

## TWS 业务短期波动不改长期向好趋势，高管增持彰显信心

——歌尔股份 (002241.SZ) 跟踪报告之一

### 要点

**智能声学整机业务短期波动不改长期向好趋势。**前期由于北美客户AirPods提货速度的放缓，歌尔AirPods的生产速度也随之放缓和并且运输方式的变化导致库存有一定的增加，近期由于海外节假日催化，AirPods的需求也趋于恢复。我们预计全球AirPods 2020年出货量约9000万只，2021年仍有望保持快速增长。目前歌尔AirPods 2代和AirPods Pro的供货份额不断提升，我们预计2020年和2021年份额约35%~40%和45%~50%。在AirPods份额提升的背景下，安卓TWS和HomePod mini 也是智能声学整机业务收入增长核心驱动力。展望未来，考虑到越南生产占比提升后带来的成本降低、SiP和其它零组件自供的可能性，我们认为歌尔AirPods代工的盈利能力仍有望趋于提升。

**长期来看，ARVR和IoT将打开智能硬件业务成长空间。**长期来看，ARVR和IoT将打开智能硬件业务成长空间。(1) 歌尔作为全球VR设备第一代工龙头，是Oculus和SONY VR设备的核心供应商，我们预计歌尔股份Oculus VR设备的出货量有望保持快速增长和较高盈利水平；此外，2021~2022年SONY下一代VR设备的推出将有望进一步提升歌尔整体VR设备出货量水平。(2) 此外考虑到H客户、Fitbit、小米等厂商智能手表/手环也有望驱动歌尔智能硬件业务快速增长。我们预计公司智能穿戴业务2020-2022年将取得营收99/122/145亿元。

**精密零组件业务有望估值重构：歌尔拟筹划将控股子公司歌尔微电子有限公司分拆上市。**歌尔微电子主要从事MEMS麦克风、MEMS传感器、微系统模组等相关产品的设计、制造和销售，产品主要应用于智能手机、智能无线耳机、可穿戴产品、汽车电子等领域。根据Yole的研究报告，2019年全球MEMS产业企业收入排名中，歌尔微电子位列第9位，是唯一一家进入全球前十的中国企业。展望未来，歌尔微电子的发展战略是一方面在稳固MEMS麦克风龙头地位的同时，另一方面继续发展MEMS传感器和SiP封装业务，未来SiP在公司耳机、可穿戴等智能硬件中将有广阔的应用空间。

**高管增持彰显信心。**2020年11月17日，歌尔股份副董事长兼总裁姜龙先生、副总裁兼董事会秘书贾军安先生以自有资金在二级市场以集中竞价交易方式增持公司股份，其中姜龙先生增持7809万元、贾军安先生增持775万元，成交均价分别为39.05元/股和38.76元/股。

**盈利预测、估值与评级。**歌尔未来将坚持“零件+成品”的发展战略，在半导体为主的零组件自给率提升的背景下，TWS、ARVR、IoT有望驱动歌尔步入快速成长通道。我们维持歌尔股份2020-2022年归母净利润为28.84、40.62、50.31亿元，对应PE为45x、32x、26x，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期风险、行业竞争加剧风险。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	23,750.59	35,147.81	50,214.72	69,953.61	85,731.53
营业收入增长率	-6.99%	47.99%	42.87%	39.31%	22.55%
净利润 (百万元)	867.72	1,280.54	2,884.21	4,062.18	5,031.38
净利润增长率	-59.44%	47.58%	125.23%	40.84%	23.86%
EPS (元)	0.27	0.39	0.89	1.25	1.55
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.71%	7.95%	15.46%	18.40%	19.21%
P/E	140	95	42	30	24

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-11-27。

### 买入 (维持)

当前价：39.48 元

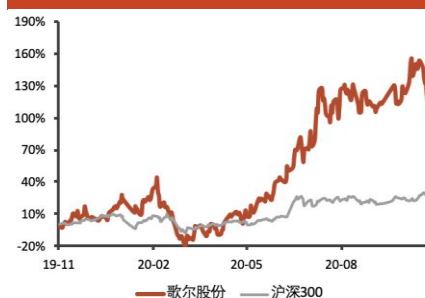
### 作者

分析师：刘凯  
 执业证书编号：S0930517100002  
 021-52523849  
 kailiu@ebscn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	32.45
总市值(亿元):	1293.17
一年最低/最高(元):	14.74/50.23
近3月换手率:	171.68%

### 股价相对走势



### 收益表现

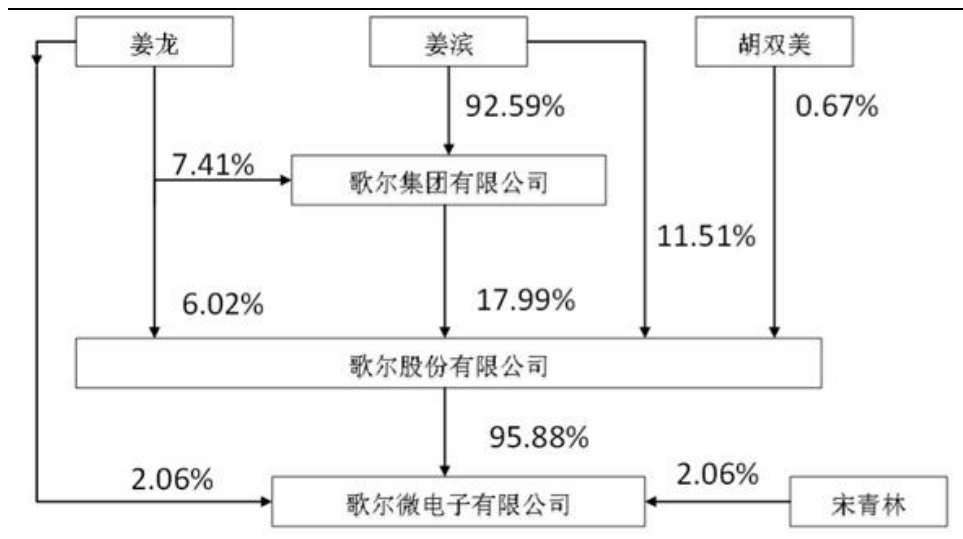
%	1M	3M	1Y
相对	-19.15	-1.27	110.18
绝对	-23.04	-8.13	81.78

资料来源：Wind

## 歌尔拟筹划分拆上市控股子公司歌尔微电子

歌尔微电子分别由公司和姜龙、宋青林持股 95.88%、2.06%和 2.06%，公司为歌尔微电子的控股股东，姜滨和胡双美夫妇为公司实际控制人，亦为歌尔微电子的实际控制人，具体股权及控制关系如下：

图表 1：歌尔微电子股权结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 高管增持彰显信心

2020 年 11 月 17 日，歌尔股份副董事长兼总裁姜龙先生、副总裁兼董事会秘书贾军安先生以自有资金在二级市场以集中竞价交易方式增持公司股份，其中姜龙先生增持 7809 万元、贾军安先生增持 775 万元，成交均价分别为 39.05 元/股和 38.76 元/股。

图表 2：高管增持情况

姓名	职务	增持日期	成交均价 (元/股)	成交金额 (万元)	本次增持前		增持股数 (股)	本次增持后	
					持股数量 (股)	持股比 例		持股数量 (股)	持股 比例
姜龙	副董事长、 总裁	2020年11月 17日	39.05	7,809.41	195,255,197	6.02%	2,000,000	197,255,197	6.08%
贾军安	副总裁、董 事会秘书	2020年11月 17日	38.76	775.16	0	0.00%	200,000	200,000	0.01%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

**风险提示：**下游需求不及预期风险、行业竞争加剧风险。

## 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	50,215	69,954	85,732
营业成本	19,282	29,726	41,399	57,705	71,006
折旧和摊销	1,606	1,953	1,855	2,042	2,182
税金及附加	142	224	301	384	471
销售费用	569	534	728	1,083	1,328
管理费用	1,040	838	1,355	2,027	2,400
财务费用	318	364	327	410	371
研发费用	1,334	1,807	2,962	4,194	5,142
投资收益	-82	-160	-50	50	50
营业利润	1,006	1,496	3,352	4,706	5,820
利润总额	993	1,472	3,327	4,681	5,795
所得税	149	192	432	608	753
净利润	844	1,279	2,894	4,072	5,041
少数股东损益	0	0	10	10	10
归属母公司净利润	868	1,281	2,884	4,062	5,031
EPS(按最新股本计, 元)	0.27	0.39	0.89	1.25	1.55

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2276	5451	4993	6812	7815
净利润	868	1281	2883	4060	5030
折旧摊销	1606	1953	1855	2042	2182
净营运资金增加	575	597	3120	3590	2909
其他	-772	1621	-2866	-2879	-2306
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	3577	-1117	-3465
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1808	-489	4233	-59	-2182
无息负债变化	1091	4468	1625	4997	4005
净现金流	-1350	1087	6427	3940	3160

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	18.8%	15.4%	17.6%	17.5%	17.2%
EBITDA 率	12.8%	12.2%	11.2%	10.2%	9.7%
EBIT 率	5.9%	6.6%	7.5%	7.3%	7.2%
税前净利润率	4.2%	4.2%	6.6%	6.7%	6.8%
归母净利润率	3.7%	3.6%	5.7%	5.8%	5.9%
ROA	2.8%	3.7%	6.7%	7.9%	8.8%
ROE (摊薄)	5.7%	8.0%	15.5%	18.4%	19.2%
经营性 ROIC	4.8%	7.7%	11.2%	13.5%	15.5%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	49%	53%	57%	57%	54%
流动比率	1.03	1.01	1.11	1.22	1.37
速动比率	0.76	0.71	0.84	0.91	1.02
归母权益/有息债务	2.03	2.30	1.66	1.98	2.91
有形资产/有息债务	3.61	4.52	3.57	4.32	6.03

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	43,090	51,469	57,409
货币资金	2,392	3,613	10,043	13,991	17,146
交易性金融资产	32	47	50	50	50
应收帐款	7,192	8,104	8,948	11,081	12,731
应收票据	19	40	50	70	86
其他应收款 (合计)	60	60	75	105	129
存货	3,549	5,296	6,185	8,621	10,611
其他流动资产	416	325	325	325	325
流动资产合计	13,820	17,704	25,925	34,531	41,433
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	24,396	29,351	31,162
短期借款	5,852	6,154	10,892	10,840	8,651
应付账款	5,287	8,977	10,350	14,426	17,751
应付票据	328	697	828	1,154	1,420
预收账款	104	105	151	350	429
其他流动负债	0	81	81	81	81
流动负债合计	13,453	17,558	23,456	28,411	30,221
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	18,694	22,118	26,247
股本	3,245	3,245	3,245	3,245	3,245
公积金	4,059	4,174	4,463	4,620	4,620
未分配利润	8,305	9,163	11,434	14,691	18,811
归属母公司权益	15,201	16,107	18,662	22,076	26,195
少数股东权益	-12	22	32	42	52

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%
管理费用率	4.4%	2.4%	2.7%	2.9%	2.8%
财务费用率	1.3%	1.0%	0.7%	0.6%	0.4%
研发费用率	5.6%	5.1%	5.9%	6.0%	6.0%
所得税率	15.0%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.10	0.20	0.28	0.35
每股经营现金流	0.70	1.68	1.54	2.10	2.41
每股净资产	4.68	4.96	5.75	6.80	8.07
每股销售收入	7.32	10.83	15.47	21.56	26.42

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	140	95	42	30	24
PB	8.0	7.6	6.5	5.5	4.6
EV/EBITDA	44	31	24	19	16
股息率	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



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

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳