

歌尔声学 (002241)

围绕大客户资源 提供一站式采购

	魏兴耘	张慧
	0755-23976213	021-38676715
	weixy1@gtjas.com	zhanghui6820@gtjas.com

本报告导读:

围绕大客户提供电声和光电产品的一站式采购是公司未来发展的核心战略,其能否成功实现是决定公司长期成长性的关键所在

投资要点:

- 公司将发展战略定位为以大客户资源为核心,基于电声、模具和自动化等核心技术能力,为客户提供一站式采购的蜂窝式扩展模式。服务一流客户,并擅于精细制造与快速响应的富士康可能是公司效仿的榜样。
- 围绕大客户资源,介入 LED 产业,使得公司的产品线从电声延伸至光电。LED 背光产品将是 LED 业务的发展重点。如果与三星的合作能在今年下半年取得进展,未来对应的业务空间可能达数十亿元;歌尔光电在 10 年有望取得新的 LED 路灯和显示屏订单,未来可能从潍坊拓展至山东省内其他地区。我们认为路灯和显示屏的业务空间可能局限于区域市场。
- 微电声领域依然是公司业务发展的基础。为 NOKIA 配套的数字麦克风产品在 10 年开始上量,未来公司将不断丰富为 NOKIA 配套的产品种类,扬声器产品可能率先取得进展;公司是三星微电声产品的第一大供应商,但单类产品均排名第二,公司试图将三星的目标市占率从 20% 提升至 40%;与华硕等笔记本电脑厂商在麦克风阵列方面的合作意味着公司产品应用领域的拓宽,未来在电脑客户拓展方面还可能取得新的进展。
- 全球金融海啸使得蓝牙耳机的代工趋势更加明显,缤特力的产能转移已经完成,在手机行业复苏和蓝牙设备渗透率提升的背景下,公司蓝牙耳机业务在 10 年将进入回报期。此外,随着手机厂商陆续推出自有品牌蓝牙耳机,公司也在考虑为 NOKIA、三星、苹果等厂商提供直接配套。
- 与大客户合作开发的 TV 用 3D 眼镜、游戏机用声学系统等新品均对应着广阔的应用空间,这将构成未来业绩潜在的增长点。
- 我们仍维持 2010-2012 年销售收入分别为 16.90 亿元、21.97 亿元、26.81 亿元, EPS 分别为 0.81 元、1.10 元、1.40 元的业绩预测,并视公司在大客户拓展方面的进展情况进行修正。维持目标价 35 元,谨慎增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,012	1,127	1,690	2,197	2,681
(+/-)%	57.0%	11.3%	50.0%	30.0%	22.0%
经营利润 (EBIT)	175	136	261	355	451
(+/-)%	52%	-22%	92%	36%	27%
净利润	123	100	195	264	337
(+/-)%	59%	-19%	95%	36%	27%
每股净收益 (元)	0.51	0.42	0.81	1.10	1.40
每股股利 (元)	0.30	0.10	0.16	0.22	0.28

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	17%	12%	15%	16%	17%
净资产收益率 (%)	15%	11%	19%	21%	22%
投入资本回报率 (%)	20%	11%	15%	17%	20%
EV/EBITDA	38	44	24	18	14
市盈率	60	74	38	28	22
股息率 (%)	1.0%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 35.00

上次预测: 35.00

当前价格: 30.81

2010.03.10

交易数据

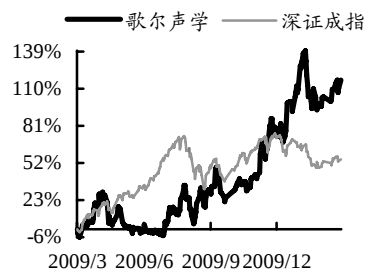
52 周内股价区间 (元)	13.66-37.88
总市值 (百万元)	7,486
总股本/流通 A 股 (百万股)	240/60
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	63

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	875
每股净资产	3.65
市净率	8.6
净负债率	64%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	-	0.17
Q2	0.09	0.19
Q3	0.14	0.24
Q4	0.19	0.21
全年	0.42	0.81

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	24%	128%
相对指数	6%	35%	72%

相关报告

《大客户策略与新业务拓展并重》	2010.01.21
《定增扩产将提升公司长期增长能力定增...》	2009.11.24
《Q3 业绩恢复增长 明年业绩具有弹性》	2009.10.26
《大客户策略和产能转移推动业绩较快恢...》	2009.08.19
《推进大客户策略 提升产业链地位》	2009.03.17

模型更新时间: 2010.03.09

股票研究

信息科技
电子元器件

歌尔声学 (002241)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 35.00

上次预测: 35.00

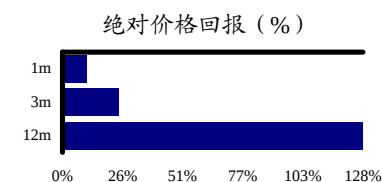
当前价格: 30.81

公司网址

www.goertek.com

公司简介

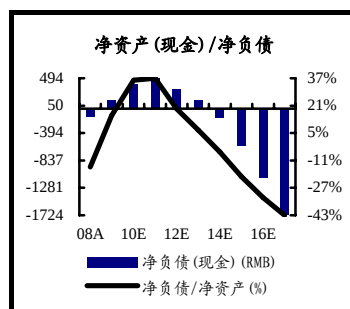
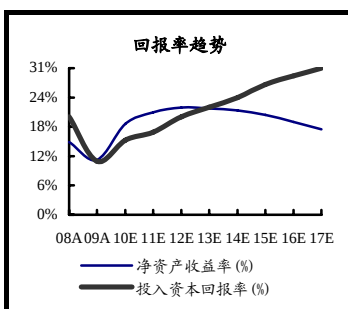
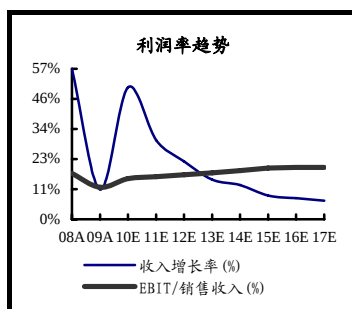
公司所处的行业为电声行业, 主营业务为微型电声元器件和消费类电声产品的研发、制造和销售, 主要产品包括微型麦克风、微型扬声器/受话器、蓝牙系列产品和便携式音频产品。近年来, 凭借强大的研发实力、领先的生产工艺、显著的成本优势、高素质的管理团队, 公司业绩取得了高速增长, 赢得了包括三星、惠普、思科、LG、松下、西门子、NEC、富士康、伟创力、华硕、联想、京瓷、中兴通讯、缤特力、哈曼 (Harman)、罗技 (Logitech) 等在内的优质客户资源, 在电声行业取得了有



52 周价格范围 13.66-37.88
市值 (百万) 7,486

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,012	1,127	1,690	2,197	2,681	3,083	3,484	3,797	4,101	4,388
营业成本	721	863	1,276	1,648	1,997	2,281	2,560	2,772	2,994	3,203
税金及附加	1	1	1	1	2	2	2	3	3	3
营业费用	23	34	42	55	67	77	87	95	103	110
管理费用	93	93	110	138	164	179	192	190	193	206
EBIT	175	136	261	355	451	544	642	738	809	866
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	24	20	20	25	30	35	40	45	50	51
营业利润	149	112	237	325	417	505	598	689	755	811
所得税	18	16	30	41	52	63	75	86	95	102
少数股东损益	13	9	17	24	30	36	43	49	54	58
净利润	123	100	195	264	337	406	481	554	608	653
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
货币资金、短期投资	464	431	507	615	697	802	906	987	1,116	1,663
其他流动资产	385	571	856	1,113	1,358	1,562	1,765	1,924	2,078	2,223
长期投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	528	684	981	1,192	1,216	1,321	1,405	1,421	1,416	1,388
无形资产及其他资产	50	125	103	100	97	93	90	86	82	78
资产合计	1,427	1,810	2,448	3,021	3,368	3,777	4,166	4,418	4,692	5,352
流动负债	482	778	1,242	1,580	1,628	1,675	1,636	1,396	1,129	1,208
长期负债	70	96	96	96	96	96	96	96	96	96
股东权益	875	937	1,110	1,345	1,645	2,006	2,434	2,926	3,467	4,048
投入资本(IC)	756	1,070	1,476	1,801	1,933	2,127	2,301	2,385	2,447	2,481
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
NOPLAT	154	119	228	310	395	476	562	646	708	758
折旧与摊销	27	42	58	84	108	131	150	169	184	198
流动资金增量	127	83	130	117	112	93	93	73	70	66
资本支出	277	272	333	292	129	232	231	181	175	166
自由现金流	(223)	(195)	(178)	(15)	262	282	388	561	646	724
经营现金流	59	87	159	280	393	516	621	745	826	894
投资现金流	(267)	(246)	(333)	(292)	(129)	(232)	(231)	(181)	(175)	(166)
融资现金流	579	55	250	121	(183)	(179)	(286)	(482)	(522)	(182)
现金流净增加额	100	(788)	(233)	(90)	167	168	254	408	479	547
财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
成长性										
收入增长率	57.0%	11.3%	50.0%	30.0%	22.0%	15.0%	13.0%	9.0%	8.0%	7.0%
EBIT 增长率	52.4%	-22.1%	91.7%	35.9%	27.3%	20.5%	18.1%	14.9%	9.7%	7.0%
净利润增长率	62.3%	-20.0%	94.9%	35.9%	27.3%	20.7%	18.4%	15.1%	9.9%	7.4%
利润率										
毛利率	28.8%	23.4%	24.5%	25.0%	25.5%	26.0%	26.5%	27.0%	27.0%	27.0%
息税前利润率	17.3%	12.1%	15.4%	16.1%	16.8%	17.6%	18.4%	19.4%	19.7%	19.7%
净利率	12.1%	8.9%	11.5%	12.0%	12.6%	13.2%	13.8%	14.6%	14.8%	14.9%
收益率										
净资产收益率(ROE)	15.1%	11.4%	18.9%	21.3%	22.3%	22.1%	21.7%	20.8%	19.3%	17.8%
总资产收益率(ROA)	8.6%	5.5%	8.0%	8.8%	10.0%	10.8%	11.5%	12.5%	13.0%	12.2%
投入资本回报率(ROIC)	20.4%	11.1%	15.5%	17.2%	20.4%	22.4%	24.4%	27.1%	28.9%	30.5%
运营能力										
存货周转天数	68	86	79	85	88	91	92	94	95	95
应收账款周转天数	59	77	81	86	89	91	92	94	94	94
总资产周转天数	375	524	460	454	435	423	416	413	405	418
净利润现金含量	0.5	0.9	0.8	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
资本支出/收入	27%	24%	20%	13%	5%	8%	7%	5%	4%	4%
偿债能力										
资产负债率	38.7%	48.3%	54.7%	55.5%	51.2%	46.9%	41.6%	33.8%	26.1%	24.4%
净负债率	-14.6%	15.2%	35.5%	36.7%	19.1%	6.6%	-6.0%	-20.3%	-32.4%	-42.6%
估值比率										
PE	60.3	74.0	38.0	28.0	22.0	18.2	15.4	13.4	12.2	11.3
PB	30.4	8.3	7.2	6.0	4.9	4.0	3.3	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	38.4	43.5	24.3	17.6	13.8	11.5	9.8	8.5	7.8	7.3
P/S	3.65	6.56	4.37	3.37	2.76	2.40	2.12	1.95	1.80	1.69
股息率	1.0%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%



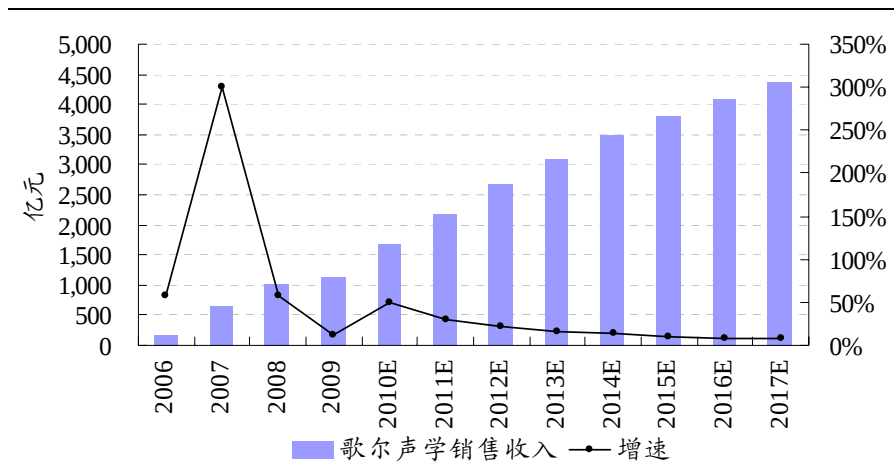
目 录

1. 发展战略：围绕大客户资源 提供一站式采购	4
2. 介入 LED 产业拓展公司长期成长空间	6
2.1. 背光业务是 LED 业务的发展重点和收入弹性所在	6
2.2. 路灯和显示屏业务可能局限于区域市场	6
3. 微电声业务的大客户策略持续深化	8
3.1. 不断丰富为 NOKIA 配套的产品种类	8
3.2. 持续提升在三星供应链体系中的份额	9
3.3. 应用领域延伸到笔记本电脑市场	9
4. 蓝牙耳机将进入产能转移的回报期	9
5. 拓展消费电子新领域	9
5.1. CES 展和南非世界杯激发 TV 用 3D 眼镜需求	9
5.2. 开拓视频游戏机用声学系统市场	10
6. 加快扩产步伐 缓解产能瓶颈	11
7. 盈利预测和投资建议	11

1. 发展战略：围绕大客户资源 提供一站式采购

公司未来的发展模式及其在新领域的拓展情况是近期投资者关心的重点。对于大多数国内电子企业而言，其所专注的市场空间相对狭窄，使其在经历了快速发展阶段之后可能遭遇“成长之痛”，能否适时开创新的业务领域关系到企业成长能力的持续性。

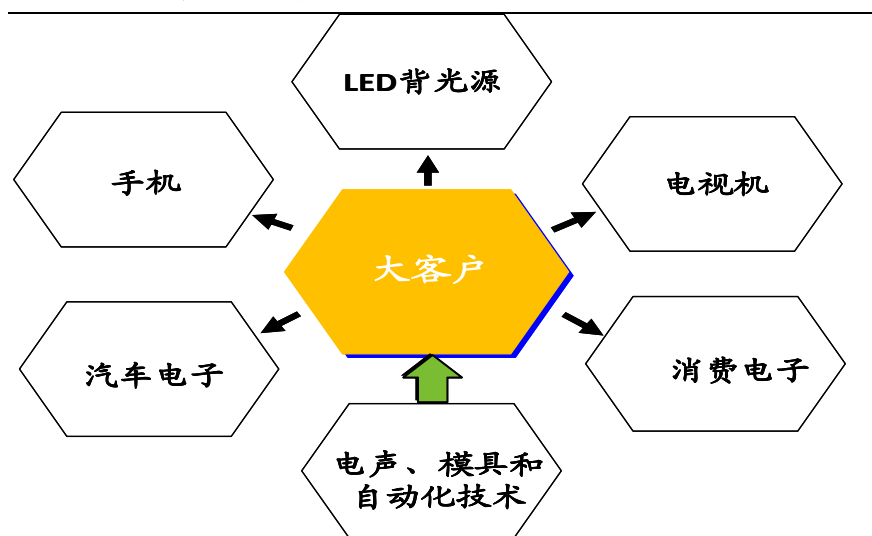
图 1：专注单一的应用领域可能造成企业成长能力的持续性不足



数据来源：国泰君安证券

公司将其未来的发展战略定义为蜂窝式扩展：即以大客户资源为核心，以大客户需求为主要驱动力，选择能够发挥公司一种或一种以上已有核心能力的行业进行扩张。

图 2：歌尔声学采取的蜂窝式扩展模式

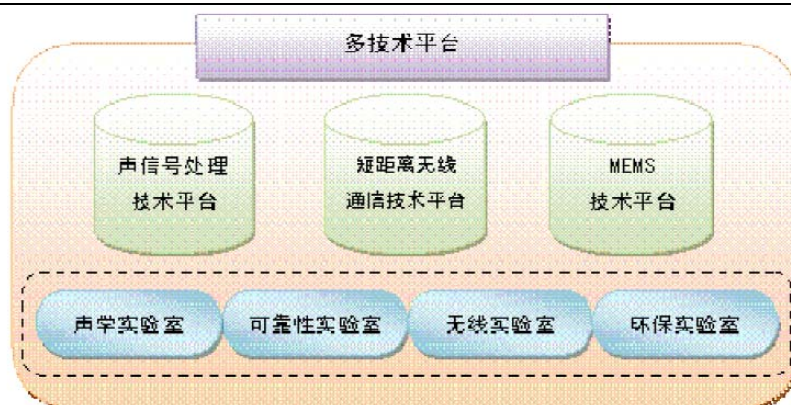


数据来源：国泰君安证券

以声学为核心技术的多技术产品平台是公司实现扩领域发展的技术基础。公司已建立起多技术融合的产品研发平台，包括声信号处理技术平台、短距离无线通信技术平台、MEMS 技术平台和产品测试技术平台。

通过多个技术平台的技术融合，公司具备了综合技术优势，能够开发出跨平台的创新产品。

图 3：以声学为核心技术的多技术产品平台



数据来源：国泰君安证券

公司能够自主研发电声元器件自动化生产线，能够灵活配合公司特有的生产工艺，实现全自动或半自动生产；公司自主开发的精密模具，能够节省 50%左右的模具成本，而且使开发周期缩短为外部开发周期的一半左右。模具和自动化技术开发能力使得公司的成本控制能力和快速响应能力在竞争对手中处于较高水平。

公司在实现了从微电声器件向蓝牙耳机等消费类电声产品的垂直延伸之后，再次通过外延式发展，介入 LED 这一需求快速增长的领域。

公司发展 LED 业务的核心原因为基于现有客户资源和技术能力的跨领域扩张。公司在传统电声业务领域积累了三星、LG、索尼、松下等大客户资源，这些客户在消费电子领域普遍具有手机、TV 等较宽的产品线，使得公司在围绕大客户提供一站式采购方面具有一定的潜在机会。同时，这些大客户通过与歌尔的业务往来，也初步建立了对公司制造能力和快速响应能力的信心。

此外，介入 LED 业务，还能使得公司可以共享模具、注塑、SMT 贴片等工序，实现对现有产线制造、加工能力利用效率的提升。

公司未来将围绕大客户，以电声、模具和自动化技术为基础，切入手机、LED、TV、消费电子供应链，为客户提供 Audio+Video 产品的一体化采购。我们认为，由于服务一流客户，并擅于精细制造和快速响应，从而实现快速成长的代工龙头富士康（鸿海）公司可能是公司效仿的榜样。

在与管理层的交流中，我们感受到公司力图实现持续增长，为员工提供较大发展空间的创业平台的雄心壮志。尽管我们认为，公司实现这一发展模式的路途不会一帆风顺，但我们对公司所付出的努力仍给予正面的评价。

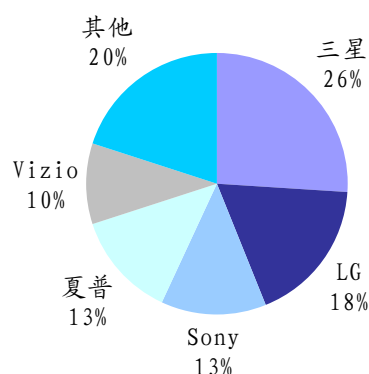
2. 介入 LED 产业拓展公司长期成长空间

2.1. 背光业务是 LED 业务的发展重点和收入弹性所在

LED 背光业务将由母公司而非歌尔光电作为实施主体,这使得公司能够充分享受 LED 背光业务带来的回报。公司计划为大客户提供 LED 封装、LED 灯条、LED 模组等系列产品。

2010 年全球 LED TV 出货量将达到 3900 万台,韩系与日系厂商分别占有四成与三成。其中,三星作为 LED TV 主要的推动者之一,其出货量规模可能达到 1000-2000 万台。根据 LEDinside 的调查,每台 LED TV 平均耗用 300-400 颗 LED 芯片。我们推算,仅三星 10 年 LED 背光需求就达 30 亿-80 亿颗,其对应的封装市场规模约 10-30 亿元。考虑到全球液晶电视 2 亿台以上的规模空间以及 LED 背光电视渗透率的提升,未来 LED 封装需求还有数倍的成长空间,三星一家的 LED 封装需求的市场规模可能近 100 亿元。

图 4: 2010 年电视背光用 LED 封装数量按厂商分布



数据来源: LEDinside, 国泰君安证券

如果公司能够顺利跻身三星 LED 背光供应链,并获得 5%-20%的市场份额,那么歌尔面临的 LED 背光市场机遇将达 5-20 亿元。如果能够以三星为范例,进入到其他 TV 厂商的供应链,其业务空间将会更大。

公司目前与大客户在 LED 背光业务方面的合作正在推进之中,如果进展顺利的话,10 年下半年可能贡献收入,放量的时点可能在 11 年。

2.2. 路灯和显示屏业务可能局限于区域市场

公司于 09 年 8 月通过受让潍坊华光新能电器公司成立歌尔光电,正式介入 LED 业务。歌尔光电是公司实施 LED 显示屏和路灯项目的平台,公司持有 51%的股权,新谱光国际有限公司(香港)持有 40%的股权,珠海市红海幕墙有限公司持有 9%的股权。

新谱光(香港)系台湾新谱光的投资公司,主要从事 LED 显示系统相关业务,具有工程规划、软件设计、安装测试、施工维修等一套完善的 LED

显示业务整体服务的能力和經驗。公司借助新谱光（香港），建立了与台湾 LED 先进企业的联系，积累 LED 生产经验。

09 年，歌尔光电承担了潍坊文化宫 LED 显示屏采购、安装及施工工程，项目金额 360 万元，目前已经完成。10 年，歌尔光电可能承接的显示屏数量约 10-20 块。

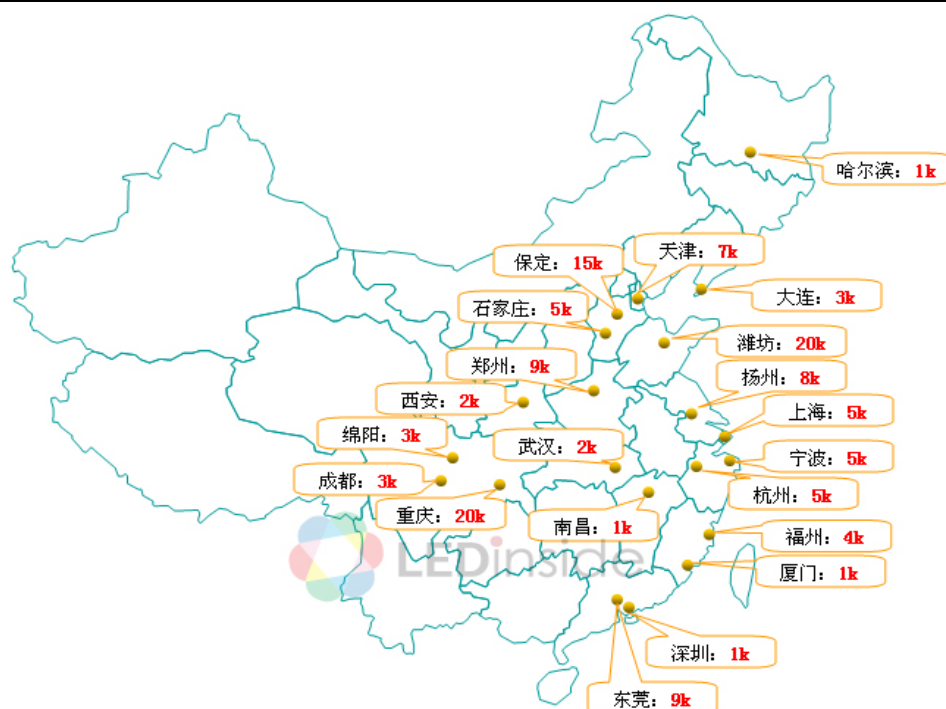
09 年 11 月，歌尔光电中标潍坊市玄武街路灯光源采购及安装工程，金额 429 万元，涉及 900 多盏 LED 路灯，项目已基本完成。公司在潍坊路灯业务的主要竞争对手为潍坊中微光电子公司，其主要产品为 LED 路灯和筒灯。我们估计，潍坊市政府在未来 3 年内的 LED 路灯需求可能达到 9 万盏，歌尔光电有望取得其中一定数量的订单。除了潍坊市以外，公司正在试图将路灯和显示屏业务拓展到青岛、济南等省内其他地区。

我们预计，2010 年公司显示屏和路灯产品的收入规模可能在 6000-8000 万元。如果潍坊和省内其他地区的 LED 显示和路灯项目得以顺利实施，未来 2 年内歌尔光电的收入规模有机会达到 2-3 亿元。

根据我们的经验观察，LED 路灯业务具有一定的区域特征，当地政府倾向于扶持本地企业，这使得跨区域拓展存在一定难度。

LEDinside 预计，2010 年中国 LED 路灯的市场需求量约 40 万盏规模，2012 年以后才会扩大采用规模。因此，对于单个 LED 路灯企业而言，短期内的市场空间较为狭窄。我们判断，LED 路灯和显示屏业务不会是公司 LED 业务的发展重点。

图 5：国内 LED 路灯需求量分布



数据来源：LEDinside，国泰君安证券

3. 微电声业务的大客户策略持续深化

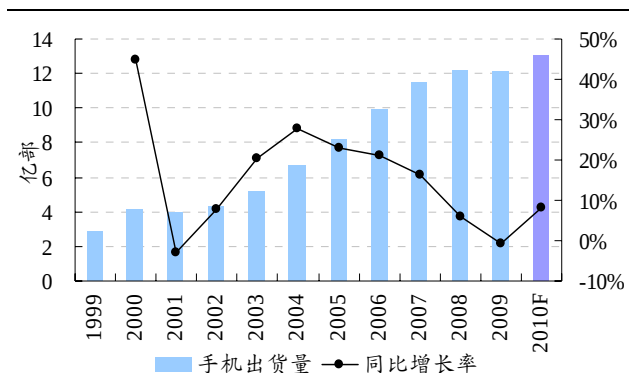
3.1. 不断丰富为 NOKIA 配套的产品种类

公司的产品在 08 年底获得 NOKIA 认证, 09 年数字麦克风产品小批量出货。在 NOKIA 完成其全球配件供应链的简化调整之后, 公司对 NOKIA 的出货开始放量。10 年 3 月份 NOKIA 相关收入预计达到 2000 多万元, 2 季度收入有望超过 1 亿元, 10 年收入可能超过 3 亿元。

目前公司仅为 NOKIA 提供微型数字麦克风。公司试图利用其丰富的电声产品线, 与 NOKIA 展开更为广泛的合作。我们预期, 扬声器可能是下一个取得突破的产品, 目前相关产品已经获得 NOKIA 的认证, 10 年可能小批量出货。如果扬声器出货顺利的话, 公司还将考虑提供免提耳机和蓝牙耳机产品。

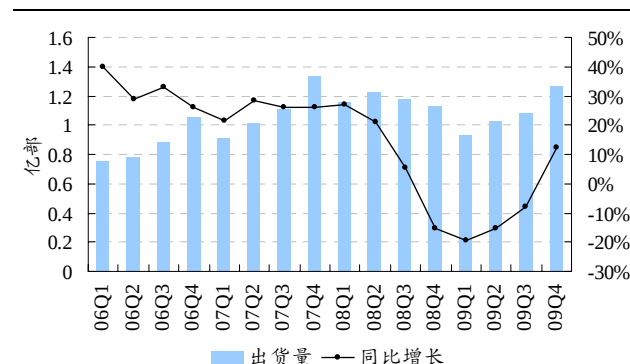
随着全球经济的恢复, 手机出货量将在 2010 年恢复增长, 预期增速达 10% 左右。其中, NOKIA 为全球出货量最大的手机厂商, 09 年手机出货量为 4.32 亿部, 预期 10 年将维持市场份额不变。

图 6: 2010 年全球手机出货量有望增长 10%



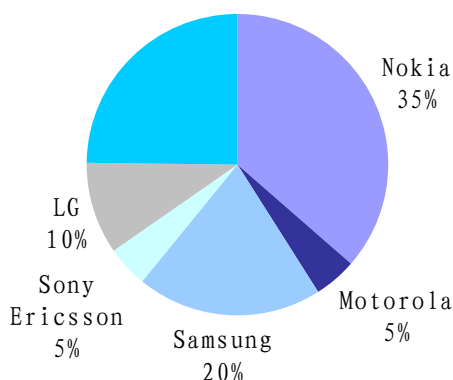
数据来源: Gartner, 国泰君安证券

图 7: 预计 10 年 NOKIA 手机出货量约 4.75 亿部



数据来源: NOKIA, 国泰君安证券

图 8: 公司是全球最大的两家手机品牌的供应商



数据来源: Gartner, 国泰君安证券

3.2. 持续提升在三星供应链体系中的份额

公司是三星微电声产品的第一大供应商，主要为三星提供麦克风和扬声器产品，在其麦克风和扬声器供应链体系中均排名第二，两者收入合计排名第一。目前，公司在三星的市场份额约为 20%。公司的战略目标是成为三星麦克风和扬声器两个产品的第一大供应商，逐步将市场份额提升至 40% 的水平。09 年，公司提供给三星的微电声产品收入超过 3 亿元，预计 10 年有望超过 4 亿元。

3.3. 应用领域延伸到笔记本电脑市场

与华硕、宏基、联想在笔记本电脑麦克风阵列方面的合作意味着公司的产品应用从手机延伸到其他 3C 产品。我们预期，公司在主流笔记本电脑客户方面还有进一步的拓展机会，10 年对应的营收规模约在 1-2 亿元。

4. 蓝牙耳机将进入产能转移的回报期

蓝牙耳机代工化趋势明显。全球经济危机之后，全球主要的两家蓝牙耳机厂商大北欧和缤特力均关闭了自有生产厂，转而采用代工模式生产蓝牙耳机。

在缤特力产能转移全部完成之后，公司的蓝牙产品自 7 月份开始出货快速上量，09 年蓝牙耳机收入为 4.2 亿元，营收占比提升至接近 4 成。10 年，公司的蓝牙耳机业务将进入稳定回报期。考虑到 09 年公司的蓝牙耳机收入受产能转移期间受关闭设备的影响，其收入水平未能真实反映缤特力的转移规模。在手机行业复苏和蓝牙设备渗透率提升的背景下，预计公司 10 年蓝牙耳机收入规模可能在 5-6 亿元。

蓝牙耳机作为手机配件，手机品牌厂商在向蓝牙产品线延伸方面具有渠道优势，NOKIA、三星等手机厂商纷纷推出自有品牌蓝牙耳机，并不断挤占第三方蓝牙耳机厂商的市场份额，公司也在考虑为 NOKIA、三星、苹果等手机厂商直接配套蓝牙耳机产品。

根据智多星顾问的数据，2009 年全球蓝牙耳机出货量为 1.27 亿只，2010 年出货量将达到 1.52 亿只，同比增长 20%。预计到 2013 年，全球蓝牙耳机出货量将达到 2.71 亿只。公司具有自制模具、注塑和自产微电声器件的优势，这将使其有望成为全球蓝牙耳机产能转移的主要受益者。

5. 拓展消费电子新领域

5.1. CES 展和南非世界杯激发 TV 用 3D 眼镜需求

应用 3D 技术可能成为消费电子新的发展趋势。2010 年 1 月，在美国拉斯维加斯举办的国际消费电子产品展 (CES) 上，3D 产品成为最大热点。目前，索尼、松下、三星、夏普、东芝等家电巨头均推出了支持 3D 视频的设备，包括电视机、蓝光 DVD、投影仪等。

内容一直是制约 3D 电视普及的重要瓶颈之一，但内容提供商已经开始一些积极的尝试。09 年 12 月 25 日，国际足联正式宣布将在南非世界杯中使用 3D 技术，届时将有 25 场比赛使用 3D 专业摄像机拍摄。美国 ESPN 电视网与日本索尼公司宣布，将在 2010 年南非世界杯期间采用 3D 技术转播部分场次。此前，在英国、西班牙等欧洲部分地区已开始尝试用 3D 技术转播比赛，受到观众的良好反馈。

TV 用 3D 眼镜由电路、液晶片、电池等部件构成，技术复杂程度高于电影院用偏光片 3D 眼镜，是未来 3D 眼镜需求的主要领域。

图 9：TV 用 3D 眼镜



数据来源：国泰君安证券

根据市场调研机构的数据，2010 年三星电子计划销售 200 万台 3D 电视，LG 计划推出 40 万台 3D 电视。美国电子消费协会预测，到 2013 年 25% 的电视机将采用 3D 技术。以 1 台电视配套 2 副 3D 眼镜测算，2010 年，3D 眼镜需求约为 500-700 万副，到 2013 年 3D 眼镜出货量可能达到 1 亿副。

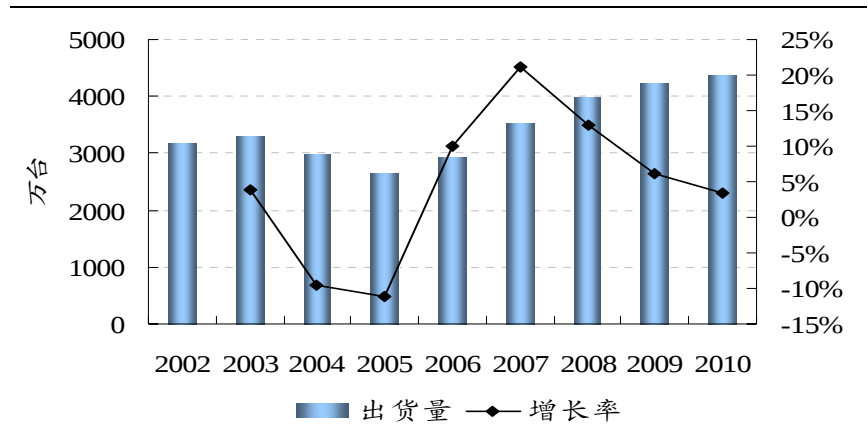
公司的 3D 眼镜产品可与电声产品在模具、注塑、人体工学设计、SMT 方面实现共享。目前订单来自韩系和日系客户，未来如果国内家电企业跟进 3D 电视，公司也考虑为其进行配套。如果 3D 电视的销售进展能够达到预期，那么公司 3D 眼镜的收入规模可能达到甚至超过 1 亿元。由于主要部件需要外购，因此该产品的稳定毛利率水平可能在 15%-20%。

5.2. 开拓视频游戏机用声学系统市场

公司在视频游戏机用声学系统的主要客户为微软的 Xbox，并通过为配套厂商进行 OEM 或 ODM，也与索尼和任天堂两大视频游戏机厂商有着间接合作。未来几年，公司争取与三大游戏机厂商均实现直接合作。我们预期，10 年下半年公司与部分客户的直接合作可能会有所突破。

10 年 3 月份，公司游戏机声学系统的收入有望超过 1000 万元。围绕视频游戏机大客户，我们预计 10 年公司游戏机用声学系统收入规模可能达到 1 亿元。

图 10: 全球视频游戏机出货量预期



数据来源: iSuppli, 国泰君安证券

6. 加快扩产步伐 缓解产能瓶颈

截止 09 年底, 公司 IPO 募投项目进度已达 84%, 生产性项目中仅有 MEMS 麦克风项目由于市场原因进度较慢, 预计在 10 年 3 月底 IPO 募投项目将基本完成。

受益于大客户拓展和缤特力的产能转移, 目前公司传统业务产能满载。公司拟通过定向增发实施微型数字麦克风技改项目、手机用微型扬声器/受话器技改项目、数字音频产品技改项目以及 LED 封装技改项目等 4 个扩产项目。

目前, 公司利用自有资金已经开始二期厂房建设, 已有一座生产大楼主体厂房完工, 预计 4 月份将完成 LED 背光和模组车间的净化装修, 6 月份二期厂房拟全面投入使用。

7. 盈利预测和投资建议

目前, 公司订单饱满, 部分生产线春节仅休假 3 天。展望 2 季度, 部分产品有望继续上量, 预计季度营收规模可能再创新高。

由于大客户和新产品的拓展存在一定的不确定性, 我们仍维持原有业绩预测, 预期公司 2010-2012 年销售收入分别为 16.90 亿元、21.97 亿元、26.81 亿元, 净利润分别为 1.95 亿元、2.64 亿元、3.37 亿元, 对应 EPS 分别为 0.81 元、1.10 元、1.40 元。

如果公司与三星在 LED 背光方面的合作取得实质性进展, 以及在 NOKIA 和新产品方面的拓展超出预期, 则公司 2011 年营收规模将具有一定的弹性空间, 营收可能弹至 25 亿元甚至更高。我们将视公司在大客户拓展方面的进展情况进行修正。维持目标价 35 元, 谨慎增持评级。

作者简介:

魏兴耘: 厦门大学经济学博士，国泰君安证券研究所电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2009 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

张慧: 男，南京大学产业经济学专业硕士，2007 年 7 月加入国泰君安证券研究所，2009 年《新财富》电子行业最佳分析师第三名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		