

歌尔声学(002241)深度调研报告

——紧跟全球高端客户，迈向高成长

信息技术/电子元器件

推荐

首次评级

发布时间：2011年3月29日

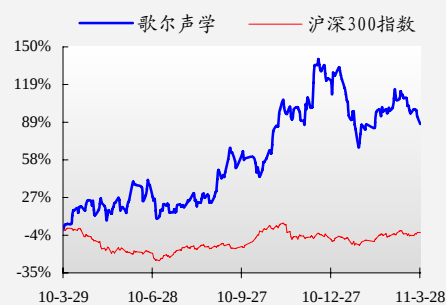
投资要点：

- 公司主营产品包括微型麦克风、微型扬声器/受话器、蓝牙系列产品、便携式音频产品、3D 电子眼镜、LED 系列产品等；公司拥有全球较高端 IT 客户，目前已进入客户或即将进入的潜在客户有诺基亚、三星、缤特力、LG、索尼、松下、微软、苹果（即将）等。
- 未来伴随下游产品升级，以及在新客户开拓和老客户进入新产品等拓展模式下，我们预计公司电声器件类产品销售规模有望在 2012 年超过 30 亿元。
- 歌尔是三星 3D 眼镜的独家供应商，我们预计，2011 年歌尔仅来自三星的 3D 眼镜销售规模就有望达到 20 亿元左右，并在 2012 年超过 35 亿元；我们预计未来几年，歌尔 3D 眼镜营收规模有望上百亿。
- 公司背光模组今年上半年将有望开始对这三星和松下大批量供货，未来几年，随着在背光模组领域对现有客户以及其他下游厂商的进一步渗透，歌尔背光模组业务将面临巨大的成长空间。
- 目前，公司拥有各类研发技术人员 900 多人，其中 400 人的模具研发团队，并建立起包括信号处理、短距离无线通信、MEMS 和产品测试等多技术融合的产品研发平台，综合技术优势突出。
- 从公司的成长模式和未来布局来看，未来公司将继续围绕其强大的高端客户优势基础，在更多的产品领域寻求拓展，为客户提供一站式采购服务解决方案，甚至逐步踏入整机代工之列，以垂直整合模式持续高成长。
- 盈利预测和投资建议：我们预计，公司 11 年、12 年、13 年营业收入将分别同比增长 93.39%、78.06%、37.73%，EPS（摊薄）分别为 1.25 元、2.24 元、3.13 元，对应动态 PE 分别为 36 倍、20 倍、14 倍，给予短期“谨慎推荐”投资评级，考虑公司未来高成长预期，给予长期“推荐”评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母 公司净 利润	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010	264,394	134.63	27,577	171.43	0.76		59	
2011E	511,302	93.39	46,859	63.07	1.25		36	
2012E	910,445	78.06	84,201	79.69	2.24		20	
2013E	1,253,939	37.73	117,652	39.73	3.13		14	

走势图



市场数据 2011/3/28

收盘价：	45.09 元
52 周最高价：	58.60 元
52 周最低价：	23.50 元
平均持仓成本：	47.70 元

基本数据 2010Q3

总股本（万股）：	37,579
流通 A 股（万股）：	37,579
每股收益（元）：	0.54
每股净资产（元）：	4.13
每股经营现金流（元）：	0.35
市净率：	10.92

分析师：吴娜

执业证书编号：S0550511020004

TEL: (8621)6336 7000-270

FAX: (8621)6337 3209

Email: wun@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

内容目录

一、 公司基本简介	3
二、 下游产品升级带来电声器件持续较好增长	4
(一) 智能手机渗透率持续提升	4
(二) 新客户+老客户新产品	5
(三) 未来几年公司电声器件业绩仍将保持良好增长态势	6
三、 三星 3D 眼镜的独家供应商	7
四、 背光模组业务将助公司业绩腾飞	9
五、 研发实力是未来成长基础	10
六、 成功模式在复制，是否就是下一个“鸿海”？	11
七、 盈利预测及投资建议	14

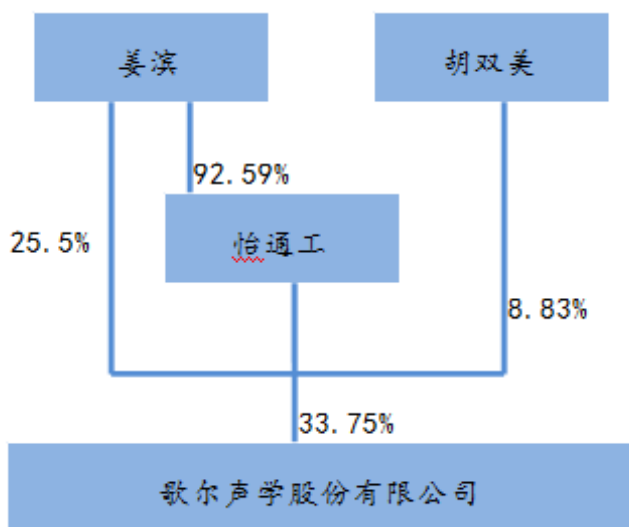
图表目录

图 1: 公司股权关系	3
图 2: 公司主要控股子公司	3
图 3: 全球手机出货量及增长情况	4
图 4: 智能手机出货量及渗透率	5
图 5: 三星、诺基亚、LG 手机出货量	6
图 6: 诺基亚、三星和苹果智能手机出货量	6
图 7: 全球微型数字麦克风销量预测	7
图 8: 未来几年公司电声器件业务销售规模预测	7
图 9: 三星 3D 眼镜未来需求规模预测	8
图 10: 未来几年歌尔 3D 眼镜销售规模增长预期	8
图 11: 全球电视机按显示技术区分出货量及预测（单位：百万台）	9
图 12: 未来几年歌尔背光模组销售规模预期	10
图 13: 公司研发支出	10
图 14: 公司人员结构（2009 年）	11
图 16: 歌尔大客户战略	12
图 15: 歌尔主导产品的衍生	12
图 17: 鸿海发展路径	13
图 18: 鸿海 CMMS 发展模式	13
图 19: 鸿海销售规模	13
图 20: 歌尔销售规模及未来预测	14
表 1: 利润表（预测：百万元）	15

一、 公司基本简介

公司是由原怡力达公司经过系列变更，至 2007 年整体变更成立。公司实际控制人为姜滨先生和胡双美女士，两人为夫妻关系。其中，姜滨先生持有公司 25.5% 的股份，并通过潍坊怡通工电子有限公司间接持有公司 31.25% 的股份，胡双美女士持有公司 0.83% 的股份。

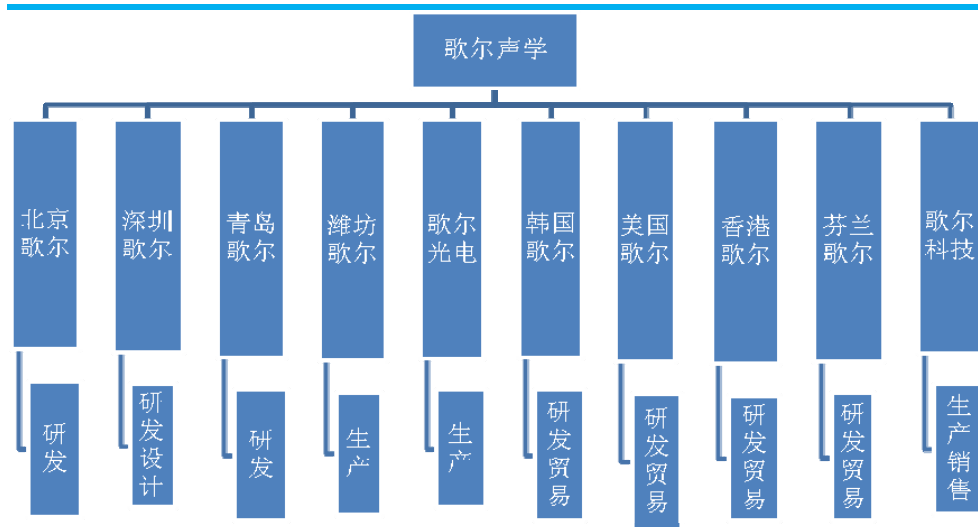
图 1：公司股权关系



资料来源：公司公开资料，东北证券。

目前，公司旗下共有 10 家子公司，其中北京歌尔、深圳歌尔、青岛歌尔、韩国歌尔、美国歌尔、香港歌尔、芬兰歌尔主要从事研发设计或者研发贸易业务，潍坊歌尔、歌尔光电、歌尔科技主要从事生产或者生产销售业务。

图 2：公司主要控股子公司



资料来源：公司公开资料，东北证券。

公司主要经营产品包括微型麦克风、微型扬声器/受话器、蓝牙系列产品、便携式音频产品、3D 电子眼镜、LED 系列产品等。公司拥有全球较高端 IT 客户，目前已进入客户或即将进入的潜在客户有诺基亚、三星、缤特力、LG、索尼、松下、微软、苹果（即将进入）等。

二、下游产品升级带来电声器件持续较好增长

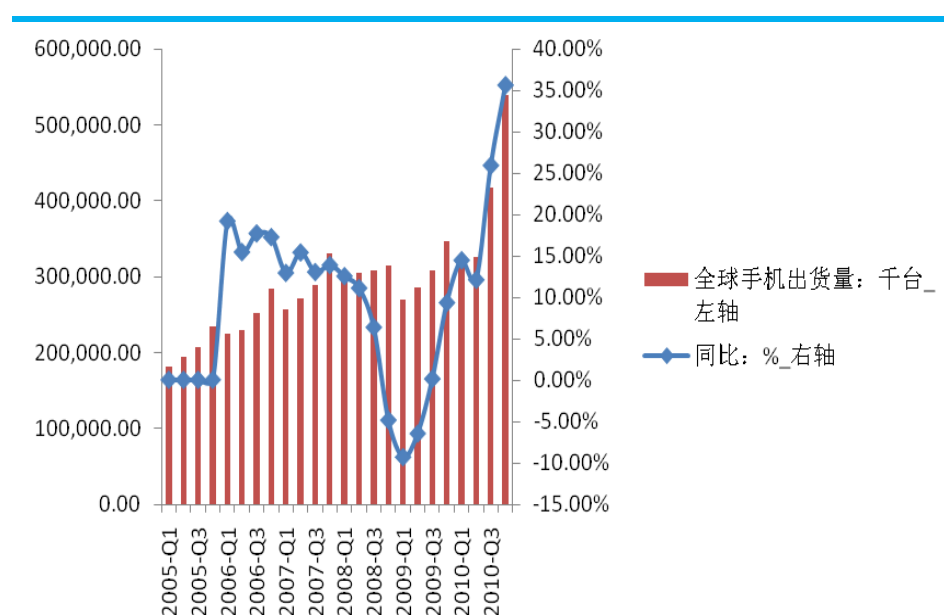
公司电声器件类产品主要包括：微型驻极体麦克风、微型数字麦克风、MEMS 麦克风、微型扬声器和受话器以及蓝牙耳机和高端游戏耳机等。

公司电声器件类产品主要应用于手机、笔记本电脑以及消费类电子产品等领域。未来随着下游电子产品技术升级，公司电声器件类产品的市场增长也将继续保持较好的增长。

(一) 智能手机渗透率持续提升

根据 Gartner 数据，2010 年全球手机出货量接近 16 亿部，同比增长超过 30%，其中主要受益于智能手机的大幅增长。

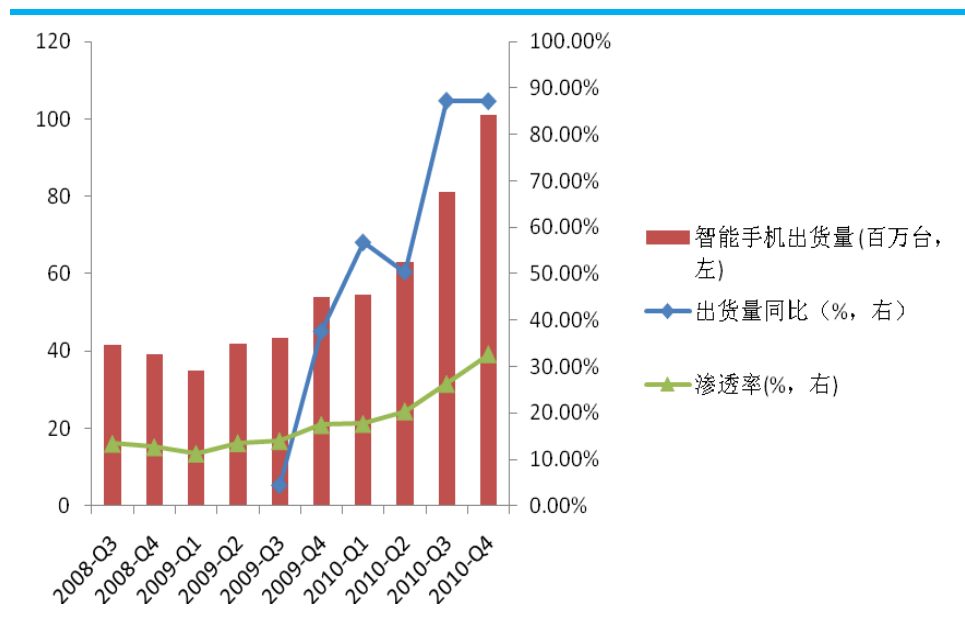
图 3：全球手机出货量及增长情况



数据来源：Gartner, 东北证券。

根据 IDC 数据，2010 年全球智能手机出货量达到 2.7 亿部，同比增长 66.67%，全年渗透率近 17%，同时预计 2011 年全球智能手机出货量将达到 5 亿部，渗透率将超过 25%。

图 4: 智能手机出货量及渗透率



数据来源: IDC, 东北证券。

(二) 新客户+老客户新产品

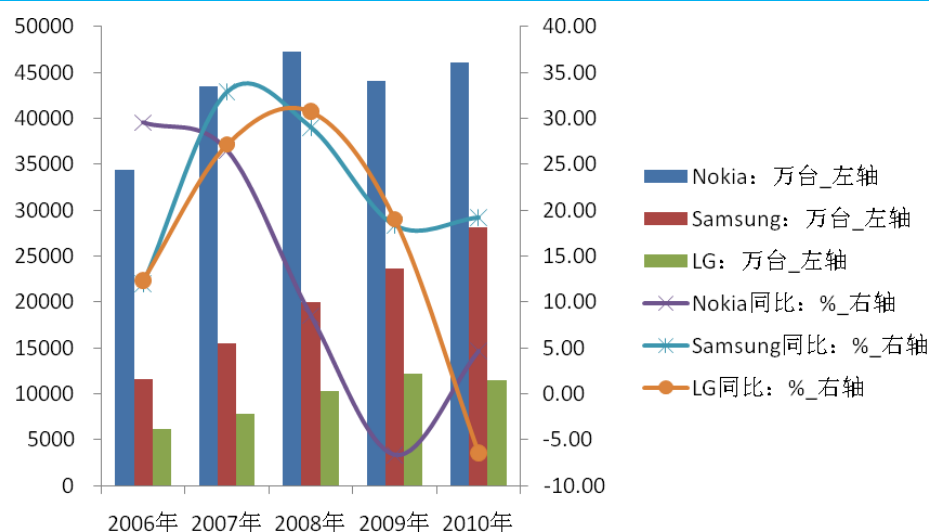
公司电声器件产品主要大客户有: 三星、LG、诺基亚、缤特力等国际知名大客户。目前, 歌尔是三星麦克风的第二大供应商, 如果考虑扬声器/受话器, 公司已经成为三星这两大类产品的第一大供应商。

2009 年, 公司开始进入诺基亚供应商之列, 从 2010 年开始成为诺基亚麦克风和扬声器/受话器产品的供货商。其中 2010 年诺基亚 20% 的麦克风采购来自歌尔, 预计 2011 年来自诺基亚的销售收入将超过 1 亿元。

2009 年 3 月开始, 公司成为缤特力蓝牙耳机的首要战略供应商, 自此缤特力将其自行生产的包括中高端产品在内的蓝牙耳机转移给公司制造; 三星和诺基亚同时也是公司蓝牙耳机的重要客户。

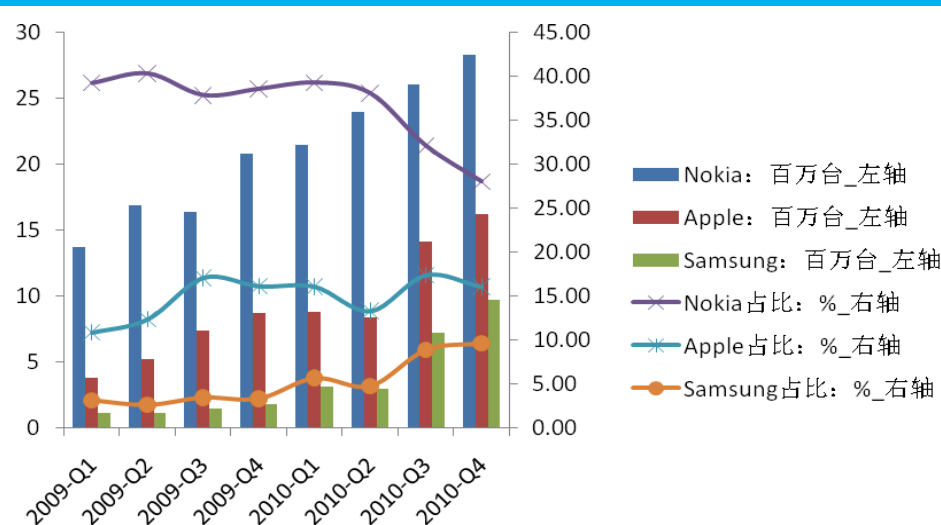
此外, 目前公司麦克风以数字麦克风为主, 微型数字麦克风较驻极体麦克风和 MEMS 麦克风具有更高抗电磁干扰噪声抑制性能, 价格也高出一倍左右, 未来有着较好的增长前景。目前, 公司麦克风主要客户为三星、诺基亚和 LG, 且有望挤进苹果的供应商之列, 并将进一步拓展 LG、索尼、松下等高端客户。

图 5：三星、诺基亚、LG 手机出货量



数据来源：Gartner, 东北证券。

图 6：诺基亚、三星和苹果智能手机出货量

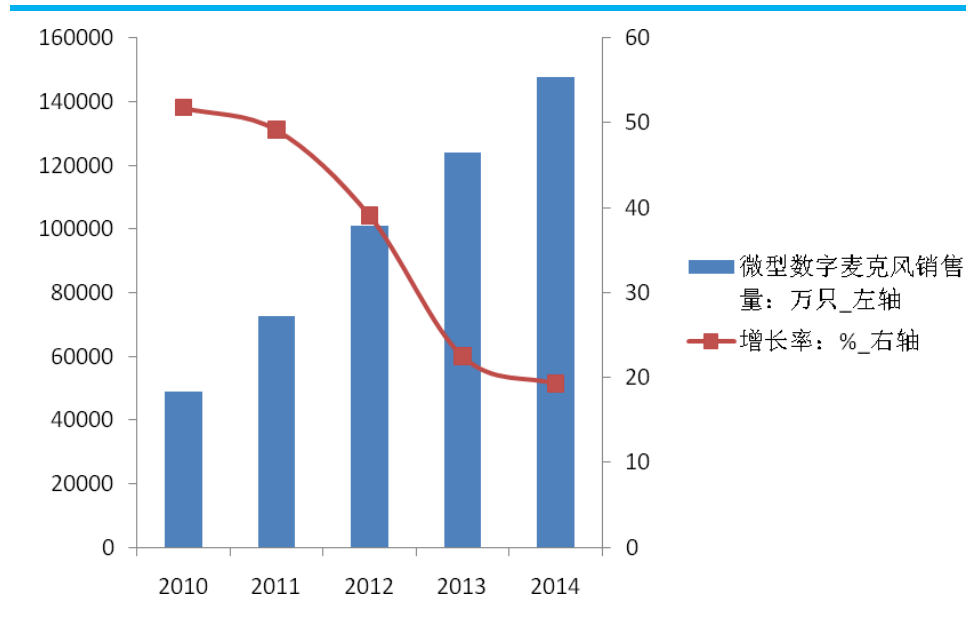


数据来源：IDC，东北证券。

(三) 未来几年公司电声器件业绩仍将保持良好增长态势

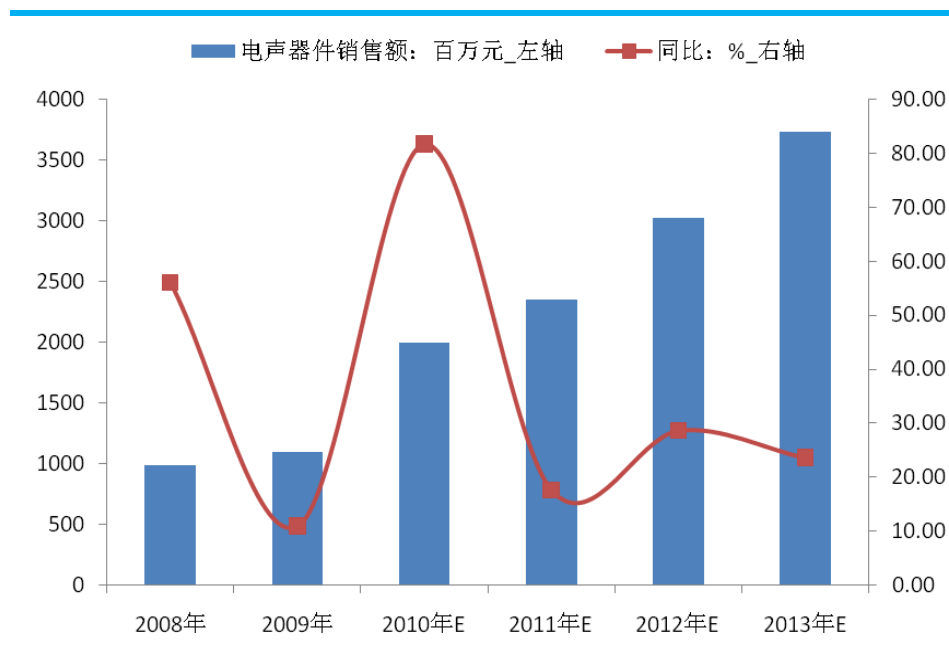
2010 年，受全球经济好转，公司电声器件类产品销售规模将实现大幅增长，我们预计有望达到 20 亿元左右。伴随下游产品升级，以及在新客户开拓和老客户进入新产品等拓展模式下，我们预计公司电声器件类产品销售规模有望在 2012 年超过 30 亿元。

图 7：全球微型数字麦克风销量预测



数据来源：CCID，东北证券。

图 8：未来几年公司电声器件业务销售规模预测



数据来源：公司年报，东北证券。

三、三星 3D 眼镜的独家供应商

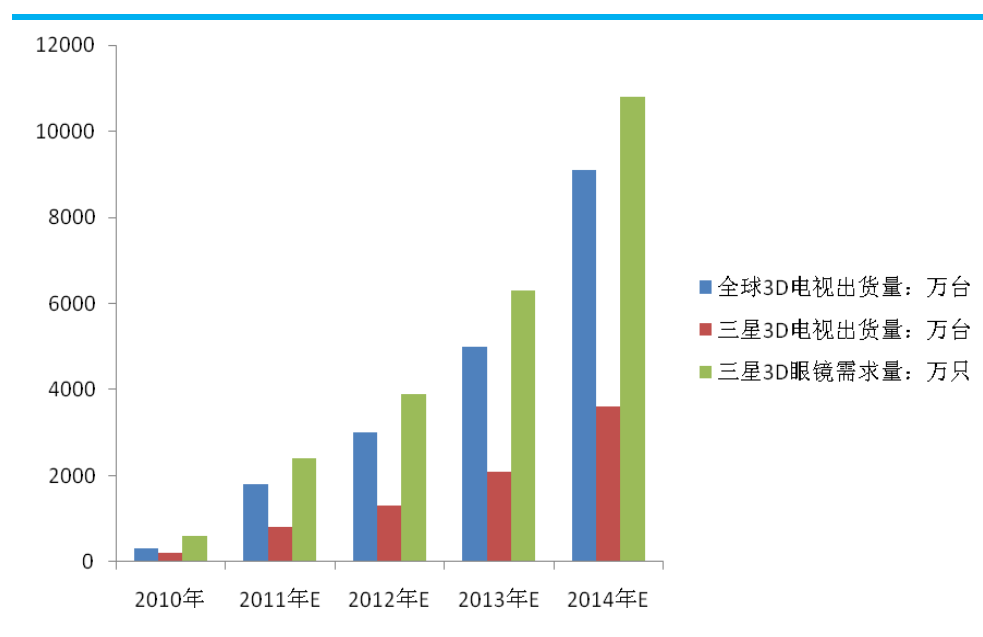
紧跟大客户三星在 3D 平板电视的步伐，公司 2010 年涉足 3D 眼镜业务。2010 年公司 3D 眼镜出货量约 1000 万台左右，预计实现销售收入 6 亿元左右。未来几年，随着片源的逐步增多，3D 电视的市场渗透率会进一步提升；但由于技术方面的障碍，预

计裸眼 3D 电视的普及还要在 3-5 年以后才能实现。

目前，三星 3D 电视所标配 3D 眼镜全部来自歌尔，未来几年歌尔将有望继续成为三星 3D 眼镜的独家供应商。那么，我们预计，2011 年歌尔仅来自三星的 3D 眼镜销售规模就有望达到 20 亿元左右，并在 2012 年超过 35 亿元；此外，歌尔还是索尼 3D 眼镜的供应商，那么，我们预计未来几年，歌尔 3D 眼镜营收规模有望上 100 亿规模。

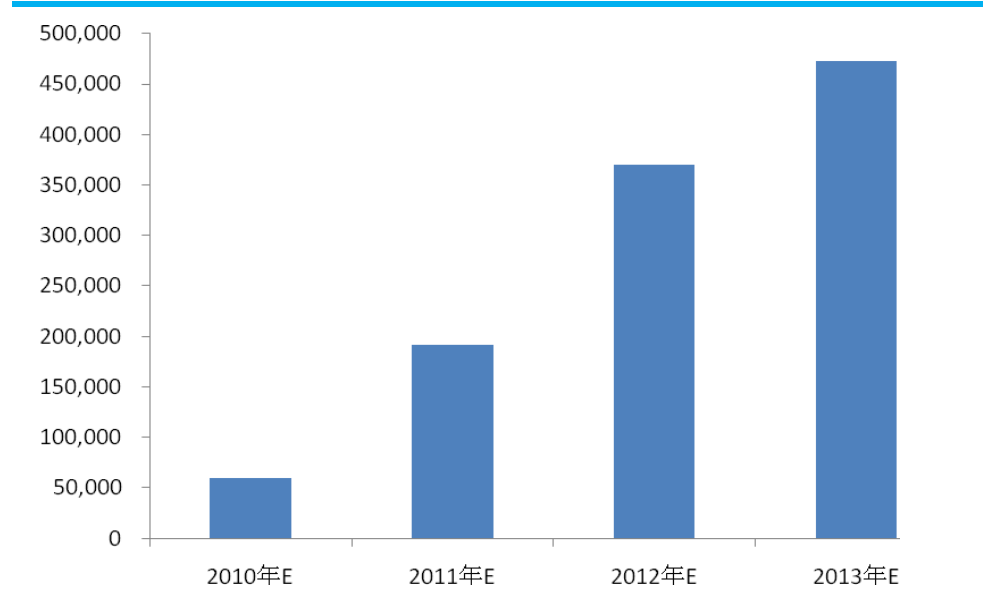
目前，公司所生产 3D 眼镜，主要材料外购，我们预计公司 3D 眼镜毛利率不会很高，预计为 20%至 25%。

图 9：三星 3D 眼镜未来需求规模预测



数据来源：displaysearch, 东北证券。

图 10：未来几年歌尔 3D 眼镜销售规模增长预期



数据来源：东北证券。

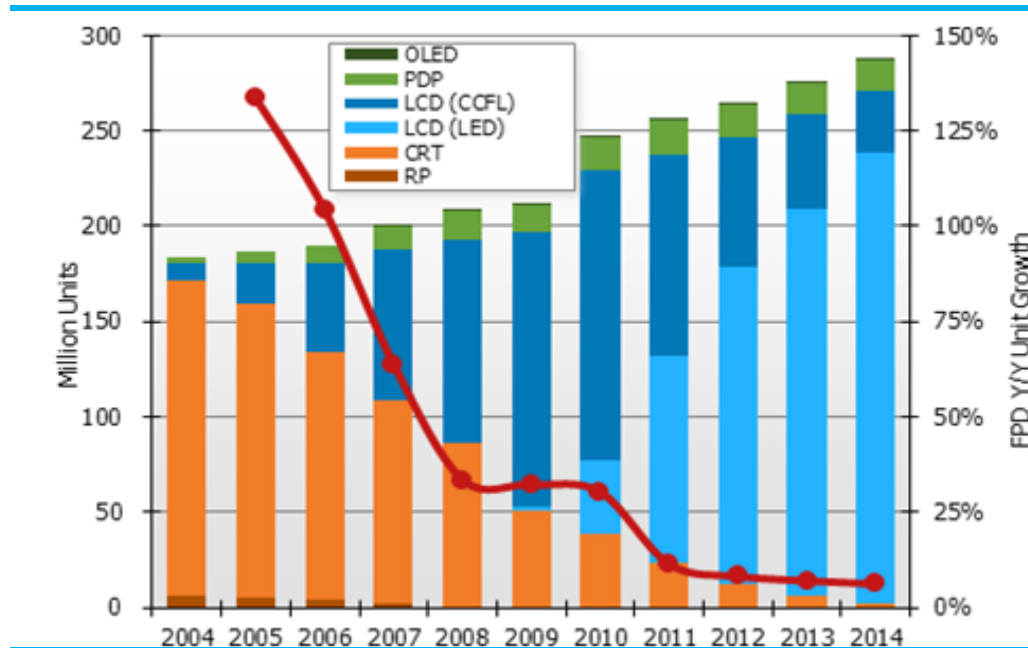
四、 背光模组业务将助公司业绩腾飞

2009 年，公司通过收购并增资潍坊华光新能电器有限公司（更名为歌尔光电），快速切入 LED 行业。2009 年，公司 LED 业务实现 616.28 万元，产生毛利 144.35 万元。

公司目前在建 LED 封装技改项目，主要应用于 LED 照明、LED 显示屏、LED 背光模组等领域。目前已建成 3 条封装生产线，对应两条模组生产线，预计年产能 240 万片，产值规模在 25 亿元左右。公司背光模组现已经通过三星和松下两家客户的二次认证，今年上半年将有望开始对这两家进行大批量供货，预计今年该业务将为公司带来 8 亿元左右的销售收入。

根据 displaysearch 数据，2010 年全球平板电视出货量 1.9 亿台，预计 2011 年将得到 2.15 亿台。未来，在 LED 背光、3D 以及 IPTV 等推动下，全球平板电视的销量将继续保持较好增长态势，预计到 2014 年，全球平板电视出货量将超过 3 亿台，对应背光模组产值规模约 3000 亿元左右。

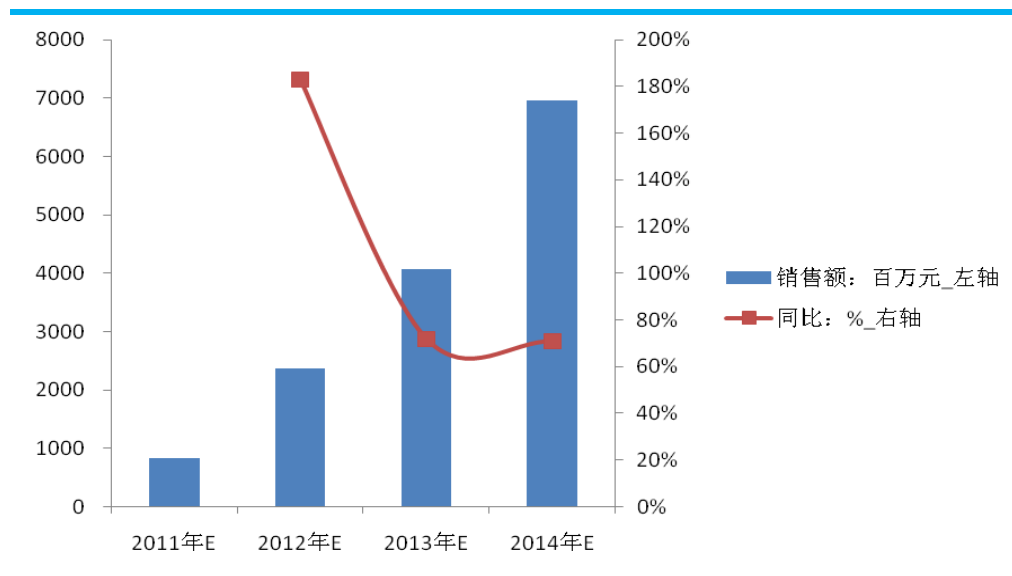
图 11：全球电视机按显示技术区分出货量及预测（单位：百万台）



数据来源：displaysearch，东北证券。

三星和松下是歌尔背光模组首批客户，其中三星是全球平板电视第一大生产商，占据超过 20% 的市场份额，松下平板电视出货量全球市场份额也在 8% 以上。那么，未来几年，随着在背光模组领域对现有客户以及其他下游厂商的进一步渗透，歌尔背光模组业务将面临巨大的增长空间。

图 12：未来几年歌尔背光模组销售规模预期



数据来源：东北证券。

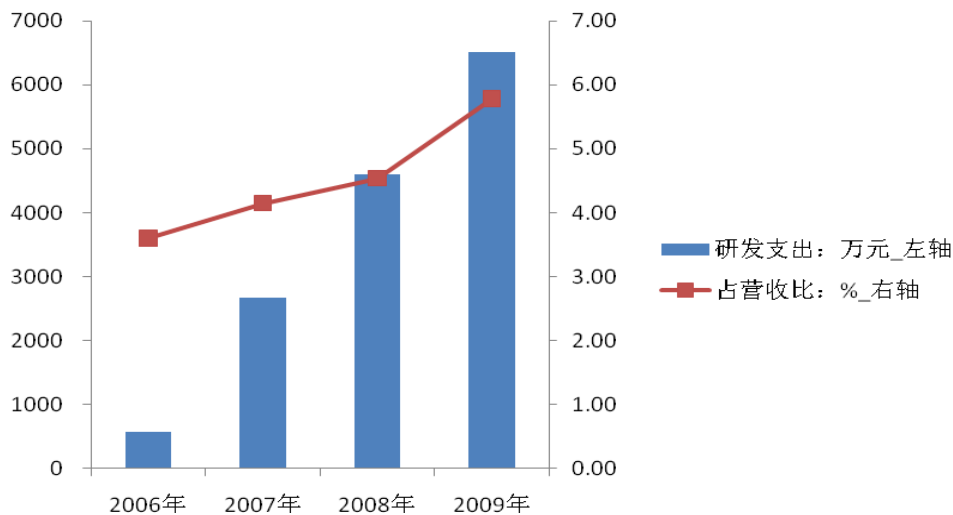
五、 研发实力是未来成长基础

公司已成立全资子公司北京歌尔、深圳歌尔、青岛歌尔、韩国歌尔、美国歌尔、香港歌尔以及芬兰歌尔从事研发业务，并组建了包括基础研发中心、零部件研发中心、整机研发中心和 LED 研发中心，大大提升了公司的创新实力和快速反应能力。

2009 年，公司拥有各类研发技术人员 921 人，占其员工总人数的 23%；其中已经拥有 400 人规模的研发团队专门从事模具研发，并建立起包括信号处理技术、短距离无线通信技术、MEMS 技术和产品测试技术等多技术融合的产品研发平台，综合技术优势突出。

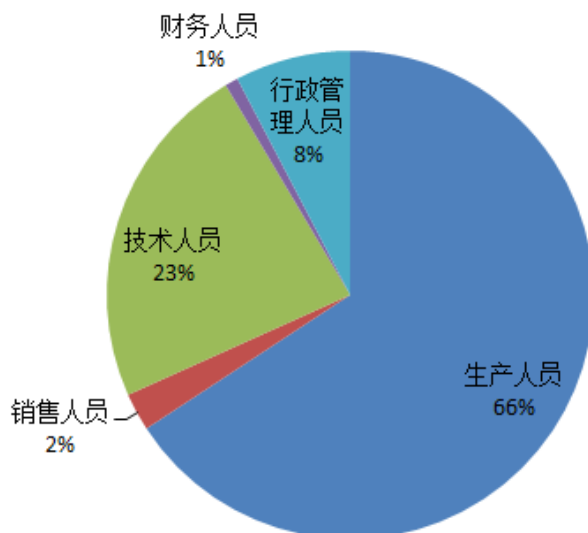
2009 年，公司研发支出 6517 万元，占其营业收入的 5.78%，全年申报专利 102 项，其中发明专利 21 项。未来几年公司将持续注重研发设计，不断提升自身产品创新设计和反应速度，有助于其牢牢把握和进一步渗透现有客户，同时加快对潜在客户的开拓。

图 13：公司研发支出



数据来源：公司年报，东北证券。

图 14: 公司人员结构 (2009 年)

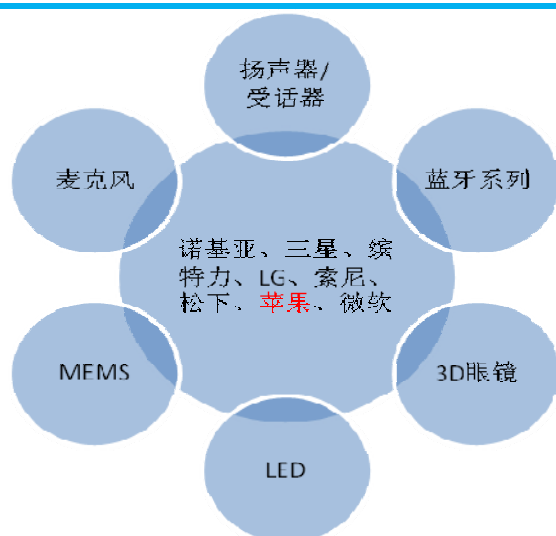


数据来源：公司年报，东北证券

六、 成功模式在复制，是否就是下一个“鸿海”？

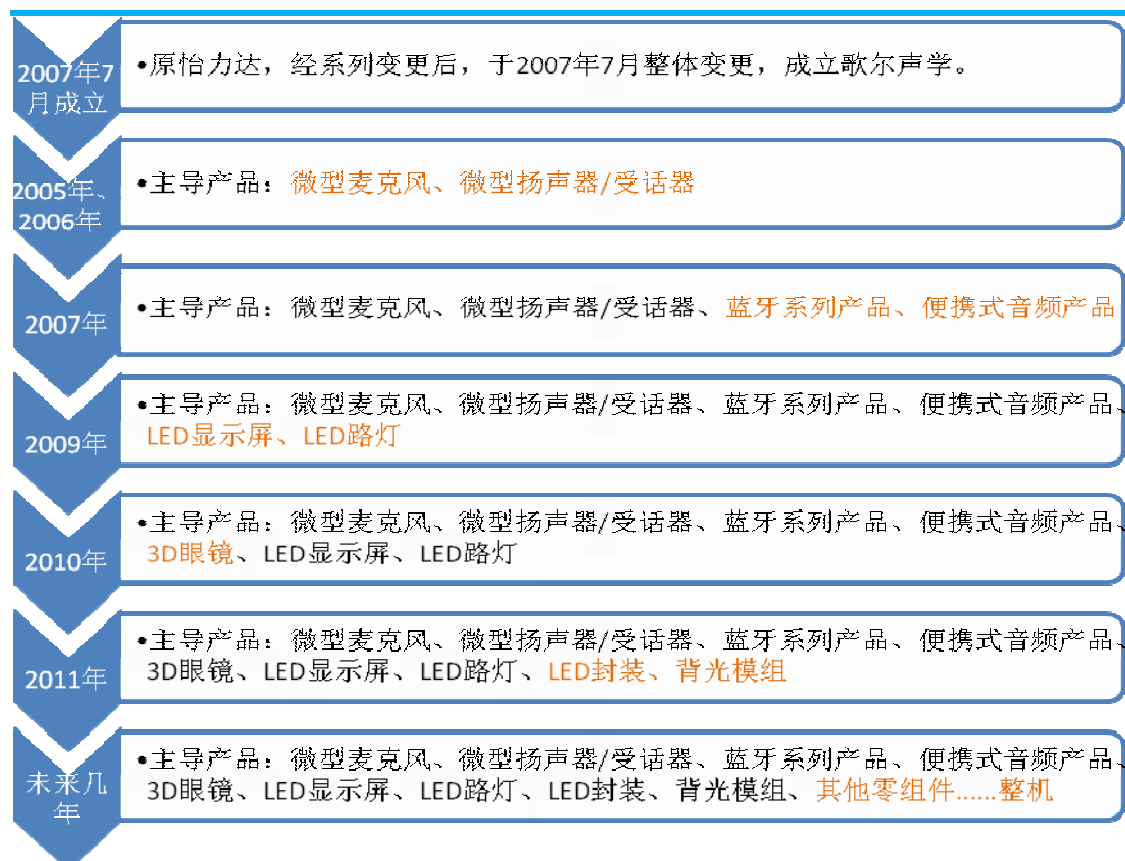
从公司的成长模式和未来布局来看，未来公司将继续围绕其强大的高端客户优势基础，在更多的产品领域寻求拓展，为客户提供一站式采购服务解决方案，甚至逐步踏入整机代工之列，这一垂直整合式的扩张路径，是否就是下一个“鸿海”？我们值得期待。

图 15: 歌尔大客户战略



资料来源：公司公开资料，东北证券。

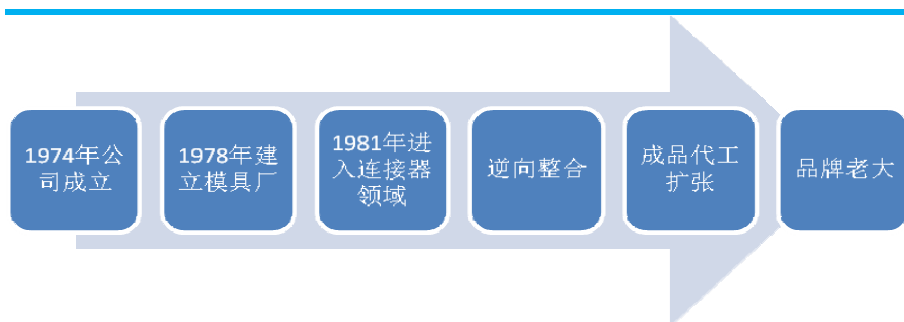
图 16: 歌尔主导产品的衍生



资料来源：公司公开资料，东北证券。

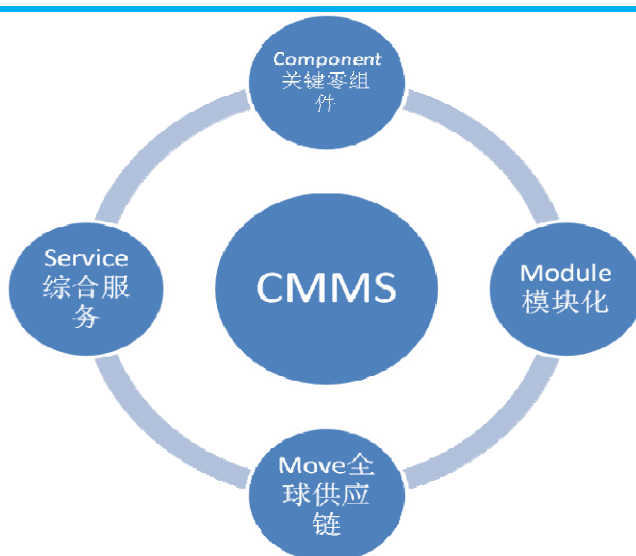
鸿海，创立于 1974 年，以模具起家，自创机光电垂直整合（eCMMS）商业模式：电子化—零组件、模组，为客户提供包括模具、治具、机械件、零组件、整机至设计、生产、组装、维修、物流等产品和服务的一站式采购整体解决方案;目前，鸿海是全球 3C 代工领域最大的国际科技集团。

图 17: 鸿海发展路径



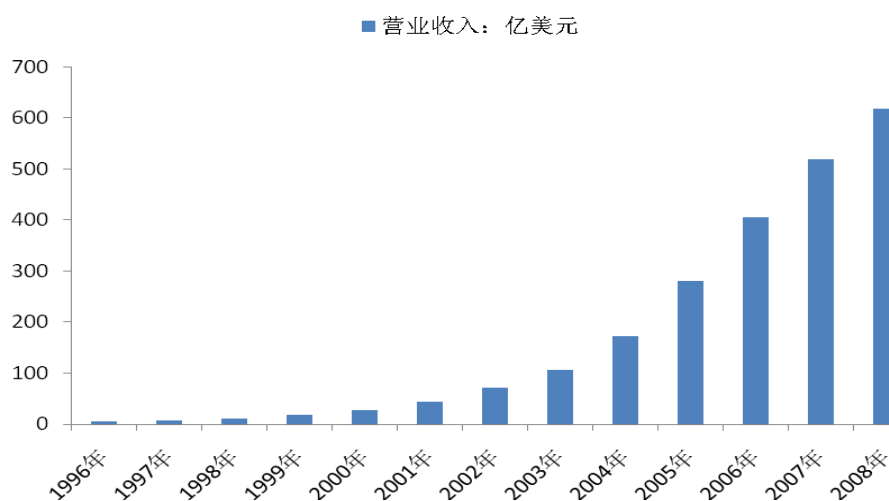
资料来源：东北证券。

图 18: 鸿海 CMMS 发展模式



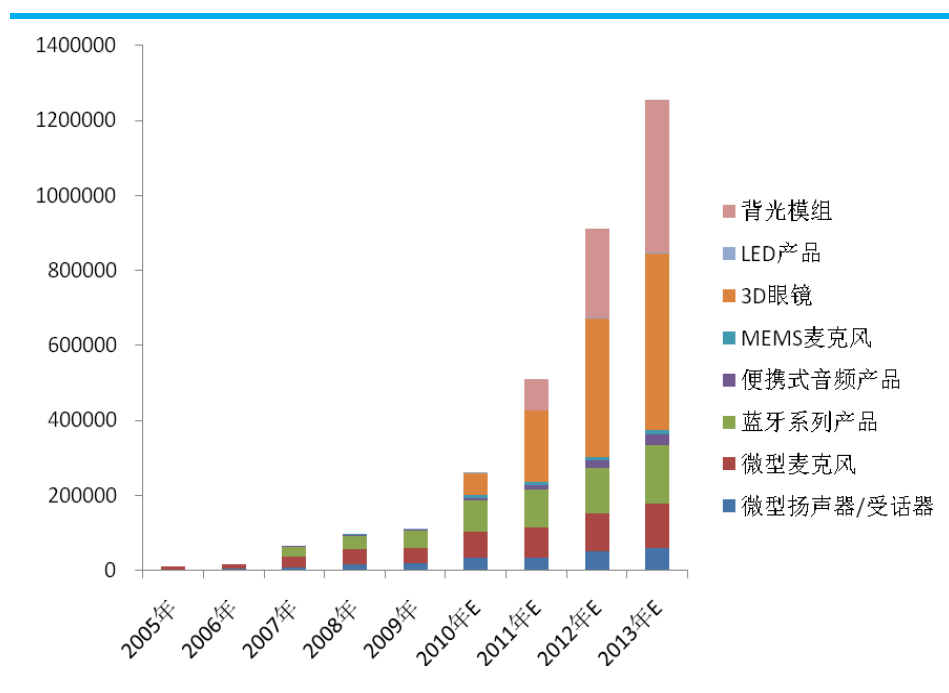
资料来源：鸿海公开资料，东北证券。

图 19: 鸿海销售规模



数据来源：鸿海公开资料，东北证券。

图 20: 歌尔销售规模及未来预测



数据来源：公司公开资料，东北证券。

七、 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2011 年、2012 年、2013 年，营业收入将分别达到 51.13 亿元、91.04 亿元、125.39 亿元，分别同比增长 93.39%、78.06%、37.73%，EPS（摊薄）分别为 1.25 元、2.24 元、3.13 元，对应动态 PE 分别为 36 倍、20 倍、14 倍，考虑公司未来高成长预期，我们首次给予公司“推荐”投资评级。

风险提示：1) 背光模组供货时间延后将不利 2011 年业绩实现，但目前公司背光模组已经通过下游客户的二次认证，因此供货时间延后风险较小；2) 人民币升值的影响等；3) 客户集中的风险，但公司产品线的不断丰富在很大程度上弱化了此类风险。

表 1: 利润表 (预测: 百万元)

	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
营业总收入	1,126.85	2,643.94	5,113.02	9,104.45	12,539.39
营业收入	1,126.85	2,643.94	5,113.02	9,104.45	12,539.39
营业总成本	1,014.41	2,302.61	4,513.26	8,013.74	11,034.66
营业成本	862.67	2,010.72	3,952.36	7,028.64	9,718.03
营业税金及附加	0.75	9.25	12.78	18.21	25.08
销售费用	34.37	54.99	113.51	203.03	282.14
管理费用	92.95	187.72	352.80	619.10	815.06
财务费用	19.66	38.34	76.70	135.66	181.82
资产减值损失	4.01	1.59	5.11	9.10	12.54
营业利润	112.44	341.33	599.76	1,090.71	1,504.73
加: 营业外收入	11.95	17.49	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	124.33	358.82	599.76	1,090.71	1,504.73
减: 所得税	15.54	44.85	89.96	163.61	225.71
净利润	108.79	313.97	509.79	927.11	1,279.02
减: 少数股东损益	8.92	38.20	41.20	85.10	102.50
归属于母公司所有者的净利润	99.88	275.77	468.59	842.01	1,176.52
每股收益:					
基本每股收益(元)	0.42	0.76	1.25	2.24	3.13
稀释每股收益(元)	0.28	0.76	1.25	2.24	3.13

数据来源: 公司公开资料, 东北证券。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。