

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

2020.06.30-中报预告点评

2020.07.14-深度报告

2020.08.21-中报点评

2020.10.23-三季报点评

2021.01.31-2020 业绩快报点评

2021.03.28-2020 年报点评

2021.04.22-2021 一季报点评

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

VR 同歌行，与尔向未来

2021年08月28日

事件: 2021年8月26日,歌尔股份发布2021年中报,公司实现营收302.9亿,同比增长94.5%;归母净利润17.3亿,同比增长127.7%,靠近预告上限。同时,公司公告3Q21业绩预告,三季度实现归母净利润14.8亿-17.3亿,同比增长20%-40%。

点评:

➤ **VR引擎装机,公司跨入新赛道。**公司2Q21实现营收162.6亿,同比增长78.7%,归母净利润7.7亿,同比增长57.2%,扣非归母净利润8.1亿,同比增长84.5%。3Q21预计实现14.8亿-17.3亿归母净利润,继续保持高速增长。我们就各项业务具体分析如下:

精密零组件 2Q21 营收 28.5 亿, 同比增长 6.5%。我们认为当前公司精密零组件业务与智能手机出货量较为相关,根据咨询机构 Omdia 的数据,预计2021年全球智能手机行业总出货量有望达到约13.72亿部,同比增长约6%。公司积极扩展非手机类业务,如 SiP 系统级封装模组、VR 光学器件及模组、AR 光学器件、AR 光机模组等与自身组装业务相配套的零组件。未来随着公司在 AR/VR 以及智能可穿戴整机产品的持续发力,精密零组件板块将继续稳健成长,受智能手机周期性影响会减弱。

智能声学整机 2Q21 营收 64.0 亿, 同比增长 67.1%。正如我们前期报告一直所强调:歌尔在 A 客户 TWS 耳机上的份额在提升,产品结构在升级,2H21 新品的切入速度也更快,因此 TWS 耳机业务仍有望为公司带来持续的正向贡献。A 客户 TWS 耳机更新在即,可期待更新周期带来的增长动力,而且 A 客户头戴式耳机和智能音响也有较强的潜力可供挖掘。

智能硬件业务 2Q21 营收 67.0 亿, 大幅同比增长 180.8%! 环比增长 48.7%! 公司 VR 大客户 O 客户持续热销, 歌尔的 VR 产线数量也在相应提升, 对应的新增产能也在三季度逐步开出, 伴随下半年的返校季及黑五等促销来临, 大客户 VR 销量值得期待。

VR 生态方面,近年来,Facebook 在 VR 领域逐渐发力,除了打造出爆款的 Quest 2 以外,在 VR 内容领域也在持续发力,先后收购了多个游戏工作室,增强第一方的内容开发能力。此外,Facebook 更是收购了与 Roblox 类似的元宇宙平台 Crayta,近期发布 VR 远程办公应用程序 Horizon Workrooms, 游戏+办公应用合力打造 VR 元宇宙布局。

➤ **研发保持高投入, 保证长期竞争力。**就公司的各项财务指标而言,2Q21 毛利率 14.3%, 同比下降 3.6 个百分点, 环比下降 0.3 个百分点, 主要系组装类业务占比提升所致。随着下半年消费电子旺季来临,公司产能利用率提升,智能声学整机盈利能力有望环比提升。归母净利率 4.7%, 同比下降 0.6 个百分点, 同比基本持平。

同时,2Q21 存货保持 93.2 亿,连续三个季度基本持平,同时管理费用控制较为得力,也可反应公司降费提效的成果。研发方面,歌尔继续保持在虚拟现实及声学、光学等领域的高投入,单季度研发费用 8.4 亿,同比增

长 31.6%，为公司长期发展储备动力。

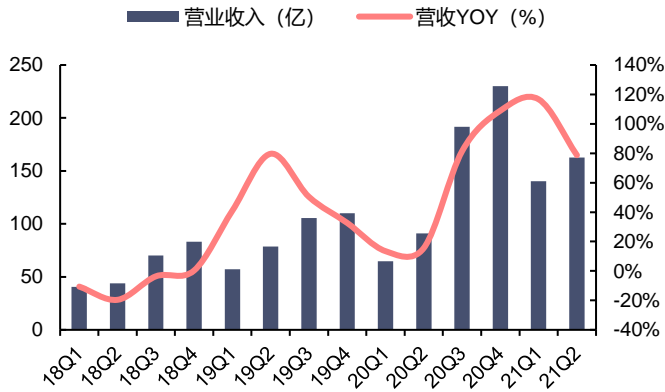
➤ **声、光、电+精密制造，助力公司把握未来创新脉络。**公司在 VR/AR、声学、光学、MEMS 微电子等领域内构建了行业领先的精密制造能力，具有创新性的竞争优势。通过跨领域集成技术，垂直整合声学、光学、微电子、结构件等精密零组件，提供从 ID 设计、研发、测试到自动化生产“一站式”智能制造服务，助力公司把握未来创新脉络，将优质客户资源转化为公司持续快速发展的不竭动力。

➤ **盈利预测与投资评级：**基于对 VR 赛道的长期看好，我们上调部分盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 45.2、59.1、76.0 亿元，对应每股收益分别为 1.32 元、1.73 元、2.23 元。我们认为公司发展战略清晰，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。

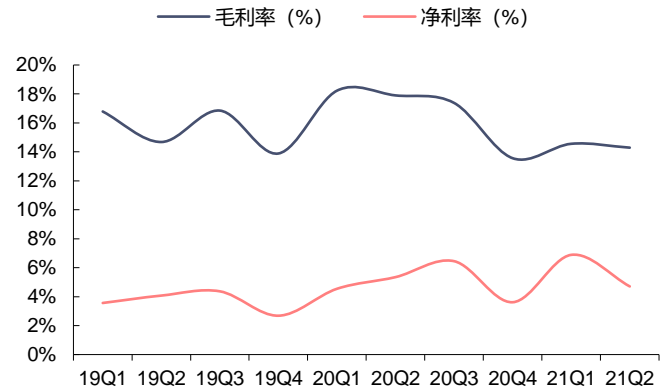
➤ **风险因素：**疫情反复；下游需求不及预期；市场竞争加剧。

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	82,168.64	106,809.34	136,139.45
增长率 YoY %	47.99%	64.29%	42.30%	29.99%	27.46%
归属母公司净利润(百万元)	1,280.54	2,848.01	4,524.57	5,908.68	7,603.85
增长率 YoY%	47.58%	122.41%	58.87%	30.59%	28.69%
毛利率%	15.43%	16.03%	15.53%	15.30%	15.30%
净资产收益率 ROE%	8.18%	15.93%	20.79%	22.28%	23.32%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.87	1.32	1.73	2.23
市盈率 P/E(倍)	124.8	56.1	35.3	27.1	21.0
市净率 P/B(倍)	9.9	8.1	6.7	5.5	4.4

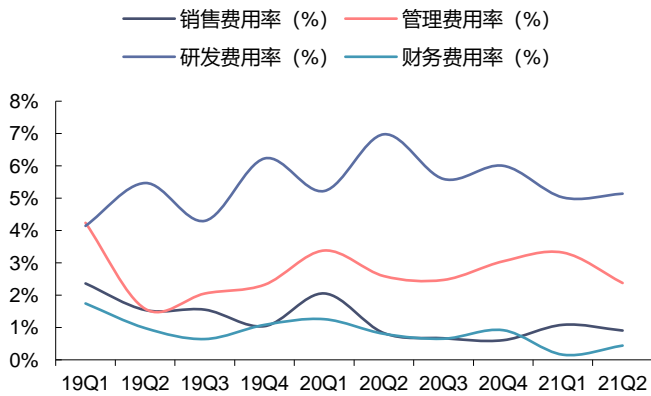
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 08 月 27 日收盘价

图 1：歌尔股份季度营收


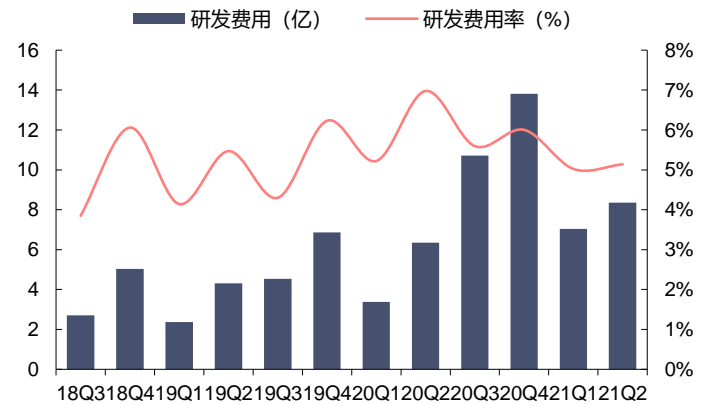
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：歌尔股份季度毛利率与净利率


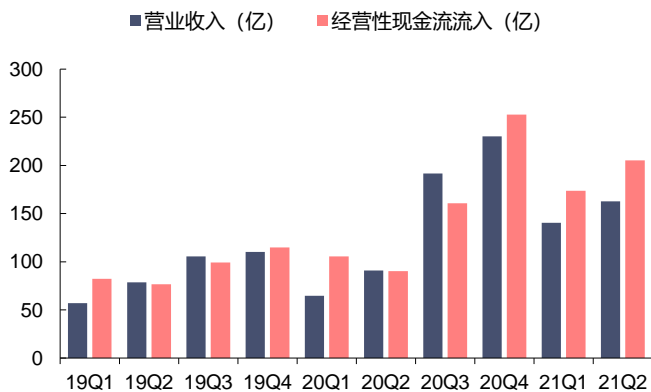
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：歌尔股份期间费用率


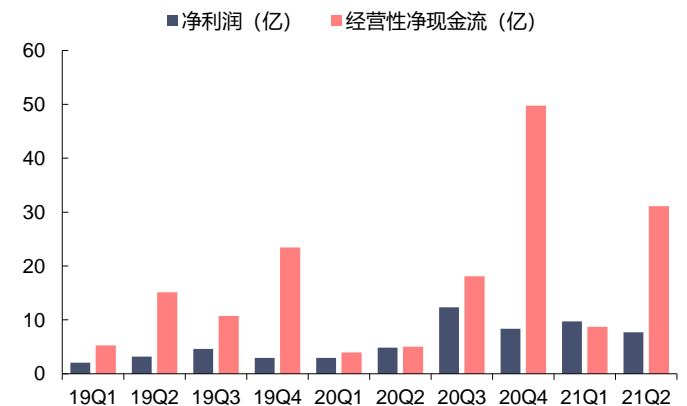
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：歌尔股份研发费用与研发费用率


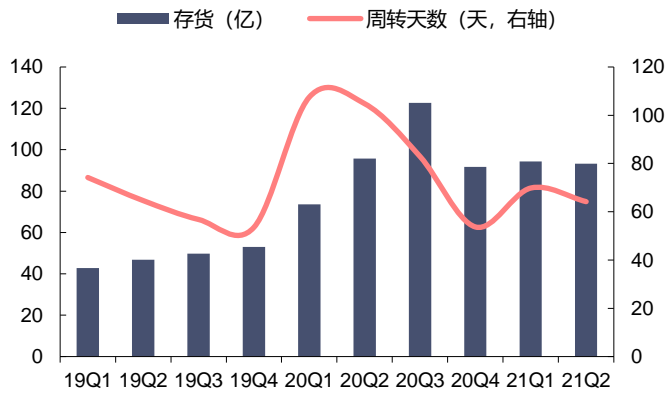
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：歌尔股份季度营收与经营性现金流流入


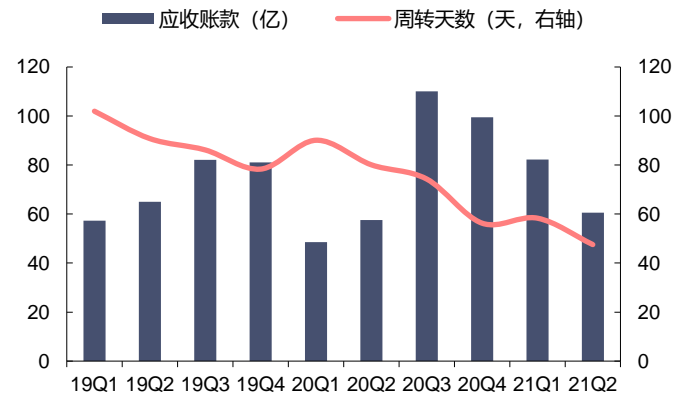
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：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 7：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 8：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	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	17,704	28,129	38,902	51,434	69,023	
货币资金	3,613	7,788	11,669	15,972	23,899	
应收票据	40	93	132	172	219	
应收账款	8,104	9,952	13,841	18,014	22,989	
预付账款	218	296	423	551	703	
存货	5,296	9,171	11,741	15,354	19,560	
其他	432	830	1,096	1,370	1,654	
非流动资产	16,957	20,989	22,074	23,368	23,312	
长期股权投资	270	337	337	337	337	
固定资产(合计)	11,502	14,675	14,593	14,792	13,909	
无形资产	2,397	2,730	3,090	3,470	3,795	
其他	2,787	3,246	4,054	4,769	5,271	
资产总计	34,660	49,118	60,977	74,802	92,336	
流动负债	17,558	22,736	30,507	38,959	49,631	
短期借款	6,154	3,190	2,552	2,552	3,253	
应付票据	697	1,798	2,573	3,354	4,275	
应付账款	8,977	15,527	22,226	28,971	36,927	
其他	1,729	2,222	3,156	4,082	5,177	
非流动负债	973	6,648	6,516	6,564	6,571	
长期借款	344	2,754	2,754	2,754	2,754	
其他	630	3,893	3,762	3,810	3,817	
负债合计	18,531	29,384	37,024	45,523	56,203	
少数股东权益	22	80	87	95	106	
归属母公司股东权益	16,107	19,653	23,866	29,184	36,028	
负债和股东权益	34,660	49,118	60,977	74,802	92,336	

重要财务指标

 单位:百万
元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	35,148	57,743	82,169	106,809	136,139
同比(%)	47.99%	64.29%	42.30%	29.99%	27.46%
归属母公司净利润	1,281	2,848	4,525	5,909	7,604
同比(%)	47.58%	122.41%	58.87%	30.59%	28.69%
毛利率(%)	15.43%	16.03%	15.53%	15.30%	15.30%
ROE%	8.18%	15.93%	20.79%	22.28%	23.32%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.87	1.32	1.73	2.23
P/E	124.8	56.1	35.3	27.1	21.0
P/B	9.9	8.1	6.7	5.5	4.4
EV/EBITDA	42.62	27.74	22.73	18.85	14.87

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	35,148	57,743	82,169	106,809	136,139	
营业成本	29,726	48,484	69,405	90,466	115,308	
营业税金及附加	224	200	285	371	472	
销售费用	534	476	616	641	817	
管理费用	838	1,630	2,219	2,670	3,403	
研发费用	1,807	3,426	4,601	5,768	7,352	
财务费用	364	491	330	308	299	
减值损失合计	-122	-236	-14	-18	-37	
投资净收益	-160	139	0	0	46	
其他	-120	-150	417	110	63	
营业利润	1,496	3,261	5,143	6,714	8,635	
营业外收支	-25	-39	-23	-28	-31	
利润总额	1,472	3,222	5,120	6,686	8,604	
所得税	192	370	589	769	989	
净利润	1,279	2,852	4,531	5,917	7,615	
少数股东损益	-1	4	6	8	11	
归属母公司净利润	1,281	2,848	4,525	5,909	7,604	
EBITDA	3,727	5,739	7,265	8,763	11,157	
EPS(当年)(元)	0.39	0.87	1.32	1.73	2.23	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	5,451	7,682	7,684	8,243	10,453
净利润	1,279	2,852	4,531	5,917	7,615
折旧摊销	1,992	2,188	1,815	1,769	2,254
财务费用	264	329	330	308	299
投资损失	160	-139	-315	0	-46
营运资金变动	1,796	2,503	1,190	240	299
其它	-39	-51	133	9	33
投资活动现金流	-3,038	-5,301	-2,523	-3,041	-2,168
资本支出	-3,044	-5,898	-3,253	-2,995	-2,123
长期投资	47	84	5	152	4
其他	-40	513	726	-198	-49
筹资活动现金流	-1,337	1,642	-1,280	-899	-359
吸收投资	-68	1,016	593	591	760
借款	-680	5,083	0	0	0
支付利息或股息	-364	-491	-783	-899	-1,059
现金流净增加额	1,077	4,024	3,881	4,303	7,927

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，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。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，任电子行业首席分析师。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，主要覆盖晶圆厂、数字芯片及射频，同时兼顾面板及智能机。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020年加入信达证券，覆盖VRAR，光学，存储器板块。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020年加入信达证券，产能为王，覆盖功率、模拟、封测板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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。