

买入

光学业务逐步推进,WLG 镜头市场首秀

瑞声科技(2018.HK)

2021-04-29 星期四

目标价: **53.5 港元**
 现价: 43.9 港元
 预计升幅: 21.9%

重要数据

日期	2021-04-28
收盘价 (港元)	43.90
总股本 (亿股)	12.1
总市值 (亿港元)	520.5
净资产 (百万元)	21,820
总资产 (百万元)	38,911
52 周高低 (港元)	63.95 / 35.80
每股净资产 (元)	17.51

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Sapphire Hill (11.16%)
 K&G International (10.59%)

相关报告

深度报告: 声学与马达企稳回升, 光学有望跨越式增长-20191205

业绩点评: 2019 业绩基本符合预期, 光学仍是主要增长动力-20200326

点评报告: 引入小米产投基金与 OPPO, 光学业务有望加速-202000723

研究部

姓名: 杨森

SFC: BJO644

电话: 0755-21519178

Email: yangsen@gyzq.com.hk

➤ **声学北美客户份额稳定, 安卓标准化小腔体扬声器模组渗透提升, 驱动声学盈利改善**

声学产品公司在北美客户端保持约 30% 的稳定份额, 预计今年有望受益于客户出货量增长。20Q4 公司声学毛利率环比提升 5.2ppts 至 31.9%, 主要得益于安卓声学业务产线精细化管理逐见成效, 毛利率改善显著。随着小腔体扬声器模组在安卓客户中不断渗透, 预计 21 年小腔体扬声器模组占安卓出货量比例提升至 20%-30%, 盈利向上弹性增强, 乐观估计 21 年安卓声学毛利率有望略超 30%。

➤ **塑料镜头及模组放量, 毛利率持续爬坡**

公司 20Q4 光学收入 5.36 亿, 同比增长 57%, 环比增长 13%, 占四季度收入比例为 11.2%。**塑料镜头:** 出货量方面, 20Q4 出货 1.46 亿颗, 环比增长 10.6%; 其中 4P 和 5P 塑料镜头占比约 80%, 6P 镜头约 7%, 预计 6P 占比今年有望提高到 15%-20% 的份额。毛利率方面, 20Q4 塑料镜头毛利率环比提高 3.4ppts 至 28%, 随着未来产能利用率、良率以及出货量的持续上升, 预计 21 年毛利率有望超 30%。**模组:** 目前产能为 800w/月, 生产线 15 条, 随着订单量的增加, 后续生产线有望扩展到 25-30 条, 21Q2 实现盈亏平衡。

➤ **WLG 镜头 21Q1 出货, 4 月 27 日首秀于 Redmi K40 游戏增强版**

WLG 镜头第一个项目(1G5P)已于 21Q1 出货, 4 月 27 日产品首秀于 Redmi K40 游戏增强版, 为 64MP 主摄镜头。第二个 WLG 项目(1G6P)开始导入客户认证。虽然量产初期 WLG 镜头出货量不大, 预计对 21 年业绩贡献有限, 但公司有望陆续导入更多项目, 赋予光学业务更大的增长弹性。

➤ **给予“买入”评级, 目标价 53.51 港元:**

公司声学盈利能力改善, 光学塑料镜头产能及毛利逐步爬坡, WLG 项目有序推进。我们预测公司 2021/2022 年收入为 202.29/219.45 亿, 分别同比增长 16.9%/8.5%; 净利润 20.01/ 24.06 亿, 分别同比增长+32.8%/+20.2%。参照公司过往平均估值水平, 给予公司 2021 年 27 倍 PE, 对应目标价为 53.51 港元, 较现价有 21.89% 的涨幅空间, 维持“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	18,131	17,642	20,229	21,945	23,651
同比增长(%)	-1.4%	-4.2%	16.9%	8.5%	7.8%
净利润	2,222	1,507	2,001	2,406	2,990
同比增长(%)	-41.5%	-32.2%	32.8%	20.2%	24.3%
净利润率(%)	12.3%	8.5%	9.9%	11.0%	12.6%
每股盈利(元)	1.84	1.25	1.66	1.99	2.47
PE@43.9HKD	19.95	29.41	22.15	18.42	14.83

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)预测

报告正文

声学北美客户份额稳定，安卓标准化小腔体扬声器模组渗透提升，驱动声学盈利改善

北美客户：声学产品公司在北美客户端保持约 30% 的稳定份额，预计今年有望受益于客户出货量增长。

安卓客户：20Q4 公司声学毛利率环比提升 5.2ppts 至 31.9%，主要得益于安卓声学业务产线精细化管理逐见成效，毛利率改善显著。随着小腔体扬声器模组在安卓客户中不断渗透，预计 21 年小腔体扬声器模组占安卓出货量比例提升至 20%-30%，盈利向上弹性增强，乐观估计 21 年安卓声学毛利率有望略超 30%。

图 1：公司声学收入及毛利率情况-分季度

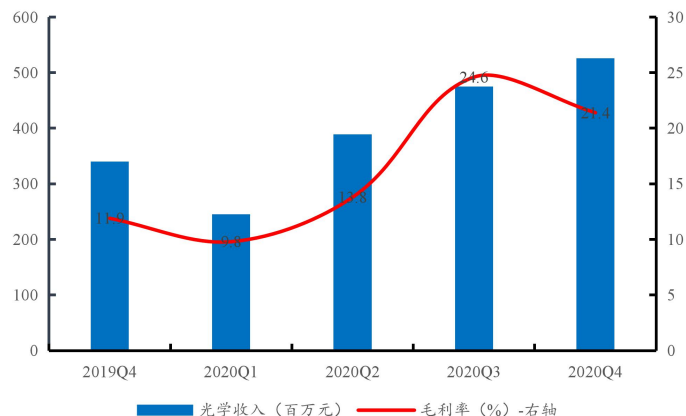


资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

塑料镜头及模组放量，毛利率持续爬坡

公司 20Q4 光学收入 5.36 亿，同比增长 57%，环比增长 13%，占四季度收入比例为 11.2%。

图 2：公司光学收入及毛利率情况-分季度

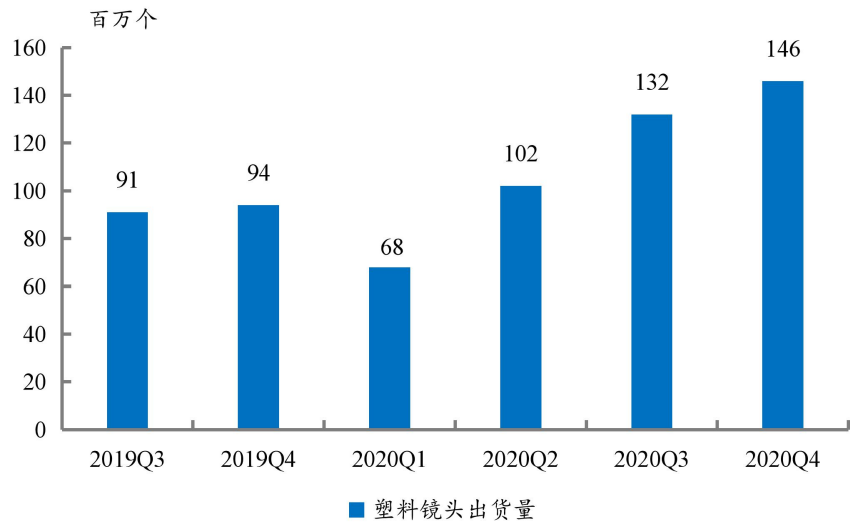


资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

塑料镜头：出货量方面，20Q4 出货 1.46 亿颗，环比增长 10.6%；其中 4P 和 5P 塑料镜头占比约 80%，6P 镜头约 7%，预计 6P 占比今年有望提高到 15%-20% 的份额。毛利率方面，20Q4 塑料镜头毛利率环比提高 3.4ppts 至 28%，随着未来产能利用率、良率以及出货量的持续上升，预计 21 年毛利率有望超 30%。

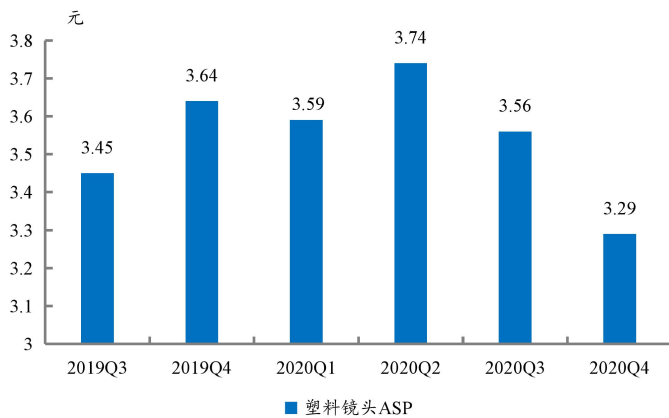
模组：目前产能为 800w/月，生产线 15 条，随着订单量的增加，后续生产线有望扩展到 25-30 条，21Q2 实现盈亏平衡。

图 3：塑料镜头出货量-分季度



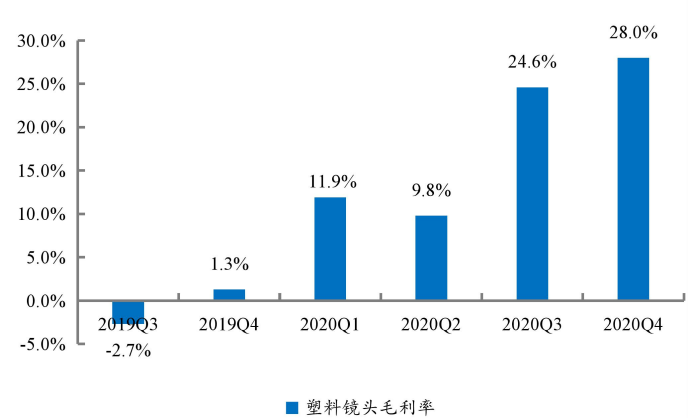
资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 4：塑料镜头 ASP-分季度



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 5：塑料镜头毛利率-分季度



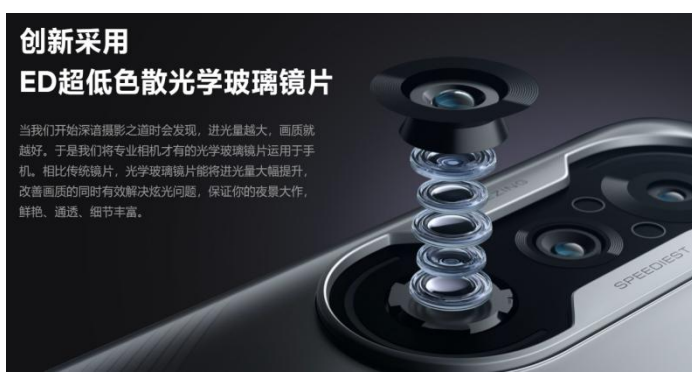
资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

WLG 镜头 21Q1 出货，4 月 27 日首秀于 Redmi K40 游戏增强版

WLG 镜头第一个项目（1G5P）已于 21Q1 出货，4 月 27 日产品首秀于 Redmi K40 游戏增强版，为 64MP 主摄镜头。第二个 WLG 项目（1G6P）开始导入客户认证。虽然量产初期 WLG 镜头出货量不大，预计对 21 年业绩贡献有限，但公司有望陆续

导入更多项目，赋予光学业务更大的增长弹性。

图 6: Redmi K40 游戏增强版搭载 WLG 镜头



资料来源：小米官网、国元证券经纪(香港)整理

图 7: WLG 镜头与全塑料镜头成像对比图



资料来源：小米官网、国元证券经纪(香港)整理

投资建议

公司声学盈利能力改善，光学塑料镜头产能及毛利逐步爬坡，WLG 项目有序推进。我们预测公司 2021/2022 年收入为 202.29 (+16.9%) / 219.45 (+8.5%) 亿，净利润 20.01 (+32.8%) / 24.06 (+20.2%) 亿。参照公司过往平均估值水平，给予公司 2021 年 27 倍 PE，对应目标价为 53.51 港元，较现价有 21.89% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值

	收盘价(当地货币)		净利润(百万元)				PE			
	2021/4/28	市值 (当地货币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
瑞声科技	43.9	531	2,222	1,507	2,284	2,800	21.38	29.64	19.41	15.83
丘钛科技	15.3	181	542	840	1,130	1350	29.93	18.15	13.40	11.21
舜宇光学	196.4	2154	3,991	4,872	5,835	7103	48.35	37.22	30.84	25.34
行业平均			2,252	2,406	3,083	3,751	33.22	28.33	21.22	17.46

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

财务报表摘要

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	18,131	17,642	20,229	21,945	23,651	利息支出/(贷款总额-现金)	0.6%	5.2%	3.0%	3.0%	3.0%
主营业务收入	17,884	17,140	20,029	21,725	23,431	所得税率	12.9%	8.9%	12.0%	12.0%	12.0%
其他营业收入	247	502	200	220	220	营业开支/营业成本	20.3%	22.3%	20.5%	22.0%	22.0%
营业总支出	15,377	15,790	17,754	19,000	20,024	应收账款/营业收入	22.3%	21.1%	20.0%	18.0%	18.0%
营业成本	12,777	12,913	14,734	15,573	16,413	其他应收款/应收账款	28.7%	47.7%	35.0%	35.0%	35.0%
营业开支	2,600	2,878	3,020	3,426	3,611	存货/营业收入	20.2%	22.6%	19.0%	20.0%	20.0%
营业利润	2,754	1,852	2,475	2,946	3,627	应付账款/营业收入	22.3%	21.1%	20.0%	18.0%	18.0%
加: 利息收入	248	339	0	0	0	折旧摊销/固定资产	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
减: 利息支出	28	134	201	212	230						
加: 权益性投资损益	0	0	0	0	0						
其他非经营性损益	0	0	0	0	0						
非经常项目前利润	2,533	1,648	2,274	2,734	3,397						
加: 非经常项目损益	19	0	0	0	0						
除税前利润	2,552	1,648	2,274	2,734	3,397						
减: 所得税	330	147	273	328	408						
少数股东损益	0	-6	0	0	0						
持续经营净利润	2,222	1,507	2,001	2,406	2,990						
净利润	2,222	1,507	2,001	2,406	2,990						
归属普通股股东净利润	2,222	1,507	2,001	2,406	2,990						
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:						净利润	2,222	1,507	2,001	2,406	2,990
现金及现金等价物	4,814	7,540	8,563	12,606	18,180	加: 折旧与摊销	2,132	2,351	2,229	2,415	2,538
应收款项合计	5,599	5,208	5,462	5,333	5,747	营运资本变动	-728	-527	102	416	755
应收账款及票据	4,349	3,525	4,046	3,950	4,257	其他非现金调整	217	262	288	317	349
其他应收款	1,250	1,683	1,416	1,383	1,490	经营活动产生的现金流量	3,843	3,593	4,621	5,554	6,631
存货	3,664	3,995	3,844	4,389	4,730	投资活动:					
流动资产合计	14,808	16,850	17,900	22,369	28,702	出售固定资产收到的现金	31	145	63	80	96
非流动资产:						减: 资本性支出	2,922	4,737	4,026	2,000	1,500
固定资产净值	16,870	18,549	17,000	18,500	19,500	投资减少	109	700	394	486	422
其他长期投资	1,670	2,434	2,434	2,434	2,434	减: 投资增加	794	0	332	431	519
商誉及无形资产	1,670	2,434	2,434	2,434	2,434	其他投资活动产生的现金流量	182	630	216	244	318
土地使用权	41	43	629	597	568	投资活动产生的现金流量	-3,395	-3,262	-3,686	-1,622	-1,183
其他非流动资产	455	671	671	671	671	净额					
非流动资产合计	19,400	22,062	20,937	22,405	23,376	筹资活动:					
总资产	34,207	38,911	38,836	44,775	52,077	债务增加	5,941	2,460	253	265	279
流动负债:						减: 债务减少	3,643	2,255	0	0	0
应付账款及票据	4,036	3,729	3,546	3,950	4,257	减: 股本减少	277	0	0	0	0
应交税金	178	167	190	212	240	支付的股利合计	1,531	107	600	722	897
短期借贷及长期借贷	0	25	25	25	25	派息率	1	0	0	0	0
其他流动负债	1,620	2,111	1,400	1,500	1,800	其他筹资活动产生的现金流量	-234	2,483	454	618	830
流动负债合计	7,711	9,380	5,161	5,687	6,322	筹资活动产生的现金流量	255	2,582	106	161	212
非流动负债:						净额					
长期借贷	6,535	5,055	5,308	5,573	5,852						
其他非流动负债	600	2,656	310	340	390						
非流动负债合计	7,136	7,711	10,454	18,043	21,841						
总负债	14,846	17,090	15,615	23,730	28,164						
股东权益:											
股东权益合计	19,361	21,821	23,222	21,045	23,914						
总负债及总权益	34,207	38,911	38,836	44,775	52,077						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。