

证券研究报告—动态报告

港股

电子元器件 (HS)

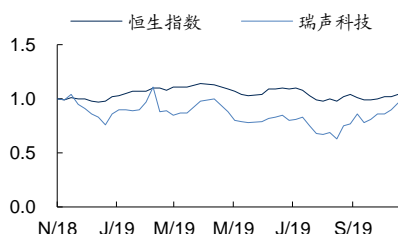
瑞声科技(02018)

买入

合理估值: 56~59 港元 昨日收盘 51.6 港元 维持评级

2019年11月11日

一年该股与恒生指数走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,222/1,222
总市值/流通(百万港币)	62,933/62,933
上证综指/深圳成指	2,964/9,895
12个月最高/最低(港币)	59.60/33.55

相关研究报告:

《中芯国际-00981.HK-重大事件快评: 受益于国产化替代, EUV 推迟交货不影响短期业绩》——2019-11-08
 《海外市场专题-半导体研究专题一: 从三个维度看芯片设计》——2019-10-30
 《区块链行业点评: 区块链时代: 信息互联网向价值互联网转变》——2019-10-29
 《舜宇光学科技-02382.HK-重大事件快评: 摄像模组出货增速放缓, 有利于毛利率提升》——2019-10-21
 《舜宇光学科技-02382.HK-重大事件快评: 华为发布四摄 mate30 系列, 舜宇有望受益》——2019-10-21

证券分析师: 何立中

电话: 010-88005322
 E-MAIL: helz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516110003

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

海外公司财报点评

最坏时候已经过去, Q3 开始复苏

● 2019 年 Q3 收入同比增 3%, 环比增长 31%

2019Q3 收入 50 亿元微升 3%, 业务呈现出逐步复苏的趋势(18Q4 同比下降 32.2%, 19Q1 同比下降 19.1%, 19Q2 同比增长 0.8%)。2019Q2 是公司自 2005 年上市以来的业绩最低点, 单季度毛利率下降至 25%, 2019Q3 毛利率回升至 29.5%, 我们认为大客户的供应商战略调整和智能手机出货量增速放缓的影响已经过去, 公司业绩从 2019Q3 开始复苏。

● 声学业务收入和毛利率环比双升

2019 年 Q3 声学收入和毛利率继续改善, 收入环比增长 29% 至人民币 23 亿元, 毛利率环比提升 6.1 个百分点至 33.3%。2019 年前九个月, 声学分部收入同比下降 13% 至人民币 59 亿元, 毛利率同比下跌 6.6 个百分点至 31.3%。

● 光学: 年底出货量有望突破 6000 万

2019 年 Q3 光学 Q3 收入同比增长 80% 至人民币 3.13 亿元, 2019 年前九个月收入同比增长 76% 至人民币 7.3 亿元。2019 年年底单月出货量突破 6000 万。公司的 WLG 潜望镜镜头产品计划于 2020 年全面上市。

● 电磁传动及精密结构件: 收入和毛利率均上升

2019 年 Q3 收入与毛利率均强劲增长, 收入环比增长 37% 至 21 亿元, 毛利率提升 2.6 个百分点至 29.5%。

● 维持“买入”评级

我们上调盈利预测, 预计 2019~2021 年收入分别为 177.6 亿元/210.4 亿元/247.7 亿元(原 170.5 亿元/187.1 亿元/209.5 亿元), 增速-2.1%/18.5%/17.7%, 2019~2021 净利润分别为 21.4 亿元/26.8 亿元/31.5 亿元(原 20.3 亿元/22.3 亿元/23.9 亿元), 增速为-43.6%/25.2%/17.3%。因为公司的业绩环比逐渐改善, 我们上调公司 2019 年合理 PE 估值区间至 28~30 倍(原 24~25 倍), 对应股价 56~59 港元(原 44~46 港元), 维持“买入”评级。

● 风险提示

智能手机创新进展缓慢, 竞争对手低价抢市场, 光学业务进展缓慢。

盈利预测及市场重要数据	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,131	17,759	21,040	24,769
(+/-%)	-14.1%	-2.1%	18.5%	17.7%
净利润(百万元)	3,796	2,142	2,682	3,145
(+/-%)	-28.7%	-43.6%	25.2%	17.3%
每股收益(元)	3.11	1.76	2.20	2.58
毛利率	37.2%	29.2%	28.4%	28.2%
经营利润率	23.3%	13.8%	14.5%	14.4%
净利率	20.9%	12.1%	12.7%	12.7%
净资产收益率 (ROE)	20.0%	10.9%	13.2%	14.8%
市盈率 (PE)	14.8	26.2	20.9	17.9
EV/EBITDA	11.3	16.4	13.8	12.3
市净率 (PB)	2.98	2.87	2.76	2.63

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理预测,

内容目录

2019 年 Q3 收入毛利率双增	4
声学：收入毛利率环比双升	4
光学：年底出货量有望突破 6000 万	5
电磁传动及精密结构件：收入和毛利率均回升	5
维持“买入”评级	5
风险提示	6
财务预测与估值	7
国信证券投资评级	8
分析师承诺	8
风险提示	8
证券投资咨询业务的说明	9

图表目录

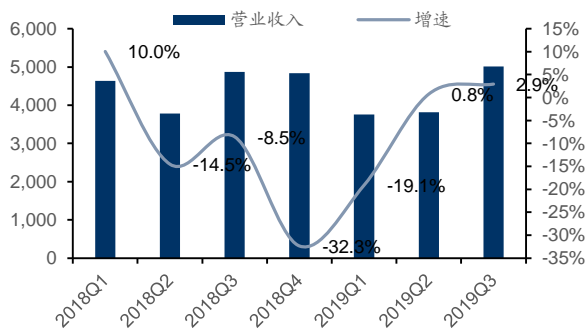
图 1: 公司季度营业收入.....	4
图 2: 公司毛利率	4
图 3: 2019 第一季度业务重大进展.....	4
表 1: 盈利预测及市场重要数据	错误!未定义书签。

2019 年 Q3 收入毛利率双增

2019 年 Q3 公司收入 50 亿元，同比增长 3%。2019Q3 收入 50 亿元微升 3%，业务呈现出逐步复苏的趋势(18Q4 同比下降 32.2%，19Q1 同比下降 19.1%，19Q2 同比增长 0.8%)。

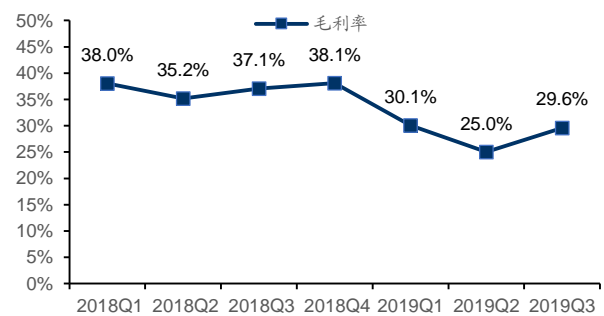
Q3 毛利率 29.6%，环比上升 4.6 个百分点，同比下跌 7.5 个百分点；净利润为人民币 7 亿元，净利率为 13.9%，环比提升 5 个百分点，同比下跌 6.1 个百分点。

图 1：公司季度营业收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

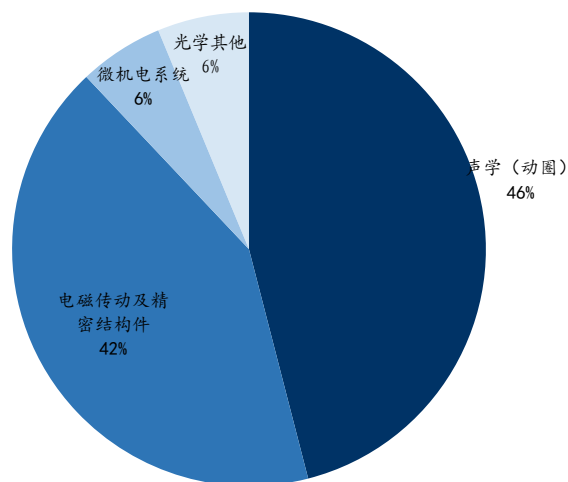
图 2：公司毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司收入构成保持稳定，声学 and 电磁传统及精密结构件贡献主要收入，2019Q3 贡献收入比分别为 46%、42%。

图 3：2019Q3 公司收入构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

声学：收入毛利率环比双升

2019 年 Q3 声学收入和毛利率继续改善，收入环比增长 29% 至人民币 23 亿元，毛利率环比提升 6.1 个百分点至 33.3%。2019 年前九个月，声学分部收入同比

下降 13%至人民币 59 亿元，毛利率同比下跌 6.6 个百分点至 31.3%。

公司在 2019 年新推出的“经典级”超线性结构产品，已覆盖多个安卓主流旗舰机型。“经典级”超线性结构产品具有更优异的声学性能，有效音膜振幅比“入门级”提升 30%以上，将大幅改善市场上现有终端产品的音质。

2019 年第三季度，超线性结构产品在安卓市场总出货量的占比进一步提升至 60%，有望于年底达到 65%。

光学：年底出货量有望突破 6000 万

2019 年 Q3 光学业务产能利用率进一步提高，塑料镜头产品渗透至更多主流安卓客户，更高规格的订单占比正在持续上升，镜头出货量和平均单价较第二季度都有提升。光学 Q3 收入同比增长 80%至人民币 3.13 亿元，2019 年前九个月收入同比增长 76%至人民币 7.3 亿元。

2019 年年底单月出货量突破 6000 万。公司的晶圆级玻璃镜片技术量产工作也取得重要进展，WLG 潜望镜镜头样品测试性能超过业界同类水平，高像素镜头项目已开始进入准备阶段，产品计划于 2020 年全面上市。

电磁传动及精密结构件：收入和毛利率均回升

2019 年 Q3 收入与毛利率均强劲增长，收入环比增长 37%至 21 亿元，毛利率提升 2.6 个百分点至 29.5%。2019 年前九个月，电磁传动及精密结构件分部收入同比下降 4%至人民币 52 亿元，毛利率同比下跌 9.1 个百分点至 29.5%。

线性马达的出货量与平均单价的环比均有提升，第三季度的收入和毛利率比上季度均有提高。

横向振动线性马达进一步渗透至更多安卓旗舰机型，近期部分主流手机品牌发布的多款“侧边虚拟按键”安卓旗舰机型，赢得了市场与消费者的积极反馈，预计横向振动线性马达将被市场更广泛的采用。

步进电机模块业务 2019 年第三季度的出货量环比增长了数倍，收入与毛利率环比均有所改善。基于目前强劲的客户需求，预计 2019 年第四季度的出货量和毛利率将进一步增长。

精密结构件业务方面，出货量继续保持强劲增长，并进一步渗透至更多安卓高端机型，2019 年第三季度的出货量环比增长了 35%，同比增长了 68%，但受材料成本提升等因素影响，导致第三季度收入较二季度大幅增长，但毛利率环比略有下跌。

维持“买入”评级

我们上调公司盈利预测，预计公司 2019~2021 年收入分别为 177.6 亿元/210.4 亿元/247.7 亿元（原预测 170.5 亿元/187.1 亿元/209.5 亿元），增速分别为 -2.1%/18.5%/17.7%，2019~2021 净利润分别为 21.4 亿元/26.8 亿元/31.5 亿元（原预测 20.3 亿元/22.3 亿元/23.9 亿元），增速分别为 -43.6%/25.2%/17.3%。

表 1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,131	17,759	21,040	24,769
(+/-%)	-14.1%	-2.1%	18.5%	17.7%
净利润(百万元)	3,796	2,142	2,682	3,145
(+/-%)	-28.7%	-43.6%	25.2%	17.3%
每股收益(元)	3.11	1.76	2.20	2.58
毛利率	37.2%	29.2%	28.4%	28.2%
EBIT Margin	23.3%	13.8%	14.5%	14.4%
净利率	20.9%	12.1%	12.7%	12.7%
净资产收益率 (ROE)	20.0%	10.9%	13.2%	14.8%
市盈率 (PE)	14.8	26.2	20.9	17.9
EV/EBITDA	11.3	16.4	13.8	12.3
市净率 (PB)	2.98	2.87	2.76	2.63

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

因为公司的业绩环比逐渐改善, 我们上调公司 2019 年合理 PE 估值区间至 28~30 倍 (原 24~25 倍), 对应股价 56~59 港元 (原 44~46 港元), 维持“买入”评级。

表 2: 同类公司估值

	主营业务	市值 (亿元)	18 营收 (亿元)	18 净利 (亿元)	2018 毛利率%	2019H1 毛利率%	2019H1 声学相关毛利率	PETTM	PE19	
2018.HK	瑞声科技	48%声学、40%含马达精密结构件	557	182.3	38.0	37.2	27.5	30.10%	21.9	21.4
002241.SZ	歌尔股份	70%声学相关	646	236.1	8.7	18.3	14.9	24.70%	64.8	51.0
002475.SZ	立讯精密	77%含声学、马达的消费电子	1,843	356.9	27.2	20.7	18.9	18.93%	46.6	45.5

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 (20191108)

风险提示

1. 智能手机创新进展缓慢, 整体出货量不及预期。
2. 竞争对手低价抢声学、马达市场份额。
3. 光学业务进展不及预期, 短期拉动公司业绩增长。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	4059	2852	3044	4158	营业收入	18131	17759	21040	24769
应收款项	4484	5470	5327	4914	营业成本	(11388)	(12569)	(15064)	(17795)
存货净额	3319	3518	3809	4079	毛利润	6743	5191	5977	6973
其他流动资产	123	166	175	184	销售费用	(317)	(311)	(351)	(401)
流动资产合计	11985	12006	12355	13335	管理费用	(2162)	(2415)	(2546)	(2980)
固定资产	15558	17964	20076	21929	财务费用	5978	4193	5102	5873
无形资产及其他	531	510	488	467	投资收益	(1750)	(1749)	(2044)	(2302)
投资性房地产	1795	1795	1795	1795	资产减值及公允价值变动	4228	2443	3058	3571
长期股权投资	17884	20269	22359	24192	其他收入	(181)	(84)	(100)	(98)
资产总计	29869	32275	34715	37527	营业利润	6	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	3493	3493	3842	4226	营业外净收支	220	0	0	0
应付款项	3424	4752	5717	6801	利润总额	4310	2380	2980	3495
其他流动负债	1400	1836	2157	2557	所得税费用	(514)	(238)	(298)	(349)
流动负债合计	8317	10080	11715	13584	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	2428	2428	2428	2428	归属于母公司净利润	3796	2142	2682	3145
其他长期负债	190	190	190	190					
长期负债合计	2618	2618	2618	2618	现金流量表 (百万元)				
负债合计	10935	12699	14333	16202	净利润	3796	2142	2682	3145
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	18934	19577	20381	21325	折旧摊销	1750	1749	2044	2302
负债和股东权益总计	29869	32275	34715	37527	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	181	84	100	98
关键财务与估值指标					营运资本变动	459	535	1128	1619
每股收益	3.11	1.76	2.20	2.58	其它	0	0	0	0
每股红利	2.18	1.23	1.54	1.81	经营活动现金流	6005	4427	5854	7066
每股净资产	15.49	16.07	16.73	17.51	资本开支	(3738)	(4134)	(4134)	(4134)
ROIC	19.0%	10.3%	12.0%	13.7%	其它投资现金流	11	0	0	0
ROE	20.0%	10.9%	13.2%	14.8%	投资活动现金流	(3727)	(4134)	(4134)	(4134)
毛利率	37.2%	29.2%	28.4%	28.2%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	23.3%	13.8%	14.5%	14.4%	负债净变化	487	0	0	0
EBITDA Margin	33.0%	23.6%	24.3%	23.7%	支付股利、利息	(2665)	(1500)	(1877)	(2202)
收入增长	-14.1%	-2.1%	18.5%	17.7%	其它融资现金流	2102	0	349	384
净利润增长率	-28.7%	-43.6%	25.2%	17.3%	融资活动现金流	(2252)	(1500)	(1528)	(1818)
资产负债率	36.6%	39.3%	41.3%	43.2%	现金净变动	25	(1207)	192	1114
息率	4.7%	2.7%	3.3%	3.9%	货币资金的期初余额	4034	4059	2852	3044
P/E	14.8	26.2	20.9	17.9	货币资金的期末余额	4059	2852	3044	4158
P/B	3.0	2.9	2.8	2.6	企业自由现金流	2194	349	1791	3000
EV/EBITDA	11.3	16.4	13.8	12.3	权益自由现金流	4624	273	2050	3297

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032