

2020年6月30日

歌尔股份 (002241.SZ) 电子行业



业绩预告超预期，AirPods 加速成长

——歌尔股份 (002241.SZ) 2020 年半年度业绩预告点评

公司简报

买入 (维持)

当前价: 26.70 元

分析师

刘凯 (执业证书编号: S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsec.com

联系人

王经纬

0755-23945524

wangjingwei@ebsec.com

市场数据

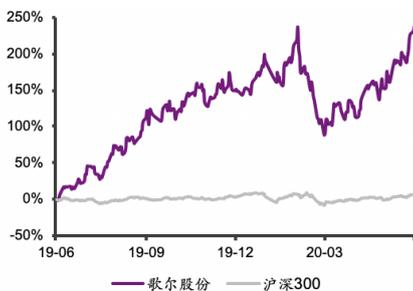
总股本(亿股): 32.45

总市值(亿元): 866.44

一年最低/最高(元): 14.74/27.68

近3月换手率: 324.92%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	80.59	142.87	233.66
绝对	72.39	129.50	225.91

资料来源: Wind

相关研报

AirPods/TWS 构筑成长主线, VR/AR 和可穿戴打开广阔空间——歌尔股份 (002241.SZ) 投资价值分析报告

.....2020-06-09

事件:

公司发布 2020 半年度业绩预告, 业绩同比预增。预计 2020 年上半年归母净利润约为 7.60 亿元-7.86 亿元, 同比上年增长 45%-50%, 对应 2020 年第二季度归母净利润约为 4.66 亿元-4.92 亿元, 同比增长 45%-53%。

点评:

◆业绩预告超预期, TWS 产品加速成长

根据业绩预告, 公司 Q2 单季度实现归母净利润为 4.66 亿元-4.92 亿元, 同比增长 45%-53%; 预告中值对应 Q2 单季度净利润为 4.79 亿元, 同比增长 49%; 公司上半年业绩预告超出预期。

我们判断, 公司上半年业绩超出预期, 主要由 AirPods 产品带动。歌尔股份是 A 客户 AirPods 的第二大代工商, 同时也是安卓中高端耳机的主要代工商, 我们认为歌尔股份 AirPods 供货比例有望大幅提升。在 2020 年第二季度, 由于海外国家积极复工复产, 同时各国政府积极推出经济刺激方案, 消费者对于 AirPods 的需求明显回升。需求的回升也带动公司的产能利用率明显提升, 盈利水平环比改善。

◆AirPods 下半年整体出货量回升, 歌尔股份产能稳步上升

A 客户于 6 月中旬在北美开启 AirPods 返校促销, 符合条件的高校师生, 可以在购买新的 MacBook、iMac、iPad Pro 或 iPad Air 等产品后, 直接免费活动附带有线充电盒的第二代 AirPods, 并且可以选择加 40/90 美元升级到无线充电盒版本和 AirPods Pro。受益于教育优惠促销以及 AirPods Pro 的换机需求, 预计 2020 年下半年整体 AirPods 系列整体出货量将开始回升。

歌尔股份从 2013 年开始打入 A 客户核心供应链, 为 A 客户声学器件以及 Earpods 进行供货, 2018 年开始战略转型布局后, 开始将部分产能转移至越南。歌尔股份目前拥有 14 条 AirPods 普通款产线 (国内 8 条, 越南 6 条) 以及 4 条降噪款产线 (国内 1 条, 越南 3 条)。2020 年下半年, 公司普通款 AirPods 产线产能利用率及产品良率将进一步提升, 而降噪款产品也开始逐步投入生产。由于 AirPods Pro 的市场需求以及出厂价格显著高于普通款 AirPods, 故下半年公司智能声学整机业务收入和利润将进一步提升。

我们预计 AirPods 在 2020 年出货量或将超过 9000 万只, 其中立讯精密和歌尔股份的代工量分别约 6000 和 3000 万只, 立讯精密和歌尔股份作为 AirPods 的核心代工厂, 有望深度受益于 AirPods 的快速放量。

◆可穿戴业务稳健成长，A 客户或于明后年推出 AR 眼镜产品

歌尔股份智能硬件业务包括智能手表/手环代工服务、VR/AR 产品以及娱乐交互设备等。随着可穿戴设备中智能手表/手环的全球出货量迅速增加，公司作为 H 客户、Fitbit、A 客户及索尼相关产品的供应商，手表/手环业务将带动智能硬件板块整体营收稳定增加；远期来看，公司是 VR/AR 主要终端厂商的重要合作伙伴，在 VR 头部显示、光波导领域提早进行布局，拥有技术优势，未来有望随着 VR/AR 产品量产化而迎来高速增长。

2020 年 5 月，美国知名科技产品媒体人 Jon Posser 公开了部分 A 客户 AR 眼镜产品的细节信息。根据 Jon Posser 的公开信息，这款设备将被称为 Apple Glass，其由塑料制成，外观看起来与普通的眼镜接近，可以为用户显示 iPhone 上生成的信息，还可以在一个独特的支架上进行无线充电，预计将于 2021-2022 年发布。A 客户致力于围绕 IOS 系统打造智能硬件生态，类似于其 AirPods、Apple Watch 产品及可穿戴设备推出后出货量的快速成长，AR 眼镜产品可能继续为用户拓宽交互边界，打开 AR/MR 的应用场景空间。

◆市场份额稳步提升，高毛利率零组件业务贡献稳定业绩

歌尔股份是智能手机声学零配件的优质供应商，公司精密零组件业务的核心产品主要为微型扬声器及受话器模组，其中 MEMS 麦克风及压力传感器市场份额稳居世界前二，且在 A 客户及安卓市场端供货占比有望进一步提升。歌尔股份在声光电零组件领域具有十余年的技术积累，目前已经形成了从设计研发到生产销售的一体化布局，2019 年产品毛利率超过 20%，未来将继续为公司贡献稳定业绩。

◆盈利预测、估值与评级

我们继续看好 AirPods 和 TWS 下游市场，下半年随着歌尔市场供货占比的提升、产能利用率的提高以及降噪款产品开始供货，声学整机板块将继续稳定贡献营收与利润增长。公司可穿戴、零组件业务保持稳健成长，VR/AR 业务也有望随 A 客户推出 AR 产品迎来新的发展机遇。我们维持歌尔股份 2020-2022 年的归母净利为 20.44、28.46 和 37.51 亿元，对应 EPS 为 0.62、0.85 和 1.11 元，当前股价对应 2020 年 43 倍 PE，维持“买入”评级。

◆风险提示：TWS 产品出货不及预期，可穿戴、VR/AR 市场发展不及预期，毛利率下降风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	23,750.59	35,147.81	46,219.75	61,561.66	77,564.57
营业收入增长率	-6.99%	47.99%	31.50%	33.19%	25.99%
净利润（百万元）	867.72	1,280.54	2,044.02	2,845.52	3,751.34
净利润增长率	-59.44%	47.58%	59.62%	39.21%	31.83%
EPS（元）	0.27	0.39	0.63	0.88	1.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.71%	7.95%	11.47%	14.08%	16.09%
P/E	100	68	42	30	23
P/B	5.7	5.4	4.9	4.3	3.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 29 日。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23,751	35,148	46,220	61,562	77,565
营业成本	19,282	29,726	39,413	52,765	66,749
折旧和摊销	1,606	1,953	1,855	2,042	2,182
税金及附加	142	224	277	339	427
销售费用	569	534	670	862	1,047
管理费用	1,040	838	1,017	1,293	1,551
财务费用	318	364	319	393	376
研发费用	1,334	1,807	2,311	2,955	3,490
投资收益	-82	-160	-50	50	50
营业利润	1,006	1,496	2,386	3,307	4,348
利润总额	993	1,472	2,361	3,282	4,323
所得税	149	192	307	427	562
净利润	844	1,279	2,054	2,856	3,761
少数股东损益	-23	-1	10	10	10
归属母公司净利润	868	1,281	2,044	2,846	3,751
EPS(按最新股本计)	0.27	0.39	0.63	0.88	1.16

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2276	5451	4572	5760	6520
净利润	868	1281	2044	2846	3751
折旧摊销	1606	1953	1855	2042	2182
净营运资金增加	575	597	1897	2539	2971
其他	-772	1621	-1225	-1667	-2384
投资活动产生现金流	-4263	-3038	-2142	-1755	-1190
净资本支出	-4190	-2987	-2099	-1800	-1250
长期投资变化	248	270	0	0	0
其他资产变化	-321	-321	-43	45	60
融资活动现金流	630	-1337	3202	-936	-2130
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1808	-489	3850	-83	-1113
无息负债变化	1091	4468	1025	4103	4199
净现金流	-1350	1087	5631	3068	3201

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	18.8%	15.4%	14.7%	14.3%	13.9%
EBITDA 率	12.8%	12.2%	10.1%	9.3%	8.9%
EBIT 率	5.9%	6.6%	6.1%	6.0%	6.1%
税前净利润率	4.2%	4.2%	5.1%	5.3%	5.6%
归母净利润率	3.7%	3.6%	4.4%	4.6%	4.8%
ROA	2.8%	3.7%	5.0%	6.0%	7.0%
ROE (摊薄)	5.7%	8.0%	11.5%	14.1%	16.1%
经营性 ROIC	4.8%	7.7%	8.6%	10.5%	12.6%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	49%	53%	57%	58%	57%
流动比率	1.03	1.01	1.07	1.16	1.28
速动比率	0.76	0.71	0.81	0.86	0.94
归母权益/有息债务	2.03	2.30	1.64	1.88	2.42
有形资产/有息债务	3.61	4.52	3.53	4.14	5.25

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	29,742	34,660	41,260	47,675	53,882
货币资金	2,392	3,613	9,244	12,312	15,513
交易性金融资产	32	47	50	50	50
应收账款	7,192	8,104	8,236	9,751	11,518
应收票据	19	40	46	62	78
其他应收款 (合计)	60	60	69	92	116
存货	3,549	5,296	5,887	7,880	9,972
其他流动资产	416	325	325	325	325
流动资产合计	13,820	17,704	24,094	30,736	37,906
其他权益工具	0	336	336	336	336
长期股权投资	248	270	270	270	270
固定资产	11,117	11,502	11,870	11,594	10,748
在建工程	1,320	1,433	1,300	1,144	933
无形资产	2,024	2,397	2,636	2,797	2,901
商誉	18	18	13	13	13
其他非流动资产	214	256	256	256	256
非流动资产合计	15,922	16,957	17,165	16,939	15,976
总负债	14,553	18,531	23,406	27,426	30,511
短期借款	5,852	6,154	10,506	10,423	9,309
应付账款	5,287	8,977	9,853	13,191	16,687
应付票据	328	697	788	1,055	1,335
预收账款	104	105	139	308	388
其他流动负债	0	-81	-81	-81	-81
流动负债合计	13,453	17,558	22,466	26,485	29,571
长期借款	606	344	344	344	344
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	284	397	397	397	397
非流动负债合计	1,100	973	940	940	940
股东权益	15,190	16,129	17,854	20,249	23,371
股本	3,245	3,245	3,245	3,245	3,245
公积金	4,059	4,174	4,379	4,620	4,620
未分配利润	8,305	9,163	10,678	12,823	15,935
归属母公司权益	15,201	16,107	17,822	20,207	23,319
少数股东权益	-12	22	32	42	52

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2%	2%	1%	1%	1%
管理费用率	4%	2%	2%	2%	2%
财务费用率	1%	1%	1%	1%	1%
研发费用率	6%	5%	5%	5%	5%
所得税率	15%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.10	0.14	0.20	0.26
每股经营现金流	0.70	1.68	1.41	1.77	2.01
每股净资产	4.68	4.96	5.49	6.23	7.19
每股销售收入	7.32	10.83	14.24	18.97	23.90

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	89	60	43	31	24
PB	5.1	4.8	4.9	4.3	3.8
EV/EBITDA	29	20	31	24	19
股息率	0%	0%	1%	1%	1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼