

大客户战略保增长 新领域值得期待

民生精品---深度研究报告/电子元器件

2012 年 01 月 16 日

报告摘要:

● 大客户蜂窝式发展战略保证公司业绩高速增长

公司是国内声学器件的领先企业，在手机用微型扬声器/受话器产品方面，公司已经居国内同行的第二名，蓝牙耳机代工居全球第二位。公司的客户涵盖了手机、电脑、电视、游戏机领域的顶尖企业，产品从微型麦克风，到蓝牙耳机、便携式音频，现在已经进入了 3D 眼镜、LED 背光模组等领域。公司采取了大客户蜂窝式发展战略，保证了公司收入 07-10 年以 60% 的速度增长，我们预计未来公司业绩仍将保持高速增长。

● 进入顶尖企业供应链，电声业务（麦克风、扬声器/受话器）有 40% 的增长

电声业务由于基数已经很大，增速将有所下降，但受到下游智能手机、平板电脑等需求，仍将以超过 40% 的速度增长。公司的麦克风和扬声器已经进入国际顶尖企业的供应链，本次非公开增发项目将进一步扩大电声器件的产能，提高其竞争能力，我们预计电声业务 13 年收入将超过 30 亿元。

● 耳机业务将大放异彩

公司的高保真耳机具有低频延伸好、失真低、音质好等特点，具有更高的附加值，并且已经成为国际知名企业的供应商，成为 12、13 年公司业绩增长的推动因素之一。公司为缤特力代工蓝牙耳机的增速将放缓，未来期望能进入三星、诺基亚等老客户的供应链。

● 进入电视领域 分享电视盛宴

公司切入了 LED 背光模组、智能机顶盒等电视领域，有望成为电视巨头三星的供应商。LED 背光模组在液晶电视中的渗透率迅速提高，预计到 2014 年将达到 80%。公司 LED 背光产品已经给重要客户小批量供货，未来有望进入三星、索尼等电视企业的供应链，若顺利给三星等大客户供货，预计 13 年该业务有望营收达到 8 亿元。智能化是未来电视的发展趋势，围绕智能电视公司将推出智能数字机顶盒，预计还将生产智能遥控器等产品，我们认为电视领域将是公司未来新的高速增长点。

● 盈利预测

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.71、1.36 和 1.82 元，对应 PE 为 30.19、15.64、11.70 倍，给予公司“谨慎推荐”评级，6 个月目标价 28.56 元，对应 12 年 PE 21x。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2,645	4,360	7,388	10,528
增长率（%）	134.70%	64.88%	69.42%	42.52%
归属母公司股东净利润（百万元）	276	530	1024	1369
增长率（%）	176.79%	91.80%	93.04%	33.73%
每股收益（元）	0.74	0.71	1.36	1.82
PE	57.91	30.19	15.64	11.70
PB	9.79	7.66	5.14	3.57

资料来源：wind，民生证券研究所

● 风险提示

1) 大客户认证进度低于预期 2) 新产品研发进展低于预期 3) 全球经济不景气

谨慎推荐

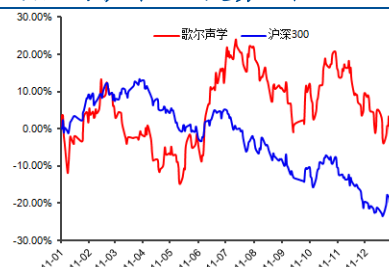
维持

目标价： 28.56 元

交易数据 (2012-01-16)

收盘价	21.30
近 12 个月最高/最低	29.12/18.91
总股本（百万股）	751.58
流通股本（百万股）	544.76
流通股比例%	72.48
总市值（亿元）	160.09
流通市值（亿元）	116.03

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：李晶

执业证书编号：S0100511070003

电话：(8621)68885157

Email: lijing_yjs@mszq.com

联系人：李国余

电话：(8610)85127785

Email: liguoyu@mszq.com

相关研究

目录

一、大客户战略下蜂窝式发展是业绩迅速增长的保证	3
（一）全球领先的制造企业	3
（二）大客户战略下不断切入新领域	3
（三）贴近客户战略提高及时反应能力	5
（四）柔性化生产使公司订单完成力强	5
二、进入国际顶尖企业供应链，电声业务将快速增长	6
（一）电声业务下游需求旺盛	6
（二）实力雄厚，具有稳定的优质客户	7
（三）高附加值产品增加，进入国际顶尖企业供应链	7
（四）原材料和设备自制能力提高公司盈利能力	9
三、耳机产品大放异彩	9
（一）高保真立体声耳机扩产满足大客户需求	9
（二）期待蓝牙耳机切入老客户供应链	10
四、进入电视领域，分享电视发展盛宴	10
（一）LED 背光模组是公司未来的看点	10
（二）享受电视智能化带来的高增长	12
五、盈利预测与投资建议	14
插图目录	17
表格目录	17

一、大客户战略下蜂窝式发展是业绩迅速增长的保证

(一) 全球领先的制造企业

公司产品包括微型麦克风、扬声器/受话器、蓝牙系列产品、3D眼镜、LED产品、便携式音频产品、游戏机配件，广泛应用于手机、笔记本电脑以及电视机等消费电子产品。在微型驻极体麦克风领域，市场占有率居国内同行业之首，在手机用微型扬声器/受话器产品方面，公司已经居国内同行的第二名，公司的蓝牙耳机据全球第三位。

(二) 大客户战略下不断切入新领域

公司的客户是手机、笔记本电脑等领域全球顶尖的企业，公司产品已经进入了诺基亚、三星等知名国际企业的供应链，这些国际大企业对产品的质量稳定性等要求高，认证过程严格，小企业很难进入其供应链，具有较高的技术壁垒。

表 1: 各领域客户情况

领域	客户
手机/平板电脑	诺基亚、三星、LG等
笔记本电脑	Dell、HP、联想、宏基、华硕等
电视	松下、三星、索尼等
消费类	缤特力、微软、思科等

资料来源：公司网站，民生证券研究所

公司在发展过程中采取了蜂窝式的发展战略，以大客户的需求为主要驱动力，在公司最擅长、最具有核心竞争能力的行业进行产品拓展，最开始生产扬声器、微型麦克风，后来进入蓝牙耳机、便携式音频产品领域，再进入电视领域，生产LED背光、3D眼镜、智能机顶盒，未来还将不断开发新产品、进入新领域。

图 1: 产品路线



资料来源：民生证券研究所

公司牢牢抓住大客户的订单，不断提高产品在老客户中的占有率并将新产品渗透至老客户，我们认为这是公司业绩快速增长的重要因素。从 2007-2010 年，公司的营业收入由 6.45 亿元增长至 26.45 亿，复合增长率达 60%，净利润由 0.77 亿元增长至 2.76 亿元，增长率达到 53%。

图 2：营业收入

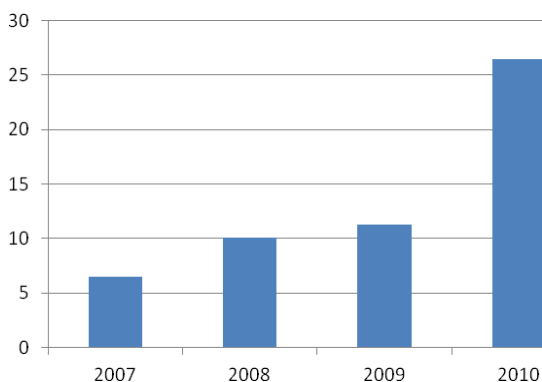
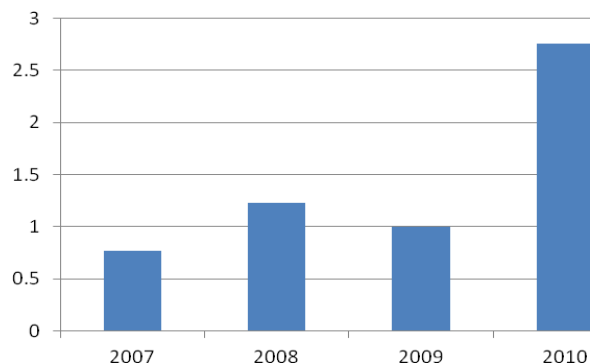


图 3：净利润



资料来源：wind，民生证券研究所

表 2：客户拓展重要事件

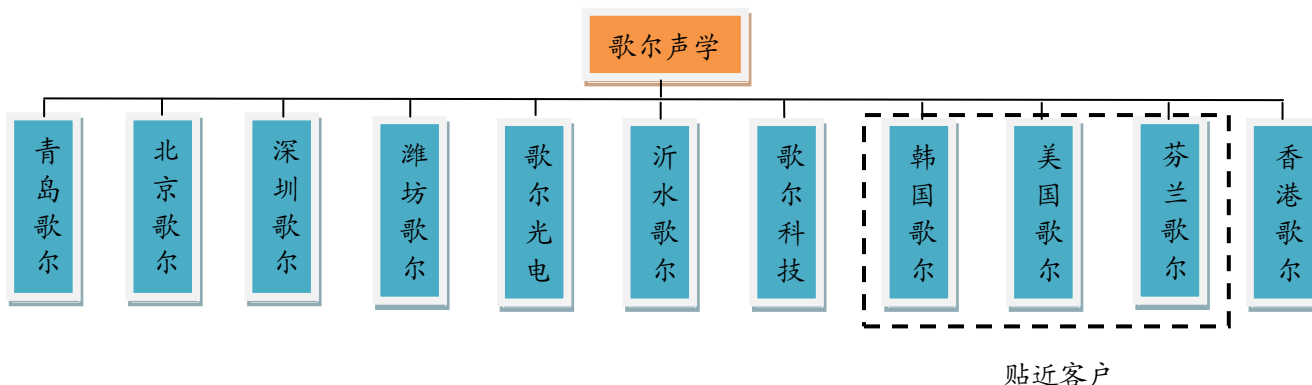
领域	客户
2005	电声元件产品通过三星认证
2006	代工缤特力蓝牙耳机
2007	向三星大批供应电声元件
2008	麦克风产品通过诺基亚认证

资料来源：公司网站，民生证券研究所

(三) 贴近客户战略提高及时反应能力

公司采取贴近客户的策略,在诺基亚等大客户所在地建立了分公司,以更好的和客户沟通,加强与客户的接口能力、提供就近服务、提高及时反应能力。公司成立了韩国歌尔、美国歌尔、香港歌尔、芬兰歌尔,从事国际贸易工作,这种战略也使公司能牢牢稳住和大客户的合作。

图 4: 子公司



资料来源：公司年报，民生证券研究所

(四) 柔性化生产使公司订单完成力强

公司具备高精度模具制造、注塑与喷漆、自动化生产能力,公司通过塑胶件、模切件等部分核心原材料自制,实现了对产业链上游的整合;通过对消费类电声产品的资源投入,实现了对产业链下游的整合;通过自主研发制造自动化生产线和精密模具,实现了对产业链周边领域的整合。垂直整合的经营管理模式,大幅提高了产品的成品率、一致性和生产效率,实现了低成本、柔性自动化生产,使公司具备了快速、大批量、高品质完成客户订单的能力。

表 3: 公司核心能力

	具体
研发	1、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。 2、拥有完善的测试技术,建成了包括声学实验室、可靠性实验室、无线实验室、环保实验室等多个产品测试和验证实验室,配有先进的测试设备及人才,为新产品开发设计及产品质量控制提供了保障。 3、现有各类研发技术人员900余名,大多毕业于国内外知名院校,具有多年的声学或电子相关领域的理论基础和实践经验,部分成员还拥有国际化知识背景。 4、在青岛、潍坊、北京、深圳等地设置了研发机构,并组建了四个研发中心,包括基础研发中心、零件研发中心、整机研发中心、LED研发中心,有效提高了公司产品创新的速度和能力。
模具	不断提高精密模具制造水平,现有五轴加工中心、慢走丝切割线、电火花等国际一流的模具装备
注塑与喷漆	1、通过垂直整合供应链,提高了关键料件注塑件的自制比例,提高了生产效率,降低产品的单位成本。 2、喷涂生产线建立了专门实验室,并配备色差计、光泽仪等各种精密仪器,保证了喷涂产品的一致性,极大的提高了产能,为消费类电声系列产品的产能提供了有力保障

自动化生产 公司自主研发的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能力，既提高了产品的成品率和一致化程度，又大幅降低了设备成本和直接人工成本。

资料来源：公司网站，民生证券研究所

二、进入国际顶尖企业供应链，电声业务将快速增长

(一) 电声业务下游需求旺盛

公司传统电声业务主要包括麦克风、扬声器/受话器，主要应用于手机、平板电脑、消费类电子领域，据 Gartner 预测，2015 年全球手机出货量将达到 25.1 亿部，笔记本电脑出货量 4.88 亿台。

图 5：全球手机出货量

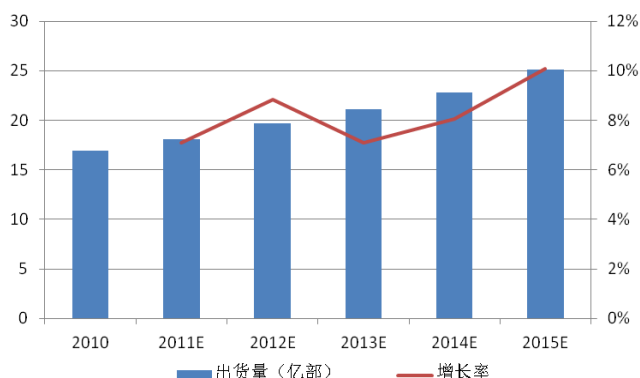
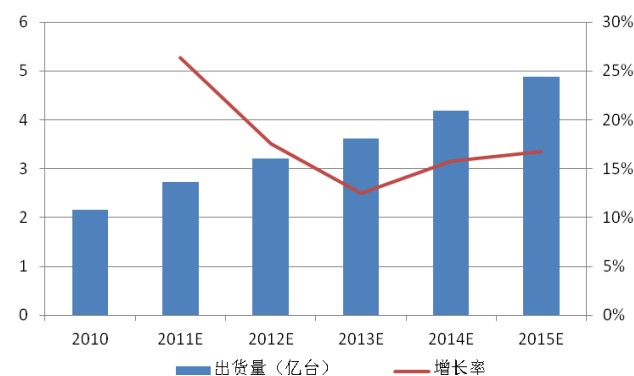


图 6：笔记本电脑出货量



资料来源：Gartner，民生证券研究所

智能手机在 2010 年出现智能手机出货量 11 亿部，平板电脑出货量将达到 2.95 亿台。

图 7：全球智能手机出货量

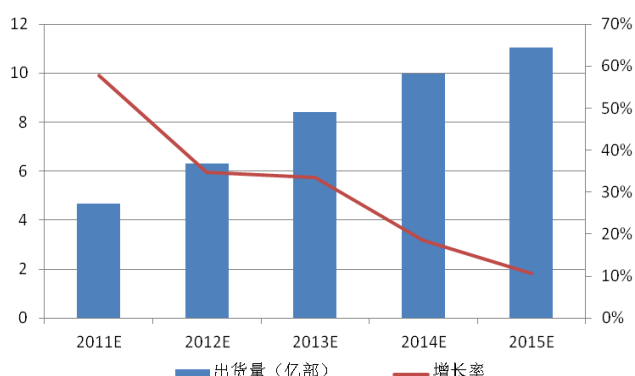
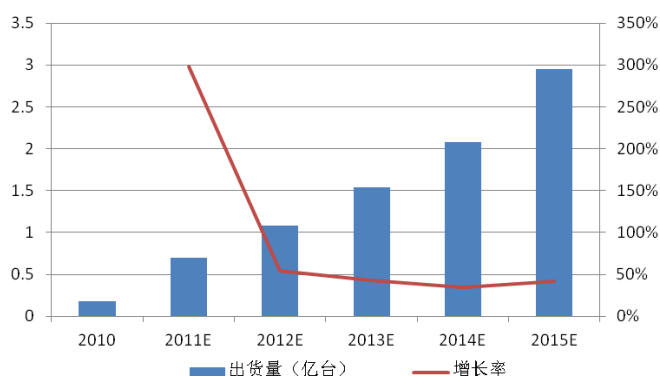


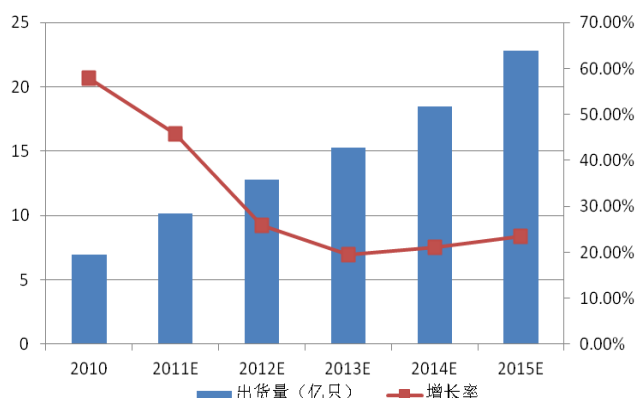
图 8：平板电脑出货量



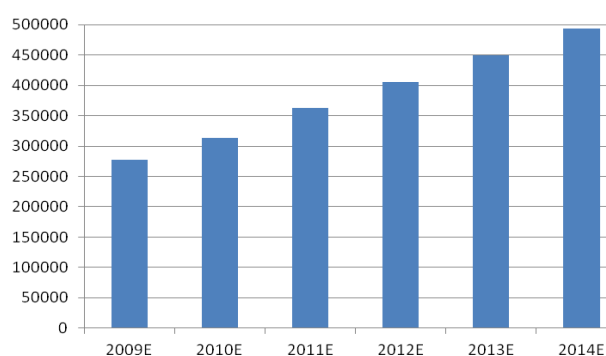
资料来源：Gartner，民生证券研究所

公司的麦克风包括微型驻极体麦克风、MEMS 麦克风，MEMS 麦克风是近年来发展迅速的产品，虽然 MEMS 麦克风比 ECM 昂贵许多，但 MEMS 麦克风在尺寸、可扩展性、耐热性以及声音质量上都具有优势。大多数智能手机将会采用 2 颗以上独立的 MEMS 麦克风以抑制

噪声 (iPhone4 采用了两颗独立的 MEMS 麦克风以提升语音清晰度), 智能手机与笔记本电脑仍将会是 MEMS 麦克风的最大应用产品, MEMS 麦克风的出货量 2010 年达到 6.956 亿颗, 同比增长 57.8%; 预计 2015 年出货量达 22.79 亿颗, 2010-2015 年复合增长率为 26.8%。随着电声器件向集成化、薄型化发展, 扬声器模组将会不断提升在手机、笔记本电脑中的应用比例, 假设扬声器模组在手机中的渗透率按照 10-15% 的速度增长, 在笔记本电脑以及平板电脑中扬声器模组是标配, 预计到 2015 年全球扬声器模组的出货量达到 23.71 亿只, 市场规模将达到 350 亿元。

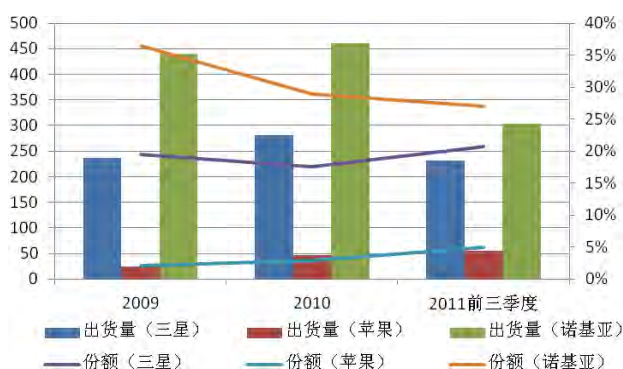
图 9: 全球 MEMS 麦克风出货量


资料来源: 公开资料, 民生证券研究所

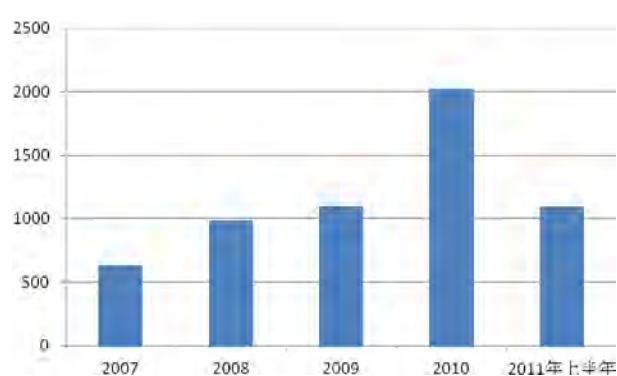
图 10: 全球手机用扬声器/受话器销量


(二) 实力雄厚, 具有稳定的优质客户

公司在模具开发、制造上具有较大的竞争优势, 获得了国际知名企业的青睐, 电声业务已经进入或潜在的客户有三星、苹果、诺基亚等, 这些企业在手机及平板电脑领域占据的市场份额很大, 能使公司具有较稳定的订单来源。

图 11: 已进入或潜在主要手机客户的出货量 (百万台)


资料来源: iSuppli, Strategy Analytics, 民生证券研究所

图 12: 电声业务收入


资料来源: 公司财务报告, 民生证券研究所

(三) 高附加值产品增加, 进入国际顶尖企业供应链

智能手机特别是高端智能机的快速增长，丰富的应用也同时推动了用户对于高质量体验的要求，从而使数字麦克风等产品的需求大增，而高质量产品的价格以及毛利率都比较高，公司顺应了这一潮流，麦克风从模拟式向数字式改变，使附加值更高。

1、扬声器/受话器业务未来增长率达

公司的扬声器模组采用多层复合振膜技术，使产品的顺性与刚性达到平衡，弥补振膜面积减小带来的不足；采用弹片连接技术，节省空间，装配简单，可靠性更稳定。产品具有超小口径、超薄、耐高温，高可靠性、高灵敏度、宽频带、大功率、高音质和低失真等特点。

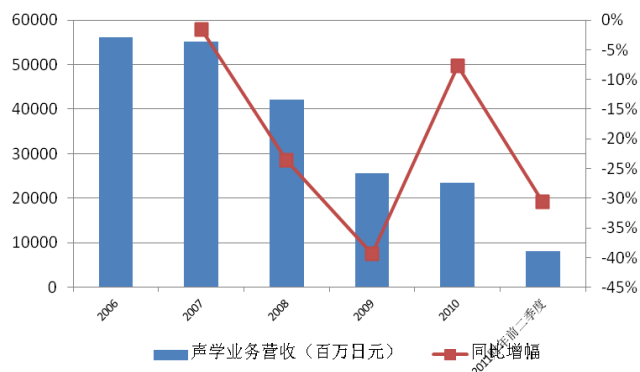
公司扬声器产品现有或潜在的客户有诺基亚、三星、苹果、摩托罗拉，其中，苹果的 iPhone/iPad 中用到的通常是附加值较高的产品，若公司能给苹果供货（目前苹果扬声器的供应商主要有 AAC），苹果公司一般和三家供应商合作，假设各自份额占 50%、30%、20%，即使 12、13 年公司只拿到 10%、15% 的份额，则 12、13 给苹果公司提供扬声器模组对应给公司带来的收入超过 5 亿元、8 亿元。公司跟三星合作已经有较长的时间，我们预计在三星扬声器中占的比重较高，估计在 20% 以上，我们认为公司跟三星关系比较紧密，长期保持 20% 以上的份额是大概率事件。

按照目前公司已有的客户以及公司目前产能的情况，我们预计公司 12、13 年扬声器业务将超过 30%，13 年收入将超过 20 亿元。

2、MEMS 数字麦克风值得期待

目前 MEMS 麦克风的龙头供应商是 Knowles，出货量市占率超过八成，但目前原来生产传统 ECM 的亚洲企业，包括 AAC、BSE、Hosiden 以及歌尔声学已经进入该市场，其中，日本的 Hosiden 由于日元升值以及日本制造人工成本太高导致产品盈利能力下降，电声业务营收持续下降，其市场份额多被 AAC、歌尔和美德律抢占。

图 13: Hosiden 声学业务收入



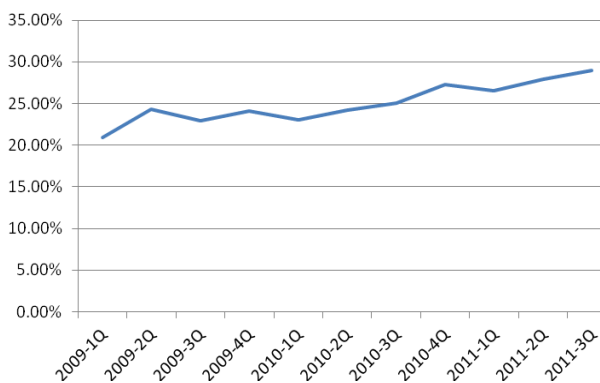
资料来源: Hosiden 官网, 民生证券研究所

公司未来将重点发展微型 MEMS 数字麦克风，相对于模拟麦克风，数字麦克风具有更高抗电磁干扰机噪声抑制性能，主要应用于高端手机、平板电脑中，主要为三星、诺基亚、LG 等公司供应产品。

特别值得关注的是,公司的数字麦克进入了国际顶尖移动互联网终端企业的供应链,提供具有高附加值的产品(我们预计单价在4元以上),具有更高的毛利,这也是公司今年第三季度毛利率环比提升的原因之一。

根据目前客户的需求以及客户对于上游供应商供货比例的情况,我们预计公司麦克风业务在一些重要大客户中的渗透率将上升,从而使收入和毛利率继续增长,预计2013年公司带来的收入超过8亿元。

图 14: 综合毛利率



资料来源: wind, 民生证券研究所

(四) 原材料和设备自制能力提高公司盈利能力

麦克风中有大部分的原材料公司能够自制,因此能提高产品的毛利。公司在扬声器制作上掌握了模具、注塑、冲压等技术,芯片等需要向外购买,掌握模具等技术使产品能提高3-4%毛利率。公司专门成立了研发团队,研制自动化生产设备,若向外购买,一台设备的价格在100-300万元之间,而自主研发后包括人工费用在内所有成本不到购买价格的1/10,提高了产品的盈利能力。

三、耳机产品大放异彩

(一) 高保真立体声耳机扩产满足大客户需求

随着手机的应用越来越丰富,以及平板电脑需求的快速增长,用户对于声音品质的要求越来越高,市场调查数据表明,到2015年,智能手机和平板电脑对高保真立体声音频产品的市场需求规模将超过300亿元人民币。

公司高保真立体声音频产品采用复合式振膜工艺,较传统单层振膜产品有低频延伸好、失真低、音质好等特点,产品具有较高的附加值,在智能手机和平板电脑中,为了使用户具有更好的体验,苹果、三星、诺基亚等企业的高端产品中通常会配备高保真立体耳机。据预计,11年全年iphone出货量约为9500万部,ipad全年出货量将达到4000万台,若12年苹果产品出货量明年增速20%,我们预计光苹果公司一家的需求将超过70亿元。

目前公司已经进入了诺基亚、三星等大客户的供应链，苹果是公司的潜在客户之一，若公司明年能进入苹果的供应链，假设 12、13 年渗透率分别为 10%、15%，则给公司带来的收入将至少达到 8 亿、12 亿元。

考虑到潜在客户的需求较大，公司原有产能已经不能满足现有需求，因此在本次非公开增发项目中，对高保真立体声音频产品进行了扩产，将新增 9000 万只产品，满足未来快速增长的市场需求，该项目将给公司带来约 27 亿元收入。

（二）期待蓝牙耳机切入老客户供应链

1、缤特力蓝牙耳机独家代工，增速将放缓

缤特力的分公司由于模具制作能力相对较弱，在对客户的响应速度上较慢，因此缤特力的分公司无法运营，只好将高端蓝牙耳机业务全部交给歌尔声学。10 年公司蓝牙耳机业务营收大约 5 亿元左右，11 年我们预计有 25% 的增长，蓝牙耳机代工业务的高速发展期已经过去，我们认为未来给缤特力代工蓝牙耳机增速将放缓。

2、希望切入老客户供应链

公司在蓝牙耳机制作上已经积累了丰富的经验，产品性能优异，若公司能给三星、诺基亚等老客户供应蓝牙耳机产品，则将成为公司蓝牙耳机新的增长点。

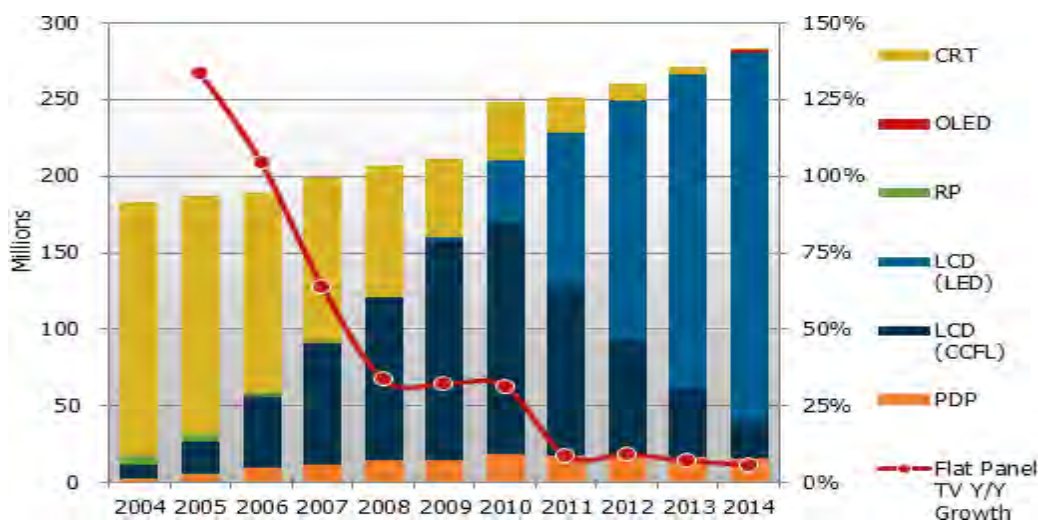
四、进入电视领域，分享电视发展盛宴

（一）LED 背光模组是公司未来的看点

1、LED 电视渗透率提高 预计 2015 年接近 100%

相对于传统液晶电视使用的背光源——CCFL，LED 背光源具有的优势有：1) 不含汞，绿色环保 2) 节电，LED 内部驱动电压远低于 CCFL，功耗和安全性均好于 CCFL 3) 寿命长 4) 色域更广。由于具有明显的优势，LED 背光电视在液晶电视机中的渗透率增长较快，2010 年 LED 背光电视渗透率约为 20%，displaysearch 预计今年 LED 背光电视渗透率将达 46%，随着 LED 背光模组价格的下降，2012 年将成为主流背光机型，并将于 2014 年占比达到 85%，2015 年接近 100%。

图 15：全球不同技术电视增长预测



资料来源: DisplaySearch 'Quarterly Advanced Global TV Shipment and Forecast Report, 民生证券研究所

2、公司 LED 背光模组优势明显

公司于 2009 年收购潍坊华光 新能电器有限公司 (已更名为潍坊歌尔光电有限公司) 正式进入 LED 封装领域, 开始进入 LED 领域, 主要进行 LED 显示屏、LED 路灯的研发和生产, 随后在 2009 年底公司开始进行 LED 背光模组领域, 我们看好公司在 LED 背光模组领域的发展前景, 认为随着 LED 电视的渗透率提升, 以及公司大客户在 LED 电视领域的地位, 该业务将有迅速的发展, 未来有望成为贡献业绩的主要业务。

公司在 LED 背光模组的发展上优势明显, 我们认为主要原因有: 1) 公司在台湾成立了子公司从事 LED、声学产品的开发, 台湾在 LED 研发上面有着技术优势 2) 公司老客户有三星、LG、索尼等电视厂商, 在原有的合作基础上再将 LED 背光模组进行渗透相对比较容易 3) 公司在 LED 封装设备上投入了人员进行研发, 加上人力成本相对较低, 具备一定的成本优势。

3、预计 2015 年直接面对 17 亿美元市场空间

在 LED 背光模组制造上, 台湾厂商一般会选择本土企业作为供应商, 而日韩电视厂商虽然一般会有自己的 LED 背光工厂, 但是为了减小单一工厂供货带来的风险, 通常会另外在国外选择企业为其供货, 如三星就将 20-30%LED 背光模组交给其他企业生产。我们可以看到, 全球前五大平板电视厂商都是日韩企业, 该五大厂商占全球营收在 65%左右。我们假设该五大厂商份额保持在 60%, 并且有 20%的 LED 背光模组采取外协加工的方式, 则到 2014 年, 公司面对的市场空间将接近 17 亿美元。

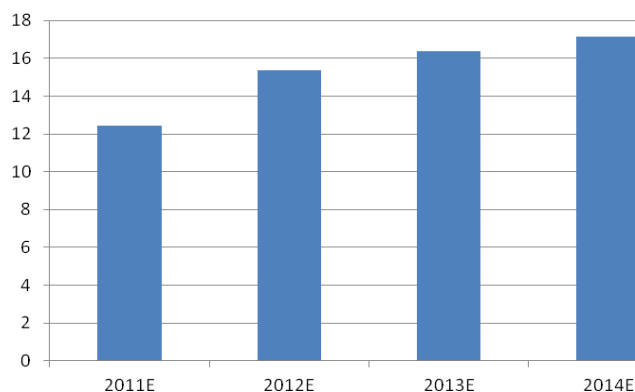
表 4: 全球前五大平板电视厂商营收排名

Rank	Brand	Q1'10	Q2'10	Q3'10	Q4'10	Q1'11	Q2'11
1	三星	22.30%	24.40%	21.60%	21.40%	22.2%	22.6%
2	索尼	10.10%	12.80%	11.80%	14.20%	11.4%	11.7%
3	LG	14.10%	14.10%	13.50%	12.70%	14.5%	14.4%
4	松下	7.30%	9.00%	9.10%	8.30%	6.6%	9.4%
5	夏普	6.50%	6.40%	8.00%	8.10%	7.4%	7.0%
	其他	39.70%	33.3%	36%	35.30%	36.6%	34.8%

合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.0%	100.0%
----	---------	---------	---------	---------	--------	--------

资料来源: DisplaySearch Quarterly Advanced Global TV Shipment and Forecast Report Includes Sanyo in Q2'11, 民生证券研究所

图 16: 公司面对的市场空间预测



资料来源: 民生证券研究所

4、LED 背光模组有望进入三星供应链, 成为公司未来看点

去年 LED 给公司带来了约 3000 万元收入, 目前公司已经建成了 5 条封装线, 2 条模组生产线, 已经小批量给一些重要客户供货, 目前还有其他电视企业在对公司 LED 模组进行认证。

公司已经与三星建立起了较好的合作关系, 给三星提供扬声器/受话器等产品, 我们认为公司短期最有望通过三星的认证, 2010 年三星平板电视出货量约 3900 万台, 占全球出货量超过 15%。是全球平板电视的顶尖企业, 今年二季度三星出货量占全球的 32%, 若公司能进入三星的供应链, 假设三星有 20% 的 LED 背光模组选择外协加工方式, 则仅三星一家就将给公司带来可观的收入。

5、成为其他电视企业供应商同样值得期待

随着公司 LED 产品进一步打开市场, 加上公司在 LED 背光模组成本上的优势, 有望通过索尼、LG 等其他电视厂商 (前五大平板电视厂商出货量超过全球 60%) 的认证, LED 模组将给公司贡献巨大的业绩。

(二) 享受电视智能化带来的高增长

1、电视智能化是发展趋势

所谓智能电视, 是指像智能手机一样, 搭载了操作系统, 可以由用户自行安装和卸载软件、游戏等第三方服务商提供的程序, 通过此类程序来不断对彩电的功能进行扩充, 并可以通过网线、无线网络来实现上网冲浪的这样一类彩电的总称。在“三网融合”的产业发展趋势下, 智能电视将快速步入全面普及阶段, 各电视厂商大力发展智能电视已是大势所趋。

在 2011 年美国 CES 消费电子展上, 最热门的产品不是平板电脑, 也不是智能手机, 而是以三星为代表的 Smart TV。2011 年是智能电视起步之年, 有机构预测今年智能电视的市场份额将达到 10% 左右, 而三星 Smart TV 目前在中国市场的份额已经达到 10%。从全球来看, 智能电视已经形成了广泛的发展基础, 苹果、谷歌、英特尔、三星等国际巨头都非常看重智能电

视。

图 17: 智能电视



三星智能电视

苹果智能电视概念图

资料来源: 民生证券研究所

2009 年全年, 中国市场共销售智能电视 (包括互联网电视) 95.7 万台, 销售额达 70.9 亿元, 分别占整体平板电视市场的 4.3% 和 5.8%。同期中国智能电视 (包括互联网电视) 产量为 152.8 万台, 产值为 107.3 亿元。2010 年全年, 中国市场共销售智能电视 (包括互联网电视) 522.2 万台, 销售额达 381.4 亿元, 分别占整体平板电视市场的 14.8% 和 23.4%。同期中国智能电视 (包括互联网电视) 产量为 693.9 万台, 产值为 467.5 亿元。

表 5: 中国智能电视情况

领域	2009	2010
智能电视销量	95.7	522.3
同比增长率	-	445.6%
平板电视销量	2214.5	3538.0
同比增长率	-	59.8%
智能电视占同期平板电视份额	4.3%	14.8%

资料来源: 赛迪咨询, 民生证券研究所

表 6: 各电视智能电视推出情况

厂商	2009
三星	今年已经推出了数款智能电视
苹果	目前已有一款名为 Apple TV 的机顶盒产品, 预计今年将推出智能电视
松下	目前唯一推出智能电视的日系厂商, 与华数传媒共同打造的智能电视网络平台, 可以随时下载和安装生活、娱乐、教育、游戏等各类丰富有趣的应用程序
LG	已经推出智能 3D 电视
康佳	继 2010 年 3 月份推出第一代网锐智能电视后, 下半年又发布了采用第二代 OMI 智能电视操作系统的 5 款 3D 智能电视
海信	上市了 LEDXT39G3D 智能电视。该产品采用海信自主研发的 HiTV-OS 系统
海尔	不仅推出了系列智能电视产品, 还联合南昌电视台开发了国内首套多点触控三网直播智能电视点播系统

资料来源: 网络公开资料, 民生证券研究所

在电视智能化的背景下, 公司顺应这一趋势, 将围绕智能电视推出一系列产品, 包括智能

数字机顶盒，我们预计未来公司推出的产品还包括智能遥控器等。

2、智能机顶盒项目满足市场增长需求

随着智能电视的发展，智能数字机顶盒需求也快速增长。市面上现有电视机顶盒大多使用了窄带 EoC 的技术，CPU 处理能力较弱，内存基本偏小，功能仅能完成简单的点播工作，而对于未来的互动型电视节目、IPTV 等均不具备相关硬件处理能力，难以满足三网融合的需求，因此，能够内置智能操作系统的智能数字机顶盒生产尤为重要。根据权威研究机构 DisplaySearch 的预测，2014 年全球数字机顶盒出货量达到 2.22 亿台，其中新型智能数字机顶盒将占据很大比例。

公司数字机顶盒 11 年已经完成了原型样机的设计和开发，处在产品的研发阶段，目前已经有重要的老客户与公司商谈过合作的事宜。三星在智能电视生产上处于全球领先地位，我们预计公司非公开发行项目中智能数字机顶盒在研发完成后将能较快通过客户认证，公司计划达产后产能到 120 万台/年，预计给公司能带来 7 亿元的收入。

3、围绕智能电视，众多产品具有想象空间

智能电视搭载了操作系统，可以自由装载软件，能提供用户全新的高清游戏体验，我们认为游戏手柄和音响将有较大的市场空间，公司已经成为微软、索尼、任天堂游戏产品的供应商，在游戏配套产品开发上有着先天优势；另外，公司在模具制造上的优势以及与三星等电视巨头长久以来建立的合作关系使公司在智能遥控器上拿到订单的概率更大。围绕智能电视，公司还将推出其他产品，电视智能化给公司带来巨大想象空间。

五、盈利预测与投资建议

我们认为，受益于智能手机、平板电脑的下游需求拉动，以及进入国际知名企业的供应链的推动，公司的麦克风、扬声器业务将继续高速增长，长期来看，公司将受益于电视智能化进程，在蜂窝式发展战略下继续成长，我们对于主要产品的预测如下：

电声业务：公司已经进入了智能手机和平板电脑领域国际知名企业的供应链，预计未来在某些客户中的渗透率将进一步提高，电声业务将有 40% 以上的增长。

蓝牙耳机：给缤特力代工的增速将放缓，不考虑未来公司可能给三星等客户直接供货，保守假设不再增长，毛利率基本维持在原来水平。

高保真立体声耳机：给大客户供货使业绩快速增长，预计 11-13 年复合增长增长率高达 70%，预计毛利率超过 35%。

费用率：预计公司的管理费用率将维持在 8%-9% 之间，销售费用率 2.3% 左右。

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.71、1.36、1.82 元，对应 PE 为 30.19、15.64、11.70 倍，公司是国内电声元件的领先企业，进入了国际知名企业的供应链，并且将产品线拓展至新领域，我们看好公司电声业务的增长以及新领域未来的发展前景，给予公司“谨慎推荐”的评级，6 个月目标价 28.56 元，对应 12 年 21x。

风险提示：公司主要存在的风险有 1) 大客户认证进度低于预期 2) 新产品研发进展低于预期 3) 全球经济不景气

电声业务	销售收入（百万元）	1516.67	2221.06	3233.66
	毛利率	32.2%	34.5%	29.2%
	毛利（百万元）	489.06	766.00	945.36
蓝牙耳机	销售收入（百万元）	700.00	700.00	700.00
	毛利率	19.0%	18.6%	18.0%
	毛利（百万元）	133.00	130.20	126.00
高保真耳机	销售收入（百万元）	1013.47	2338.56	3441.84
	毛利率	35.0%	37.1%	36.1%
	毛利（百万元）	354.72	867.57	1242.69
LED	销售收入（百万元）	50	400	800
	毛利率	18.0%	18.5%	18.5%
	毛利（百万元）	9.00	74.00	148.00
游戏配件	销售收入（百万元）	261.12	716.80	1331.20
	毛利率	30.0%	29.0%	28.0%
	毛利（百万元）	78.34	207.87	372.74
其他业务（3D 眼镜等）	销售收入（百万元）	819.20	1011.20	1021.76
	毛利率	19.1%	20.3%	20.3%
	毛利（百万元）	156.80	204.80	207.44
总销售收入（百万元）		4360.46	7387.62	10528.46
毛利率		28.00%	30.46%	28.90%
毛利（百万元）		1220.91	2250.45	3042.22

财务数据

利润表

项目 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,645	4,360	7,388	10,528
减：营业成本	1977	3140	5137	7486
营业税金及附加	1	3	7	8
销售费用	60	100	171	257
管理费用	211	371	665	948
财务费用	52	72	93	66
资产减值损失	3	10	10	10
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	343	665	1305	1754
加：营业外收支净额	17	24	24	24
三、利润总额	360	689	1329	1778
减：所得税费用	65	124	239	320
四、净利润	295	565	1090	1458
归属于母公司的利润	276	530	1024	1369
五、基本每股收益 (元)	0.74	0.71	1.36	1.82

主要财务指标

项目 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	40.91	20.51	11.53	9.11
成长能力:				
营业收入同比	134.70%	64.88%	69.42%	42.52%
营业利润同比	204.7%	94.0%	96.4%	34.4%
净利润同比	176.79%	91.80%	93.04%	33.73%
营运能力:				
应收账款周转率	6.11	5.36	5.39	5.19
存货周转率	8.09	6.81	5.84	5.69
总资产周转率	1.04	1.05	1.30	1.47
盈利能力与收益质量:				
毛利率	25.25%	28.00%	30.46%	28.90%
净利率	10.45%	12.16%	13.85%	13.00%
总资产净利率 ROA	7.1%	13.5%	19.2%	20.3%
净资产收益率 ROE	16.91%	25.37%	32.88%	30.54%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.42	0.99	1.31	1.72
资产负债率	47.9%	56.5%	47.8%	40.9%
长期借款/总负债	13.0%	3.6%	3.8%	4.1%
每股指标:				
每股收益	0.74	0.71	1.36	1.82
每股经营现金流量	0.43	0.30	1.15	1.75
每股净资产	2.17	2.78	4.14	5.96

资料来源：公司公告、民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	723	654	739	1053
应收票据	13	59	79	111
应收账款	556	1044	1647	2333
预付账款	126	117	204	333
其他应收款	15	23	35	56
存货	263	654	1094	1519
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1696	2552	3799	5405
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1245	2150	2038	2005
在建工程	99	36	28	24
无形资产	187	277	387	517
其他非流动资产	55	37	54	75
非流动资产合计	1586	2500	2507	2621
资产总计	3283	5052	6306	8027
短期借款	521	1580	1300	711
应付票据	89	92	171	297
应付账款	517	837	1341	2016
预收账款	6	12	18	27
其他应付款	3	3	3	3
应交税费	7	8	10	12
其他流动负债	51	40	60	80
流动负债合计	1194	2573	2903	3146
长期借款	204	104	114	134
其他非流动负债	175	176	0	0
非流动负债合计	379	280	114	134
负债合计	1574	2852	3017	3280
股本	376	752	752	752
资本公积	777	401	401	401
留存收益	482	937	1960	3329
少数股东权益	75	110	176	265
所有者权益合计	1710	2199	3289	4747
负债和股东权益合计	3283	5052	6306	8027

现金流量表

项目 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	321	228	868	1,315
投资活动现金流量	(843)	(1,094)	(245)	(366)
筹资活动现金流量	769	796	(538)	(635)
现金及等价物净增加	248	(69)	85	314

插图目录

图 1: 产品路线	3
图 2: 营业收入	4
图 3: 净利润	4
图 4: 子公司	5
图 5: 全球手机出货量	6
图 6: 笔记本电脑出货量	6
图 7: 全球智能手机出货量	6
图 8: 平板电脑出货量	6
图 9: 全球 MEMS 麦克风出货量	7
图 10: 全球手机用扬声器/受话器销量	7
图 11: 已进入或潜在主要手机客户的出货量 (百万台)	7
图 12: 电声业务收入	7
图 13: Hosiden 声学业务收入	8
图 14: 综合毛利率	9
图 15: 全球不同技术电视增长预测	10
图 16: 公司面对的市场空间预测	12
图 17: 智能电视	13

表格目录

表 1: 各领域客户情况	3
表 2: 客户拓展重要事件	4
表 3: 公司核心能力	5
表 4: 全球前五大平板电视厂商营收排名	11
表 5: 中国智能电视情况	13
表 6: 各电视智能电视推出情况	13

分析师与联系人简介

李晶，IT行业分析师，管理学学士，3年证券行业研究经验，2010年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名研究团队成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。