



002241.SZ

买入

市场价格：人民币 9.52

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	40.1	21.8	(8.0)	(0.9)
相对深证成指	8.3	15.5	0.9	(3.0)

发行股数(百万)	3,245
流通股(%)	85
总市值(人民币 百万)	30,893
3个月日均交易额(人民币 百万)	423
净负债比率(%) (2019E)	16
主要股东(%)	
歌尔集团有限公司	24

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年7月4日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子

赵琦

021-20328313

qi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518080001

王达婷

021-20328284

dating.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060001

歌尔股份

TWS 贡献新增长点, 5G 商用加速 AR/VR 落地

公司是业内领先的声光电整体解决方案提供商，主业包括精密零部件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务。考虑 TWS 需求强劲，有望为公司贡献较大业绩增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

支撑评级的要点

- 智能声学整机贡献显著，业绩走出下行通道。2019 年一季度，公司智能声学整机业务实现收入 21.48 亿元，同比增长 110.51%。得益于智能声学整机业务的高增长，公司 19Q1 营收同比增长 41.02%，扣非净利润同比增加 63.67%。根据一季报指引，预计 19H1 归母净利润区间为 4.67-5.56 亿元，同比增幅区间为 5%-25%。
- TWS 需求强劲，高增长可期。Airpods 等 TWS 产品需求强劲，根据 Counterpoint Research 数据，2018 年 Airpods 销量约为 3500 万部。预计 2019 年，Airpods 销量有望突破 5000 万部。另外，华为、小米等厂商也相继推出 TWS 产品。我们认为，TWS 业务将成为公司 2019 年业绩增长的重要驱动力。
- 5G 商用，助力 AR/VR 加速落地。AR/VR 对于数据传输速度、带宽等要求较高，而 5G 具有高速、高带宽、低时延等特点，可以满足 AR/VR 对网络的要求。2019 年 6 月 6 日，工信部向四大运营商颁发 5G 牌照，5G 正式步入商用阶段。5G 的商用，将加速 AR/VR 应用的落地。公司在 AR/VR 核心光学部件等领域具有明显优势，有望受益。

估值

- 预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.35、0.49、0.59 元，当前股价对应 PE 分别为 27X、19X、16X。考虑 TWS 需求强劲，有望为公司贡献较高业绩增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 声学产品价格下行超预期；TWS 需求不及预期；AR/VR 落地不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	25,537	23,751	30,802	40,240	48,431
变动(%)	32	(7)	30	31	20
净利润(人民币 百万)	2,139	868	1,146	1,592	1,905
全面摊薄每股收益(人民币)	0.659	0.267	0.353	0.491	0.587
变动(%)	(39.1)	(59.4)	32.0	39.0	19.7
全面摊薄市盈率(倍)	14.4	35.6	27.0	19.4	16.2
价格/每股现金流量(倍)	8.7	13.6	6.6	10.4	7.9
每股现金流量(人民币)	1.09	0.70	1.44	0.92	1.21
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.2	12.6	9.5	7.8	6.4
每股股息(人民币)	0.100	0.098	0.049	0.067	0.081
股息率(%)	1.1	1.0	0.5	0.7	0.9

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	25,537	23,751	30,802	40,240	48,431
销售成本	(20,056)	(19,424)	(25,440)	(33,713)	(40,929)
经营费用	(1,491)	(1,557)	(1,836)	(2,243)	(2,628)
息税折旧前利润	3,990	2,770	3,526	4,283	4,874
折旧及摊销	(1,292)	(1,635)	(1,981)	(2,314)	(2,546)
经营利润 (息税前利润)	2,698	1,135	1,545	1,970	2,328
净利息收入/(费用)	(421)	(318)	(144)	(140)	(138)
其他收益/(损失)	223	176	(86)	(2)	(2)
税前利润	2,500	993	1,315	1,828	2,189
所得税	(394)	(149)	(200)	(279)	(335)
少数股东权益	(32)	(23)	(31)	(43)	(51)
净利润	2,139	868	1,146	1,592	1,905
核心净利润	2,140	866	1,143	1,589	1,903
每股收益 (人民币)	0.659	0.267	0.353	0.491	0.587
核心每股收益 (人民币)	0.659	0.267	0.352	0.490	0.586
每股股息 (人民币)	0.100	0.098	0.049	0.067	0.081
收入增长(%)	32	(7)	30	31	20
息税前利润增长(%)	40	(58)	36	27	18
息税折旧前利润增长(%)	40	(31)	27	21	14
每股收益增长(%)	(39)	(59)	32	39	20
核心每股收益增长(%)	(39)	(60)	32	39	20

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,500	993	1,315	1,828	2,189
折旧与摊销	1,292	1,635	1,981	2,314	2,546
净利息费用	421	318	144	140	138
运营资本变动	294	(363)	2,616	(1,279)	1,766
税金	(426)	(172)	(200)	(279)	(335)
其他经营现金流	(550)	(135)	(1,170)	252	(2,390)
经营活动产生的现金流	3,531	2,276	4,686	2,976	3,914
购买固定资产净值	262	447	2,657	2,289	1,564
投资减少/增加	17	(52)	(0)	(0)	(0)
其他投资现金流	(4,055)	(4,658)	(5,313)	(4,577)	(3,128)
投资活动产生的现金流	(3,776)	(4,263)	(2,657)	(2,289)	(1,564)
净增权益	(325)	(320)	(158)	(219)	(262)
净增债务	826	1,808	(1,447)	615	(258)
支付股息	325	320	158	219	262
其他融资现金流	(275)	(1,178)	105	(359)	(400)
融资活动产生的现金流	551	630	(1,341)	257	(657)
现金变动	306	(1,356)	689	944	1,693
期初现金	3,468	3,473	2,392	3,080	4,024
公司自由现金流	(245)	(1,986)	2,030	687	2,350
权益自由现金流	1,001	140	727	1,442	2,230

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3,473	2,392	3,080	4,024	5,717
应收帐款	6,438	7,271	8,785	9,913	13,130
库存	2,995	3,549	4,584	4,331	6,712
其他流动资产	84	161	98	243	205
流动资产总计	13,246	13,820	16,980	18,943	26,196
固定资产	10,432	12,438	13,275	13,438	12,684
无形资产	1,880	2,327	2,203	2,055	1,872
其他长期资产	491	666	668	678	680
长期资产总计	12,804	15,432	16,145	16,170	15,237
总资产	26,571	29,742	33,601	35,554	41,848
应付帐款	4,906	5,615	9,683	9,562	14,497
短期债务	4,377	5,852	4,842	5,431	5,000
其他流动负债	1,179	1,986	1,121	1,200	1,174
流动负债总计	10,462	13,453	15,646	16,193	20,672
长期借款	996	606	900	977	1,200
其他长期负债	195	494	500	500	500
股本	3,245	3,245	3,245	3,245	3,245
储备	11,774	12,364	13,352	14,724	16,367
股东权益	15,019	15,609	16,597	17,970	19,613
少数股东权益	23	(12)	(42)	(85)	(136)
总负债及权益	26,571	29,742	33,601	35,554	41,848
每股帐面价值 (人民币)	4.63	4.81	5.11	5.54	6.04
每股有形资产 (人民币)	4.05	4.09	4.44	4.90	5.47
每股净负债/(现金)(人民币)	0.59	1.25	0.82	0.73	0.15

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.6	11.7	11.4	10.6	10.1
息税前利润率(%)	10.6	4.8	5.0	4.9	4.8
税前利润率(%)	9.8	4.2	4.3	4.5	4.5
净利率(%)	8.4	3.7	3.7	4.0	3.9
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.0	1.1	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	6.4	3.6	10.7	14.1	16.9
净权益负债率(%)	12.6	26.1	16.1	13.3	2.5
速动比率(倍)	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
估值					
市盈率(倍)	14.4	35.6	27.0	19.4	16.2
核心业务市盈率(倍)	14.4	35.7	27.0	19.4	16.2
市净率(倍)	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6
价格/现金流(倍)	8.7	13.6	6.6	10.4	7.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.2	12.6	9.5	7.8	6.4
周转率					
存货周转天数	49.4	61.5	58.3	48.3	49.2
应收帐款周转天数	85.7	105.3	95.1	84.8	86.8
应付帐款周转天数	62.8	80.8	90.6	87.3	90.7
回报率					
股息支付率(%)	15.2	36.8	13.8	13.8	13.8
净资产收益率(%)	16.8	5.7	7.1	9.2	10.1
资产收益率(%)	9.2	3.4	4.1	4.8	5.1
已运用资本收益率(%)	2.8	1.0	1.3	1.7	1.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测