

证券研究报告—动态报告

信息技术

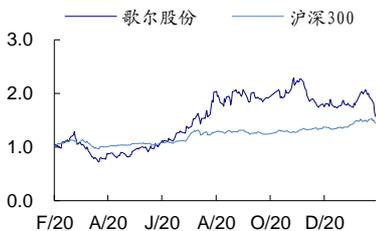
IT 硬件与设备

歌尔股份(002241)
买入

财报点评

(维持评级)

2021年02月01日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	3,322/2,883
总市值/流通(百万元)	108,745/92,591
上证综指/深圳成指	3,483/14,822
12个月最高/最低(元)	50.23/14.82

相关研究报告:

《歌尔股份-002241-财报点评: 业绩超预期, 长期发展路径清晰》——2020-10-26
 《歌尔股份-002241-重大事件快评: 泛智能硬件巨擘, 受益2020年可穿戴设备优质赛道》——2020-01-21
 《歌尔股份-002241-2019年三季报点评: 三季报业绩符合预期, 声光电布局潜力足》——2019-10-24
 《歌尔声学: 订单1Q缩减, 预期3Q好转》——2009-02-27
 《订单1Q缩减, 预期3Q好转》——2009-02-27

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821
 E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002

证券分析师: 许亮

电话: 0755-81981025
 E-MAIL: xuliang1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518120001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
业绩符合预期, 看好远期空间
● 业绩符合预期

公司发布业绩快报, 2020 实现营收 576 亿元, 同比增长 63.9%; 归母净利润 28.5 亿元, 同比增长 122.9%。单 Q4 公司营收 229 亿元, 同比增长 108%; 净利润 8.3 亿元, 同比增长 180%。公司业绩符合市场预期, 下游大客户订单饱满, 公司维持较高的产能稼动率。

● AirPods 大小年正常切换, 成长上限仍具备充足空间

现在市场普遍担心 2021 年 AirPods 销量增速下降, 未来市场空间受到安卓系品牌侵蚀。但是我们认为, AirPods 作为消费品的核心仍在于品牌和 iOS 生态支持。同时考虑到 AirPods 换机周期更短, 我们预计 AirPods 的销量天花板远未到达。2019 年大客户 TWS 出货量 0.55 亿只, 2020 预计出货量在 0.9-1 亿只左右, 预计 TWS 出货量峰值将达到 2 亿只左右。歌尔声学作为大客户 TWS 新进重要供应商, 未来随着供货份额的提升将具备较为长期的持续成长空间。同时, 歌尔股份深耕声学及 ARVR 智能终端。我们看好公司持续在增量市场的超前布局, 包括 AirPods MAX, Oculus Quest2 等新产品的持续推出, 公司有望摆脱传统市场的激烈竞争, 提前进入下一个成长风口。

● “零件+成品”协同发展, 持续投入新兴领域

公司当前实行“零件+成品”的协同发展战略, 零件包括声学部件、光学器件、微电子产等, 成品包括 TWS 耳机、VR/AR、智能手表等产品。其中 TWS 耳机+VR 为近几年公司成长主线, 产品市场空间巨大。公司还在光学、ARVR, SIP 等新业务领域持续投入, 为公司储备长期持续成长动力。我们看好公司 IoT 全业务领域的长期布局, 认为公司具备长期投资价值。

● 风险提示: 下游需求不及预期, 市场竞争加剧。
● 投资建议: 维持“买入”评级。

我们上调盈利预测, 预计 20-22 年归母净利润 28.5/42.3/59.1 亿元, 前值 28.1/37.1/47.9 亿元, 对应 PE 为 38.6/26.1/18.7X, 维持“买入”评级。

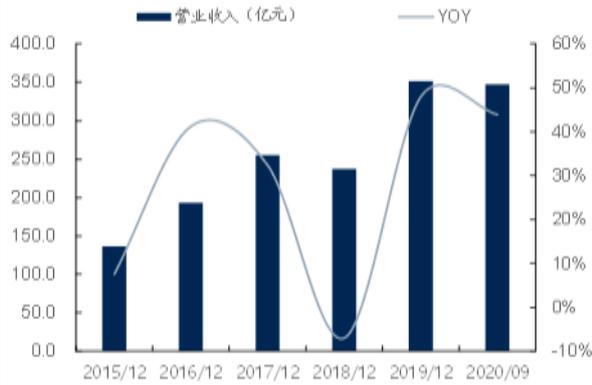
盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,751	35,148	57,607	83,531	112,766
(+/-%)	-7.0%	48.0%	63.9%	45.0%	35.0%
净利润(百万元)	868	1281	2854	4226	5912
(+/-%)	-59.4%	47.6%	122.8%	48.1%	39.9%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.39	0.86	1.27	1.78
EBIT Margin	11.4%	10.9%	6.2%	6.3%	6.3%
净资产收益率(ROE)	5.7%	8.0%	15.5%	19.4%	22.3%
市盈率(PE)	124.2	86.1	38.6	26.1	18.7
EV/EBITDA	28.3	22.3	27.9	21.7	17.6
市净率(PB)	7.09	6.85	6.00	5.07	4.16

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营业收入



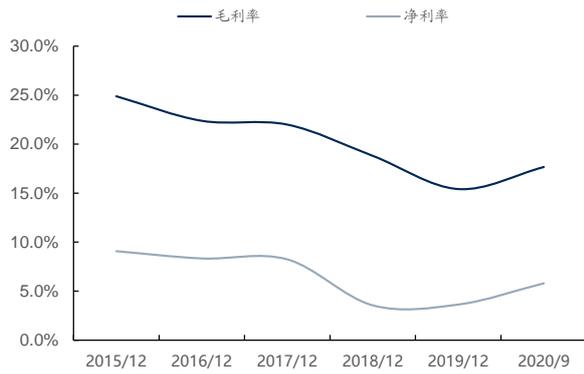
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司净利润



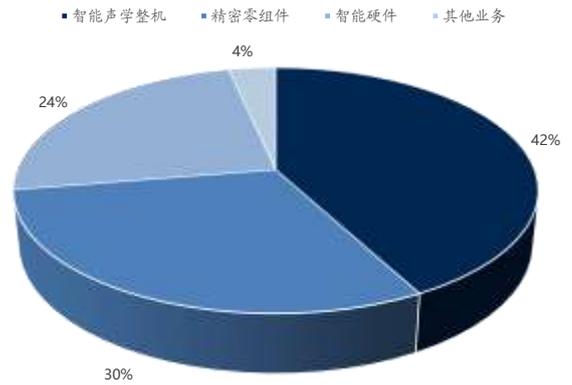
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司盈利能力



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司收入结构



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	3613	3613	3613	3613	营业收入	35148	57607	83531	112766
应收款项	8204	15202	22371	28760	营业成本	29726	48390	70166	94724
存货净额	5296	8513	12922	17248	营业税金及附加	224	288	418	564
其他流动资产	543	1020	1600	1966	销售费用	534	864	1253	1691
流动资产合计	17704	28422	40625	51779	管理费用	838	4474	6444	8666
固定资产	13042	14982	16865	18761	财务费用	364	289	398	416
无形资产及其他	2397	2301	2205	2109	投资收益	(160)	0	0	0
投资性房地产	1248	1248	1248	1248	资产减值及公允价值变动	135	(63)	(55)	6
长期股权投资	270	287	307	327	其他收入	(1941)	0	0	0
资产总计	34660	47240	61251	74225	营业利润	1496	3239	4797	6711
短期借款及交易性金融负债	6656	9403	11470	10244	营业外净收支	(25)	0	0	0
应付款项	9675	16135	23512	31851	利润总额	1472	3239	4797	6711
其他流动负债	1227	2199	3203	4337	所得税费用	192	389	576	805
流动负债合计	17558	27737	38184	46431	少数股东损益	(1)	(3)	(5)	(6)
长期借款及应付债券	344	344	344	344	归属于母公司净利润	1281	2854	4226	5912
其他长期负债	630	749	934	935					
长期负债合计	973	1093	1277	1279	现金流量表 (百万元)				
负债合计	18531	28830	39462	47710	净利润	1281	2854	4226	5912
少数股东权益	22	20	18	15	资产减值准备	(126)	30	16	19
股东权益	16107	18390	21771	26500	折旧摊销	1953	1399	1644	1866
负债和股东权益总计	34660	47240	61251	74225	公允价值变动损失	(135)	63	55	(6)
					财务费用	364	289	398	416
关键财务与估值指标					营运资本变动	1659	(3108)	(3577)	(1590)
每股收益	0.39	0.86	1.27	1.78	其它	126	(32)	(18)	(22)
每股红利	0.18	0.17	0.25	0.36	经营活动现金流	4756	1206	2347	6179
每股净资产	4.85	5.54	6.55	7.98	资本开支	(2158)	(3336)	(3503)	(3678)
ROIC	16%	13%	15%	18%	其它投资现金流	(15)	(28)	(45)	(72)
ROE	8%	16%	19%	22%	投资活动现金流	(2195)	(3382)	(3568)	(3770)
毛利率	15%	16%	16%	16%	权益性融资	1	0	0	0
EBIT Margin	11%	6%	6%	6%	负债净变化	(263)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	9%	8%	8%	支付股利、利息	(595)	(571)	(845)	(1182)
收入增长	48%	64%	45%	35%	其它融资现金流	376	2747	2067	(1226)
净利润增长率	48%	123%	48%	40%	融资活动现金流	(1340)	2176	1221	(2409)
资产负债率	54%	61%	64%	64%	现金净变动	1221	0	0	0
息率	0.5%	0.5%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	2392	3613	3613	3613
P/E	86.1	38.6	26.1	18.7	货币资金的期末余额	3613	3613	3613	3613
P/B	6.8	6.0	5.1	4.2	企业自由现金流	4778	(1885)	(815)	2865
EV/EBITDA	22.3	27.9	21.7	17.6	权益自由现金流	4892	607	901	1272

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032