

2012 年 2 月 13 日



歌尔声学 (002241.SZ) 电子行业

## 下游需求旺盛，11 年业绩大幅增长

公司研究简报

### ◆下游需求旺盛，2011 年业绩大幅增长

公司发布年报，2011 年营收 40.8 亿元，同比增 54%，净利润 5.3 亿元，同比增 91%。其中四季度营收 13.2 亿元，同比增 66%，净利润 1.8 亿元，同比增 112%，符合我们预期。

2011 年业绩大幅增长主要是因为智能手机等下游需求旺盛，尤其是三星等优质大客户出货增长迅速；电视领域，智能电视、3D 电视等新产品快速渗透，也带动公司 3D 眼镜、智能电视机顶盒需求。

### ◆毛利率明显提升

2011 年公司毛利率 28.1%，较上年同期提升 2.8 个百分点，主要是因为微型数字麦克风等高附加值产品，及 3D 眼镜等配件类新产品推出。

三费率和 11.7%，同比降 0.5 个百分点，其中管理费用从 8.0%降至 7.1%，尽管管理费用在提升，但 38.2%的增速低于收入增速。

### ◆公司在技术、工艺和客户方面具有核心竞争力

我们认为公司具备三方面的核心竞争力：**技术创新能力**，公司立足电声业务，以数字多媒体产品开发平台为中心将业务逐步延伸至智能电视、游戏机和 LED 领域。申请的专利数从 2008 年的 65 个上升至 2011 年的 206 个，其中发明专利数从 20 个增至 55 个，在 A 股电子公司中绝对领先。**先进的工艺水平**，公司拥有 400 人的模具研发团队和 100 余人的自动化设备研发团队，保证了生产效率和产品质量；柔性化生产也便于满足客户的特殊需求。**稳固的客户关系**，公司与三星、诺基亚、缤特力等优质客户合作密切，而且正在为客户提供一站式解决方案，提高客户黏性和附加值，诸多海外分支机构的设立有望帮助公司争取到其他大客户。

### ◆成长空间广阔，股价近期大幅回升

在智能手机、平板电脑的热销下，公司传统电声产品及 MEMS 麦克风等新产品成长空间广阔；3D、智能等新型电视的兴起也将继续促进公司的电视相关产品线的需求，其中 3D 眼镜市场空间将增长 3 倍以上。此外，高保真数字无线耳机等其他新产品符合消费电子的发展方向，LED 背光业务后续也有望取得较大进展，一月数据表明 LED 背光在 TV 领域渗透重现加速迹象。

预计 2012-2014 年 EPS 1.23、1.52、1.76 元。公司近期股价大幅回升，节后涨幅 12%。给予 30 元目标价，对应 2012 年 24 倍 PE，维持增持评级。

### ◆风险提示：

公司的新业务较为多样化，存在业务进展不达预期的可能。

### 业绩预测和估值指标

| 指标        | 2010    | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 2,645   | 4,077  | 7,312  | 10,312 | 14,268 |
| 营业收入增长率   | 134.70% | 54.16% | 79.34% | 41.03% | 38.37% |
| 净利润（百万元）  | 276     | 528    | 923    | 1,142  | 1,321  |
| 净利润增长率    | 176.79% | 91.00% | 74.88% | 23.69% | 15.69% |
| EPS（元）    | 0.37    | 0.70   | 1.23   | 1.52   | 1.76   |
| P/E       | 71      | 37     | 21     | 17     | 15     |

### 增持（维持）

当前价/目标价：26.03/30.00 元

目标期限：6 个月

### 分析师

周励谦（执业证书编号：S0930510120024）

### 联系人

蒯剑

021-22169311

[kuaijian@ebsec.com](mailto:kuaijian@ebsec.com)

胡誉镜

021-22169328

[huyj@ebsec.com](mailto:huyj@ebsec.com)

### 市场数据

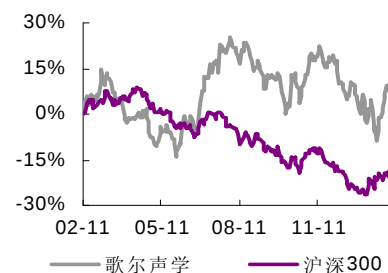
总股本(亿股)：7.52

总市值(亿元)：195.64

一年最低/最高(元)：19.89/53.75

近 3 月换手率：17.13%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

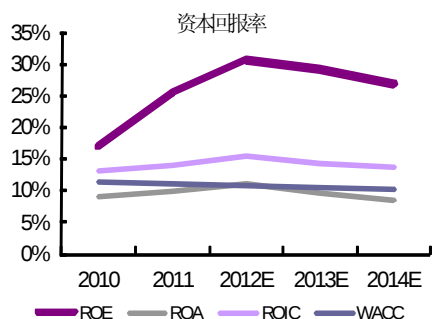
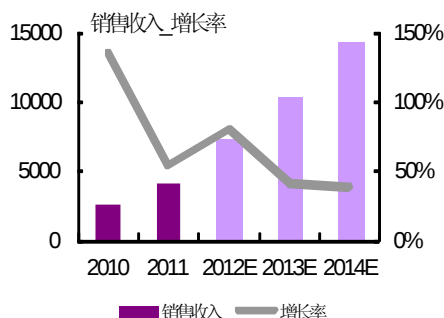
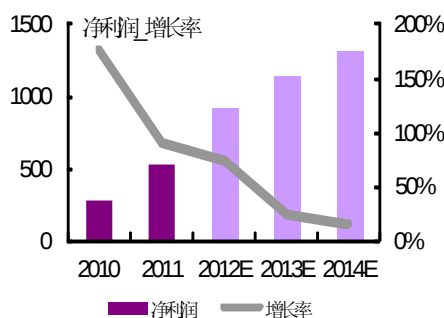
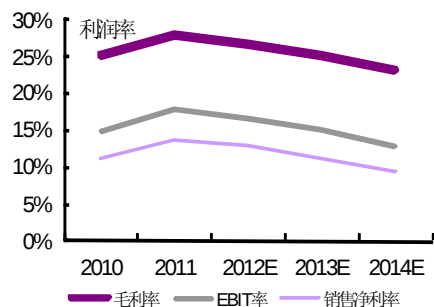
| %  | 一个月   | 三个月   | 十二个月  |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | 6.33  | 0.98  | 29.24 |
| 绝对 | 10.30 | -5.07 | 10.37 |

### 相关研报

业绩快报符合预期，估值基本合理

.....2011-02-17

2012-02-13 歌尔声学



| 利润表 (百万元) | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E    | 2014E    |
|-----------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入      | 2,645  | 4,077  | 7,312  | 10,312   | 14,268   |
| 营业成本      | 1,977  | 2,933  | 5,361  | 7,712    | 10,977   |
| 折旧和摊销     | 72     | 140    | 48     | 126      | 204      |
| 营业税费      | 1      | 25     | 7      | 10       | 14       |
| 销售费用      | 60     | 93     | 175    | 247      | 342      |
| 管理费用      | 211    | 291    | 556    | 784      | 1,084    |
| 财务费用      | 52     | 91     | 112    | 183      | 250      |
| 公允价值变动损益  | 0      | 0      | 0      | 0        | 0        |
| 投资收益      | 0      | 0      | 0      | 0        | 0        |
| 营业利润      | 343    | 635    | 1,099  | 1,375    | 1,601    |
| 利润总额      | 360    | 666    | 1,128  | 1,384    | 1,609    |
| 少数股东损益    | 19     | 28     | 24     | 20       | 30       |
| 归属母公司净利润  | 276.45 | 528.02 | 923.41 | 1,142.16 | 1,321.38 |

| 资产负债表 (百万元) | 2010  | 2011  | 2012E | 2013E  | 2014E  |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 总资产         | 3,283 | 5,568 | 8,599 | 12,175 | 15,753 |
| 流动资产        | 1,697 | 2,657 | 4,675 | 6,400  | 9,14   |
| 货币资金        | 723   | 1,000 | 1,609 | 2,269  | 3,139  |
| 交易型金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 应收账款        | 556   | 1,073 | 1,794 | 2,472  | 3,559  |
| 应收票据        | 13    | 12    | 73    | 103    | 143    |
| 其他应收款       | 15    | 8     | 37    | 52     | 71     |
| 存货          | 263   | 470   | 964   | 1,219  | 1,823  |
| 可供出售投资      | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 持有到期金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 长期投资        | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 固定资产        | 1,245 | 1,899 | 2,803 | 4,323  | 5,105  |
| 无形资产        | 187   | 30    | 400   | 414    | 432    |
| 总负债         | 1,574 | 3,395 | 5,478 | 8,135  | 10,652 |
| 无息负债        | 659   | 1,124 | 2,040 | 2,959  | 4,345  |
| 有息负债        | 914   | 2,271 | 3,438 | 5,176  | 6,307  |
| 股东权益        | 1,710 | 2,173 | 3,120 | 4,046  | 5,107  |
| 股本          | 376   | 752   | 752   | 752    | 752    |
| 公积金         | 825   | 489   | 583   | 700    | 835    |
| 未分配利润       | 434   | 847   | 1,676 | 2,465  | 3,361  |
| 少数股东权益      | 75    | 87    | 111   | 11     | 161    |

| 现金流量表 (百万元) | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流     | 321    | 557    | 622    | 1,380  | 1,319  |
| 净利润         | 276    | 528    | 923    | 1,142  | 1,321  |
| 折旧摊销        | 72     | 140    | 48     | 126    | 204    |
| 净营运资金增加     | 388    | 533    | 1,205  | 806    | 1,357  |
| 其他          | -415   | -643   | -1,555 | -693   | -1,563 |
| 投资活动产生现金流   | -843   | -1,463 | -1,068 | -2,038 | -1,040 |
| 净资本支出       | 843    | 1,463  | 1,068  | 2,038  | 1,040  |
| 长期投资变化      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他资产变化      | -1,686 | -2,925 | -2,135 | -4,075 | -2,080 |
| 融资活动现金流     | 769    | 1,268  | 1,055  | 1,317  | 591    |
| 股本变化        | 136    | 376    | 0      | 0      | 0      |
| 债务净变化       | 351    | 1,357  | 1,167  | 1,737  | 1,132  |
| 无息负债变化      | 349    | 465    | 916    | 919    | 1,385  |
| 净现金流        | 248    | 352    | 609    | 660    | 870    |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                 | 2010    | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|----------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>   |         |        |        |        |        |
| 收入增长率                | 134.70% | 54.16% | 79.34% | 41.03% | 38.37% |
| 净利润增长率               | 176.79% | 91.00% | 74.88% | 23.69% | 15.69% |
| EBITDA 增长率           | 168.21% | 85.67% | 45.63% | 33.67% | 22.03% |
| EBIT 增长率             | 198.44% | 83.98% | 66.99% | 28.63% | 18.77% |
| <b>估值指标</b>          |         |        |        |        |        |
| PE                   | 71      | 37     | 21     | 17     | 15     |
| PB                   | 12      | 9      | 7      | 5      | 4      |
| EV/EBITDA            | 23      | 25     | 18     | 15     | 13     |
| EV/EBIT              | 27      | 30     | 19     | 16     | 14     |
| EV/NOPLAT            | 33      | 36     | 23     | 19     | 17     |
| EV/Sales             | 4       | 5      | 3      | 2      | 2      |
| EV/IC                | 4       | 5      | 4      | 3      | 2      |
| <b>盈利能力 (%)</b>      |         |        |        |        |        |
| 毛利率                  | 25.25%  | 28.07% | 26.68% | 25.21% | 23.07% |
| EBITDA 率             | 17.61%  | 21.21% | 17.23% | 16.33% | 14.40% |
| EBIT 率               | 14.91%  | 17.79% | 16.57% | 15.11% | 12.97% |
| 税前净利润率               | 13.62%  | 16.33% | 15.42% | 13.42% | 11.28% |
| 税后净利润率 (归属母公         | 10.45%  | 12.95% | 12.63% | 11.08% | 9.26%  |
| ROA                  | 9.00%   | 9.99%  | 11.02% | 9.55%  | 8.58%  |
| ROE (归属母公司) (摊       | 16.91%  | 25.31% | 30.68% | 29.18% | 26.72% |
| 经营性 ROIC             | 13.02%  | 13.95% | 15.51% | 14.20% | 13.63% |
| <b>偿债能力</b>          |         |        |        |        |        |
| 流动比率                 | 1.42    | 0.81   | 0.88   | 0.81   | 0.88   |
| 速动比率                 | 1.20    | 0.66   | 0.70   | 0.65   | 0.71   |
| 归属母公司权益/有息债务         | 1.79    | 0.92   | 0.88   | 0.76   | 0.78   |
| 有形资产/有息债务            | 3.33    | 2.22   | 2.37   | 2.27   | 2.43   |
| <b>每股指标(按最新预测年度股</b> |         |        |        |        |        |
| EPS                  | 0.37    | 0.70   | 1.23   | 1.52   | 1.76   |
| 每股红利                 | 0.10    | 0.00   | 0.32   | 0.39   | 0.45   |
| 每股经营现金流              | 0.43    | 0.74   | 0.83   | 1.84   | 1.76   |
| 每股自由现金流(FCFF)        | -1.11   | -1.65  | -1.60  | -1.87  | -0.85  |
| 每股净资产                | 2.17    | 2.78   | 4.00   | 5.21   | 6.58   |
| 每股销售收入               | 3.52    | 5.42   | 9.73   | 13.72  | 18.98  |

资料来源：光大证券、上市公司

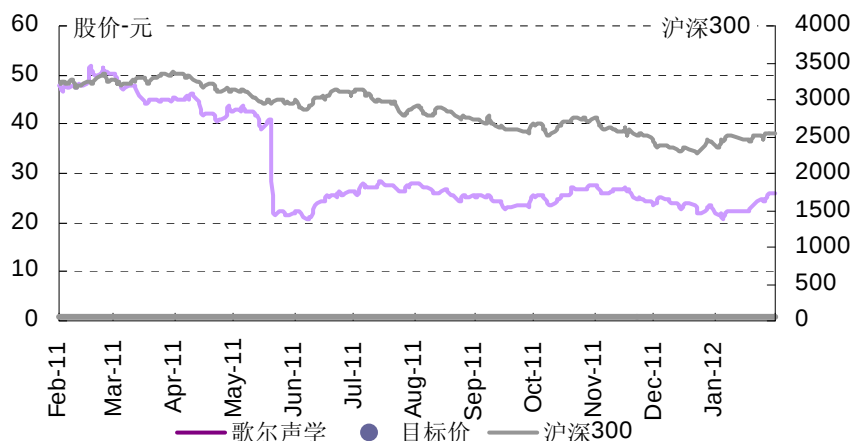
2012-02-13 歌尔声学

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资建议历史表现图

歌尔声学（002241）



| 日期         | 股价    | 目标    | 评级  |
|------------|-------|-------|-----|
| 2008-05-11 | 31.06 | 28.80 | 无评级 |
| 2010-08-19 | 31.20 | 38.00 | 买入  |
| 2011-02-17 | 46.66 | 51.00 | 增持  |
| 2011-03-01 | 46.66 | 51.00 | 增持  |
| 2012-02-05 | 24.05 | 25.38 | 增持  |

买入 — 增持 — 中性 —  
 减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
 市场基准指数为沪深 300 指数。

2012-02-13 歌尔声学

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中的观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

| 销售小组 | 姓名              | 办公电话          | 手机          | 电子邮件                  |
|------|-----------------|---------------|-------------|-----------------------|
| 北京   | 王汗青(总经理)        | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebsecn.com     |
|      | 郝辉              | 010-68561722  | 13511017986 | haohui@ebsecn.com     |
|      | 黄怡              | 010-68567231  | 13699271001 | huangyi@ebsecn.com    |
|      | 梁晨              | 010-56513153  | 13901184256 | liangchen@ebsecn.com  |
| 企业客户 | 孙威(执行董事)        | 010-68567231  | 13701026120 | sunwei@ebsecn.com     |
|      | 吴江              | 010-68561595  | 13718402651 | wujiang@ebsecn.com    |
|      | 杨月              | 010-68561606  | 18910037319 | yangyue1@ebsecn.com   |
|      | 李大志(销售交易部总经理助理) | 021-22169128  | 13810794466 | lidz@ebsecn.com       |
| 上海   | 严非(执行董事)        | 021-22169086  | 13127948482 | yanfei@ebsecn.com     |
|      | 王宇              | 021-22169131  | 13918264889 | wangyu1@ebsecn.com    |
|      | 周薇薇             | 021-22169087  | 13671735383 | zhouww1@ebsecn.com    |
|      | 徐又丰             | 021-22169082  | 13917191862 | xuyf@ebsecn.com       |
|      | 韩佳              | 021-22169491  | 13761273612 | hanjia@ebsecn.com     |
|      | 冯诚              | 021-22169083  | 18616830416 | fengcheng@ebsecn.com  |
|      | 黎晓宇(副总经理)       | 0755-83024434 | 13823771340 | lix1@ebsecn.com       |
|      | 黄鹂华(执行董事)       | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebsecn.com    |
|      | 张晓峰             | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebsecn.com    |
|      | 江虹              | 0755-83024029 | 13810482013 | jianghong1@ebsecn.com |
| 深圳   | 罗德锦             | 0755-83024064 | 13609618940 | luodj@ebsecn.com      |
|      | 濮维娜(副总经理)       | 021-62152373  | 13301619955 | puwn@ebsecn.com       |
|      | 陶奕              | 021-62152393  | 13788947019 | taoyi@ebsecn.com      |
|      | 戚德文             | 021-22169152  | 15821755866 | qidw@ebsecn.com       |
|      | 顾超              | 021-22169485  | 18616658309 | guchao@ebsecn.com     |