

证券研究报告

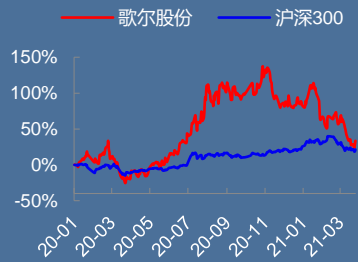
公司研究

公司点评报告

歌尔股份 (002241)

投资评级 **买入**

上次评级 **买入**



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

方竞 电子行业首席分析师

执业编号: S1500520030001

联系电话: 15618995441

邮箱: fangjing@cindasc.com

刘志来 研究助理

联系电话: 17621917725

邮箱: liuzhilai@cindasc.com

前期歌尔股份相关报告:

2020.05.03-一季报点评报告

2020.06.30-中报预告点评报告

2020.07.14-深度报告

2020.08.21-中报点评报告

2020.10.23-三季报点评报告

2021.01.31-2020 业绩快报点评

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

2021 年有力开局，歌尔翻开新篇章

2021 年 03 月 28 日

事件: 2021 年 3 月 26 日, 歌尔股份发布 2020 年年报, 公司实现营收 577.4 亿, 同比增长 64.3%; 归母净利润 28.5 亿, 同比增长 122.4%。同时, 公司公告 1Q21 业绩预告, 单季度实现归母净利润 8.2 亿-9.7 亿, 同比增长 180%-230%。

点评:

► **承上启下, 2020 年顺利收官。** 公司 2020 年实现营业收入 577.4 亿元, 同比增长 64.3%; 公司实现归母净利润 28.5 亿, 同比增长 122.4%。2020 年, 公司毛利率显著上升, 精密零组件、智能声学整机、智能硬件三大业务毛利率分别提升 1.0%、2.2%、1.3%。前期市场较为关心公司的存货情况, 2020 年年报存货 91.7 亿, 环比三季报下降 30.9 亿, 恢复正常水平; 同时公司的经营性净现金流有优异表现。

► **2021 年有力开局, 歌尔翻开新篇章。** 公司预告 1Q21 实现归母净利润 8.2 亿-9.7 亿, 同比增长 180%-230%。公司 1Q21 业绩高增主要源于虚拟现实产品、智能无线耳机产品收入增长, 以及持有的 Kopin Corporation 权益性投资公允价值变动损益增加。**具体来看:**

VR 产品: 自三季度 VR 大客户 O 客户新品发布以来, 一直处于热销状态, 圣诞期间的预定到货时间曾长达一个月, 目前虽到货日期恢复正常, 但仍限购 3 台。而且 O 客户的投入规模不断加大, 其 2017 年员工数约为 1000 人, 而目前员工数已经超过一万人, 其重视程度可见一斑。此外, S 客户的游戏机开始世代升级, 随着次时代游戏逐渐上架, 待歌尔切入整机代工, 结合多年的配件生产经验, 协同效应显著。并且新世代游戏机销量越高, 对明年 S 客户的 VR 新产品销售推动力越强。歌尔股份布局 VR 和游戏产品多年, 作为行业龙头公司的重要合作伙伴, 将持续受益于行业发展。

智能无线耳机: 春节以来, 受 A 客户 TWS 耳机销量预期变动影响, 公司股价出现了一定幅度的回调, 我们认为悲观预期已经得到了充分反应。就 A 客户 TWS 耳机而言, A 客户此前在业绩说明会中表示将会进行库存调降, 并且其 2 代 TWS 耳机发布已经 2 年, 单代产品的生命周期已经十分绵长, 随着 2H21 耳机新品的日益接近, 2 代产品进入周期末尾, 当前时点出货量放缓比较正常。2H21 新品发布后, 可以期待下半年的销量复苏。虽然 A 客户 TWS 耳机总量预期有调降, 但对于歌尔的 TWS 耳机业务而言, 公司自 2H20 以来降噪款产线数量增加, 产品结构在升级, 份额在提升, 2H21 新品的切入速度也更快, 因此仍有望为公司带来正向贡献。此外, A 客户头戴式耳机和智能音响也有较强的潜力可供挖掘。

公允价值变动损益: Kopin 是一家主打微型显示和光学解决方案的公司。2017 年 1 月, 歌尔和 Kopin 公司签署了系列《战略合作协议》, 同 Kopin 公司在 AR/VR、可穿戴领域展开合作; 2017 年 2 月, 歌尔投资 1.7 亿元获得 Kopin 公司 758.9 万股。Kopin 公司股价在 1Q21 有较好表现, 假设

以 8.84 美元/股 (2021 年 3 月 26 日收盘价) 和 2.43 美元/股 (2020 年 12 月 31 日收盘价) 计算, 1Q21 影响歌尔的公允价值变动损益约为 4865 万美元。

➤ **声、光、电+精密制造, 助力公司把握未来创新脉络。**公司在声学、光学、MEMS 微电子等领域内构建了行业领先的精密制造能力, 具有创新性的竞争优势。通过跨领域集成技术, 垂直整合声学、光学、微电子、结构件等精密零组件, 提供从 ID 设计、研发、测试到自动化生产“一站式”智能制造服务, 助力公司把握未来创新脉络, 将优质客户资源转化为公司持续快速发展的不竭动力。

➤ **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 42.1、51.8、62.8 亿元, 对应摊薄每股收益分别为 1.23 元、1.53 元、1.86 元。我们认为公司发展战略清晰, 继续看好公司能够持续把握创新脉络, 打造“零件+成品”的一站式精密制造平台型企业, 维持对公司的“买入”评级。

➤ **风险因素:** 疫情反复; 下游需求不及预期; 市场竞争加剧。

重要财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	35,147.81	57,742.74	75,691.35	90,913.14	105,874.23
增长率 YoY %	47.99%	64.29%	31.08%	20.11%	16.46%
归属母公司净利润(百万元)	1,280.54	2,848.01	4,211.14	5,182.27	6,282.75
增长率 YoY%	47.58%	122.41%	47.86%	23.06%	21.24%
毛利率%	15.43%	16.03%	15.73%	15.45%	15.45%
净资产收益率ROE%	8.18%	15.93%	19.54%	20.11%	20.31%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.87	1.29	1.58	1.92
市盈率 P/E(倍)	69.7	31.3	21.2	17.2	14.2
市净率 P/B(倍)	5.5	4.5	3.8	3.2	2.6

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 03 月 26 日收盘价

图 1: Kopin 公司产品情况

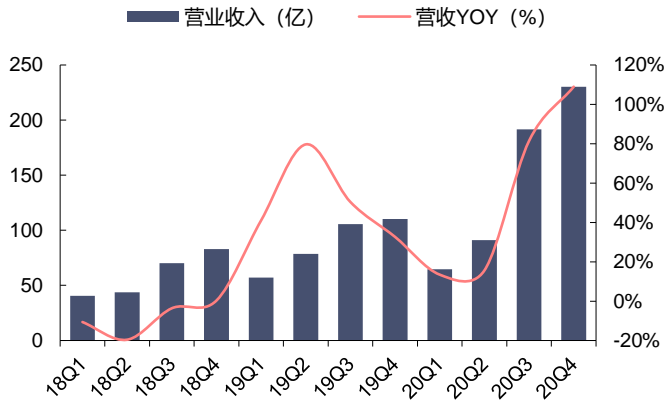


资料来源: Kopin, 信达证券研发中心

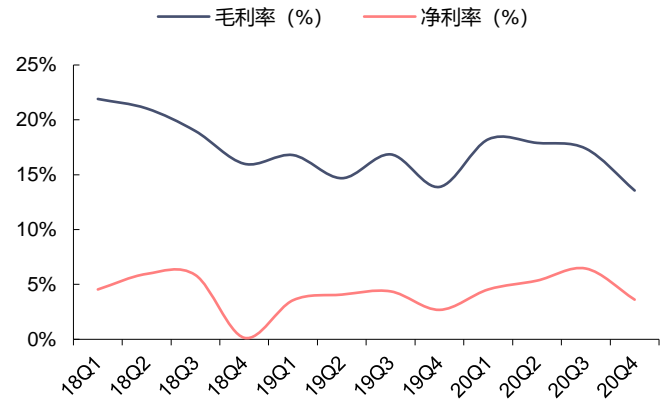
图 2: Kopin 公司的客户



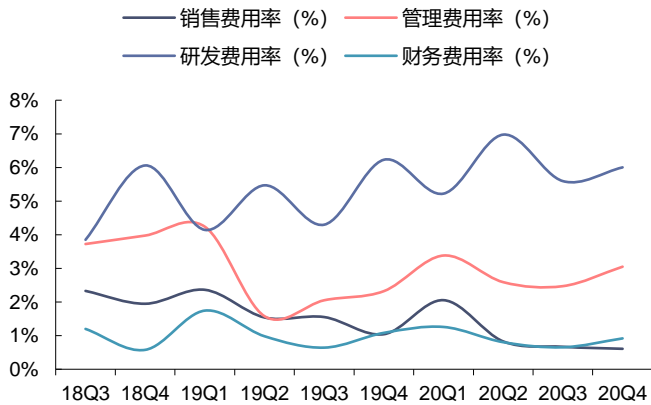
资料来源: Kopin, 信达证券研发中心

图 3: 歌尔股份季度营收


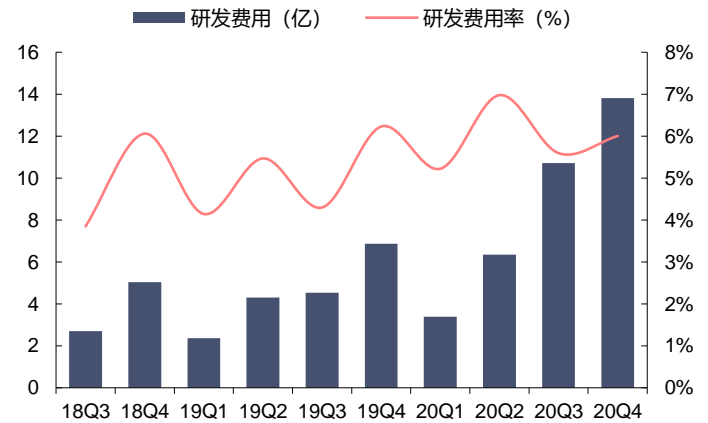
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 歌尔股份季度毛利率与净利率


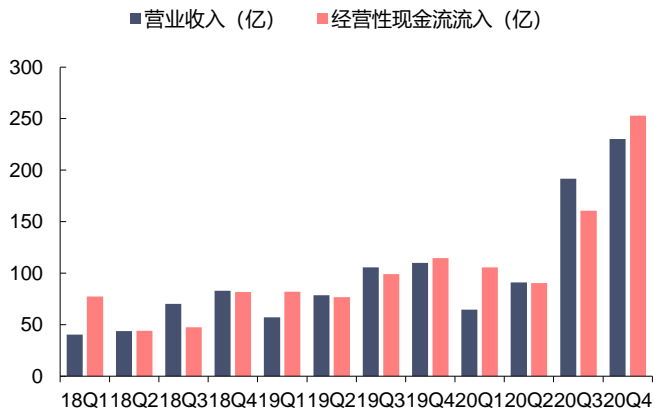
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 歌尔股份期间费用率


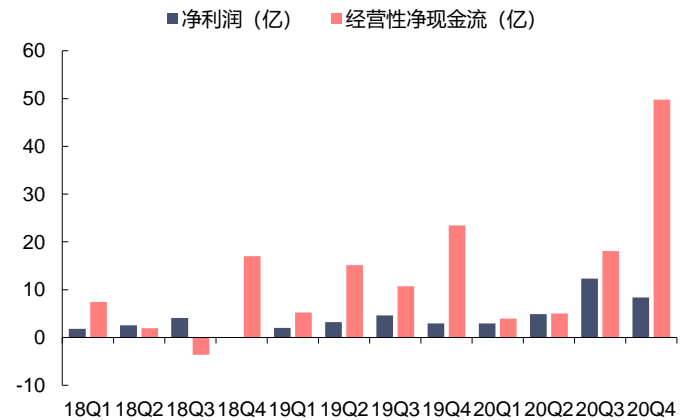
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 歌尔股份研发费用与研发费用率


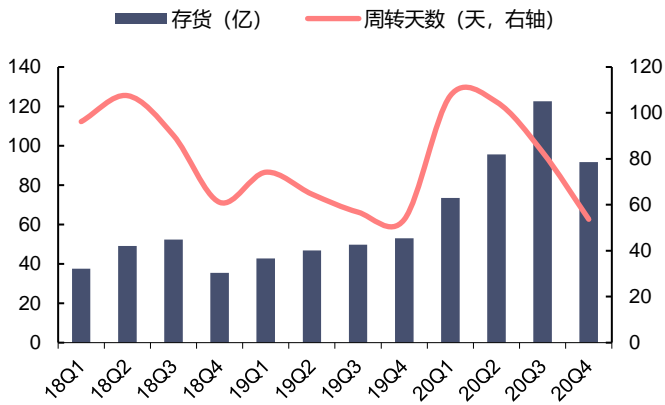
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 歌尔股份季度营收与经营性现金流流入


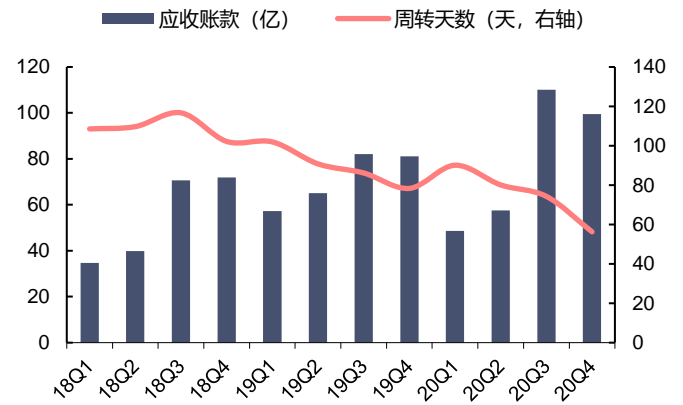
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 歌尔股份季度净利润与经营性净现金流


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：歌尔股份存货与存货周转天数


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：歌尔股份应收账款与周转天数


资料来源：Wind，信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	17,703.78	28,129.05	36,858.58	46,157.01	57,925.31	
货币资金	3,612.73	7,788.14	10,397.88	14,299.68	20,874.83	
应收票据	40.19	93.02	121.93	146.45	170.55	
应收账款	8,103.95	9,951.61	12,926.06	15,544.48	18,124.80	
预付账款	218.34	295.56	388.83	468.57	545.67	
存货	5,296.46	9,170.73	12,005.64	14,515.09	16,894.51	
其他	432.11	830.00	1,018.24	1,182.75	1,314.94	
非流动资产	16,956.52	20,988.77	21,441.78	22,109.46	21,507.95	
长期股权投资	269.96	337.41	337.41	337.41	337.41	
固定资产(合计)	11,502.48	14,674.54	14,593.39	14,791.68	13,909.00	
无形资产	2,397.09	2,730.42	2,457.37	2,211.64	1,990.47	
其他	2,786.98	3,246.41	4,053.60	4,768.72	5,271.06	
资产总计	34,660.30	49,117.83	58,300.36	68,266.47	79,433.25	
流动负债	17,557.76	22,736.48	28,254.49	33,501.70	38,997.73	
短期借款	6,154.46	3,189.87	2,551.89	2,551.89	2,971.84	
应付票据	697.20	1,797.63	2,364.95	2,849.89	3,318.89	
应付账款	8,977.33	15,526.56	20,426.66	24,615.21	28,666.00	
其他	1,728.78	2,222.42	2,910.98	3,484.71	4,041.00	
非流动负债	973.34	6647.68	3484.89	3532.47	3539.94	
长期借款	343.65	2,754.30	2,754.30	2,754.30	2,754.30	
其他	629.68	3,893.38	730.59	778.17	785.64	
负债合计	18,531.10	29,384.16	31,739.37	37,034.17	42,537.67	
少数股东权益	22.04	80.42	86.32	93.59	102.40	
归属母公司股东权益	16,107.16	19,653.25	23,443.28	28,107.32	33,761.80	
负债和股东权益	34660.30	49117.83	55268.97	65235.08	76401.86	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	35,147.81	57,742.74	75,691.35	90,913.14	105,874.23
同比(%)	47.99%	64.29%	31.08%	20.11%	16.46%
归属母公司净利润	1,280.54	2,848.01	4,211.14	5,182.27	6,282.75
同比(%)	47.58%	122.41%	47.86%	23.06%	21.24%
毛利率(%)	15.43%	16.03%	15.73%	15.45%	15.45%
ROE%	8.18%	15.93%	19.54%	20.11%	20.31%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.87	1.29	1.58	1.92
P/E	69.7	31.3	21.2	17.2	14.2
P/B	5.5	4.5	3.8	3.2	2.6
EV/EBITDA	25.59	17.11	13.62	11.96	9.93

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	35,147.8	57,742.74	75,691.35	90,913.14	105,874.23	
营业成本	29,725.7	48,483.81	63,785.06	76,864.35	89,513.50	
营业税金及附加	224.49	200.40	262.69	315.52	367.44	
销售费用	534.44	476.07	567.69	545.48	529.37	
管理费用	838.27	1,629.73	2,043.67	2,181.92	2,435.11	
研发费用	1,806.80	3,425.97	4,314.41	4,909.31	5,717.21	
财务费用	363.69	490.69	361.53	334.91	326.48	
减值损失合计	-122.03	-236.20	-13.05	-15.69	-29.49	
投资净收益	-159.71	138.55	0.00	0.00	46.18	
其他	-120.41	-149.83	418.84	114.64	78.87	
营业利润	1,496.26	3,261.01	4,788.20	5,891.98	7,139.65	
营业外收支	-24.72	-39.04	-23.18	-28.10	-30.55	
利润总额	1,471.54	3,221.97	4,765.02	5,863.88	7,109.11	
所得税	192.40	370.08	547.98	674.35	817.55	
净利润	1,279.14	2,851.89	4,217.04	5,189.53	6,291.56	
少数股东损益	-1.40	3.88	5.90	7.27	8.81	
归属母公司净利润	1,280.54	2,848.01	4,211.14	5,182.27	6,282.75	
EBITDA	3,727.20	5,739.38	6,941.23	7,904.77	9,563.63	
EPS(当年)(元)	0.39	0.87	1.29	1.58	1.92	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,451.43	7,682.26	5,920.78	7,106.56	8,606.34
净利润	1,279.14	2,851.89	4,217.04	5,189.53	6,291.56
折旧摊销	1,991.55	2,188.21	1,814.68	1,705.97	2,128.04
财务费用	264.10	329.20	361.53	334.91	326.48
投资损失	-0.40	159.71	-138.55	-315.25	0.00
营运资金变动	1,796.03	2,502.77	-282.86	-118.88	-108.92
其它	-39.10	-51.26	125.65	-4.98	15.35
投资活动现金流	-3,037.86	-5,301.14	-1,890.42	-2,351.63	-1,496.37
资本支出	-3,044.40	-5,898.04	-2,620.78	-2,305.53	-1,451.71
长期投资	46.58	84.12	4.59	152.37	3.87
其他	-40.04	512.78	725.77	-198.48	-48.53
筹资活动现金流	-1,336.70	1,642.46	-1,420.62	-853.14	-534.81
吸收投资	-68.12	1,016.12	421.11	518.23	628.28
借款	-679.68	5,082.76	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	-363.69	-490.69	-782.64	-853.14	-954.76
现金流净增加额	1076.87	4023.58	2609.74	3901.79	6575.16

研究团队简介

方竞，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等龙头企业工作经历，熟悉半导体及消费电子的产业链，同时还是国内知名半导体创业孵化平台 IC 咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017年在太平洋证券，2018年在招商证券，2020年加入信达证券任首席分析师。所在团队曾获19年新财富电子行业第3名；18/19年《水晶球》电子行业第2/3名；18/19年《金牛奖》电子行业第3/2名。

李少青，武汉大学硕士，2018年加入西南证券，2020年加入信达证券，熟悉半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

童秋涛，复旦大学硕士，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。