

买入

持续构建 AI 时代感知能力

瑞声科技 (2018.HK)

2025-12-30 星期二

【投资要点】

目标价: **55.56 港元**
现价: **38.4 港元**
预计升幅: **44.7%**

重要数据

日期	2025-12-29
收盘价 (港元)	38.4
总股本 (亿股)	11.99
总市值 (亿港元)	473
净资产 (亿港元)	251.6
总资产 (亿港元)	516.32
52 周高低 (港元)	54.45/34.78
每股净资产 (港元)	20.98

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

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

相关报告

瑞声科技 (2018.HK) 更新报告: PSS 发挥车载声学协同效应, 光学突破提高毛利率-YS-20241231

瑞声科技 (2018.HK) 深度报告: AI 推动手机升规升配, 收购 PSS 加速车载进展-YS-20240328

研究部

姓名: 杨森
SFC: BJO644
电话: 0755-21519187
Email: yangsen@gyzq.com.hk

➤ 收购 Dispelix, 深化在“AI+感知”领域的核心布局

公司已签署最终协议, 收购 AR 衍射光波导技术领军企业 Dispelix Oy 的股份及其他权益类证券。此次交易预计将于 2026 年上半年内完成。收购完成后, 将 Dispelix 在光波导设计制造等领域的领先专长, 与公司在光学、精密制造和系统级集成方面的深厚经验相结合, 可以形成强大协同效应。同时, 公司的全球布局, 以及众多智能设备领军企业的紧密合作关系, 将进一步推动技术落地与市场拓展。

在全球“AI+终端”加速演进的背景下, AI 功能正从软件走向软硬一体的体验革新。公司基于多年在声学、触感、光学等多维感知技术上的深耕, 深化在“AI+感知”领域的核心布局, 持续为行业提供性能更强、响应更快、更加贴近人类感知模式的底层能力。我们认为公司未来有望围绕“AI+感知”构建智能终端新范式, 在智能手机、可穿戴设备、智能汽车等领域持续推动产品创新, 进而不断拓展自身发展空间。

➤ 玻塑混合镜头等光学产品持续突破

经过制程和主要设备模具升级之后, 公司 WLG 单模具的综合产出提升了 6-7 倍, 在旗舰机型应用情况来看, WLG 技术在良率、精度和光学性能要求方面都远超传统技术, 大规模量产及应用格局已经打开。公司开发的全新 1G6P WLG 镜头、超聚光棱镜等产品和光学解决方案, 已在客户最新发布的主流旗舰系列机型中搭载应用。其中, 1G6P WLG 玻塑混合镜头比传统光学镜头展现出更卓越的光学性能, 包括更大的光圈、更高的解析度、更薄的镜头厚度等优势。而超聚光棱镜依托公司 WLG 一体成型技术制造, 进光量提升 30%, 可以提升潜望长焦在光线复杂环境下的拍摄效果, 并突破结构限制, 使模组体积缩小 10%, 进行实现压缩手机厚度。

➤ 盈利预测与估值建议: 维持买入评级, 目标价 55.56 港元/股

我们预测公司 2025~2027 年收入分别为 310.18(+13.5%)、351.8(+13.4%) 和 399.72(+13.6%) 亿元人民币, 归母净利润 24.97(+38.9%)、29.68(+18.9%) 和 35.67(+20.2%) 亿元人民币。

我们预测公司近三年净利润平均增速为 26%。按照稳健原则, 我们认为按照 2025 年 24 倍 PE 估值是合理的, 对应目标价 55.56 港元/股, 距离现价有 44.7% 的上升空间, 给予“买入”评级。

(百万元人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,419.1	27,328.3	31,017.9	35,179.8	39,971.9
同比增长	-1.0%	33.8%	13.5%	13.4%	13.6%
归母净利润	740.4	1,797.2	2,497.0	2,968.1	3,567.3
同比增长	-9.9%	142.7%	38.9%	18.9%	20.2%
毛利率	16.9%	22.1%	22.1%	22.3%	23.1%
每股收益(元)	0.62	1.50	2.08	2.48	2.98
PE@38.4HKD	55.9	23.0	16.6	14.0	11.6

数据来源: wind、公司财报、国元证券经纪(香港)预测和整理

【报告正文】

➤ 收购 Dispelix，深化在“AI+感知”领域的核心布局

近日公司签署最终协议，收购 AR 衍射光波导技术领军企业 Dispelix Oy 的股份及其他权益类证券。此次交易预计将于 2026 年上半年内完成，交易完成后 Dispelix 将成为瑞声科技的子公司。

Dispelix 总部位于芬兰，专注于研发并提供面向企业级和消费级 AR 设备的透明光波导产品。先进的光波导产品在 AR 设备中用作透视显示器，能在用户视野内将现实世界与虚拟世界相融合。Dispelix 是 AR 行业领军企业值得信赖且富有远见的合作伙伴，助力它们重新定义 AR 设备的形态、功能与使用体验。

Dispelix 与公司经过多年紧密合作，早已建立长期战略合作伙伴关系。收购完成后，将 Dispelix 在光波导设计制造等领域的领先专长，与公司在光学、精密制造和系统级集成方面的深厚经验相结合，可以形成强大协同效应。同时，公司的全球布局，以及与众多智能设备领军企业的紧密合作关系，将进一步推动技术落地与市场拓展。

目前双方已联合多家一线原始设备制造商(OEM)客户共同开发下一代 AR 设备。此外，公司和 Dispelix 还与全球头部移动终端生态系统构建者合作，参与开发下一代 XR 参考设计硬件平台。Dispelix 的产品将拓展并补充公司的 XR 产品组合及解决方案能力，凭借双方深厚的专业技术积淀，将为客户提供更全面的系统设计与集成、规模化量产支持。

在全球“AI+终端”加速演进的背景下，AI 功能正从软件走向软硬一体的体验革新。公司基于多年在声学、触感、光学等多维感知技术上的深耕，深化在“AI+感知”领域的核心布局，持续为行业提供性能更强、响应更快、更加贴近人类感知模式的底层能力。我们认为公司未来有望围绕“AI+感知”构建智能终端新范式，在智能手机、可穿戴设备、智能汽车等领域持续推动产品创新，进而不断拓展自身发展空间。

➤ 玻塑混合镜头等光学产品持续突破

经过制程和主要设备模具升级之后，公司 WLG 单模具的综合产出提升了 6-7 倍，在旗舰机型应用情况来看，WLG 技术在良率、精度和光学性能要求方面都远超传统技术，大规模量产及应用格局已经打开。

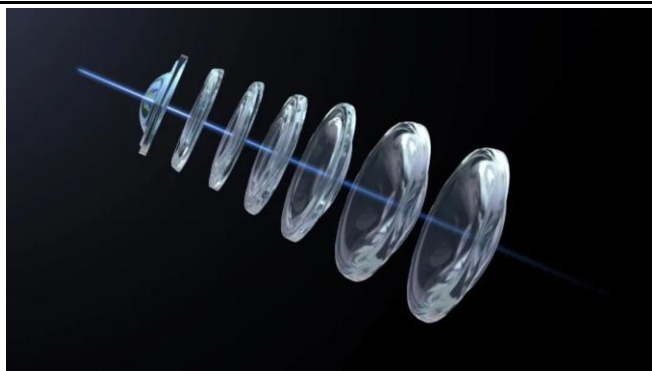
公司开发的全新 1G6P WLG 镜头、超聚光棱镜等产品和光学解决方案，已在客户最新发布的主流旗舰系列机型中搭载应用。其中，1G6P WLG 镜头为全系搭载，

超聚光棱镜则搭载于高配机型。这也是两款 WLG 产品首次同步应用于同款主流旗舰机型，标志着 WLG 技术大规模量产及应用格局已经打开。

与传统的 7 片塑料镜头相比,1G6P WLG 玻塑混合镜头展现出更卓越的光学性能,包括更大的光圈、更高的解析度、更薄的镜头厚度等优势。这不仅显著减少了低光环境下拍摄的图像噪点,还提升了边缘和近焦的画质,使得成像效果更加自然和通透。

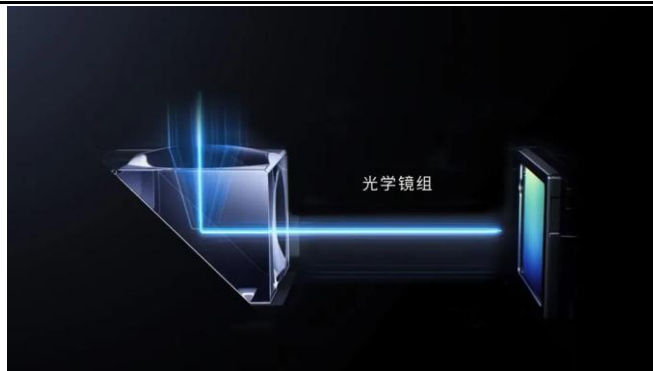
棱镜是潜望长焦镜头中的核心部件。近日新发布的超聚光棱镜依托公司 WLG 一体成型技术制造,进光量提升 30%,可以提升潜望长焦在光线复杂环境下的拍摄效果,并突破结构限制,使模组体积缩小 10%,进行实现压缩手机厚度。

图 1: 1G6P WLG 玻塑混合镜头



资料来源: 公司官方微信公众号、国元证券经纪(香港)整理

图 2: 潜望棱镜一体成型



资料来源: 公司官方微信公众号、国元证券经纪(香港)整理

➤ 盈利预测与估值建议

我们预测公司 2025~2027 年收入分别为 310.18 (+13.5%)、351.8 (+13.4%) 和 399.72 (+13.6%) 亿元人民币, 归母净利润 24.97 (+38.9%)、29.68 (+18.9%) 和 35.67 (+20.2%) 亿元人民币。

我们预测公司近三年净利润平均增速为 26%。按照稳健原则, 我们认为按照 2025 年 24 倍 PE 估值是合理的, 对应目标价 55.56 港元/股, 距离现价有 44.7% 的上升空间, 给予“买入”评级。

【风险提示】

1. 全球手机和汽车销量增速不及预期;
2. 公司产品拓展不及预期。

【财务报表摘要】

资产负债表 (百万元)						损益表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:						营业收入					
现金及现金等价物	6,824.5	7,538.2	7,071.3	8,001.1	9,233.7	主营业务收入	20,419.1	27,328.3	31,017.9	35,179.8	39,971.9
应收款项合计	6,681.6	9,413.1	10,235.9	11,961.1	13,590.5	其他营业收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货	2,992.4	3,937.8	4,342.5	4,925.2	5,596.1	营业总支出	19,962.0	25,248.8	28,546.2	31,955.7	35,906.8
其他流动资产	28.5	12.4	12.6	12.8	12.9	营业成本	16,967.4	21,286.4	24,154.0	27,343.8	30,741.5
流动资产合计	16,527.0	20,901.6	21,662.3	24,900.2	28,433.2	营业开支	2,994.6	3,962.4	4,392.3	4,611.9	5,165.3
非流动资产:						营业利润	457.1	2,079.6	2,471.7	3,224.1	4,065.1
固定资产净值	18,032.6	17,844.4	18,736.6	19,673.4	20,657.1	净利息和其他非经常性收益	365.8	-89.1	460.0	276.0	303.6
权益性资产和其他长期投资	1,000.9	1,320.0	1,386.0	1,455.3	1,528.1	除税前利润	822.9	1,990.5	2,931.7	3,500.1	4,368.7
商誉及无形资产	1,373.2	4,548.5	4,775.9	4,823.6	4,871.9	减: 所得税	252.3	226.9	439.8	525.0	786.4
土地使用权	1,326.9	1,335.4	1,308.7	1,282.5	1,256.9	少数股东损益	-169.8	-33.7	-5.0	7.0	15.0
其他非流动资产	650.1	750.0	787.5	803.3	819.4	持续经营净利润	740.4	1,797.2	2,497.0	2,968.1	3,567.3
非流动资产合计	22,383.8	25,798.3	26,994.7	28,038.1	29,133.2	净利润	740.4	1,797.2	2,497.0	2,968.1	3,567.3
总资产	38,910.9	46,699.9	48,656.9	52,938.3	57,566.4	归属普通股股东净利润	740.4	1,797.2	2,497.0	2,968.1	3,567.3
流动负债:						现金流量表					
应付账款及票据	4,093.1	6,963.6	6,038.5	6,836.0	7,685.4	经营活动产生的现金流量净额	4,632.5	5,202.8	2,952.6	3,013.9	3,082.0
应交税金	100.5	251.6	176.1	199.7	226.9	投资活动产生的现金流量净额	-1,511.8	-3,485.0	-2,439.5	-2,195.6	-1,976.0
交易性金融负债	0.0	95.0	0.0	0.0	0.0	筹资活动产生的现金流量净额	-3,170.6	-1,024.8	-980.0	111.5	126.7
短期借贷及长期借贷当期到期部	3,421.5	1,728.0	1,667.1	1,890.8	2,040.9	汇率变动的的影响	60.7	20.8	-	-	-
其他流动负债	2,514.3	5,364.8	4,055.4	3,900.8	3,522.5	现金净流量:					
流动负债合计	10,129.4	14,403.1	11,937.1	12,827.2	13,475.7	现金及现金等价物净增加额	10.8	713.7	-466.9	929.8	1,232.7
非流动负债:						现金及现金等价物期初余额	6,813.7	6,824.5	7,538.2	7,071.3	8,001.1
长期借贷	5,388.1	7,603.7	8,364.0	9,200.4	10,120.5	现金及现金等价物期末余额	6,824.5	7,538.2	7,071.3	8,001.1	9,233.7
其他非流动负债	1,022.0	1,576.3	1,734.0	1,907.3	2,098.1						
非流动负债合计	6,410.1	9,180.0	10,098.0	11,107.8	12,218.5						
总负债	16,539.5	23,583.1	22,035.0	23,935.0	25,694.2						
股东权益:						(百万元人民币)					
普通股股本	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3	营业收入	20,419.1	27,328.3	31,017.9	35,179.8	39,971.9
储备和库存股	23,214.7	24,169.6	26,167.2	28,541.6	31,395.5	同比增长	-1.0%	33.8%	13.5%	13.4%	13.6%
其他综合性收益	-467.7	-424.9	-	-	-	归母净利润	740.4	1,797.2	2,497.0	2,968.1	3,567.3
归属母公司股东权益	21,881.5	22,754.5	26,264.5	28,639.0	31,492.8	同比增长	-9.9%	142.7%	38.9%	18.9%	20.2%
少数股东权益	489.8	362.4	357.4	364.4	379.4	毛利率	16.9%	22.1%	22.1%	22.3%	23.1%
股东权益合计	22,371.3	23,116.9	26,621.9	29,003.4	31,872.2	每股收益(元)	0.62	1.50	2.08	2.48	2.98
总负债及总权益	38,910.8	46,699.9	48,656.9	52,938.4	57,566.5	PE@38.4HKD	55.9	23.0	16.6	14.0	11.6

投资评级定义及免责条款

投资评级

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

免责声明

一般声明

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

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

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

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

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

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

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

特别声明

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

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

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>