

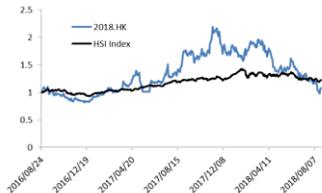
業內競爭激烈 盈利能力下滑

瑞聲科技(2018.HK)

科技硬件	
評級	買入
行業看法	增持
目標價	118 港元
上/下行空間	+43%
收市價	82.35 港元
52 周高低	78-185 港元
18 年 EPS	4.35 元人民幣
18 年 EPS 增長	-0.2%
18 年預測 PE	20.3X
市值	1,006 億港元

資料來源：公司資料、時富

股價相對表現圖



資料來源：公司資料、時富

時富研究部

research@cash.com.hk

27 Aug 2018

Tony Cheung

Tel: 852-2287-8847

tony.cheung@cash.com.hk

第二季度業績疲弱：2018 年第 2 季度收入為 37.86 億元人民幣，按季下降 18%，按年下降 15%，低於彭博的市場預期 47.24 億元人民幣，主因是 iPhone X 的需求疲弱及其組件庫存水平較高。受人民幣升值(18 年上半年按年增長 7.2%)及產品組合惡化(銷售更多金屬外殼，但觸控產品銷售下降)，毛利率下降 1.3 個百分點至 35.2%，低於彭博市場預期的 38.9%。不過，我們認為競爭激烈令平均售價下降亦是一個關鍵因素。營業利潤率為 21.6%，低於彭博市場預期的 27.8%。淨利潤為 6.53 億元人民幣，低於彭博市場預測的 10.95 億元人民幣。

未對 2018 年提供收入指引：瑞聲在第 2 季業績未有提供任何收入指引(之前的指引為 10-15%)。

聲學業務遜色：儘管規格升級和採用超線性揚聲器(SLS)，聲學分部收入在上半年僅按年增長 4%，另外，相信該業務毛利率下降主要因競爭激烈導致的規模損失和利用率下降所致。

產品升級及向 Android 靠攏：預料 SLS 採用率將繼續增加，而第二代 SLS 亦計劃於 2018 年第 4 季推出，或支持均價及毛利率。儘管人民幣貶值有利聲學業務將很大程度上較上半年改善，但我們認為激烈競爭依然在下半年產生很大的不確定性。展望未來，管理層表示 SLS 之採用率仍處於初部階段，但認為在未來 1-2 年內 Android 的採用率將達到 70-80%，同時 SLS 有很大的空間來升級其微型 HiFi 音質，我們認為這亦可增強用戶體驗，從而提升 ASP 和 GPM。

觸控馬達及精密器件/結構件業務受壓：觸控馬達及精密器件/結構件收入按年下降 17%，這是由於觸控馬達出貨量減少造成(第二季度終端需求疲軟和客戶的觸控馬達產品庫存過剩)。我們認為該業務毛利率約為 39%，按季持平。

看好螢幕發音激勵器和 Android 客戶增加：Android OEM 對瑞聲觸控馬達的採用勢頭依然健在(每月出貨量 3,000-5,000 萬的指引不變)，相信是受虛擬 HOME 鍵及功能鍵的新設計趨勢支持。目前從現有客戶(如小米/Oppo)拿取的訂單份額增加，同時亦有新 Android 客戶加入，加上有新款 iPhone 發布，我們預計下半年對觸控馬達有所提振；另一方面，管理層對 Android 採用螢幕發音激勵器頗為樂觀，其能夠使用智能手機屏幕產生聲音，取代傳統接收器，更為適用於全屏設計(接收器均價約 0.5 美元/單位，而螢幕發音激勵器約 1.5 美元/單位)。

光學發展理想：塑料鏡片的產能擴張進程理想(從目前的 2,000 萬/月升至年底 2,500-3,000 萬/月)，晶圓級玻璃(WLG)鏡片的產能有望擴大到 500-1,000 萬/月。我們預計，在 WLG 全面生產之前，新鏡頭業務貢獻增加可能會在短期內削弱公司利潤率。而在短中線而言，我們認為該業務規模太小，難對瑞聲業績產生任何重大影響。

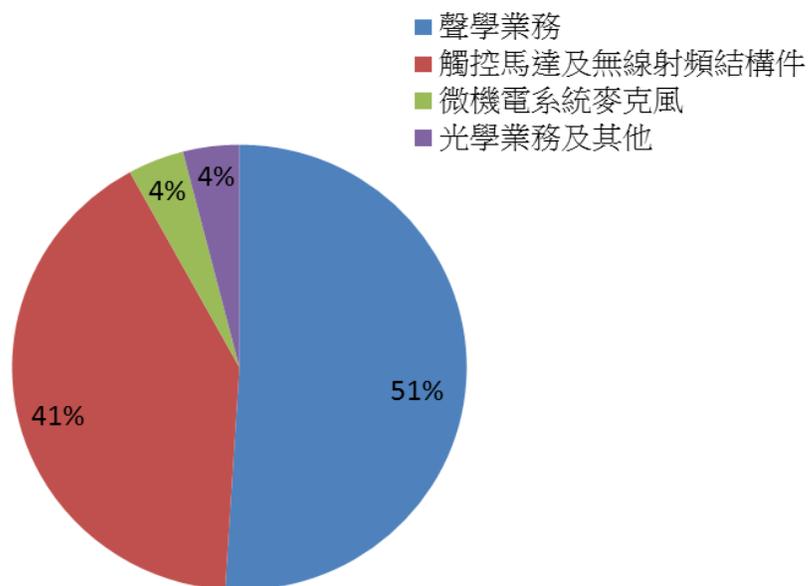
MEMS 前景向好：上半年微電子機械系統(MEMS)元件銷售按年增長 25%至 3.44 億元人民幣。瑞聲繼續改進其內部自製的數碼 ASIC 芯片，垂直整合有助於擴大旗下 MEMS 組件利潤率。瑞聲憑藉對研發之投入，通過硬件提高語音識別能力，有利進入智能揚聲器市場。但同樣，在短中線而言，我們認為該業務規模太小，難對瑞聲業績產生任何重大影響。

2019 年增長提速：瑞聲預計在 2019 年主要產品線的銷售額將實現兩位數增長。**(1)聲學方面**，第一代 SLS 將可滲透中端手機，而第二代 SLS 將被旗艦手機採用。管理層相信聲學業務的毛利率可恢復到 40%水平。**(2)觸控馬達方面**，瑞聲計劃將其產品線從觸控引擎擴展到螢幕發音激勵器、步進馬達及減速器(兩者用於彈出式攝像頭模組)，並且多觸控馬達將會有更多應用(如遊戲)。**(3)精密機械方面**，繼續搶佔 Android 客戶市場，而內部自製的「金屬框架+ 3D 玻璃」解決方案將獲得更多客戶的興趣，推動均價。**(4)光學方面**，2019 年的均價將隨著 5P 貢獻更多而增加 (2018 年 4P 佔比為 20%，瑞聲亦在進行 6P 設計)，受惠新客戶加入及規格升級，公司預計 2019 年鏡片的出貨量和平均售價將錄得增長。

維持「買入」，下調目標價至 118 港元：我們維持瑞聲的「買入」評級，考慮到業內競爭激烈，目標價下調 35.5%至 118 港元，基於市盈率目標 20 倍，表明有 43%上升空間。從長遠來看，我們亦看好瑞聲，主要因(1)產品升級(SLS 和螢幕發音激勵器)，(2)Android 手機的銷售貢獻增加，以及(3)光學鏡頭產能快速增長。

主要的下行風險：智能手機出貨量不足、聲學業務競爭加劇以及光學鏡頭業務收益率低於預期。

圖：瑞聲科技 2018 年上半年收入佔比



資料來源：時富、公司資料

瑞聲控股

損益表(百萬人民幣)				
截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E
收入	15,507	21,119	23,230	27,412
銷售成本	-9,065	-12,399	-14,333	-16,831
毛利	6,442	8,720	8,897	10,581
行政、銷售及推廣費用	-1,780	-2,468	-2,705	-3,163
研究及開發成本	-1,166	-1,664	-1,826	-2,198
其他支出	149	171	171	171
經營盈利	4,662	6,252	6,192	7,418
EBITDA	5,589	7,534	7,590	9,068
折舊	-906	-1,256	-1,370	-1,616
攤銷	-21	-26	-28	-34
EBIT	4,662	6,252	6,192	7,418
淨利息支出	-67	-165	-110	-132
聯營投資虧損	-9	-7	-7	-7
其他收益	46	-85	-85	-85
扣除所得稅前利潤	4,632	5,996	5,991	7,195
所得稅	-609	-671	-675	-854
扣除所得稅後利潤	4,024	5,325	5,316	6,341
非控制性權益	1	-1	-1	-1
其他損益	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0
經調整後扣除所得稅後利潤	4,025	5,325	5,315	6,340
非經常性損益	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	4,025	5,325	5,315	6,340
股息	-1,314	-1,662	-1,659	-1,979
儲備	2,711	3,662	3,656	4,361
每股盈利	3.28	4.36	4.35	5.19
每股股息	1.07	1.36	1.36	1.62

現金流量表(百萬人民幣)				
截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E
淨利潤	4,025	5,325	5,315	6,340
折舊	906	1,256	1,370	1,616
攤銷	21	26	28	34
淨營運資金變動	-353	-682	-1,062	-883
經營活動的現金流量	4,812	5,287	5,651	7,107
資本開支	-4,138	-5,286	-5,286	-5,286
其他非流動資產	-763	-566	566	0
其他非流動負債	37	5	-5	0
投資活動的現金流量	-4,117	-5,009	-4,726	-5,286
經營及投資活動的現金流量	695	278	926	1,821
股份發行所得款	157	-326	300	-1
債券發行所得款	2,284	2,197	1,418	1,563
可換股債券發行所得款	0	0	0	0
股息	-1,314	-1,662	-1,659	-1,979
融資活動的現金流量	797	-14	58	-417
淨現金流量	1,491	264	984	1,404
年初現金及現金等價物	2,224	3,864	4,034	5,018
調整	149	-95	0	0
年終現金及現金等價物	3,865	4,034	5,018	6,421
年終淨負債	228	2,256	2,690	2,849

資料來源：公司資料、時富

2018.HK, 買入, 目標價: 118

資產負債表(百萬人民幣)				
截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E
現金及現金等價物	3,864	4,034	5,018	6,421
可轉讓證券	111	9	111	111
應收賬款	6,156	7,155	8,739	10,311
存貨	2,623	3,398	3,846	4,516
其他非流動資產	75	11	99	116
總流動資產	12,829	14,607	17,812	21,477
長期投資	0	0	0	0
固定資產	9,494	13,526	17,443	21,113
商譽	89	89	89	89
其他無形資產	167	256	227	194
其他長期資產	1,678	2,244	1,678	1,678
總資產	24,257	30,722	37,250	44,551
短期債務	3,303	4,349	4,349	4,349
應收賬款及其他應收款	5,346	6,369	7,273	8,540
其他流動債務	476	379	635	746
總流動債務	9,125	11,097	12,257	13,635
長期債務	789	1,941	3,359	4,921
可換股債務	0	0	0	0
其他長期債務	128	133	128	128
總負債	10,042	13,171	15,743	18,684
非控制性權益	26	0	-1	-1
優先股權益	0	0	0	0
股本	100	99	100	100
留存收益	12,721	16,383	20,039	24,400
股息	-1,314	-1,662	-1,659	-1,979
其他權益及儲備	1,369	1,069	1,369	1,369
總權益	14,215	17,551	21,507	25,867
總權益及負債	24,257	30,722	37,250	44,551

重要比率				
	FY16	FY17	FY18E	FY19E
增速(%)				
收入	N/A	32.1%	36.2%	10.0%
每股盈利	29.6%	32.9%	-0.2%	19.3%
盈利能力(%)				
毛利率	41.5%	41.3%	38.3%	38.6%
EBITDA 利潤率	36.0%	35.7%	32.7%	33.1%
EBIT 利潤率	30.1%	29.6%	26.7%	27.1%
淨利潤率	25.9%	25.2%	22.9%	23.1%
有效稅率	13.1%	11.2%	11.3%	11.9%
派息率	32.7%	31.2%	31.2%	31.2%
股本回報率	28.4%	30.3%	24.7%	24.5%
資產回報率	16.6%	17.3%	14.3%	14.2%
流動比率(x)				
流動比率	1.41	1.32	1.45	1.58
利息覆蓋率	69.78	37.96	56.37	56.01
槓桿比率				
淨負債/EBITDA (x)	0.04	0.30	0.35	0.31
淨負債/權益 (%)	0.02	0.13	0.13	0.11
經營活動(日)				
應收賬款周轉天數	130.5	144.9	137.3	137.3
庫存周轉天數	61.7	58.7	60.4	60.1
應付帳款周轉天數	125.8	110.1	114.3	113.7
現金周轉期	66.4	93.5	83.5	83.7

資料來源：公司資料、時富