

通力电子(1249 HK)

智能音箱及无线音讯产品业务增长未受影响

通力电子公布其 FY18 净利润同比上涨 11% 至 2.21 亿港元，而 FY18 收入则同比增长 24% 至 73 亿港元。主要受智能音箱、耳机、新音讯产品业务增长所影响，收入录得增幅。受原材料及人工成本增加所影响，公司毛利率同比下滑 2.5 个百分点至 11.4%。我们调整 FY19/FY20 每股盈利预测，以反映 8%/25% 的同比变化率。维持“买入”评级，将目标股价调整为 8.20 港元。

- FY18 净利润同比增加 11%。** 公司净利润达 2.21 亿港元，而收入增长 24% 至 73 亿港元，收入增幅大于净利润增幅。这主要是由于受原材料及人工成本增长所影响，毛利润率削减。FY18 毛利润率下滑 2.5 个百分点至 11.4%。
- 产品组合优化推动音讯产品业务。** FY18 音讯产品/耳机收入同比增长 24%/135% 至 55 亿/7 亿港元。音讯产品业务激增，智能音讯业务增幅强劲（同比增长 173%），其收入占总收入比重达 16.2%，上升 8.9 个百分点。新音讯销售同比增长 19% 至 38 亿港元。
- 智能音箱及新音讯产品将推动业务增长。** 管理层认为尽管 2018 年宏观环境较为不利，但市场对语音智能音箱的需求保持高涨，产品的人工智能助手深受消费者青睐。随着愈来愈多的消费者开始使用无线音箱，新音讯产品销售增长。
- 研发费用或保持高位。** 公司将投入更多资源开发技术，特别是智能语音音箱及辅助产品技术。FY18 研发费用占总收入比重达 3.5%。我们相信 FY19/FY20 将成为投资年，通力致力于发展公司智能设备、中/高端真无线入耳耳机、布网罩及精确注塑技术。
- 调整目标股价，维持“买入”评级。** 我们认为智能音箱及无线音讯产品业务增长将利好通力。受业务增长减缓，利润率下滑所影响，我们轻微下调未来预测。但公司正着力于优化其投入成本及提高生产效率，其毛利率有望于 FY19/20 轻微回升。我们预计 2019/2020 每股盈利增长至 0.92/1.15 港元。我们根据 DCF 模型将目标股价调整为 8.2 港元，目标股价意味着 2020 年市盈率 7 倍。估值吸引，维持“买入”评级。

投资总结

年结于 12 月	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收 (百万港元)	5,912	7,303	8,028	8,743	9,457
变化 (%)	39	24	10	9	8
净利润 (百万港元)	199	221	246	314	364
变化 (%)	31	11	11	28	16
每股盈利 (港元)	0.77	0.85	0.92	1.15	1.30
变化 (%)	25	10	8	25	14
市盈率 (倍)	9.1	8.2	7.6	6.1	5.4
市净率 (倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
价格/经营活动现金流 (倍)	7.3	5.8	5.2	4.5	3.3
企业价值/息税折摊前利润 (倍)	3.7	3.2	2.7	2.2	1.8
每股股息 (港元)	0.35	0.30	0.34	0.43	0.50
股息回报率 (%)	5.0	4.3	4.8	6.2	7.2

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

买入

目前股价

HK\$6.97

目标股价

HK\$8.20

中国 / 科技 / 电子组件

2019 年 4 月 23 日

冯皓霆 (SFC CE: BKB324)

(852) 3519 1201

ht.fung@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数 (百万股)	268
市值 (百万港元)	1,872
企业价值 (百万港元)	1,272
12 个月内日成交额 (百万港元)	0.7
12 个月波动率 (%)	53
FY19-21 预测市盈增长率 (倍)	0.4
FY17-19 预测平均净资产收益率 (%)	14
FY19 预测市净率 (倍)	1.0
FY19 预测净负债-股东权益比 (%)	净现金

股价表现 (%)

	1 个月	本年	12 个月
绝对值	20	18	(14)
相对恒指	18	10	(13)

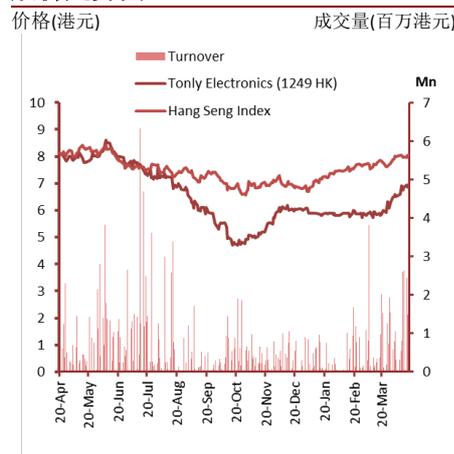
主要股东持股 (%)

TCL 集团股份有限公司	49
--------------	----

审计师

安永会计师事务所

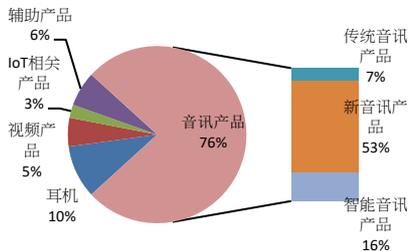
股价走势图



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

音讯产品组合表现强劲，推动 FY2018 业务增长

图 1:2018 年销售明细 (按产品)

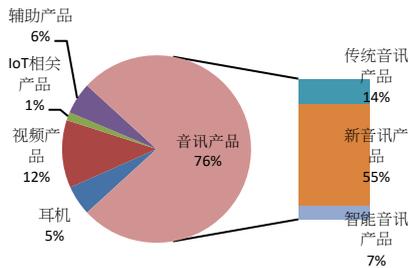


资料来源：公司资料

FY18 收入同比增长 24% 至 73 亿港元，但受全球贸易不确定性所影响，消费者警惕性提高，2H18 收入增幅减缓，仅同比增长 17%。音讯产品/耳机收入同比增长 24%/135% 至 55 亿/7 亿港元。鉴于智能音讯、耳机、IoT 产品及辅助产品销售激增，我们认为管理层对新业务增长较为乐观。其中，智能音讯产品同比增长 173% 至 12 亿港元，其收入占总收入比重达 16.2%，上涨 8.9 个百分点。新音讯销售同比增长 19% 至 38 亿港元。辅助产品同比增长 44% 至 4.63 亿港元。

根据近期所公布的 1Q19 销售明细，我们得出市场对语音智能音箱、家庭助手设备及无线音讯产品需求保持强劲。音讯产品（包括智能音箱、新型及传统音讯产品）同比增幅强劲，达 31%，但我们也看到 1Q18，特别是在新产品板块，对比基数较低。此外，耳机及辅助产品也表现良好，同比增幅几近两倍，但耳机销售增幅较 FY18 年底增长率轻微下滑。我们预计随着对比差距愈发减小，公司销售同比增幅将下滑。

图 2:2017 年销售明细 (按产品)



资料来源：公司资料

图 3:1Q19 销售业绩比较

百万港元	1Q2019	1Q2018	同比增幅	占收入比重%
音讯产品	1,082,817	828,907	31%	70%
耳机	197,862	102,072	94%	13%
视频产品	55,217	128,826	-57%	4%
IoT 相关产品	40,527	51,444	-21%	3%
辅助产品	164,712	82,639	99%	11%
总计	1,541,135	1,193,988	29%	100%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

缩小传统音视频产品生产规模

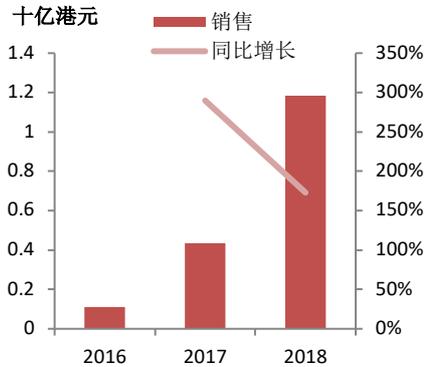
受商场需求下滑及市场向新音讯产品转换的趋势所影响，传统音讯产品销售同比下滑 37% 至 5.1 亿港元。DVD 播放机产业陈旧，逾趋下滑。受此影响，视频产品销售同比下滑 44% 至 3.82 亿港元。为了抵消产业下滑所带来的影响，通力计划持续调整资源结构，采取小团队、轻资产运营。

图 4：往绩财务数据

百万港元	1H2016	1H2016	1H2017	2H2017	1H2018	2H2018	环比增幅	同比增幅
收入	1,754	2,511	2,065	3,848	2,802	4,501	60%	17%
毛利润	259	340	309	516	342	490	43%	-5%
毛利率 (%)	14.8	13.5	15.0	13.4	12.2	10.9	-1.3ppt	-2.5ppt
税前利润	85	107	102	150	110	167	52%	11%
净收入	66	86	79	120	83	138	66%	15%
净利润率 (%)	3.8	3.4	3.8	3.1	3.0	3.1	0.1ppt	-
每股盈利 (港元)	0.270	0.351	0.322	0.467	0.328	0.518	58%	11%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

智能音箱/新型音频产品为增长奠定基础

图 5: 智能音箱销售增长


资料来源: 公司资料

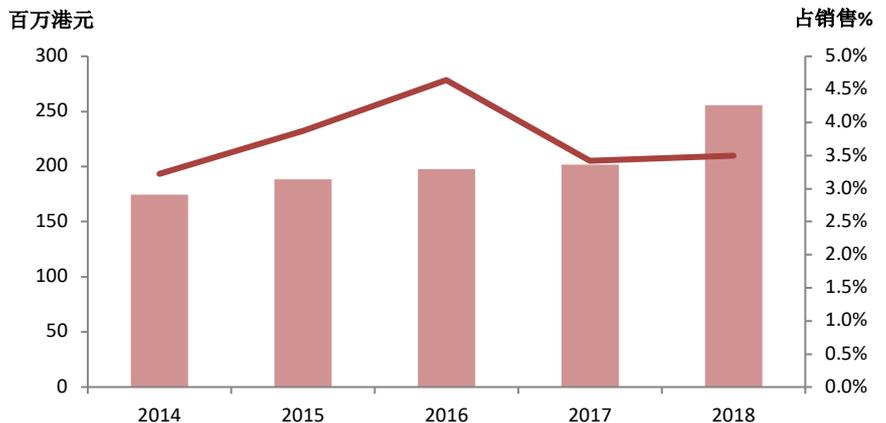
FY17/FY18 智能音箱销售同比增长 290%/173%，根据 Strategy Analytics，受全球智能音箱强劲需求所推动，2018 年全球出货量几乎翻番，达 8,600 万台。通力将继续发展智能音箱市场，巩固并强化其在新型音频市场的地位，专注于声霸及耳机产品业务发展。

作为全球互联网企业语音生态系统的核心合作伙伴，通力将随着生态系统的发展而成长，为用户提供下一代人机交互体验并扩展到各个市场。

我们预计智能家居助手及真无线耳机(TWS)的广泛采用将推动 FY19E/FY20E 音频收入增长。尽管传统音频产品仍有可能继续下滑，但我们预计新型音频/智能音箱/耳机产品将走强，实现低双位数增长，因为去年增速较高。

图 6: 新型音频/耳机销售增长


资料来源: 公司资料

图 7: 过往研发费用及占比


资料来源: 公司资料、东方证券（香港）

图 8: Tonly Tonic T8C


- 内置 Alexa 的智能音箱
- 参考 Alexa 规格
- 双麦克风语音捕捉
- 配置四个 5W 音箱

资料来源: 公司资料

研发支出或继续保持高位

公司致力于在开发技术方面投入更多资源，尤其是智能语音音箱及部件产品。FY18 研发占总收入的 3.5%。我们相信 FY19/FY20 将是投资年，因为通力旨在开发新型智能设备、中/高端真无线耳机、布网罩及精密注塑技术。我们预计 FY19/FY20 研发支出将占总收入的 3.8%/3.9%。

此外，为积极应对中国的劳动力短缺及工资上涨问题，通力正在优化其人力资源系统，并通过自动化升级其工作流程。公司还在越南建设一个工厂（资本支出：约 2,000 万美元），将于 2020 年完工，以规避中国/美国的贸易不确定性，并利用当地人力资源及优惠政策。

修订目标价并维持买入评级

由于宏观经济放缓,尤其是第四季度转差,下半年收入及 FY18 净利润放缓,我们就温和的增长率及利润率调整盈利预测。我们预计视频及传统音频产品将进一步减弱,而智能音箱/新型音频/部件产品将推动增长。成本结构将不断优化。

我们预计收入将同比增长 10%/9%至 80 亿港元/87 亿港元,预计 2019/2020 年毛利率将扩大 2.1 个百分点/0.5 个百分点至 13.5%/14.0%。我们估计 2019/2020 年净收入将达 2.46 亿港元/3.14 亿港元,每股盈利将增长 8%/25%。我们采用 DCF 模型,我们的目标价为 8.2 港元,相当于 9 倍/7 倍 2019/2020 年预测市盈率,而历史平均值为 10 倍。

图 9: 历史市盈率



资料来源: 彭博资讯

图 10: 通力电子的 DCF 模型假设

加权平均资本成本率	11.5%
永续增长率	1%
终值现值(百万港元)	1,039
自由现金流总现值(百万港元)	1,535
净现金/负债(百万港元)	668
每股价值(港元)	8.20
DCF 模型折让率	
目标价(港元)	8.20
上升空间	18%

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 11: 通力电子的模型修订

百万港元	2019E				2020E			
	修订	初始	变化(%)	同比(%)	修订	初始	变化(%)	同比(%)
营业收入	8,028	9,003	(10.8)	9.9	8,743	10,274	(14.9)	8.9
视频产品	267	409	(34.6)	-30.0	187	287	(34.8)	-30.0
音频产品(包括耳机)	6,918	-	-	10.7	7,550	-	-	9.1
IoT相关产品	255	-	-	45.0	308	-	-	21.0
部件产品及其他	588	-	-	18.2	697	-	-	18.6
毛利润	1,082	1,298	(16.7)	31.2	1,222	1,500	(18.5)	13.0
息税前利润	335	479	(30.0)	31.1	422	586	(28.0)	25.9
税前利润	314	471	(33.2)	24.8	401	578	(30.6)	27.6
净利润	246	371	(33.6)	24.0	314	456	(31.1)	27.6
毛利率(%)	13.5	14.4	-0.9 ppt	-0.5 ppt	14.0	14.6	-0.6 ppt	0.5 ppt
经营利润率(%)	4.2	5.3	-1.1 ppt	-0.1 ppt	4.8	5.7	-0.9 ppt	0.7 ppt
净利润率(%)	3.1	4.1	-1.1 ppt	-0.3 ppt	3.6	4.4	-0.8 ppt	0.5 ppt

资料来源: 公司资料、彭博资讯、东方证券(香港)

图 12: 通力电子的 DCF 模型(基于经修订盈利预测)

百万港元	2019E	2020E	2021E	2022E	2027E
税前收入	314	401	465	516	738
已付税项	(68)	(87)	(101)	(112)	(160)
折旧及摊销	132	162	214	221	485
营运资本变动	(35)	(75)	(47)	(18)	(36)
资本支出	(327)	(501)	(266)	(272)	(748)
自由现金流(百万港元)	16	(100)	266	335	279

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 13: 同业估值比较

公司	彭博代码	评级	收市价 (港币)	目标价 (港元)	市值 (十亿港元)	市盈率(倍)			市盈增长率 (倍) 19E-21E	企业价值/息税折 摊前利润(倍) 19E	市净率 (倍) 19E	股息收益率 (%) 19E	股本回报率 (%) 18A	净负债率 (%) 18A
						18	19E	20E						
香港上市公司														
通力电子	1249 HK	买入	6.97	8.20	1.9	8.2	7.6	6.1	0.4	2.7	1.0	4.9	15	净现金
瑞声科技	2018 HK	增持	54.1	51.0	65.6	14.4	18.4	15.8	1.2	8.9	3.0	2.4	19.6	9.4
比亚迪电子	285 HK	增持	13.64	11.4	30.7	11.5	10.7	9.4	1.0	4.2	1.7	1.8	14.9	净现金
舜宇光学	2382 HK	买入	99.55	106.0	109.2	37.0	25.9	19.8	1.1	13.7	10.1	1.1	29.8	净现金
通达集团	698 HK	增持	0.92	1.00	6.0	10.2	6.7	5.6	0.3	4.8	1.0	4.7	9.2	57.0
丘钛科技	1478 HK	持有	8.58	5.00	9.8	282.0	22.5	17.2	0.9	11.0	3.9	0.6	1.2	51.3
平均值						14.4	14.6	15.8	1.0	8.9	2.3	1.8	14.7	39.2
中国及台湾上市公司														
歌尔股份	002241 CH	未评级	10.16	-	38.6	34.2	22.2	19.1	0.08	11.5	2.1	0.7	17.1	18.1
国光电器	002045 CH	未评级	6.03	-	3.3	-	-	-	-	-	1.7	-	(14.0)	85.4
英业达	2356 TT	未评级	24.5	-	22.4	12.9	12.8	11.1	1.50	7.4	1.6	6.6	11.2	12.6
鸿海	2317 TT	未评级	91.6	-	322.9	12.6	11.2	10.5	1.46	6.6	1.0	3.8	10.7	净现金
平均值						12.9	12.8	11.1	1.0	7.4	1.6	3.8	10.9	15.3

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(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	5,912	7,303	8,028	8,743	9,457
视频产品	685	382	267	187	131
音频产品(包括耳机)	4,774	6,248	6,918	7,550	8,176
IoT 相关产品	83	176	255	308	354
部件产品及其他	370	497	588	697	796
销售成本	(5,088)	(6,471)	(6,946)	(7,521)	(8,129)
毛利	825	832	1,082	1,222	1,327
其他收入	100	168	136	149	161
销售及分销开支	(175)	(150)	(225)	(245)	(265)
行政开支	(270)	(280)	(321)	(332)	(359)
研发开支	(202)	(256)	(305)	(337)	(340)
其他经营开支	(22)	(17)	(32)	(35)	(38)
经营利润	256	298	335	422	486
财务成本	(7)	(21)	(21)	(21)	(21)
分占联营公司损益	4	5	-	-	-
税前利润	248	277	314	401	465
所得税开支	(53)	(61)	(68)	(87)	(101)
净利润	199	221	246	314	364
息税折摊前利润	340	394	467	584	700
息税前利润	256	298	335	422	486
每股盈利(港元)	0.77	0.85	0.92	1.15	1.30
每股股息(港元)	0.35	0.30	0.34	0.43	0.50

现金流量表(合并报表)

年结于 12 月(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	252	282	314	401	465
已付税项	(43)	(93)	(68)	(87)	(101)
折旧	83	94	131	160	212
摊销	2	2	1	2	2
营运资本变动	(96)	(73)	(35)	(75)	(47)
其他	137	210	145	176	230
经营活动现金流	242	306	336	395	527
资本支出	(152)	(383)	(327)	(501)	(266)
出售	8	16	12	15	20
其他	(0)	19	(26)	7	(43)
投资活动现金流	(144)	(349)	(341)	(479)	(289)
负债变动	-	65	-	-	-
已付股息	(62)	(91)	(77)	(86)	(110)
其他	68	(7)	-	-	-
融资活动现金流	6	(33)	(77)	(86)	(110)
自由现金流	44	(171)	16	(100)	266
净现金流	103	(76)	(81)	(171)	128

半年度明细

年结于 12 月(百万港元)	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18
收入	2,511	2,065	3,848	2,802	4,501
毛利	340	309	516	342	490
经营利润	108	104	152	116	182
税前利润	107	102	150	110	167
税项	(22)	(23)	(31)	(27)	(34)
净利润	86	79	120	83	138
毛利率(%)	13.5	15.0	13.4	12.2	10.9
经营利润率(%)	4.3	5.0	3.9	4.1	4.0
实际税率(%)	20.2	22.5	20.3	24.3	20.6
净利润率(%)	3.4	3.8	3.1	3.0	3.1
每股盈利(港元)	0.351	0.322	0.467	0.328	0.518
每股股息(港元)	0.250	-	0.350	-	0.300

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

资产负债表(合并报表)

年结于 12 月(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,359	3,719	3,929	4,065	4,504
库存	959	1,268	1,142	1,233	1,336
应收账款、票据及其他应收款项	1,474	1,631	2,114	2,330	2,537
银行结余及现金	850	749	668	497	626
其他流动资产	76	70	5	5	5
非流动资产	754	986	1,184	1,508	1,587
固定资产	563	818	1,002	1,328	1,361
预付土地租赁款项	71	66	96	94	139
于联营公司的投资	25	-	-	-	-
递延税项资产	81	79	79	79	79
其他非流动资产	14	22	6	7	7
总资产	4,113	4,705	5,113	5,573	6,091
流动负债	2,600	3,014	3,342	3,575	3,838
应付账款、票据及其他应付款项	2,212	2,591	2,912	3,144	3,408
应付税项	-	73	80	80	80
拨备	241	218	218	218	218
其他流动负债	147	132	132	132	132
非流动负债	18	15	15	15	15
递延税项负债	18	15	15	15	15
总负债	2,618	3,030	3,357	3,590	3,853
股本	268	268	249	249	249
股份溢价及储备	1,227	1,406	1,506	1,734	1,988
总权益	1,495	1,675	1,756	1,983	2,238
总负债及权益	4,113	4,705	5,113	5,573	6,091
净现金/(负债)	850	850	749	668	497
营运资本	759	759	705	586	490
已动用资本总额	1,513	1,513	1,691	1,770	1,999
净负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
每股账面价值(港元)	5.942	6.549	7.174	8.066	9.058

主要比率

年结于 12 月	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率(%)					
收入	39	24	10	9	8
毛利	38	1	30	13	9
息税折摊前利润	26	16	19	25	20
息税前利润	33	16	13	26	15
净利润	31	11	11	28	16
每股盈利	25	10	8	25	14
利润率(%)					
毛利	13.9	11.4	13.5	14.0	14.0
息税折摊前利润	5.7	5.4	5.8	6.7	7.4
息税前利润	4.3	4.1	4.2	4.8	5.1
净利润	3.4	3.0	3.1	3.6	3.9
其他(%)					
实际税率	22	22	22	22	22
派息率	0	35	35	35	35
已动用资本回报率	13.1	13.1	13.3	15	16
平均净资产收益率	14	14	14	16	17
平均总资产收益率	9	9	10	11	12
利息覆盖倍数(倍)	35	14	16	20	23

主要假设

年结于 12 月	2017	2018	2019E	2020E	2021E
视频产品增长	(41)	(44)	(30)	(30)	(30)
音频产品增长	54	24	7	7	6
耳机增长	-	135	40	25	20

分析员核证

分析员，冯皓霆，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。