

评级：强烈推荐（维持）
电子元器件
公司深度报告
证券研究报告

分析师 任文杰 S1080510120006

联系人 黄进 S1080111010047

电话：0755-25832407

邮件：huangjin2@fcsc.cn

共达电声(002655) 疾风知劲草，硅麦、受话器/扬声器 新业务将推动公司业绩"get top"

摘要：

● 全球电子产业转移的大背景下，电子零配件供应链将发生重构，国内优秀的电子零配件厂商将迅速崛起。公司是国内领先的微型麦克风和扬声器/受话器供应商，将受益于国际电子品牌厂商的供应链体系转移、调整，公司麦克风、扬声器/受话器产品市场份额将快速提升。

● 公司始终坚持“傍大款”的大客户战略，经过多年的发展，客户资源丰富，客户结构优势明显。公司的主要客户包括 MWM 公司（其主要客户为苹果）、索尼、三星、大北欧（GN）、罗技、正崧（Foxlink）、华硕、中兴通讯、华为、天宇、海尔、海信、联想等国际、国内知名企业。随着新客户的不断开拓、对原有大客户供货份额销量的提升，公司未来订单、市场需求成长空间非常广阔。

● 公司自成立以来一直专注于声学器件领域，目前是全球第 4 大 ECM 麦克风领导厂商，正向全球前 3 迈进。公司近年来积极开拓新的声学业务产品线，包括受话器/扬声器、MEMS 麦克风等产品，盈利空间不断扩大。我们认为，公司的扬声器/受话器业务受益于产业加速转移、行业洗牌和公司较好的客户资源，做为后起之秀，公司市场份额将快速做大。硅麦业务市场需求巨大、行业高速增长，公司在麦克风制造、渠道领域积累多年，与国际 MEMS 芯片巨头携手，未来产能将迅速释放。

● 共达目前年收入规模仅在 4-5 亿，而相比国际一线声学龙头歌尔声学、瑞声科技、楼氏电子、Hosiden 的年销售收入均在 30 亿以上，作为刚刚上市的国内优秀声学大厂，受益于国内智能手机、消费电子品牌厂商的爆发，公司成长空间才刚刚打开。

● **盈利预测和投资建议。**2012、2013 和 2014 年 EPS 分别为 0.74 元、1.02 元和 1.63 元，对应 6 月 20 日股价的 PE 分别为 23 倍、17 倍和 10 倍。维持“强烈推荐”投资评级。

● **股价催化剂。**苹果公司新产品发布和上市；大客户成功开拓；下游智能手机市场需求爆发。

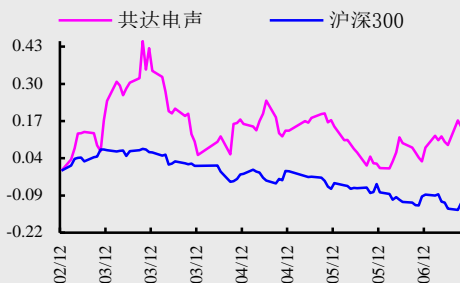
风险提示。智能手机市场需求波动的风险；MEMS 麦克风专利壁垒；新业务、客户开拓风险。

交易数据

上一日交易日股价（元）	16.99
总市值（百万元）	2,039
流通股本（百万股）	30
流通股比率（%）	25.00

资产负债表摘要（03/12）

股东权益（百万元）	552
每股净资产（元）	4.60
市净率（倍）	3.69
资产负债率（%）	30.36

公司与沪深 300 指数比较

相关报告

《“上肥下瘦”，本土电子零配件行业崛起之微电声行业，寻找受益手机平板产业链重构转移的电子配件牛股》（2012-5-02）



目 录

1	公司简介	4
1.1	公司股权结构	4
1.1.1	公司四大创始人赵笃仁、杨进军、董晓民、葛相军为实际控制人	4
1.2	业务分析：驻极体麦克风（ECM）和受话器/扬声器（SPEAKER/RECEIVER）是公司的主营收入来源	5
1.2.1	公司主营业务突出，主营业务收入占到营业收入 99%以上	5
1.2.2	ECM 和 SPK/RCV 业务是公司毛利来源	6
2	麦克风业务：麦克风大厂的逆袭，ECM 龙头谋求向硅麦领导厂商转型	7
2.1	智能手机高速增长带动手机麦克风需求	7
2.1.1	智能手机今年增速仍将高达 39%	7
2.1.2	智能手机采用麦克风阵列技术：将带动手机内置麦克风增长	8
2.1.3	耳机降噪需求及笔记本应用推动麦克风阵列增长	9
2.1.4	苹果已成为全球硅麦克风最大买家	9
2.2	iPAD 全球市场增长超预期将带动 MEMS 麦克风（硅麦）的需求上升	11
2.2.1	iPad 平板电脑继续一枝独秀	11
2.2.2	下半年 iPad mini 或将给市场带来更大惊喜	13
2.2.3	内置数字麦克风采音成为平板电脑/笔记本电脑主流技术路线	14
2.3	公司在 ECM 麦克风行业排名全球第四	16
2.3.1	全球 ECM 麦克风需求还将保持持续增长	16
2.3.2	公司全球 ECM 麦克风龙头，产能规模位居第四	17
2.3.3	公司 ECM 主业保持稳定成长	18
2.3.4	积极导入大客户供应链体系，市场份额有望进一步提升	20
2.3.5	公司 MEMS 麦克风新业务下半年抢吃苹果，将巩固公司在麦克风领域领导者地位	22
2.3.6	硅麦时代到来，传统 ECM 厂商的逆袭	24
3	公司扬声器/受话器（SPK/RCV）业务尽享全球供应链转移、市场份额提升	26
3.1	公司 SPK/RCV 业务驶上快车道	26



3.1.1	SPK/RCV 业务是公司的新产品线，产品结构持续优化.....	26
3.1.2	公司 SPK/RCV 业务驶上快车道，规模迅速扩大、毛利率将稳步提升	27
3.1.3	受益公司客户结构多元化，公司 SPK/RCV 市场份额有望迅速提高.....	29
3.1.4	客户一站式采购模式带动公司 SPK/RCV 产品出货量飞速增长	30
3.1.5	平板、笔记本电脑、电视扬声器模组提升单产品产值	31
3.2	SPK/RCV 产业正处于转移初期，共达将受益产业转移、重新洗牌.....	32
4	盈利预测、估值及投资建议.....	34
5	股价催化剂和风险提示	36



1 公司简介

山东省潍坊市共达电声股份有限公司，主营业务为微型电声元器件及电声组件。产品包括微型麦克风、微型扬声器/受话器及其阵列模组。

公司在微电声器件行业已经处于国内领先地位，产品定位中高端，主要是为消费类电子行业的国内外知名制造商提供声学配件。公司的麦克风、受话器/扬声器系列产品广泛应用于苹果、微软、思科、sony、索尼爱立信、西门子、佳能、大北欧（GN）、罗技（Logitech）、正崴（Foxlink）、华硕、中兴通讯、华为、天宇、海尔、海信、联想、华冠和富士康等国内外著名消费类电子企业。ECM 驻极体麦克风居全球前四，国内前二。2008 年下半年公司实现了微型扬声器/受话器的批量生产和销售，目前已成为国内较大规模扬声器/受话器的供应商，市场份额快速提升。公司的 MEMS 麦克风技术国内领先，已经实现向客户小批量供货。另外，公司的微型电视扬声器阵列的研发也走在业界前列，该技术亦处于国际先进、国内领先的地位。

公司近年来赢得了大量的世界知名的优质客户，客户资源逐渐优化，建立了稳定的长期战略合作伙伴关系，被索尼等多家客户评为优秀供应商和最佳供应商，公司 2007 年获得索尼优秀供应商奖，是大陆唯一一家获得此荣誉的企业。2008 年下半年公司实现了微型扬声器/受话器的批量生产和销售，丰富了产品结构，公司抗风险能力得到提升。另外公司上市后，产品结构也进一步得到加强和优化，通过对微型扬声器/受话器、硅麦克风等项目进行技术改造，迅速扩大规模，满足客户的一站式采购需求。

1.1 公司股权结构

1.1.1 公司四大创始人赵笃仁、杨进军、董晓民、葛相

军为实际控制人

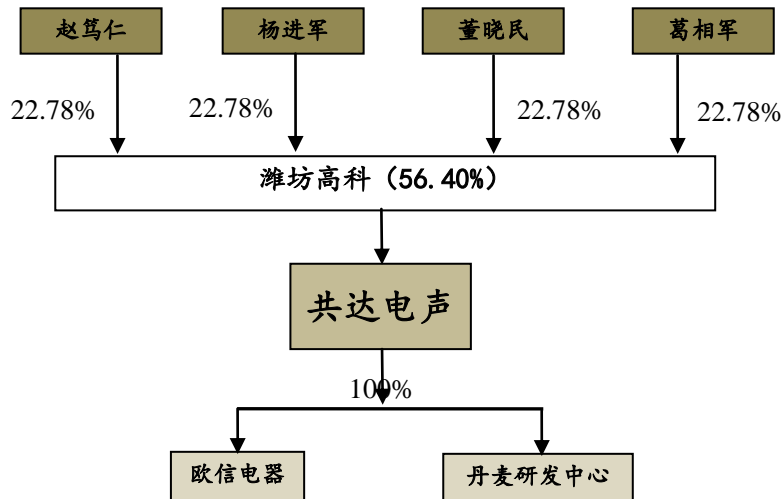
截止 2011 年 12 月 31 日，本公司的实际控制人为赵笃仁、杨进军、董晓民和葛相军。上述四人分别持有本公司控股股东潍坊高科 22.78% 股权（合计持有 91.12% 股权），通过潍坊高科控制本公司。公司公开发行后，潍坊高科在公司的持股比例从 56.40% 下降至 42.30%，但实际控制人未发生改变

公司 100% 持有全资子公司欧信电器、Gettop Europe R&D ApS（共达电声欧洲研发有限公司）。目前欧信电器主要从事微型电声元器件及其部件的生产和销售，欧洲研发有限公司从事微型



麦克风、扬声器研究开发及其贸易和相关服务等

图表 1、 公司 4 大自然人股东为公司实际控制人



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

1.2 业务分析：驻极体麦克风（ECM）和受话器/扬声器（Speaker/Receiver）是公司的主营收入来源

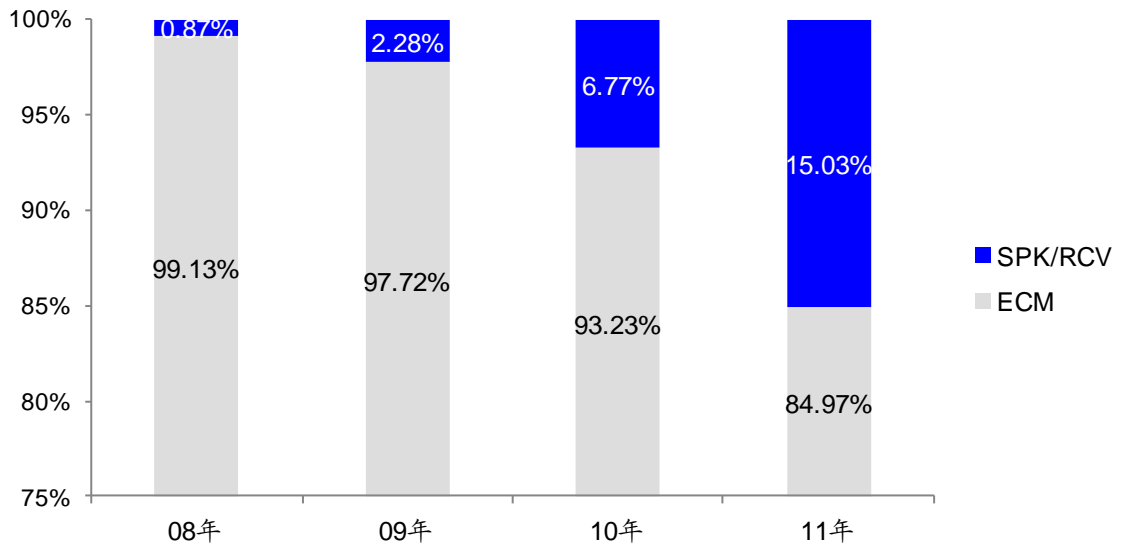
ECM 驻极体麦克风和受话器、扬声器是公司目前最重要的两大主营业务。2011 年，公司整体营收 4.51 亿，驻极体麦克风和受话器/扬声器在公司营业收入中的占比分别约为 84.97% 和 15.03%；毛利润占比分别约为 89.69% 和 10.31%。

1.2.1 公司主营业务突出，主营业务收入占到营业收入 99% 以上

ECM 和 Speaker/Receiver（SPK/RCV）贡献公司的主营业务收入。2011 年，公司的全部营收来自两大产品线 ECM 和 SPK/RCV 业务，为公司两大主营业务。从 2008 年至 2011 年，驻极体麦克风业务一直是公司营收占比最大的业务；受话器/扬声器业务的营收占比逐年提升；而公司的硅麦克风业务则有望在 2012 年开始给公司贡献收入。



图表 2、 2008-2011 四年内 SPK/RCV 业务在营业收入占比迅速提升至 15.03%



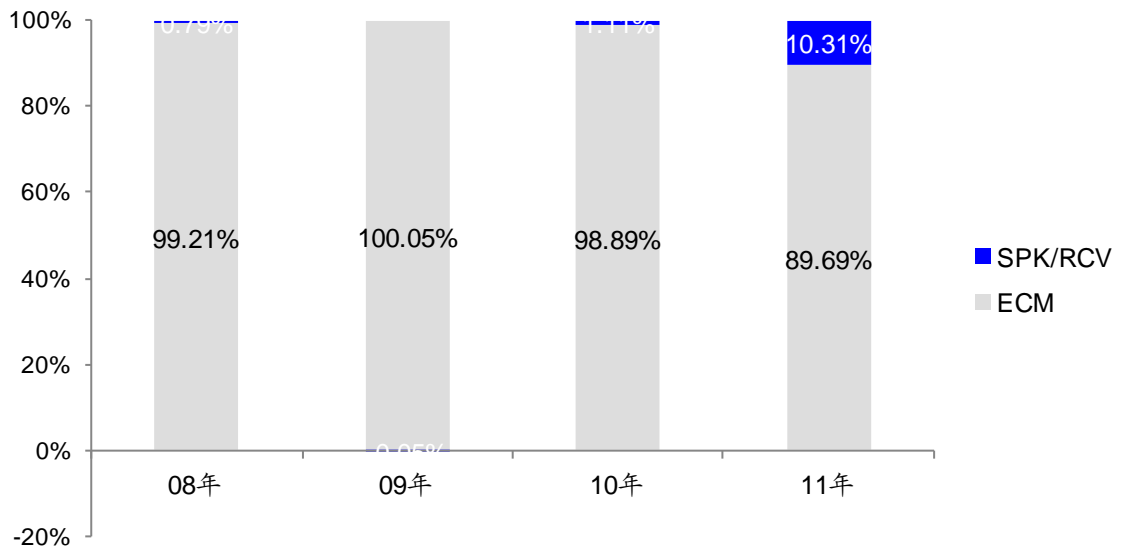
数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

目前公司主要产品为微型麦克风，微型扬声器/受话器的占比还是较低（2010年的销售占比为 6.77%，2011 年 1-6 月提高到 12.31%，2011 年年底提高到 15.02%）。

1.2.2 ECM 和 SPK/RCV 业务是公司毛利来源

2011 年，ECM 和 SPK/RCV 业务对是公司的主营业务利润的来源。ECM 业务的毛利占比最大，接近 90%；SPK/RCV 业务的毛利占比接近 10%。

图表 3、 SPK/RCV 业务业绩贡献约 10%的毛利润



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所



2 麦克风业务：麦克风大厂的逆袭，ECM 龙头谋求向硅麦领导厂商转型

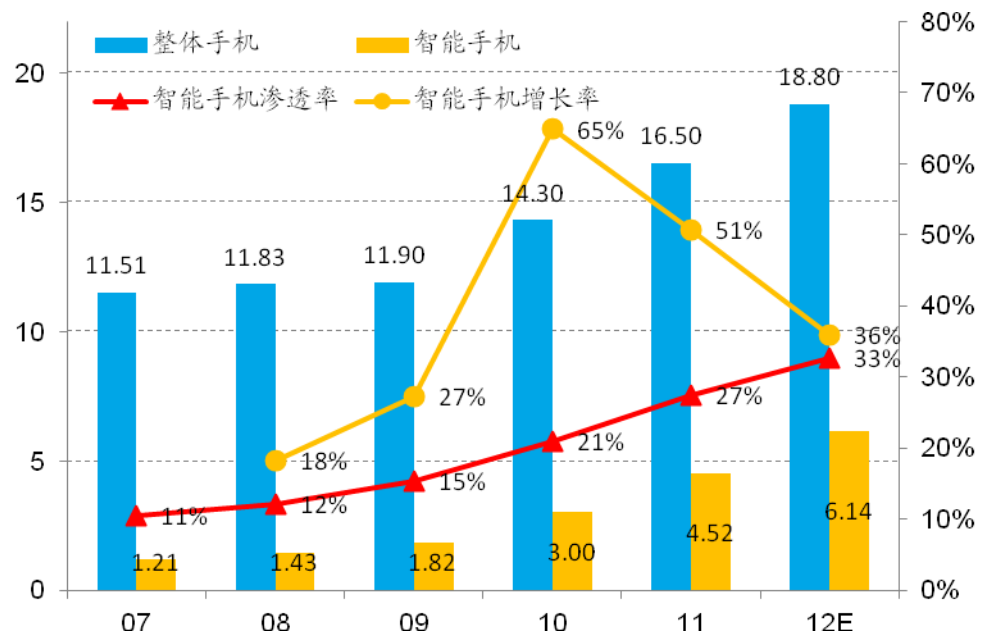
2.1 智能手机高速增长带动手机麦克风需求

2.1.1 智能手机今年增速仍将高达 39%

智能手机需求增长弥补了功能手机市场的下滑。虽然全球经济仍有不确定性，全球经济萧条导致今年手机的整体出货量将同比小幅增长 4%，但随着运营商持续对智能机进行补贴、智能机销售单价的大幅下降、消费者认知度提高、终端机型的日趋多样化，全球智能手机出货量在未来几年中仍将保持高速增长趋势。IDC 预计今年智能手机的出货量将为 6.86 亿部，比去年增长 38.8%。今年全球手机厂商的手机出货总量将会达到近 18 亿部，高于 2011 年的 17 亿部。

图表 4、 智能手机增长率和渗透率

(不含白牌；单位：亿部)



数据来源：TRI、IDC、第一创业证券研究所

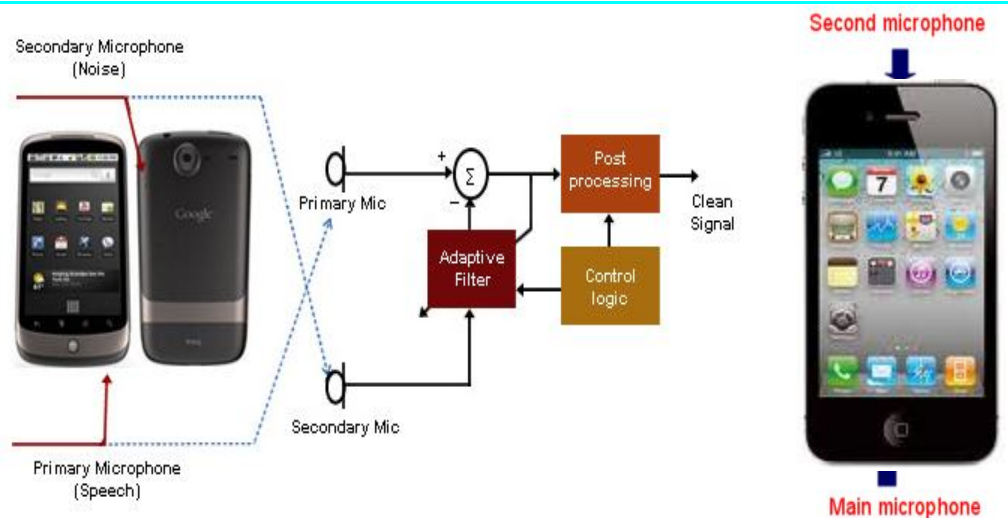
近期拓璞发布研究报告调高了此前其对今年全球智能手机出货预估，2012 年全球智慧型手机出货达 6.8 亿支，占整体手机出货渗透的 40%。智能手机在整体手机市场中的渗透率从 2007 年的

11%上升到 2011 年的 27%，随着渗透率的提高，今明两年将迎来智能机普及的拐点，渗透率也将大幅提升至 40%。

2.1.2 智能手机采用麦克风阵列技术：将带动手机内置 麦克风增长

声学器件从来都是手机厂关注的焦点。搭配 Siri 语音识别应用的 iPhone 4/4S 全球热卖，也让该款手机所配备的微机电系统 (MEMS) 麦克风市场前景大好。要能有效辨识语音内容，促使手机有正确的反应，麦克风的质量和数量都须大幅提升。智能手机时代，手机厂商越来越关注手机的语音控制功能，分析手机领导厂商苹果的历代语音应用从 Facetime 到最新的 Siri 语音应用，都体现了苹果公司对手机语音功能的高度重视。从 iPhone4 开始苹果公司的手机都内建 2 颗 MEMS 麦克风，以实现音讯质量佳、失真率低的语音应用。

图表 5、麦克风阵列消噪技术：单台手机至少需搭载 2 颗麦克风



数据来源：Google、苹果网站，第一创业证券研究所整理

在 iPhone 4/4S 可以看到 2 个麦克风小孔，分别在 iPhone 4 的顶部和 iPhone 4 的底部。双麦克风设计是为了实现更好的背景噪音消除功能。声波是有传输速度的，因此在通话的时候背景噪音和语音到达麦克风的时间并不相同，通过频谱相位差就能判断出噪音和语音。麦克风阵列降噪已经发展了十多年，针对普通语音增强和回声消除的算法已经相当完善，苹果 iPhone 4 有可能通过超指向性波束形成算法 (Superdirectivity Beamforming) 或差分麦克风阵列 (Difference Microphone Arrays) 实现更干净清晰的语音拾取。之前许多手机厂商宣称的降噪，大多只运用了自适应噪声消除算法，并不需要麦克风阵列，而质量也远不如麦克风阵列。



目前，智能手机普遍采取内建 2 颗以上的 MEMS 麦克风的方案。举例来讲，MOTO XT701 搭载了 2 颗 MEMS 麦克风，并搭载 Crystal Talk Plus (MOTO 的丽音技术) 专利语音技术，提供清晰的语音。Google 的 Nexus One 也搭载了 2 颗 MEMS 麦克风进行噪音消除。这两款机型均配备了美国楼氏电子 (Knowles Electronics) 的 MEMS 麦克风。

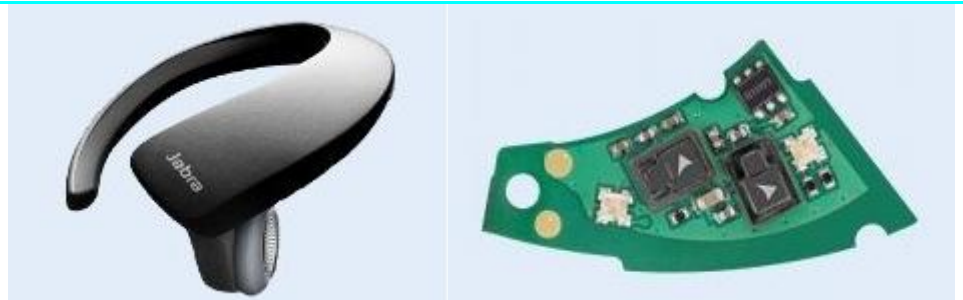
2.1.3 耳机降噪需求及笔记本应用推动麦克风阵列增长

iPhone4/4S 除了内建 2 颗硅麦，其附带原厂线控耳机上也采用了 1 颗楼氏电子出品的硅麦。

在中高端移动设备中，普遍搭配双麦克风噪音捕捉的蓝牙耳机，例如欧洲著名的丹麦大北欧公司出品的捷波朗 STONE 蓝牙耳机，安装了 2 个 MEMS 麦克风以实现耳机降噪和结构紧凑的完美平衡。

另外 Nokia BH905 抗噪无线蓝牙耳机更是搭载了 10 颗 MEMS 麦克风 (其 MEMS 麦克风来自英国欧胜微电子 (Wolfson Microelectronics)，其中 8 颗 MEMS 麦克风应用于主动噪声消除，2 颗用于 speak recording，已达到 99% 的噪音消除，不过耳机的售价也达到 1029 元，MEMS 元件技术提升了产品的售价。Sony 也推出了采用类似硅麦阵列技术的抗噪耳机 (耳罩式、入耳式)，可以降低与隔绝 98% 的噪音，售价也不菲。

图表 6、捷波朗防风噪双硅麦克风 stone (玄石) 蓝牙耳机



数据来源：公开资料，第一创业证券研究所整理

除手机以外的其它产品也越来越多地配备 MEMS 麦克风。例如，苹果的 ipod nano5 中采用了 ADI 的 MEMS 麦克风，此外，笔记本电脑中配备两个 MEMS 麦克风的产品不断增多。

2.1.4 苹果已成为全球硅麦克风最大买家

IHS iSuppli 最新发布的数据显示，苹果 2011 年购买了 3.49 亿微机电系统 (MEMS) 麦克风，与 2010 年相比增长率 173%，使

其在该市场的份额增加到 27%，超过了三星的 20%，排名世界第一。苹果主要将这些麦克风运用在他们生产的 iPhone、iPad、iPod touch 以及附带耳机上。

每个 iPhone 4 以及 iPhone 4S 使用 3 个模拟 MEMS 麦克风，其中一个用于耳机，另外两个在设备内部(其中一个用于消除噪音)。iPod Touch 媒体播放器产品内置摄像头及麦克风，以支持更多的 VoIP 通话以及视频拍摄方面的应用程序。iPad2/New iPad 上都内置 1 个硅麦。

图表 7、apple 手机、平板、多媒体播放器及其附带耳机上搭载的声学器件数量

电声器件	苹果 iPhone4/4S	苹果 iPad1/2/New iPad	苹果 ipod/itouch
			
受话器	1	0	0
扬声器	1	2	itouch 1 无, itouch2/3/4 有 1 个内置扬声器
麦克风	2 个内置模拟硅麦	iPad1 内置 1 个 ECM 麦克风, iPad2/New ipad 内置 1 颗数字硅麦	itouch3/4 有 1 个内置 ECM 麦克风, itouch 1/2 无
搭配耳机	2 个受话器、1 个模拟硅麦	无	2 个受话器、1 个 ECM (Nano5 以下无麦)
产值	3-4 美元	3-4 美元	2-3 美元

数据来源: apple 网站, 第一创业证券研究所

苹果牛市依然持续, 财报表现优异, 预计今年苹果系列产品仍将保持出货高增长。苹果 2012Q2 财报显示, 苹果共营收 391.9 亿美元, 卖出 3510 万台 iPhone, 1180 万台 iPad, 400 万台 Mac, 770 万台 iPod。iTunes 商店实现营收 19 亿美元收入。

苹果将在今年下半年推出以 iPhone5、iPad mini 为代表的多款更具创新性的产品, 这不仅将意味这苹果下半年的业绩逐季越来越高, 也将推动苹果产业链上的零配件公司的业绩成长。

苹果的新品预计在今年 9 月份上市, 供应商为配合苹果新产品的上市, 将在 5-6 月份才开始给苹果批量供货, 因此 2 季度对苹果产业链上的公司来说, 业绩财报并不能立即明显体现苹果新品的影响, 从 3 季度开始苹果以及苹果产业链上的供应商都将迎来



全年业绩的上升拐点。

图表 8、苹果 iPhone、iPad、iPod 产品出货量预测

	iPhone 出货量 (万台)	同比增速	iPad 出货量 (万台)	同比增速	iPod 出货量 (万台)	同比增速
2011Q1	1624	86%	733	-	1945	-7%
2011Q2	1865	113%	469	-	902	-17%
2011Q3	2034	142%	925	183%	754	-20%
2011Q4	1707	21%	1112	166%	662	-27%
2011	7230		3239		4261	
2012Q1	3704	128%	1543	111%	1540	-20.8%
2012Q2	3510	88%	1180	151%	770	-15%
2012Q3(F)	4000	106%	1670	81%	600	-20.4%
2012Q4(F)	4300	252%	1850	66.4%	550	-16.9%
2012(F)	14514		6243		3460	

数据来源：苹果公告、第一创业证券研究所

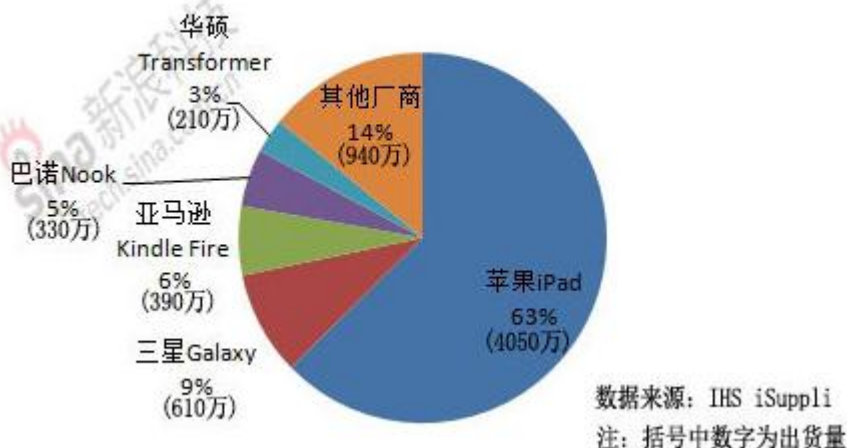
2.2 iPad 全球市场增长超预期将带动 MEMS 麦克风 (硅麦) 的需求上升

2.2.1 iPad 平板电脑继续一枝独秀

据 IDC 预计,今年平板电脑全球市场增长速度快于预期, iPad 将扩大其在该市场的领先地位, 市场份额继续提升。

图表 9、 2011 年全球平板电脑市场份额

2011 年全球平板电脑份额排行榜



数据来源：isuppli、第一创业证券研究所

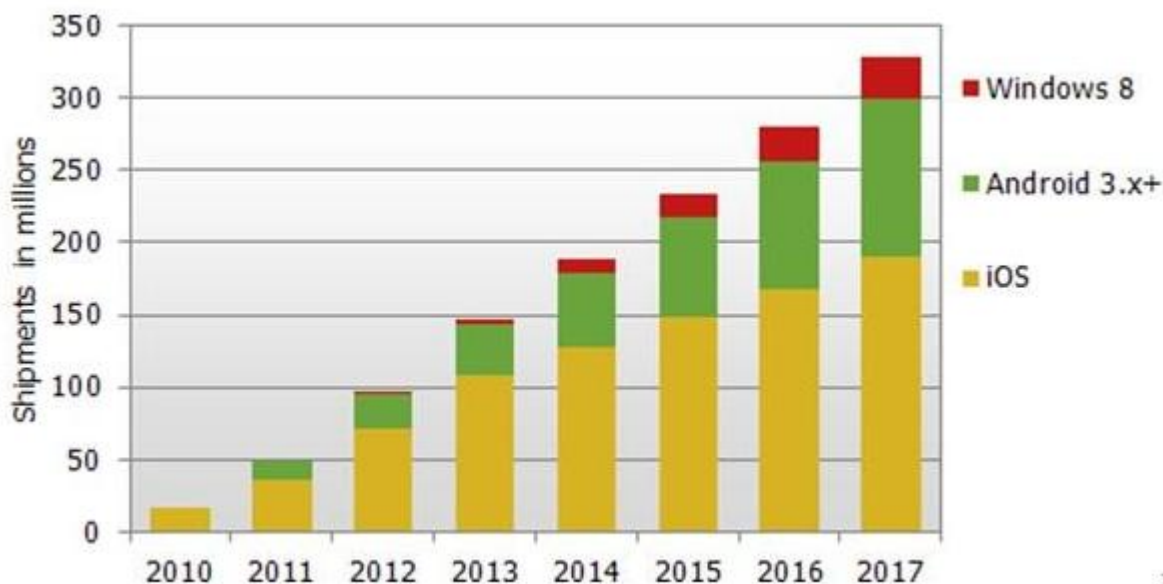


平板电脑全球出货量今年将达 1.074 亿台，高于此前预测的 1.061 亿台，明年和 2016 年该数字将分别达 1.428 亿台和 2.221 亿台。虽然亚马逊、三星都推出了基于 android 平台的平板电脑，但 IDC 预计，iPad 今年的市场占有率仍将达 62.5%，较去年的 58.2% 有所上升。

ABI 统计，今年 1 季度，全球市场平板电脑出货量为 1820 万台，同比增长 185%。iPad 的出货量为 1180 万台，占其中的 65%。苹果 iPad 在平板市场上至今几乎没有任何与之匹敌的对手，许多 Android 平板厂商（三星、RIM、Amzon、联想、华硕等）都曾试图在价格和硬件质量上与苹果展开竞争，但都以失败告终。

目前距微软 Windows 8 于今年 10 月正式发布时间只有几个月时间，下半年微软将正式推出 window8，并直接支持基于 ARM 核的 windows RT 平板设备。预装 office、内置键盘的 window8 平板的出现将进一步加速替代已经萎缩的 PC 市场，提升整个平板电脑市场的出货量。我们认为，在移动互联网时代，平板、智能手机、个人 PC 的界限越来越模糊，融合正成为趋势。而在这一趋势下，内置语音输入输出功能声学器件的移动设备比率将迅速提升。

图表 10、 2010-2017 全球平板电脑按操作系统区分出货量预测(单位：百万台)



数据来源：Displayserach、第一创业证券研究所整理

微软计划与平板电脑厂商巴诺公司合作推出名为 Surface 的 win8 系统平板电脑。Surface Win8 平板电脑共两款，其一是采用 Intel 22 纳米 Ivy Bridge i5 处理器的 Windows 8 Pro 平板，其二



是搭载 NVIDIA Tegra 3 的 ARM 处理器，使用的是 Windows 8 专门为 ARM 设计的 Windows RT 平板，两者均采用 Win8 平板系统。ARM 处理器版本的 Windows RT 平板将比 intel 处理器版本的 Windows Pro 平板早三个月上市。

图表 11、ARM 和 intel 版本的 windows8 平板性能参数对比，win8 平板增加平板市场容量

Surface™
Features and options



OS	Windows RT	Windows 8 Pro
Light ¹	676 g	903 g
Thin ²	9.3 mm	13.5 mm
Clear	10.6" ClearType HD Display	10.6" ClearType Full HD Display
Energized	31.5 W-h	42 W-h
Connected	microSD, USB 2.0, Micro HD Video, 2x2 MIMO antennae	microSDXC, USB 3.0, Mini DisplayPort Video, 2x2 MIMO antennae
Productive	Office Home & Student 2013 RT, Touch Cover, Type Cover	Touch Cover, Type Cover, Pen with Palm Block
Practical	VaporMg Case & Stand	VaporMg Case & Stand
Configurable	32 GB, 64 GB	64 GB, 128 GB

数据来源：第一创业证券研究所整理

通过这两款产品参数对比，我们可以看到 windows RT 主要针对的是目前 ARM 的平板市场，售价在 300-400 美元左右。而 Windows 8 Pro 平板更靠近兴起的 Ultrabook 产品，配置也更为高端，估计售价在 500-600 美金附近。

Windows8 平板有可能将成为微软阵营面对苹果近 2 年打压下第一次真正意义上的反击，Windows8 平板也有可能成为苹果 iPad 之后下一个杀手级应用产品。同时也使微软通过此次发布智能平板操作系统，为了 2013 年顺利将 window phone 8 系统推出，用在智能手机产品，做好前期试水的工作。

2.2.2 下半年 iPad mini 或将给市场带来更大惊喜

市场预期苹果今年 9 月份将推出一款售价 300 美元以下的 7 英寸平板电脑。目前 iPad 399 美元的定价对于苹果平板进入如教



育市场等低端应用领域还是太高，苹果在今年稍晚时候推出配置 7.58 寸触摸屏的 iPad mini 小尺寸平板设备，有利于苹果开拓低端市场(教育市场)，激发苹果的产品在这部分市场的销量，这款苹果产品预计售价在 200 美元至 250 美元之间，将与亚马逊的低价 Kindle fire 形成直接竞争。

图表 12、超细边框的 iPad mini 概念图



数据来源：第一创业证券研究所整理

我们认为，iPad mini 若按市场预期与 iPhone5 同时于今年第三季度 9 月份发售，则今年 iPad mini 的销量约为 600 万-800 万台。如同每次苹果发布的新产品，iPad mini 的到来也会伴随上游零件厂商的悲喜，而哪些声学器件厂家将随着 iPad mini 等新的推出而受益，谁主沉浮就让我们拭目以待吧。

2.2.3 内置数字麦克风采音成为平板电脑/笔记本电脑

主流技术路线

模拟 MEMS 麦克风比较便宜，而且仍然大量用于手机的声学功能，而数字 MEMS 麦克风虽然价格较高，通常比模拟 MEMS 高出 50%，但数字麦克风因为具有多种优点（抗电磁干扰、PSRR 高），数字 MEMS 麦克风在笔记本领域的渗透率稳步提高，使其占有率从 2010 年的 18% 急升至 2011 年的 40%。价格高、货源缺



乏是导致数字麦克风渗透率快速提升的主要问题。但随着 ST 等新的 MEMS 器件提供商的进入，数字麦克风正在普及。

最初 iPad1 使用的是 ECM 麦克风，而苹果在平板电脑 iPad2 首先导入 MEMS 麦克风（硅麦）。iPad2 的麦克风在 iPad2 上部正中间，由于移动设备要求更小的空间整合更多的功能，所以我们可以预见能有效控制噪声并且体积小优势的硅麦将成为未来的主流。iPad2 的数字硅麦供应商为 ADI，而 New iPad 的数字硅麦供应商是全球声学器件大厂瑞声科技（AAC）。

图表 13、位于 iPad2 正中间的数字麦克风（型号为 ADI 421，售价 1.5\$）



数据来源：iFixit、第一创业证券研究所整理

另外，数字 MEMS 麦克风对于大型液晶显示器（LCD）造成的电磁干扰可提供更强的免疫力。当用于笔记本的时候，对于采用三个或更多麦克风的噪声抑制，数字麦克风的信号比模拟麦克风的信号更容易处理。

图表 14、2011 年数字 MEMS 麦克风的主要供应商

排名	数字麦克风主要厂商	主要客户领域
1	楼氏电子	笔记本、平板电脑、手机
2	Analog Device	iPad2
3	博世（Akustica）	富士通、HP 笔记本电脑
4	意法半导体	Nokia、笔记本电脑
5	歌尔声学	联想
6	AAC	New iPad
7	BSE	平板、笔记本电脑

数据来源：isuppli，第一创业证券研究所



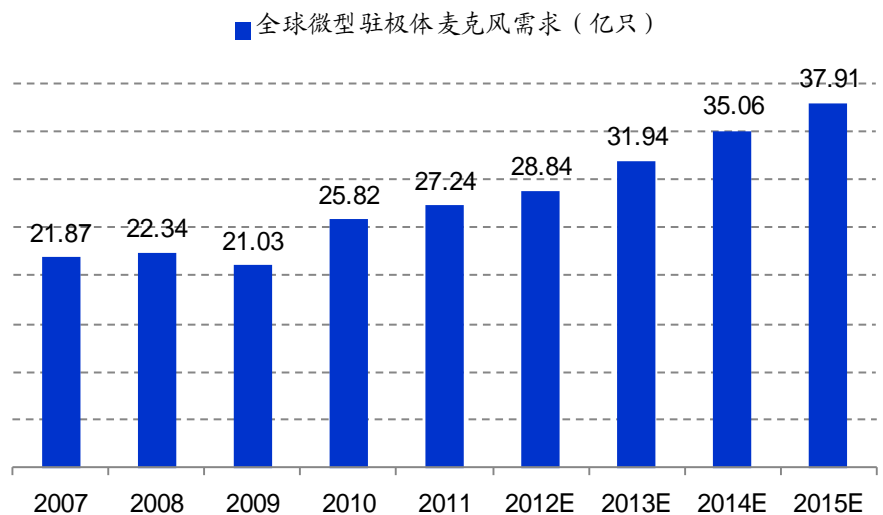
2.3 公司在 ECM 麦克风行业排名全球第四

2.3.1 全球 ECM 麦克风需求还将保持持续增长

ECM 麦克风仍然是当前微型麦克风的首选，市场容量巨大且处于持续增长的趋势。2010 年全球产量为 27.18 亿只，未来五年年均增长率预计约为 7%。

目前手机上使用的麦克风一半以上还是采用 ECM 麦克风，而公司的麦克风产销量居全球第 4。MEMS 麦克风在体积、耐热、抗震、灵敏度、工艺一致性、可靠性上强于 ECM 麦克风，且具有非常好的抗电磁干扰、抗射频干扰的能力，但是价格通常是 ECM 麦克风的 2-4 倍，而且供货货源较紧张，预计 2014 年在手机上的渗透率硅麦超过 ECM，达到 52%。而 ECM 麦克风厂商也都在致力于提高 ECM 产品的敏感度、信噪比和回流焊接等性能来回击。

图表 15、全球微型电声器件市场需求预测

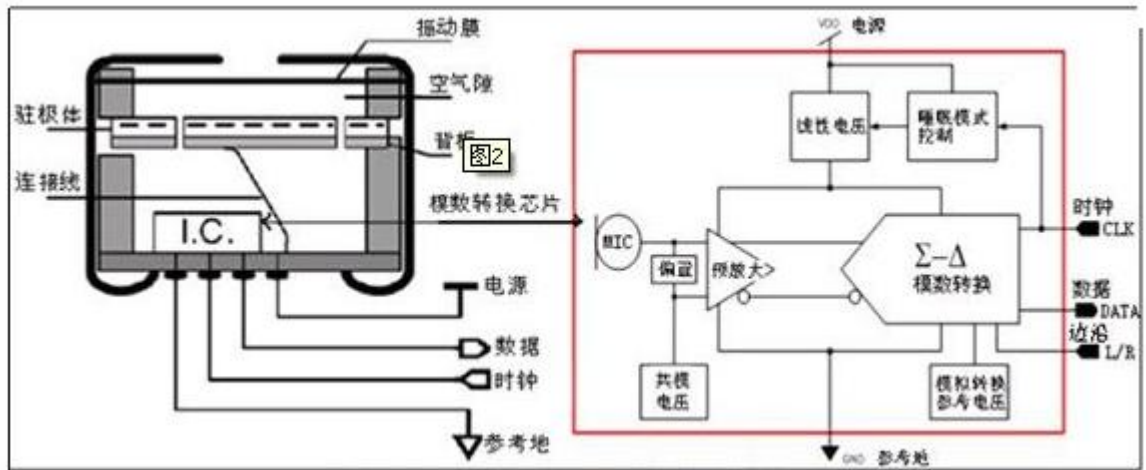


数据来源：iFixit、第一创业证券研究所整理

数字技术使得 ECM 麦克风在音质上、可靠性等方面与 MEMS 麦克风差距缩小。飞兆半导体等芯片公司推出 ECM 麦克风模数转换芯片，令过去数十年来普遍采用的结型场效应晶体管(JFET)逐渐被淘汰，也令这个市场出现结构上的转变，这种新技术使得 ECM 数字麦克风更加适用于移动电话、笔记型电脑以及其他便携式麦克风应用设备。

数字 ECM 麦克风的基本架构是以驻极体隔膜基础来构成声压到电压的转换部分，然后内部集成极低噪声的电压信号运算放大器，高性能 sigma-delta 模拟到数字的转换器以及基于脉冲密度调制输出的数字接口。

图表 16、ADI 数字 ECM 麦克风芯片解决方案

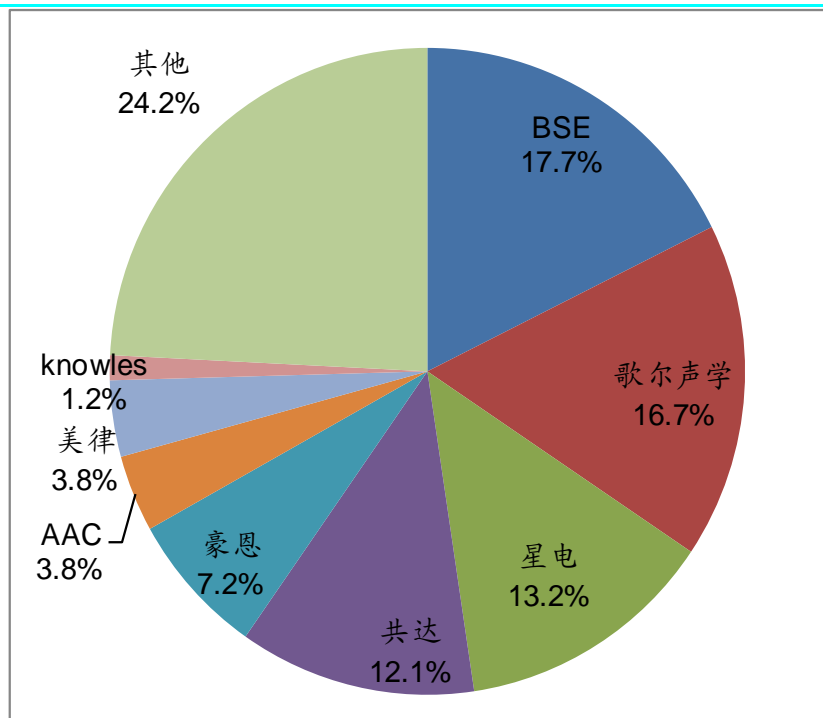


数据来源：iFixit、第一创业证券研究所整理

2.3.2 公司全球 ECM 麦克风龙头，产能规模位居第四

公司在 ECM 领域深耕 10 多载，目前已成为全球前四的 ECM 麦克风大厂，公司的工艺水平、制造能力已达国际一流水平。伴随国际产业转移的趋势下，公司已经崛起成国际顶尖的电声器件生产大厂，规模迅速扩大，品质、交货能力、价格、定制化、技术研发创新等方面在行业内都具有较强竞争力。目前公司已成为国际知名品牌手机 Sony、华为等麦克风的生产基地、主力供应商。

图表 17、2010 年 ECM 麦克风行业各公司市场份额，共达正向全球前三强迈进



数据来源：中国电子元器件信息中心、第一创业证券研究所整理



目前 ECM 麦克风行业的趋势是在行业集中度不断提高的过程中，韩国宝星、日本星电的市场份额逐渐被歌尔、共达抢占，进口替代的趋势已经十分明显。公司的主要竞争对手是韩国宝星（BSE）、中国山东潍坊歌尔声学（Goertek）、日本星电（Hosiden）、中国深圳豪恩声学（Horn）。这四家占整个市场份额已高达 59.7%，整个行业呈现高度集中的态势。在 ECM 麦克风领域领域，歌尔声学和韩国宝星（BSE）分列第一和第二的位置，两家的产能规模都已差不多在 4-5 亿只，市场份额 16% 左右。第三是日本星电（Hosiden），第四是我国的共达电声，规模在 3-4 亿只/年，前 5 大厂商的份额已占整个市场的 67%，市场集中度非常高。

图表 18、ECM 大厂营收对比，大陆厂商份额持续提升，日韩厂商加速衰落

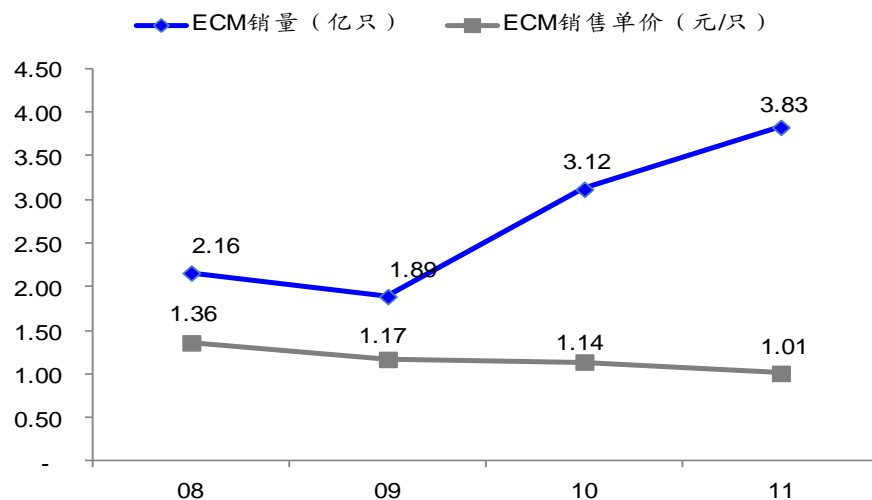
公司	地区	2010 (百万美元)	2011 (百万美元)	增长率
歌尔声学	大陆	294	508	72.79%
Hosiden	日本	338	200	-48%
BSE	韩国	125	109	-12.80%
共达电声	大陆	59	69	17.8%

数据来源：Bloomberg，第一创业证券研究所

2.3.3 公司 ECM 主业保持稳定成长

公司的主导产品为微型驻极体麦克风，微型驻极体麦克风实现的收入一直占到公司营业收入的 85% 以上。

图表 19、公司 08-11 年 ECM 麦克风销量和单价情况

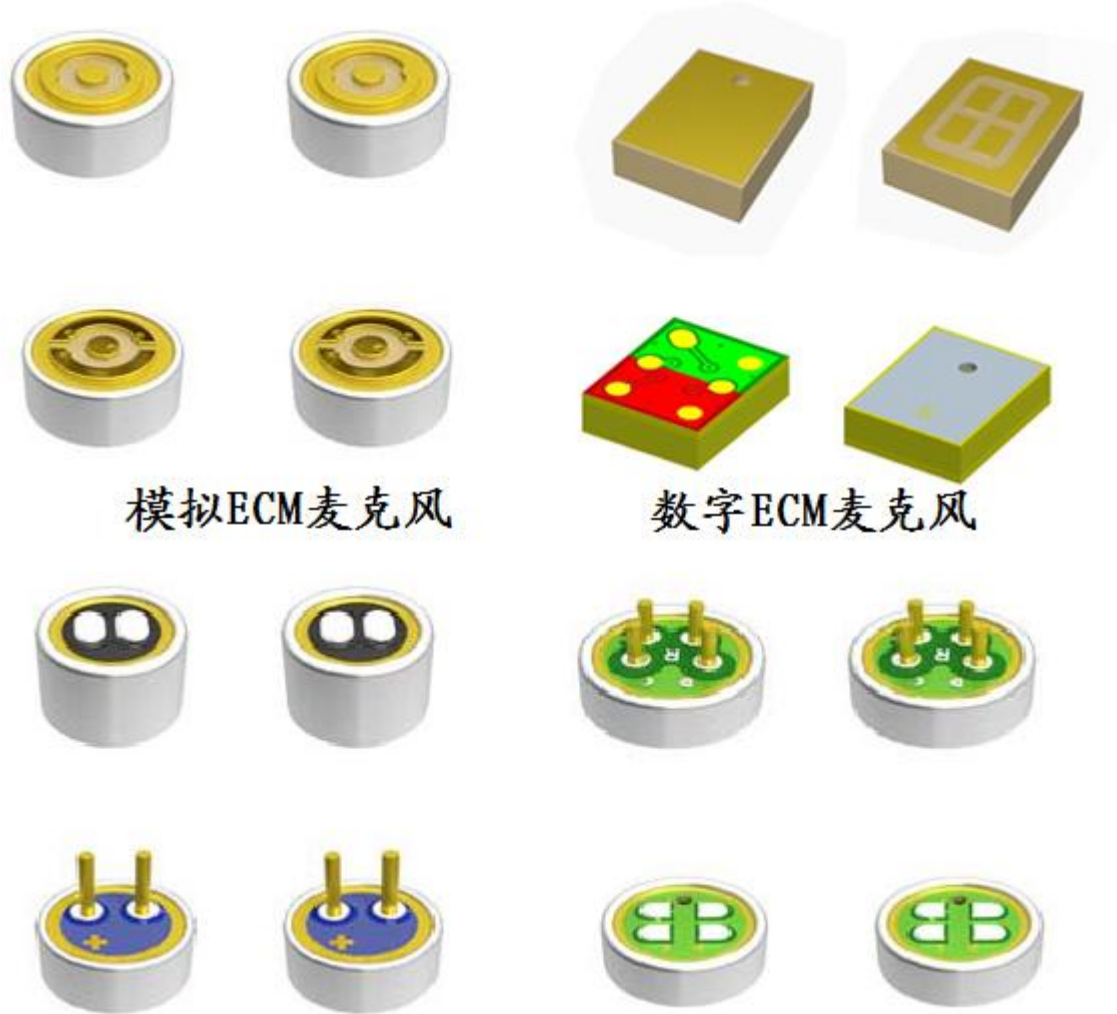


数据来源：公司公告、第一创业证券研究所整理



公司的 ECM 麦克风业务未来的增长动力主要来自于：一是对原有老客户销售规模扩大份额提升（强烈依赖苹果、华为、Sony 等下游手机厂商自身的高速成长）。二是新的大客户（例如三星等日韩系客户）的开拓及所占份额提升。分析公司历年的成长动力，10 年由于 MWM 公司开始全面为苹果公司的多种产品提供电声元器件，对公司微型麦克风的需求大幅上升，导致公司第一大客户 MWM 对公司采购规模翻番，另外公司对天宇手机的销售也实现了大幅增长。2011 年则是华为、三星等客户的销售收入快速提高。

图表 20、公司 ECM 麦克风产品展示

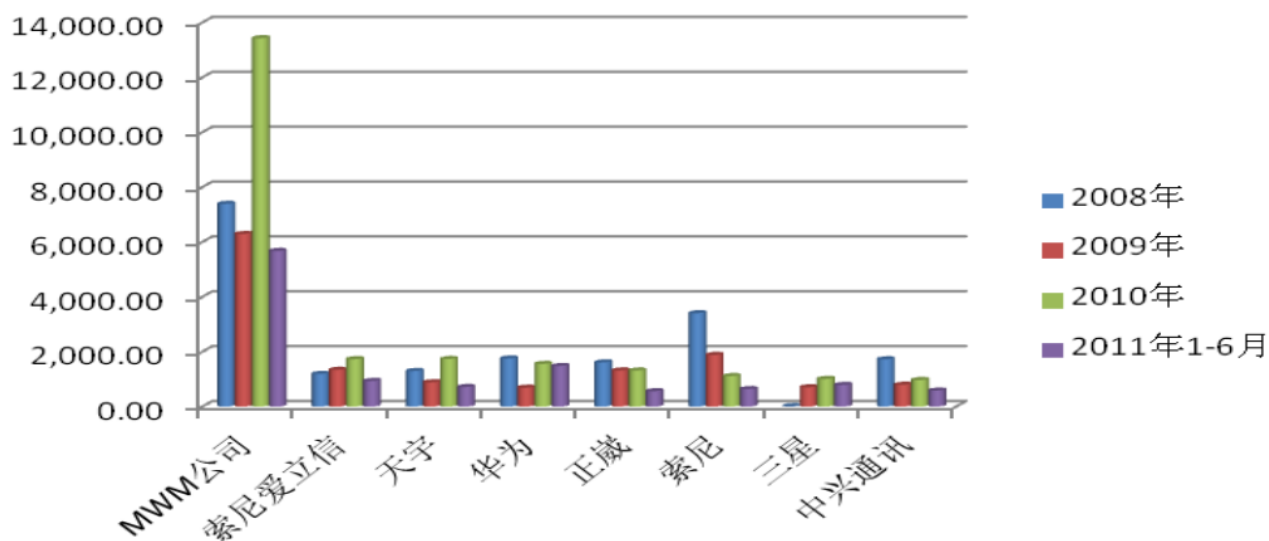


数据来源：公司网站、第一创业证券研究所整理

公司 ECM 高端产品已实现数字化、贴片化，使客户使用更为方便，公司 2513 型号的模拟 ECM 麦克风的最小尺寸已经做到直径为 $\phi 2.5\text{mm}$ 的极小体积，在业内处于领先水平。而数字 ECM 的最小体积公司也做到了 $3 \times 4\text{mm}$ 规格，基本与加了屏蔽罩的 MEMS 麦克风体积接近，体积上也非常有竞争力。



图表 21、公司与大客户关系稳定，采购集中度较高



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

图表 22、公司 ECM 麦克风业务销售预测

	销量 (亿只)	销售单价 (元/只)	销售收入 (亿元)	销售收入增长率
08	2.16	1.36	2.95	-
09	1.89	1.17	2.22	-24.7%
10	3.12	1.14	3.57	60.8%
11H1	1.92	1.03	1.98	-
11	3.83	1.01	3.88	8.7%
12Q1	0.88	1.02	0.93	-
12Q2E	1.10	1.01	1.11	-
12Q3E	1.21	1.01	1.22	-
12Q4E	1.04	1.01	1.15	-
12E	4.33	1.01	4.38	12.3%

数据来源：公司公告，第一创业证券研究所

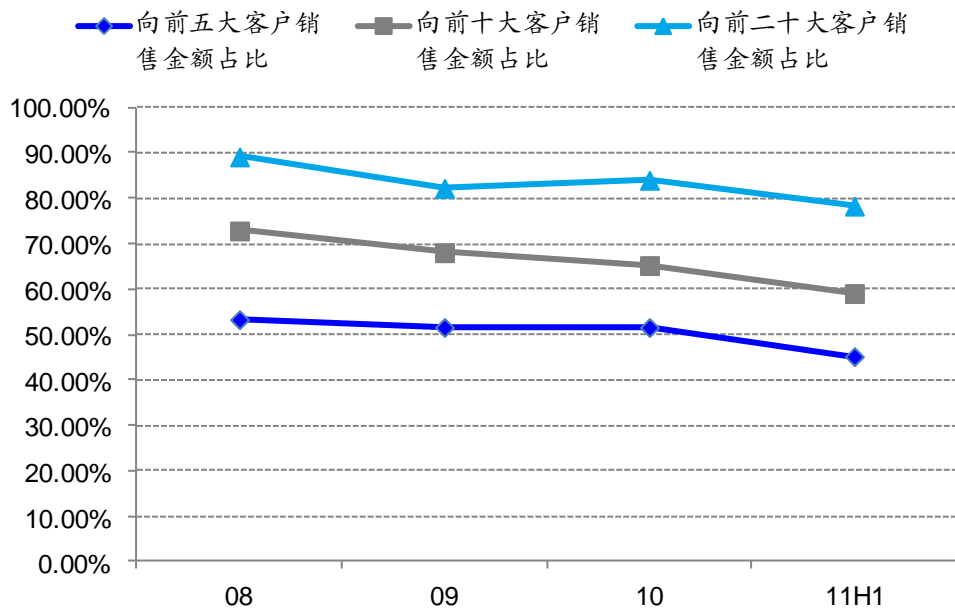
2.3.4 积极导入大客户供应链体系，市场份额有望进一步提升

公司的在产品销售上依然是采取“傍大款”的市场策略，前五大客户营收占比都维持在 50%左右，而前十大客户占比维持在 60-70%，前二十大客户占比 80%-90%。另外，总的占比趋势在下降，也反映出近年来公司对选择客户并不过分挑剔，多元化的客户体系能够使公司保证大客户供货的前提下，也积极开拓和培



育了新的客户。

图表 23、公司大客户销售金额占比稳中有降，体现公司积极开拓、培育新客户的发展战略



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

图表 24、公司在大客户声学器件采购体系中份额占比较小，有较大的提升空间

客户在共达营收排名	公司	11 年智能手机销量 (万只)	12 年智能手机销量目标 (万只)	11 年手机总销量 (万只)	12 年手机总销量目标 (万只)	12 年声学器件采购金额预计 (万元)	11 年该客户采购共达金额 (万元)
3	华为	1900	5500	4063	8000	50000-60000	3000
10	中兴	1350	3300	6610	7600	50000-60000	1200
6	天语	300	800	1200	1700	15000	1500
5	三星	6800	10000	32940	35000	23000-28000	1700
1	apple	8926	8926	9320	14000	14000-18000	11000
4	索爱	2100	2500	3260	4200	20000-30000	3000
2	LG	1900	2400	8810	10000	60000-70000	1500
2	MOTO	1870	2500	4027	5000	30000-40000	1600
-	HTC	4326	7000	4326	7000	70000-80000	-

数据来源：IDC，第一创业证券研究所

公司近年来积极开拓三星等国际大客户、努力提升在大客户供应链中的地位，例如 08 年三星在公司的客户排名中仅排 64 位，销售收入 16 万，11 年三星已经成长为公司第 7 大客户，销售收入接近 2000 万。我们预计，今年公司在三星、HTC、华为、中兴等大客户的份额占比有望进一步提升。公司管理层根据前期的招



标情况、合约洽谈情况，预计今年华为给共达贡献的收入将从去年的 3000 万元提升至 1 个亿，苹果(共达通过 MWM 供货给苹果)的收入也将从去年的 1.1 亿提升至 2.1 个亿。

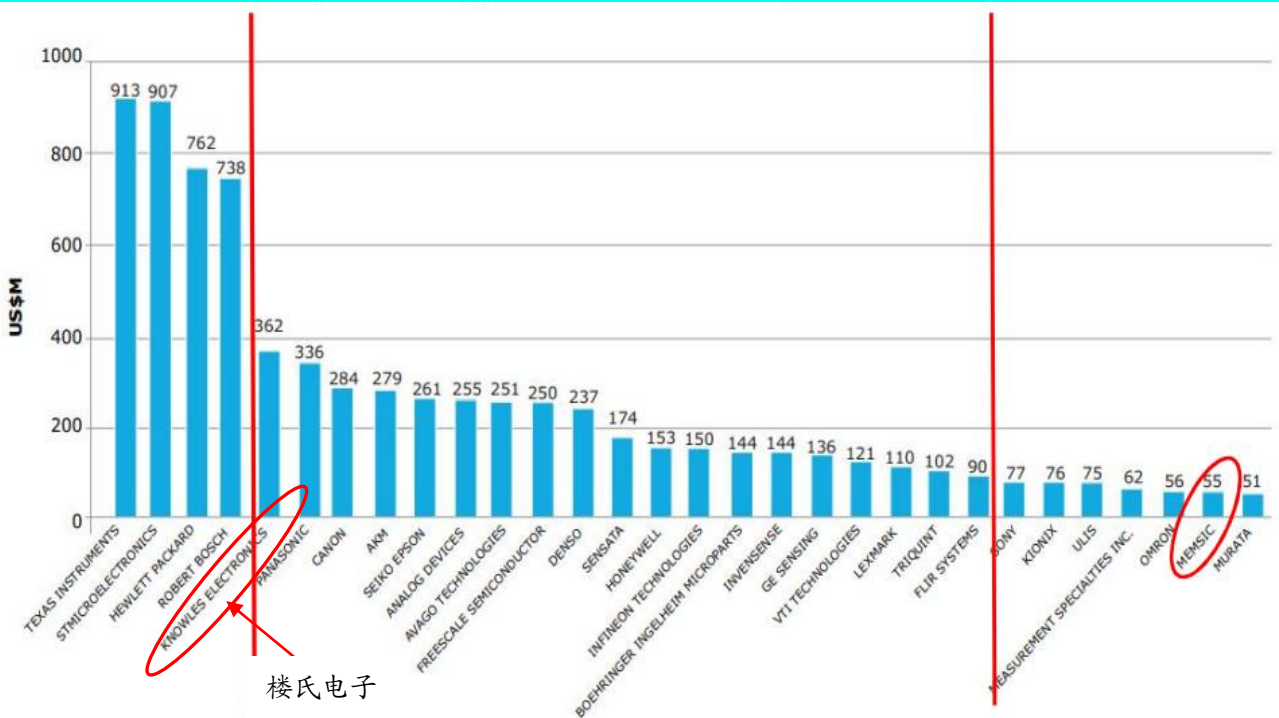
另外，我们从下游品牌商客户的角度看，随着手机销量的提升，客户将加大对上游零件商的采购，为了分散供应链过于依赖单一供应商的风险、平衡各供应商的利益、缩短交货期间、提升议价空间，下游品牌商也有足够的动力去引进和扶植新的主力供应商。

最后，我们认为，随着移动互联设备的推成出新、升级换代。微型声学器件作为手机的重要的元器件，其技术发展革新一直以来都是比较快的，而且定制化程度较高，这也使得共达有机会在其大客户需要推出新产品、提升改善产品声学性能时，积极配合客户推出新的声学解决方案，从而实现“弯道超车”，份额的提升。据我们了解，目前华为、中兴智能机 50% 的声学器件来自于 AAC。

2.3.5 公司 MEMS 麦克风新业务下半年抢吃苹果，将巩固公司在麦克风领域领导者地位

据我们了解，国内的 MEMS 麦克风产业正处于飞速发展的阶段，瑞声科技已于近两年迅速成长为仅次于楼氏电子的全球第二大硅麦供应商，而由于斩获苹果的大订单，歌尔声学今年的硅麦出货量也将赶超美国 ADI，跻身全球前 5 大 MEMS 供应商行列。

图表 25、2011 年全球前 30 大 MEMS 厂商排名，生产硅麦的美国楼氏电子以 3.62 亿美元收入排名第 5



数据来源：yole development、第一创业证券研究所整理

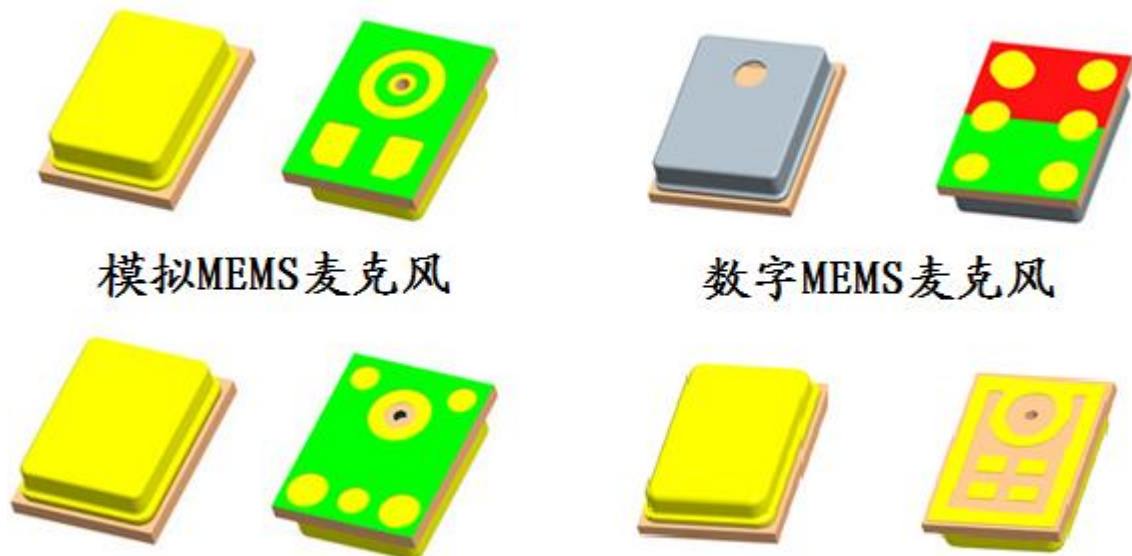
图表 26、国内 MEMS 麦克风产业发展现状

公司名称	技术来源	主要客户
歌尔声学	依靠购买 Infineon 的 MEMS 芯片来生产麦克风，技术来源于中科院、新加坡团队，正开展自研芯片	苹果 iPhone5
瑞声科技	85%芯片购自 Infineon，主要技术来源于其子公司新加坡 MEMStech（2011 年 AAC 以 3800 万收购 51%股权），公司正积极开展自研芯片替代国外进口	苹果 New iPad、iPhone5
共达电声	MEMS 芯片源于 ADI 供货，其硅麦技术主要源自苏州敏芯以及新加坡技术团队，年底公司自己设计的芯片有望量产	苹果下一代新产品，三星、HTC 等
无锡芯奥微	美国海归团队，芯片、封装拥有完全自主的专利，并自有封装产线，以实现芯片量产、硅麦批量供货，目前月产能 5kk 只硅麦。预计 2013 年将形成 20kk 的月产能。	HP、DELL、联想 Sony 等笔记本电脑产品

数据来源：公开资料，第一创业证券研究所

共达已实现硅麦的产业化，公司硅麦产品包括 MEMS 模拟麦克风和 MEMS 数字麦克风等。公司正极力扩大硅麦的封装产能，力争未来 3 年内硅麦产能达到年产 2 亿只，以进一步巩固公司在麦克风研发、生产方面的行业领先地位。

图表 27、公司的硅麦克风已实现批量供货，硅麦产能规模迅速扩张



数据来源：公司网站、第一创业证券研究所整理

共达的 MEMS 麦克风已经实现量产并开始给客户小批量出



货,预计今年共达的硅麦出货量将在 3000-6000 万只区间范围内。公司硅麦产品可能将用于苹果下半年将推出的 iPhone5、iPad mini、新一代 iPod touch 及附带耳机上。苹果下半年推出的新产品将给整个 MEMS 麦克风市场带来巨大商机,预计三季度公司将开始向苹果公司大批量供应硅麦产品,这有望使今年公司对苹果的销售收入较去年实现翻番(去年公司苹果收入 1.1 亿,占公司总收入的 24.4%)。

2.3.6 硅麦时代到来,传统 ECM 厂商的逆袭

据 isuppli 称,2010 全球 MEMS 麦克风出货量达 6.96 亿颗,全球需求总量 2011 年比 2010 年同比增长 82%。而 MEMS 麦克风出货量将由 2011 年 12.8 亿颗成长至 2014 年的 17 亿颗,年复合增长率为 23%。2011 年,苹果年购买了 3.49 亿颗硅麦,与 2010 年相比增长率 173%,使其在该市场的份额增加到 27%,超过了三星的 20%,排名世界第一。

图表 28、硅麦时代到来,硅麦需求快速增长

2011 年排名	品牌	2010 年 MEMS 芯片需求(亿颗)	市占率	2011 年 MEMS 芯片需求(亿颗)	市占率	同比增长
1	apple	1.28	18%	3.49	27%	173%
2	三星	1.32	19%	2.51	20%	90%
3	LG	0.9	13%	0.88	7%	-2%
4	MOTO	0.44	6%	0.62	5%	41%
	其他	3.09	44%	5.34	42%	73%
	总计	7.03	100%	12.84	100%	82%

数据来源: isuppli, 第一创业证券研究所

面对 MEMS 麦克风对传统 ECM 市场的挤压,传统 ECM 厂商也在寻求转型以迎接挑战。楼氏电子已在 MEMS 麦克风领域构建了强大的专利封锁,传统的 ECM 厂商很难短期内突破楼氏电子的专利壁垒。例如瑞声科技(AAC)放弃了之前独立发展 MEMS 麦克风技术的策略,2010 年开始停止销售自家的 MEMS 麦克风产品,改为采购 MEMS 芯片厂家英飞凌(Infineon)的裸晶然后封装成 MEMS 麦克风的商业模式,从而迅速抢进了 MEMS 麦克风市场。目前瑞声科技已成为仅次于美国楼氏电子的全球第二大 MEMS 麦克风供应商,全球市场份额 11%。

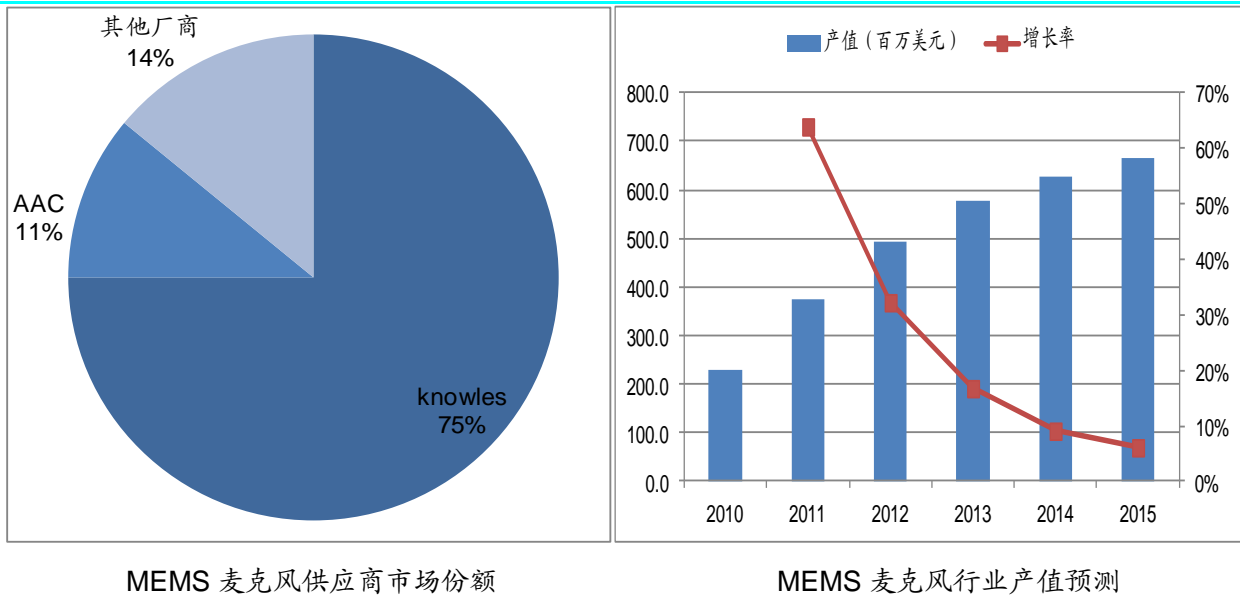
我们认为,共达声学作为全球 ECM 排名第 4 的龙头大厂,享有成熟、低成本的封装技术制造经验,并且较 ADI 这样的半导体厂商对麦克风市场渠道、通路更为熟悉,也更适应消费电子市场对 MEMS 元器件低毛利的需求,更能满足下游客户对麦克风产品定制化、差异化的需求。另一方面, MEMS 麦克风的供应商目前高度集中,据 isuppli 统计,楼氏电子目前在 MEMS 麦克风领域高



度垄断，市场份额达 75%，第二位的 AAC 市场份额是 11%，其余市场被 ADI、ST、歌尔声学、韩国 BSE、Bosch、丹麦 Sonion 等公司瓜分。MEMS 市场蛋糕越来越大，需求越来越强劲，通常消费电子市场的原材料、IP 过于垄断不利于成本降低、性能提升和市场渗透率提升。因此，我们认为共达、歌尔、韩国宝星 (BSE)、日本星电 (Hosiden) 这样的传统 ECM 龙头都将采取透过购买 MEMS 传感器裸晶以及声学处理器 ASIC 的模式，结合自主研发的 MEMS 封装技术迅速抢进 MEMS 麦克风制造市场。

2010 年，瑞声声学、BSE 及 Hosiden 三家厂商 MEMS 麦克风的产量合计以达 6000 万个，2011 年瑞声声学的硅麦产量就突破了 1 亿只大关，市场占有率升至 11%。我们预计，共达的硅麦在未来几年的出货将迅速放量。目前高度垄断态势不利于产业发展，新的供应商 ECM 厂商开始进入，将使市场竞争格局向产业利好的方向转变

图表 29、2011 年硅麦供应商份额：目前高度集中态势不利于产业发展，新的供应商 ECM 厂商开始进入，将使市场竞争格局向产业利好的方向转变



数据来源：isuppli (2012.1)，第一创业证券研究所整理

图表 30、公司硅麦克风业务销售预测

	销量 (万颗)	销售单价 (元/只)	销售收入 (万元)
12Q1	100	3	300
12Q2	100	3	300
12Q3E	1000-2000	3	3000-6000
12Q4E	2000-4000	3	6000-12000
12E	3000-6000	3	9000-18000

数据来源：公司公告，第一创业证券研究所



3 公司扬声器/受话器（SPK/RCV）业务尽享全球供应链转移、市场份额提升

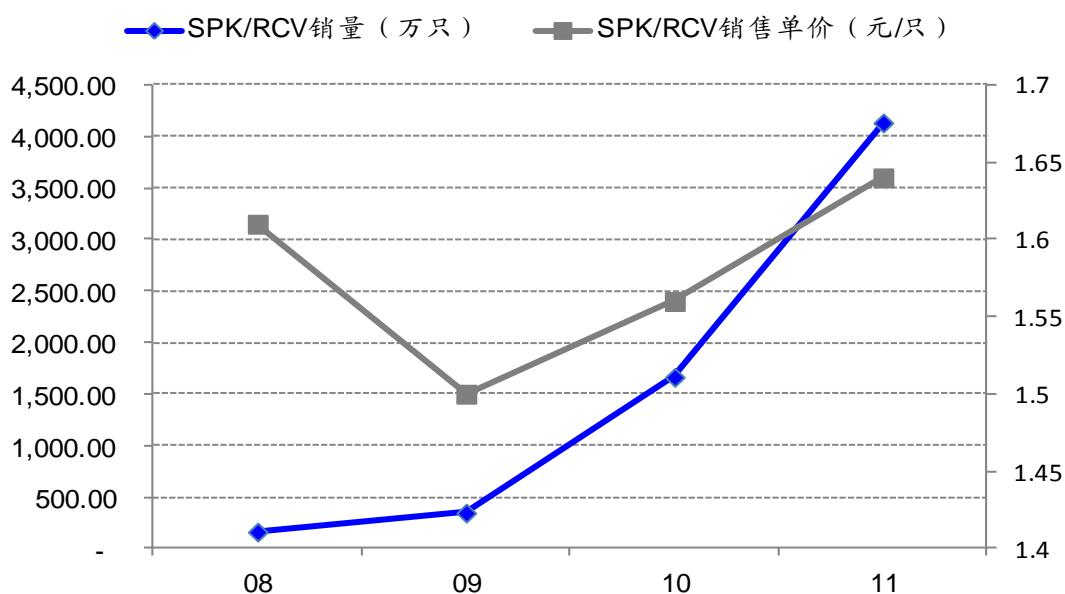
3.1 公司 SPK/RCV 业务驶上快车道

3.1.1 SPK/RCV 业务是公司的新产品线，产品结构持续优化

我们认为，共达上 SPK/RCV 项目是公司专注声学器件行业这个大方向下的必然选择，如果只做麦克风这个领域，产品线过于单一，公司抗风险能力、未来生存发展都会出现瓶颈。

2008 年下半年公司实现了微型扬声器/受话器的批量生产和销售，丰富了产品结构。公司 SPK/RCV 业务在短短 2 年时间就发展到年产 4000 万只的产能规模，规模扩张极为迅猛。

图表 31、公司 SPK/RCV 销量大幅增长



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

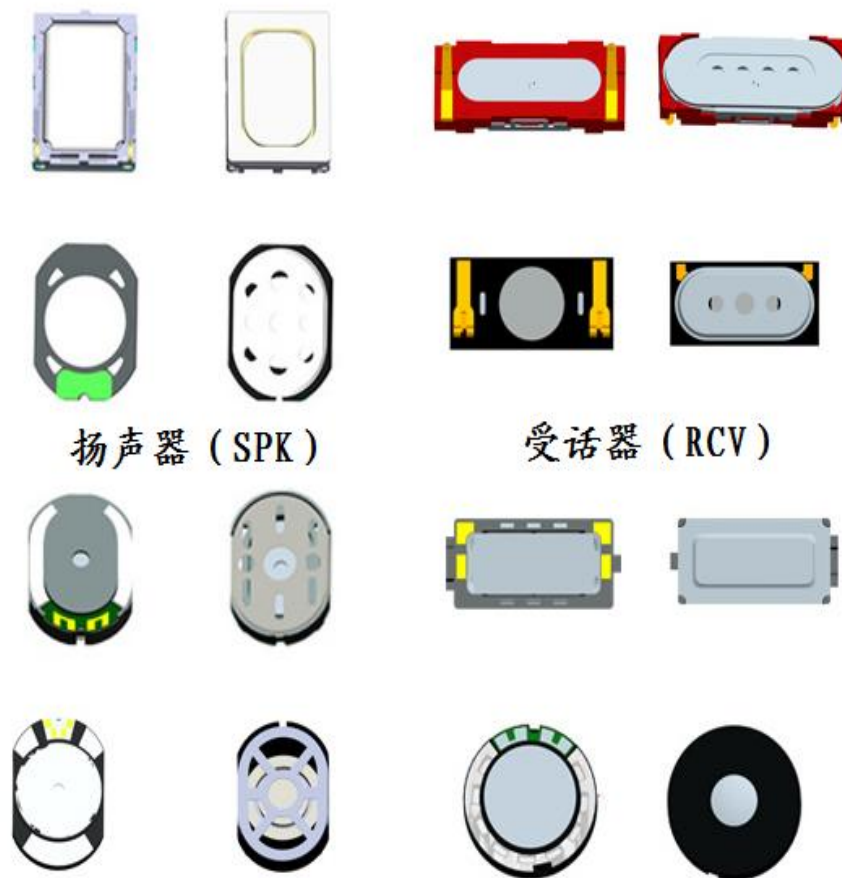
公司 2011 年销售收入同比增长了 16.76%，全年增长 6800 万，主要来自公司 SPK/RCV 业务，该业务增长贡献了其中 4200 万元。是公司去年业绩成长的主要来源。我们预计，公司 SPK/RCV 今年将继续保持高速增长，成为公司业绩未来新的增长动力来源。



3.1.2 公司 SPK/RCV 业务驶上快车道,规模迅速扩大、 毛利率将稳步提升

2011 年,公司微型扬声器/受话器产品发展驶上了快车道,不仅达到了规模化生产,而且在应用复合膜技术的扬声器、宽频受话器等系列产品的开发和量产上取得了成功。

图表 32、公司的 SPK/RCV 已驶上快车道

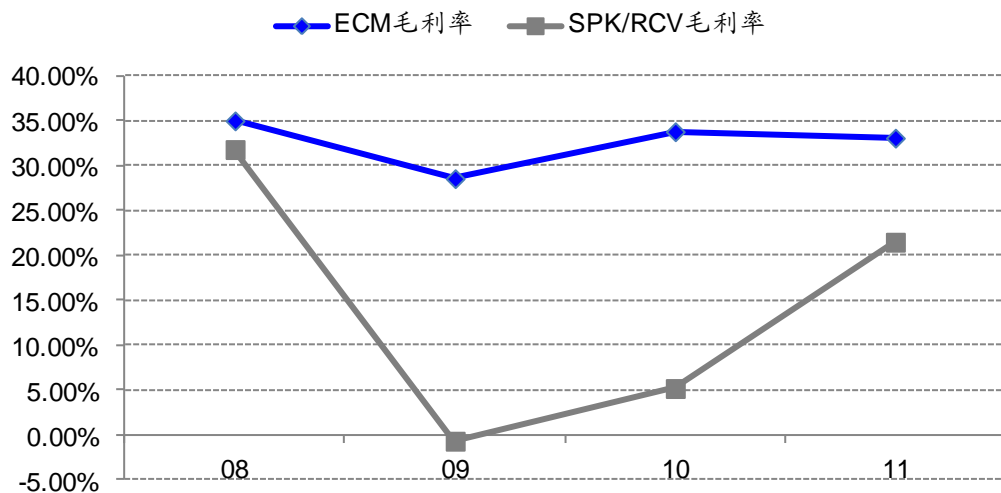


数据来源: 公司网站、第一创业证券研究所整理

公司正努力实现微型扬声器/受话器自动化装配、自动化检测水平的提高。公司的 ECM 麦克风生产线基本实现了自动化装配、自动化检测,而受话器、扬声器由于型号、规格多,下游客户的客制化需求又各不相同,因此较难实现全自动化装配和检测。因为受话器/扬声器生产线的夹具、工装需根据不同厂家产品做相应调整才能实现单一产品型号的自动化生产,除非是量非常大的客户产品比如苹果、三星的某款大卖手机,否则很难实现受话器/扬声器生产线的全自动化生产,这就给手机受话器/扬声器的生产效率提高、人工成本降低带来阻碍。我们认为,随着公司受话器/扬声器产能规模继续扩大,自动化技术水平的提高,公司有望承接较大订单,从而进一步提升 SPK/RCV 产品毛利率。



图表 33、公司 SPK/RCV 毛利率较 ECM 产品低，



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所整理

公司 SPK/RCV 产品的毛利率低于同行标杆企业水平，歌尔声学的同类产品毛利率在 30%-35% 区间，瑞声科技的同类产品更是高达 40-50%，公司在声学器件的技术水平、制造水平、工艺水平与歌尔声学、AAC 差距并不大，因此毛利率仍有很大提升空间。我们认为，一是公司的扬声器/受话器的产能规模目前尚小，不足以形成规模优势，二是公司为了抢进新客户，扩大市场份额，迅速夺取市场，产品初期进入必须采取低价抢客户的定价策略，三是公司的该产品尚属新产品，需要在建立市场地位、行业口碑、打出名气之前，用低价吸引客户。四也是最关键的一点，受话器/扬声器的客户结构还不够优化，优质、高单价、高毛利率客户比重偏低。

图表 34、对比共达、歌尔某款同尺寸规格的 Speaker 主要参数，技术性能差距不大

	共达 SC150033WA01	歌尔 ISSR153308W
Weight	1.1g	1.1g
Operating Power (Nom/Max)	0.5/0.8W	0.8/1W
Sensitivity @ 1kHz	87±3dB(0.1w 0.1m)	86±3dB(0.1w 0.1m)
Resonance Frequency(f0)	900±20%Hz @ 1V	850±20%Hz @ 1V

数据来源：共达电声网站、歌尔声学网站，第一创业证券研究所

随着公司 SPK/RCV 产品市场规模扩大，客户对公司产品品质、性能、可靠性的认知程度提高，与客户建立起长期稳定的供货关系后，公司将通过产品升级换代、大批量供货降低成本从而提升产品的毛利率水平。我们认为，公司 SPK/RCV 产品未来将



在至少保证 20%以上毛利率或更高水平的情况下，迅速占领市场，而过低的毛利率水平并不利于公司可持续发展，该项新业务的毛利率水平将迅速逼近同行业标杆企业同类产品 30%毛利率水平。

3.1.3 受益公司客户结构多元化，公司 SPK/RCV 市场份额有望迅速提高

从客户结构来看：歌尔和 AAC 的客户都是日韩系、欧美系的手机品牌大厂以及华为、中兴等国内手机龙头，共达的客户是苹果、Sony、MOTO、LG、华为以及一批类似天语的国内二线手机品牌。我们认为，被 AAC、歌尔忽视的国内二线手机品牌厂商和共达通过多年的合作，建立了深厚而稳定长期的合作、供货关系，这将有利于公司 SPK/RCV 产品这块市场替代掉没有竞争优势、规模较小、品质较差的国内非知名二线小喇叭厂，从而加速整个受话器/扬声器行业的整合和洗牌，而公司 SPK/RCV 也将受益于下游二线国产手机品牌的崛起，市场份额将迅速提升。

另外，一般下游客户在声学器件的供应商选择上会采取 3 家供应商，5: 3: 2 或者 5: 4: 1 的采购总额分配模式。其中 1 家主力供应商占 50%供货份额，一家次主力供应商提供 30%-40%的份额，最后在找 1 家作为备份的供应商提供 10%-20%的份额。若假设国际品牌商通常情况下会选择歌尔、AAC 作为主力供应商，那么共达很有可能凭借较日、韩、台声学厂商更好的价格优势、更快的交货能力、更强的制造能力、更高的成本控制优势，作为第三供应商而入围。

同样，我们再次从品牌厂商的角度看，为了平衡供应商的利益、加强自身对原材料采购价格的掌控能力、培育做大市场，下游品牌厂商也往往通过新产品上市的契机，推动供应商的座次轮动、份额重新分割，以防范供应链过于依赖单一供应商的风险。同类的供应商越多，参与的玩家越多，选择的余地也越大，原材料的价格也更具参考意义。所以，我们认为，扶植培育相对弱势的共达符合下游客户利益最大化的需求。共达已经进入国际优质大客户（苹果、三星、LG、MOTO、HTC、华为、中兴）的供应链体系，这就使其获得了下一次供应商份额重构中地位提升的重大机遇。公司目前正积极的和大客户沟通，随着新客户的成功开拓，老客户的份额提升，未来公司在大客户中产品供货占比将有望大幅提高。

最后，从产业转移的角度看，声学器件产业正从日韩、欧美地区转移至国内，凭借价格成本优势，国内优秀的电声企业将逐渐替代掉国外的老牌供应商，日韩领先的声学企业营收近几年来大幅下挫就很好的佐证了这一逻辑。



3.1.4 客户一站式采购模式带动公司 SPK/RCV 产品出货量飞速增长

我们做一个简单的计算：一台手机至少需要一个麦克风，需要受话器、扬声器各一个（受话器/扬声器共 2 个），另外手机自带的耳机上也要使用 1 个麦克风、2 个受话器。也就是说通常客户采购的麦克风和受话器/扬声器的数量比例是 1: 2。

而公司的客户通常会采取一站式采购模式，也就是说尽量都从一家声学器件提供商同时采购到所需的麦克风、扬声器/受话器。

因此，我们认为，公司目前 4000 万只的受话器/扬声器的产年能、销售规模相比公司所每年卖出的 4 亿只 ECM 麦克风来说不值一提。现在公司受话器/扬声器的出货量太小，连现有的 ECM 麦克风的客户都无法满足，所以公司在受话器/扬声器这条新产品业务线上，按照我们刚才 1: 2 的比例匹配 ECM 麦克风和受话器/扬声器的供货需求，理论上讲还有 7.6 亿只的客户需求有待弥补，换句话讲就是还有 19 倍的订单需求空间有待共达挖掘。

图表 35、公司 SPK/RCV 麦克风业务销售预测

	销量（万只）	销售单价（元/只）	销售收入（万元）	销售收入同比增长率
08	161.49	1.61	259.21	-
09	344.72	1.50	517.90	99.6%
10	1660.20	1.56	2595.10	402%
11H1	1694.26	1.64	2782.28	-
11	4133.51	1.64	6778.96	161%
12Q1	900	1.63	1467	-
12Q2E	1477	1.62	2392	-
12Q3E	2300	1.61	3703	-
12Q4E	2300	1.60	3200	-
12E	6977	1.61	11242	66%

数据来源：公司公告，第一创业证券研究所

因此，我们认为，公司目前在受话器/扬声器产品上的问题不是需求、订单，也不是产能，关键问题是能否在起量的同时赚到钱，也就是说产品的定价策略、工艺水平、良率水平、技术水平能否满足盈利、交货的需求。而这些问题，随着公司 SPK/RCV 产品的口碑、品牌地位在客户中逐步确立，都将迎刃而解。



3.1.5 平板、笔记本电脑、电视扬声器模组提升单产品 产值

为了提升音效，达到立体声的效果，iPad 采用了并排的 2 个扬声器单体构成扬声器模组的设计，通过开槽、内部的声音通道导出声音。iPad 的扬声器单元外壳上共有 3 个导音孔，一个扬声器与其中两个孔相连，另一扬声器与一个孔相连。这些就是倒相管设计，使得扬声器向后方的振动也可以被利用起来，使声波加强，重低音感加强。由于倒相管的直径比扬声器直径小，所以就会有比较强的声波从倒相管冲出，这样一来，扬声器向前方和向后方的声波都得到了利用，使整体音质提高。

图表 36、ipad1 的平板扬声器模组



数据来源：公开资料、第一创业证券研究所整理

行业内扬声器单体的价格在 1.5-4 元左右，而用于平板/笔记本电脑的带音腔结构设计扬声器模组价格可高达 20-30 元，充分体现了声学技术创新设计、客制化设计的高产品附加值。公司扬声器模组产品已经开始在平板电视、小型电视音响系统(USB 接口)、笔记本电脑/平板等展开应用，未来也将成为公司新的增长点。

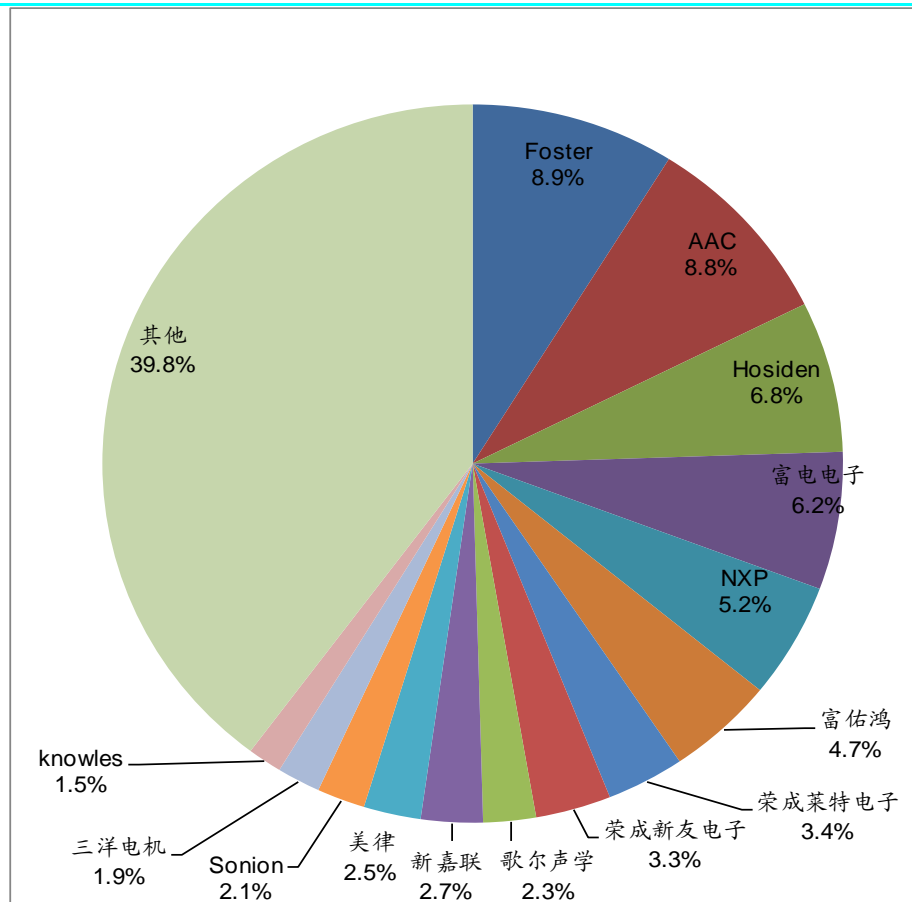


3.2 SPK/RCV 产业正处于转移初期，共达将受益产业转移、重新洗牌

我们认为受话器/扬声器市场将成为继 ECM 麦克风行业后，电声行业下一个受益于产能转移、进口替代和行业集中度提高的细分行业，本土企业逐渐崛起并开始拥有话语权。目前该市场全球第一、第二位的分别是日本 Foster 和瑞声声学，市场份额均在 9% 左右，而日本星电和韩国富电、美国的 NXP 分列第三至第五位，前五位的市场占有率才 35.9%，这也说明了受话器/扬声器市场的行业集中度不高，各家没有明显的拉开差距形成绝对垄断。在前 5 家企业中仅有一家本土企业瑞声声学跻身，也说明该细分行业的本土企业崛起才刚刚开始。

在前十大受话器/扬声器之后，还有众多规模在年产能不到 1 亿只/年的中小喇叭厂，规模不大但总计仍然占据了全球 40% 的市场份额，共达的客户中有相当大一部分二线手机品牌厂商与这些小喇叭厂的客户是重叠的，我们认为共达 SPK/RCV 成长动力主要就是依靠市场份额的重新划分，依靠资本、技术、品质、成本、规模的优势迅速整合下游客户需求。

图表 37、全球 SPK/RCV 行业各公司市场份额



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所整理



另外，我们前期发表了电声行业深度报告《电子元器件行业：“上肥下瘦”，本土电子零配件行业崛起之微电声行业，寻找受益手机平板产业链重构转移的电子配件牛股》，也对电声行业面临的历史发展机遇、时代背景、产业的竞争格局、产业发展的成长动力、声学技术演变的方向趋势等方面有较深入的分析。



4 盈利预测、估值及投资建议

2012 年公司硅麦和 SPK/RCV 业务都将出现高增长，预测公司今年硅麦业务营业收入将达到约 5200 万元，SPK/RCV 业务将达到约 1.32 亿元。公司今年营业收入将达到约 6.32 亿元。

预测公司 2012、2013 和 2014 年 EPS 分别为 0.74 元、1.02 元和 1.63 元，对应 4 月 20 日股价的 PE 分别为 23 倍、17 倍和 10 倍。我们认为公司具有高成长性，且目前估值偏低，维持“强烈推荐”投资评级。

图表 37、主要产品收入和毛利率预测

	10	11	12E	13E	14E
一、ECM					
收入(万元)	35589	38683	43300	45000	48000
增长率	60.8%	8.7%	11.2%	3.9%	6.7%
毛利(万元)	12019	12789	14293	14850	15840
毛利率	33.77%	33.06%	33.01%	33.00%	33.00%
二、MEMS 麦克风					
收入(万元)	-	280	5200	12000	20400
增长率	-	-	1757.2%	130.8%	70.0%
毛利(万元)	0	86.8	1560	3600	6120
毛利率	31%	30%	30%	30%	31%
三、SPK/RCV					
收入(万元)	2886	6778	11242	21600	32400
增长率	402%	161%	94.8%	63.6%	50.0%
毛利(万元)	150	1455	2865	5443	10724
毛利率	5.20%	21.48%	21.70%	25.20%	33.10%
四、平板电视扬声器					
收入(万元)	0	0	1500	6500	24000
增长率	-	-	-	333.3%	269.2%
毛利(万元)	-	-	390	1690	6000
毛利率	-	-	26.00%	26.00%	25.00%
五、合计					
收入(万元)	38475	45741	61232	85100	124800
营收增长率	69.2%	16.8%	34.1%	34.6%	46.7%
毛利(万元)	12169	14331	18681	25583	38684
毛利率	31.6%	31.3%	30.2%	30.1%	30.9%

数据来源：公司资料、第一创业证券研究所

备注：表中各项业务数据是我们根据公司公告推测的结果，存在误差，敬请知悉



图表 38 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	240.2	318.3	778.3	1,079.7	一、营业收入	386.9	451.7	634.8	854.4
货币资金	45.8	67.3	416.0	444.1	减: 营业成本	264.1	310.2	434.6	586.7
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	0.3	3.1	7.2	9.7
应收款项	106.9	133.5	254.9	469.2	销售费用	14.7	13.2	19.6	26.4
预付款项	6.0	21.0	39.1	75.4	管理费用	47.7	56.5	73.0	93.0
存货	78.4	82.4	65.3	88.2	财务费用	8.2	12.3	1.1	-2.4
其他流动资产	3.2	14.2	2.8	2.8	资产减值损失	0.9	1.5	3.1	4.4
非流动资产	172.7	203.5	194.3	168.3	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	132.0	143.3	134.2	110.8	二、营业利润	51.0	55.0	96.2	136.6
在建工程	6.5	25.5	27.7	28.6	加: 营业外收入	8.3	7.5	7.6	7.9
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.4	0.1	0.0	0.0
无形及递延性资产	33.2	33.4	30.9	27.6	三、利润总额	58.9	62.4	103.8	144.4
其它非流动资产	1.0	1.4	1.4	1.4	减: 所得税费用	8.4	8.9	15.2	21.7
资产总计	412.9	521.9	972.5	1,248.0	四、净利润	50.5	53.5	88.5	122.8
流动负债	130.2	262.7	336.2	489.0	归属母公司净利润	50.5	53.5	88.5	122.8
短期借款	34.4	154.3	138.1	138.1	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	90.0	95.2	161.7	313.2	五、总股本(百万股)	120.0	120.0	120.0	120.0
预收帐款	0.6	0.8	1.4	2.7	EPS(元)	0.42	0.45	0.74	1.02
其它流动负债	5.2	12.5	35.0	35.1					
非流动负债	78.5	4.7	3.6	3.6	主要财务比率				
长期借款	69.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	9.5	4.7	3.6	3.6	营业收入	69.2%	16.8%	40.5%	34.6%
负债合计	208.6	267.5	339.8	492.5	营业毛利	92.1%	15.3%	41.4%	33.7%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	236.5%	14.3%	46.0%	38.1%
股本	90.0	90.0	120.0	120.0	母公司净利	228.4%	5.9%	65.6%	38.6%
资本公积与其它	30.8	41.8	301.6	301.6	获利能力				
留存收益	83.4	122.6	211.2	333.9	毛利率	31.8%	31.3%	31.5%	31.3%
股东权益合计	204.2	254.4	632.8	755.5	主业盈利/收入	15.5%	15.2%	15.8%	16.2%
负债和股东权益	412.9	521.9	972.5	1,248.0	ROS	13.1%	11.8%	13.9%	14.4%
					ROE	24.7%	21.0%	14.0%	16.2%
					ROIC	16.4%	13.1%	11.5%	13.7%
					偿债能力				
					资产负债率	50.5%	51.3%	34.9%	39.5%
					利息保障倍数	6.1	4.3	79.2	-50.2
					速动比率	1.22	0.84	2.11	2.02
					经营现金净额/当期债务	1.44	0.37	0.63	0.19
					营运能力				
					总资产周转率	0.94	0.87	0.65	0.68
					应收款天数	99.42	106.36	144.59	197.71
					存货天数	106.84	95.69	54.11	54.13
					每股指标(元)				
					主业盈利/股本	0.50	0.57	0.84	1.15
					每股经营现金流	0.41	0.48	0.73	0.22
					每股净资产	1.70	2.12	5.27	6.30
					估值比率				
					P/E	41.11	38.82	23.44	16.91
					P/B	10.17	8.16	3.28	2.75
					P/S	5.37	4.60	3.27	2.43
					EV/EBITDA	20.37	18.05	13.73	10.20

数据来源: 公司资料、第一创业证券研究所



5 股价催化剂和风险提示

股价催化剂：苹果公司新产品发布和上市；大客户成功开拓；下游智能手机市场需求爆发。

风险提示：智能手机市场需求波动的风险；MEMS 麦克风专利壁垒；新业务、客户开拓风险。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135