

2015 年 01 月 25 日

公司研究

评级：买入

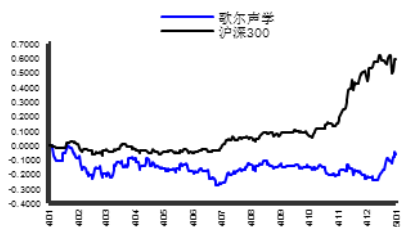
研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn

厚积薄发，二阶成长启动原点

——歌尔声学（002241）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
歌尔声学	22.1	10.6	-4.0
沪深 300	7.4	38.3	61.2

市场数据 2015-01-25

当前价格（元）	30.22
52 周价格区间（元）	23.33-32.88
总市值（百万）	46128.72
流通市值（百万）	36588.54
总股本（万股）	152643.01
流通股（万股）	121073.92
日均成交额（百万）	452.72
近一月换手（%）	48.44

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票
未超过该公司已发行股份的 1%

观点归纳：

目前市场对于歌尔声学最大的分歧在于公司在 460 亿的市值体量下，30%左右的年均增速给予多少估值是较为合适的：在目前流动性相对充裕的前提下，给予公司 2015 年 25 倍左右的 PE 是相对合理的估值中枢。

投资要点：

- **客户结构稳定，国内比重不断提升：**苹果、三星、SONY 是公司的传统三大客户，公司营收超过六成份额来自于他们。从 2014 年的销售情况来看，苹果由于 iPhone6 的热销保持了较好的增长，SONY 也依靠游戏机周边产品取得了相当幅度的增长，而三星的份额则有所下滑。但值得注意的是，公司声学器件的国内客户销售取得了近乎翻番的成长，未来国内客户将成为公司重要的成长动能供应方。
- **收购丹拿逐阶段布局汽车音响：**近年来，随着汽车音响系统朝小型化、智能化方向发展，在生产工艺、技术原理、产品规格上同消费电子产品逐渐趋同，为歌尔跨界切入汽车音响领域提供了良机。公司此次收购丹拿最为主要的就是为了获取其技术与渠道，从而进入大众音响供应链。由于汽车电子领域的特殊渠道认证要求，我们认为公司在该领域还将维持并购与扩张投入。
- **可穿戴与智能家居市场有待市场起量：**智能家居与可穿戴是公司这两年重点投入的两块应用市场。声音作为智能家居的人机交互首选媒介，公司一直有参与智能家居厂商的合作开发。穿戴方面 SONY 腕表、华为手环、facebook 虚拟眼镜等多款产品也都是由公司代工。但目前这两块市场的终端产品都还未有规模较大的产品出现，市场起量还需等待。
- **给予公司“买入”评级：**虽然公司过去三年的利润增速一直在放缓，但从公司“大声学、传感器、可穿戴、精密制造”的发展定位与行业形势来看，公司已逐步从电声器件实现向电子配件与精密加工自动化领域的横向拓展，2015 年有望重新进入增速上行轨道。预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.12、1.46、2.09 元，依据前文对估值的判断，25 倍估值中枢对应 2015 年 EPS 合理目标价位应为 36.5 元，首次覆盖公司并给予“买入”评级。
- **风险提示：**消费电子产品渗透率趋于饱和导致产业链增长放缓，苹果产品出货量不达预期，新领域业务拓展受市场影响低于预期。

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	10048.82	13064.47	17076.57	23960.13
增长率(%)	38.54%	30.01%	30.71%	40.31%
净利润（百万元）	1306.63	1716.40	2242.38	3192.14
增长率(%)	44.05%	31.36%	30.64%	42.35%
摊薄每股收益（元）	0.856	1.124	1.469	2.091
ROE(%)	20.63%	21.99%	23.04%	25.60%

表 1. 盈利预测

财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013A	2014E	2015E	2016E
盈利能力					每股指标				
ROE	20.63%	21.99%	23.04%	25.60%	EPS	0.856	1.124	1.469	2.091
销售毛利率	26.86%	27.28%	26.91%	27.10%	P/E	35.30	26.88	20.57	14.45
销售净利率	13.18%	13.32%	13.31%	13.51%	P/B	7.28	5.91	4.74	3.70
成长能力					P/S	4.59	3.53	2.70	1.93
收入增长率	38.54%	30.01%	30.71%	40.31%					
利润增长率	43.45%	31.36%	30.64%	42.35%					
营运能力					资产负债表(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
总资产周转率	0.81	0.96	1.03	1.18	货币资金	1879.5	3740.3	2959.95	6517.9
应收账款周转率	2.65	5.40	3.14	5.22	应收和预付款项	3865.6	2711.07	5603.78	5036.9
存货周转率	6.24	8.59	7.04	7.54	存货	1177.99	1105.78	1773.40	2317.2
偿债能力					其他流动资产	0.68	0.68	0.70	0.68
资产负债率	47.95%	41.00%	39.99%	37.38%	长期股权投资	51.90	132.89	102.32	127.83
流动比	1.18	2.51	2.54	2.74	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
速动比	0.98	2.14	2.10	2.28	固定资产和在建工程	4681.1	5185.0	5431.06	5691.6
					无形资产和开发支出	651.53	659.67	650.26	623.78
					其他非流动资产	24.56	16.63	8.69	8.69
利润表(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	资产总计	12333.	13552.	16530.1	20324.
营业收入	10048.8	13064.4	17076.57	23960.1	短期借款	3204.4	194.32	-136.37	-436.79
营业成本	7350.14	9500.48	12481.26	17466.9	应付和预收款项	2624.7	2782.2	4172.10	5464.7
营业税金及附加	42.44	84.92	111.00	141.36	长期借款	6.00	2501.0	2495.10	2490.8
销售费用	187.52	314.85	425.21	553.48	其他负债	79.07	78.89	80.14	79.38
管理费用	722.26	1032.09	1198.78	1866.49	负债合计	5914.2	5556.4	6610.97	7598.2
财务费用	173.44	126.29	197.48	137.83	股本	1526.4	1526.4	1526.43	1526.4
资产减值损失	50.81	10.27	1.91	1.51	资本公积	1962.7	1962.7	1962.72	1962.7
投资收益	5.30	0.00	0.00	0.00	留存收益	2845.5	4317.8	6241.33	8979.4
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司股东权益	6334.7	7807.0	9730.48	12468.
其他经营损益	0.00	3.01	2.99	2.98	少数股东权益	84.08	107.58	138.30	182.02
营业利润	1527.52	1998.57	2663.93	3795.50	股东权益合计	6418.8	7914.6	9868.78	12650.
其他非经营损益	47.20	48.37	10.30	11.40	负债和股东权益总计	12333.	13471.	16479.7	20248.
利润总额	1574.72	2046.95	2674.23	3806.90	现金流量表(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
所得税	250.20	307.04	401.13	571.03	经营性现金净流量	887.49	3679.2	797.61	5285.6
净利润	1324.52	1739.91	2273.10	3235.86	投资性现金净流量	-1010.2	-1034.8	-842.82	-948.52
少数股东损益	17.90	23.51	30.71	43.72	筹资性现金净流量	477.55	-783.63	-735.16	-779.08
归属母公司股东净利润	1306.63	1716.40	2242.38	3192.14	现金流量净额	330.50	1860.7	-780.37	3558.0

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

王凌涛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：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；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓 名	固 话	手 机	邮 箱
白 丹	010-88576898-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn
顾科嘉	010-88576833-810	13466400185	gukj@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 4 楼

姓 名	固 话	手 机	邮 箱
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
刘云志	021-68591565	13918449204	liuyz01@ghzq.com.cn
颜 彦	0771-5539092	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓 名	固 话	手 机	邮 箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
马 鑫	0755-83702072	18899776696	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
李 慧	0755-83704850	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张玉霞	0755-83707413	18520881700	zhangyx02@ghzq.com.cn
李 芬	0755-83700919	13570866113	lif@ghzq.com.cn