2019年10月10日

声学+光学齐发力,成长空间足

歌尔股份(002241)

声学,精密零组件、智能硬件领域的技术先行者

Counterpoint 调研机构数据指出,2019年二季度全球 TWS 耳机出货量为2700万副,相比一季度1750万副环比增长约54%,2019年上半年出货量为4450万副,超过2018年全年出货量。同时,预期今年全球 TWS 耳机出货量上调至1.2亿副,年增长超过160%,而苹果二季度的占比则为53%成为主导者,安卓阵营中,三星的市占率大约为8%,预计随着华为 TWS 耳机 FreeBuds 系列新品的的发布,安卓系在华为小米等旗舰品牌带动下也有望提升市占率。TWS 耳机的快速放量为公司提供了业绩弹性。

▶ 光学,全线布局 VR/AR 产业链

根据 IDC 预测,全球增强现实/虚拟现实产品出货量在 2019 年将达到 890 万台,同比增长 54.1%,微软、谷歌推出第二代增强现实产品,性能全面提升,售价显著降低,行业逐步进入发展期。公司深度布局 VRAR 光学元件、解决方案等有望为公司贡献业绩弹性。

投资建议

我们预测公司 2019~2021 年的收入分别为 293.8 亿元、427.8 亿元、546.8 亿元,同比增速分别为 23.7%、45.61%、27.82%; 归母净利润分别为 11.29 亿元、17.41 亿元、20.6 亿元,同比增速分别为 30.16%、54.12%、18.36%; 对应 EPS 分别为 0.35 元、0.54 元、0.63 元,对应 PE分别为 51.92 倍、33.69 倍、28.46 倍。参考申万电子零部件制造指数过去 2 年 PE(TTM)平均值约为 40 倍,目前为 47 倍。鉴于公司在 TWS 等智能硬件领域逐渐发力以及在 VRAR 等领域深度布局,我们给予公司 2020年 40 倍 PE,目标价 21.6 元,首次覆盖,给予"买入"评级。

风险提示

近几年以来国内外宏观经济发展不确定性增加,部分智能消费电子产品出现增速放缓。中美贸易争端对全球贸易体系产生重大影响,增加外向型出口企业经营的不确定性。TWS 耳机市场竞争加剧,公司扩产低于预期客户份额有所下降; VRAR 放量低于预期,公司新品突破低于预期等。

盈利预测与估值

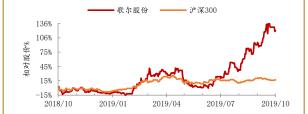
财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25536. 14	23750. 59	29380. 00	42780. 00	54680. 00
YoY	32. 40%	-6. 99%	23. 70%	45. 61%	27. 82%
归母净利润(百万元)	2139. 23	867. 72	1129. 45	1740. 68	2060. 29
YoY	29. 53%	-59. 44%	30. 16%	54. 12%	18. 36%
毛利率	22. 00%	18. 81%	14. 21%	14. 07%	13. 47%
每股收益 (元)	0. 66	0. 27	0. 35	0. 54	0. 63
ROE	14. 36%	5. 71%	7. 01%	9. 57%	10. 18%
市盈率	27. 41	67. 58	51. 92	33. 69	28. 46

数据来源: Wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级:买入上次评级:首次覆盖目标价格:21.6最新收盘价:18.07

股票代码:00224152 周最高价/最低价:18.17/6.6总市值(亿)586自由流通市值(亿)470.45自由流通股数(百万)2,765.75



分析师: 孙远峰

邮箱: sunyf@hx168.com.cn SAC NO: S1120519080005

联系电话:

分析师: 王海维

邮箱: wanghw1@hx168.com.cn SAC NO: S1120519090003

联系电话:



正文目录

1	. 声	5学,精密零组件、智能硬件领域的技术先行者3
2	. 光	
3	. 投	b资建议
4	. 风	l 险提示
历 =	E []	1 크
图表	之日	
	图 1	智能音箱
	图 2	智能手环
	图 3	7.10 H NO 1-1-1-1
		智能手表
	图 5	VR 头盔
		动态 3D 眼镜
	图 7	2011 2010 7 1 1 1 1 1 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2
	图 8	201) 42 ZM 110 1 40 M E W 10) SE
	图 9	201742 12 1110 17022 11 1707 27 (17)
	图 10	0 公司 VR/AR 光学能力
	图 1	1 全面的 VR 系统解决方案
د		
		中国电子元件百强企业
ŧ	₹ 2	2019~2021 公司各业务营收及毛利预测(亿元,%)



1. 声学,精密零组件、智能硬件领域的技术先行者

歌尔股份有限公司成立于 2001 年 6 月, 2008 年 5 月在深交所上市,是全球布局的科技创新型企业,主要从事声光电精密零组件及精密结构件、智能整机、高端装备的研发、制造和销售。目前已在多个领域建立了综合竞争力。公司作为全球领先的声光电整体解决方案提供商,公司坚持"零件+成品"的发展战略,在微型声学器件、虚拟现实、增强现实、光学、精密制造等领域建立起独有的竞争优势。公司创造性地提出了超动平衡扬声器产品得到了安卓手机客户的广泛认可,巩固了公司在微型声学器件领域的市场领先地位。

公司的核心竞争力:

(1) ID 设计: ID 与包装设计中心成立于 2001 年,是隶属于歌尔股份有限公司的设计团队。本中心为工业领域内的全球化公司提供工业设计服务,包括三星电子、LG 电子、松下、索尼、微软、缤特力,以及思科等等。通过深入和多角度的市场研究,具备高精密生产的工厂背景, 极富经验的市场团队做后盾, 公司可以创造出极富竞争力的产品, 让产品的品牌价值最大化。

图1 智能音箱







资料来源:公司官网,华西证券研究所

资料来源:公司官网,华西证券研究所

图 3 TWS 智能耳机

Equalizer 20Hz 110Hz 630Hz 3.5kg Mid High Slave Activity

智能手表

图 4 智能手表



资料来源:公司官网,华西证券研究所

资料来源:公司官网,华西证券研究所



图5 VR头盔

可折叠虚拟现实头盔可折叠。简单易用。

资料来源:公司官网,华西证券研究所

图 6 动态 3D 眼镜



资料来源:公司官网,华西证券研究所

- (2) 系统集成与垂直整合: 凭借丰富的项目经验, 歌尔可提供产品的 ID 设计、声光设计、射频&天线设计、软件设计、电子设计与机械设计一体化系统集成解决方案。同时公司丰富的高品质电子零件产品, 可垂直整合到整机和配件产品中, 可为客户提供"零件+配件+整机"整体解决方案。
- (3) 精密制造:公司具备全面的精密制造能力,在材料研发、材料处理、精密模具、精密注塑、金属加工、表面处理、SMT、半导体芯片封装、3D 封装、仿真测试等方面具有深厚的实力和丰富的经验。
- (4) 研发: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、瑞典等地均设有研发中心,现拥有八个省级以上研发平台,组建了北航-歌尔虚拟现实创新技术研究院、中科-歌尔通信声学联合实验室等合作研发机构,有效地整合世界优势资源,极大地提升了公司的科研开发能力和创新能力,增强了企业的核心竞争力。2018年,公司研发投入为18.92亿元,营收占比为7.97%,创历史新高,主要用于微型电声器件、电子元件、传感器、智能音响、虚拟现实/增强现实产品、智能可穿戴电子产品、智能制造等。公司研发投入持续增加,将有利于公司产品在全球范围内市场竞争力和占有率的进一步提升。

图 7 2014~2018 年公司研发支出及占比(亿元, %)



资料来源: Wind, 华西证券研究所



依据中国元件行业协会信息中心发布 2019 年(第32届)中国电子元件百强企业榜单,公司凭借强劲的研发实力,夺得研发实力榜单冠军。

表 1 中国电子元件百强企业

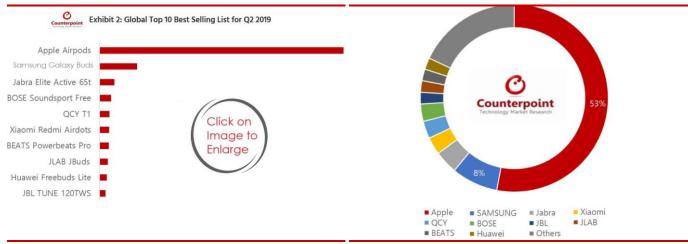
	企业名称	发明专利(个)	其他专利(个)
1	歌尔股份	396	2219
2	中航光电	82	465
3	瑞声科技	176	178
4	华丰	97	343
5	航天电器	83	222
6	长盈精密	62	229
7	光迅科技	30	261
8	中天科技	53	141
9	立讯精密	29	198
10	电连技术	63	101

资料来源:中国元件行业协会,华西证券研究所

Counterpoint 调研机构数据指出,2019年二季度全球 TWS 耳机出货量为2700万副,相比一季度1750万副环比增长约54%,2019年上半年出货量为4450万副,超过2018年全年出货量。同时,预期今年全球 TWS 耳机出货量上调至1.2亿副,年增长超过160%,而苹果二季度的占比则为53%成为主导者,安卓阵营中,三星的市占率大约为8%,预计随着华为TWS 耳机 FreeBuds 系列新品的的发布,安卓系在华为小米等旗舰品牌带动下也有望提升市占率。TWS 耳机的快速放量为公司提供了业绩弹性。

图 8 2019Q2 全球 TWS 耳机销售前 10 产品

图 9 2019Q2 各 TWS 耳机品牌市场份额(%)



资料来源: Counterpoint Research, 华西证券研究所

资料来源: Counterpoint Research, 华西证券研究所



2. 光学, 全线布局 VR/AR 产业链

公司全线布局 VR 虚拟显示产业链,基于多项专利技术基础上的声光电技术和垂直整合能力:在智能手机不断创新发展的同时,新型智能硬件的发展方兴未艾。虚拟现实产品在 4K 超清显示、眼球追踪、6DoF 等方面不断提升技术规格,未来朝小型化和无线化不断发展,交互方式更加自然,实现深度沉浸体验。根据国际调研机构 IDC的预测,全球增强现实/虚拟现实产品出货量在 2019 年将达到 890 万台,同比增长54.1%,微软、谷歌推出第二代增强现实产品,性能全面提升,售价显著降低,行业逐步进入发展期。

- (1) VR/AR 光学能力:提供非球面透镜、菲涅尔透镜、衍射光学元器件等多种 VR 光学解决方案,以及分光曲面反射、棱镜反射等 AR 光学解决方案,并在自由曲面、光波导、微显示等前沿 AR、VR 光学技术上持续进行研发投入;
- (2) VR 光学解决方案:依托在光学方面强大的集成整合能力,公司具备 VR 专用镜片的设计制造能力和量产经验,保障 VR 产品的图像质量;
- (3)全面的VR系统解决方案:提供一站式垂直整合的系统解决方案,包括光学、ID、结构、电子电路、射频、软件在内的整体设计方案,以及零部件,模具,注塑,校准,组装,自动化在内的整体制造方案。

图 10 公司 VR/AR 光学能力

图 11 全面的 VR 系统解决方案





资料来源:公司官网,华西证券研究所

资料来源:公司官网,华西证券研究所

3. 投资建议

基本假设:

公司业务分为3大类,主要包括精密零组件、智能声学整机和智能硬件。其中,

- (1) 智能声学整机业务主要包括有线耳机、无线耳机以及智能音箱等, TWS 耳机业务是近几年主要成长的动能之一, 随着各大品牌厂商 TWS 耳机的放量以及智能音箱的出货量持续增加公司智能声学整机业务有望实现快速的增长, 预计 2019~2021 年公司智能声学整机业务营收增速分别为 76.13%、91.67%、39.13%, 营收分别为 120亿元、230亿元、320亿元,整体毛利率则由于 TWS 耳机的的放量有所下滑;
- (2) 智能硬件业务主要包括 VRAR、手表和手环以及游戏配件等,我们预计随着 5G 的逐步商业化,VRAR 会迎来发展契机,手表手环业务则假设与行业增速相同,我 们预计公司智能硬件的营收增速为 28.26%、27.06%、25%,营收分别为 85 亿元、108 亿元、135 亿元,毛利率假设在 12%~18%之间;
- (3) 精密零组件,由于价格有一定程度的下跌,我们假设该业务 2019~2021 年的营收分别为 85 亿元、86 亿元、88 亿元、毛利率在 24%左右。



我们预测公司 2019~2021 年的收入分别为 293.8 亿元、427.8 亿元、546.8 亿元,同比增速分别为 23.7%、45.61%、27.82%; 归母净利润分别为 11.29 亿元、17.41 亿元、20.6 亿元,同比增速分别为 30.16%、54.12%、18.36%; 对应 EPS 分别为 0.35 元、0.54 元、0.63 元,对应 PE 分别为 51.92 倍、33.69 倍、28.46 倍。参考申万电子零部件制造指数过去 2 年 PE(TTM)平均值约为 40 倍,目前为 47 倍。鉴于公司在 TWS 等智能硬件领域逐渐发力以及在 VRAR 等领域深度布局,我们给予公司 2020 年 40 倍 PE,目标价 21.6 元,首次覆盖,给予"买入"评级。

表 2 2019~2021 公司各业务营收及毛利预测(亿元,%)

	2018	2019E	2020E	2021E
精密零组件	99. 31	85	86	88
同比(%)		-14. 41%	1. 18%	2. 33%
毛利率(%)	25. 84%	25%	24. 80%	24. 50%
智能声学整机(echo+有线/无线耳机)	68. 13	120	230	320
同比(%)		76. 13%	91. 67%	39. 13%
毛利率(%)	12. 61%	8. 20%	8. 2%	8. 50%
智能硬件(VR,手表手环,游戏配件)	66. 27	85	108	135
同比(%)		28. 26%	27. 06%	25. 00%
毛利率(%)	14. 84%	12%	18%	18%
其他业务	3. 8	3. 8	3.8	3.8
毛利率(%)	15. 77%	12%	15%	15%
营收合计	237. 51	293. 8	427. 8	546. 8
同比(%)		23. 70%	45. 61%	27. 82%
综合毛利率(%)	18. 81%	14. 21%	14. 07%	13. 47%

资料来源:公司年报, Wind, 华西证券研究所

4. 风险提示

公司主营业务包括精密零组件、智能声学整机和智能硬件,主要面向全球市场。 近几年以来国内外宏观经济发展不确定性增加,部分智能消费电子产品出现增速放缓。 中美贸易争端对全球贸易体系产生重大影响,增加外向型出口企业经营的不确定性。 TWS 耳机市场竞争加剧,公司扩产低于预期客户份额有所下降; VRAR 放量低于预期, 公司新品突破低于预期等。



财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	23750. 59	29380. 00	42780. 00	54680.00	净利润	844. 47	1103. 72	1700. 88	2011. 88
YoY (%)	-6. 99%	23. 70%	45. 61%	27. 82%	折旧和摊销	1634. 80	1643. 01	1766. 00	1905. 68
营业成本	19281. 92	25205. 10	36760. 85	47314. 60	营运资金变动	-977. 55	-311. 98	-1174. 04	-806. 14
营业税金及附加	141. 65	171. 09	248. 38	319. 23	经营活动现金流	2276. 41	2554. 78	2302. 84	3121. 43
销售费用	569. 24	528. 84	684. 48	656. 16	资本开支	-4189. 79	-1216. 83	-1400.00	-1500. 00
管理费用	1039. 92	793. 26	941. 16	984. 24	投资	-168. 42	4. 15	0.00	0.00
财务费用	318.00	56. 16	-58. 31	-108. 29	投资活动现金流	-4262. 84	-1195. 68	-1400.00	-1500.00
资产减值损失	248. 50	0.00	0. 00	0.00	股权募资	16. 39	0.00	0.00	0.00
投资收益	-82. 08	-10.00	0.00	0.00	债务募资	1686. 62	-5751.71	500.00	-500. 00
营业利润	1006. 16	1303. 55	2007. 75	2373. 90	筹资活动现金流	630. 00	-2084. 26	818. 15	-510. 00
营业外收支	-12. 82	0.00	0. 00	0.00	现金净流量	-1356. 44	−725 . 17	1720. 99	1111. 43
利润总额	993. 34	1303. 55	2007. 75	2373. 90	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	148. 87	199.83	306. 88	362. 02	成长能力(%)				
争利润	844. 47	1103. 72	1700. 88	2011. 88	营业收入增长率	-6. 99%	23. 70%	45. 61%	27. 82%
归属于母公司净利润	867. 72	1129. 45	1740. 68	2060. 29	净利润增长率	-59. 44%	30. 16%	54. 12%	18. 36%
oY (%)	-59. 44%	30. 16%	54. 12%	18. 36%	盈利能力(%)				
每股收益	0. 27	0. 35	0. 54	0. 63	毛利率	18. 81%	14. 21%	14. 07%	13. 47%
资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	3. 56%	3. 76%	3. 98%	3. 68%
货币资金	2391. 59	1666. 42	3387. 41	4498. 84	总资产收益率 ROA	2. 92%	3. 76%	5. 20%	5. 69%
预付款项	161.08	252. 05	367. 61	473. 15	净资产收益率 ROE	5. 71%	7. 01%	9. 57%	10. 18%
存货	3548. 51	4143. 30	5035. 73	5833. 31	偿债能力(%)				
其他流动资产	7719. 00	8505. 05	9634. 47	10712. 01	流动比率	1. 03	1. 67	1. 81	1. 98
充动资产合计	13820. 18	14566. 83	18425. 23	21517. 30	速动比率	0. 75	1.16	1. 28	1. 40
长期股权投资	247. 67	247. 67	247. 67	247. 67	现金比率	0. 18	0. 19	0. 33	0. 41
固定资产	11117. 32	10358. 84	9531. 18	8645. 71	资产负债率	48. 93%	46. 43%	45. 96%	44. 41%
无形资产	2024. 31	1939. 79	1801. 45	1781. 24	经营效率 (%)				
非流动资产合计	15922. 27	15444. 94	15078. 94	14673. 26	总资产周转率	0. 84	0. 98	1. 35	1. 57
资产合计	29742. 46	30011.77	33504. 17	36190. 56	每股指标 (元)				
短期借款	5851. 71	0.00	500. 00	0.00	每股收益	0. 27	0. 35	0. 54	0. 63
应付账款及票据	5615. 24	6560. 23	7050. 03	7777. 74	每股净资产	4. 68	4. 97	5. 60	6. 24
其他流动负债	1985. 76	2173. 59	2647. 17	3093. 96	每股经营现金流	0. 70	0. 79	0. 71	0. 96
流动负债合计	13452. 70	8733. 82	10197. 20	10871.70	每股股利	0. 00	0.00	0.00	0.00
长期借款	606. 42	706. 42	706. 42	706. 42	估值分析				
其他长期负债	493. 58	4493. 58	4493. 58	4493. 58	PE	67. 58	51. 92	33. 69	28. 46
非流动负债合计	1100. 00	5200. 00	5200. 00	5200. 00	PB	1. 47	3. 64	3. 22	2. 90
负债合计	14552. 71	13933. 83	15397. 20	16071.71					
股本	3245. 10	3245. 10	3245. 10	3245. 10					
少数股东权益	-11.53	-37. 26	-77. 06	-125. 47					
股东权益合计	15189. 75	16077. 94	18106. 97	20118. 85					
负债和股东权益合计	29742. 46	30011. 77	33504. 17	36190. 56					

资料来源:公司公告,华西证券研究所



分析师与研究助理简介

孙远峰:华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师,哈尔滨工业大学工学学士,清华大学工学博士,近3年电子实业工作经验;2018年水晶球/金牛/IAMAC保险资产上榜分析师,2017年新财富入围/水晶球上榜分析师,2016年新财富上榜分析师,2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

王海维:华西证券研究所电子行业分析师,华东师范大学硕士,曾就职于安信证券,2019年8月加入华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
以报告发布日后的6个	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
月内公司股价相对上证	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%-5%之间
指数的涨跌幅为基准。	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
月内行业指数的涨跌幅	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
为基准。	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所:

地址:北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层 网址: http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html



华西证券免责声明

华西证券股份有限公司(以下简称"本公司")具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料,但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断,且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下,本报告仅提供给签约客户参考使用,任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下,本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求,不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下,本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为,与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意,在法律许可的前提下,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或期权并进行证券或期权交易,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。在法律许可的前提下,本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权,任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容,如需引用、刊发或转载本报告,需注明出处为华西证券研究所,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。