



# 传统业务竞争加剧，业绩不及预期

——瑞声科技（2018.HK）2018Q3 点评

2018年11月9日

强烈推荐/首次

瑞声科技 | 财报点评

|    |                          |                       |
|----|--------------------------|-----------------------|
| 谭可 | 分析师                      | 执业证书编号：S1480510120013 |
|    | Email: tanke@dxzq.net.cn | Tel: 010-66554011     |

## 事件：

瑞声科技（2018.HK）于11月8日发布公司2018财年三季度业绩。Q3单季度营业收入48.69亿元，同比下滑8.5%；毛利为18.04亿元，同比下滑18.0%；净利润9.73亿元，同比下滑28.8%，低于市场预期20%；净利率同比下跌5.7个百分点至20.0%。2018年前三季度，公司累计实现营业收入133亿元人民币，同比下滑4.8%；毛利48.99亿，同比下滑14.7%；净利润27.52亿元，同比下滑21.2%，2018年Q1-Q3基本每股收益2.25元。

## 公司财务指标

| 指标        | 2016       | 2017       | 2018E      | 2019E      | 2020       |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入（千元）  | 15,506,828 | 21,118,566 | 20,250,761 | 21,537,979 | 24,241,609 |
| 营收增长率     | 31%        | 36.2%      | -4.1%      | 6.4%       | 12.6%      |
| 毛利率       | 41.5%      | 41.3%      | 37.5%      | 36.1%      | 34.4%      |
| 净利润（千元）   | 4,024,435  | 5,325,177  | 4,470,312  | 4,672,696  | 5,049,987  |
| 净利润增长率    | 29.6%      | 32.3%      | -16.1%     | 4.5%       | 8.1%       |
| 净利率       | 26.0%      | 25.2%      | 22.1%      | 21.7%      | 20.8%      |
| 每股基本收益（元） | 3.28       | 4.35       | 3.66       | 3.82       | 4.13       |
| PE        | 19.2       | 26.7       | 13.47      | 12.89      | 11.93      |
| ROE       | 28.9%      | 32.1%      | 26.2%      | 25.3%      | 24.1%      |

资料来源：公司公告 东兴证券研究所

## 观点：

### ➤ 全球智能手机市场持续疲弱，存量市场竞争加剧，公司收入低于预期：

- 声学业务2018年Q3收入25亿元，同比下跌1.2%。2018Q1-Q3累计收入同比增长2.0%至68亿元，该分部前三季度累计收入占总营收51%，增量来自为安卓客户推出的超线性结构平台（SLS）和扬声器模块业务（出货量同比增长20%）；
- 触控马达及精密器件、精密结构件业务下滑明显。2018年Q3由于出货量减少、市场价格存压、旧产品价格跌幅加大的因素，该分部收入下滑21.3%至19亿元。2018Q1-Q3累计收入下跌18.3%至53亿元，该分部前三季度累计收入占总营收40%；
- MEMS器件2018Q3收入同比下滑11.9%至2.68亿元，2018Q1-Q3实现收入6亿元，同比上升5.5%，该分部前三季度累计收入占总营收5%；

- 光学业务从去年下半年开始投产以来, 需求持续增加。2018Q3收入同比增长约2倍至1.74亿元。2018Q1-Q3累计收入同比增长4倍多, 达4.14亿元, 该分部前三季度累计收入占总营收3%。
- **营用费用率与同期保持稳定, 净利率下滑主要受毛利率下跌所致。**毛利率方面, 公司2018前三季度毛利率同比下滑4.2个百分点至36.9%, 主要受前九个月人民币升值(毛利率下降4.2个百分点中1.5个百分点受此影响)、全球智能手机市场疲弱、智能手机升级周期放缓导致的产品组合较差与出货量下滑所致。具体来看, 声学业务2018Q3毛利率同比下跌4.7个百分点至38.6%; 触控马达及精密器件、精密结构件业务毛利率同比下跌3.5个百分点至38.1%; MEMS器件毛利率同比提升8.2个百分点至25.7%, 因前两分部业务占比超总营收90%, 因此导致综合毛利率下滑明显。2018Q3公司营业费用率为12.9%, 维持与去年同期持平, 环比下降1个百分点, 因此公司净利润及净利率的不利变化主要是由于毛利率下跌所致。
- **传统业务持续创新升级, 光学业务为未来最大看点。**公司声学业务处于规格升级周期低谷, 存量产品遇价格压力, 未来公司计划加速超线性结构平台升级, 持续为安卓旗舰机型推出升级版本, 通过提高中高端市场及安卓客户群渗透以提高声学部分的收入和毛利率。触控马达及精密器件、精密结构件业务方面, 公司表示荧幕发声及新的步进电机模组有助于打造更具创新的智能手机, 将有望在未来推动该分部业绩回暖。光学业务仍处于培育阶段, 性价比优势明显, 随著规模效应持续提升, 预计公司光学产品良率及毛利率将呈上升趋势, 2018年末预计月产能将增加至4000万颗。公司 WLG 玻璃镜头一旦进入大规模量产, 将对整体业绩产生显著提振作用, 因此, 我们认为中长期来看光学业务依然是未来最大看点。

## 结论:

公司传统业务面临终端客户销量减少和同行竞争加剧双重压力, 但传统产品属于中高端系列, 毛利率及净利率都高于竞争对手, 激烈竞争下仍具一定优势。同时, 在市场疲软情况下, 公司着眼于产品创新与技术研发, 加深平台升级, 以拓宽产品线, 从而提升单机价格与毛利水平。与此同时, 公司光学业务增量明显, 未来机会与挑战并存。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 3.66元、3.82 元、4.13 元, 当前价格对应 PE 分别为 13.5X、12.9X、11.9X, 考虑到其龙头优势, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

## 风险提示:

智能手机销量不及预期, 声学及线性马达市场竞争加剧, 光学WLG玻璃镜头良率不及预期, 人民币汇率大幅波动。

**公司盈利预测表**

| 千元人民币                 | 2016       | 2017       | 2018E      | 2019E      | 2020E      |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 收入                    | 15,506,828 | 21,118,566 | 20,250,761 | 21,537,979 | 24,241,609 |
| 已售货品成本                | 9,064,317  | 12,398,639 | 12,664,627 | 13,760,100 | 15,912,869 |
| 毛利                    | 6,442,511  | 8,719,927  | 7,586,134  | 7,777,879  | 8,328,740  |
| 其他收入                  | 148,997    | 171,203    | 183,260    | 183,260    | 183,260    |
| 分销及销售开支               | -291,150   | -365,195   | -365,204   | -380,433   | -432,682   |
| 行政开支                  | -472,102   | -609,991   | -600,728   | -402,817   | -468,942   |
| 研发成本                  | -1,165,669 | -1,663,667 | -1,558,790 | -1,677,290 | -1,876,911 |
| 分占联营公司业绩              | -8,535     | -6,616     | 0          | 0          | 0          |
| 出售一家附属公司之收益           | 428        | -          | 0          | 0          | 0          |
| 出售可供出售投资之损失           |            |            | 0          | 0          | 0          |
| 汇兑亏损/收益               | 45,322     | -29,129    | -4,734     | -4,734     | 0          |
| 融资成本                  | -66,812    | -164,711   | -205,342   | -205,342   | 0          |
| 其他开支及亏损               | -          | -55,524    | 0          | 0          | 0          |
| 最终结清获利能力代价之收益         |            |            | 147,830    | 0          | 0          |
| 按公允价值列入损益之金融资产之公允价值亏损 |            |            | -93,056    | 0          | 0          |
| 税前溢利                  | 4,632,990  | 5,996,297  | 5,089,370  | 5,290,523  | 5,733,466  |
| 税项                    | -608,555   | -671,120   | -619,058   | -617,827   | -683,479   |
| 年/期内溢利                | 4,024,435  | 5,325,177  | 4,470,312  | 4,672,696  | 5,049,987  |
| 年内溢利/亏损归属             |            |            |            |            |            |
| 本公司拥有人                | 4,025,665  | 5,324,579  | 4,470,312  | 4,672,696  | 5,049,987  |
| 非控股股东                 | -1,230     | 598        | 0          | 0          | 0          |
| 每股盈利-基本               | 3.28       | 4.35       | 3.66       | 3.82       | 4.13       |

资料来源: 公司公告 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：谭可

海外研究组组长，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股市场。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。