

信用等级公告

联合〔2019〕2264号

歌尔股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对歌尔股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 A 股股票可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

歌尔股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”
歌尔股份有限公司拟公开发行的 A 股股票可转换公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年十月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

歌尔股份有限公司

公开发行 A 股股票可转换公司债券信用评级报告

本次可转换公司债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过人民币 40 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 10 月 18 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	229.12	265.71	297.42	309.25
所有者权益（亿元）	108.48	149.17	151.90	154.11
长期债务（亿元）	25.76	9.96	6.06	6.67
全部债务（亿元）	73.12	60.65	79.30	81.25
营业收入（亿元）	192.88	255.36	237.51	135.76
净利润（亿元）	16.09	21.07	8.44	5.23
EBITDA（亿元）	31.21	40.34	28.63	--
经营性净现金流（亿元）	22.69	35.31	22.76	20.35
营业利润率（%）	21.77	21.46	18.22	14.84
净资产收益率（%）	15.82	16.35	5.61	3.42
资产负债率（%）	52.65	43.86	48.93	50.17
全部债务资本化比率（%）	40.26	28.91	34.30	34.52
流动比率（倍）	1.28	1.27	1.03	1.04
EBITDA 全部债务比（倍）	0.43	0.67	0.36	--
EBITDA 利息倍数（倍）	9.78	16.01	11.91	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.78	1.01	0.72	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2019 年 1-6 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对歌尔股份有限公司（以下简称“公司”或“歌尔股份”）的评级反映了公司作为全球知名的电声器件、精密零组件、智能声学整机和智能硬件的生产厂商，在行业地位、经营规模、大客户资源、产品研发设计以及产业链垂直整合等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司资产规模持续增长，产销率保持在较高水平，经营活动现金流状况较佳，整体债务负担处于合理水平。同时，联合评级也关注到公司下游消费电子行业景气度下降、行业竞争加剧、客户集中度较高以及人民币汇率波动等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司募投项目的建成，公司产能将进一步扩大，产品结构进一步丰富，收入及利润规模有望持续增长，综合竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 40 亿元的可转换公司债券，从本次债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大，综上，本次可转换公司债券到期不能偿付的风险很低。

优势

1. 公司是全球知名的电声器件、精密零组件、智能声学整机和智能硬件的生产厂商，已成功进入多家国际知名消费电子厂商的供应链，下游客户质量好。

2. 公司在技术研发、专利储备、产品质量等方面具有较强的竞争优势。

3. 公司垂直一体化整合能力很强，向上可自制部分原材料和装备，向下已将产品线从器件延伸到整机，从声学延伸到光学领域，可满足客户一站式采购需求。

4. 近年来，公司资产规模持续增长，经营

活动现金流状况较佳，债务负担处于合理水平。

关注

1. 公司下游智能手机、平板电脑和笔记本电脑等消费电子市场趋于饱和，行业竞争加剧，公司相关业务收入及盈利水平有所下降。

2. 受行业特征影响，公司客户集中度较高，若公司无法保持在客户供应体系中的地位，将对公司经营造成较大影响。

3. 近年来，中美贸易摩擦加剧，公司可能面临美国客户产能转移的风险；人民币汇率波动较大，公司存在一定汇兑损失风险。

分析师

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@unitedratings.com.cn

范 琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合信用评级有限公司

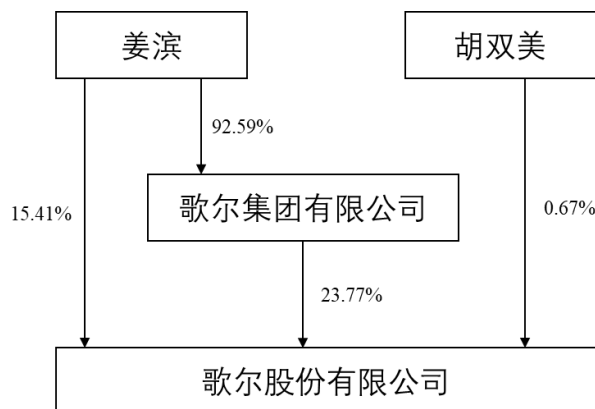
一、主体概况

歌尔股份有限公司（以下简称“公司”或“歌尔股份”）的前身是成立于2001年6月25日的中外合资企业潍坊怡力达电声有限公司（以下简称“怡力达”）。2007年5月经潍坊外经贸批准，怡力达变更为内资企业。2007年6月26日，潍坊怡通工电子有限公司（2016年10月名称变更为“歌尔集团有限公司”，以下简称“歌尔集团”）将其持有的怡力达2,940万股权转让给姜滨、姜龙等17名自然人及廊坊开发区永振电子科技有限公司（以下简称“永振电子”）、北京亿润创业投资有限公司（以下简称“亿润创投”）。2007年7月18日，潍坊怡通工电子有限公司、永振电子、亿润创投和姜滨、姜龙等17人共同签署发起人协议，以怡力达2007年6月30日经审计的净资产按照约1:0.8比例折股后作为出资，以发起设立方式将怡力达整体变更为歌尔声学股份有限公司。

经证监会〔2008〕613号文核准，公司首次公开发行股票3,000万股，注册资本变更为12,000万元，并于2008年5月在深圳证券交易所上市（股票简称：歌尔声学，股票代码：002241.SZ）。2016年6月，歌尔声学股份有限公司名称变更为现名，股票简称变更为“歌尔股份”，股票代码未变。后经资本公积转股、可转债转股等，截至2019年6月底，公司股本为324,510.39万股，其中姜滨先生持有公司15.41%的股份，并通过歌尔集团间接控制公司23.77%的股份，胡双美女士持有公司0.67%的股份。公司实际控制人为姜滨先生和胡双美女士，两人为夫妻关系，如下图所示。

截至2019年10月15日，公司实际控制人姜滨先生所持有上市公司股份累计被质押的数量为22,571.00万股，占其所持股份比例的45.13%，质押比例较高；公司控股股东歌尔集团所持有上市公司股份累计被质押的数量为21,626.69万股，占其所持股份比例的35.79%，质押比例较高。

图1 截至2019年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司营业范围：开发、制造、销售：声学、光学、无线通信技术及相关产品，机器人与自动化装备，智能机电及信息产品，精密电子产品模具，精密五金件，半导体类、MEMS类产品，消费类电子产品，LED封装及相关应用产品；与以上产品相关的软件的开发、销售；与以上技术、产品相关的服务；货物进出口、技术进出口（不含无线电发射及卫星接收设备，国家法律法规禁止的项目除外）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2018年底，公司内设营销体系、整机事业群、零件事业群、装备事业群、研发平台、经营绩效管理本部、集成供应链管理本部、精益制造管理本部、智能制造管理本部、质量管理本部、流程与IT管理本部、干部部、人力资源本部等部门（附件1）；拥有在职员工48,652人。截至2019年6月底，公司合并范围内子公司共46家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 297.42 亿元，负债合计 145.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）151.90 亿元，其中归属于母公司所有者权益 152.01 亿元。2018 年，公司实现营业收入 237.51 亿元，净利润（含少数股东损益）8.44 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.68 亿元；公司经营活动现金流量净额为 22.76 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.50 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 309.25 亿元，负债合计 155.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）154.11 亿元，其中归属于母公司所有者权益 154.23 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 135.76 亿元，净利润（含少数股东损益）5.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.24 亿元；公司经营活动现金流量净额为 20.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.39 亿元。

公司注册地址：山东省潍坊市高新技术产业开发区东方路 268 号；法定代表人：姜滨。

二、本次可转换公司债券概况及债券募集资金用途

1. 本次可转换公司债券概况

本次发行证券的种类为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券（以下简称“本次可转债”或“可转债”）。本次可转债及未来转换的股票将在深圳证券交易所上市。本次可转债发行规模不超过人民币 40 亿元（含），按面值发行，每张面值为人民币 100 元，期限为自发行之日起 6 年。本次可转债转股期自发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

本次可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。年利息指本次可转债持有人按持有的可转债票面总金额自本次可转债发行首日起每满一年可享受的当期利息。年利息的计算公式为：

$$I=B \times i$$

I：指年利息额；

B：指本次可转债持有人在计息年度（以下简称“当年”或“每年”）付息债权登记日持有的票面总金额；

i：可转换公司债券的当年票面利率。

本次可转债无担保。

（1）转股条件

本次可转债初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价。具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。

在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本），将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

其中： P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或

配股价，D 为每股派送现金股利， P_1 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）指定的上市公司信息披露媒体上刊登公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次发行的可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按本公司调整后的转股价格执行。

修正价格：在本次可转债存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 20 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日均价之间的较高者；同时，修正后转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

（2）赎回条款

到期赎回条款

在本次可转债期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与主承销商协商确定。

有条件赎回条款

在转股期内，如果公司股票在连续 20 个交易日中至少 10 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当本次可转债未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

当期应计利息的计算公式为： $I_A = B \times i \times t / 365$

I_A ：指当期应计利息；

B ：指本次可转债持有人持有的可转债票面总金额；

i ：指本次可转债当年票面利率；

t ：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（3）回售条款

有条件回售条款

在本次可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

附加回售条款

若公司本次可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在回售条件满足后，可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，该次回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次公开发行人可转债募集资金总额不超过 40 亿元(含),扣除发行费用后将全部用于以下项目,不足的资金由公司通过营运资金、银行借款等形式自筹解决:

表 1 本次债券募集资金使用用途(单位:万元)

序号	项目名称	总投资额	拟以募集资金投入金额
1	双耳真无线智能耳机项目	234,624.00	220,000.00
2	AR/VR 及相关光学模组项目	111,473.00	100,000.00
3	青岛研发中心项目	85,828.00	80,000.00
合计		431,925.00	400,000.00

资料来源:公司提供

双耳真无线智能耳机项目主要产品内容为年产 2,860 万只双耳真无线智能耳机产品。该项目总投资 234,624.00 万元,拟使用本次可转债募集资金 220,000.00 万元,其余资金由公司自筹资金投入,建设期为 2 年。该项目所指的双耳真无线智能耳机产品主要是新型具有人工智能模块的 TWS (True Wireless Stereo) 耳机产品。TWS 即真无线立体声耳机,是去掉传统耳机线,将左右两个耳机通过蓝牙技术与智能手机等终端设备相连,组成一个独立的立体声系统,通过增加多种传感器实现触控控制、语音控制、身体信息采集等多种功能。项目建成投产后将丰富公司产品线,为公司创造新的收入、利润增长点,同时有利于优化产品结构,分散经营风险。

AR/VR (增强现实/虚拟现实) 及相关光学模组主要产品内容为年产 350 万套 AR/VR 产品和年产 500 万片精密光学镜片及模组产品。该项目总投资 111,473.00 万元,拟使用本次可转债募集资金 100,000.00 万元,其余资金由公司自筹资金投入,建设期为 2 年。该项目建成后有助于公司巩固 AR/VR 领域的优势地位,增强公司为客户提供 AR/VR 整体解决方案的能力,助力公司大客户发展战略,提供光学整体解决方案的能力和公司产品转型升级,提高综合竞争力,为公司提供新的收入和利润增长点。

青岛研发中心项目涵盖公司实现新旧动能转换的关键项目,瞄准未来公司成为世界级先进制造中心所需要的关键技术,面向声学、光学产品设计、加工、测试、器件、模组、整机成品 (AR/VR、可穿戴、机器人等) 等全产业链的高水平研发平台,推动歌尔研发能力升级。根据青岛研发中心建设规划,公司将建设 EMC (Electro Magnetic Compatibility, 电磁兼容性) 实验室 (10 米法)、EMC 实验室 (3 米法)、消声室、OTA (Over The Air, 空中下载技术) 实验室 (23 探头)、OTA 实验室 (远场)、SAR&HAC (手机天线电磁兼容性) 实验室、通信 RF (Radio Frequency, 射频) 实验室、可靠性实验室、电源电池实验室、失效分析实验室、材料分析实验室、光学实验室、纳米压印实验室等。该项目总投资 85,828.00 万元,拟使用本次可转债募集资金 80,000.00 万元,其余资金由公司自筹资金投入,建设期为 2 年。

总体看,公司募投项目建成后,有助于进一步提升公司的综合实力,扩大公司销售规模,增强抗风险能力和可持续发展能力。

三、行业分析

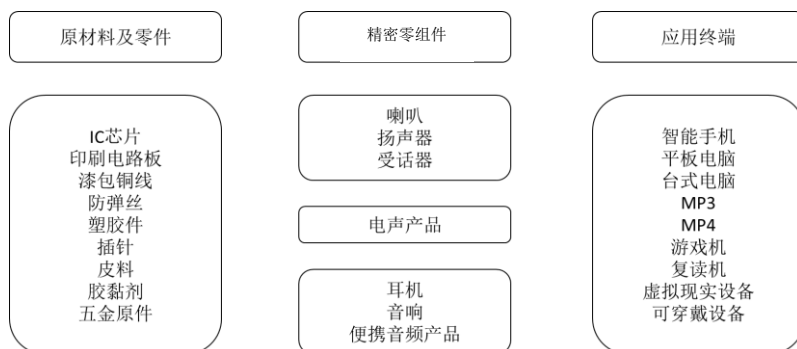
公司主营业务为精密零组件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务。公司产品广泛应用于以智能手机、智能平板电脑、智能家用电子游戏机、智能可穿戴电子产品等为代表的消费电子领域,公司所处行业为“计算机、通信和其他电子设备制造业”中的“电子元件及组件制造”行业。

1. 行业状况

近年来，以智能手机、智能平板、智能电视、可穿戴产品为代表的智能消费电子产品高速发展，消费需求不断扩大，带动了相关电子元器件的发展。根据工信部统计，2016年，电子信息制造行业规模以上企业全年完成销售收入总规模约16.90万亿元，同比增长10.00%，增速比上年回落0.50个百分点，快于全部规模以上工业增速4个百分点，占规模以上工业增加值比重提高到7.50%。2017年，规模以上电子信息制造业增加值比上年增长13.8%，增速比上年加快3.8个百分点；快于全部规模以上工业增速7.2个百分点，占规模以上工业增加值比重为7.7%，行业整体收入规模接近20万亿元。2018年，规模以上电子信息制造业增加值较上年增长13.1%，快于全部规模以上工业增速6.9个百分点；电子信息行业实现主营业务收入同比增长9.0%，实现利润同比下降3.1%，主营业务收入利润率为4.51%，主营业务成本同比增长9.1%。

公司精密零组件业务主要包括微型麦克风、微型扬声器、扬声器模组、天线模组、MEMS传感器及其他电子元器件等产品，主要用于手机、平板电脑、智能电视、电子游戏机和个人数码产品等领域；智能声学整机业务主要包括有线耳机、无线耳机、智能无线耳机、智能音响产品等产品，主要应用于智能家居、智能电视、智能家用电子游戏机等领域。公司智能硬件业务主要为智能家用电子游戏机配件产品、智能可穿戴电子产品、虚拟现实/增强现实产品、工业自动化产品等产品。

图2 智能声学及精密零组件产业链示意图



资料来源：联合评级整理

随着消费电子产品高速发展，我国已成为全球最大电声产品制造基地，掌握了从电声器件部件到产成品全部技术，形成了完善的产业链，我国研发生产的微型电声器件、MEMS麦克风、消费类电声产品、汽车扬声器、大功率扬声器、专业级电声器件在国际市场占有重要地位。

总体看，近年来受益于消费电子行业发展，电子元器件行业发展迅速，电声器件在国际市场上已拥有较重要地位。

2. 行业上下游情况

(1) 上游原材料

电声器件行业上游是电子元器件行业，主要包括芯片、PCB（印制电路板）、分立器件等。我国是电子元器件重要市场，台湾积体电路制造股份有限公司（以下简称“台积电”）、联华电子股份有限公司、力晶半导体股份有限公司等大厂正纷纷在大陆建厂，中国在传感器、模拟及分立器件上都是全球第一大市场。从电子元器件中地位重要的芯片来看，主要由英特尔、三星、台积电、高通等主流芯片厂商所控制；目前我国芯片主要依靠进口，信息安全问题存在隐患，为此我国正在推进芯片国产化。2016—2017年，存储芯片由于产能不足及下游需求快速增长，呈现供不应求的状态，价

格呈持续上涨趋势；2016 年下半年以来存储器芯片价格持续上涨，DRAM（DDR3 4Gb 512Mx8 1,600MHz）的平均售价从 2016 年 7 月初的 3.06 美元上涨至 2017 年 11 月的 4.12 美元。但此后受英特尔 14 纳米 x86 CPU 短缺的影响，部分客户开始清除之前担心涨价而多建的库存，内存 DRAM 现货平均价一路呈下降趋势，截至 2019 年 6 月 10 日现货平均价跌至 1.51 美元。PCB 方面，行业总产值近年来稳健增长，由 2000 年的 416 亿美元增至 2018 年的 635 亿美元，根据 Prismark 预测，2022 年全球 PCB 行业总产值有望达到 212.71 亿元的。PCB 行业集中度较低，生产商众多，竞争相对激烈，尚未出现市场主导者，目前，全球印制电路板产业的发展已形成中国大陆、台湾地区、日本、韩国、美国、欧洲和东南亚地区等主要生产中心，其中亚洲地区（含中、日、韩及东南亚）占全球印制电路板总产值的比例超过 90%。凭借产业链的完善及生产成本偏低等优势，中国已成为全球最大 PCB 生产国，2016—2018 年中国大陆市场份额分别为 47%、50%和 53%。此外，电声器件原材料还包括注塑件、金属件、模切件、振膜等，目前以上材料均可国内供给，市场供应整体平稳。

总体看，电声器件行业上游为电子元器件行业，其核心部件如芯片仍主要依靠进口，价格受市场波动影响较大；其他材料基本可实现国内供应，整体供给平稳。

（2）下游需求

电声器件行业下游主要为智能手机、智能平板、智能可穿戴产品为代表的智能消费电子产品。

智能手机方面，2017 年以来，国际调研机构 IDC 发布的数据显示，受换机周期拉长等因素的影响，全球智能手机出货量出现首次下滑，同比减少 0.3%至 14.65 亿台。2018 年，智能手机整体市场依然低迷，换机周期继续增长，全球智能手机出货量 14.03 亿部，同比下降 4.10%。

平板电脑方面，近年来，受大屏手机的冲击、市场趋于饱和、产品生命周期延长以及可替代性产品增多等因素影响，平板电脑已逐步走向产品成熟期，2018 年全球平板出货量为 1.74 亿台，同比减少 6%，出货量持续下滑。

可穿戴设备被普遍认为是继智能手机和平板电脑之后，最有希望造就巨大市场的创新产品。2015—2018 年，全球可穿戴设备市场规模及出货量保持快速增长，分别年均复合增长 14.64%和 28.10%；2018 年全球可穿戴设备出货量达到 17,215 万台，同比增长 27.52%；全球可穿戴设备市场规模 333 亿美元，同比增长 9.18%。根据国际调研机构 Gartner 预测，2019 年全球可穿戴设备市场规模将达到 420 亿美元，同比增速达 26.13%。

智能无线耳机方面，2016 年 12 月，以美国苹果公司推出智能耳机产品 AirPods 为标志，智能无线耳机市场出现爆发式增长，推动整个耳机行业开始从有线化向无线化变革。根据国际调研机构 Slice Intelligence 的数据，AirPods 自预售以来已经占据了四分之一以上的无线耳机网上销售额，超过传统耳机品牌——Beats、Bose、森海塞尔等。同时，三星、谷歌、亚马逊、索尼、Jabra、高通、华为、小米等公司也在积极布局智能无线耳机相关技术和产品。根据国际调研机构 Strategy Analytics 预测，2019 年智能无线耳机在智能手机的渗透率会超过 50%，在 2023 年将达到 90%。

AR/VR 方面，索尼、Facebook、微软、苹果、谷歌、三星、HTC、华为、联想等公司持续在 AR/VR 设备和技术领域进行研发投入，随着软硬件领域制约瓶颈的攻克，AR/VR 面临较好的发展前景。根据 IDC 最新报告《Worldwide Quarterly Augmented and Virtual Reality Headset Tracker》显示，全球 AR/VR 头显出货量预计在 2019 年达到 890 万套，同比增长 54.1%，同时，预计 2019—2023 年出货量的年均复合增长率将达到 66.7%，并在 2023 年达到 6,860 万套。其中，VR 头显出货量将会以 46.7%的复合年增长率保持增长，并在 2023 年达到 3,670 万套。AR 头显出货量将会保持 140.9%的复合年增长率，并在 2023 年达到 3,190 万套。

2019 年 6 月，工信部向中国电信、中国移动、中国联通和中国广电四家企业正式发放 5G 牌照，

5G 网络预计将在 2019 年底至 2020 年在全球范围内实现商用，届时作为 5G 产业链下游的消费电子有望迎来快速发展。

总体看，全球智能手机和平板电脑市场已逐步趋向饱和，但可穿戴设备、智能无线耳机和 AR/VR 产品保持快速增长。未来随着 5G 网络实现商用，消费电子行业有望迎来快速发展。

3. 行业竞争

随着人工智能时代的来临，我国电子元器件行业高速发展，国际化程度继续提高。电子元器件行业兼具技术密集型、劳动密集型以及资金密集型的行业特征，我国大陆电声企业近几年随着技术和生产能力的不断提升，以及依靠相对较低的劳动生产成本的优势，使得国际知名厂商如松下、三星等已逐渐放弃电声器件产品自制，而改为向大陆企业采购，使得大陆厂商的市场地位逐渐提高。

从国际竞争格局看，目前电声行业具备全球竞争力的企业主要有楼氏电子 (Knowles Corporation)、瑞声科技控股有限公司 (股票简称：瑞声科技，股票代码：2018.HK)、歌尔股份以及美律实业股份有限公司 (以下简称“美律实业”) 等公司。楼氏电子总部位于美国伊利诺伊州艾塔斯卡，全球员工超过 7,000 名，遍布全球 15 个国家，包括欧洲、亚洲、印度和北美的设计中心，其产品包括助听器元件、MEMS 麦克风、传感器、电容器、振荡器、智能麦克风、语音处理和优化语音信号路径性能的其他软硬件解决方案，2018 年楼氏电子实现营业收入 8.27 亿美元，实现净利润 0.68 亿美元。瑞声科技成立于 1993 年，2005 年于香港挂牌上市，全球员工超过 4 万人，其中研发工程师 4,206 人，瑞声科技拥有 25 个销售中心，5 大制造基地 (中国深圳、常州、沐阳、苏州、越南)，以及分别在中国、美国、芬兰、丹麦、韩国、日本和新加坡设立的 14 个研发中心，瑞声科技主要产品包括多种微型扬声器模组、扬声器、受话器及微机电系统麦克风、触控马达、无线射频结构件及光学器件等，2018 年实现营业收入 182.32 亿元，实现净利润 37.95 亿元。美律实业成立于 1975 年，是台湾最大的电声企业，主要产品包括耳机、扬声器、麦克风、辅听器及电池产品等，2018 年实现营业收入 71.77 亿元，净利润 4.17 亿元。

国内电子元器件行业竞争日趋激烈，主要体现在竞争企业数量较多，2000 年以来，国内电子元器件制造类企业一直保持稳定增长的态势。目前，对于电声行业来说，包括歌尔股份、瑞声科技等几家优势企业，主要依靠加强技术投入提升自身研发能力，依靠大客户等战略，具备了全球竞争平台上的竞争优势。

总体看，国内电声企业目前在全球电声行业中具有较强的竞争优势。

4. 行业政策

电子元器件行业作为消费电子行业的中游产业，近年来，政府及相关主管部门出台了一系列产业政策支持行业发展。

表 2 近年来电子元器件行业最新相关政策

年份	政策文件	发文机关	内容
2016 年	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	国务院	加快高性能安全服务器、存储设备和工控产品、新型智能手机、下一代网络设备和数据中心成套装备、先进智能电视和智能家居系统、信息安全产品的创新与应用，发展面向金融、交通、医疗等行业应用的专业终端、设备和融合创新系统。大力提升产品品质，培育一批具有国际影响力的品牌
2016 年	《产业技术创新能力发展规划 (2016—2020 年)》	发改委、工信部	针对新一代电子整机发展需求，大力推动电子元件产品向片式化、小型化、集成化、模块化、无线化发展
2016 年	《信息产业发展指南》	发改委、工信部	发展新型移动智能终端用超小型片式元件和柔性元件；突破人工智能、低功耗轻量级系统、智能感知、新型人机交互等关键核心技术，重点发展面向下一代移动互联网和信息消费的智能可穿戴

			戴、智慧家庭、智能车载终端、智慧医疗健康、智能机器人、智能无人系统等产品，面向特定需求的定制化终端产品
2017 年	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》(2016 年版)	发改委	新一代移动终端设备：包括智能手机，指配备操作系统、支持多核技术、支持多点触控、支持应用商店及 Web 应用等多种模式、支持多传感器和增强现实等功能的智能手机。手持平板电脑，便携、小巧、可手持使用，以触摸屏作为基本输入设备的个人电脑。其它移动智能终端，包括车载智能终端等
2017 年	《国务院关于进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力的指导意见》	国务院	升级智能化、高端化、融合化信息产品，重点发展面向消费升级的中高端移动通信终端、可穿戴设备、数字家庭产品等新型信息产品，以及虚拟现实、增强现实、智能网联汽车、智能服务机器人等前沿信息产品
2018 年	中央经济工作会议	国务院	加大制造业技术改造和设备更新，加快 5G 商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设。我国 5G 产业链基本环节已经基本达到预商用环节，加快 5G 商用步伐有利于推动人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施的投资，有效推动消费级和工业级应用场景落地，从而带动 3C 产品、可穿戴设备、消费级无人机、智能服务机器人等电子产品市场需求，对形成强大的国内市场起到重要促进作用
2019 年	《2019 年新一代信息基础设施建设工程拟支持项目名单》	国家发展改革	对于中西部和东北地区的县城至乡镇、地市至县城之间通信杆路/管道、光传输等设备的建设和扩容等重点支持方向，进入此次名单中的 8 个项目主要集中在 5G 规模组网建设、光纤通达等工程范围
2019 年	国务院常务会议	国务院	集成电路和软件产业将延续此前出台的各类税收优惠政策，同时提出有关部门要抓紧研究完善下一步促进集成电路和软件产业向更高层次发展的支持政策

资料来源：联合评级整理

总体看，国家一系列支持政策的出台表明了我国政府对发展电子元器件产业的积极扶持态度，充分显示出电子元器件产业在电子信息产业建设中的战略地位。

5. 行业关注

(1) 汇率波动风险

我国电子元器件企业直接参与国际竞争，行业出口比例较大，同时部分原材料也以美元结算，行业内企业的盈利能力受到人民币兑美元汇率的影响较大。近年来人民币兑美元汇率波动较大，对行业内企业造成一定影响。

(2) 技术和管理人才相对短缺

消费电子元器件行业在我国起步晚，且新技术和新产品更新换代快，对企业的技术开发能力、生产与经营管理提出了较高要求，而该行业的技术与管理人才尤其是高端人才主要集中在国际知名公司，人才相对短缺是国内行业中企业普遍存在的现象，成为制约行业发展的因素。

(3) 国内消费电子元器件企业多数处于价值链中低端

国内电子元器件企业大多处于行业价值链中低端，产品附加值低，且受下游客户较严格的认证体系、终端产品价格竞争剧烈及价格波动大等因素影响，在每次市场竞争格局调整中，国内电声企业容易受到冲击。

(4) 国内消费电子元器件企业生产规模及自动化水平有待于进一步提高

由于消费电子元器件多数属于非标产品，其生产与测试设备专用性很强，难以外购，要求生产企业具备较强的设备自制能力。随着信息智能时代的飞速发展，在未来高速发展的电子元器件行业，能够自主研发制造设备，以降低企业成本、提高生产效率以及成品率，将对企业在未来市场争取主动带来积极的作用。

(5) 智能消费电子行业景气度下滑

以智能手机为代表的智能消费电子产品在经历过去几年的快速发展后发展速度逐渐放缓，行业景气度有所下滑。

6. 未来发展

随着智能电子产品不断升级换代，精密零组件产品未来将持续升级。未来，微型扬声器可能在体积、信噪比、谐振、防水以及立体音效等方面进一步改善，附加值进一步提高；MEMS 麦克风与传感器、芯片等多技术融合可能成为未来的重要发展趋势。软硬件技术结合可能成为主流方案，智能无线耳机产品在集成电声器件、芯片以及无线传输模块下，具备人机交互的功能。

从未来市场需求看，随着网络环境越发成熟，互联网、电脑、智能手机、平板电脑等移动终端设备和电视等不同界面与操作系统装置的界限越来越模糊，不同平台和装置间的互联，成为一个无缝隙的影音娱乐环境，以家庭娱乐中心所展开的“四屏一云”环境（电视、电脑、手机、平板电脑以及大数据云端）将衍生出更多的电声器件产品需求。

总体看，未来精密零组件产品将持续升级，行业需求长期看仍有较大空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主要从事声学、传感器、光电、3D 封装模组、微显示光机模组等精密零组件及解决方案，产品主要分为精密零组件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务，公司具备为客户提供集声学、光学、无线通讯等多种技术为一体的产品的能力，可以为客户提供声光电整体解决方案。目前公司正持续进行战略创新转型，拓展虚拟/增强现实、智能穿戴、智能音频、人工智能等战略领域新的业务增长点，Hearable¹、Viewable²、Wearable³、Robotics⁴等板块齐发力。

精密零组件产品方面，公司是声学/微电声领域龙头，目前产品主要包括微型扬声器、受话器、麦克风等。截至 2018 年底，公司微型 ECM 麦克风全球市占率第一，MEMS 麦克风全球市占率第二；微型扬声器/受话器占据市场领先地位，2018 年稳居世界前两位。

可穿戴产品方面，公司在系统及软件服务开发、消费电子产品研发和制造等领域拥有丰富经验，目前产品主要包括智能手表、智能手环等，目前是全球主要的可穿戴产品供应商之一。

AR/VR 产品方面，公司可以提供包括 ID、光学设计/光学元件、电子电路、结构/散热、声学、无线/射频、软件、自动化等一站 ODM (Original Design and Manufacturing, 原始设计制造)/JDM (Joint Design and Manufacturing, 联合设计制造) 服务；同时可提供虚拟现实头显、360° 摄像头、交互设备（手柄、数据手套）、解决方案（外设整体、3D 音效视听、内容采集显示）等产品。目前公司占据了 AR/VR 领域 ODM 板块的全球领先地位，与高通合作开发出虚拟现实一体机参考设计平台，与 Kopin（参股）、高通等发布一体机/头显，2018 年与 Wave Optics（参股）合作，生产 AR 光波导元件，公司在 AR/VR 行业处于领先地位。

生产方面，公司通过自主研发制造自动化生产线和精密模具，再结合外购的其他高端通用生产设备，实现了低成本全自动或半自动柔性生产，缩短了产品研发生产周期，使公司能够快速应对市场需求的变化，优势非常明显。

总体看，公司在声学、可穿戴设备、AR/VR 等产品方面处于行业领先地位，拥有优质的客户资源，具有较强的竞争实力。

¹ 以声音质量表现为主要诉求的消费电子产品，包括公司智能音箱、智能耳机、无线耳机、微型麦克风、微型扬声器等产品。

² 以视觉呈现为主要诉求的消费类电子产品，包括公司虚拟现实/增强现实产品、智能微投、智能显示等产品。

³ 可穿戴、便携式智能消费类电子产品，包括公司智能手表、智能手环等产品。

⁴ 以人工智能应用为主要特点的硬件产品，包括公司机器人、无人机、智能家居、工业自动化等产品。

2. 技术水平

公司在声学、无线、软件、光学、系统集成等领域积累了丰富的经验，在中国大陆、中国台湾、日本、韩国、丹麦、美国等地均设有研发中心。

公司已建立起多技术融合的产品研发平台，通过集成跨领域技术提供系统化整体解决方案。注重在全球范围内整合在声、光、电、无线通讯、精密制造等多学科领域中的优秀人才，并与北京航空航天大学、清华大学、浙江大学、哈尔滨工业大学、华中科技大学、中科院、长春光机所、日本东北大学、美国斯坦福大学、美国麻省理工学院、高通等国内外知名高校和科研机构建立长期战略合作伙伴关系，形成综合性、合作性技术研发平台，开发跨平台创新产品。

2016—2018 年，公司分别投入研发经费 13.39 亿元、16.97 亿元和 18.92 亿元，研发投入比分别为 6.94%、6.64%和 7.97%。

截至 2018 年底，公司拥有专职研发人员超过 8,800 名，形成全球研发布局和 24 小时研发体系。2018 年，公司共申请专利 3,725 项，其中发明专利 2,006 项，获得发明专利授权 514 项。截至 2018 年底，公司累计申请专利 15,660 项（其中国外专利累计申请量 1,838 项），发明专利申请量 6,818 项；公司累计授权量 8,253 项，发明专利授权量 1,476 项，研发实力很强。

总体看，公司研发水平较高，专利成果显著，在国内同类企业中具备较强的研发优势，有利于公司未来的持续发展。

3. 人员素质

截至 2018 年底，公司共有董事 7 名（其中独立董事 3 名）、监事 3 名，高级管理人员 10 名（其中 2 名由董事兼任），公司高管人员大多从事相关行业管理工作多年或在行业内工作多年，具有丰富的管理经验和行业经验。

公司董事长姜滨先生，1966 年生，清华大学高级工商管理硕士、北京航空航天大学电子工程学士。2001 年创办怡力达。现兼任中华全国工商业联合会第十二届执行委员常务委员、中国电子元件行业协会轮值理事长、中国虚拟现实产业联盟副理事长。曾荣获全国劳动模范、中国电子信息行业杰出企业家、“山东省富民兴鲁劳动奖章”、山东省优秀社会主义事业建设者、山东省劳动模范等称号。

公司总裁兼副董事长姜龙先生，1974 年生，美国马里兰大学战略管理博士、中国人民大学管理科学硕士、清华大学材料工程学士。2004 年加入公司，历任公司副总裁、高级副总裁，执行副总裁。2014 年起任公司总裁。

截至 2018 年底，公司共有在岗职工 48,652 人。按岗位构成划分，生产人员 27,533 人（占比 56.59%），技术人员 16,742（占比 34.41%），销售人员 835 人（占比 1.72%），行政人员 3,293 人（占比 6.77%），财务人员 249 人（占比 0.51%），主要以生产人员和技术人员为主；按学历划分，硕士及以上学历 2,111 人（占比 4.34%），本科及大专学历 20,468 人（占比 42.07%），中专及以下 26,073 人（占比 53.59%）。

总体看，公司高层管理人员管理经验丰富，整体素质较高；员工队伍岗位构成、学历结构和年龄结构与公司业务实际要求相符，能够满足公司日常经营管理活动需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司依据《公司法》《证券法》和其他有关法律法规的要求，不断完善公司法人治理结构建设、规范运作公司已建立了符合现代企业制度要求的较为规范的法人治理框架，在业务、资产、人员、机构、财务等方面与现有股东相对独立，具有相对独立、完整的资产和业务体系，具备面向市场独立经营的能力。

股东大会是公司的权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审计批准董事会、监事会的报告；审议批准公司的年度财务预、决算方案、利润分配方案、弥补亏损方案等；对公司增加或者减少注册资本、对外担保、购买、出售资产、股权激励等重大经营事项做出决议。

董事会是公司的经营管理决策机构，向股东大会负责；董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 名、副董事长 1 名、独立董事 3 名。公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，可连选连任；董事长、副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会行使执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预决算方案等职权。

公司设监事会，由 3 名监事组成，设监事会主席 1 人，由全体监事过半选举产生，职工代表监事比例不低于 1/3，职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司监事任期三年，可连选连任。监事会主要负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督、检查公司财务、向股东大会提出议案等。

公司设总裁 1 名，副总裁多名，由董事会聘任或解聘。每届任期三年，连聘可以连任，总裁对董事会负责，主要负责公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、向董事会报告工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟定公司内部管理机构设置方案等。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司下设营销体系、整机事业群、零件事业群、装备事业群、研发平台、经营绩效管理本部、集成供应链管理本部、精益制造管理本部、智能制造管理本部、质量管理本部、流程与 IT 管理本部、干部部、人力资源本部等部门（附件 1）。同时，公司根据自身经营特点以及业务需要，制定了较为完善的内部管理制度。

货币资金方面，公司为保护货币资金的安全，提高货币资金的使用效率，规范收付款业务程序，加强对货币资金的内部控制，制定了《货币资金控制制度》，明确了货币资金归口管理部门、岗位内部分工和牵制、业务归口办理流程、授权和审批等方面。

子公司管理方面，为加强对子公司的管控，确保子公司业务符合公司战略发展方向，有效控制经营风险，公司制定了《子公司管理制度》，该制度明确了子公司的职责和权限、子公司管理的基本原则、子公司的管理模式等方面。

采购方面，为促进合理采购，保障生产经营需要，公司制定了《原材辅料采购控制制度》，明确采购流程以及相关责任单位，并对采购过程中的重点需关注方面进行详细说明，保证采购物料符合公司使用要求。

存货管理方面，公司为优化存货管理，规范存货核算业务制定了《存货控制制度》，该制度明确了各类存货归口采购部门以及管理部门的职责和权限、存货的计价和会计处理、存货的日常管理、

原材料的仓存管理以及制造过程存货控制等方面事项。

研究与开发方面，公司为加强研究与开发管理，规范公司研发费用核算以及职能部门工作职责，制定了《研究与开发控制制度》，该制度明确了研发相关的职责分工和授权批准、研发项目决策管理、过程管理以及成果管理等方面事项。

销售方面，公司为规范销售行为，防范销售过程中的差错和舞弊，降低坏账风险，控制销售费用，制定了《销售控制制度》，该制度明确了销售相关的职责和权限、销售预测、客户信用控制、客户开发和合同订立、订单评审、生产计划以及货款回收等方面。

对外担保方面，公司为规范对外担保，控制资产运营风险，制定了《对外担保制度》，规定了需在董事会会议审议通过后提交股东大会审议的对外担保情形、不得对外担保的情形、担保资料的保存和其他风险控制措施。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务分为精密零组件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务。2016—2018 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 10.97%；2018 年，公司实现营业收入 237.51 亿元，同比下降 6.99%，主要系公司下游智能手机行业出货量下降、电声器件领域竞争加剧、公司新布局业务处于良率爬坡阶段以及虚拟现实市场处于调整期等因素综合所致。2016—2018 年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为 97.09%、98.30%和 98.40%，主营业务十分突出。2016—2018 年，受营业收入波动下降及布局新业务的影响，公司净利润波动下降，分别为 16.09 亿元、21.07 亿元和 8.44 亿元，年均复合下降 27.55%。

从收入构成情况来看，公司各板块收入较为均衡。2016—2018 年，精密零组件收入波动增长，年均复合增长 23.08%，分别为 65.56 亿元、103.70 亿元和 99.31 亿元；其中，2017 年同比增长 58.15%，主要系单个智能手机所需声学零件数量增加以及性能提升所致；2018 年同比下降 4.23%，主要系下游智能手机出货量下降所致；其占营业收入比重逐年提升，分别为 33.99%、40.61%和 41.81%。随着公司在声学整机领域不断加深研发、智能化产品类型的丰富，2016—2018 年，公司智能声学整机业务收入逐年增长，年均复合增长 19.36%，其占营业收入的比重呈波动上升趋势，分别为 24.79%、21.39%和 28.69%。2016—2018 年，公司智能硬件业务收入波动下降，分别为 73.88 亿元、92.71 亿元和 66.27 亿元，年均复合下降 5.29%，主要系 AR/VR 市场处于调整期，下游市场需求波动所致；其占营业收入比重逐年下降，分别为 38.30%、36.30%和 27.90%。公司其他业务收入规模较小，对公司营业收入影响不大。

表 3 2016—2018 年公司营业收入、构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
精密零组件	65.56	33.99	30.65	103.70	40.61	29.23	99.31	41.81	25.84
智能声学整机	47.82	24.79	15.06	54.62	21.39	14.73	68.13	28.69	12.61
智能硬件	73.88	38.30	19.89	92.71	36.30	18.38	66.27	27.90	14.84
其他业务	5.62	2.91	21.33	4.34	1.70	18.45	3.80	1.60	15.77
合计	192.88	100.00	22.39	255.37	100.00	22.00	237.51	100.00	18.81

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2016—2018 年，随着声学零件市场竞争加剧，公司精密零组件业务毛利率逐年下降，分别为 30.65%、29.23%和 25.84%；智能声学整机业务毛利率逐年下降，主要系公司新布局的智能无线耳机业务尚处于产能爬坡阶段尚未实现盈利所致；智能硬件毛利率逐年下降，主要系 AR/VR 市场处于调整期，公司来自 AR/VR 产品收入下降但固定生产成本变动较小所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司综合毛利率逐年下降，分别为 22.39%、22.00%和 18.81%。

2019 年 1—6 月，受益于 TWS 产品出货量快速增长和产品良率提升，以及智能可穿戴产品销售订单的增加，公司经营状况有所改善，实现营业收入 135.76 亿元，较上年同期增长 61.11%；实现净利润 5.23 亿元，较上年同期增长 20.89%。

总体看，近年来，公司营业收入和利润规模受下游需求的波动而有所波动；受市场竞争加剧等因素的影响，公司综合毛利率呈逐年下降趋势。

2. 业务运营

(1) 采购环节

公司业务以大客户为主，主要根据客户订单来安排采购、生产。针对长期合作客户，公司会收到客户不定期发来的 Forecast(预报单)，从而提前预知未来一定期间客户对不同产品的需求量信息，进行原材料的提前准备。

公司批量采购的原材料必须从合格供应商处采购，为此公司建立了严格的供应商管理制度，包括供方管理流程、原材料采购流程和管理流程等。公司负责采购工作的部门，按照供应商管理流程，根据市场订单需求信息，制定原材料采购计划，并组织相关部门一起对供应商或原材料进行认定，通过比较多个合格供应商，确定最优的供应商并下达采购订单。对于市场供应相对集中的原材料，建立多家供货渠道，规避采购风险。同时，公司进行各类产品研发设计时在保证产品整体品质的前提下力求减少对专用性原材料的需求，便于集中采购，形成成本优势。为了缩短产品交货期，对于部分交货期较长的核心通用原材料（主要指国外采购的 IC 等电子元器件），公司会根据市场预测做适量的策略性库存。

为了保证采购原材料品质，公司建立了供应商资格认证制度。首先，采购部门组织公司的研发、品质等部门一起对供应商或原材料进行认定；此后，采购部门根据供方考评流程，组织品质等部门一起对合格供应商的质量、价格、服务、环保和产品交付能力等方面进行定期综合考评，根据考评结果要求供应商进行相应的整改，剔除不合格供应商。

从采购金额来看，2016—2018 年，随着公司业务规模的波动，原材料采购金额波动增长，分别为 124.29 亿元、163.33 亿元和 161.49 亿元。采购均价方面，公司采购原材料主要为 PCB 线路板、芯片、晶圆等电子元器件，公司根据订单的需求采购不同规格的电子元器件，采购价格随技术变革、产品规格变化和市场供需关系的波动而有所波动。

表 4 2016—2018 年主要原材料采购情况（单位：万元、%）

原材料	2016 年	2017 年	2018 年
	采购额	采购额	采购额
原材料 1	35,218.35	76,204.93	94,979.99
原材料 2	42,929.70	72,997.62	69,820.84
原材料 3	65,461.19	58,699.85	64,185.51
原材料 4	47,111.93	48,775.68	46,476.63
原材料 5	28,039.13	29,388.13	30,087.19
合计	218,760.30	286,066.21	305,550.15

占总采购额比重	17.60	17.51	18.92
---------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2016—2018 年，公司前五大供货商采购金额分别为 22.21 亿元、25.81 亿元和 29.09 亿元，占当期采购金额的比重分别为 17.87%、15.80%和 18.01%，集中度较低。

表 5 2016—2018 年公司前五大供应商采购情况（单位：万元、%）

年度	供应商名称	采购金额	占当期采购总额的比例
2016 年	供方一	66,778.05	5.37
	供方二	47,653.62	3.83
	供方三	38,499.70	3.10
	供方四	36,705.34	2.96
	供方五	32,469.92	2.61
	合计	222,106.63	17.87
2017 年	供方一	99,972.30	6.12
	供方二	68,986.90	4.22
	供方三	30,412.18	1.86
	供方四	30,023.75	1.84
	供方五	28,753.80	1.76
	合计	258,148.91	15.80
2018 年	供方一	100,878.45	6.25
	供方二	65,384.83	4.05
	供方三	56,220.86	3.48
	供方四	41,425.54	2.57
	供方五	26,949.15	1.67
	合计	290,858.83	18.01

资料来源：公司提供

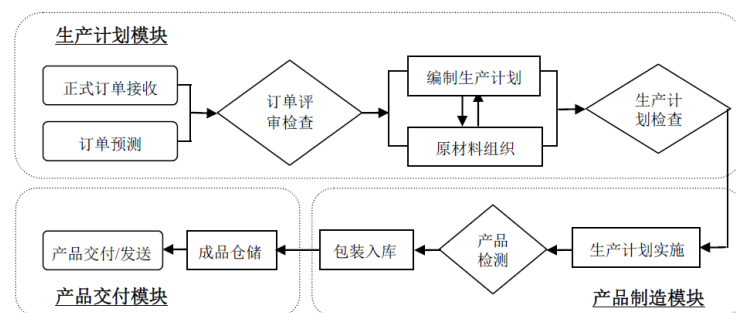
采购结算方面，公司一般采用“货到付款”的方式；账期方面，对自主采购的供应商公司账期一般不低于 90 天，一般采用电汇的付款方式；对客户指定供应商的，账期一般不低于客户对公司的结算账期，约为 45~120 天，一般以电汇为主，票据为辅。

总体看，公司建立了严格的供应商管理制度，有效保证相关材料的质量；公司主要采购的原材料价格随市场价格波动而波动，公司采购成本控制存在一定压力；公司采购集中度较低，对供应商的依赖程度较低。

（2）产品生产

公司根据客户的定制化需求进行接单生产，均为自主生产，可分成生产计划模块、产品制造模块与产品交付模块三个部分。公司一般根据生产工艺、批量性、环保性以及客户或消费者的特殊要求，进行分类并设立不同的生产线和生产区域，如批量产品生产线、大客户产品生产线等类型，有效避免了产品型号更换带来的时间浪费，提高了生产线的稼动率，也满足了不同客户对专有生产线的要求。公司根据 ISO9001、TS16949 等国际认证标准对所有生产环节进行质量管控和品质保证，生产模式如下图所示。

图 3 公司生产模式示意图



资料来源：公司提供

生产设备方面，公司从瑞士、美国、德国、日本等国家购进了多项国际先进的生产、测试设备，如加工中心、慢走丝切割线、电火花加工机、电声测试设备、射频测试设备、可靠性试验设备、SMT设备等。

消费电子元器件多数属于非标产品，其生产与测试设备专用性很强，有时产品之间差异性较大，很难从外部采购到非常适合的生产设备，要求生产企业具备较强的设备自制能力。公司通过多年探索积累，自主研发制造了多条自动化生产线，能够灵活配合公司特有的生产工艺，实现全自动或半自动生产，既提高了产品的成品率和一致性，又大幅降低了设备成本和直接人工成本。此外，公司还具有精密模具自主开发能力，不仅能够节省成本，且使开发周期大大缩短。

生产成本构成方面，2016—2018年，公司成本结构整体较为稳定；其中，直接材料成本占比较高，分别为78.76%、77.89%和75.66%，直接材料采购价格变动对公司生产成本和主营业务成本影响较大；直接人工成本占比较为稳定，分别为9.25%、9.46%和9.83%；制造费用占比逐年上升，分别为11.99%、12.65%和14.51%，主要系设备折旧增加所致。

表 6 2016—2018 年公司生产成本构成情况（单位：万元、%）

年份	项目	生产成本	占总生产成本比重
2016 年	直接材料	1,144,210.00	78.76
	直接人工	134,355.81	9.25
	制造费用	174,126.91	11.99
2017 年	直接材料	1,523,807.38	77.89
	直接人工	185,071.48	9.46
	制造费用	247,479.31	12.65
2018 年	直接材料	1,434,751.85	75.66
	直接人工	186,397.38	9.83
	制造费用	275,060.10	14.51

资料来源：公司提供

产能方面，2016—2018年，随着新设备的购入及生产技术的改造升级，公司精密零组件和智能声学整机的产能均呈逐年增长趋势；智能硬件产能波动下降，主要系智能硬件的下游需求下降，公司将生产线改造用于其他产品生产所致。产量方面，2016—2018年，公司精密零组件和智能声学整机的产量随订单的增加及产能的提升而逐年增长，年均复合增长分别为21.37%和5.83%；受AR/VR产品下游需求减弱的影响，智能硬件产量波动增长，分别为0.54亿只、0.66亿只和0.55亿只。2019年1—6月，公司精密零组件产量11.78亿只、智能声学整机产量0.47亿只、智能硬件产量0.30亿只。

产能利用率方面，2016—2018 年，公司精密零组件产能利用率波动上升，智能声学整机的产能利用率逐年上升，均处于较高水平；智能硬件产能利用率波动上升，分别为 67.50%、92.96%和 83.33%。

表7 2016—2018年公司产能及产量情况（单位：亿只/年、亿只、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
精密零组件	产能	17.61	21.93	24.03
	产量	15.73	21.57	23.17
	产能利用率	89.32	98.36	96.42
智能声学整机	产能	1.14	1.17	1.18
	产量	1.00	1.07	1.12
	产能利用率	87.72	91.45	94.92
智能硬件	产能	0.80	0.71	0.66
	产量	0.54	0.66	0.55
	产能利用率	67.50	92.96	83.33

资料来源：公司提供

总体看，公司具备完善的生产管理制度和生产工艺流程。近年来随着公司新设备和产线的投入使用以及生产工艺的改进，精密零组件和智能声学整机的产能呈上升趋势；随着公司订单的增长，精密零组件和智能声学整机产量逐年增加，产能利用率处于较高水平。智能硬件受累于下游行业需求波动的影响，生产情况有一定波动。

（3）产品销售

公司主要采用直销的销售模式，将产品直接销售给大客户，包括各种非终端产品，如微型电声器件等。

直销模式一般包括发现目标客户、工厂认证、产品方案论证及商务谈判、产品研发和认证、订单传递和确认、订单交付和回款等七个主要环节。由于直销模式涵盖上述多个环节，并且需要经过多项严格认证，因此其最终销售实现的周期相对较长，同行业企业之间的竞争壁垒也相对较高。

销售区域方面，公司的销售网络遍布全球各主要地区，并不断加强美国、韩国、日本、台湾、香港等现有海内外分支机构的建设，以整合全球人才与技术，及时把握国内外消费类电子市场动态。

销量方面，2016—2018 年，公司精密零组件销售规模快速增长，年均复合增长 21.63%，主要系一方面下游智能手机采用防水、立体声使得单个手机扬声器及相应零组件的单价和数量上升，另一方面公司大力开拓下游安卓手机客户所致；智能声学整机销量平稳增长，年均复合增长 1.97%；智能硬件受 AR/VR 产品下游需求波动的影响，销量波动下降，年均复合减少 2.08%。2019 年 1—6 月，公司精密零组件销量 11.67 亿只、智能声学整机销量 0.43 亿只、智能硬件销量 0.32 亿只。

产销率方面，受益于公司各产品采用以销定产的生产模式，2016—2018 年，公司各类产品产销率均处于较高水平。

销售均价方面，2016—2018 年，精密零组件销售均价有所波动但变化不大；智能声学整机销售均价逐年增长，主要系产品技术革新性能提升所致；智能硬件销售均价波动下降，主要系 AR/VR 产品下游需求下降所致。

表8 2016—2018年公司产销量情况（单位：亿只、元/只、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
精密零组件	销量	15.61	21.36	23.10

	销售均价	4.20	4.86	4.30
	产销率	99.24	99.03	99.70
智能声学整机	销量	1.02	1.04	1.06
	销售均价	46.89	52.58	64.26
	产销率	102.00	97.20	94.64
智能硬件	销量	0.57	0.64	0.55
	销售均价	129.61	143.76	121.25
	产销率	105.56	96.97	100.00

资料来源：公司提供

从客户集中度情况看，公司下游行业的国际市场竞争格局以及公司的业务模式决定了客户具有相对集中的特点，由于公司一直推行大客户战略，客户均为国内外知名品牌厂商，支付能力及信用状况较好，因此较高的客户集中度符合公司的经营特点，也有利于公司良好地控制销售成本、提高管理效率。2016—2018 年，公司前五大客户销售金额分别为 108.56 亿元、168.18 亿元和 157.81 亿元，占当期营业收入的比重分别为 56.28%、65.86%和 66.45%，集中度很高。尽管公司与国际大客户长期稳定的合作关系保证了公司销售的稳定，但若公司在产品质量控制、认证、交货期等方面无法及时满足客户要求，将会使客户订单发生一定波动，公司在一定程度上面临着客户集中度偏高的风险。此外，2016—2018 年，公司对客户一的销售金额对营业收入贡献分别为 26.76%、30.75%和 33.90%，公司对客户一依赖程度较高，客户一的采购策略和经营情况对公司营业收入影响较大。

表 9 2016 - 2018 年公司前五大客户情况（单位：万元、%）

年度	客户名称	销售金额	占当期营业收入比例
2016 年	客户一	516,173.77	26.76
	客户二	268,166.49	13.90
	客户三	119,615.98	6.20
	客户四	95,346.02	4.95
	客户五	86,271.38	4.47
	合计	1,085,573.65	56.28
2017 年	客户一	785,368.45	30.75
	客户二	540,117.39	21.15
	客户三	135,785.24	5.32
	客户四	123,740.12	4.85
	客户五	96,786.97	3.79
	合计	1,681,798.17	65.86
2018 年	客户一	805,077.48	33.9
	客户二	381,915.03	16.08
	客户三	200,332.44	8.43
	客户四	101,855.17	4.29
	客户五	88,962.47	3.75
	合计	1,578,142.58	66.45

资料来源：公司提供

结算方面，公司业务主要面向国际大客户，因此公司产品以出口销售为主，出口业务的结算币种以美元为主，主要通过电汇（T/T）进行。公司一般根据客户的不同情况，给予一定的信用期，通常为 45~120 天。

总体看，公司坚持大客户战略，具有一定的行业壁垒，竞争优势明显，各类产品销售情况良好，产销率保持在较高水平。公司下游客户信誉度高，但存在客户集中度偏高、对单一客户依赖程度较高的风险。

3. 经营效率

2016—2018 年，公司应收账款周转次数波动下降，分别为 4.14 次、4.29 次和 3.47 次，主要系 2018 年公司营业收入减少所致；存货周转次数波动下降，分别为 6.50 次、7.29 次和 5.83 次，主要系 2018 年公司给大客户产品备货增加所致；总资产周转次数波动下降，分别为 0.91 次、1.03 次和 0.84 次，主要系 2018 年公司营业收入减少所致。

与同行业上市公司相比，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均处于行业平均水平。

表 10 2018 年同行业主要上市公司经营效率情况（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
002045.SZ	国光电器	3.58	6.26	0.90
002655.SZ	共达电声	3.56	3.22	0.73
002861.SZ	瀛通通讯	3.39	4.17	0.68
002475.SZ	立讯精密	3.94	6.90	1.13
中位数		3.57	5.21	0.82
平均数		3.62	5.14	0.86
002241.SZ	歌尔股份	3.52	5.89	0.84

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致；Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

总体看，公司整体经营效率处于行业平均水平。

4. 主要在建工程

截至 2019 年 6 月底，公司主要在建工程为青岛 1#办公楼项目。该项目位于青岛市崂山区，属于歌尔科技产业项目的一期工程，包含高端电子元器件产品研发中心、中试车间、生产车间和公共实验室等在内的综合性研发中心。该项目预计总投资 15.00 亿元。截至 2019 年 6 月底，该项目已投资 5.11 亿元，尚需投资 9.89 亿元，2019 年 7—12 月计划投资 6.31 亿元，未来存在一定资金支出压力。

表 11 截至 2019 年 6 月底公司主要在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	计划投资额	截至 2019 年 6 月底已投资额	2019 年 7—12 月计划投资金额
青岛 1#办公楼	15.00	5.11	6.31

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目有利于推动公司技术进步、提高公司综合竞争实力，未来随着该项目的建成，公司研发能力有望进一步增强；但该项目尚需投资规模较大，公司存在一定资金支出压力。

5. 经营关注

（1）客户相对集中的风险

公司产品下游为消费电子市场，其行业集中度较高，因此公司的业务模式决定了客户具有相对集中的特点。2016—2018年，公司对前五名客户的销售额占当期营业收入的比重分别为56.28%、65.86%和66.45%，集中度很高，但若公司在产品质量控制、认证、交货期等方面无法及时满足客户要求，或主要客户受内外因素因素影响采购政策发生变化，公司订单将会随之产生波动。

（2）市场竞争加剧的风险

电声器件、电子配件和智能可穿戴硬件的全球化程度较高，公司将面临来自国内外企业的竞争，近年来受市场竞争加剧的影响，公司综合毛利率逐年下滑，未来若竞争进一步加剧，可能会对公司业务经营和盈利能力造成影响。此外，2020年，5G智能手机放量在即，手机产业链企业盈利能力有望恢复，但是同样存在终端厂商为了降低5G智能手机售价进一步挤压供应链企业的风险。

（3）汇率波动的风险

公司产品出口销售比重较大，且部分原材料需进口，部分研发、生产及检测设备也需要从国外采购。公司出口销售和进口采购以美元结算为主，人民币汇率波动对公司毛利率影响较大。

（4）中美贸易摩擦不确定性的风险

公司第一大客户为北美客户，若中美贸易摩擦加剧，公司的产品可能会被额外征收关税，从而降低公司产品在行业内的竞争力。

6. 未来发展

未来，公司立足于消费电子领域，不断开拓智能手机、智能平板电脑等行业之外新的利润增长点，公司一方面不断夯实自身产品研发与制造能力，树立歌尔制造的良好形象；另一方面通过一系列措施，逐渐放弃技术含量低、附加值低的OEM业务，转而主要为企业客户提供ODM、JDM服务，紧跟业内领先客户的战略方向，着重发展以人工智能为核心的虚拟/增强现实、智能穿戴、智能音频、物联网等战略新兴产业；积极从国家战略中把握发展定位，主动进行创新转型。未来公司重点的投资领域主要集中在产品方向的关键核心技术，逐步搭建开放、包容、共赢的生态型企业平台。同时积极进行人才布局，在全球范围内围绕着人才聚集地，积极进行研发中心布局，确保公司战略实施落地。

总体看，公司结合自身情况制定的上述发展战略符合国家产业政策和行业发展趋势，具有一定的可行性。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016—2018年度审计报告经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。2019年1—6月财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项有关规定编制。2017年根据修订后的《企业会计准则第16号—政府补助》，与企业日常活动相关的政府补助按照经济业务实质计入其他收益或冲减相关成本费用，与企业日常活动无关的政府补助计入营业外收支；公司对2017年1月1日存在的政府补助采用未来适用法处理，对2017年1月1日前发生的政府补助不予追溯调整。根据《企业会计准则第42号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》及财政部《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的

规定，公司在利润表中新增“资产处置收益”项目，并对净利润按经营持续性进行分类列报，并且按照《企业会计准则第30号—财务报表列报》等的相关规定，对可比期间的比较数据进行调整。根据财政部《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号），对“应收票据”“应收账款”“应收利息”“应收股利”“其他应收款”“固定资产”“固定资产清理”“在建工程”“工程物资”“应付票据”“应付账款”“应付利息”“应付股利”“其他应付款”“长期应付款”“专项应付款”“管理费用”“研发费用”“财务费用”等科目进行拆分及合并。会计政策变更对公司净利润无实质影响。

2016年，公司合并范围新增子公司5家，减少1家；2017年，公司合并范围内新增子公司8家，减少2家；2018年，公司合并范围新增公司6家，减少5家；2019年1—6月，公司合并范围新增子公司3家。截至2019年6月底，公司拥有合并范围子公司46家。考虑到公司主营业务未发生变化，会计政策连续，且新增子公司规模较小，对合并报表影响不大，财务数据可比性较强。

表12 近年来公司合并范围变动情况

年份	公司名称	变化
2016年	北京歌尔投资管理有限公司	新增
	橄榄智能硬件（青岛）投资中心（有限合伙）	新增
	丹拿音响（上海）有限公司	新增
	东莞歌尔电子科技有限公司	新增
	AM3D A/S。	新增
	潍坊歌尔科技有限公司	减少
2017年	上海歌尔泰克机器人有限公司	新增
	歌尔智能科技有限公司	新增
	歌尔微电子有限公司	新增
	青岛歌尔微电子研究院有限公司	新增
	昆山歌尔电子科技有限公司	新增
	青岛歌尔精密制造有限公司	新增
	Goertek ShinNei Technology 株式会社	新增
	OPTIMAS CAPITAL PARTNERS FUND LP ⁵	新增
	歌崧光学股份有限公司	减少
	AM3D A/S	减少
2018年	青岛歌尔智能传感器有限公司	新增
	青岛歌尔商业保理有限公司	新增
	大连歌尔泰克科技有限公司	新增
	荣成歌尔电子科技有限公司	新增
	南宁歌尔电子有限公司	新增
	南宁歌尔贸易有限公司；	新增
	北京第九实验室科技有限公司	减少
	北京丹拿投资有限公司	减少
	Goertek Nikko MaChinery Co., Ltd	减少
	Eco Trust Japan Co., Ltd,	减少
	上海歌尔泰克机器人有限公司	减少
2019年1—6月	歌尔科技（越南）有限公司	新增
	青岛虚拟现实研究院有限公司	新增
	西安歌尔泰克电子科技有限公司	新增

资料来源：公司年报，联合评级整理

⁵ 视同公司控制的合伙企业

截至 2018 年底，公司合并资产总额 297.42 亿元，负债合计 145.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）151.90 亿元，其中归属于母公司所有者权益 152.01 亿元。2018 年，公司实现营业收入 237.51 亿元，净利润（含少数股东损益）8.44 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.68 亿元；公司经营活动现金流量净额为 22.76 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.50 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 309.25 亿元，负债合计 155.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）154.11 亿元，其中归属于母公司所有者权益 154.23 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 135.76 亿元，净利润（含少数股东损益）5.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.24 亿元；公司经营活动现金流量净额为 20.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.39 亿元。

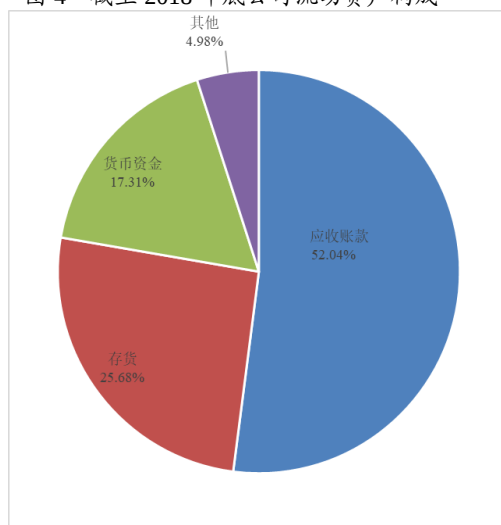
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 13.93%。截至 2018 年底，公司资产总额 297.42 亿元，较年初增长 11.94%；其中，流动资产占比 46.47%，非流动资产占比 53.53%，资产结构较为均衡。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 8.14%。截至 2018 年底，公司流动资产 138.20 亿元，较年初增长 4.33%，主要系应收账款及存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 17.31%）、应收账款（占比 52.04%）和存货（占比 25.68%）构成（如下图所示）。

图 4 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司货币资金波动下降，年均复合减少 16.96%。截至 2018 年底，公司货币资金 23.92 亿元，较年初下降 31.14%，主要系公司投入在建工程、购建固定资产所致。公司货币资金主要由银行存款（占比 83.94%）和其他货币资金（占比 16.04%）构成。公司其他货币资金全部受限，主要为银行承兑汇票、信用证和保函保证金，受限比例一般。

2016—2018 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 15.36%。截至 2018 年底，公司应收账款 71.92 亿元，较年初增长 14.33%，主要系一方面 2017 年公司对部分应收账款做了应收账款保理，另一方面 2018 年 4 季度账期较长的客户销售比重较上年同期有所增加所致。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款（占应收账款余额的比重为 99.98%）中，1 年以内占比 99.88%，其余为 1 年以上，账龄较短。公司应收账款共计提坏账准备 0.98 亿元，计提比例 1.34%，考虑到公司应收账款大部分

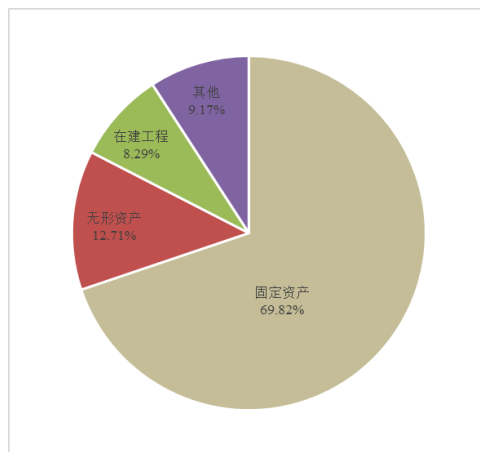
为 1 年以内且下游客户以国际知名企业为主，计提较为充分。从集中度来看，公司按欠款方归集的期末余额前五名合计金额 44.86 亿元，占应收账款期末余额的 61.54%，集中度较高。公司应收账款规模较高，对营运资金形成一定占用。

2016—2018 年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长 20.77%。截至 2018 年底，公司存货 35.49 亿元，较年初增长 18.50%，主要系在产品大幅增加所致。公司存货由原材料（占比 43.08%）、在产品（占比 27.38%）和库存商品（占比 21.44%）构成。截至 2018 年底，公司计提存货跌价准备 0.53 亿元，计提比例 1.48%。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 19.80%，主要系固定资产和在建工程增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产 159.22 亿元，较年初增长 19.50%。公司非流动资产主要由固定资产（占比 69.82%）、在建工程（占比 8.29%）和无形资产（占比 12.71%）构成，如下图所示。

图 5 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 24.77%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 111.17 亿元，较年初增长 16.20%，主要系公司新增生产设备及部分在建项目达到预定可使用状态转为固定资产所致。公司固定资产主要为房屋及建筑物（占比 39.17%）和生产设备（占 51.36%）。截至 2018 年底，累计计提折旧 42.98 亿元，未计提减值准备；固定资产成新率 73.50%，成新率尚可；未办妥产权证的固定资产账面价值 20.10 亿元。

2016—2018 年，公司在建工程波动减少，年均复合减少 9.61%，主要系部分在建项目达成预定可使用状态转固所致。截至 2018 年底，公司在建工程 13.20 亿元，较年初增长 52.57%，主要系公司青岛办公楼及新增厂房持续投入所致。

2016—2018 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 18.04%，主要系公司内部研发形成的无形资产增加及购买土地使用权所致。截至 2018 年底，公司无形资产 20.24 亿元，较年初增长 25.72%，由土地使用权（占比 44.00%）和非专利技术（占比 53.34%）构成。截至 2018 年底，公司无形资产累计摊销 11.25 亿元，未计提减值准备。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 4.12 亿元，占资产比例 1.39%，受限比例很低。

表 13 截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占比	受限原因
货币资金	3.84	1.29	各类保证金等
固定资产	0.28	0.10	子公司抵押借款
合计	4.12	1.39	--

资料来源：公司年报

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 309.25 亿元，较年初增长 3.98%；其中流动资产占比 48.21%，非流动资产占比 51.79%，资产结构较年初变化不大。

总体看，近年来，公司资产规模逐年增长，资产结构较为均衡；流动资产中货币资金较充裕，应收账款账龄较短，资产受限比例很低，公司整体资产质量尚可。

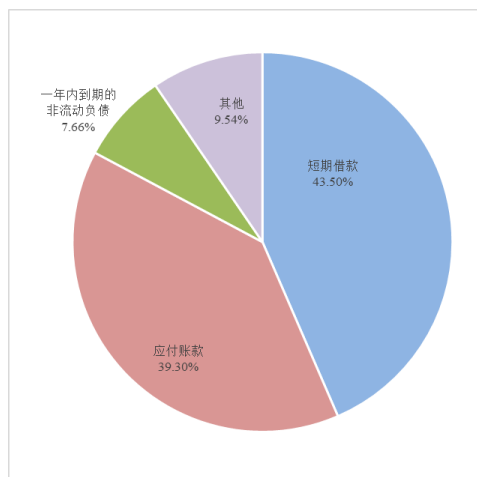
3. 负债及所有者权益

（1）负债

2016—2018 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 9.83%。截至 2018 年底，公司负债总额 145.53 亿元，较年初增长 24.88%，主要系流动负债增加所致；其中，流动负债占比 92.44%，非流动负债占比 7.56%，以流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 20.82%。截至 2018 年底，公司流动负债 134.53 亿元，较年初增长 28.58%，主要系短期借款及应付账款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占比 43.50%）、应付账款（占比 39.30%）和一年内到期的非流动负债（占比 7.66%）构成（如下图所示）。

图 6 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 19.21%。截至 2018 年底，公司短期借款 58.52 亿元，较年初大幅增长 33.68%，主要系公司营运资金需求增加所致。其中，信用借款占 87.00%，保证借款占 13.00%。

2016—2018 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 19.92%。截至 2018 年底，公司应付账款 52.87 亿元，较年初增长 16.64%，主要系公司延长部分供应商结算账期以及应付厂房工程款增加所致。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 57.45%，主要系一年内

到期的长期借款转入所致。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 10.31 亿元，较年初增加 7.23 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

2016—2018 年，公司非流动负债逐年下降，年均复合减少 37.85%，主要系“歌尔转债”赎回及转股，以及一年内到期的长期借款转入流动负债所致。截至 2018 年底，公司非流动负债 11.00 亿元，较年初减少 7.62%。公司非流动负债由长期借款（占比 55.13%）、递延所得税负债（占比 19.03%）和递延收益（占比 25.84%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 37.38%。截至 2018 年底，公司长期借款 6.06 亿元，较年初减少 39.10%，主要系一年内到期的长期借款转入流动负债所致。

2016—2018 年，公司递延所得税负债波动增长，年均复合增长 1,097.32%，主要为固定资产账面价值与计税基础差异。截至 2018 年底，公司递延所得税负债 2.09 亿元，较年初增加 2.08 亿元。

2016—2018 年，公司递延收益波动增长，年均复合增长 2.52%，主要系政府补助波动所致。截至 2018 年底，公司递延收益 2.84 亿元，较年初增长 46.74%，全部为政府补助。

2016—2018 年，公司全部债务波动增长，分别为 73.12 亿元、60.65 亿元和 79.30 亿元，年均复合增长 4.14%。截至 2018 年底，公司短期债务占比 92.35%，长期债务占比 7.65%，以短期债务为主。2016—2018 年，公司资产负债率波动分别为 52.65%、43.86%和 48.93%，全部债务资本化比率分别为 40.26%、28.91%和 34.30%，均呈波动下降的趋势；长期债务资本化比率逐年下降，分别为 19.19%、6.26%和 3.84%。公司整体债务负担处于合理水平。

截至 2019 年 6 月底，公司负债合计 155.14 亿元，较年初增长 6.60%。其中流动负债 143.05 亿元（占比 92.21%），较年初增长 6.33%；非流动负债 12.09 亿元（占比 7.79%），较年初增长 9.88%，负债结构仍以流动负债为主。公司全部债务 81.25 亿元，较年初增长 3.86%，其中短期债务占比 91.79%，长期债务占比 7.65%，债务结构仍待改善。公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 50.17%、34.52%和 4.15%，较年初分别上升 1.24 个百分点、0.22 个百分点和 0.31 个百分点。

总体看，近年来，公司负债规模波动增长，以流动负债为主；公司整体债务负担处于合理水平，但以短期债务为主，债务结构有待调整。

（2）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 18.33%，主要系资本公积和未分配利润增加所致；截至 2018 年底，公司所有者权益 151.90 亿元，较年初增长 1.83%；其中，归属于母公司所有者权益合计 152.01 亿元，主要由股本（占比 21.35%）、资本公积（占比 19.72%）、盈余公积（占比 6.99%）和未分配利润（占比 54.63%）构成，公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2019 年 6 月底，公司所有者权益合计 154.11 亿元，较年初略有增长，主要为归属于母公司的所有者权益（少数股东权益为-1,187.17 万元），所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，近年来，公司所有者权益逐年增长，但未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入波动增长，分别为 192.88 亿元、255.36 亿元和 237.51 亿元，年均复合增长 10.97%，其中 2017 年同比大幅增长主要系声学组件收入增加所致；2018 年同比下降 6.99% 主要系公司下游智能手机行业出货量下降、电声器件领域竞争加剧以及虚拟现实市场处于调整期等因素综合所致。2016—2018 年，公司营业成本波动增长，分别为 149.69 亿元、199.17 亿元和 192.82

亿元，年均复合增长 13.50%。2016—2018 年，公司净利润波动下降，分别为 16.09 亿元、21.07 亿元和 8.44 亿元，年均复合下降 27.55%。

期间费用方面，2016—2018 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 19.46%；2018 年，公司费用总额 32.61 亿元，较上年增长 4.56%，其中销售费用 5.69 亿元（占比 17.45%）、管理费用 10.40 亿元（占比 31.89%），研发费用 13.34 亿元（占比 40.91%），财务费用 3.18 亿元（占比 9.75%），以管理费用和研发费用为主。销售费用方面，2016—2018 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 13.11%，主要系销售人员工资增加所致。管理费用方面，2016—2018 年，公司管理费用逐年增加，年均复合增长 19.29%，主要系职工薪酬增加及新增无形资产摊销所致。2016—2018 年公司研发费用逐年增长，年均复合增长 14.17%，主要系公司持续投入研发所致。财务费用方面，2016—2018 年，公司财务费用波动增长，分别为 0.86 亿元、4.21 亿元和 3.18 亿元，主要系汇兑损益波动所致。2016—2018 年，公司费用收入比波动上升，分别为 11.85%、12.21%和 13.73%，公司费用控制能力尚可。

2017 年起，政府补助分别计入递延收益、其他收益和营业外收入或冲减成本费用。2016—2018 年，公司营业外收入逐年下降，分别为 7,491.79 万元、1,490.97 万元和 1,000.31 万元，年均复合下降 63.46%，占利润总额的比重分别为 3.93%、0.60%和 1.01%，营业外收入对利润贡献较小。2017 年和 2018 年，公司其他收益分别为 2.39 亿元和 2.63 亿元，占利润总额的比重分别为 9.57%和 26.43%，其他收益对利润有一定贡献。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司营业利润率逐年下降，分别为 21.77%、21.46%和 18.22%；2016—2018 年，公司总资本收益率分别为 11.19%、12.00%和 4.90%，净资产收益率分别为 15.82%、16.35%和 5.61%。受 2018 年净利润大幅下降的影响，公司各项盈利能力指标下降明显。

与同行业上市公司相比，公司盈利能力处于行业中等水平。

表 14 2018 年同行业上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

证券代码	证券简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
002045.SZ	国光电器	-4.90	-14.18	12.22
002655.SZ	共达电声	3.40	4.47	25.33
002861.SZ	瀛通通讯	5.49	6.19	25.24
002475.SZ	立讯精密	10.87	17.95	21.05
中位数		4.27	5.73	21.05
平均数		3.83	4.03	20.53
002241.SZ	歌尔股份	4.27	5.73	18.82

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 135.76 亿元，较上年同期增长 61.11%，主要系智能耳机与可穿戴业务收入增加所致；实现净利润 5.23 亿元，较上年同期增长 20.89%。

总体看，近年来，公司营业收入波动增长，公司盈利规模呈波动下降趋势，盈利能力下降明显，公司费用控制能力尚可。

5. 现金流

2016—2018 年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长 16.17%，分别为 185.92 亿元、263.77 亿元和 250.91 亿元，主要系产品销售规模波动增长所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流出规模波动增长，年均复合增长 18.22%，分别为 163.23 亿元、228.46 亿元和 228.14 亿元，主要

系购买生产材料波动增加所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额有所波动，分别为 22.69 亿元、35.31 亿元和 22.76 亿元。从收入实现质量来看，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 90.08%、94.28%和 96.33%，收入实现质量有待提高。

2016—2018 年，公司投资活动现金流入逐年增长，分别为 0.27 亿元、0.50 亿元和 2.34 亿元，其中 2018 年大幅增长，主要系公司结构性存款及外汇期权业务收回投资款所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出持续增长，分别为 34.97 亿元、38.26 亿元和 44.97 亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产投入的现金。受上述因素影响，2016—2018 年公司投资活动产生的现金净流出规模逐年增长，净流出规模分别为 34.70 亿元、37.76 亿元和 42.63 亿元。

2016—2018 年，公司筹资活动现金流入规模逐年增长，分别为 74.61 亿元、94.94 亿元和 95.04 亿元，主要为取得借款收到的现金增加所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出规模波动增长，分别为 69.88 亿元、89.43 亿元和 88.74 亿元，主要为偿还债务支付的现金所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流净额逐年增长，分别为 4.73 亿元、5.51 亿元和 6.30 亿元。

2019 年 1—6 月，公司经营活动产生的现金净流入 20.35 亿元；投资活动产生的现金净流出 11.85 亿元；筹资活动产生的现金净流出 1.98 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流状况良好，但公司投资活动现金需求较大，公司仍存在一定对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 1.28 倍、1.27 倍和 1.03 倍；速动比率分别为 1.02 倍、0.98 倍和 0.76 倍，均处于一般水平。2016—2018 年，公司现金短期债务比分别为 0.74 倍、0.69 倍和 0.33 倍，公司经营现金对短期债务的保障能力一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 波动下降，分别为 31.21 亿元、40.34 亿元和 28.63 亿元。2018 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占比 34.69%）、折旧（占比 44.06%）和摊销（占比 13.03%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数波动上升，分别为 9.78 倍、16.01 倍和 11.91 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强；2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.43 倍、0.67 倍和 0.36 倍，EBITDA 对债务的保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 6 月底，公司无对外担保事项。

截至 2019 年 6 月底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1037070100008090N），截至 2019 年 8 月 7 日，公司无未结清的不良信贷记录；已结清信贷中欠息 3 笔，主要系银行系统错误所致。

截至 2019 年 6 月底，公司及各子公司共获得银行贷款及承兑授信总额度 224.66 亿元，其中已使用额度 78.22 亿元，未使用额度为 146.44 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

总体看，近年来，公司过往债务履约情况良好，未使用银行授信额度较大，整体偿债能力很强。

八、本次可转换公司债券偿还能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 6 月底，公司全部债务合计 81.25 亿元，本次拟发行可转债额度不超过人民币 40.00 亿元，对公司债务规模存在较大影响。

以 2019 年 6 月底财务数据为基础，本次可转债发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 50.17%、34.83%和 4.15%上升至 55.87%、44.26%和 23.24%，较发债前分别上升了 5.71 个百分点、9.51 个百分点和 19.10 个百分点，债务负担仍处于合理水平。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年的 EBITDA 为 28.63 亿元，是本次可转债发行额度（40.00 亿元）的 0.72 倍，EBITDA 对本次可转债的覆盖程度较高。公司 2018 年经营活动现金流入量为 250.91 亿元，是本次可转债发行额度（40.00 亿元）的 6.27 倍，经营现金流入量对本次可转债的覆盖程度较高。公司经营活动现金流量净额为 22.76 亿，为本次可转债发行额度（40.00 亿元）的 0.57 倍，经营活动现金流量净额对本次可转债的覆盖程度较高。

从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 20 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司 A 股股票连续 20 个交易日中至少有 10 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，同时，公司的募投项目未来发展前景较好，达产后有望提升公司的盈利能力。综合来看，公司偿还能力将进一步增强。

综合以上分析，考虑到公司在行业地位、经营规模、技术水平以及客户质量等方面具有的综合优势，公司对本次可转债的偿还能力很强。

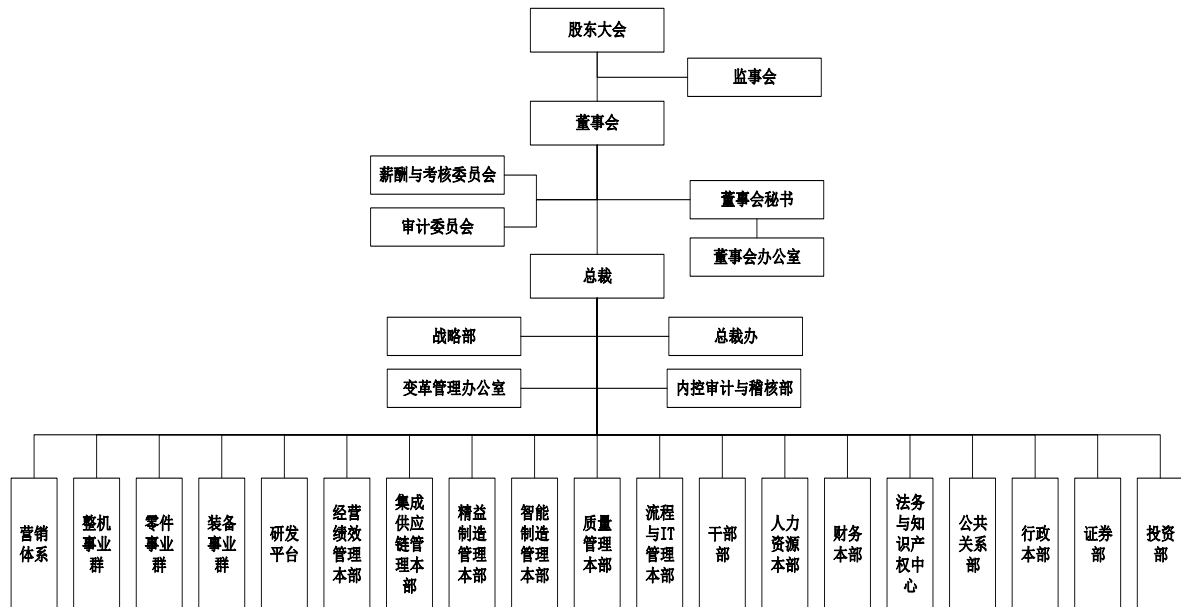
九、综合评价

公司作为全球知名的电声器件、精密零组件、智能声学整机和智能硬件的生产厂商，在行业地位、经营规模、大客户资源、产品研发设计以及产业链垂直整合等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司资产规模持续增长，产销率保持在较高水平，经营活动现金流状况较佳，整体债务负担处于合理水平。同时，联合评级也关注到公司下游消费电子行业景气度下降、行业竞争加剧、客户集中度较高以及人民币汇率波动等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司新技术产业基地项目的建成，公司产能将进一步扩大，产品结构进一步丰富，收入及利润规模有望持续增长，综合竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 40 亿元的可转换公司债券，从本次债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大，综上，本次可转换公司债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1 歌尔股份有限公司 组织结构图



附件 2 歌尔股份有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	229.12	265.71	297.42	309.25
所有者权益（亿元）	108.48	149.17	151.90	154.11
短期债务（亿元）	47.37	50.70	73.24	74.58
长期债务（亿元）	25.76	9.96	6.06	6.67
全部债务（亿元）	73.12	60.65	79.30	81.25
营业收入（亿元）	192.88	255.36	237.51	135.76
净利润（亿元）	16.09	21.07	8.44	5.23
EBITDA（亿元）	31.21	40.34	28.63	--
经营性净现金流（亿元）	22.69	35.31	22.76	20.35
应收账款周转次数（次）	4.14	4.29	3.47	--
存货周转次数（次）	6.50	7.29	5.83	--
总资产周转次数（次）	0.91	1.03	0.84	0.45
现金收入比率（%）	90.08	94.28	96.33	109.37
总资本收益率（%）	11.19	12.00	4.90	--
总资产报酬率（%）	10.47	11.08	4.36	--
净资产收益率（%）	15.82	16.35	5.61	3.42
营业利润率（%）	21.77	21.46	18.22	14.84
费用收入比（%）	11.85	12.21	13.73	10.79
资产负债率（%）	52.65	43.86	48.93	50.17
全部债务资本化比率（%）	40.26	28.91	34.30	34.52
长期债务资本化比率（%）	19.19	6.26	3.84	4.15
EBITDA 利息倍数（倍）	9.78	16.01	11.91	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.43	0.67	0.36	--
流动比率（倍）	1.28	1.27	1.03	1.04
速动比率（倍）	1.02	0.98	0.76	0.71
现金短期债务比（倍）	0.74	0.69	0.33	0.42
经营现金流动负债比率（%）	24.62	33.75	16.92	14.23
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.78	1.01	0.72	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2019 年 1-6 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业总收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业总成本 / [(期初存货余额+期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业总收入 / [(期初总资产+期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业总收入-营业总成本-营业税金及附加) / 营业总收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业总收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 歌尔股份有限公司 公开发行 A 股股票可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年歌尔股份有限公司年报公告后的两个月内，且不少于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

歌尔股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。歌尔股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注歌尔股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现歌尔股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如歌尔股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至歌尔股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送歌尔股份有限公司、监管部门等。

