

歌尔股份 (002241.SZ)

三季度预告超预期，引领现实与虚拟交互的新机遇

歌尔股份 2021 年半年报正式发布，我们详细解读公司半年报，提炼财报核心亮点如下：公司实现营业收入 302.88 亿元，同比增长 94.49%；归母净利润 17.31 亿元，同比增长 121.71%；经营活动现金流量净额为净流入 39.8 亿元，同比增长 343.40%。其中精密零组件（声学、光学、微电子、结构件等）约实现收入 61 亿元，同比增长 22%；智能声学整机（智能无线耳机、有线/无线耳机、智能音箱等）约 125 亿元，同比增长 92%；智能硬件（ARVR、可穿戴、游戏机、智能家居）112 亿元，同比增长 211%。公司始终坚持“零件+成品”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耳机、虚拟/增强现实、智能穿戴、智能家居等智能硬件产品业务的发展，不断提升客户服务水平，持续改善客户关系。同时公司坚持自主研发和技术创新，持续进行研发投入，积极布局 SIP 系统级封装技术、光波导技术、纳米压印技术等新兴技术领域，不断增强公司核心竞争力。

前三季度业绩继续高增长。歌尔预计 2021 年前三季度归母净利润约 32.14 亿元~34.61 亿元，同比增长 59.38%~71.64%，Q3 预计实现利润 14.83~17.3 亿元，若取中值估计 Q3 利润为 16.1 亿，同比增长约 30%，环比增长约 110%。业绩的高增长主要得益于公司 VR 虚拟现实等产品销售收入增长，盈利能力改善。

公司坚持大力研发创新，积极引进高端技术人才。2021 年上半年公司持续加大新技术、新产品、新工艺的开发力度，积极引进高端技术人才，公司研发投入为研发投入 15.7 亿元，占营业收入的比重为 5.18%，主要应用于 VR 虚拟现实及精密光学零组件、智能无线耳机、声学精密零组件、微电子器件、智能可穿戴、智能音箱、家用游戏机及配件等产品领域，近年来公司始终坚持自主研发创新，重视新技术、产品、工艺的研究，高端人才的引入和培养，不断提升产品竞争力，巩固市场领先地位。

Oculus Quest 2 市占再创新高，VR 生态持续完善，公司紧握智能硬件创新机遇。据 Steam 平台数据，Oculus Quest 2 自 2021 年 2 月起连续 6 个月月问鼎 VR 头显市占第一，7 月市占环比提升 1.49 pt 至 32.56%。随爆款应用不断涌现，良好软件生态有望支撑 VR/AR 行业稳健发展。歌尔 2021 年上半年智能硬件营收增速高达 211%，VR 成为公司最主要的增长点之一，我们预计今年智能硬件利润占比将近 1/3。公司积极发展与新兴智能硬件产品相关的精密零组件和智能硬件整机业务。充分发挥公司零组件业务和整机业务间的协同效应。

可穿戴以及智能声学整机份额进一步提升。歌尔作为 TWS 耳机的主要供应商，今年在大客户的份额较去年将继续提升，目前市场上对 TWS 耳机总体出货量的预期较为悲观，但早已经反映在股价中，随着下半年新品的发布以及耳机换机周期的来临，后续销量有望带来积极影响。

声学零组件在安卓系客户份额有望继续提升。MEMS 麦克风今年受益于耳机、手表等可穿戴继续高增长，游戏机等整机代工等新产品将带来新的利润增量。

盈利预测与投资建议。公司紧紧把握智能硬件创新机遇，发挥既有竞争优势，整合供应链资源，服务国内外客户，继续巩固公司在全球声光电整体解决方案领域的领先地位。我们预计 2021E/2022E/2023E 公司营业收入可达 767.98/998.37/1247.97 亿元，同比增长 33.0%/30.0%/25.0%，公司 2021E/2022E/2023E 归母净利润上调至 44.19/60.05/76.69 亿元，同比增长 55.1%/35.9%/27.7%，目前股价对应 PE 为 32.9/24.2/18.9x，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	35,148	57,743	76,798	99,837	124,797
增长率 yoy (%)	48.0	64.3	33.0	30.0	25.0
归母净利润 (百万元)	1,281	2,848	4,419	6,005	7,669
增长率 yoy (%)	47.6	122.4	55.1	35.9	27.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.37	0.83	1.29	1.76	2.24
净资产收益率 (%)	7.9	14.5	18.5	20.4	21.0
P/E (倍)	113.5	51.0	32.9	24.2	18.9
P/B (倍)	9.0	7.5	6.2	5.0	4.0

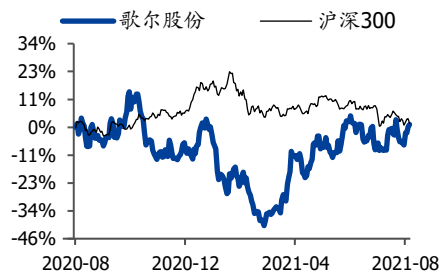
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 26 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	电子制造
前次评级	买入
8月26日收盘价(元)	42.54
总市值(百万元)	145,330.30
总股本(百万股)	3,416.32
其中自由流通股(%)	87.15
30日日均成交量(百万股)	72.23

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 钟琳

执业证书编号: S0680520070004

邮箱: zhonglin@gszq.com

相关研究

- 1、《歌尔股份 (002241.SZ): 上半年业绩持续高增长，深化“零件+整机”业务布局》2021-04-22
- 2、《歌尔股份 (002241.SZ): 一季度持续高增长，紧握新兴智能硬件创新机遇》2021-03-27
- 3、《歌尔股份(002241.SZ)G-ESG 评级报告》2021-01-06



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	17704	28129	28420	36849	43935
现金	3613	7788	2889	3270	4087
应收票据及应收账款	8144	10045	14146	17302	22009
其他应收款	60	56	99	103	149
预付账款	218	296	388	501	610
存货	5296	9171	10124	14900	16306
其他流动资产	372	774	774	774	774
非流动资产	16957	20989	27093	33776	40235
长期投资	270	337	413	491	575
固定资产	11502	14675	20381	26778	32977
无形资产	2671	2838	2684	2503	2286
其他非流动资产	2513	3138	3614	4005	4397
资产总计	34660	49118	55513	70625	84170
流动负债	17558	22736	25624	35900	43073
短期借款	6154	3190	3190	4095	8695
应付票据及应付账款	9675	17324	18685	28016	30221
其他流动负债	1729	2222	3749	3790	4157
非流动负债	973	6648	6134	5405	4541
长期借款	344	5786	5272	4543	3679
其他非流动负债	630	862	862	862	862
负债合计	18531	29384	31757	41305	47614
少数股东权益	22	80	34	-23	-61
股本	3245	3275	3416	3416	3416
资本公积	2997	3812	3812	3812	3812
留存收益	10340	12870	16202	20608	26478
归属母公司股东权益	16107	19653	23721	29343	36617
负债和股东权益	34660	49118	55513	70625	84170

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5451	7682	3458	10798	8561
净利润	1279	2852	4372	5949	7631
折旧摊销	1992	2188	2258	3096	4041
财务费用	364	491	404	539	722
投资损失	160	-139	27	32	20
营运资金变动	1515	1768	-3621	1177	-3846
其他经营现金流	143	522	19	5	-7
投资活动现金流	-3038	-5301	-8407	-9817	-10513
资本支出	3177	5599	6029	6606	6374
长期投资	-211	-2	-75	-78	-84
其他投资现金流	-72	296	-2454	-3289	-4223
筹资活动现金流	-1337	1642	50	-1505	-1830
短期借款	303	-2965	0	0	0
长期借款	-263	5442	-514	-729	-864
普通股增加	0	30	141	0	0
资本公积增加	0	815	0	0	0
其他筹资现金流	-1377	-1680	423	-776	-967
现金净增加额	1087	3819	-4899	-524	-3782

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	35148	57743	76798	99837	124797
营业成本	29726	48484	64664	83863	104579
营业税金及附加	224	200	267	346	433
营业费用	534	476	630	799	998
管理费用	838	1630	1766	2196	2746
研发费用	1807	3426	4377	5691	7113
财务费用	364	491	404	539	722
资产减值损失	-109	-208	-238	-309	-387
其他收益	178	225	209	214	213
公允价值变动收益	27	160	49	61	74
投资净收益	-160	139	-27	-32	-20
资产处置收益	-81	-62	-68	-66	-67
营业利润	1496	3261	5092	6889	8791
营业外收入	15	19	15	15	16
营业外支出	40	58	33	38	42
利润总额	1472	3222	5073	6865	8765
所得税	192	370	701	916	1133
净利润	1279	2852	4372	5949	7631
少数股东损益	-1	4	-47	-56	-38
归属母公司净利润	1281	2848	4419	6005	7669
EBITDA	3750	5752	7546	10251	13219
EPS (元)	0.37	0.83	1.29	1.76	2.24

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	48.0	64.3	33.0	30.0	25.0
营业利润(%)	48.7	117.9	56.1	35.3	27.6
归属于母公司净利润(%)	47.6	122.4	55.1	35.9	27.7
获利能力					
毛利率(%)	15.4	16.0	15.8	16.0	16.2
净利率(%)	3.6	4.9	5.8	6.0	6.1
ROE(%)	7.9	14.5	18.5	20.4	21.0
ROIC(%)	6.5	10.8	13.4	15.6	15.7
偿债能力					
资产负债率(%)	53.5	59.8	57.2	58.5	56.6
净负债比率(%)	23.5	8.7	31.5	25.3	28.7
流动比率	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.4	1.5	1.6	1.6
应收账款周转率	4.6	6.3	6.3	6.3	6.3
应付账款周转率	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.83	1.29	1.76	2.24
每股经营现金流(最新摊薄)	1.60	2.25	1.01	3.16	2.51
每股净资产(最新摊薄)	4.71	5.66	6.81	8.45	10.58
估值比率					
P/E	113.5	51.0	32.9	24.2	18.9
P/B	9.0	7.5	6.2	5.0	4.0
EV/EBITDA	39.8	25.5	20.2	14.9	11.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 26 日收盘价

内容目录

上半年表现亮眼，三季度预告超预期	4
盈利预测及投资建议	6
风险提示	6

图表目录

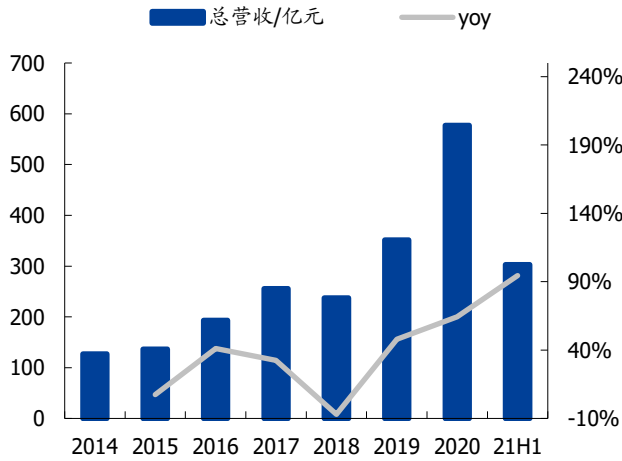
图表 1: 公司营收及其增速	4
图表 2: 公司归母净利及其增速	4
图表 3: 公司利润率情况	4
图表 4: 公司期间费用率情况	4
图表 5: 公司营收结构	5
图表 6: 公司各业务毛利率情况	5
图表 7: 公司研发费用及其增速、占营收比例情况	6

上半年表现亮眼，三季度预告超预期

事件：歌尔股份 2021 年半年报正式发布，营收及归母净利润增速亮眼；智能硬件营收份额扩大，毛利率稳中有升。前三季度业绩指引持续高增。公司坚持大力研发创新，积极引进高端技术人才。

2021H1 公司营收 302.88 亿元，同比增长 94.49%；归母净利润 17.31 亿元，同比增长 121.71%；经营活动现金流量净额为净流入 39.8 亿元，同比增长 343.40%。2021Q2 公司营收 162.60 亿元，同比+78.70%，环比+15.91%；归母净利 7.65 亿元，同比+57.22%，环比-20.80%。2021 上半年高增主要受益于 VR 以及 TWS 收入增长，公司控本增效盈利能力大幅改善。

图表 1：公司营收及其增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

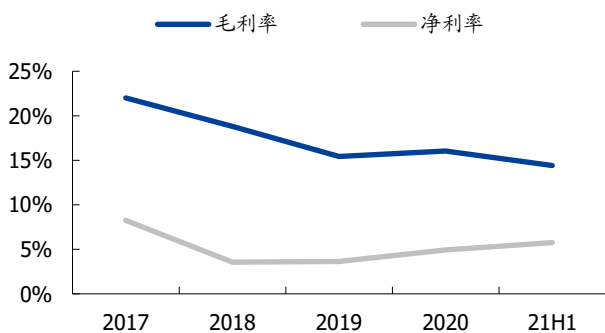
图表 2：公司归母净利润及其增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

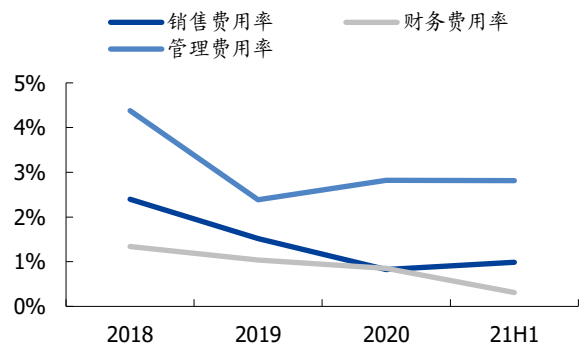
公司利润率基本稳健。2021H1 毛利率 14.41%，同比-3.62pt；净利率 5.77%，同比+0.75pt，毛利率的波动主要由于上游原材料涨价，疫情导致海外稼动率受到影响以及整机代工产品占比的提升，但是公司不断优化运营成本，使得净利润率仍旧实现良好的增长。2021H1 公司销售、管理、财务费用率分别为 0.82%、2.82%、0.85%，费用率相对维持在稳定的水平。

图表 3：公司利润率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

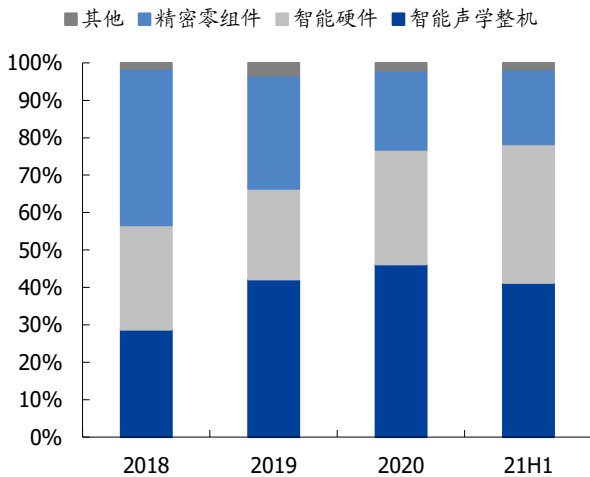
图表 4：公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

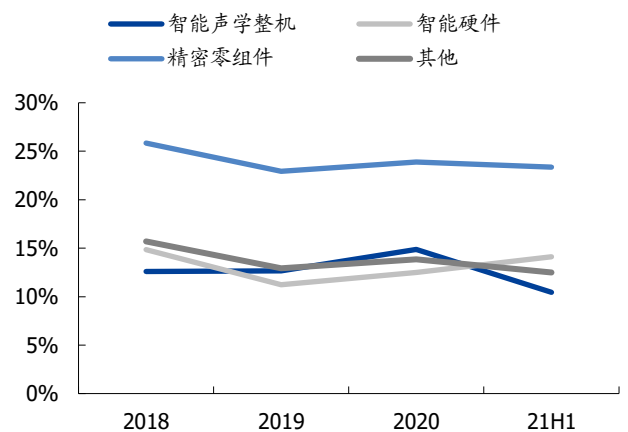
智能硬件营收份额扩大，毛利率稳中有升。2021H1，公司精密零组件（声学、光学、微电子、结构件等）营收 61 亿元，同比增长 22%；智能声学整机（智能无线耳机、有线/无线耳机、智能音箱等）营收 125 亿元，同比增长 92%；智能硬件（ARVR、可穿戴、游戏机、智能家居）营收 112 亿元，同比增长 211%。从营收结构看，2021H1 智能声学整机营收占比 41.24%，智能硬件 37.01%，精密零组件 19.98%，其他 1.77%。其中智能硬件份额较 2020 全年份额增加 6.44pt，提升显著。从各业务毛利率看，2021H1 智能声学整机毛利率 10.45%，智能硬件 14.10%，精密零组件 23.35%。自 2019 年来，智能硬件毛利率持续优化，2021H1 较 2020 全年提升 1.59pt。

图表 5: 公司营收结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司各业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

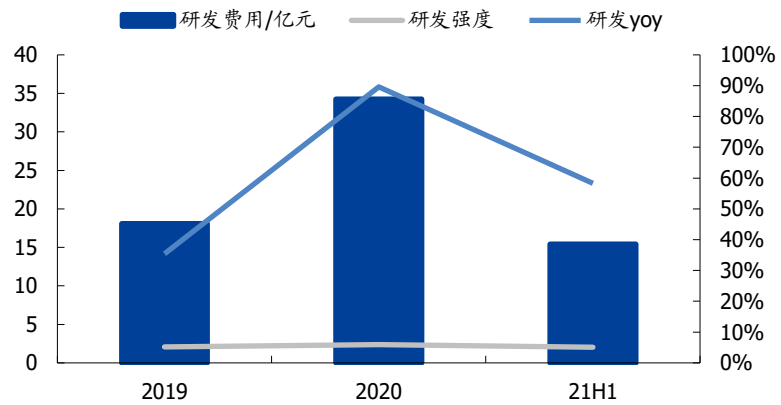
Oculus Quest 2 市占再创新高, VR 生态持续完善, 公司紧握智能硬件创新机遇。据 Steam 平台数据, Oculus Quest 2 自 2021 年 2 月起连续 6 个月月问鼎 VR 头显市占第一, 7 月市占环比提升 1.49 pt 至 32.56%。随爆款应用不断涌现, 良好软件生态有望支撑 VR/AR 行业稳健发展。歌尔 2021 年上半年智能硬件营收增速高达 211%, VR 成为公司最主要的增长点之一, 我们预计今年智能硬件利润占比将近 1/3。公司积极发展与新兴智能硬件产品相关的精密零组件和智能硬件整机业务。充分发挥公司零组件业务和整机业务间的协同效应。

可穿戴以及智能声学整机份额进一步提升。歌尔作为 TWS 耳机的主要供应商, 今年在大客户的份额较去年将继续提升, 目前市场上对 TWS 耳机总体出货量的预期较为悲观, 但早已经反映在股价中, 随着下半年新品的发布以及耳机换机周期的来临, 后续销量有望带来积极影响。

声学零组件在安卓系客户份额有望继续提升。MEMS 麦克风今年受益于耳机、手表等可穿戴继续高增长, 游戏机等整机代工等新产品将带来新的利润增量。

研发投入持续高增, 积极引进高端技术人才。2021H1 研发投入 15.70 亿元, 占营收比重为 5.18%, 占最近一期经审计净资产 7.96%; 研发费用 15.40 亿元, 同比增加 58.32%, 占营收比例 5.09%。研发投入主要用于 VR 虚拟现实及精密光学零组件、智能无线耳机、声学精密零组件、微电子器件、智能可穿戴、智能音箱、家用游戏机及配件等产品领域, 近年来公司始终坚持自主研发创新, 重视新技术、产品、工艺的研究, 高端人才的引入和培养, 不断提升产品竞争力, 巩固市场领先地位。

图表7: 公司研发费用及其增速、占营收比例情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

歌尔预计 2021 年前三季度归母净利润约 32.14 亿元~34.61 亿元, 同比增长 59.38%~71.64%, Q3 预计实现利润 14.83~17.3 亿元, 若取中值估计 Q3 利润为 16.1 亿, 同比增长约 30%, 环比增长约 110%。业绩的高增长主要得益于公司 VR 虚拟现实等产品销售收入增长, 盈利能力改善。

盈利预测及投资建议

公司紧紧把握智能硬件创新机遇, 发挥既有竞争优势, 整合供应链资源, 服务国内外客户, 继续巩固公司在全球声光电整体解决方案领域的领先地位。我们预计 2021E/2022E/2023E 公司营业收入可达 767.98/998.37/1247.97 亿元, 同比增长 33.0%/30.0%/25.0%, 公司 2021E/2022E/2023E 归母净利润上调至 44.19/60.05/76.69 亿元, 同比增长 55.1%/35.9%/27.7%, 目前股价对应 PE 为 32.9/24.2/18.9x, 维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com