

歌尔股份 (002241.SZ)

声+光+电领域深入布局，紧握消费电子创新脉络

营业收入和扣非净利润超市场预期。1) 营业收入和扣非净利润超市场预期。歌尔股份发布19年上半年业绩，上半年实现营业收入135.76亿元，同比增加61.11%，主要得益于TWS无线耳机和智能穿戴业务发展顺利。上半年公司实现归母净利润5.24亿元，同比增加17.73%，落在之前公司给的5%~25%的业绩指引中值偏上；二季度单季实现营业收入78.70亿元，同比增长80%，归母净利润3.21亿元，同比增长23%。

2) 财务指标得到改善。公司经营性活动现金流净额为20.35亿元，较去年同期增长117%。公司不断保持对新技术、新产品、新工艺的开发规模，1H19研发投入75,866.95万元，占营业收入的比重为5.59%，占期末净资产的4.92%。公司上半年ROE、应收账款周转天数较去年有明显改善，公司不断强化经营管理意识，提高精细化运营能力，为公司未来的竞争优势和持续发展奠定坚实的基础。

3) 智能声学整机业务以及智能硬件业务营收大幅增长。智能声学整机业务实现营业收入约52亿，同比增长215.55%，主要得益于TWS耳机的爆发式增长，智能硬件实现营业收入约39亿，同比增长51.30%，主要得益于手表手环等可穿戴电子产品的增长。

三季度业绩指引超市场预期。歌尔股份预测前三季度净利润同比增长5%~25%，三季度单季归母净利润37,519.40至54,643.37万元，与上年同期相比的变动比例为-8.77%至32.86%。

坚持“声光电零组件+智能硬件”的发展战略。公司坚持研发驱动，把握后移动时代智能硬件产业、半导体产业和5G相关产业的发展契机，不断开拓新业务，培育新的利润增长点。我们预计歌尔在Airpods占据约25%~30%的份额，随着良率和净利润率提升，全年有望带来显著的收入与利润增量。歌尔同时在安卓TWS耳机阵营占据主要地位，明年销量有望翻倍。

精密零组件领域，公司不断推动新型超动态平衡扬声器的更新换代，紧密配合客户产品开发，公司在微电子领域持续加强布局，MEMS麦克风、MEMS动传感器占据市场领先地位，并在半导体芯片研发和封测和SIP方面加强投入，未来有望保持持续成长。

积极布局AR\VR市场。5G时代AR\VR市场空间巨大，公司积极布局AR\VR市场，歌尔在AR\VR方面具备核心光学元件、系统以及领先的ODM实力。根据半年报我们预计智能手表和智能穿戴营收会有翻倍成长。公司依托公司声、光、电能力形成具有市场竞争优势的整体解决方案能力，继续夯实公司各领域内的领先优势。我们预计2019E/2020E/2021E公司营业收入可达301.72/410.28/595.14亿元，归母净利润可达12.10/17.09/26.75亿元，目前股价对应PE为35.3x/25.0x/16.0x，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧，汇率政策风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25,537	23,751	30,172	41,028	59,514
增长率 yoy (%)	32.4	-7.0	27.0	36.0	45.1
归母净利润(百万元)	2,139	868	1,210	1,709	2,675
增长率 yoy (%)	29.5	-59.4	39.5	41.2	56.6
EPS最新摊薄(元/股)	0.66	0.27	0.37	0.53	0.82
净资产收益率(%)	14.1	5.6	7.4	9.6	13.4
P/E(倍)	20.0	49.3	35.3	25.0	16.0
P/B(倍)	2.9	2.8	2.7	2.5	2.2

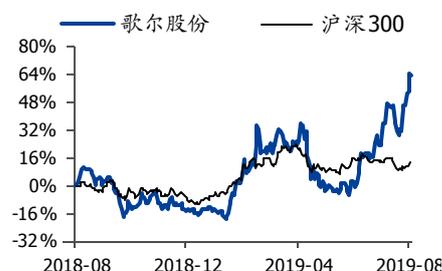
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	电子制造
前次评级	买入
最新收盘价	13.17
总市值(百万元)	42,738.02
总股本(百万股)	3,245.10
其中自由流通股(%)	85.23
30日日均成交量(百万股)	56.31

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

相关研究

- 1、《歌尔股份(002241.SZ)：精密零组件+智能整机+内容服务，打造产业生态圈》2019-07-10



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	13,246	13,820	22,438	30,065	44,907
现金	3,473	2,392	6,928	9,420	13,665
应收账款	6,291	7,192	9,936	13,355	20,430
其他应收款	107	0	136	49	219
预付账款	84	161	150	273	341
存货	2,995	3,549	4,724	6,414	9,642
其他流动资产	297	527	564	554	610
非流动资产	13,324	15,922	17,939	21,685	28,371
长期投资	250	248	241	234	225
固定资产投资	9,567	11,117	13,049	16,552	22,722
无形资产	1,880	2,327	2,388	2,387	2,360
其他非流动资产	1,627	2,230	2,262	2,512	3,064
资产总计	26,571	29,742	40,377	51,750	73,278
流动负债	10,462	13,453	22,914	32,561	51,331
短期借款	4,377	5,852	13,949	20,887	33,890
应付账款	4,533	5,287	7,129	9,588	14,509
其他流动负债	1,552	2,314	1,837	2,086	2,932
非流动负债	1,191	1,100	1,411	1,831	2,344
长期借款	996	606	917	1,337	1,851
其他非流动负债	195	494	494	494	494
负债合计	11,653	14,553	24,325	34,392	53,675
少数股东权益	23	-12	-35	-72	-127
股本	3,245	3,245	3,245	3,245	3,245
资本公积	2,951	2,997	2,997	2,997	2,997
留存收益	8,823	9,366	10,320	11,632	13,637
归属母公司股东收益	14,895	15,201	16,087	17,430	19,730
负债和股东权益	26,571	29,742	40,377	51,750	73,278

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	3,531	2,276	1,105	1,638	1,206
净利润	2,107	844	1,187	1,671	2,620
折旧摊销	1,292	1,635	1,336	1,693	2,259
财务费用	421	318	479	839	1,354
投资损失	3	82	21	26	33
营运资金变动	-268	-978	-1,916	-2,588	-5,056
其他经营现金流	-24	375	-2	-3	-4
投资活动净现金流	-3,776	-4,263	-3,371	-5,461	-8,975
资本支出	3,546	4,240	2,023	3,753	6,695
长期投资	-275	-184	6	10	9
其他投资现金流	-505	-206	-1,342	-1,698	-2,270
筹资活动净现金流	551	630	-1,294	-622	-989
短期借款	259	1,474	0	0	0
长期借款	-1,580	-389	311	420	514
普通股增加	1,718	0	0	0	0
资本公积增加	954	46	0	0	0
其他筹资现金流	-801	-501	-1,605	-1,042	-1,503
现金净增加额	145	-1,350	-3,561	-4,446	-8,758

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	25,537	23,751	30,172	41,028	59,514
营业成本	19,917	19,282	24,379	32,822	47,314
营业税金及附加	139	142	161	235	334
营业费用	503	569	1,509	2,051	2,976
管理费用	2,195	1,040	1,991	2,708	3,928
财务费用	421	318	479	839	1,354
资产减值损失	84	248	208	356	463
公允价值变动收益	0	10	2	3	4
投资净收益	-3	-82	-21	-26	-33
营业利润	2,497	1,006	1,427	1,993	3,116
营业外收入	15	10	12	11	12
营业外支出	12	23	30	26	28
利润总额	2,500	993	1,409	1,978	3,100
所得税	394	149	222	307	480
净利润	2,107	844	1,187	1,671	2,620
少数股东收益	-32	-23	-23	-37	-55
归属母公司净利润	2,139	868	1,210	1,709	2,675
EBITDA	4,019	2,951	3,230	4,518	6,725
EPS (元/股)	0.66	0.27	0.37	0.53	0.82

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	32.4	-7.0	27.0	36.0	45.1
营业利润 (%)	35.6	-59.7	41.8	39.7	56.3
归属母公司净利润 (%)	29.5	-59.4	39.5	41.2	56.6
盈利能力					
毛利率 (%)	22.0	18.8	19.2	20.0	20.5
净利率 (%)	8.4	3.7	4.0	4.2	4.5
ROE (%)	14.1	5.6	7.4	9.6	13.4
ROIC (%)	11.1	4.9	5.1	5.9	6.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.9	48.9	60.2	66.5	73.2
净负债比率 (%)	14.8	33.6	50.9	76.0	115.8
流动比率	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9
速动比率	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.03	0.84	0.86	0.89	0.95
应收账款周转率	4.4	3.5	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	4.9	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.66	0.27	0.37	0.53	0.82
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.08	0.66	0.34	0.50	0.37
每股净资产 (最新摊薄)	4.59	4.68	4.96	5.37	6.08
估值指标 (倍)					
P/E	20.0	49.3	35.3	25.0	16.0
P/B	2.9	2.8	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	11.2	16.3	15.8	12.4	9.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、半年报业绩点评	4
二、三季度业绩指引	6
三、坚持“声光电零组件+智能硬件”的发展战略	6
风险提示	9

图表目录

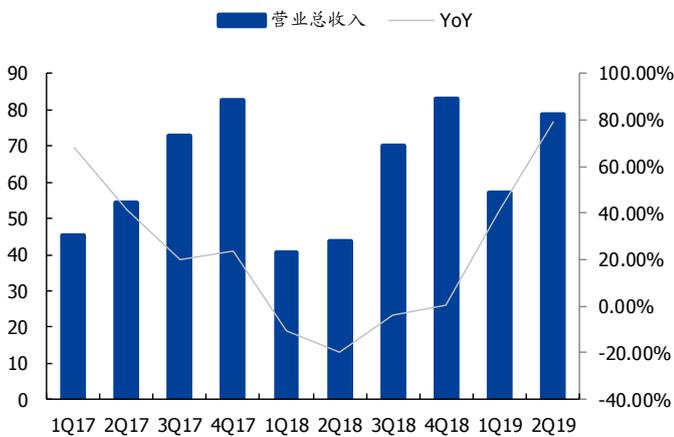
图表 1: 公司季度营业收入 (亿元) 以及同比增长率	4
图表 2: 公司季度归母净利润 (亿元) 以及同比增长率	4
图表 3: 营运能力指标	5
图表 4: 各业务部门营收情况	5
图表 5: 三季度业绩指引	6
图表 6: TWS 耳机市场空间 (百万美金)	6
图表 7: 2018-2020 年全球 TWS 耳机市场销量预测	7
图表 8: OEM、ODM 与整体解决方案提供商	8

一、半年报业绩点评

歌尔股份 2019 年上半年报正式发布，我们详细解读公司半年报，提炼财报核心亮点如下：

1) 营业收入和扣非净利润超市场预期。歌尔股份发布 19 年上半年业绩，上半年实现营业收入 135.76 亿元，同比增加 61.11%，主要得益于 TWS 无线耳机和智能穿戴业务发展顺利。上半年公司实现归母净利润 5.24 亿元，同比增加 17.73%，落在之前公司给的 5%~25% 的业绩指引中值偏上；二季度单季实现营业收入 78.70 亿元，同比增长 80%，归母净利润 3.21 亿元，同比增长 23%。

图表 1: 公司季度营业收入 (亿元) 以及同比增长率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 2: 公司季度归母净利润 (亿元) 以及同比增长率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

2) 财务指标得到改善。公司经营性活动现金流净额为 20.35 亿元,较去年同期增长 117%。公司不断保持对新技术、新产品、新工艺的开发规模, 1H19 研发投入 75,866.95 万元, 占营业收入的比重为 5.59%, 占期末净资产的 4.92%。公司上半年 ROE、应收账款周转天数较去年有明显改善, 公司不断强化经营管理意识, 提高精细化运营能力, 为公司未来的竞争优势和持续发展奠定坚实的基础。

图表 3: 营运能力指标

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
营业周期	204.77	217.24	206.93	163.26	176.14	155.42
存货周转天数	96.22	107.53	90.21	61.08	74.20	64.63
应收账款周转天数	108.55	109.70	116.73	102.18	101.95	90.79
存货周转率	0.94	1.67	2.99	5.89	1.21	2.79
应收账款周转率	0.83	1.64	2.31	3.52	0.88	1.98
流动资产周转率	0.33	0.67	1.10	1.75	0.43	0.95
固定资产周转率	0.42	0.88	1.58	2.30	0.51	1.23
总资产周转率	0.16	0.32	0.55	0.84	0.20	0.45
应付账款周转率	0.81	1.52	2.72	3.93	0.90	2.01
应付账款周转天数	110.98	118.80	99.45	91.67	100.23	89.62
净营业周期	93.79	98.44	107.49	71.59	75.92	65.80
营运资本周转率	1.50	3.65	6.18	15.07	13.48	27.94
非流动资产周转率	0.30	0.61	1.08	1.62	0.36	0.85

资料来源: Wind、国盛证券研究所

3) 智能声学整机业务以及智能硬件业务营收大幅增长。公司精密零组件业务主要产品为微型麦克风、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;公司智能声学整机业务主要产品为有线耳机、无线耳机、智能无线耳机、智能音响产品等;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。

智能声学整机业务实现营业收入约 52 亿,同比增长 215.55%,主要得益于 TWS 耳机的爆发式增长,毛利率下降 4.94%,主要是由于产品结构的变化以及新产品的爬坡;智能硬件实现营业收入约 39 亿,同比增长 51.30%,主要得益于手表手环等可穿戴电子产品的增长。

图表 4: 各业务部门营收情况

	营业收入(百万元)	营业成本(百万元)	毛利率	营业收入 YoY	营业成本 YoY	毛利率 YoY
精密零组件	3,934.04	2,961.94	24.71%	-2.71%	2.56%	-3.87%
智能声学整机	5,202.95	4,589.72	11.79%	215.55%	234.29%	-4.94%
智能硬件	3,937.42	3,470.53	11.86%	51.30%	53.74%	-1.40%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

二、三季度业绩指引

歌尔股份预测前三季度净利润同比增长 5%~25%，三季度单季归母净利润 37,519.40 至 54,643.37 万元，与上年同期相比的变动比例为-8.77%至 32.86%。

图表 5: 三季度业绩指引

2019年1-9月归属于上市公司股东的净利润变动幅度	5%	至	25%
2019年1-9月归属于上市公司股东的净利润变动区间(万元)	89,900.82	至	107,024.79
2018年1-9月归属于上市公司股东的净利润(万元)	85,619.83		
业绩变动的原因说明	公司2019年1-9月智能无线耳机和智能穿戴业务发展顺利，利润贡献增加。		
2019年7-9月归属于上市公司股东的净利润及与上年同期相比的变动情况	2019年7-9月归属于上市公司股东的净利润37,519.40至54,643.37万元，与上年同期相比的变动比例为-8.77%至32.86%。		

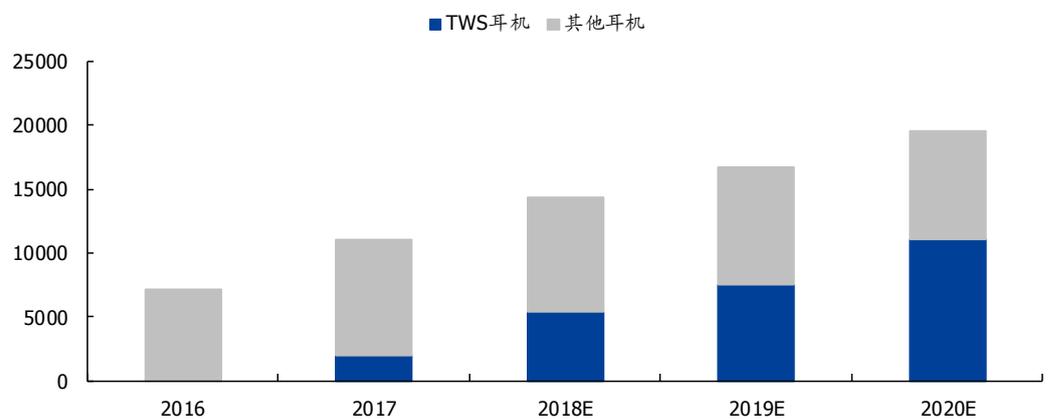
资料来源:公司公告、国盛证券研究所

三、坚持“声光电零组件+智能硬件”的发展战略

公司始终坚持“声光电零组件+智能硬件”的发展战略，坚持研发驱动，把握后移动时代智能硬件产业、半导体产业和5G相关产业的发展契机，不断开拓新业务，培育新的利润增长点。

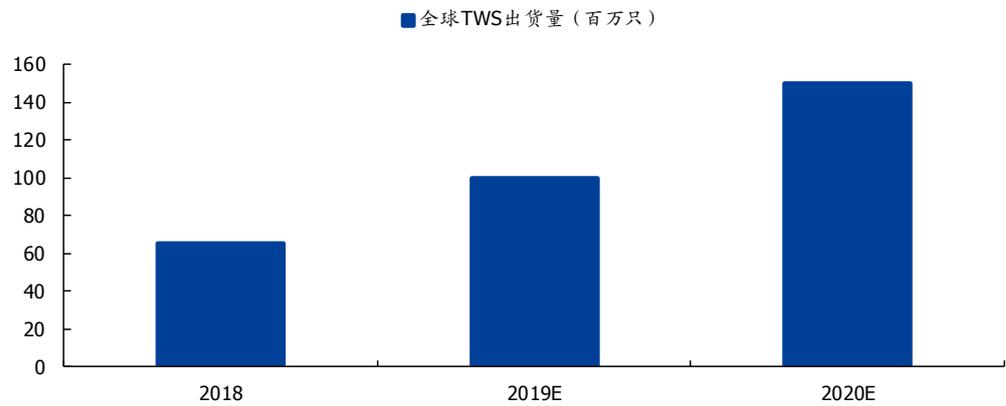
智能声学整机(TWS\智能音箱\有线耳机等)——TWS耳机2019年迎来爆发年，智研咨询预计2018-2020年全球TWS耳机将实现高速增长，出货量分别达到6500万台，1亿台和1.5亿台，年复合增速达51.9%。预计随着无线耳机音质以及功能性持续改善，未来无线耳机的渗透率有望继续提升。

图表 6: TWS 耳机市场空间(百万美金)



资料来源: GfK, 国盛证券研究所

图表 7: 2018-2020 年全球 TWS 耳机市场销量预测



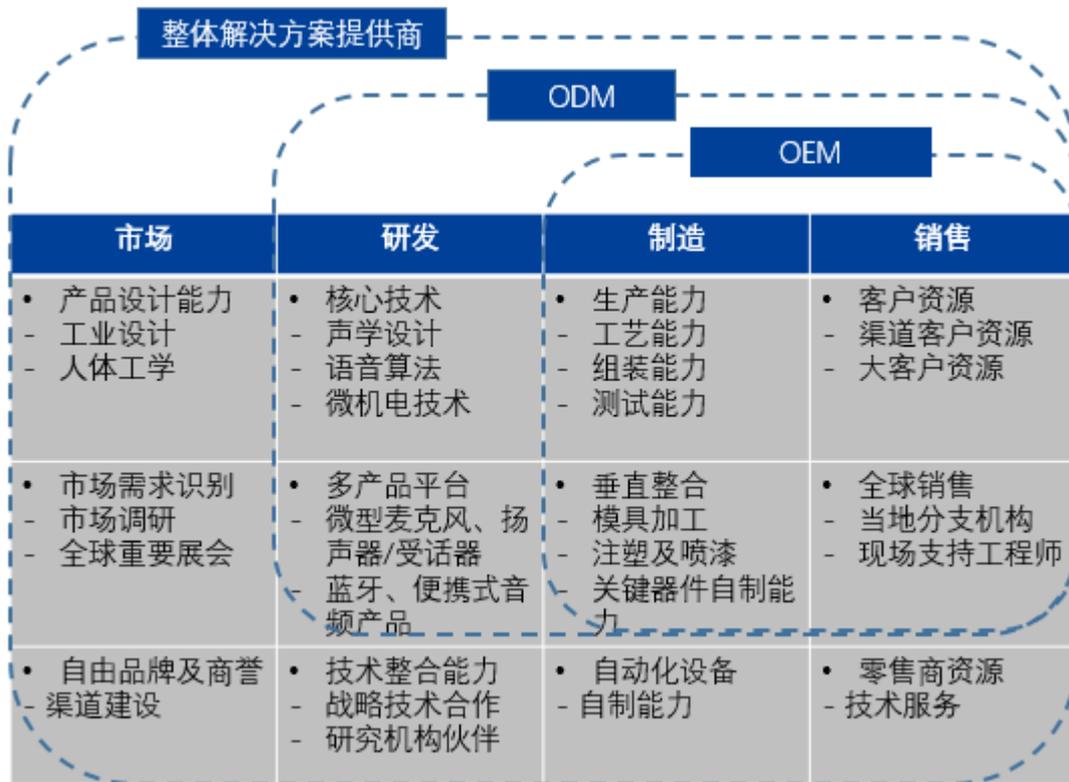
资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

我们预计歌尔在 Airpods 占据约 25%~30%的份额, 若今年 airpods 出货 5000 万, 则对应全年出货约为 1300 万, 随着良率和净利润率提升, 全年有望带来显著的收入与利润增量。歌尔同时在安卓 TWS 耳机阵营占据主要地位, 明年销量有望翻倍。

精密零组件 (声学零组件) —— 不断推动新型超动态平衡扬声器的更新换代, 紧密配合客户产品开发, 公司在微电子领域持续加强布局, MEMS 麦克风、MEMS 动传感器占据市场领先地位, 并在半导体芯片研发和封测和 SIP 方面加强投入, 未来有望保持持续成长。

智能硬件 (AR\VR\光学业务\手表\手环等) —— 5G 时代 AR\VR 市场空间巨大, 公司积极布局 AR\VR 市场, 预计 2020 年随着大客户新产品的推出有很大成长。歌尔在 AR\VR 方面具备核心光学元件、系统以及领先的 ODM 实力, 全面布局虚拟现实产业链, 有望带来新的成长动能。根据半年报我们预计智能手表和智能穿戴营收会有翻倍成长。公司积极布局虚拟现实、增强现实、可穿戴设备等新兴领域, 依托公司声、光、电能力形成具有市场竞争优势的整体解决方案能力, 继续夯实公司在 VR/AR 领域内的领先优势。

图表 8: OEM、ODM 与整体解决方案提供商



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

公司围绕即将到来的 5G 时代，创新性地推出了应用新型芯片解决方案的虚拟现实参考设计平台，在增强现实领域着重布局光学镜片、光栅、光机模组等新型光学器件。公司紧紧把握智能无线耳机产业创新机遇，发挥传统无线耳机业务既有竞争优势，整合供应链资源，服务国内外客户，继续巩固公司在全球声光电整体解决方案领域的领先地位。因此我们预计 2019E/2020E/2021E 公司营业收入可达 301.72/410.28/595.14 亿元，同比增长 27.03%/35.98%/45.06%，公司 2019E/2020E/2021E 归母净利润可达 12.10/17.09/26.75 亿元，同比增长 39.5%/41.2%/56.6%，目前股价对应 PE 为 35.3x/25.0x/16.0x，维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期: 由于受到外部环境的影响,若手机市场的增速不及预期,手机供应链公司的经营业绩将受到不利影响。

行业竞争加剧: 随着各零部件市场的不断扩大,行业竞争将会更加激烈。

汇率政策风险: 以外币计价的金融资产和金融负债产生的外汇风险可能对公司的经营业绩产生的不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com