

瑞声科技 (2018 HK)

在需求疲软及利润率压力下，前景稍显黯淡

瑞声科技目前处于困境，其客户（iPhone）的出货量疲软，激烈的竞争令瑞声市场份额面临下降威胁。竞争及减缓的升级周期也严重影响其利润率。较难看出像安卓声学业务（渗透率进一步提升）、触控马达业务（触觉反馈、激励器等）及光学业务等新增长动力何时会成功为瑞声带来有意义的转变。根据调低后的盈利预测及调低的永续增长率，我们将基于 DCF 两阶段模型的目标价格下调至 50 港元，相当于 13.1 倍 2018 年预测市盈率，下行空间为 9%。下调评级为持有。

2018 年三季度业绩令人失望。由于智能手机市场疲软导致需求低迷及平均售价下降，瑞声 2018 年前 9 个月收入同比下降 4.8% 至人民币 133 亿元（2018 年三季度收入同比下降 8.5% 至人民币 49 亿元）。2018 年前 9 个月毛利率同比下降 4.2 个百分点至 36.9%，其中 1.5 个百分点是由人民币升值引起的，其余是由于升级周期放缓导致产品组合不佳。尽管 2018 年三季度人民币贬值对公司有利，但 2018 年三季度毛利率同比下降 4.2 个百分点至 37.1%，未免令人失望。

声学业务及触控马达业务的竞争将继续影响利润率。管理层解释说，声学业务利润率下降主要由于其老产品的平均售价下跌，而产品组合并未转差。我们认为，随着歌尔降价，立讯积极抢占市场份额，苹果供应链上的声学产品竞争将继续影响瑞声的利润率。2019 年新推出的 iPhone 很可能不会对声学组件进行太多规格升级，意味着明年平均售价及利润率将进一步受压。在触控马达方面，瑞声也面临着潜在竞争（也来自立讯）带来的平均售价及利润率压力。

未来增长将由安卓声学、新触控马达及光学业务驱动。管理层强调的未来增长动力包括：1) 声学 SLS 技术在安卓手机的使用率进一步扩张；2) 触控马达技术在触觉反馈需求及屏幕发声激励器（用于全面屏）上的进一步扩张；及 3) 光学业务，2018 年底将产能扩大至 4000 千万。根据指引，WLG（晶圆级光学元件）从 2019 年开始作出有意义的贡献（主要用于成像）。但考虑到欧菲的竞争，我们持保守观点。总体而言，对于 2019 年管理层仍保持谨慎态度。

下调评级为持有。鉴于智能手机市场低迷、iPhone 出货量疲弱以及竞争激烈对利润率产生压力，瑞声何时能成功回升尚不明朗。基于下调后的盈利预测，下调 2021-26 年增长率（从 15% 至 10%）及下调永续增长率（从 5% 至 3%），我们根据两阶段 DCF 模型将目标价下调至 50 港元。我们的新目标价相当于 13.1 倍 2018 年预测市盈率，下行空间为 9%。

投资总结

年结于 12 月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收（百万人民币）	15,507	21,119	19,207	21,168	23,459
变化（%）	32	36	(9)	10	11
净利润（百万人民币）	4,024	5,325	4,155	4,633	5,247
变化（%）	29	32	(22)	12	13
每股盈利（人民币）	3.28	4.35	3.40	3.79	4.29
变化（%）	30	33	(22)	12	13
市盈率（倍）	19.2	26.7	14.4	12.9	11.4
市净率（倍）	5.5	8.1	3.0	2.6	2.3
价格/经营活动现金流（倍）	6.0	4.9	1.9	1.9	1.7
企业价值/息税折摊前利润（倍）	13.9	19.2	9.3	8.2	7.3
每股股息（人民币）	1.29	1.69	1.36	1.52	1.72
股息回报率（%）	2.1	1.5	2.8	3.1	3.5

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

持有

目前股价

HK\$54.9

目标股价

HK\$50.00

中国 / 科技 / 电子组件

2018 年 11 月 12 日

盛一然 (SFC CE: AWT319)

(852) 3519 1056

elsie.sheng@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数（百万股）	1,222
市值（百万港元）	67,088
企业价值（百万港元）	70,336
12 个月内日成交额（百万港元）	803.7
12 个月波动率（%）	48.4
FY17-19 预测市盈增长率（倍）	-
FY17-19 预测平均净资产收益率（%）	25.7
FY18 预测市净率（倍）	3.0
FY18 预测净负债-股东权益比（%）	13.7

股价表现 (%)

	1M	YTD	12M
绝对值	(28)	(61)	(66)
相对恒指	(2)	(14)	(12)

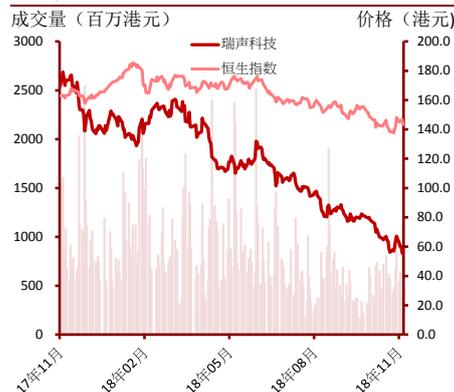
主要股东持股 (%)

吴春媛	22
潘政民	19

审计师

德勤会计师事务所

股价走势图



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）



2018 年三季度需求疲弱且升级周期放缓

由于智能手机市场疲软导致需求低迷及平均售价下降，瑞声 2018 年前 9 个月收入同比下降 4.8% 至人民币 133 亿元（2018 年三季度收入同比下降 8.5% 至人民币 49 亿元）。2018 年前 9 个月毛利率同比下降 4.2 个百分点至 36.9%，其中 1.5 个百分点是由人民币升值引起的，其余是由于升级周期放缓导致产品组合不佳。尽管 2018 年三季度人民币贬值对公司有利，但 2018 年三季度毛利率同比下降 4.2 个百分点至 37.1%，未免令人失望。

尽管 2018 年三季度毛利率由二季度的 35.2% 微升至 37.1%，但管理层表示，公司能够以多快的速度回归其 40% 以上的毛利率目标将是一项中长期的考虑。鉴于苹果供应链（来自立讯）的激烈竞争以及缺乏规格升级，我们预计其毛利率将在 2018 年四季度保持在 40% 以下。

图 1: 瑞声科技收入，毛利率明细

人民币 百万元	9M17	9M18	同比变动	占比
收入				
动圈器件 - 声学业务	6,663	6,797	2.0%	51%
触控马达及无线射频	6,579	5,373	-18.3%	40%
微机电系统器件	580	612	5.5%	5%
其他 (包括光学业务)	140	511	265.7%	4%
总计	13,968	13,293	-4.8%	100%
毛利率				
动圈器件 - 声学业务	41.6%	37.9%	-3.7ppts	
触控马达及无线射频	43.1%	39.1%	-4.0ppts	
微机电系统器件	20.3%	26.5%	6.2ppts	
其他 (包括光学业务)	11.2%	11.6%	0.4ppts	
综合	41.1%	36.9%	-4.2ppts	

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

iPhone 的出货量预计将在 2018 年四季度保持疲软

iPhone XS 因价格昂贵销售遇冷，而备受期待的 iPhone XR 的销售也低于预期。苹果已开始削减订单。据报道，富士康将其 iPhone 生产线由最初计划的 60 条减少至 45 条。苹果公司宣布从 2019 财年开始停止公布销售量数据，引发市场担心其 2018 年四季度的出货量可能不容乐观。

声学业务及触控马达业务的竞争依然激烈，影响利润率

管理层解释说，声学业务利润率下降主要由于其老产品的平均售价下跌，而产品组合并未转差。我们认为，随着歌尔降价，立讯积极抢占市场份额，苹果供应链上的声学产品竞争将继续影响瑞声的利润率。2019 年新推出的 iPhone 很可能不会对声学组件进行太多规格升级，意味着明年平均售价及利润率将进一步受压。在触控马达方面，瑞声也面临着潜在竞争（也来自立讯）带来的平均售价及利润率压力。

安卓声学、触控马达及光学业务为未来增长动力

管理层强调的未来增长动力包括：1) 声学 SLS 技术在安卓手机的使用率进一步扩张；2) 触控马达技术在触觉反馈需求及屏幕发声激励器（用于全面屏）上的进一步扩张；及 3) 光学业务，2018 年底将产能扩大至 4000 千万。根据指引，WLG（晶圆级光学元件）从 2019 年开始作出有意义的贡献（主要用于成像）。但考虑到欧菲的竞争，我们持保守观点。总体而言，管理层对于 2019 年仍保持谨慎态度。

声学及触控马达业务的竞争仍对瑞声不利，并将继续影响其利润率。

目前尚不清楚屏幕发声及光学业务等新增长动力未来可以做出多少贡献。



下调盈利预测及目标股价

模型修订

我们将 2018/2019 年收入预测下调 16.3%/26.7%，主要由于下调声学收入及下调触控马达收入（需求疲软及市场份额较低）。我们还将 2018/2019 年毛利率下修 1.5 个百分点/2.0 个百分点，以反映竞争及升级周期放缓带来的利润率压力。因此净影响为 2018/2019 年净利润下修 21.4%/33.0%。

图 2: 瑞声科技模型修订

人民币百万元	2018E				2019E			
	修订	初始	变化(%)	同比(%)	修订	初始	变化(%)	同比(%)
收入	19,207	22,959	(16.3)	-9.1	21,168	28,867	(26.7)	10.2
动圈器件	10,179	11,154	(8.7)	6.3	10,762	13,267	(18.9)	5.7
微机电系统器件	929	1,000	(7.2)	10.0	1,012	1,142	(11.4)	8.9
非声学业务	8,099	10,804	(25.0)	-24.3	9,394	14,458	(35.0)	16.0
毛利润	7,139	8,880	(19.6)	-18.1	7,932	11,385	(30.3)	11.1
息税前利润	4,832	6,146	(21.4)	-21.6	5,361	7,908	(32.2)	10.9
税前利润	4,695	5,949	(21.1)	-21.7	5,235	7,782	(32.7)	11.5
净利润	4,155	5,283	(21.4)	-22.0	4,633	6,911	(33.0)	11.5
毛利率(%)	37.2	38.7	-1.5 ppt	-4.1 ppt	37.5	39.4	-2.0 ppt	0.3 ppt
经营利润率(%)	25.2	26.8	-1.6 ppt	-4.0 ppt	25.3	27.4	-2.1 ppt	0.2 ppt
净利率(%)	21.6	23.0	-1.4 ppt	-3.6 ppt	21.9	23.9	-2.1 ppt	0.3 ppt

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 3: 瑞声 DCF 模型的假设

加权平均资本成本率	9.0%
2020-2026 年增长率	10%
永续增长率	5%
终值现值(人民币百万元)	47,669
自由现金流总现值(人民币百万元)	70,572
净现金/负债(人民币百万元)	(2,645)
每股价值(港元)	55.8
DCF 折扣率	10%
目标股价(港元)	50.0
下跌空间	9%

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 4: 瑞声基于调整后盈利预测的两阶段 DCF 模型

人民币百万元	2018E	2019E	2020E	2026E
税前收入	4,695	5,235	5,927	
已付税项	(540)	(602)	(682)	
折旧及摊销	1,862	2,307	2,560	
营运资本变动	350	(406)	(463)	
资本支出	(5,140)	(4,195)	(4,659)	
自由现金流(百万港元)	1,534	2,751	3,158	5,594

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

下调评级为持有

年增长率 10%

目前股价相当于 14.4 倍 FY18 预测市盈率。由于下调盈利预测，下调 2021-26 年增长率（从 15% 至 10%）及下调永续增长率（从 5% 至 3%），我们将目标价下调至 50 港元（13.1 倍 2018 年预测市盈率）。下调评级为持有。

图 5: 同业估值比较

公司名称	彭博代码	评级	收市价		市值	市盈率(倍)			市盈率增长率(倍)	企业价值/息税折摊前利润(倍)	市净率(倍)	收益率(%)	股本回报率(%)	净负债率(%)
			(本币)	(港元)		17A	18E	19E						
香港上市														
瑞声科技	2018 HK	持有	54.9	50.0	67.1	26.7	14.4	12.9	-	9.3	3.0	2.8	33.6	12.9
舜宇光学	2382 HK	买入	72.3	108.0	79.3	31.2	23.1	17.1	1.2	16.2	7.1	1.2	46.9	净现金
丘钛科技	1478 HK	持有	4.28	6.50	4.8	23.0	114.8	14.7	-	17.8	2.1	0.2	23.5	净现金
通达集团	698 HK	买入	0.98	1.60	6.2	11.9	5.7	4.6	0.4	7.2	0.9	5.6	19.2	53.2
比亚迪电子	285 HK	买入	10.32	11.50	23.3	12.3	8.1	5.9	0.5	3.8	1.3	1.7	19.9	净现金
信利国际	732 HK	未评级	1.18	-	3.9	158.7	8.3	5.0	0.0	3.8	0.4	3.1	0.9	68.1
高伟电子	1415 HK	未评级	1.00	-	0.8	10.2	3.8	4.0	0.3	-	0.3	3.9	8.8	净现金
平均值						19.2*	10.6*	9.2	0.5	9.6	2.2	2.6	21.8	
中国及台湾上市														
歌尔声学	002241 CH	未评级	7.33	-	26.8	26.3	15.1	12.8	0.1	8.5	1.5	1.3	16.6	18.1
金龙机电	300032 CH	未评级	3.39	-	3.1	-	-	-	-	-	-	-	-9.6	10.8
立讯精密	002475 CH	未评级	15.15	-	70.3	32.3	24.3	17.8	1.3	16.5	4.0	0.5	14.0	净现金
美律实业	2439 TT	未评级	130	-	6.6	10.3	12.8	10.2	0.4	10.0	2.5	7.7	35.1	净现金
大立光电	3008 TT	未评级	3080	-	105.1	20.8	16.0	13.3	-10.7	9.8	3.8	2.4	30.7	净现金
平均值						22.4	17.0	13.5	-2.2	11.2	3.0	3.0	17.4	

资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港) *剔除异常值



财务报表及预测

损益表(合并报表)

年结于12月31日(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	15,507	21,119	19,207	21,168	23,459
动圈器件	7,956	9,580	10,179	10,762	11,286
微机电系统器件	535	845	929	1,012	1,063
非声学业务	7,016	10,695	8,099	9,394	11,110
销售成本	(9,064)	(12,399)	(12,068)	(13,236)	(14,594)
毛利	6,443	8,720	7,139	7,932	8,865
其他收入	149	171	210	202	223
销售及营销开支	(291)	(365)	(327)	(360)	(399)
行政开支	(472)	(610)	(615)	(677)	(751)
研发成本	(1,166)	(1,664)	(1,575)	(1,736)	(1,924)
经营利润	4,663	6,252	4,832	5,361	6,016
财务成本	(67)	(165)	(198)	(126)	(87)
分占联营公司业绩	(9)	(7)	-	-	-
其他成本	46	(85)	60	-	-
税前利润	4,633	5,996	4,695	5,235	5,928
所得税开支	(609)	(671)	(540)	(602)	(682)
净利润	4,024	5,325	4,155	4,633	5,247
息税折摊前利润	5,662	7,467	6,754	7,668	8,576
息税前利润	4,700	6,161	4,892	5,361	6,016
每股盈利(人民币)	3.28	4.35	3.40	3.79	4.29
每股股息(人民币)	1.29	1.69	1.36	1.52	1.72

资产负债表(合并报表)

年结于12月31日(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	12,829	14,607	14,867	13,574	13,803
存货	2,623	3,398	3,472	3,808	4,187
应收贸易账款、应收票据及其他	6,156	7,155	6,578	7,249	8,012
银行结余及现金	3,864	4,034	4,797	2,497	1,584
其他流动资产	186	20	20	20	20
非流动资产	11,428	16,115	19,457	21,405	23,562
固定资产	9,494	13,526	16,781	18,636	20,697
其他非流动资产	1,934	2,589	2,677	2,769	2,865
总资产	24,257	30,722	34,324	34,979	37,366
流动负债	9,125	11,097	11,814	10,850	10,432
应付贸易账款、应付票据及其他	5,346	6,369	6,216	6,817	7,496
银行借贷	3,303	4,349	5,219	3,653	2,557
其他流动负债	476	379	379	379	379
非流动负债	917	2,074	2,466	1,306	962
长期负债	789	1,941	2,329	1,164	815
递延税项负债	48	46	46	46	46
其他非流动负债	80	87	92	96	101
总负债	10,042	13,171	14,280	12,156	11,394
股本	100	99	99	99	99
股份溢价及储备	14,115	17,452	19,945	22,724	25,872
总权益	14,215	17,551	20,044	22,824	25,971
总负债及权益	24,257	30,722	34,324	34,980	37,365
净现金/(负债)	(228)	(2,256)	(2,751)	(2,320)	(1,788)
营运资本	3,704	3,509	3,053	2,725	3,371
已动用资本总额	15,132	19,625	22,510	24,130	26,933
净负债率(%)	2	13	14	10	净现金
每股账面价值(人民币)	11.6	14.4	16.4	18.7	21.3

现金流量表(合并报表)

年结于12月31日(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	4,633	5,996	4,695	5,235	5,927
已付税项	(609)	(671)	(540)	(602)	(682)
折旧	953	1,295	1,845	2,289	2,542
摊销	10	11	17	17	18
营运资本变动	(438)	(751)	350	(406)	(463)
其他	197	(758)	-	-	-
经营活动现金流量	4,812	5,287	6,564	6,660	7,431
资本支出	(3,008)	(3,900)	(5,140)	(4,195)	(4,659)
出售	19	16	41	50	56
其他	(1,128)	(1,124)	(79)	(83)	(87)
投资活动现金流量	(4,117)	(5,009)	(5,178)	(4,228)	(4,690)
负债变动	2,201	2,362	-	(2,730)	(1,445)
已付股息	(1,314)	(1,662)	(1,662)	(1,853)	(2,098)
其他	(23)	(37)	-	-	-
融资活动现金流量	797	(14)	(602)	(4,709)	(3,632)
自由现金流	1,804	1,387	1,424	2,464	2,772
净现金流	1,491	264	784	(2,278)	(891)

主要比率

年结于12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率(%)					
收入	32	36	(9)	10	11
毛利	32	35	(18)	11	12
息税折摊前利润	36	32	(10)	14	12
息税前利润	38	34	(23)	11	12
净利润	29	32	(22)	12	13
每股盈利	30	33	(22)	12	13
利润率(%)					
毛利	41.5	41.3	37.2	37.5	37.8
息税折摊前利润	36.5	35.4	35.2	36.2	36.6
息税前利润	30.3	29.2	25.5	25.3	25.6
净利润	26.0	25.2	21.6	21.9	22.4
其他(%)					
实际税率	13	11	12	12	11
派息率	39	39	40	40	40
已动用资本回报率	27	27	18	19	19
平均净资产收益率	31	34	22	22	22
平均总资产收益率	28	27	21	22	24
利息覆盖倍数(倍)	70	37	25	42	69

半年度明细

年结于12月31日(人民币百万元)	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18E
收入	9,943	8,644	12,475	8,424	10,782
毛利	4,153	3,541	5,179	3,095	4,044
经营利润	3,140	2,529	3,723	2,047	2,785
税前利润	3,119	2,441	3,555	1,997	2,698
税项	(449)	(314)	(357)	(218)	(322)
净利润	2,670	2,127	3,198	1,778	2,376
毛利率(%)	41.8	41.0	41.5	36.7	37.5
经营利润率(%)	31.6	29.3	29.8	24.3	25.8
实际税率(%)	14.4	12.9	10.0	10.9	11.9
净利率(%)	26.9	24.6	25.6	21.1	22.0
每股盈利(人民币)	2.170	1.730	2.620	1.460	1.940
每股股息(人民币)	1.040	0.340	1.350	0.340	1.020

主要假设

年结于12月31日(百万件)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
受话器出货量	494	379	363	356	349
扬声器出货量	355	329	214	197	187
扬声器模组出货量	369	508	539	544	566
MEMS 出货量	261	503	518	544	572

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)



分析员核证

分析员，盛一然，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由於任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

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。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。