机型
苹果	全系列
华为	Pura/Mate/Pocket 系列, Nova 13 Pro/Nova14 系列等
小米	数字系列, Redmi Note/K 系列等
vivo	X/S 系列, iQOO Neo/数字系列/Z9 Turbo 等
OPPO	Find/Reno 系列、A5 Pro/K12 等
三星	Galaxy Z/S/W 系列, A53/54/55, C55 等
荣耀	Magic/数字系列等

资料来源: 各手机品牌官网, 中信建投证券

**潜望长焦也正在从旗舰机型下沉至中端机型, 渗透率具备较大提升空间, 同时高端机型的升级仍在持续。**若想实现更高倍率的变焦, 镜片与 CMOS 之间距离会更长, 这会导致相机模组变厚, 占用手机内部空间, 而潜望式光学变焦通过机器内部镜片模组的浮动调节焦距, 无需摄像头突出就能够实现 5X 甚至 10X 光学变焦, 备受终端厂商认可。自 iPhone 15 系列发布, 潜望长焦基本成为旗舰机型标配, 随着终端认可度的提升以及成本的下降, 潜望长焦搭载机型正从旗舰机型快速下沉, 2024 年发布的 VIVO S20 Pro 首次搭载潜望长焦, 起售价 3399 元, 24 年发布的真我 12 Pro 同样首次搭载了潜望长焦, 首销价格仅 1499 元, 我们预计 2025 年更多的中高端机型有望搭载潜望长焦。在高端旗舰机型方面, 潜望长焦的升级仍在延续, 例如 OPPO Find X7/X8 Ultra 搭载两颗潜望式长焦, 荣耀 Magic7 Pro、VIVO X200 Pro 均搭载了 2 亿像素的潜望长焦。

**表 3: 搭载潜望式镜头的部分机型**

品牌	机型
苹果	iPhone 15 Pro Max, iPhone 16 Pro 系列
华为	Mate 50/60/70 系列, P60/Pura 70 系列、MateXT 等
小米	15 Pro/Ultra 等
OPPO	Find X7/X8 系列, Reno 13 Pro/14 等
荣耀	Magic 5/6/7 的 Pro 及以上版本, Magic V3 等

资料来源: 各手机品牌官网, 中信建投证券

**玻塑混合镜头正在被越来越多的高端旗舰机型采用。**光学镜头按照材料可分为塑胶镜头、玻璃镜头和玻塑混合镜头。目前手机镜头大多为塑胶镜头, 高端和旗舰机型的主摄通常配备 7P 镜头, 但受限于 CMOS 芯片等结构件挤压和注塑成型技术难以快速突破, 多 P 塑胶镜头性能触及瓶颈。相比之下, 玻塑混合镜头结合玻璃镜头和塑胶镜头的优点, 拥有更大光圈、高解析力、低厚度、低温漂等多重特点, 能够降低暗光拍摄条件下图像噪点, 改进边缘和近焦画质, 扩大有效边缘视场。

同时, 在供给端, 头部光学企业通过制程优化与专业设备不断升级, 成功提升了玻璃镜片的单模具产出效率, 降低了生产成本, 有效推动了玻塑混合镜头规模化应用。根据潮电智库的不完全统计, 过去几年应用玻塑混合镜头的智能手机已经有 15 款左右, 其中包括小米、索尼、vivo、传音等多家知名品牌, 2025 年发布的华为 Pura80、小米 MIX Flip 2 主摄均采用了玻塑混合镜头, 我们认为在头部厂商的带动下, 玻塑混合镜头的市场应

用有望快速打开。

**图 20: 部分搭载玻塑混合镜头的机型**

手机型号	X70 Pro+	S22 Ultra	Find X5 Pro	X80 Pro	K50 Ultra	Civi 2	Find X6 Pro	Civi3	Find X7 Ultra	MIX Fold 4	Find X8 Ultra	Mix Flip 2	Pura 80
品牌	Vivo	三星	OPPO	Vivo	小米	小米	OPPO	小米	OPPO	小米	OPPO	小米	华为
发布时间	2021.9	2022.2	2022.4	2022.8	2022.9	2023.3	2023.5	2023.5	2024.1	2024.11	2025.4	2025.6	2025.6
镜头组合	1G6P	1G3P	1G6P	1G6P	1G5P	1G6P	1G7P	1G6P	1G7P/1G3P	1G6P	1G7P/1G3P	1G6P	1G6P
镜头参数	后主摄 50MP	后潜望 10MP10X	后主摄 50MP	后主摄 50MP	后主摄 108MP	后主摄 50MP	后主摄 50MP	后主摄 50MP	后主摄/潜望 50MP	后主摄 50MP	后主摄/潜望 50MP	后主摄 50MP	后主摄 50MP

数据来源：潮电智库，各手机品牌官网，中信建投证券

### 3.2 公司产品高端化顺利，WLG 工艺构筑独特优势

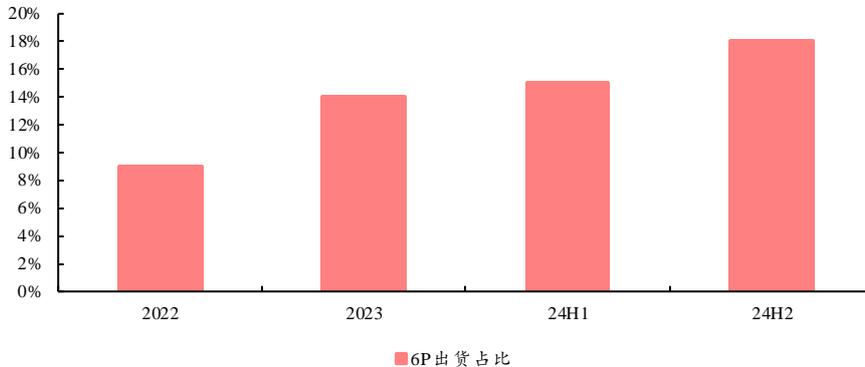
当前公司产品高端化进展顺利，产品结构持续优化。在塑胶镜头方面，随着技术能力的不断进步，公司的塑胶镜头逐渐导入多个头部客户的高端机型。根据潮电智库的统计，2024 年发布的旗舰机型华为 Mate 70、荣耀 Magic 7 和小米 15 均首次使用公司的镜头产品。公司塑胶镜头的高端占比也在不断提升，6P 镜头出货占比从 2022 年的 9% 提升到 24H2 的 18%，7P 镜头（包括塑胶镜头和玻塑混合镜头）2024 出货约 350 万只，2025 年出货量有望实现数倍增长，特别是在 2025 年发布的 OPPO Find N5 中，辰瑞光学主供甚至独供广角主摄的 7P 镜头，根据拆机博主测评，这颗 7P 主摄镜头的总长达到了 5.8mm，或是行业最薄 7P 镜头，而之前行业水平基本在 6.2mm，这也充分体现出公司在中高端镜头方面的技术实力以及产品创新能力。

**表 4: 部分安卓高端机型摄像头镜头供应商**

机型	供应商
OPPO Find N	舜宇、大立光、辰瑞
OPPO Find N5	辰瑞
OPPO Find X8	辰瑞、舜宇、大立光、三星电机
华为 Mate 60	欧菲、舜宇、大立光、玉晶光
华为 Mate 70	欧菲、舜宇、辰瑞、大立光
vivo X200	辰瑞、舜宇、大立光、三星电机
荣耀 Magic 6	大立光、玉晶光、舜宇
荣耀 Magic 7	辰瑞、舜宇、大立光、玉晶光
小米 14	欧菲、舜宇、大立光
小米 15	欧菲、辰瑞、舜宇、大立光

资料来源：潮电智库，中信建投证券

图 21: 公司 6P 塑胶镜头出货占比



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

光学模组方面, 量价齐升驱动业务收入增长与毛利率改善, 2024 公司光学模组收入同比增长 55.2%, 出货量同比增长 20%+, 其中 32M 像素以上模组出货量占比达到 32.0%, 同比增长约 4pcts。未来, 一方面公司的光学模组业务积极拓展客户, 过去模组客户以小米为主, 25 年新增客户 OPPO, 公司供货 OPPO Find X8 系列后置的 50MP 超广角摄像头模组, 以及主供甚至独供了 OPPO Find N5 的超广角摄像头模组。另一方面, 公司不断增强产品技术能力, 争取更多中高端项目, 2024 年公司的 OIS 模组销售额同比增长 12 倍, 独供 REDMI K80 至尊版的 5000 万像素 OIS 摄像头模组。

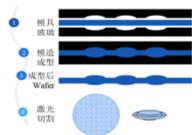
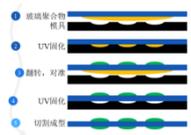
表 5: 部分安卓机型摄像头模组供应商

机型	供应商
OPPO Find N5	辰瑞 (超广角摄像头模组)
OPPO Find X8	丘钛、辰瑞、舜宇、三星电机
Redmi K50	欧菲、三星电机
Redmi K70	欧菲、舜宇、辰瑞
小米 civi 3	欧菲、舜宇、大立光、辰瑞

资料来源: 潮电智库, 中信建投证券

WLG 技术业界独有, 随着良率的顺利提升, WLG 的客户认可度正在显著提升, 公司获得多家主流客户主摄及棱镜定点。市场上主要的非球面玻璃制造工艺包括 WLG、GMO 和 WLO, WLG 技术是将玻璃晶圆片通过软化、高精度模具对位加热成型、切割、清洗、镀膜等一系列流程加工成型的工艺。相较于传统的 GMO 工艺, WLG 的优势在于: 1) 规模化的量产优势, GMO 工艺受限于单模穴数少, 制造效率低, 而 WLG 工艺作为批量一次性模压成型工艺, 在 4 英寸晶圆加工模具上能够实现单模约 100 多穴的超精密加工, 能够显著提升生产效率和一致性, 具备显著的成本优势; 2) 性能优势, WLG 在径厚比、偏心准确性等方面的镜头设计上更优, 能够提高光学成像品质, 优化光学结构, 满足更高性能和尺寸的设计需求; 3) 平台优势, WLG 可用于生产成像非球面镜片、准直透镜、阵列透镜、自由曲面镜和非球面棱镜等多种类型的产品, 能够应用于智能手机、车载、激光雷达、ARVR、无人机、运动相机、光通信、生物医疗等多个领域。

表 6: 非球面玻璃镜片制造工艺对比

工艺	WLG	GMO	WLO
简介	将玻璃晶圆片通过软化、高精度模具对位加热成型、切割、清洗、镀膜等一系列流程加工成型。	将玻璃粗胚经过加热、模压成型、降温、取料、镀膜等工艺后制造成型。	通过给玻璃基板上涂光学胶、光固化成型最后切割成型。
制程			
特点	可实现单模超 100 穴的多穴数制造 (4 英寸), 大批量量产可能性高, 生产效率提升数倍, 具备更小尺寸、更高精度的高精密镜片制造能力, 有效提升整体镜头性能	采用单个玻璃初胚成型, 单模穴数少, 制造效率低, 主要应用于尺寸较大、偏心要求相对较低的镜头生产需求。	采用“聚合物+玻璃”的设计, 非球面部分由聚合物实现。

资料来源: 辰瑞光学招股说明书, 中信建投证券

公司在工艺路线上选择了业内独有的 WLG 工艺。辰瑞光学 2010 年收购拥有精密光学玻璃模具加工技术的丹麦初创科技公司 Kaleido, 基于此布局 WLG 技术的研究开发。过去 WLG 工艺由于良率低、成本高, 并未发挥出其在生产效率上的优势。随着公司工艺良率提升, 叠加 WLG 工艺更大光圈、更高解析力、更低厚度的光学性能及结构优势, 公司的 WLG 在项目端持续取得突破。

公司的 WLG 技术应用场景主要在玻塑混合镜头以及微棱镜, 当前已搭载于多款旗舰机型。在玻塑镜头方面, 根据潮电智库的统计, 公司产品已被 Redmi K50、Sony Xperia pro-I、小米 Civi、小米 MIX Fold 系列等多款中高端机型采用, 2025 年公司的 WLG 光学镜头首次应用于华为高端旗舰 Pura80 系列。在微棱镜方面, WLG 拥有一体化压铸的独特优势, 能够大幅提高微棱镜的生产效率及精度, 优化拍摄效果, 2025 年公司与 vivo 开发的业界首款“三合一”超光棱镜搭载于 VIVO X200Ultra, WLG 技术的应用能够提升潜望长焦的暗光拍摄效果以及 OIS 防抖性能, 同时减少了手机厚度方向的尺寸, 是潜望长焦未来重要的升级方向之一, 随着公司产能的提升以及成本的下降, WLG 棱镜有望向更多机型导入。此外, 在非手机领域, 公司和海外头部新能源客户合作的高规格 WLG 项目也将进入量产。随着客户对 WLG 技术认可度的提升, 相关项目顺利导入, 公司 25 年手机端 WLG 玻塑混合镜头出货量有望达千万颗, WLG 业务也将是公司光学板块未来重要的成长点。

在未来的光学创新中, 玻塑混合镜头和潜望长焦是重要的升级方向, 公司作为行业内少数同时具备领先玻璃和塑胶能力的镜头厂商, 无论是技术实力还是交付质量均受到主流客户的认可, 因此公司将充分受益于未来的光学创新趋势。

图 22: 公司 WLG 超光棱镜首发搭载 VIVO X200 Ultra



数据来源: 辰瑞光学公众号, 中信建投证券

图 23: Xiaomi MIX Fold 4 搭载辰瑞 1G6P 玻塑混合镜头



数据来源: 辰瑞光学公众号, 中信建投证券

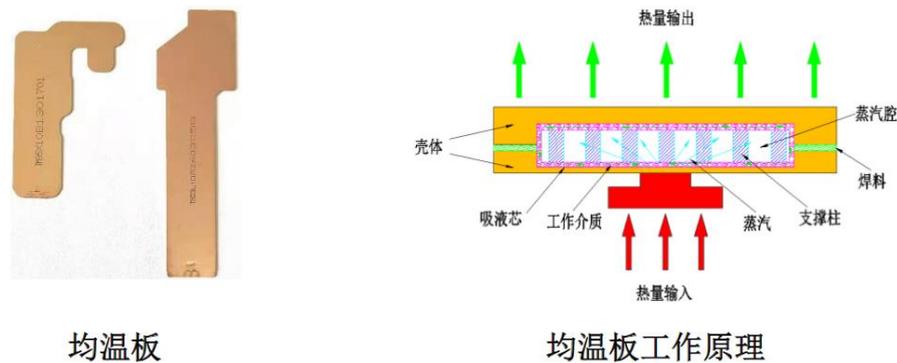
## 4 电磁传动及精密结构件：创新趋势与品类扩张驱动快速增长

### 4.1 受益于 AI 和折叠机趋势，结构件业务前景广阔

公司的精密结构件业务包括散热、转轴、金属中框、笔电机壳四大板块，受益于 AI 终端和折叠机趋势，公司精密结构件业务具备较大成长空间。

**AI 终端带动散热需求，VC 市场量价齐升。** AI 算力提升会导致功耗增加，散热对性能的稳定性和可靠性起到关键作用，属于确定性增量环节，手机的散热方案由传统导热界面材料+石墨膜组合升级至导热界面材料+石墨膜+均温板（VC）组合，VC 是一种在微真空环境下，利用水的气相与液相互相转换，将热量从热源均匀分布开来的板状被动传热装置，其易于集成、轻量化、安全可靠特性使其成为当下热门高效的散热产品之一，VC 的市场渗透率以及单机价值量均在积极提升。

图 24: 均温板的工作原理



数据来源：苏州天脉招股说明书、中信建投证券

**VC 市场渗透率正在积极提升。** 目前主流安卓中高端机型采用 VC+石墨方案，同时 VC 进一步下沉至中低端机型，OPPO K12、vivo S 系列青春版等中低端机型均采用了 VC 散热方案。另一方面，当前苹果散热方案主要为大面积石墨膜，其有望在 iPhone17Pro 和 iPhone17 Pro Max 机型首次搭载均热板散热系统，这为 VC 市场带来新增量。

在价值量方面，为提升散热效果和覆盖面，单台设备所使用的均热板面积也在持续提升，同时 VC 还在材料创新和产品结构方面持续升级，向更薄、更轻、更高性能方向发展。

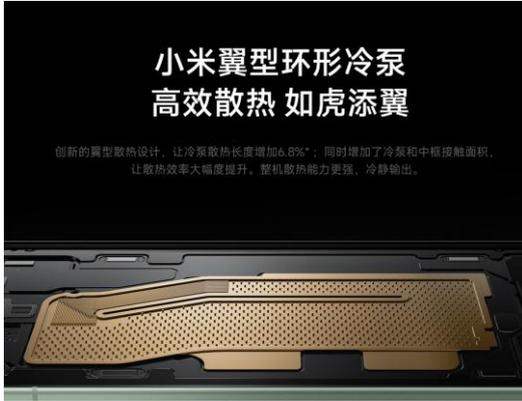
**1) 钢铜或 FLCC 等复合材料 VC:** 传统 VC 采用不锈钢或者铜等，均为单层材料，复合材料 VC 既能维持均热板的性能特性，又能满足某些特定需求，例如钢铜 VC 能够实现减重效果，适应手机轻薄化趋势，FLCC 可以使均热板变成能够多次弯折的板材结构，拓展应用场景，同时也可实现减重。

**2) 环路 VC:** 相比常规结构，Loop 结构对水的气相和液相做了分流管理，解决了气液紊流，从而大大提高了散热功率，Loop 结构液道的双层吸液芯设计，增加了储水量和毛细压力，实现了更高解热功率，更好均温性。

**3) 超薄 VC:** 为了实现 AI 等更多功能，手机终端内部搭载的零部件愈加繁杂，叠加手机轻薄化趋势，手机

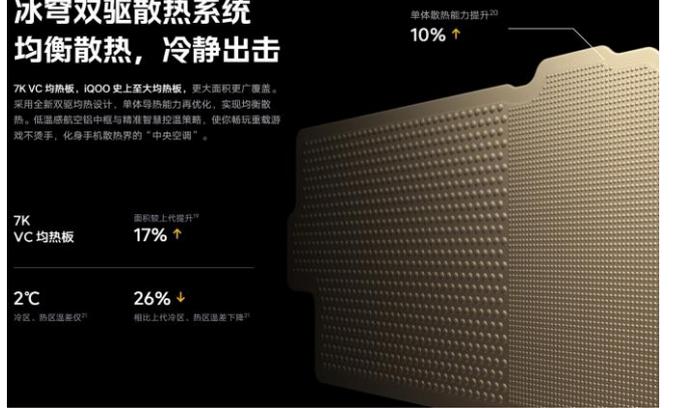
内部空间非常有限，这便要求 VC 不断减薄，目前 VC 可实现 0.2mm 左右的厚度。

图 25: 小米 15 的翼型环形液冷



数据来源：小米官网，中信建投证券

图 26: IQOO13 搭载 7KVC 均热板



数据来源：IQOO 官网，中信建投证券

公司的散热业务具备独特竞争力，依靠强大研发生产能力和稳定客户关系快速成长。由于台系厂商的散热业务起步更早，过去 VC 的供应主要集中在奇宏等台系厂商中。当前，以瑞声为代表的国内本土 VC 供应商快速崛起，市场份额迅速提升。相较于同行，公司在散热领域的竞争力主要体现在：1) 领先的产品力，面对智能设备运行功率增加带来的散热问题，以及消费者对轻薄和美观的追求，公司通过潜心研发，提供了超薄 VC、环形冷泵散热技术 VC、双腔体 3D 不锈钢 VC 和 FCCL VC 技术等多种领先的解决方案，在性能上做到领先同行，公司的产品技术创新迭代速度更快，此外通过东阳精密的收购，公司积累金属结构件的研发生产经验；2) 凭借公司多年来积累的零部件量产经验，公司能够做到出色的成本控制以及稳定大规模量产的交付；3) 客户关系方面，公司一直是小米、OPPO、vivo、一加等主流手机品牌厂商核心供应商，客户关系深厚，相较于台系厂商，拥有更快的客户响应速度，能够满足客户差异化需求。

因此，公司的散热业务营收快速增长，已跻身安卓 VC 行业 Top3 散热方案供应商。2023 年公司散热产品收入翻倍，2024 收入同比增长 40.1% 至 3.26 亿元。从供应地位来看，公司是多个合作机型的独供或主要供应商。面向未来，在安卓阵营，公司合作的客户有望进一步拓展，在 A 客户方面，公司同时作为当前市场上头部的 VC 供应商以及 A 客户声学、马达等零部件核心供应商，VC 产品也有望进入 A 客户供应链，进而打开散热业务广阔的新增长空间。

表 7: 公司 VC 产品部分合作机型

品牌	机型	上市时间	VC 特点	公司份额
vivo	S15 系列	22Q2	超薄, 0.35mm, 搭配石墨烯, 面积 5000mm <sup>2</sup>	独供 (专业定制)
vivo	iQOO10	22Q3	配合石墨烯, 面积 3930mm <sup>2</sup>	独供 (专业定制)
vivo	iQOO12	23Q4	一体冲压成型 VC 均热板, 面积 6000mm <sup>2</sup>	独供 (全系升级搭载)
VIVO	X200 系列	24Q4	优化内部毛细结构、创新使用纳米流体技术	定制散热解决方案
小米	Mi 13 Ultra	23Q2	气液分离、单向循环, 散热能力提升 300%	参与研发并助力环形冷泵技术的落地
小米	Redmi K70	23Q4	超大不锈钢 VC, 面积 5000mm <sup>2</sup>	参与研发并助力技术落地
一加	Ace2	23Q1	复合毛细, 最大厚度 0.27mm, 面积 5177mm <sup>2</sup>	独供 (量身打造)

资料来源：公司官网、中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

受益于折叠机行业趋势，转轴成为业务新增长点。公司积极创新材料、工艺和结构，产品能够同时实现极致轻薄和坚固可靠，获得客户认可，公司也成为荣耀折叠机型 Magic V 系列的铰链核心供应商。2023H2 公司转轴开始量产出货，全年出货量近 70 万，2024 年公司转轴业务收入 3.5 亿元，出货量近百万。

图 27: Magic V5 鲁班缓震铰链



数据来源：潮电智库、中信建投证券

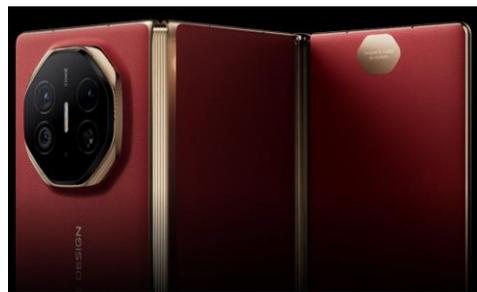
金属中框业务方面，公司是安卓中高端机型核心供应商。荣耀 MagicV 系列、小米数字系列等多款旗舰机型均搭载了公司的金属中框产品，例如 Magic V3 金属中框采用高强航空铝材，并通过 2.5 米 IPX8 级防水认证，具备轻薄和高可靠的特点。根据潮电智库的报道，瑞声科技供货华为 Mate XT 中框产品，该款三折手机采用了新开发的金属中框，结构件部分的创新难度显著高于主流两折手机，中框价格是直板旗舰的 3 倍以上，这也充分说明公司的技术和量产交付能力之强。受益于公司产品导入更多的高端机型以及折叠机型，2024 年公司金属中框业务收入同比增长近 24%，目前已成为安卓阵营手机金属结构件头部供应商。

图 28: 荣耀 Magic V3 的防水金属中框



数据来源：公司官网、中信建投证券

图 29: 华为首款三折叠产品 MateXT



数据来源：华为官网、中信建投证券

公司收购东阳精密，进入大客户笔电机壳资源池。2021 年 12 月，公司对东阳精密完成全资收购，借助东阳精密丰富的大客户服务经验和丰富技术储备，公司进一步扩大在大客户中的供应份额，并通过生产价值量更高的产品提高 ASP。受益于高价值量新项目的放量，2024 年公司笔电机壳业务全年收入达 13.5 亿元，同比增长 53.3%。

## 4.2 电磁传动业务技术积累深厚，充分受益于下游创新

公司深耕马达行业，提供设计、仿真、制造、测试一体化解决方案，为苹果和安卓阵营马达核心供应商。公司 2008 年推出世界首颗 X 轴触控马达，2018 年推出 RichTap®触感解决方案，2023 年打造“硬件+算法+芯片”全链路触觉反馈解决方案。公司马达产品包括超线性马达、超薄马达、超宽频马达等，下游应用覆盖游戏、AR/VR、智能汽车和 IoT 等领域，助力其实现多维度和高品质的触觉反馈体验。公司是苹果马达产品核心供应商之一，同时公司马达产品覆盖华为、三星、小米、OPPO、vivo 等安卓阵营主流品牌。

公司充分受益于主流大客户侧键模组创新。iPhone16 系列新增了相机控制按键，该按键不仅仅用于相机功能，更是“AI 入口”，能够结合 Apple Intelligence 实现更智能的操作，比如当用户在街头看到一家餐厅，只需按下这个按键拍摄，系统便能自动调出该餐厅的营业时间、评价及预定选项，又例如当用户拍摄一张活动海报，Apple Intelligence 会自动提取活动时间和地点信息，并添加到日历。公司参与到主流大客户侧键模组创新，进而带动电磁传动业务的积极成长。

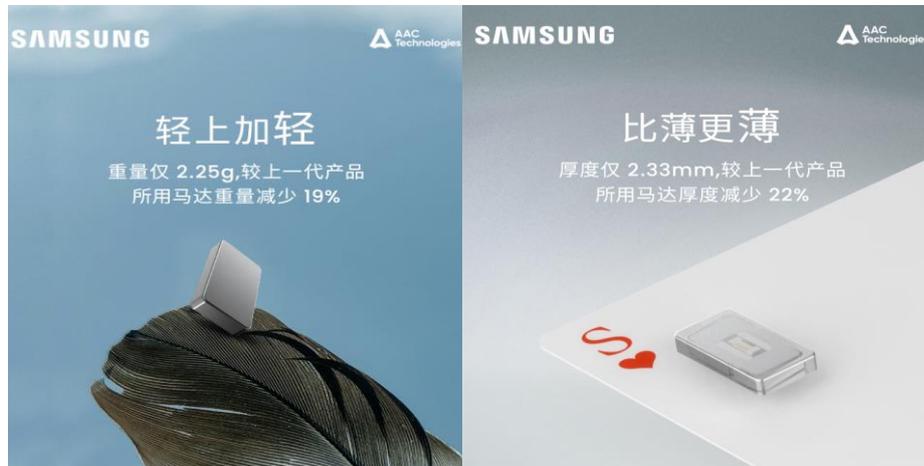
图 30: iPhone16 新增相机控制按键



数据来源：苹果官网、中信建投证券

手机轻薄化大势所趋，公司在打造超薄马达方面具备丰富经验。当前无论是苹果还是头部的安卓手机厂商，均在积极推出超薄机型，例如苹果计划在 2025 年推出轻薄款智能手机 iPhone 17 air，三星在 25 年 5 月发布具备超薄机身的 Galaxy S25 Edge，手机的轻薄化趋势对于马达的技术能力提出更高要求，需要供应商同时实现产品的高性能与小体积。公司在打造超薄马达方面具备丰富经验，当前已与头部客户合作多款机型，例如在三星的超轻薄折叠旗舰 Galaxy Z Fold7 中，公司创新定制了 SuperSlim Engine。其厚度仅 2.33mm，较上一代机型所搭载的超薄马达厚度减少超 22%，成为可能是目前手机领域最薄的 X 轴马达，该款马达重量仅 2.25g，对比上一代机型所搭载的超薄马达减重超 19%。我们认为在手机轻薄化趋势下，公司马达的市场份额以及价值量均有望持续提升。

图 31: Galaxy Z Fold7 全球首发搭载 AAC SuperSlim Engine 超薄马达



数据来源：公司官网、中信建投证券

公司积极将电磁传动的技术能力拓展至光学传动、智能汽车、机器人等领域，为电磁传动业务增长打开长期增长空间。1) 在光学传动领域，公司推进光学模组垂直一体化整合，公司首创新形态伸缩镜头 VCM 电机模组已实现量产出货，此外，公司聚焦开发 OIS 和 Sensor Shift 等高端防抖功能，正预研用于三轴闭环大底 OIS 模组的 VCM 产品；2) 在汽车领域，公司积极布局车载电机系统，覆盖底盘、座舱、车身等应用领域；3) 在机器人方面，公司布局微型电机领域，研发出高性能旋转电机和创新复合驱动模组。

图 32: 瑞声 VCM 产品



数据来源：公司官网、中信建投证券

图 33: Pura 70 Ultra 搭载的伸缩镜头电机



数据来源：潮电智库、中信建投证券

## 5 车载业务开启第二成长曲线，人形机器人、XR 积极布局

通过近 30 年在消费电子领域的深耕，公司积累了行业领先的声学电磁、光学、精密结构件能力，当前公司积极打造多元化业务增长引擎，将这些通用的技术能力复用至智能汽车、人形机器人和 XR 等领域。

### 5.1 车载板块协同效应显现，打造新一代感知解决交互方案

在车载领域，公司以声学系统、触觉反馈系统、感知系统、光学系统和电机系统为主要着力点，打造新一代的感知解决交互方案。当前，声学是公司车载板块的核心业务，公司全技术链条的构建有助于公司提升市场份额以及单车价值量，进而驱动车载声学业务稳定增长，此外，公司积极布局电机、散热、MEMS 以及光学等车载业务，借助消费电子积累的核心能力，叠加公司强大的研发能力，我们认为这些新业务在未来也有较好的成长潜力。

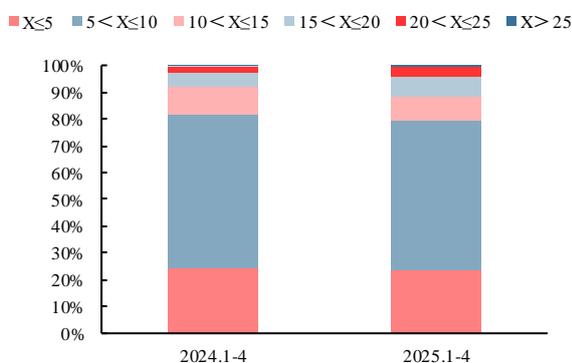
图 34: 瑞声智能汽车解决方案



数据来源：公司官网、中信建投证券

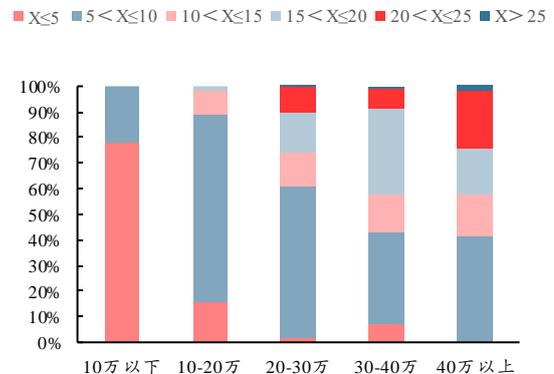
随着汽车智能化加速，车载声学配置正成为提升整车品质与驾乘体验的重要一环，市场规模稳步增长。在扬声器方面，根据盖世汽车的数据，2025 年 1-4 月搭载 15 颗以上扬声器的车型主要集中在 20 万以上的价格带，销量占比约 11.9%，同比提升约 4pcts，而 10-20 万元价格区间的车型主要配备了 5 到 10 颗扬声器，随着技术的进步和消费者对车内娱乐体验要求的不断提高，我们预计未来会有更多中低端车型开始采用更高数量的扬声器配置。在麦克风方面，随着语音助手、车内降噪、车外控制等创新功能的快速普及，麦克风的信噪比、频响范围与灵敏度等参数在一定程度上直接决定了用户的行车安全以及人车交互舒适度，因此麦克风的规格和渗透率均有显著的提升空间。

图 35: 整体乘用车扬声器占比情况



数据来源：盖世汽车、中信建投证券

图 36: 2025 年 1-4 月乘用车不同价格段车型扬声器数量分布



数据来源：盖世汽车、中信建投证券

在声学领域，公司通过收购 PSS 以及初光汽车，打通从声音感知、信号处理到声场播放的全技术链条。2024 年 2 月份，公司已收购 PSS (Premium Sound Solutions) 80% 的股份，PSS 原身为飞利浦旗下扬声器品牌，于 2014 年成为独立公司，拥有 50 年以上历史，是全球龙头高端音响系统供应商，技术底蕴深厚，产品组合涵盖低中高和全频等不同规格高性能经典车载扬声器、自研功放、以及调音算法。PSS 凭借卓越的产品品质和广泛的客户网络，在欧美一线车企中占据领先市场份额，同时瑞声与 PSS 的车载声学产品在中国持续供应理想、吉利、小米、小鹏等头部新能源品牌的热门车型。

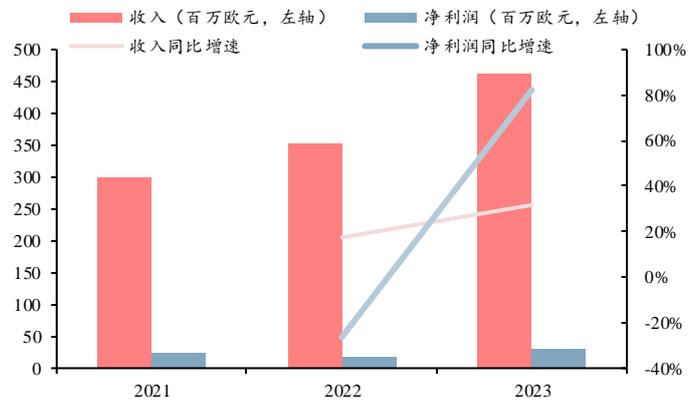
2025 年 6 月瑞声科技以 2.88 亿元完成对初光汽车 53.74% 股权的收购，初光汽车成立于 2016 年，主要产品包括车载模拟麦克风、数字麦克风、RNC 传感器、USB 控制模块、无线充电模块、氛围灯等，已与吉利、比亚迪、丰田、理想等主流车企建立广泛合作，初光汽车的车载数字麦克风产品国内市场占有率 55%，全球市场占有率 26% 以上。

图 37: PSS 的客户情况



数据来源：公司官网、中信建投证券

图 38: 2021-2023 PSS 营收和利润情况

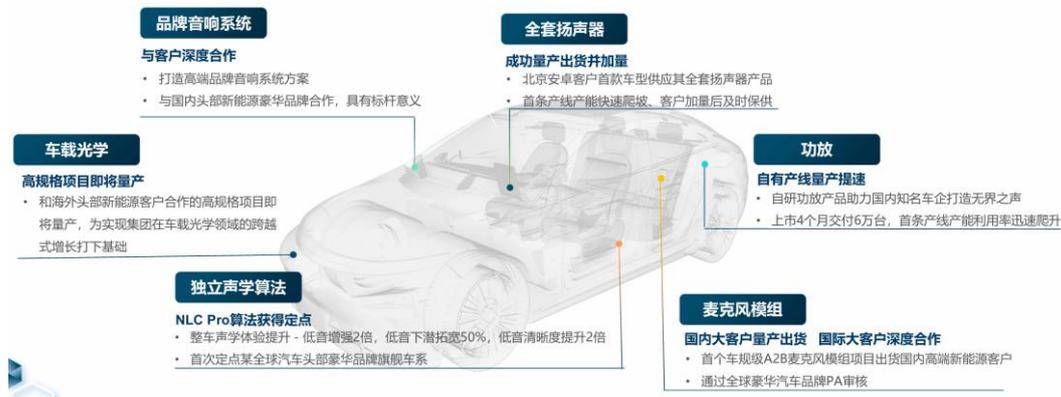


数据来源：公司公告、中信建投证券

公司软硬件整合的系统能力有助于提升声学系统价值量以及市场份额。车载声学是一个系统性工程，公司将麦克风、扬声器、功放、算法、调音进行垂直整合，构建了行业稀缺的“感知-处理-输出”完整闭环生态，公司软硬件整合的系统级能力带来的优势在于：1) 有助于打造出品质更好、更具性价比的产品，同时减轻下游客户供应链管理的复杂度，进而助力公司拓展新客户，当前公司的系统能力已充分获得客户高度认可，硬件快速量产出货，算法定点全球标杆客户；2) 从财务角度来看，系统级的解决方案能够提升单车声学系统价值量，助力收入规模和利润显著提升。

2024 年公司车载声学业务实现营收 35.16 亿元，毛利率 24.8%，未来公司车载声学业务有望通过积极拓展客户、提升声学系统价值量以及内外延协同发展等方式，实现较快的规模增长。

图 39: 公司软硬件整合的系统能力获客户高度认可



数据来源：公司官网、中信建投证券

在车载电机领域，公司重点覆盖底盘、座舱、车身及热管理四大应用领域。公司在电机领域具备的优势在于：1) 公司具备全栈式自研自制能力，依托集团自制特色稀土磁钢和独具优势的声学能力，公司电机产品具有更高的质价比，且NVH表现优异，体积更小，重量更轻；2) 公司具备实力较强的研发团队，团队成员具备丰富的车规级研发及应用经验，此外公司还聘请国际知名专家作为产品技术顾问，强劲的研发能力能够精准快速实现需求落地；3) 公司的柔性化自动生产线可实现新项目快速投产，具备领先的量产能力。

此外，在产品布局方面，公司选择具备蓝海特征的新产品切入车载电机市场，EMB线控刹车电机、EPS线控转向电机、无刷雨刮电机等均是当前市场渗透率较低，竞争格局尚未定型、但有广阔发展前景的新产品，这有利于公司充分发挥在产品研发、量产交付方面的优势，进而在竞争中实现优势地位。

EMB线控刹车电机是公司车载电机的代表性产品。EMB系统被认为是汽车制动的终极解决方案，其通过采用电机直接驱动制动钳，实现“无油路、零液压”的全电子刹车控制，具备结构简化（更轻、更小）、响应更快、精准制动力调节、易于集成至ADAS/智能驾驶体系、维护更低成本等诸多优势，是汽车刹车技术迈向线控化、智能化、轻量化的重要路径。随着EMB相关的法律法规和行业标准的完善，叠加国内外主机厂积极布局，EMB有望迎来商业化落地，发展前景广阔，根据芯流汽车的数据，全球EMB市场规模预计从2023年的3.5亿美元增长至2027年的20亿美元。

从竞争格局来看，目前国内外在EMB领域的进展较为接近，这为国内厂商在底盘技术方面实现超车提供了难得的机遇，公司的EMB线控刹车电机的优势在于：1) 成本控制优势，相较于同行外采磁钢，公司能实现电机主要零部件磁钢的自制；2) 性能优势，电机高速区响应速度快（系统 $\leq 90\text{ms}$ ）；3) 能够兼容下一代48V平台；4) 先发优势，公司产品成熟度高，一直配合头部客户进行合作开发。

表 8: 公司车载电机产品布局

	底盘电机		车身电机	座舱电机	热管理系统
代表产品	EMB 线控刹车电机	EPS 线控转向电机	无刷雨刮系统	无刷长滑轨电机	无刷电子油泵
图示					
应用	汽车制动刹车	汽车方向盘转向 (包含 CEPS、REPS)	智能雨刮系统	汽车座椅	汽车热管理系统
优势	成熟度高、价格优、性能高、兼容性高	NVH 表现优异、价格优、体积小、量产能力高、兼容性强	NVH 表现优异、EMC 等级高、使用寿命长、轻量化设计、兼容性强	NVH 表现优异、小体积、高度集成、量产能力高、兼容性强	效率高、小体积、NVH 表现优异、易于维护、兼容性强

资料来源：公司官网、中信建投证券

在 MEMS 领域，公司除了布局麦克风及模组之外，还重点布局了惯性传感器及模组。MEMS 传感器广泛应用于汽车的 ADAS 系统、智能座舱、车身舒适系统、动力总成和底盘系统，根据佐思汽研的统计，每辆车需要 100 颗以上的 MEMS 传感器，其中压力传感器、惯性传感器及麦克风是使用最多的 MEMS 传感器，占汽车 MEMS 系统的 99%。

图 40: MEMS 传感器在汽车中的应用



数据来源：佐思汽研、美新半导体、中信建投证券

公司重点布局的 MEMS 惯性传感器是新能源汽车智能驾驶感知的基础，主要包括 MEMS 陀螺仪、MEMS 加速度计、MEMS IMU 惯性测量单元，可用于测量车辆行驶时的加速度和角速度，提供实时的车辆运动姿态和运动轨迹，特别是 IMU 在智能驾驶方面扮演重要角色，尤其是 L3 及以上的自动驾驶车辆需要拥有更高精度的定位，IMU 与 GNSS、摄像头等传感器融合，能实现厘米级定位和车身稳定控制，此外，MEMS 惯性传感器机器人、工业自动化、ARVR 等领域也有广泛应用，例如 IMU 是机器人实现姿态感知和平衡控制这一目标的关键设备之一，被广泛应用于人形机器人的躯干、关节、手部等部位，通过实时监测各个部位的角度偏移和平衡状

态，为机器人的运动控制提供精确的数据支持。

从格局上来看，目前较高精度的 MEMS 惯性传感器大多依赖于海外进口，具备较大的国产替代空间。相较于同行，公司在消费级 MEMS 麦克风领域深耕多年，能够真正实现全生产环节国产化，借助在 MEMS 领域多年的技术经验积累，公司通过独有的 MEMS 结构和多环路校正 ASIC 设计，使陀螺精度满足自动驾驶高精度定位需求，同时公司建立了惯性传感器的特性、校准数据和模型库，并自主研发了大规模的自动化批量测试与标定系统，其推出的 AMAZ627、AMAM623、AMAM623 等产品具有高精度、高稳定性等特性，在关键指标均达到行业前列水平。

**表 9: 公司 IMU 产品参数**

	AMAZ627		AMAM623		AMAZ623	
产品图						
IMU 性能	陀螺仪	加速度计	陀螺仪	加速度计	陀螺仪	加速度计
量程	±300°/s	±8g	±250°/s	±8g	±250°/s	±8g
零偏不稳定性 (Allan 方差 @25℃)	Z 轴: 0.8°/h XY 轴: 3°/h	0.03mg	3°/h	0.03mg	3°/h	0.03mg
全温稳定性 (-40℃ 到 85℃)	Z 轴: 5°/h XY 轴: 70°/h	1mg	250°/h	2mg	150°/h	2mg
随机游走	Z 轴: 0.1°/√h XY 轴: 0.25°/√h	0.03m/s/√h	0.25°/√h	0.03m/s/√h	0.25°/√h	0.05m/s/√h
标称因素非线性	100PPM	300PPM	100PPM	200PPM	100PPM	200PPM
体积	30*30*10mm		17*16*4mm		22.4*22.4*9mm	

资料来源: 公司官网, 中信建投证券

在车载光学方面，公司已布局各类智能驾驶镜头、智能座舱感知镜头、激光雷达镜头、以及 AR-HUD（光学部件）等，并与多家领先的汽车主机厂商、汽车模组厂商在自动驾驶、智能座舱等领域开展合作，特别是公司和海外头部新能源客户合作的高规格项目即将量产，这为实现公司在车载光学领域的增长打下基础。

## 5.2 积极布局人形机器人赛道，构建 XR 一站式解决方案

人形机器人的硬件构成主要包括执行系统、感知系统、芯片、电池、连接器和各类结构件等，对于电机需求量较大。执行系统包括直线执行器、旋转执行器和灵巧手，由大量电机、驱动器、编码器、减速器等元件组成。感知系统用于接触外部环境、接受外部信号，通过连接器/线将信号传输给芯片，芯片经过分析运算形成指令、驱动执行系统，完成旋转或直线运动等操作。具身机器人需要搭载大量电机，要求电机质量轻、体积小、

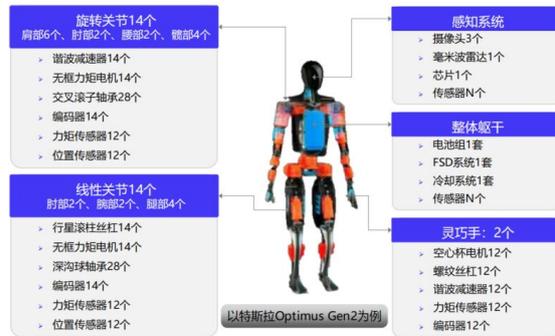
扭矩大，并具备高动态响应和高可靠性能力。

图 41: Apptronik 的人形机器人 Apollo



数据来源：公司官网、中信建投证券

图 42: 特斯拉人形机器人擎天柱 Optimus 拆解



数据来源：潮电智库、中信建投证券

公司在未来 3 年内将重点布局人形机器人赛道，目前公司在扬声器、麦克风、散热模组以及摄像头模组等有丰富储备，相关产品已出货头部机器人客户。在微型电机领域，公司的高性能旋转电机和创新复合驱动模组，适用于机器人灵巧手的手指执行器，以及关节及运动部件的旋转执行器和直线执行器，例如公司的小臂电机执行器相较市面产品，转矩密度提升 40%，反推力降低 50%，可以让机器人更好还原人类肢体功能，更加类人化。未来，公司将聚焦灵巧手系统级方案，持续打造包含零部件、系统级大模组和软件算法的垂直一体化能力。

图 43: 公司聚焦灵巧手系统级方案



数据来源：公司官网、中信建投证券

图 44: 瑞声微型电机产品



数据来源：潮电智库、中信建投证券

在 XR 方面，公司已打通声学、光学、触觉等核心感知技术壁垒，建立起整机产品的一站式解决方案。在声学方面，公司已独供/大份额供应国内外多家头部 AR/AI 眼镜厂商扬声器及麦克风；在光学方面，AAC 拥有高质量的 VR Pancake 光机模组、联合光波导厂商 Dispelix 开发的单层全彩衍射光波导、全彩小型 Micro LED 光机等产品及技术方案，当前光波导已和国际头部设计厂商达成独家战略合作，基于半导体刻蚀工艺的光波导量产线也已完成量产调试，多个客户项目已定点并在开发交付中；在触觉方面，公司稳定供应海外头部客户，并积极配合海外大客户下一代产品，包含步进电机及传动模组。在设计制造方面，公司具备系统级设计能力并垂直整合器件资源，目前已经在国内外多家头部客户高端 AR、AI 智能眼镜上实现了量产。

## 6 盈利预测与投资建议

业绩预测：预计 2025-2027 年营业收入分别为 306.8 亿元、348.2 亿元和 378.1 亿元，同比增长 12.25%、13.50% 和 8.59%，对应归母净利润分别为 24.20 亿元、29.14 亿元和 33.02 亿元。

关键假设：

(1) 声学：折叠机和轻薄化趋势对声学元件的尺寸、性能和功耗提出更高要求，公司在高端产品上技术积累深厚，已与客户合作多款超薄扬声器产品，在中低端市场，公司推出声学电磁二合一产品 Combo 以及大音量产品以实现份额增加，预计 2025-2027 年公司该业务的营业收入分别为 85.4/87.6/89.3 亿元。

(2) 光学：当前手机光学创新持续，潜望式镜头、OIS 防抖以及玻塑混合等创新趋势明显，公司的光学业务高端化进展顺利，同时公司独家的 WLG 工艺客户认可度显著提升，已搭载多款旗舰机型，因此公司光学业务收入规模与盈利能力将得到持续提升。预计 2025-2027 年公司该业务的营业收入分别为 59.5/70.5/77.7 亿元。

(3) 精密结构件与电磁传动：AI 终端提升散热需求，VC 市场量价齐升，公司作为安卓 TOP3 的散热方案供应商，在技术能力、客户关系以及量产交付能力上均具备较强竞争力，随着公司主要客户的进一步拓展，散热业务收入将实现快速增长。电磁传动方面，受益于轻薄化趋势，以及大客户的侧键创新，该业务也将保持较快增长。预计 2025-2027 年公司该业务的营业收入分别为 114.1/136.9/149.8 亿元。

(4) 传感器和半导体产品：语音交互是 AI 的重要入口，MEMS 麦克风明显的升规趋势将带动公司该业务快速成长，预计 2025-2027 年公司该业务的营业收入分别为 10.8/11.9/12.9 亿元。

(5) 车载声学方面，通过收购 PSS 和初光汽车，公司构建了车载声学全技术链条，公司车载声学业务有望通过积极拓展客户、提升声学系统价值量以及内外延协同发展等方式，实现较快的规模增长。预计 2025-2027 年公司该业务的营业收入分别为 36.9/41.3/48.4 亿元。

**图 45: 公司主营业务收入拆分**

单位: 亿元	2023	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	204.2	273.3	306.8	348.2	378.1
yoy	-1.00%	33.84%	12.25%	13.50%	8.59%
毛利率	16.9%	22.1%	23.3%	23.7%	23.9%
电磁传动及精密结构件	82.5	97.1	114.1	136.9	149.8
yoy	13.3%	17.8%	17.5%	20.0%	9.5%
毛利率	20.1%	23.3%	24.0%	25.1%	25.5%
占比	40.4%	35.5%	37.2%	39.3%	39.6%
声学	75.0	82.1	85.4	87.6	89.3
yoy	-15.2%	9.5%	4.0%	2.5%	2.0%
毛利率	28.4%	30.2%	31.0%	31.0%	31.0%
占比	36.7%	30.1%	27.8%	25.1%	23.6%
车载声学		35.2	36.9	41.3	48.4
yoy			5.0%	12.0%	17.0%
毛利率		25%	26%	26%	26%
占比		12.9%	12.0%	11.9%	12.8%
传感器及半导体	10.3	7.7	10.8	11.9	12.9
yoy	-18.4%	-24.6%	40.0%	10.0%	8.0%
毛利率	13.6%	15.6%	17.0%	17.0%	17.0%
占比	5.0%	2.8%	3.5%	3.4%	3.4%
光学	36.3	50.0	59.5	70.5	77.7
yoy	12.7%	37.9%	19.0%	18.5%	10.3%
毛利率	-13.0%	6.5%	10.9%	11.6%	12.7%
占比	17.8%	18.3%	19.4%	20.2%	20.6%

数据来源: Wind, 中信建投证券

我们选取与公司业务具备相似性的舜宇光学科技、丘钛科技、领益智造和立讯精密, 作为可比公司, 根据 iFind 一致预期, 2025-2027 年可比公司平均 PE 22.9 倍、18.3 倍和 15.1 倍, 公司的 PE 为 21.1、17.5 和 15.5 倍。

**图 46: 可比公司估值**

代码	简称	最新价 (元/港币)	总市值 (亿元/港币)	归母净利润 (亿元)			归母净利润增速 (%)			P/E (倍)		
				25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
002475.SZ	立讯精密	36.44	2,642.63	168.72	206.05	244.16	26.2%	22.1%	18.5%	15.7	12.8	10.8
002600.SZ	领益智造	9.48	664.38	23.97	31.07	38.77	36.7%	29.6%	24.8%	27.7	21.4	17.1
2382.HK	舜宇光学科技	76.00	832.05	34.35	41.01	47.99	27.3%	19.4%	17.0%	24.2	20.3	17.3
1478.HK	丘钛科技	12.40	147.50	6.12	7.80	9.66	119.4%	27.5%	23.8%	24.1	18.9	15.3
				均值						22.9	18.3	15.1
2018.HK	瑞声科技	42.64	511.04	24.20	29.14	33.02	34.7%	20.4%	13.3%	21.1	17.5	15.5

数据来源: iFind, 中心建投证券, 可比公司数据来源 iFind 一致预期, 股价截至 2025 年 8 月 8 日

投资建议: 预计 2025-2027 年营业收入分别为 306.8 亿元、348.2 亿元和 378.1 亿元, 同比增长 12.25%、13.50% 和 8.59%, 对应归母净利润分别为 24.20 亿元、29.14 亿元和 33.02 亿元, 当下市值对应的 PE 分别为 21.1、17.5 和 15.5 倍, 首次覆盖, 给予买入评级。

## 7 风险分析

**消费电子智能终端需求不及预期风险：**公司产品的主要下游领域是消费电子，若手机、笔电等 3C 消费类市场需求疲软，公司的收入和盈利能力将受到不利影响。

**行业竞争加剧风险：**无论是声学、光学还是电磁传动与精密结构件领域，行业内均有竞争者，尽管公司竞争能力突出，但是也可能面临行业竞争导致的客户拓展和份额提升不及预期风险，进而对公司收入的成长以及盈利能力造成不利影响。

**研发进展不及预期风险：**公司需不断进行产品创新以满足终端升级需求，同时车载、机器人、XR 等业务均需要公司持续投入研发资源，若公司的研发进展不及预期，则可能会影响公司的业务扩张，进而对公司未来成长产生不利影响。

**盈利预测假设不成立的风险：**盈利预测基于公司下游应用领域需求做出假设预测公司产品销售数量，存在实际需求数量比预期数量少的可能，从而导致公司收入出现下降，根据敏感性测算，如果产品销售数量下降 10%/15%/20%/25%，公司对应收入下降 10%/15%/20%/25%，归母净利润下降约为 9.9%/14.87%/19.82%/24.78%。

## 报表预测

资产负债表 (百万元)							利润表 (百万元)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6813.93	6845.82	7543.73	12235.50	18317.46	24748.71	营业净	20625.09	20419.07	27328.30	30675.72	34817.32	37809.78
应收账款	4278.66	5362.05	7738.87	7701.96	8741.82	9493.16	销售成本	16850.06	16967.41	21286.41	23515.34	26571.74	28757.70
预付款项、按金及其他应	594.66	658.95	853.96	958.56	1087.97	1181.48	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	447.73	443.07	670.25	730.08	825.17	888.53
存货	4401.42	2992.36	3937.81	4350.14	4915.55	5319.93	管理费用	2581.90	2551.50	3292.10	3681.09	4160.67	4510.71
其他流动资产	1027.43	667.83	827.31	1153.35	1309.06	1421.57	财务费用	408.61	376.47	394.77	371.75	315.31	293.41
<b>流动资产总计</b>	<b>17116.10</b>	<b>16527.01</b>	<b>20901.67</b>	<b>26399.50</b>	<b>34371.87</b>	<b>42164.85</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3.30	3.03	2.97	2.97	2.97	2.97	投资收益	-1.17	-0.27	-0.06	0.00	0.00	0.00
固定资产	19301.68	18070.36	17884.36	15082.47	12280.59	9478.71	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	<b>335.62</b>	<b>80.36</b>	<b>1684.73</b>	<b>2377.46</b>	<b>2944.43</b>	<b>3359.44</b>
无形资产	2523.07	2387.00	3750.46	3125.38	2500.31	1875.23	其他非经营损益	525.06	742.50	305.77	400.00	400.00	430.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	860.68	822.86	1990.50	2777.46	3344.43	3789.44
其他非流动资产	1399.11	1923.39	4160.48	4124.94	4089.40	4053.87	所得税	231.50	252.25	226.94	402.73	484.94	549.47
<b>非流动资产合计</b>	<b>23227.16</b>	<b>22383.78</b>	<b>25798.26</b>	<b>22335.77</b>	<b>18873.27</b>	<b>15410.78</b>	税后利润	629.18	570.61	1763.56	2374.73	2859.49	3239.97
<b>资产总计</b>	<b>40343.26</b>	<b>38910.78</b>	<b>46699.93</b>	<b>48735.27</b>	<b>53245.14</b>	<b>57575.63</b>	<b>归属于非控股股东利润</b>	<b>-192.12</b>	<b>-169.76</b>	<b>-33.67</b>	<b>-45.34</b>	<b>-54.59</b>	<b>-61.86</b>
短期借款	1832.60	3421.46	1727.97	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司股东利润</b>	<b>821.31</b>	<b>740.37</b>	<b>1797.23</b>	<b>2420.07</b>	<b>2914.08</b>	<b>3301.82</b>
应付账款	3242.91	4060.77	6963.64	7692.81	8692.69	9407.80	EBITDA	4020.74	3955.13	5530.99	6611.70	7122.23	7545.34
其他流动负债	3979.09	2647.16	5711.48	6559.38	7436.86	8069.45	NOPLAT	544.05	316.79	1842.41	2350.57	2787.08	3123.18
<b>流动负债合计</b>	<b>9054.61</b>	<b>10129.39</b>	<b>14403.08</b>	<b>14252.19</b>	<b>16129.55</b>	<b>17477.25</b>	EPS(元)	0.69	0.62	1.50	2.02	2.43	2.75
长期借款	7815.05	5388.12	7603.65	7603.65	7603.65	7603.65							
其他非流动负债	1277.99	1022.01	1576.32	1576.32	1576.32	1576.32							
<b>非流动负债合计</b>	<b>9093.04</b>	<b>6410.13</b>	<b>9179.97</b>	<b>9179.97</b>	<b>9179.97</b>	<b>9179.97</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>18147.64</b>	<b>16539.51</b>	<b>23583.05</b>	<b>23432.16</b>	<b>25309.52</b>	<b>26657.22</b>	<b>成长能力</b>						
股本	97.71	97.32	1097.32	1097.32	2097.32	3097.32	营收增长率	16.74%	-1.00%	33.84%	12.25%	13.50%	8.59%
储备	21558.54	21784.13	22657.15	21657.15	20657.15	19657.15	EBIT增长率	-30.53%	-5.51%	98.88%	32.03%	16.21%	11.56%
留存收益	0.00	0.00	2231.57	4918.67	7963.32	11918.41	EBITDA增长率	-8.13%	-1.63%	39.84%	19.54%	7.72%	5.94%
归属于母公司股东权益	21656.25	21881.45	22754.47	24986.04	27673.14	30717.79	税后利润增长率	-51.34%	-9.31%	209.07%	34.66%	20.41%	13.31%
归属于非控股股东权益	539.37	489.82	362.41	317.07	262.48	200.62	<b>盈利能力</b>						
<b>权益合计</b>	<b>22195.62</b>	<b>22371.27</b>	<b>23116.88</b>	<b>25303.11</b>	<b>27935.62</b>	<b>30918.41</b>	毛利率	18.30%	16.90%	22.11%	23.34%	23.68%	23.94%
<b>负债和权益合计</b>	<b>40343.26</b>	<b>38910.78</b>	<b>46699.93</b>	<b>48735.27</b>	<b>53245.14</b>	<b>57575.63</b>	净利率	3.05%	2.79%	6.45%	7.74%	8.21%	8.57%
							ROE	3.79%	3.38%	7.90%	9.69%	10.53%	10.75%
							ROA	2.04%	1.90%	3.85%	4.97%	5.47%	5.73%
							ROIC	1.94%	1.17%	6.98%	8.50%	11.74%	15.09%
							<b>估值倍数</b>						
							P/E	62.22	69.03	28.43	21.12	17.54	15.48
							P/S	2.48	2.50	1.87	1.67	1.47	1.35
							P/B	2.36	2.34	2.25	2.05	1.85	1.66
							股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01
							EV/EBIT	7.56	7.21	3.79	14.46	22.53	29.12
							EV/EBITDA	2.39	2.19	1.63	6.89	11.58	15.76
							EV/NOPLAT	17.65	27.29	4.90	19.38	29.59	38.07

数据来源：同花顺iFinD，中信建投证券

## 分析师介绍

### 刘双锋

中信建投证券电子首席分析师。3年深南电路，5年华为工作经验，从事市场洞察、战略规划工作，涉及通信服务、云计算及终端领域，专注于通信服务领域，2018年加入中信建投通信团队。2018年IAMAC最受欢迎卖方分析师通信行业第一名团队成员，2018《水晶球》最佳分析师通信行业第一名团队成员。

### 章合坤

电子团队分析师，上海交通大学材料科学与工程硕士，2020年加入中信建投研究发展部，专注研究半导体、消费电子等领域。

## 研究助理

### 梁艺

liangyidzz@csc.com.cn

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk