

歌尔股份 (002241.SZ) VR 业务提振 Q2 业绩, Q3 指引高增长

2021 年 08 月 27 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

刘翔 (分析师)

林承瑜 (联系人)

liuxiang2@kysec.cn

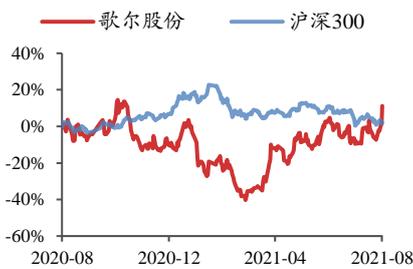
linchengyu@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790120080105

日期	2021/8/27
当前股价(元)	46.79
一年最高最低(元)	50.23/25.15
总市值(亿元)	1,598.50
流通市值(亿元)	1,393.04
总股本(亿股)	34.16
流通股本(亿股)	29.77
近 3 个月换手率(%)	173.05

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-Oculus 产品破圈, VR 业务有望接力 TWS 创新》- 2021.4.22

《公司信息更新报告-AR/VR 业务有望接力 TWS 耳机终端, 动能强劲》- 2021.3.29

《公司信息更新报告-子公司拟分拆上市, 助力微电子业务发展》- 2020.11.11

● 公司 2021Q2 业绩稳健成长, Q3 预告指引高增长, 维持“买入”评级

公司公告 2021 年半年报, 2021H1 营业收入实现 302.9 亿元, YoY+94.5%, 归母净利润 17.3 亿元, YoY+121.7%, 其中 2021Q2 单季度营业收入 162.6 亿元, QoQ+15.9%/YoY+78.7%, 归母净利润 7.7 亿元, QoQ-20.6%/YoY+57.2%, 全年低谷已过。同时, 公司公告 2021 年前三季度业绩指引, 其中 2021Q3 单季度归母净利润为 14.8~17.3 亿元, YoY+20.0~40.0%。考虑到公司前三季度业绩指引高增长, 我们上调此前盈利预测, 预计 2021-2023 年公司归母净利润为 43.0/59.4/87.2 (前值为 37.8/47.2/59.9) 亿元, YoY+51.0%/38.1%/46.9%, EPS 为 1.26/1.74/2.55 元, 当前股价对应 PE 估值为 37.2/26.9/18.3 倍, 维持“买入”评级。

● VR 业务营收与毛利率双升, 公司整体经营指标向好

2021Q2 公司整体毛利率为 14.3%, 净利率 4.8%。分业务看, 公司来自北美客户的 TWS 耳机订单供应份额提升, 带动智能声学整机营业收入由 60.1 亿元增长至 124.9 亿元, YoY+91.9%, 因越南工厂受疫情影响开动率下降、部分原材料涨价等扰动, 毛利率 YoY-4.0 pct, 预计 2021H2 改善。智能整机业务受到核心客户 VR 产品出货量拉动, 营收达到 112.1 亿元, YoY+210.8%, 毛利率达到 14.1%, YoY+0.4 pct。公司经营指标向好, 摊薄 ROE 达到 7.1%, YoY+2.4 pct; 存货为 93.2 亿元, 环比基本持平; 经营活动产生的现金流量净额/营业收入达到 13.2%, YoY+5.4 pct。

● VR 业务厚积薄发, 零整协同战略推动可穿戴业务迎来收获期

公司已在 VR 领域形成零件+成品布局的先发优势, 随着下游国内外的科技巨头 VR 硬件与内容的生态渐成体系, 产品破圈带动出货量提升, 而且未来产品将从现有的入门级走向中高端, 单价及净利率持续上行。公司有望灵活应对国内及北美客户的定位差异, 在消费电子硬件制造端发挥零整协同的业务优势, 整机业务为零件业务导流、零件自制推动成本结构优化, VR/AR、手表等有望迎来收获期。

● **风险提示:** 下游 TWS 耳机需求不及预期、TWS 耳机行业竞争格局恶化、VR/AR 产品导入节奏放缓、上游零件原材料成本上涨、汇兑损失风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	35,148	57,743	79,046	108,229	145,515
YOY(%)	48.0	64.3	36.9	36.9	34.5
归母净利润(百万元)	1,281	2,848	4,300	5,940	8,723
YOY(%)	47.6	122.4	51.0	38.1	46.9
毛利率(%)	15.4	16.0	15.5	15.7	16.0
净利率(%)	3.6	4.9	5.4	5.5	6.0
ROE(%)	7.9	14.5	18.3	20.4	23.3
EPS(摊薄/元)	0.37	0.83	1.26	1.74	2.55
P/E(倍)	124.8	56.1	37.2	26.9	18.3
P/B(倍)	9.9	8.3	6.9	5.6	4.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	17704	28129	35320	48165	58845
现金	3613	7788	8713	11121	10980
应收票据及应收账款	8144	10045	14854	19237	26599
其他应收款	60	56	103	115	178
预付账款	218	296	408	555	740
存货	5296	9171	10467	16363	19574
其他流动资产	372	774	774	774	774
非流动资产	16957	20989	22784	25675	29214
长期投资	270	337	413	491	575
固定资产	11502	14675	16917	19802	23273
无形资产	2671	2838	2684	2503	2286
其他非流动资产	2513	3138	2771	2880	3080
资产总计	34660	49118	58104	73841	88059
流动负债	17558	22736	28732	39862	46682
短期借款	6154	3190	5000	4800	4800
应付票据及应付账款	9675	17324	19857	30942	37099
其他流动负债	1729	2222	3875	4120	4784
非流动负债	973	6648	5682	4726	3784
长期借款	344	5786	4820	3864	2922
其他非流动负债	630	862	862	862	862
负债合计	18531	29384	34415	44588	50467
少数股东权益	22	80	86	94	106
股本	3245	3275	3416	3416	3416
资本公积	2997	3812	3812	3812	3812
留存收益	10340	12870	16152	20557	27275
归属母公司股东权益	16107	19653	23603	29159	37487
负债和股东权益	34660	49118	58104	73841	88059

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5451	7682	3812	10300	8801
净利润	1279	2852	4306	5948	8734
折旧摊销	1992	2188	2455	3067	3829
财务费用	364	491	180	407	276
投资损失	160	-139	27	32	20
营运资金变动	1515	1768	-3285	829	-4081
其他经营现金流	143	522	130	17	22
投资活动现金流	-3038	-5301	-4407	-6008	-7409
资本支出	3177	5599	2026	2727	3391
长期投资	-211	-2	-75	-83	-84
其他投资现金流	-72	296	-2457	-3363	-4103
筹资活动现金流	-1337	1642	1520	-1885	-1532
短期借款	303	-2965	1810	-200	0
长期借款	-263	5442	-965	-956	-942
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	534	-729	-590
现金净增加额	1087	3819	925	2407	-141

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	35148	57743	79046	108229	145515
营业成本	29726	48484	66770	91223	122185
营业税金及附加	224	200	420	572	744
营业费用	534	476	1067	1407	1819
管理费用	838	1630	1818	2489	3347
研发费用	1807	3426	4110	5628	7567
财务费用	364	491	180	407	276
资产减值损失	-109	-208	0	0	0
其他收益	178	225	200	200	200
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	-100	-100	-100
营业利润	1496	3261	4803	6632	9731
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	4785	6608	9705
所得税	192	370	478	661	970
净利润	1279	2852	4306	5948	8734
少数股东损益	-1	4	6	8	11
归母净利润	1281	2848	4300	5940	8723
EBITDA	3750	5752	7416	9818	13605
EPS(元)	0.37	0.83	1.26	1.74	2.55

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	48.0	64.3	36.9	36.9	34.5
营业利润(%)	48.7	117.9	47.3	38.1	46.7
归属于母公司净利润(%)	47.6	122.4	51.0	38.1	46.9
获利能力					
毛利率(%)	15.4	16.0	15.5	15.7	16.0
净利率(%)	3.6	4.9	5.4	5.5	6.0
ROE(%)	7.9	14.5	18.3	20.4	23.3
ROIC(%)	6.5	10.8	12.7	15.4	18.7
偿债能力					
资产负债率(%)	53.5	59.8	59.2	60.4	57.3
净负债比率(%)	23.5	8.7	12.1	-2.2	-3.7
流动比率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.4	1.5	1.6	1.8
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	1.26	1.74	2.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.60	2.25	1.12	3.01	2.58
每股净资产(最新摊薄)	4.71	5.66	6.77	8.40	10.84
估值比率					
P/E	124.8	56.1	37.2	26.9	18.3
P/B	9.9	8.3	6.9	5.6	4.3
EV/EBITDA	43.6	28.1	21.9	16.2	11.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn