

中國：電子零組件

2017年8月21日

投資建議：
買進 (維持評等)

 目標價隱含漲/跌幅：**39.4%**

 日期 **2017/08/18**

收盤價	RMB20.08
十二個月目標價	RMB28.00
前次目標價	RMB21.00 (股利調整後)
上海 A 股指數	3,423.2

資訊更新：

- ▶ 2017年第二季每股盈餘為人民幣0.14元，符合預期。然而，2017年第三季獲利年增率財測中位數為30%，優於預期。
- ▶ 本中心將2017/18年預估每股盈餘上修9%/20%，目標價由人民幣21元上修至人民幣28元，係以2018年預估本益比30倍推算。

本中心觀點：

- ▶ 我們認為投資人焦點將很快轉移至公司的產品策略及2018年展望。本中心預估在聲學、VR/AR、「聽戴式裝置」(hearables)業務的帶動下，歌爾股份獲利至2018年可望維持20-30%的年成長。

公司簡介： 公司簡介：歌爾股份主營業務為聲電器件、光電器件、電子配件及整機類電子產品等的研發、生產與銷售。產品廣泛應用於智能手機、平板電腦、可穿戴設備等智能移動終端產品及智能家居、汽車電子等領域。

股價相對上海 A 股指數表現


市值	RMB65,713.4 百萬
六個月平均日成交量	RMB359.6 百萬股
流通在外股數(百萬股)	3,245.1
自由流通股數比例	50.1%
大股東：持股比率	濰坊歌爾集團, 25.6%
淨負債比率 (2017F)	30.0%
每股淨值 (2017F)	RMB4.21
股價淨值比 (2017F)	4.72 倍

簡明損益表(RMB 百萬元)

年初至 12 月	2016A	2017F	2018F	2019F
營業收入	19,288	26,139	31,507	36,193
營業利益	2,000	2,997	3,758	4,446
稅後純益*	1,651	2,291	2,834	3,408
每股盈餘 (RMB)	0.54	0.75	0.93	1.12
每股盈餘年增率 (%)	32.0	38.7	23.7	20.3
本益比 (倍)	31.68	22.84	18.46	15.35
股東權益報酬率 (%)	15.2	17.6	18.3	18.5
殖利率 (%)	0.7	0.6	0.7	0.8
每股股利 (RMB)	0.15	0.11	0.14	0.17

* 歸屬股東稅後純益

報告分析師：
蒲得字 CFA

+886 2 3518 7913

jeff.pu@yuanta.com

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

高翊庭

+886 2 3518 7911

sam.kao@yuanta.com

<http://research.yuanta.com>
Bloomberg code: YUTA

歌爾股份 (002241 CH)

財測強勁，成長策略明確

目標價調升至人民幣 28 元： 歌爾股份於 8 月 18 日公佈財報，表現符合預期，並提供樂觀財測。我們認為該股過去三個月股價上揚，已大致反映 2017 年下半年動能，因此 2018 年產品規劃/展望已成為關注重點。在法說會中管理層提出 2018 年的成長策略，涵蓋聲學、VR/AR、「聽戴式裝置」等業務，並表示目前正持續加強營運效率、供應商管理及產品組合(AR 的光學元件)。考量聲學/VR 產品的平均售價提高，以及本中心上調毛利率估值，我們將 2017/18 年預估每股盈餘上修 9%/20%。評價基礎由 30 倍 2017 年預估本益比調整為 30 倍 2018 年預估本益比，據此將目標價調升至人民幣 28 元。

財測及 2017 年下半年展望樂觀： 2017 年第二季每股盈餘為人民幣 0.14 元，大致符合本中心/市場預期。展望 2017 年第三季，管理層預估獲利年增率在 12-49% 之間，中位數為 30%，高於市場預估的 10%。管理層表示 2017 年下半年將較上半年「顯著」成長，毛利率較前一年同期提升，主要是新智慧型手機機種(iPhone)推升出貨量與平均售價及新 AR/VR 裝置所帶動。

2018 年三大成長動力：1) 聲學： 管理層預估未來幾年總潛在市場年複合成長率將維持在 25%，主要是規格升級和 Android 採用 iPhone 等級的零組件所帶動。歌爾股份仍將是主要廠商；

2) VR/AR： 管理層坦言 VR 熱潮已有消退跡象，但依然預估歌爾股份可有「高度成長」，係歸功於 2017 年底/2018 年初既有客戶推出的新機種(Oculus)、新增客戶、AR 裝置量產等；

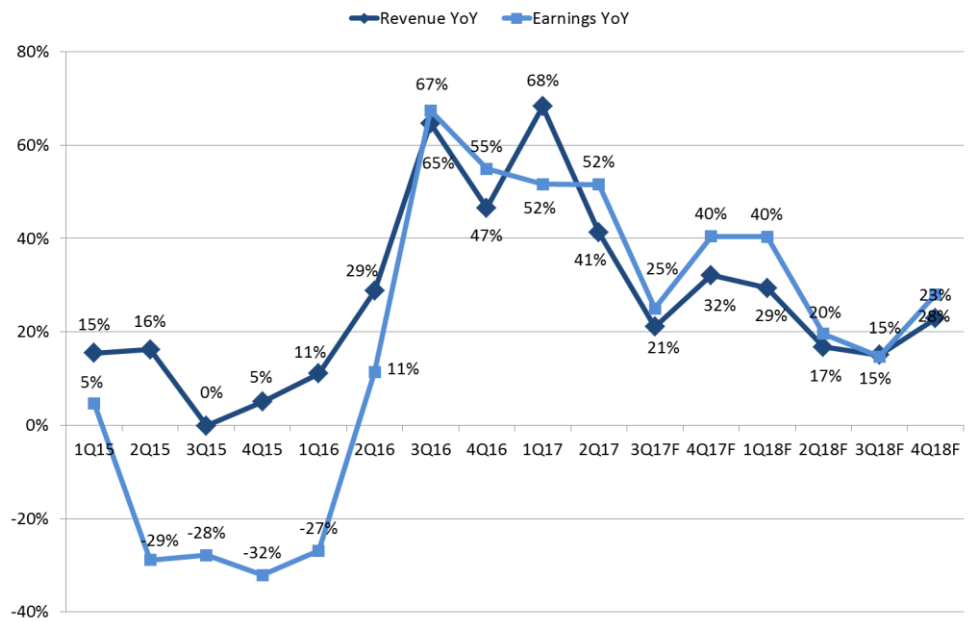
3) 聽戴式裝置： 憑藉其無線技術及收購 Dynaudio 所獲綜效，歌爾股份將拓展音響產品範疇，納入耳機、智慧型喇叭、車用等產品，第一項產品企劃將於年底展開。整體而言，我們預估 2018 年公司每股盈餘將年增 24%，營收年增 21%。

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

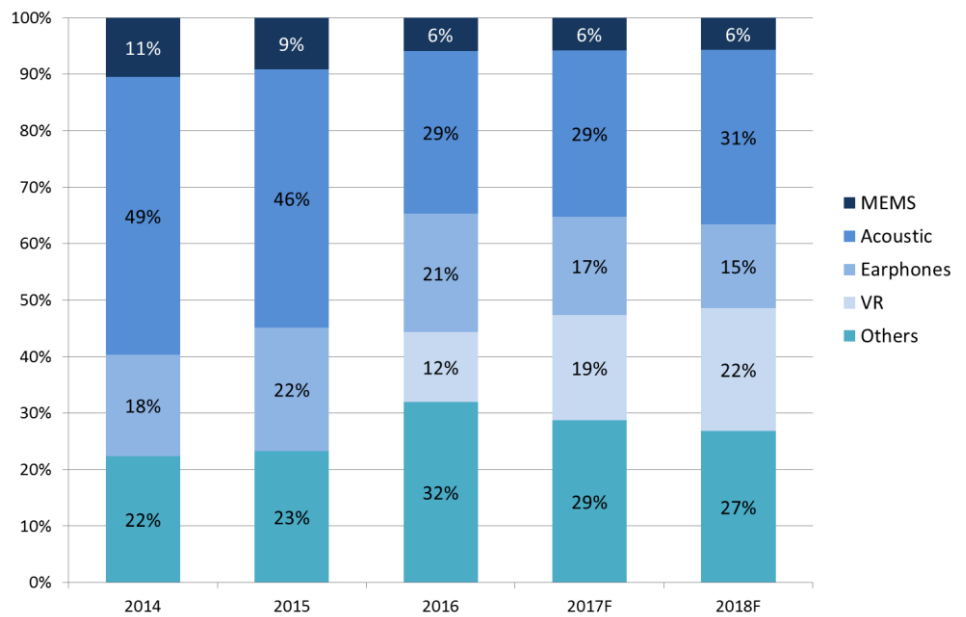
獲利預估

圖 1：歌爾股份 - 營收/獲利年增率



資料來源：元大投顧

圖 2：歌爾股份 - 營收分佈



資料來源：元大投顧

圖 3：2017 年第二季財報一覽

人民幣百萬元	2Q17	1Q17	季增率	2Q16	年增率	元大預估	差異
截至	2017/6	2017/3		2016/6		2017/6	
營業收入	5,448	4,526	20%	3,856	41%	5,543	-2%
營業毛利	1,198	1,011	18%	846	41%	1,197	0%
營業費用	647	600	8%	485	34%	650	0%
營業利益	550	410	34%	362	52%	547	1%
稅前純益	519	336	55%	323	61%	496	5%
稅後純益	420	299	40%	277	52%	412	2%
每股盈餘(元)	0.14	0.10	40%	0.09	52%	0.13	2%
獲利率			百分點		百分點		百分點
營業毛利率	22.0%	22.3%	-0.3	21.9%	0.0	21.6%	0.4
營業利益率	10.1%	9.1%	1.0	9.4%	0.7	9.9%	0.2
稅前純益率	9.5%	7.4%	2.1	8.4%	1.1	8.9%	0.6
稅後純益率	7.7%	6.6%	1.1	7.2%	0.5	7.4%	0.3

資料來源：元大投顧

圖 4：歌爾股份 - 季度與年度簡明損益表 (合併)

(人民幣百萬元)	1Q2017A	2Q2017F	3Q2017F	4Q2017F	FY2017F	1Q2018F	2Q2018F	3Q2018F	4Q2018F	FY2018F
營業收入	4,526	5,448	7,336	8,829	26,139	5,856	6,362	8,442	10,848	31,507
銷貨成本	(3,515)	(4,250)	(5,668)	(6,820)	(20,254)	(4,549)	(4,932)	(6,500)	(8,349)	(24,330)
營業毛利	1,011	1,198	1,668	2,009	5,885	1,307	1,430	1,942	2,498	7,178
營業費用	(600)	(647)	(750)	(890)	(2,888)	(715)	(740)	(885)	(1,080)	(3,420)
營業利益	410	550	918	1,119	2,997	592	690	1,057	1,418	3,758
業外利益	(75)	(31)	(72)	(72)	(248)	(86)	(86)	(86)	(86)	(343)
稅前純益	336	519	847	1,047	2,749	506	605	971	1,333	3,414
少數股東權益	11	1	0	0	12	0	0	0	0	0
所得稅費用	(48)	(101)	(144)	(178)	(470)	(86)	(103)	(165)	(227)	(580)
歸屬股東稅後純益	299	420	703	869	2,291	420	502	806	1,106	2,834
稀釋每股盈餘(人民幣/元)	0.10	0.14	0.23	0.28	0.75	0.14	0.16	0.26	0.36	0.93
加權平均股數	3,053	3,053	3,053	3,053	3,053	3,053	3,053	3,053	3,053	3,053
重要比率										
營業毛利率	22.3%	22.0%	22.7%	22.8%	22.5%	22.3%	22.5%	23.0%	23.0%	22.8%
營業利益率	9.1%	10.1%	12.5%	12.7%	11.5%	10.1%	10.9%	12.5%	13.1%	11.9%
稅前純益率	7.4%	9.5%	11.5%	11.9%	10.5%	8.6%	9.5%	11.5%	12.3%	10.8%
有效所得稅率	14.2%	19.4%	17.0%	17.0%	17.1%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
季增率 (%)										
營業收入	(32.3%)	20.4%	34.6%	20.4%	35.5%	(33.7%)	8.6%	32.7%	28.5%	20.5%
營業利益	(36.2%)	34.0%	66.9%	21.8%	49.8%	(47.1%)	16.7%	53.1%	34.2%	25.4%
稅後純益	(51.4%)	40.3%	67.4%	23.7%	38.7%	(51.7%)	19.5%	60.6%	37.2%	23.7%
稀釋每股盈餘	(51.37%)	40.32%	67.40%	23.69%	38.70%	(51.70%)	19.54%	60.61%	37.23%	23.71%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

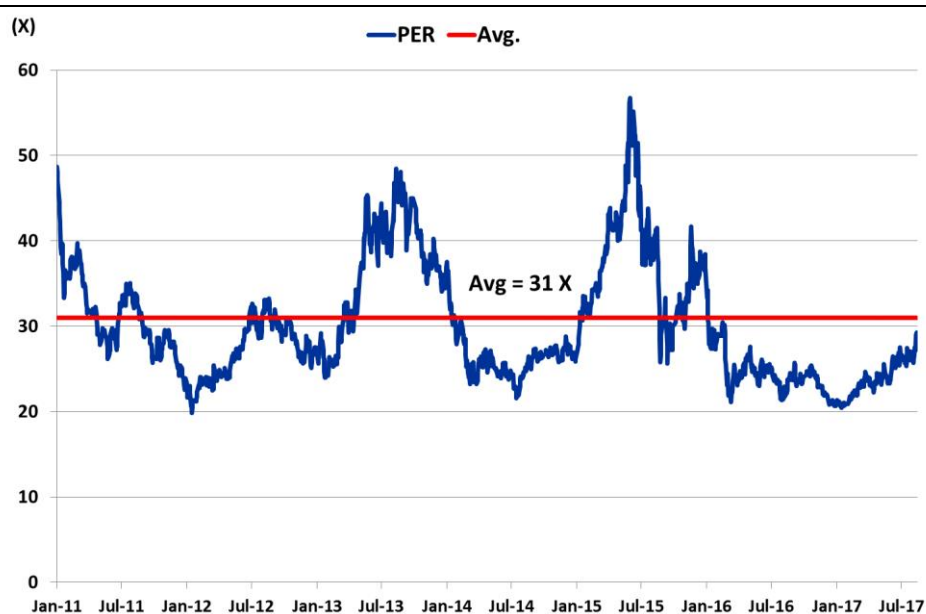
註：標“A”為元大投顧彙整之歷史數據。

股票評價

本中心給予歌爾股份買進評等，目標價人民幣 28 元，係根據目標本益比 30 倍乘上 2018 年預估每股盈餘推算而得。該股目前股價相當於本益比 50 倍與 20 倍之間，平均值為 31 倍。目標本益比大致與歷史均值一致，儘管我們預估歌爾股份 2017-19 年獲利可望強勁成長。從股價淨值比角度觀之，本中心目標價相當於 7 倍/6 倍 2017/18 年預估每股淨值。與 A 股零組件同業交易區間平均 25-40 倍相較，歌爾股份目前評價並未偏高。

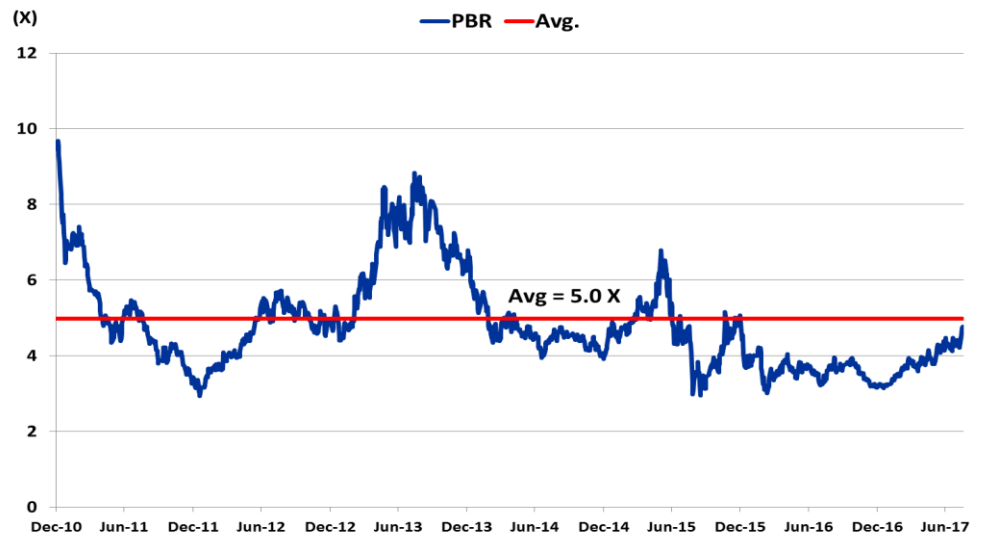
本中心投資理由風險包括 1) Apple 與中國 OEM 出貨量低於預期；2) OEM 定價壓力上升，導致聲學物料清單成本承壓；3) VR 需求低於預期。

圖 5：歌爾股份 - 12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 6：歌爾股份 - 12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料、元大投顧

資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
現金與短期投資	4,379	3,468	3,649	3,571	3,702
存貨	2,147	2,433	3,376	4,055	4,637
應收帳款及票據	3,843	5,456	6,445	7,769	8,924
其他流動資產	275	461	625	753	865
流動資產	10,643	11,818	14,095	16,148	18,129
長期投資	123	217	223	223	223
固定資產	6,692	8,757	11,009	13,021	14,793
什項資產	1,789	2,119	2,119	2,119	2,119
其他資產	8,605	11,094	13,351	15,363	17,135
資產總額	19,248	22,912	27,446	31,511	35,264
應付帳款及票據	2,655	3,879	5,549	6,666	7,622
短期借款	2,674	4,534	6,040	7,007	7,402
什項負債	571	803	1,089	1,312	1,507
流動負債	5,900	9,216	12,678	14,985	16,532
長期借款	3,742	2,576	1,510	779	0
其他負債及準備	109	272	272	272	272
長期負債	3,851	2,848	1,782	1,050	272
負債總額	9,751	12,064	14,460	16,035	16,804
股本	1,526	1,527	3,053	3,053	3,053
資本公積	2,425	2,367	840	840	840
保留盈餘	5,453	6,952	9,090	11,580	14,563
換算調整數	0	0	0	0	0
股東權益	9,405	10,845	12,983	15,473	18,456

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
本期純益	1,240	1,609	2,278	2,834	3,408
折舊及攤提	950	751	910	1,150	1,390
本期營運資金變動	182	(629)	(141)	(791)	(697)
其他營業資產	11	41	7	0	0
營運活動之現金流量	2,382	1,772	3,055	3,193	4,101
資本支出	(1,900)	(2,654)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
本期長期投資變動	(1)	(92)	0	0	0
其他資產變動	(669)	(492)	(162)	(162)	(162)
投資活動之現金流量	(2,570)	(3,239)	(3,162)	(3,162)	(3,162)
股本變動	0	0	1,527	0	0
本期負債變動	86	856	441	235	(383)
其他調整數	(289)	(326)	(1,679)	(344)	(425)
融資活動之現金流量	(203)	531	288	(108)	(808)
本期產生現金流量	(390)	(936)	181	(78)	131
自由現金流量	(187)	(1,467)	(107)	31	939

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
營業收入	13,656	19,288	26,139	31,507	36,193
銷貨成本	(10,256)	(14,969)	(20,254)	(24,330)	(27,822)
營業毛利	3,400	4,319	5,885	7,178	8,371
營業費用	(1,760)	(2,318)	(2,888)	(3,420)	(3,925)
營業利益	1,640	2,000	2,997	3,758	4,446
利息收入	0	0	0	0	0
利息費用	(188)	(86)	(366)	(383)	(380)
利息收入淨額	(188)	(86)	(366)	(383)	(380)
投資利益(損失)淨額	0	2	5	0	0
其他業外收入(支出)淨額	38	(12)	113	40	40
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	1,491	1,905	2,749	3,414	4,106
所得稅費用	(250)	(296)	(470)	(580)	(698)
稅後純益*	1,251	1,651	2,291	2,834	3,408
稅前息前折舊攤銷前淨利	2,590	2,751	3,907	4,908	5,836
每股盈餘 (RMB)	0.41	0.54	0.75	0.93	1.12
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	0.41	0.54	0.75	0.93	1.12

資料來源：公司資料、元大投顧

*归属于股東淨利潤

主要財務報表分析

年初至 12 月	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
年成長率 (%)					
營業收入	7.5	41.2	35.5	20.5	14.9
營業利益	(20.8)	22.0	49.8	25.4	18.3
稅前息前折舊攤銷前淨	18.3	6.3	42.0	25.6	18.9
稅後純益	(24.5)	32.0	38.7	23.7	20.3
每股盈餘	(62.26)	31.98	38.70	23.71	20.27
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	24.9	22.4	22.5	22.8	23.1
營業利益率	12.0	10.4	11.5	11.9	12.3
稅前息前折舊攤銷前淨利率	19.0	14.3	14.9	15.6	16.1
稅後純益率	9.2	8.6	8.8	9.0	9.4
資產報酬率	6.7	7.6	9.0	9.6	10.2
股東權益報酬率	13.3	15.2	17.6	18.3	18.5
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	67.6	65.5	58.1	50.3	40.1
淨現金(負債)權益比 (%)	(21.5)	(33.6)	(30.0)	(27.2)	(20.0)
利息保障倍數 (倍)	8.9	23.1	8.5	9.9	11.8
利息及短期債	0.6	0.4	0.5	0.5	0.6
現金流量對利息保障倍數 (倍)	12.7	20.6	8.3	8.3	10.8
現金流量對利息及短期債保障倍數(倍)	0.8	0.4	0.5	0.4	0.5
流動比率 (倍)	1.8	1.3	1.1	1.1	1.1
速動比率 (倍)	1.4	1.0	0.8	0.8	0.8
淨負債 (RMB 百萬元)	2,037	3,641	3,901	4,214	3,700
評價指標 (倍)					
本益比	49.0	37.1	26.8	21.6	18.0
股價自由現金流量比	(327.6)	(41.8)	(571.8)	1,995.9	65.3
股價淨值比	6.5	5.7	4.7	4.0	3.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	23.7	22.3	15.7	12.5	10.5
股價營收比	4.5	3.2	2.3	1.9	1.7

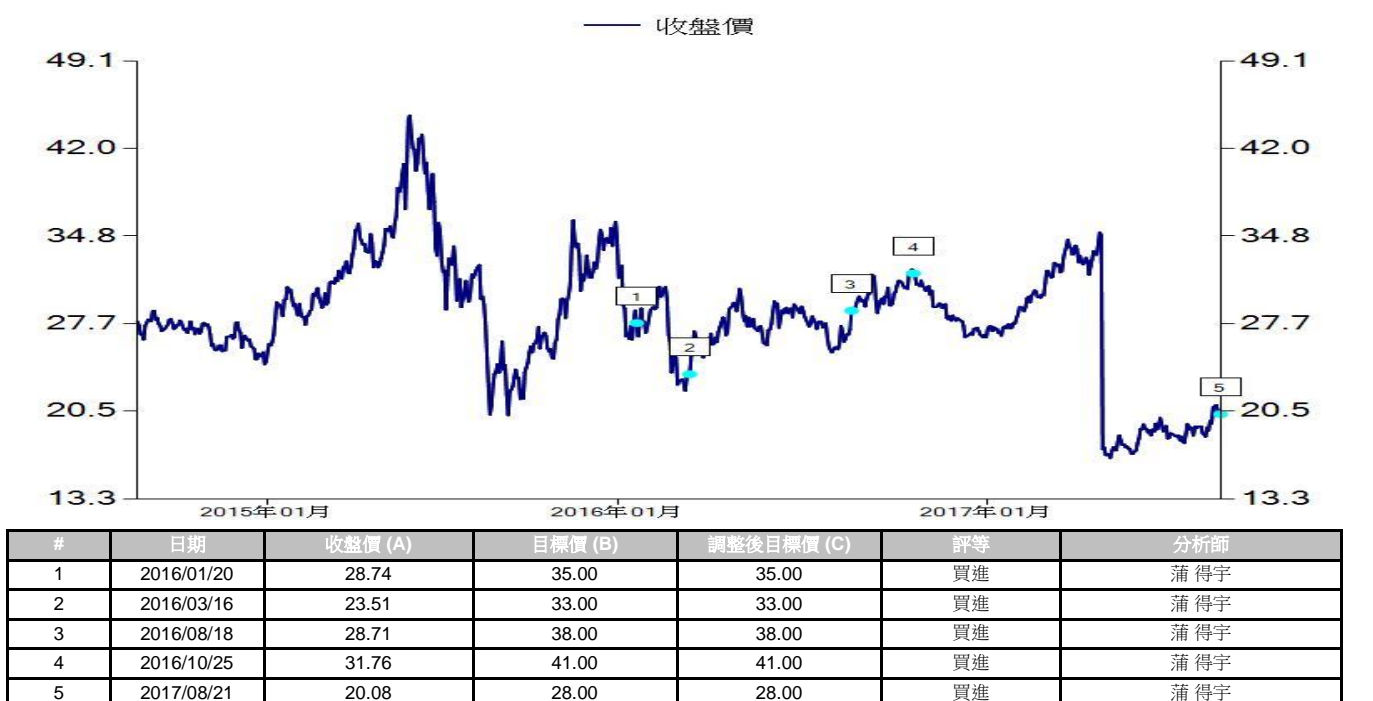
資料來源：公司資料、元大投顧

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

歌爾股份 (002241 CH) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：Bloomberg，元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

目前元大研究分析個股評等分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	157	35%
持有-超越同業	96	21%
持有-落後同業	16	4%
賣出	5	1%
評估中	181	40%
限制評等	0	0%
總計：	455	100%

資料來源：元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2017 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 104 南京東路三段
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部

元大證券(香港)有限公司
香港夏愨道 18 號
海富中心 1 座 23 樓