

2021年04月23日

证券分析师 王平阳

执业证号: S0600519060001

021-60199775

wangpingyang@dwzq.com.cn

2021年一季报点评:
业绩高增长持续, 零组件+整机多点开花
买入 (维持)

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)	45.9	31.5	23.8	19.5

投资要点

- **2021Q1 业绩增速亮眼, Q2 高增长持续:** 公司发布 2021 年一季报, 2021Q1 实现营收 140.28 亿元, 同比增长 116.68%, 其中精密零组件 32 亿元, 同比增长 39.37%; 智能声学整机 61 亿元, 同比增长 126.76%; 智能硬件 45 亿元, 同比增长 267.84%; 实现归母净利润约 9.66 亿元, 同比增长 228.41%, 落在此前预告区间上限, 符合我们预期。此外, 公司预告 21 年 H1 归母净利润 15.61-17.96 亿, 同比增长 100%-130%, 对应 21 年 Q2 单季归母净利润为 6.0-8.3 亿, 同比增长 22%-71%, 主要是因为公司 VR 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, 智能穿戴优势地位突出:** 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, 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。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。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。
- **AR/VR 一站式研发制造, 业绩增长潜能充足:** 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。公司作为全球 VR/AR 组装龙头, 具备光学、传感器、蓝牙模块等关键零部件的垂直供应能力, 未来随着 VR/AR 市场进一步起量, 公司业绩增长潜能充足。
- **分拆歌尔微电子, “家园 5 号” 持股计划公布:** 公司拟将控股子公司歌尔微分拆至深交所创业板上市, 分拆完成后, 公司仍维持对歌尔微的控制权, 歌尔微作为公司下属的微电子、半导体业务平台, 将进一步提升 MEMS 麦克风、MEMS 传感器、微系统模组等相关产品的竞争力, 增强其风险防范能力和盈利能力, 实现快速健康可持续发展。此外, 公司公布“家园 5 号”员工持股计划, 向公司 569 名管理和业务骨干授予 6,350 万份股票期权, 约占公司股本总额的 1.86%, 行权价格为 29.48 元/股。行权考核年度为 2021-2022 年, 行权条件包括: 以 2020 年为基础, 2021 年营业收入增长率不低于 25%, 2022 年营业收入增长率不低于 50%。
- **盈利预测与投资评级:** 公司零组件+整机协同性显著, 维持此前盈利预测, 预计公司 2021-23 年收入 739.7/936.1/1162.5 亿元, 预计归母净利润 41.3/54.5/66.5 亿元, 对应 P/E 为 31.5/23.8/19.5 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)	38.06
一年最低/最高价	16.77/50.23
市净率(倍)	5.51
流通 A 股市值(百万元)	113313.27

基础数据

每股净资产(元)	6.90
资产负债率(%)	50.81
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): 2020 年年报点评:》2021-03-28
- 2、《歌尔股份 (002241): TWS 带动业绩高速增长, VR/AR 未来可期》2020-10-23
- 3、《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
流动资产	28,129	34,246	39,843	52,058	营业收入	57,743	73,972	93,610	116,247
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
非流动资产	20,989	22,924	24,851	26,959	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
资产总计	49,118	57,170	64,694	79,017	营业利润	3,261	4,830	6,300	7,674
流动负债	22,736	28,084	31,521	40,664	加:营业外净收支	-39	-35	-28	-32
短期借款	3,190	4,108	4,200	5,699	利润总额	3,222	4,794	6,272	7,643
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
非流动负债	6,648	5,571	4,586	3,500	归属母公司净利润	2,848	4,128	5,451	6,654
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
负债合计	29,384	33,655	36,107	44,164	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
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
负债和股东权益	49,118	57,170	64,694	79,017	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%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	16.0%	16.9%	17.0%	17.3%
经营活动现金流	7,682	8,374	8,732	8,947	销售净利率(%)	4.9%	5.6%	5.8%	5.7%
投资活动现金流	-5,301	-3,771	-4,195	-4,861	资产负债率(%)	59.8%	58.9%	55.8%	55.9%
筹资活动现金流	1,642	253	-1,832	-517	收入增长率(%)	64.3%	28.1%	26.5%	24.2%
现金净增加额	3,819	4,856	2,704	3,570	净利润增长率(%)	123.0%	44.9%	32.1%	22.1%
折旧和摊销	2,188	2,052	2,427	2,850	P/E	45.9	31.5	23.8	19.5
资本开支	5,599	1,888	1,813	2,027	P/B	6.72	5.66	4.64	3.79
营运资本变动	1,768	1,962	412	-1,048	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>