

中国：电子零组件

2018年2月26日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**28.5%**

 日期 **2018/02/26**

收盘价	HK\$155.60
十二个月目标价	HK\$200.00
前次目标价	HK\$190.00
香港恒生指数	31,498.6

资讯更新：

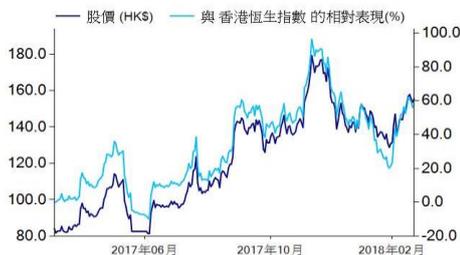
- ▶ 本中心目标价由 190 港元调高至 200 港元，以反映每股收益预估上修。
- ▶ 本中心渠道调查显示瑞声的混合镜头将进一步切入大出货量的机种，且 2018 年下半年 iPhone 声学元件内容价值可望持续增加。

本中心观点：

- ▶ 瑞声仍为本中心智慧型手机供应链的首选个股之一。我们持续认为瑞声的内容价值将持续提升，主要动能包括 SLS、混合镜头、3D 玻璃及 5G/LCP 天线。

公司简介： 瑞声声学科技从事微型声学元件之设计与制造，其产品应用于手机、MP3 播放器以及其他手持装置。

股价相对香港恒生指数表现



市值	RMB154,023.9 百万元
六个月平均日成交量	RMB432.5 百万元
流通在外股数(百万股)	1,222.0
自由流通股数比例	48.0%
大股东：持股比例	行政总裁 潘政民, 40.3%
净负债比率	(8.2%)
每股净值 (2018F)	RMB21.18
市净率 (2018F)	6.12 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入	15,507	20,593	26,984	33,257
营业利润	4,514	5,925	7,993	10,032
税后净利润*	4,026	5,215	6,996	8,781
每股收益(元)	3.28	4.27	5.72	7.19
每股收益年增长率 (%)	29.6	30.2	34.2	25.5
市盈率 (倍)	38.45	29.54	22.02	17.54
净资产收益率 (%)	28.4	27.6	27.0	25.4
股利收益率 (%)	1.0	1.4	1.8	2.3
每股股利(元)	1.30	1.71	2.29	2.87

*归属股东税后净利润

报告分析师：
蒲得宇 CFA

+886 2 3518 7913

jeff.pu@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

Bloomberg Code: 701A

瑞声科技 (2018 HK)

虽处于成熟产业，内容价值仍持续成长

混合镜头发展探讨：本中心先于 [1月22日发布报告](#) 中强调瑞声将取得 4-5 项专案订单，近期本中心渠道调查显示，瑞声可望于 2018 年下半年切入 3D 感测 Tx 镜头市场，与欧菲光合作为华为 2018 年下半年的大出货量机种 Mate 供货，并极可能取得小米的 3D 感测专案订单。在成像摄像头方面，我们认为瑞声的解决方案 (光圈高达 f/1.4) 市场份额逐渐提高，系因其取得 2018 年 Vivo 前置镜头订单及 2018 年底/2019 年华为后置镜头订单。在 iPhone 方面，我们持续认为瑞声可能成为 iPhone 后置 Tx (2019 年下半年) 或混合 Rx 镜头的首家供应商，两者均可能采用 1G3P。

2018 年下半年 iPhone 内容价值可能高于预期：相较于担忧 LCD iPhone 的规格调降，本中心近期供应链调查显示，声学元件的设计可能与 iPhone X 类似，且 OLED 机种的单价可能有中个位数涨幅。因此，Apple 的综合平均声学内容价值将持续成长。我们认为 2018 年下半年 LCD iPhone 仍将采用触觉元件，但可能移除 3D 触控功能。也就是说，就功能上而言，LCD iPhone 采用单价 9-10 美元的 iPhone X 触觉元件可能并不合理。然而，为维持使用者经验，我们预期 LCD iPhone 的规格将与 iPhone 8 相当，表示 2018 年下半年 iPhone 的平均触觉元件内容价值仍将提升。除了平均售价，我们预估瑞声在触觉元件的市场份额也将持续提升，系因日系 (可能也包括中国) 竞争对手的规模缩小。

其他题材 (5G 天线、Android SLS 等) 稳健；目标价回调至 200 港元：除了上述利多，我们认为本中心先前强调 2019 年 Android (GS9、GN9、HOV) 的强劲 SLS 采用率及 5G 天线也将成为重要成长动能。瑞声股价已自近期低点反弹 21%，但目前估值仍相当于 23 倍/18 倍市盈率，而 2018-19 年每股收益年复合增长率达 30%，3 年平均市盈率达 18 倍，且在各种高毛利率动能的带动下，毛利率/盈利表现均将大幅增强。考量 iPhone 平均售价/市场份额假设值提高，本中心将 2018/19 年每股收益预估值上修 2%/3%，目标价因而从 190 港元回调至 200 港元。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策应仅将本报告视为其中一项考量因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。本报告为摘要版，请联系本中心取得原始英文版。

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
现金与短期投资	2,224	3,864	3,987	4,262	7,086
存货	1,718	2,623	3,485	4,509	5,510
应收帐款及票据	4,216	6,159	8,179	10,717	13,208
其他流动资产	23	183	243	318	392
流动资产	8,181	12,829	15,894	19,806	26,197
长期投资	386	400	494	594	694
固定资产	7,080	9,494	13,085	16,240	18,728
什项资产	774	1,534	1,534	1,534	1,534
其他资产	8,239	11,428	15,113	18,368	20,957
资产总额	16,420	24,257	31,007	38,175	47,153
应付帐款及票据	2,959	5,397	7,171	9,276	11,336
短期借款	1,159	3,304	4,243	2,151	139
什项负债	208	425	565	740	912
流动负债	4,326	9,125	11,978	12,167	12,387
长期借款	649	789	0	0	0
其他负债及准备	91	128	128	128	128
长期负债	740	917	128	128	128
负债总额	5,066	10,042	12,106	12,295	12,515
股本	100	100	100	100	100
资本公积	748	1,010	521	521	521
保留盈余	10,460	13,079	18,281	25,259	34,018
换算调整数	0	0	0	0	0
股东权益	11,307	14,189	18,901	25,880	34,638

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
本期净利润	3,110	4,024	5,215	6,996	8,781
折旧及摊提	528	529	1,726	2,162	2,528
本期营运资金变动	(226)	(353)	(1,029)	(1,356)	(1,335)
其他营业资产	(212)	(567)	6	0	0
营运活动之现金流量	3,201	3,634	5,918	7,801	9,975
资本支出	(2,817)	(3,949)	(5,300)	(5,300)	(5,000)
本期长期投资变动	(6)	(14)	(100)	(100)	(100)
其他资产变动	353	(154)	(17)	(17)	(17)
投资活动之现金流量	(2,469)	(4,117)	(5,417)	(5,417)	(5,117)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	218	2,111	150	(2,092)	(2,012)
其他调整数	(939)	(1,314)	(528)	(17)	(23)
融资活动之现金流量	(721)	797	(378)	(2,109)	(2,034)
本期产生现金流量	62	314	123	276	2,824
自由现金流量	732	(483)	501	2,385	4,858

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入	11,739	15,507	20,593	26,984	33,257
销货成本	(6,867)	(9,064)	(12,044)	(15,581)	(19,040)
营业毛利	4,872	6,443	8,549	11,403	14,217
营业费用	(1,662)	(1,929)	(2,624)	(3,410)	(4,185)
营业利润	3,210	4,514	5,925	7,993	10,032
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(22)	(67)	(146)	(112)	(40)
利息收入净额	(22)	(67)	(146)	(112)	(40)
投资利益(损失)净额	0	0	(6)	0	0
其他业外收入(支出)净额	247	186	147	160	160
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	3,435	4,633	5,920	8,041	10,152
所得税费用	(325)	(609)	(705)	(1,045)	(1,371)
税后净利润*	3,107	4,026	5,215	6,996	8,781
税前息前折旧摊销前净利	3,738	5,043	7,650	10,155	12,560
每股收益 (RMB)	2.53	3.28	4.27	5.72	7.19
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	2.53	3.28	4.27	5.72	7.19

资料来源：公司资料、元大

*归属于股东净利润

主要财务报表分析

年初至 12 月	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
年成长率 (%)					
营业收入	32.2	32.1	32.8	31.0	23.2
营业利润	29.2	40.6	31.3	34.9	25.5
税前息前折旧摊销前净	24.1	34.9	51.7	32.7	23.7
税后净利润	34.1	29.6	29.5	34.2	25.5
每股收益	34.05	29.57	30.17	34.15	25.53
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	41.5	41.5	41.5	42.3	42.7
营业利润率	27.3	29.1	28.8	29.6	30.2
税前息前 折旧摊销前净利率	31.8	32.5	37.1	37.6	37.8
税后净利润率	26.5	26.0	25.3	25.9	26.4
资产报酬率	20.9	19.8	18.9	20.2	20.6
净资产收益率	27.5	28.4	27.6	27.0	25.4
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	15.9	28.8	22.4	8.3	0.4
净现金(负债)权益比 (%)	3.7	(1.6)	0.0	0.0	0.0
利息保障倍数 (倍)	157.5	70.3	41.6	72.9	254.4
利息及短期债	2.9	1.4	1.4	3.6	56.9
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	145.8	54.4	40.6	69.7	248.9
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	2.7	1.1	1.3	3.4	55.7
流动比率 (倍)	1.9	1.4	1.3	1.6	2.1
速动比率 (倍)	1.5	1.1	1.0	1.3	1.7
净负债 (RMB 百万元)	(416)	228	256	(2,112)	(6,947)
每股净值 (RMB)	9.21	11.55	15.47	21.18	28.35
评价指标 (倍)					
市盈率	51.3	39.5	30.4	22.7	18.0
股价自由现金流量比	208.6	(316.0)	303.2	63.7	31.3
市净率	14.1	11.2	8.4	6.1	4.6
股价税前息前折旧摊销 前净利比	40.8	30.3	19.9	15.0	12.1
股价营收比	13.0	9.8	7.4	5.6	4.6

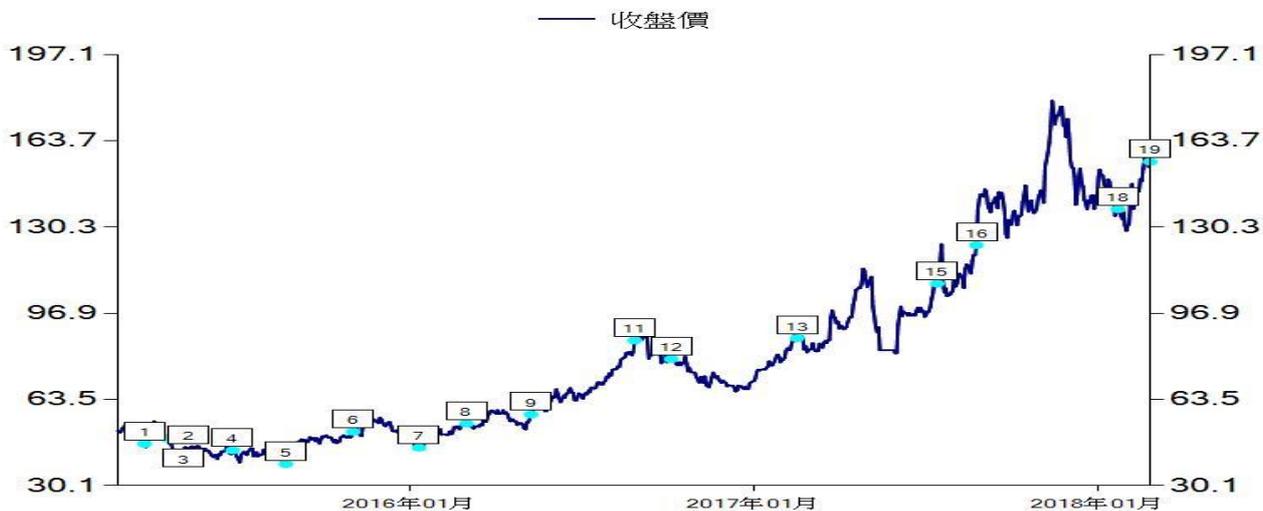
资料来源：公司资料、元大

附录 A: 重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

瑞声科技 (2018 HK) - 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评等	分析师
1	2015/03/26	48.75	56.00	56.00	买进	蒲得宇
2	2015/04/23	48.30	61.00	61.00	买进	蒲得宇
3	2015/05/11	42.70	59.00	59.00	买进	蒲得宇
4	2015/06/30	43.80	56.00	56.00	买进	蒲得宇
5	2015/08/24	38.45	53.00	53.00	买进	蒲得宇
6	2015/11/04	51.00	60.00	60.00	买进	蒲得宇
7	2016/01/12	44.80	47.00	47.00	持有-超越同业	蒲得宇
8	2016/03/03	54.10	48.00	48.00	持有-落后同业	蒲得宇
9	2016/05/12	57.70	54.00	54.00	持有-落后同业	蒲得宇
10	2016/08/28	82.00	95.00	95.00	持有-落后同业	蒲得宇
11	2016/08/29	86.40	96.00	96.00	买进	蒲得宇
12	2016/10/05	79.25	98.00	98.00	买进	蒲得宇
13	2017/02/17	87.35	115.00	115.00	买进	蒲得宇
14	2017/05/14	96.00	120.00	120.00	买进	蒲得宇
15	2017/07/17	108.40	140.00	140.00	买进	蒲得宇
16	2017/08/25	123.30	150.00	150.00	买进	蒲得宇
17	2017/11/12	169.40	200.00	200.00	买进	蒲得宇
18	2018/01/22	135.90	190.00	190.00	买进	蒲得宇
19	2018/02/26	155.60	200.00	200.00	买进	蒲得宇

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

目前元大研究分析个股评等分布

评级	追踪个股数	%
买入	152	33%
持有-超越同业	91	20%
持有-落后同业	20	4%
卖出	4	1%
评估中	186	41%
限制评级	3	1%
总计:	456	100%

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2018 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般资讯，文中所载资讯或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资标的之要约或要约之引诱。报告资料之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资标的，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对资料之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细资料之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名

元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细资料之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部

元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼