

## 2020 年年报点评:

### 业绩持续高增长, 零组件+整机多点开花 买入 (维持)

2021 年 03 月 27 日

证券分析师 王平阳

执业证号: S0600519060001

021-60199775

wangpingyang@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	57,743	73,972	93,610	116,247
同比 (%)	64.3%	28.1%	26.5%	24.2%
归母净利润 (百万元)	2,848	4,128	5,451	6,654
同比 (%)	122.4%	44.9%	32.1%	22.1%
每股收益 (元/股)	0.83	1.21	1.60	1.95
P/E (倍)	32.68	22.55	17.07	13.99

#### 投资要点

■ **2020 年全年业绩增速亮眼, 2021Q1 高增长持续:** 公司发布 2020 年年报, 2020 年公司实现营业收入 577.4 亿元, 同比增长 64.3%; 归母净利润 28.5 亿元, 同比增长 122.4%, 符合我们预期。公司坚持“精密零组件+智能硬件整机”的发展战略, 积极推动声学、微电子、光学、结构件等精密零组件和智能无线耳机、AR/VR、智能可穿戴、智能家居等智能硬件产品业务的发展, 特别是精密零组件、智能无线耳机、VR 等领域内的业务取得了较快增长。具体来看, 2020 年精密零组件收入为 122.05 亿元, yoy+14.93%, 毛利率 14.8%, yoy+0.97pct; 智能声学整机营业收入为 266.74 亿元, yoy+79.95%, 毛利率 12.5%, yoy+2.21pct; 智能硬件营收为 176.52 亿元, yoy+107.34%, 毛利率 23.9%, yoy+1.28pct。其中, 2020Q4 单季实现营收 230.1 亿元, 同比增长 109.0%, 归母净利润 8.3 亿元, 同比增长 181.4%。此外, 公司预告 2021 年一季度实现净利润 8.2~9.7 亿元, 同比增长 180%~230%, 主要是因为公司虚拟现实产品、智能无线耳机产品销售收入增长, 盈利能力改善; 同时公司持有的 Kopin Corporation 权益性投资公允价值变动损益增加。

■ **TWS 份额持续增长, 盈利能力进一步提升:** 根据 Canalys 预测, 2021 年中全球 TWS 智能无线耳机出货量约为 3.5 亿台, 同比增长约 39%, 预计 2020 至 2024 年的平均年复合增长率约为 19.8%。公司是大客户核心供应商, 2020 年 Q4 公司降噪耳机产线爬坡顺利, 供应份额稳步提升, 且零部件自制比例稳步扩增。未来随着公司产能持续爬坡和生产良率的提升, 公司有望进一步增强盈利能力, 并持续提升客户供应份额。此外, 大客户头戴式耳机和智能音响以及安卓系列客户亦有广阔市场。

■ **智能穿戴、AR/VR 等领域多点开花:** 根据 IDC 的预测数据, 2021 年测全球 VR 虚拟现实产品同比增长约为 46.2%, 2020 至 2024 年的年复合增长率约为 48%。公司是全球 VR/AR 代工龙头, 具备 VR 头显及配套设备的一站式研发制造能力, 目前已进入 Oculus、Sony 供应链, 2020 年公司产品出货量增长显著, 中高端 VR 产品的出货份额领先。根据 Canalys 预测, 2021 年智能可穿戴产品出货量约为 2 亿台, 同比增长约 12%, 预计 2020 至 2024 年的年复合增长率为 6.7%。在智能手表领域, 公司可提供从产品概念、ID 设计、电子设计、结构设计到研发、生产制造的一体化解决方案, 市场优势地位突出。公司在电声、SiP、VR 镜头等精密零组件和智能硬件整机领域具备垂直整合优势, 未来随着 VR/AR、智能手表等智能硬件市场进一步起量, 公司业绩增长潜能充足。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司零组件+整机协同性显著, 我们上调 2021-22 年净利润预测为 41.3/54.5 亿元 (前值 40.0/54.1 亿元), 预计 2023 年净利润 66.5 亿元, 对应 P/E 为 22.6/17.1/14.0 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 终端销量不及预期; 新品推出不及预期; 客户开拓不及预期。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	27.24
一年最低/最高价	15.44/50.23
市净率(倍)	4.74
流通 A 股市值(百万元)	81099.67

#### 基础数据

每股净资产(元)	5.75
资产负债率(%)	59.82
总股本(百万股)	3416.32
流通 A 股(百万股)	2977.23

#### 相关研究

- 1、《歌尔股份 (002241): TWS 带动业绩高速增长, VR/AR 未来可期》2020-10-23
- 2、《歌尔股份 (002241): TWS 放量助力高成长》2020-06-30

歌尔股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>28,129</b>	<b>34,246</b>	<b>39,843</b>	<b>52,058</b>	<b>营业收入</b>	<b>57,743</b>	<b>73,972</b>	<b>93,610</b>	<b>116,247</b>
现金	7,788	12,644	15,348	18,918	减:营业成本	48,484	61,485	77,696	96,125
应收账款	10,045	11,090	8,412	17,421	营业税金及附加	200	333	476	565
存货	9,171	9,281	14,642	14,286	营业费用	476	666	749	1,104
其他流动资产	1,126	1,231	1,441	1,433	管理费用	5,056	6,510	8,097	10,346
<b>非流动资产</b>	<b>20,989</b>	<b>22,924</b>	<b>24,851</b>	<b>26,959</b>	研发费用	3,426	4,438	5,476	6,975
长期股权投资	337	430	522	615	财务费用	491	490	574	593
固定资产	14,675	16,316	18,053	19,955	资产减值损失	-208	100	100	150
在建工程	2,079	2,460	2,773	3,137	加:投资净收益	139	75	75	75
无形资产	2,838	2,684	2,503	2,286	其他收益	225	226	223	213
其他非流动资产	1,060	1,034	1,000	967	资产处置收益	-62	-40	-46	-57
<b>资产总计</b>	<b>49,118</b>	<b>57,170</b>	<b>64,694</b>	<b>79,017</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,261</b>	<b>4,830</b>	<b>6,300</b>	<b>7,674</b>
<b>流动负债</b>	<b>22,736</b>	<b>28,084</b>	<b>31,521</b>	<b>40,664</b>	加:营业外净收支	-39	-35	-28	-32
短期借款	3,190	4,108	4,200	5,699	<b>利润总额</b>	<b>3,222</b>	<b>4,794</b>	<b>6,272</b>	<b>7,643</b>
应付账款	17,324	20,631	24,009	31,312	减:所得税费用	370	663	815	982
其他流动负债	2,222	3,345	3,311	3,653	少数股东损益	4	4	5	7
<b>非流动负债</b>	<b>6,648</b>	<b>5,571</b>	<b>4,586</b>	<b>3,500</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,848</b>	<b>4,128</b>	<b>5,451</b>	<b>6,654</b>
长期借款	5,786	4,825	3,782	2,725	EBIT	3,563	4,884	6,246	7,536
其他非流动负债	862	746	804	775	EBITDA	5,752	6,936	8,672	10,386
<b>负债合计</b>	<b>29,384</b>	<b>33,655</b>	<b>36,107</b>	<b>44,164</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	80	85	90	97	每股收益(元)	0.83	1.21	1.60	1.95
归属母公司股东权益	19,653	23,430	28,497	34,756	每股净资产(元)	5.66	6.72	8.21	10.04
<b>负债和股东权益</b>	<b>49,118</b>	<b>57,170</b>	<b>64,694</b>	<b>79,017</b>	发行在外股份(百万股)	3275	3416	3416	3416
					ROIC(%)	15.6%	21.1%	25.4%	26.9%
					ROE(%)	14.5%	17.7%	19.2%	19.2%
					毛利率(%)	16.0%	16.9%	17.0%	17.3%
					销售净利率(%)	4.9%	5.6%	5.8%	5.7%
					资产负债率(%)	59.8%	58.9%	55.8%	55.9%
					收入增长率(%)	64.3%	28.1%	26.5%	24.2%
					净利润增长率(%)	123.0%	44.9%	32.1%	22.1%
					P/E	32.68	22.55	17.07	13.99
					P/B	4.81	4.05	3.32	2.71
					EV/EBITDA	16.45	13.10	10.06	8.11

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

