

歌尔声学(002241.sz)

国际订单转移的受益者，未来业绩空间巨大

惠毓伦 研究员
电话: 020-87555888-323
eMail: hyl6@gf.com.cn

开辰 研究助理
电话: 020-87555888-391
eMail: qc2@gf.com.cn

公司主营业务增长情况分析

公司上半年收入出现一定幅度下降，但未来业务有很大增长空间，国际金融危机带来国际微电声元器件生产向中国加快转移，另一方面随着国际经济形势的企稳并逐步恢复，电子产品需求将有一定恢复，给公司未来发展带来广阔的增长空间。具体来看，公司从 2009 年开始直接给诺基亚供货，未来公司市场份额将逐步提升，预计 2011 年将成为诺基亚第一梯队供应商，相关微电声器件将保持较快增长；缤特力将蓝牙耳机均交给公司代工，而以前公司仅提供缤特力 40% 左右采购量，全面独家供货将带来公司相关收入大幅增加，同时便携式音频产品也将保持快速增加，但收入占比不大。预计公司 2009-2011 年收入分别为 11.47 亿元、17.44 亿元、21.77 亿元，增长率分别为 13.32%、51.98%、24.85%。

2009 年公司毛利率有一定下滑，2010 年将出现回升

随着 2 季度以来订单数量的恢复，公司产品毛利率将出现一定上升，但受上半年毛利下降影响，2009 年毛利率同比有一定下滑。我们认为随着未来公司出货量增加，2010-2011 年毛利率将出现一定回升，但整体毛利率比 2008 年仍有一定下滑，但下降幅度有限。

盈利预测与投资评级

我们预计 2009-2011 年归属母公司净利润分别为 1.19 亿元、2.0 亿元、2.56 亿元，净利润增长率分别为-2.59%、67.07%、28.49%，每股收益分别为 0.498 元、0.832 元、1.068 元。考虑到诺基亚、缤特力订单转移将带来公司 2010 年以后较好的成长性，我们给予公司 2010 年 30 倍 PE，12 个月目标价格 24.96 元，给予公司买入评级。

风险提示

如果金融危机影响持续过长，将直接影响手机、蓝牙耳机及其他电声消费品需求的恢复，需求持续低迷，将直接影响公司业绩增长。

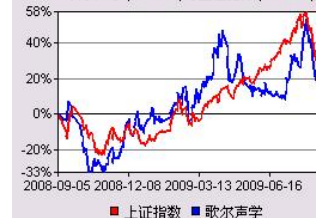
公司评级

买入

当前价格(元)	19.18
目标价格(元)	24.96
前次评级	无评级

股价走势

歌尔声学(002241)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-3.78%	32.95%	47.20%
上证综指	-15.35%	5.60%	59.25%

股票数据

总股本(万股)	24,000.00
流通 A 股(万股)	5,999.98
主要股东:	
	潍坊怡通工电子有限公司
主要股东持股比例	33.75%
流通 A 股比例	25.00%

财务比率

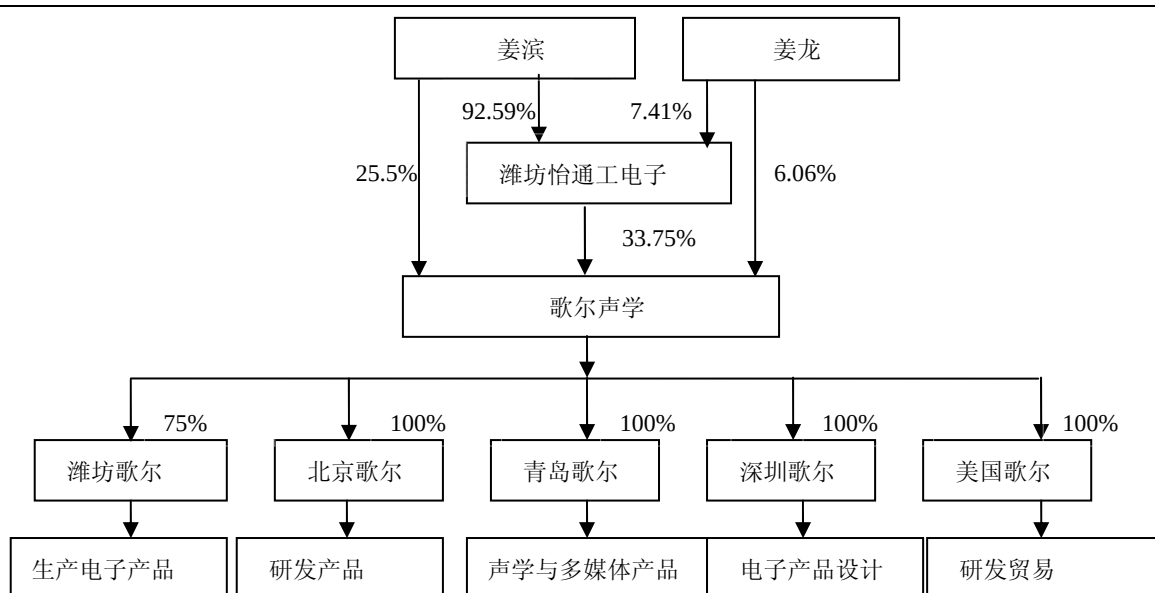
ROE	15.11%
ROA	8.59%
资产负债率	38.71%
每股净资产(元)	6.76

2008 年报数据。

公司背景介绍

公司是以微型电声元器件及消费类电声产品研发、生产及销售为主要业务的民营企业，企业控股股东为潍坊怡通工电子公司，实际控制人为公司董事长姜滨先生。公司立足声学行业，主要产品包括微型麦克风、微型扬声器、受话器、蓝牙系列产品和便携式音频产品，主要应用于手机等移动通讯设备、笔记本电脑、数码产品及汽车电子等领域，产品涵盖电声产业链的中游和下游消费类电声产品。

图1：歌尔声学股权结构



数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

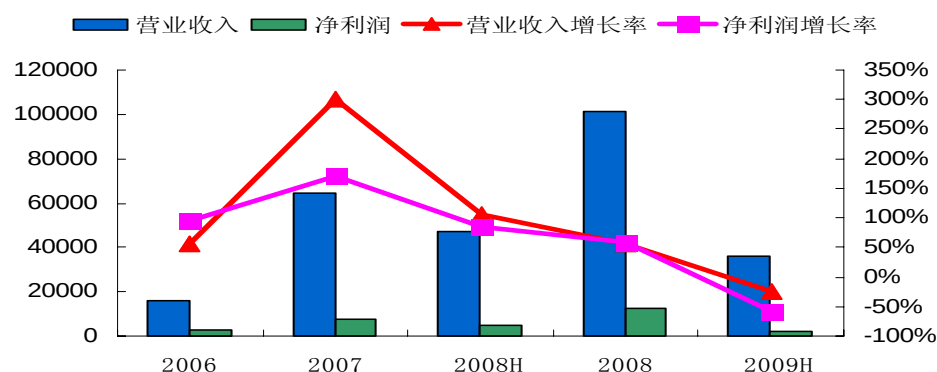
公司的增长潜力分析

受金融危机影响，公司上半年业绩出现一定下滑

公司从2005年就逐步利用自己技术及低成本优势，积极推进高端大客户战略，公司产品已经广泛应用于三星、LG、星电、缤特力等国际型电子产品生产商。不断开拓大客户带来公司业绩快速增长。2006-2008年公司收入增长率分别为57%、299%、57%，2008年收入突破10亿元。

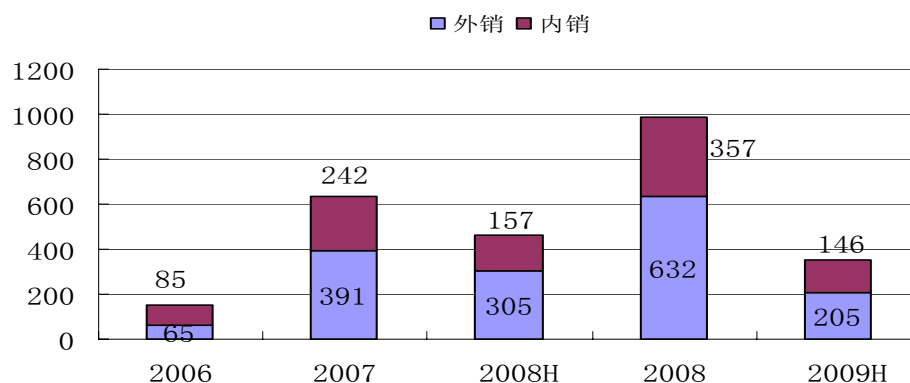
受2008年4季度开始的国际金融危机影响，手机、蓝牙耳机等电子消费品需求受到一定抑制，同时零售商采取先清库存、谨慎采购的策略，公司产品销售受到一定影响，2009年上半年公司收入同比下降24%，特别是境外销售收入受影响较大，同比下降33%，境内收入略有下滑。由于上半年出货量下降带来单位生产成本上升，同时需求萎靡带来产品价格出现一定下滑，公司毛利率出现较大幅度下滑，毛利率为23.09%，同比下滑5.9%。毛利率较大下滑带来公司净利润下滑速度快于收入下滑，上半年净利润下降59%。

图2: 公司近几年营业收入、净利润(单位: 万元)及增长率



数据来源: 公司定期报告、广发证券发展研究中心

图3: 公司近几年内销外销收入(单位: 百万元)



数据来源: 公司定期报告、广发证券发展研究中心

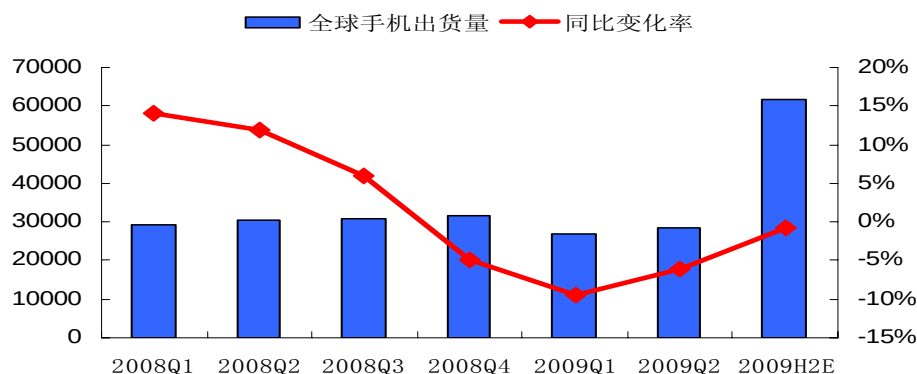
我们认为公司未来业务有较大增长空间,国际金融危机对国际电子产品生产商的成本带来一定考验,国际厂商微电声元器件向中国转移趋势加快,如诺基亚、缤特力都将供应商转移到国内,另一方面随着国际经济形势的企稳并逐步恢复,电子产品需求将有一定恢复,公司未来发展带来足够的增长空间。

微电声器件

公司微电声器件的下游客户绝大部分为手机、笔记本或其它数码产品生产商,其中手机制造商是公司的主要客户。2008年4季度以来,受金融危机影响,受消费者需求低迷及零售商清理大量库存,全球手机出货量出现一定萎缩,全球手机出货量连续3个季度同比下滑,但2009第二季度开始,下滑幅度收窄,2季度出货量同比下滑6.1%,缓于1季度9.4%的下降速率。其中2009年1、2季度手机销售商消化库存2500、1390万部,随着去库存化的逐步完成,国际经济的逐步企稳及中国等新兴国家仍有较大的需求数量,2009年下半年全球手机出货量将逐步恢复,据Gartner预测,今年手机市场下滑幅度为4%,全球出货量约为11.73亿部,则下半年手机出货量将基本与去年同期持平,略下滑0.85%,2010年将出现一定增长。

我们认为全球笔记本市场需求也同样受到国际金融危机影响,需求将出现一定萎缩,但金融危机带来笔记本制造往中国转移的趋势。我国笔记本2009年产量同比有较大增长,我们认为这主要由于产能往国内转移造成。我国前7个月笔记本产量为5865万台,同比增长32.15%。我们认为这给歌尔声学笔记本相关微电声器件开拓市场带来一定机会。

图4: 过去几个季度全球手机出货量(万台)及同比变化率



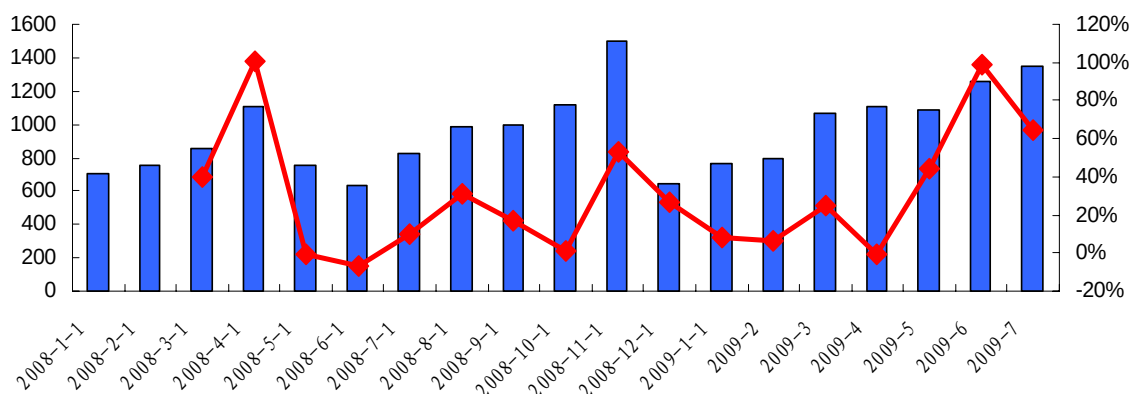
数据来源: Gartner、广发证券发展研究中心

表 1: 近几年全球手机出货量(万部)及各品牌占有率

	2006		2007		2008		2009Q2	
	出货量	占有率	出货量	占有率	出货量	占有率	出货量	占有率
全球	101990	100%	115280	100%	122220	100%	28610	100%
诺基亚	34750	34.07%	43550	37.78%	47230	38.64%	10541	36.80%
三星	11800	11.57%	15450	13.40%	19920	16.30%	5520	19.30%
摩托罗拉	21740	21.32%	16430	14.25%	10660	8.72%	1590	5.56%
LG	6440	6.31%	7860	6.82%	10260	8.39%	3050	10.66%
索爱	7480	7.33%	10140	8.80%	9340	7.64%	1459	5.10%

数据来源: Gartner、广发证券发展研究中心

图5: 我国笔记本制造数量(万台)及同比增长率



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

公司微电声器件业务一直推进专业化、大客户化战略，对于大客户采取一站式服务战略已经取得较大成果。公司是三星电声产品最主要供应商之一，从过去几年手机出货量来看，三星手机出货量一直处于上升态势，2009年2季度，三星手机市场占有率已经接近20%。未来公司将受益于三星市场份额的提升，及公司其它新型产品在三星供货体系中占比的逐步提高。公司也已经进入LG供货体系中，尚未成为主供应商，订单数量有限，但现在市场占有率处于稳步提升过程。

公司2009年成功进入诺基亚供货体系，从目前合作情况来看，诺基亚把公司作为重点供货商来培养，预计2010或2011年公司可以成为诺基亚第一梯队供货商，可以占到30%左右的供货份额，诺基亚一直作为全球份额第一的手机生产商，每年采购麦克风、扬声器/受话器市场规模在20亿元左右，公司未来将可以获得5-6亿元的市场份额。尽管公司以前通过Hosiden（日本星光）间接供货给诺基亚，每年供货量在2亿元左右，供货数量受星光在诺基亚采购份额限制。通过直接供货给诺基亚后，一方面份额不受星光供货份额限制，另一方面直接供货价格可能有所提升，利于公司发展。

从技术进化角度来看，微电声器件正处在数字化（数字麦克风）、模组化（如麦克风阵列）以及与半导体技术相结合（MEMS麦克风）的发展过程之中。歌尔一直在上述领域把握技术发展脉络，成功开发出相关产品。并积极推进与下游客户的产品合作。现在与华硕笔记本电脑厂商已经进行相关麦克风阵列合作，公司麦克风已经顺利推广到联想、明基等笔记本制造厂商，同时惠普也已经逐步合作。数字麦克风已经和摩托罗拉有合作意向，预计09年可能会获得相关订单。

蓝牙耳机及便携式音频产品2010年将出现快速增长

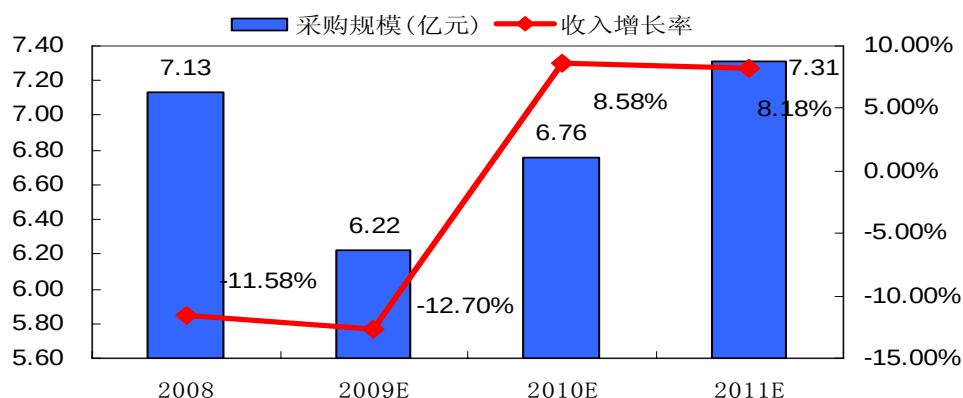
公司蓝牙耳机产品下游客户较为集中，其中2008年蓝牙收入70%左右来自缤特力，来自三星占比20%左右，缤特力和三星收入合计接近90%。

蓝牙耳机主要用于手机，世界蓝牙耳机生产厂商处于前三位的分别是摩托罗拉、缤特力、大北欧。随着摩托罗拉、诺基亚等手机品牌厂商的介入，导致传统蓝牙耳机巨头如大北欧、缤特力对降低产品成本提出更高要求，上述公司加快产能转移，大北欧2007年底将产品全部由外厂代工。而歌尔声学受益于缤特力代工转移，公司与缤特力在今年3月份签署协议，缤特力将蓝牙耳机全部转为歌尔声学代工，缤特力将苏州生产工厂关闭，6月底已经完成全部产能转移。通过此次合作，缤特力将中高端蓝牙耳机全部委托给歌尔代工，这将加速歌尔声学蓝牙产能扩张，我们认为2009年公司月产能将提前达到100万只，产能较2008年提高一倍。完成产能后，公司成为全球第二大蓝牙耳机生产厂商。由于代工缤特力新产品不需要进行新的开模设备开发，产能转移3个月左右即可完成，现在公司蓝牙产能转移已经基本完成。公司现在蓝牙产品订单饱满。从下半年开始公司蓝牙耳机收入将出现较快恢复，同时随着规模化供货，公司蓝牙毛利率将出现回升。

下面我们对来自缤特力未来采购规模进行简单预测，以2008年为例，缤特力蓝牙销售规模为2.02亿美元，考虑到缤特力毛利率等因素，预计采购规模在7.13亿元左右。我们根据国际投行对缤特力未来几年收入增长率

的预测，可以大致计算出未来缤特力蓝牙采购规模如下图。尽管缤特力从战略角度来看，可能会寻找另外一家代工厂商进行订单分散，但预计未来2年内对公司影响不大。

图6：缤特力未来几年蓝牙采购规模预测



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

公司蓝牙其它下游客户如三星等，歌尔声学作为三星订单分散的代工厂商存在，所以我们认为公司订单有保障，将获得行业性增长速度。如果随着歌尔声学规模生产，蓝牙耳机成本将保持较低水平，如果三星蓝牙订单从其管理制造企业转移到代工厂，我们认为歌尔声学将直接受益。

公司便携式音频产品主要有主动降噪耳机、高保真耳机、便携式音箱等，根据公司产能规划，预计到2010年公司产能达到46万只。公司产能在全球总需求中占比约为0.25-0.3%左右。我们认为公司便携式音频产品的产能扩张较为结合实际，公司收入2009-2010年将保持快速增长。未来随着公司和缤特力、三星合作的开展，公司便携式音频产品产能可能会继续扩张，收入有望保持稳健增长。

表 2：公司便携式音频产品产能扩产计划（单位：万台）

	2007		2008		2009		2010	
			新增	合计	新增	合计	新增	合计
便携式音频产品产能	9	11	20	21	41	5	46	

数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

低成本收购LED封装工厂，利于公司拓展新的增长点

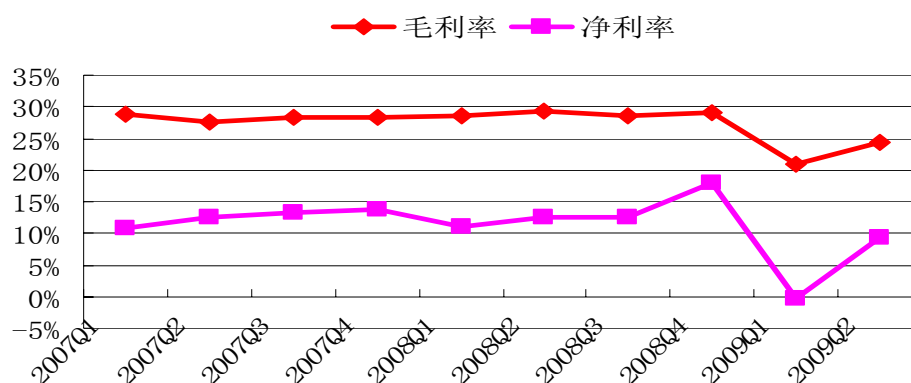
公司公告以50万元受让潍坊华光新能电器公司股权，以较低成本并购了具有核心技术的LED封装工厂，由于上述收购是在潍坊政府大力支持下推进的，我们认为公司可能会获得当地LED路灯及显示屏等产品市场，未来具有一定市场空间。由于公司MEMS封装和LED封装可以共用，未来订单可以直接用现有封装设备进行封装，有利于产品成本降低。但是公司LED产品规模推广及获得规模收入的时间有一定不确定性。

毛利率拐点已过，未来毛利率将有回升

受金融危机影响，公司2009年1季度毛利率出现较大下滑，毛利率仅为20.93%，同比下降近8%。毛利率的下降主要有两个方面造成，一方面出货量减少带来产品单位制造成本上升（其中缤特力蓝牙生产线转移给歌尔初期开工率不足，单位成本比较高），另一方面需求下降，带来产品价格有一定下降。随着2季度订单数量的恢复，毛利率出现一定上升，上半年毛利率为23.09%，下降幅度收窄。但受上半年毛利下降影响，2009年毛利率同比有一定下滑。我们认为随着未来公司出货量的增加，2010年后毛利率将出现一定回升，但随着出货量增加，产品单价呈逐步下降趋势，整体毛利率比2008年仍有一定下滑，但下降幅度有限。

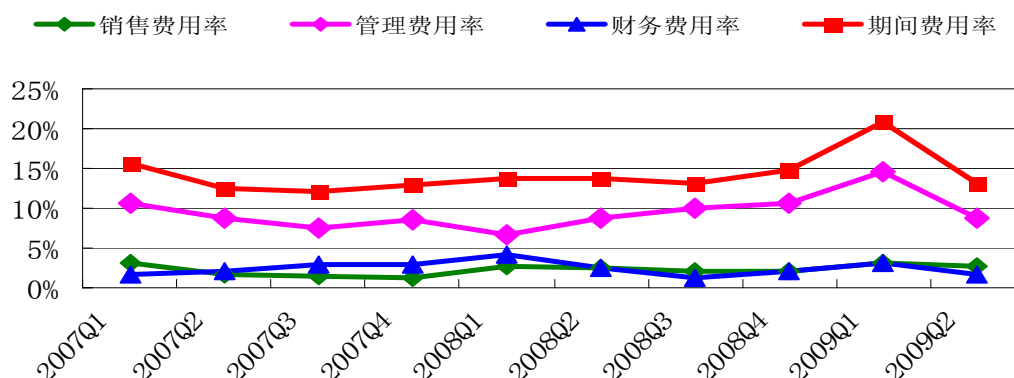
公司期间费用率过去一直保持较为平稳态势，2009年上半年期间费用率上升是由销售收入较大幅度下降，及公司维持稳定的研发投入等因素所致。下半年随着销售收入的上升，公司期间费用率将逐步回落。未来几年期间费用率将保持较为稳定水平。

图7：公司销售毛利率净利率情况（单季度数据）



数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

图8：公司期间费用率情况（单季度数据）



数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议

我们认为公司未来增长主要来自以下几个方面：缤特力蓝牙采购全部转移给歌尔声学；歌尔声学直接给诺基亚供货，未来市场份额将有较大提升；便携式音频产品随着产能扩张将保持快速增长。受上半年毛利率较低影响，公司2009年毛利率同比有一定下滑，2010-2011年毛利率将出现一定回升，但随着出货量增加，产品单价呈逐步下降趋势，整体毛利率比2008年仍有一定下滑，但下降幅度有限。我们预计公司2009-2011年收入分别为11.47亿元、17.44亿元、21.77亿元，增长率分别为13.32%、51.98%、24.85%。归属母公司净利润分别为1.19亿元、2.0亿元、2.56亿元，净利润增长率分为-2.59%、67.07%、28.49%，每股收益分别为0.498元、0.832元、1.068元。考虑到诺基亚、缤特力订单转移将带来公司2010年以后较好的成长性，我们给予公司2010年30倍PE，12个月目标价格24.96元，给予公司买入评级。

表 3：公司盈利预测表（单位：万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	64471.81	101244.19	114730.48	174362.51	217695.01
收入增长率	299.33%	57.04%	13.32%	51.98%	24.85%
毛利率	28.26%	28.82%	26.50%	28.00%	28.10%
毛利率变化率	-7.35%	0.56%	-2.32%	1.50%	0.10%
营业成本	46,252.31	72,064.34	84322.75	125541.01	156522.71
营业税金及附加	100.15	139.9	130	195	234
销售费用	1,092.62	2,293.23	2696.17	3835.98	4680.44
销售费用率	1.69%	2.27%	2.35%	2.20%	2.15%
管理费用	5,554.66	9,268.45	10555.20	15866.99	19701.40
管理费用率	8.62%	9.15%	9.20%	9.10%	9.05%
财务费用	1,664.78	2,418.44	2466.71	3748.79	4680.44
财务费用率	2.58%	2.39%	2.15%	2.15%	2.15%
资产减值损失	172.94	147.33	60	130	130
营业利润	9,634.34	14,912.49	14499.65	25044.75	31746.01
营业外收入	223.63	631.78	600	600	600
营业外支出	269.59	135.04	120	120	120
利润总额	9,588.38	15,409.23	14979.65	25524.75	32226.01
所得税	1,213.43	1,813.00	1,678.00	3078.71	3933.90
所得税率	12.66%	11.77%	11.20%	12.06%	12.21%
净利润	8,374.95	13,596.23	13,301.65	22,446.03	28,292.11
少数股东损益	667.67	1,333.90	1357	2490	2650
归属母公司净利润	7,707.28	12,262.33	11,944.65	19,956.03	25,642.11
净利润增长率	169.44%	59.10%	-2.59%	67.07%	28.49%
股份数量	9,000	12,000	24,000	24,000	24,000
每股收益（元）	0.860	1.022	0.498	0.832	1.068

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

表 4: 公司与相关公司估值对比

	代码	股价	单位	EPS			PE		
				2009	2010	2011	2009	2010	2011
新嘉联	002188.SZ	9.46	人民币	0.205	0.218	--	46.21	43.33	--
广州国光	002045.SZ	11.62	人民币	0.454	0.586	0.735	25.57	19.82	15.81
歌尔声学	002241.SZ	19.18	人民币	0.498	0.832	1.068	38.51	23.05	17.96
瑞声声学	2439.TW	6.70	台币	0.46	0.55	0.62	14.56	12.17	10.8
美律	2018.HK	37.40	港币	2.106	2.602	2.598	17.76	14.37	14.4

风险提示

金融危机影响持续时间过长: 如果金融危机影响持续过长, 将直接影响手机、蓝牙耳机及其他电声消费品需求的恢复, 需求持续低迷, 将直接影响公司业绩增长。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

歌尔声学(002241)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。