

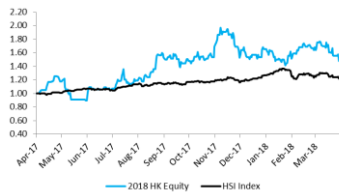
業績呈穩健 技術見優勢

瑞聲科技(2018.HK)

科技硬件	
評級	買入
行業看法	增持
目標價	183 港元
上/下行空間	+36%
收市價	134.6 港元
52 周高低	81.25-185 港元
18 年 EPS	5.73 元人民幣
18 年 EPS 增長	31.5%
18 年預測 PE	18.9X
市值	1,645 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

6 Apr 2018

Tony Cheung

Tel: 852-2287-8847

tony.cheung@cash.com.hk

業績穩健，指引保持不變：瑞聲 2017 年業績穩健，並指引今年收入按年增長超過 25%(與之前相同)，受惠於所有產品線的強勁增長。收入按年增長 36.2%，主要由於觸覺、射頻結構件(按年增長 51.2%，總收入的 49.7%)和聲學業務(按年升 20.4%，佔總收入 45.3%)的穩定增長帶動。觸覺及射頻結構件、MEMS 麥克風的毛利率擴張，被聲學元件(揚聲器模組、接收器等)的利潤率下降所抵消。

聲學升級態勢持續：瑞聲預計 2018 年聲學收入將以兩位數增長，這是由於均價受惠規格升級(立體聲和防水)以及超線性結構(SLS，可提供高質音響的微型設計新平台)。我們看到瑞聲在安卓陣營中推出了 SLS 的 Gen-1.0，2018 年銷售均價升幅可達 30%，出貨量為 1.5 億件。我們認為，中國智能手機品牌中的立體聲揚聲器及防塵防水解決方案之滲透率仍然較低，規格上有升級空間。而該設計不僅可用於智能手機(包括高/中/低端)，更可用於智能揚聲器、AR/VR 和汽車上。我們認為聲學業務的前景仍然光明。

MEMS 將成為另一亮點：2017 年 MEMS 麥克風收入為人民幣 8.47 億元，按年增長 58%，毛利率為 22.4%(相較於 2016 年為 8.8%)。2017 年 MEMS 產能將達到 8 億。瑞聲指數碼 ASIC 解決方案已準備大規模生產，其將積極擴大規模，目前其出貨量目標為 1 億件，現時內部 MEMS 晶片比例超過 MEMS 總出貨量的 10%。隨著 MEMS ASIC 內部供應的增加，MEMS 麥克風業務在銷量和利潤率上都出現反彈。我們認為 MEMS 麥克風業務中增加公司專有設計的 MEMS 晶片(垂直整合)的產品組合可以提高 MEMS 收入。

觸覺和射頻結構件穩健增長：鑑於瑞聲從安卓智能手機獲得更多訂單，公司預計其觸覺、射頻結構件收入增長強勁。對於未來的射頻結構件業務計劃，公司正在研究 MIMO 天線、天線調諧器和開關，以便為即將到來的 5G 設計，先整合旗下射頻結構件，相信有利於 2019-20 年 5G 推出後開展均價向上之長期趨勢。而公司更計劃在未來五年內擴展到移動設備以外的其他業務。瑞聲去年已開始向客戶運送 3D 玻璃外殼，預計今年出貨量或會增加。對於觸覺元件，安卓陣營的指引保持在 3,000-5,000 萬件。

光學業務發展處於正軌：瑞聲的塑料鏡片研發工作正按計劃進行，目標在第二季度達到每月 3,000 萬片的出貨量(從去年的 1,000 萬片增加到目前的 2,000 萬)。該公司預計將在 2-3 個月內充分利用產能。塑料鏡片的進展表明產量和利潤率

有所提高。由於 2017 年全年出貨量為 4,000 萬片（即意味著出貨量達到 100%），我們認為其執行力和鏡頭需求強勁有利光學業務發展。

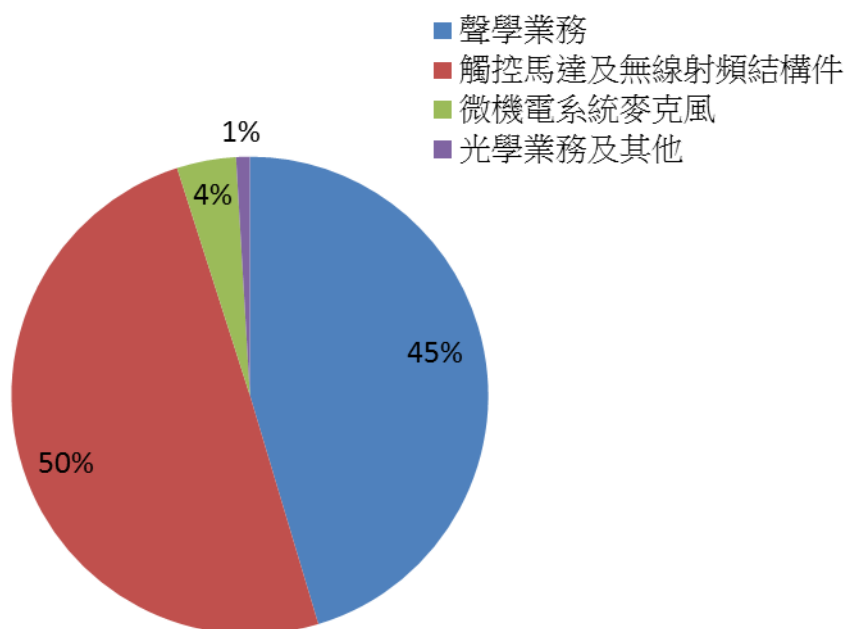
3D 感測將是另一上升潛力：瑞聲指旗下品圓級玻璃(WLG)及混合鏡頭已收到來自客戶的強烈反饋，並預計將在第二、三季開始出貨(當前 WLG 容量為每月 500 萬片，混合鏡頭容量為每月 300-500 萬，並於 2018 年底前達到每月 500-1,000 萬片的目標)。混合鏡頭組在 3D 感測應用方面具有熱穩定性的優勢，同時它有助實現更大光圈、更高的攝影成像之質量、強化眩光控制等等。

核心競爭力：瑞聲表示將繼續提供高性價比的產品，並通過以下方面進一步提高產品線效率：**(1)**智能及精密製造，實現更好的自動化和數碼化；以及**(2)**強大的電磁技術。

重申「買入」評級，目標價 183 港元：我們重申瑞聲的「買入」評級，考慮到收入及利潤低於我們預期，目標價下調 11%至 183 港元，這是基於 2018 年盈利增長預測 31.8%，及本年目標市盈率 25.6 倍，意味有 38%上行空間。我們看好瑞聲科技，主要基於**(1)**規格升級(包括防水和立體聲功能)驅動聲學產品均價增長、**(2)**來自射頻結構件解決方案及 3D 玻璃外殼來自 Android 手機的銷售貢獻增加，以及**(3)**光學鏡頭產能快速增長。鑑於其在 WLG 鏡頭和混合鏡頭方面的先進技術，我們相信市場將開始欣賞瑞聲在鏡頭領域的潛力。

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 2017 年收入佔比



資料來源：時富、公司資料

瑞聲控股

2018.HK, 買入, 目標價: 183

損益表(百萬人民幣)				
截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E
收入	15,507	21,119	27,454	33,220
銷售成本	-9,065	-12,399	-16,118	-19,503
毛利	6,442	8,720	11,336	13,716
行政、銷售及推廣費用	-1,780	-2,468	-3,259	-3,980
研究及開發成本	-1,166	-1,664	-2,163	-2,617
其他支出	149	171	171	171
經營盈利	4,662	6,252	8,077	9,737
EBITDA	5,589	7,534	9,729	11,736
折舊	-906	-1,256	-1,619	-1,958
攤銷	-21	-26	-34	-41
EBIT	4,662	6,252	8,077	9,737
淨利息支出	-67	-165	-93	-118
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	7,892	9,528
所得稅	-609	-671	-889	-1,130
扣除所得稅後利潤	4,024	5,325	7,003	8,397
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	7,002	8,397
非經常性損益	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	4,025	5,325	7,002	8,397
股息	-1,314	-1,662	-2,186	-2,621
儲備	2,711	3,662	4,816	5,775
每股盈利	3.28	4.36	5.73	6.87
每股股息	1.07	1.36	1.79	2.15

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	4,197	7,125
可轉讓證券	111	9	111	111
應收賬款	6,156	7,155	10,327	12,496
存貨	2,623	3,398	4,325	5,234
其他非流動資產	75	11	116	141
總流動資產	12,829	14,607	19,077	25,107
長期投資	0	0	0	0
固定資產	9,494	13,526	17,194	20,522
商譽	89	89	89	89
其他無形資產	167	256	222	182
其他長期資產	1,678	2,244	1,678	1,678
總資產	24,257	30,722	38,261	47,578
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	8,178	9,896
其他流動債務	476	379	714	864
總流動債務	9,125	11,097	13,242	15,109
長期債務	789	1,941	2,224	3,899
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	15,594	19,136
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	21,199	26,975
股息	-1,314	-1,662	-2,186	-2,621
其他權益及儲備	1,369	1,069	1,369	1,369
總權益	14,215	17,551	22,667	28,442
總權益及負債	24,257	30,722	38,261	47,578

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	7,002	8,397
折舊	906	1,256	1,619	1,958
攤銷	21	26	34	41
淨營運資金變動	-353	-682	-2,163	-1,234
經營活動的現金流量	4,812	5,287	6,492	9,162
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	1,766	3,876
股份發行所得款	157	-326	300	-1
債券發行所得款	2,284	2,197	284	1,675
可換股債券發行所得款	0	0	0	0
股息	-1,314	-1,662	-2,186	-2,621
融資活動的現金流量	797	-14	-1,603	-947
淨現金流量	1,491	264	163	2,928
年初現金及現金等價物	2,224	3,864	4,034	4,197
調整	149	-95	0	0
年終現金及現金等價物	3,865	4,034	4,197	7,125
年終淨負債	228	2,256	2,376	1,123

重要比率				
	FY16	FY17	FY18E	FY19E
增速(%)				
收入	32.1%	36.2%	30.0%	21.0%
每股盈利	29.6%	32.9%	31.5%	19.9%
盈利能力(%)				
毛利率	41.5%	41.3%	41.3%	41.3%
EBITDA 利潤率	36.0%	35.7%	35.4%	35.3%
EBIT 利潤率	30.1%	29.6%	29.4%	29.3%
淨利潤率	25.9%	25.2%	25.5%	25.3%
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%	30.9%	29.5%
資產回報率	16.6%	17.3%	18.3%	17.6%
流動比率(x)				
流動比率	1.41	1.32	1.44	1.66
利息覆蓋率	69.78	37.96	86.43	82.75
槓桿比率				
淨負債/EBITDA (x)	0.04	0.30	0.24	0.10
淨負債/權益 (%)	0.02	0.13	0.10	0.04
經營活動(日)				
應收賬款周轉天數	144.9	137.3	137.3	137.3
庫存周轉天數	61.7	58.7	57.5	57.5
應付賬款周轉天數	125.8	110.1	108.7	108.7
現金周轉期	80.8	85.9	86.1	86.1

資料來源: 公司資料、時富

資料來源: 公司資料、時富