



电子元器件/信息科技

歌尔声学 (002241)

增速见底，估值修复

	毛平 (分析师)	牟卿 (分析师)
	021-38674931	021-38675853
	maoping013355@gtjas.com	mouqing@gtjas.com
证书编号	S0880513070006	S0880514050001

本报告导读:

我们认为公司 2015 年 PEG 仅 0.5 倍，同时基本面积积极好转，在当前市场行情下，有望估值修复。

投资要点:

- **维持目标价和“增持”评级。**我们维持 2014-16 年 EPS 为 1.12/1.54/2.00 元的预期，维持 33.8 元目标价，对应 2015 年 PE 22 倍。预计 1Q15 收入和利润同比增长 30% 左右，目前大市值电子白马股已经开始估值修复，深度调整后的歌尔股价对应 2015 年 18 倍 PE 估值，当年 30-40% 的增长预期，我们认为在目前行情下，存在估值修复空间
- **最新客户结构显示增速下滑的趋势已经见底。**1) 前三大客户苹果、SONY、三星收入占比 40%/20%/15%，三星业务的下滑已由 SONY 顶上；2) 国内客户收入占比有望提高到 20%，我们通过产业链调研认为，公司和华为、小米可能已开展战略合作，未来凭借服务国际一线客户能力，及战略资源投入，中国品牌族群有望成歌尔新的增长极。
- **Apple 业务接近预期上限。**2015 年苹果客户业务终端出货量继续增长，手机/Pad SPK box 有望获最大份额 (50-55%)；同时二代 Ear Pod 耳机预计 2015 年 9 月推出，单价可能有提升，我们通过产业链调研认为现阶段公司独家为苹果研发该产品，未来也有望获最大份额。
- **一手创新，一手轻奢，终端产品的最前沿。**我们通过产业链调研，预计公司未来有望代工 Oculus VR 眼镜、华为智能手环/手表，Beats 便携式音箱，盈利应好于消费电子，表明公司走在创新产品产业链最前沿。同时收购丹麦 Dynaudio (丹拿) 音响，切入以高端家庭、汽车和专业音响为代表的轻奢市场，对提高长期盈利能力至关重要。
- **风险：**2H15 苹果产品低于预期，全球消费电子景气低迷。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	7,253	10,049	13,365	17,374	21,718
(+/-)%	78%	39%	33%	30%	25%
经营利润 (EBIT)	1,071	1,528	2,052	2,804	3,661
(+/-)%	69%	43%	34%	37%	31%
净利润	907	1,307	1,717	2,348	3,051
(+/-)%	72%	44%	31%	37%	30%
每股净收益 (元)	1.10	0.86	1.12	1.54	2.00
每股股利 (元)	0.23	0.15	0.10	0.17	0.23

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	16.4%	16.9%	16.4%	17.0%	17.7%
净资产收益率 (%)	17.6%	20.6%	21.7%	23.5%	24.0%
投入资本回报率 (%)	21.4%	21.3%	23.0%	25.1%	25.4%
EV/EBITDA	30.3	21.6	16.9	12.6	9.8
市盈率	45.0	31.2	23.8	17.4	13.4
股息率 (%)	20.5%	17.4%	8.9%	11.0%	11.5%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **33.80**

上次预测: 33.80

当前价格: 28.06

2015.01.12

交易数据

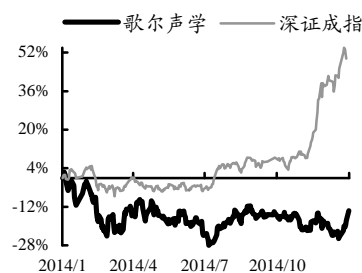
52 周内股价区间 (元)	23.33-34.20
总市值 (百万元)	42,832
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,526/1,211
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	79%
日均成交量 (百万股)	16.83
日均成交值 (百万元)	445.08

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,315
每股净资产	4.79
市净率	5.9
净负债率	28.37%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.12	0.17
Q2	0.19	0.23
Q3	0.24	0.30
Q4	0.31	0.43
全年	0.86	1.12

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	1%	-14%
相对指数	-6%	-37%	-62%

相关报告

《开启并购成长，既必须也必然》2014.10.21

《增速放缓，期待新产品打开市场空间》2014.08.18

《增速放缓的预期已经反映到股价中》2014.03.23

《偏下限的三季度业绩已经反应在股价中》2013.10.22

《进入增长“换挡期”》2013.08.16

模型更新时间: 2015.01.12

股票研究

信息科技
电子元器件

歌尔声学 (002241)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 33.80

上次预测: 33.80

当前价格: 28.06

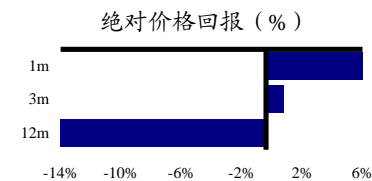
公司网址

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。

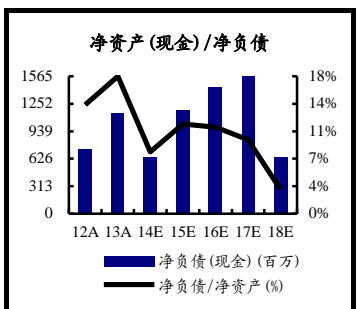
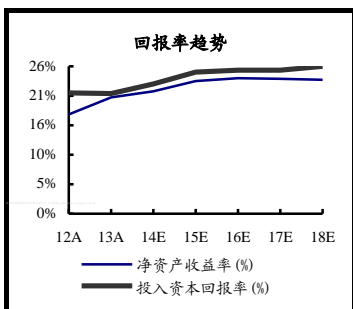
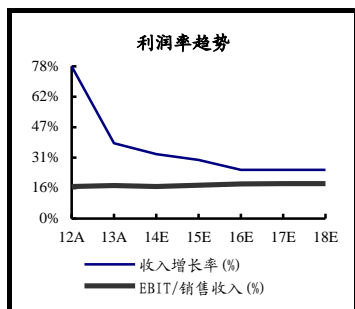
近年来,凭借强大的研发实力、领先的生产工艺、显著的成本优势、高素质的管理团队,公司业绩取得了高速增长,赢得了包括三星、惠普、思科、LG、松下、西门子、NEC、富士康、伟创力、华硕、联想、京瓷、中兴通讯、缤特力、哈曼(Harman)、罗技(Logitech)等在内的优质客户资源,在电声行业取得了有



52 周价格范围 23.33-34.20
市值 (百万) 42,832

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
损益表							
营业总收入	7,253	10,049	13,365	17,374	21,718	27,148	33,934
营业成本	5,383	7,350	9,823	12,727	15,769	19,739	24,674
税金及附加	28	42	81	105	131	164	205
销售费用	144	188	267	313	391	489	611
管理费用	491	722	1,002	1,251	1,564	1,900	2,375
EBIT	1,192	1,696	2,191	2,955	3,838	4,824	6,030
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	0	0	0	0	0
财务费用	120	173	139	152	177	216	246
营业利润	1,071	1,528	2,052	2,804	3,661	4,608	5,785
所得税	177	250	331	453	589	741	929
少数股东损益	16	18	24	32	42	53	66
净利润	923	1,325	1,740	2,380	3,092	3,888	4,876
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	1,610	2,122	2,290	2,742	3,426	4,508	6,913
其他流动资产	2,982	5,044	5,223	6,857	8,742	10,928	13,656
长期投资	23	52	52	52	52	52	52
固定资产合计	4,100	4,681	6,060	7,862	10,031	12,727	15,066
无形及其他资产	675	697	756	963	958	997	1,028
资产合计	9,390	12,596	14,381	18,476	23,210	29,212	36,715
流动负债	4,090	6,130	6,342	8,224	10,228	12,790	15,982
非流动负债	62	48	28	118	108	118	128
股东权益	5,238	6,419	8,011	10,133	12,874	16,304	20,604
投入资本(IC)	5,983	7,586	8,689	11,332	14,333	17,887	21,285
现金流量表							
NOPLAT	1,007	1,439	1,860	2,502	3,249	4,084	5,102
折旧与摊销	234	346	412	601	846	1,165	1,530
流动资金增量	-508	-635	747	-33	8	347	502
资本支出	-2,031	-968	-1,850	-2,610	-3,010	-3,900	-3,900
自由现金流	-1,298	183	1,168	460	1,093	1,696	3,234
经营现金流	558	846	2,627	2,499	3,277	4,451	5,623
投资现金流	-2,055	-1,010	-1,850	-2,610	-3,010	-3,900	-3,900
融资现金流	2,155	478	-609	563	417	531	682
现金流净增加额	651	289	168	452	684	1,081	2,405
财务指标							
成长性							
收入增长率	77.9%	38.5%	33.0%	30.0%	25.0%	25.0%	25.0%
EBIT 增长率	64.3%	42.3%	29.2%	34.9%	29.9%	25.7%	25.0%
净利润增长率	71.8%	44.0%	31.4%	36.8%	29.9%	25.7%	25.4%
利润率							
毛利率	25.8%	26.9%	26.5%	26.7%	27.4%	27.3%	27.3%
EBIT 率	16.4%	16.9%	16.4%	17.0%	17.7%	17.8%	17.8%
净利润率	12.5%	13.0%	12.8%	13.5%	14.0%	14.1%	14.2%
收益率							
净资产收益率(ROE)	17.6%	20.6%	21.7%	23.5%	24.0%	23.9%	23.7%
总资产收益率(ROA)	9.8%	10.5%	12.1%	12.9%	13.3%	13.3%	13.3%
投入资本回报率(ROIC)	21.4%	21.3%	23.0%	25.1%	25.4%	25.4%	26.1%
运营能力							
存货周转天数	45	59	45	46	49	49	49
应收账款周转天数	111	139	104	104	104	104	104
总资产周转天数	473	458	393	388	390	393	395
净利润现金含量	0.61	0.65	1.53	1.06	1.07	1.16	1.17
资本支出/收入	-28%	-10%	-14%	-15%	-14%	-14%	-11%
偿债能力							
资产负债率	44.2%	49.0%	44.3%	45.2%	44.5%	44.2%	43.9%
净负债率	14.1%	17.8%	8.0%	11.6%	11.2%	9.6%	3.1%
估值比率							
PE	45.0	31.2	23.8	17.4	13.4	10.6	8.5
PB	7.8	6.4	5.1	4.0	3.2	2.5	2.0
EV/EBITDA	30.3	21.6	16.9	12.6	9.8	7.9	6.4
P/S	10.4	4.1	3.1	2.3	1.9	1.5	1.2
股息率	20.5%	17.4%	8.9%	11.0%	11.5%	11.9%	12.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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

	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。	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
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。	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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		