

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

IT 硬件与设备

**歌尔股份 (002241)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2021 年 09 月 10 日

# 以 VRAR 终端构筑步入“元宇宙”之途

证券分析师: 胡剑	02160893306	hujian1@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521080001
证券分析师: 胡慧	021-60871321	huhui2@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521080002
证券分析师: 唐泓翼	021-60875135	<a href="mailto:tanghy@guosen.com.cn">tanghy@guosen.com.cn</a>	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080001
证券分析师: 许亮	0755-81981025	<a href="mailto:xuliang1@guosen.com.cn">xuliang1@guosen.com.cn</a>	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518120001

## 事项:

2021 年以来微软、谷歌、Facebook、腾讯、字节跳动、HTC、英伟达等科技大厂纷纷加码元宇宙业务，Facebook CEO 扎克伯格更是在 7 月接受媒体采访时表示希望在未来 5 年内将 Facebook 从一个社交媒体网络转变为一家人“元宇宙公司”，Bloomberg Intelligence 预计 2024 年元宇宙市场规模将达到 8000 亿美元。近期，“元宇宙”再度成为市场关注焦点，相关硬件、内容公司在二级市场表现活跃。

## 国信电子观点:

- 1、基于 VRAR 终端所实现的“元宇宙”是部分生活场景的彻底数字化，是人类通信技术经历了文字、语音、图像、视频之后的下一代升级方向，即实现 3D 实景信息的共享，从而助力于人类摆脱空间的束缚而在数字世界实现更好的信息交互和生命体验，相关产业链有望在 5G、AI 加速各类场景数字化的过程当中加速发展。
- 2、“元宇宙第一股”Roblox 公司认为，一个真正的元宇宙应该具备身份、朋友、沉浸感、低延迟、多元化、随地、经济系统、文明八大要素，这也为元宇宙勾勒出更明确的轮廓。根据 2021 年 6 月份 Roblox 的用户数据来看，公司所持续构建的完全沉浸式的数字社区，兼具游戏、开发、教育属性，截至 2Q21 已吸引了超过 4300 万的日活用户，实现了持续、高速的用户增长，反映出消费者对于元宇宙的不断接受和认可。
- 3、VRAR 作为人类对接元宇宙的入口级终端，歌尔在相关领域深耕已久，全面掌握了 VRAR 生产所需的系统集成、工业设计、传感器、光学设计、EE 设计、大规模量产等核心能力，受益于核心客户 VR 终端 Quest2 的畅销，公司 1H21 智能硬件实现收入 112.10 亿元同比增长 210.83%，表现亮眼。根据 IDC 的数据，2021-2025 年全球 VR/AR 出货量的 CAGR 约 41.4%/138%，继 TWS 耳机之后，VR/AR 正成为公司新的增长引擎。
- 4、我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 775 /1009/1259 亿元，归母净利润分别为 46/65/89 亿元，对应 2021 年 9 月 9 日股价的 PE 为 35.5/25.2/18.3，维持“买入”评级。

## 评论:

### ■ “元宇宙”是下一代互联网新形态

被称为“互联网终极形态”的元宇宙 Metaverse 将创建一个平行于现实的虚拟世界，是人类生活场景数字化的再进阶，也是 ARVR 硬件的重要应用市场。元宇宙 Metaverse 一词来源于作家 Neal Stephenson 的科幻小说《雪崩》，与腾讯 CEO 马化腾在 2020 年底所提出的“全真互联网”类似，元宇宙描述了一个人们通过 VRAR 设备接入的、以虚拟形象在三维空间中与各种软件进行交互的世界。“元宇宙第一股”Roblox 公司认为，一个真正的元宇宙应该

具备身份、朋友、沉浸感、低延迟、多元化、随地、经济系统、文明八大要素，这也为元宇宙勾画出更明确的轮廓。2021 年以来微软、谷歌、Facebook、腾讯、字节跳动、HTC、英伟达等科技大厂逐步开始布局元宇宙业务，Bloomberg Intelligence 预计 2024 年元宇宙市场规模将达到 8000 亿美元。

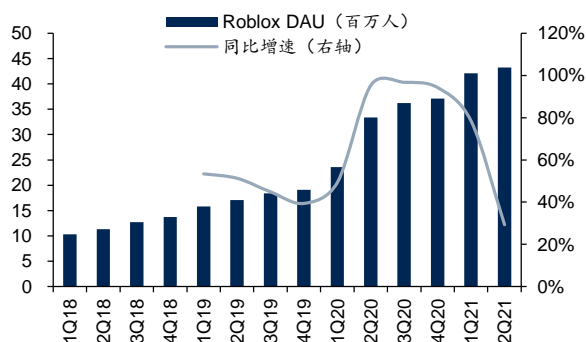
虽然元宇宙的发展仍处于早期阶段，根据 2021 年 6 月份 Roblox 的用户数据来看，公司所持续构建的完全沉浸式的数字社区，兼具游戏、开发、教育属性，截至 2Q21 已吸引了超过 4300 万的日活用户，实现了持续、高速的用户增长，反映出消费者对于元宇宙的不断接受和认可。

图 1: Roblox 中国版游戏界面



资料来源: Roblox、国信证券经济研究所整理

图 2: Roblox 日均活跃用户 (DAU) 情况



资料来源: Roblox 招股说明书、国信证券经济研究所整理

除了游戏，元宇宙已经开始渗透进日常生活。2020 年因为疫情毕业典礼无法现场完成，“云毕业”应运而生。得益于“元宇宙”，2020 年 5 月 16 日，加州大学伯克利分校 2020 年毕业典礼如期举行。一百多个学生、校友在游戏《我的世界》中共同搭建了虚拟的伯克利校园，重建了 100 多栋建筑物，甚至校园里的小商店、条幅都还原了。2021 年 6 月 16 日，中国传媒大学动画与数字艺术学院的毕业生们也在《我的世界》中进行了“云毕业”仪式。

《堡垒之夜》(Fortnite)与美国饶舌歌手 Travis Scott 展开跨界合作，在游戏中举办“ASTRONOMICAL”虚拟演唱会，场次横跨美国和欧洲、亚洲、大洋洲等服务器。根据 Epic Games 的官方统计，目前已表演的场次吸引了超过 1200 万名玩家同时在线参与。

图 3: 伯克利大学虚拟毕业典礼



资料来源: 伯克利大学、国信证券经济研究所整理

图 4: 中国传媒大学虚拟毕业典礼



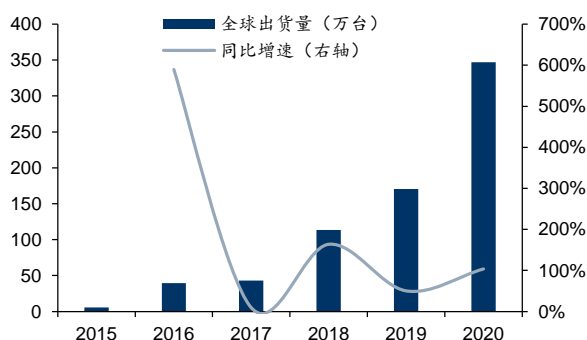
资料来源: 中国传媒大学、国信证券经济研究所整理

## ■ “元宇宙”需要VR/AR硬件支持

沉浸式体验是元宇宙的基本特征之一，VR/AR设备是支持沉浸式体验的必要硬件，因此元宇宙的发展需要VR/AR硬件的支持。正如从PC为主要上网终端过渡到手机，现在也将由手机过渡到VR/AR设备。

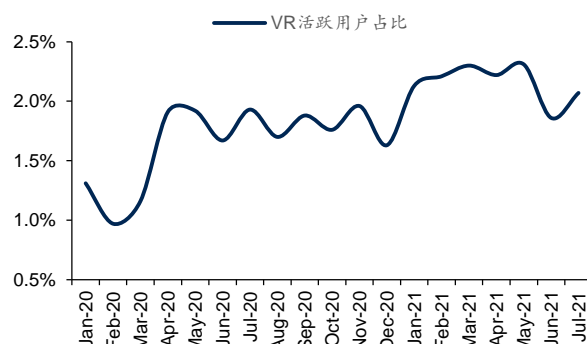
根据IDC的数据，2020年全球Oculus出货量达到347万台，同比增长104%。与此同时，2020年3月起全球最大游戏平台Steam上的VR在线用户数出现大幅攀升，2020年全年新增用户170万，VR游戏时间同比增长30%，VR业务收入同比增长71%，21年7月VR月活约为248.4万，占玩家总数的2.07%，环比提升0.21pct。

图 5: Oculus 全球出货再创新高



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

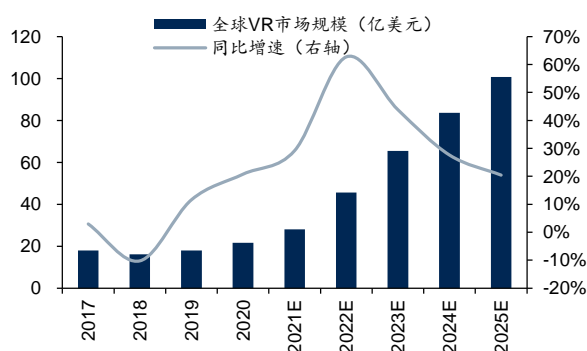
图 6: Steam 平台 VR 活跃玩家占比



资料来源: Steam、国信证券经济研究所整理

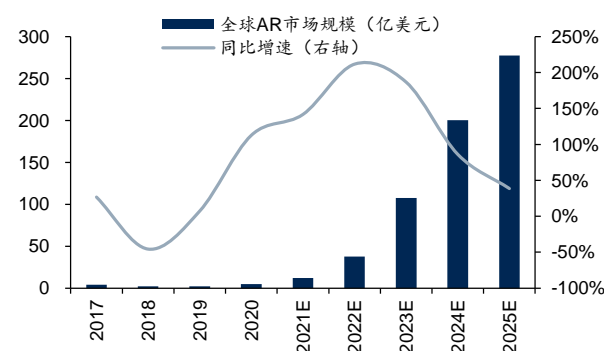
根据IDC数据，2021年全球VR出货量有望达到715.79万部，同比增长28.91%，产值达到27.99亿美金，同比增长29.21%，预计2025年出货量达到2863.7万部，5年CAGR达38.83%，2025年产值达到100.65亿美金，5年CAGR达35.97%。与此同时2021年全球AR出货量有望达到79.5万部，同比增长175.31%，产值达到12.06亿美金，同比增长141.67%，预计2025年出货量达到2205万部，2025年产值达到277.55亿美金。

图 7: 全球 VR 市场规模



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图 8: 全球 AR 市场规模



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

## ■ VR/AR 成为公司新的增长引擎，维持“买入”评级

元宇宙的发展离不开VR/AR硬件的支持，未来VR/AR的应用领域不会局限在某一领域，而是广泛用于游戏、社交、办公、媒体等多种场景。公司作为VR/AR产业链核心企业，2012年就开始对以VR/AR为代表的新兴智能硬件业务进行布局，2016年起独家代工索尼PSVR和Oculus Quest产品。目前公司占据全球中高端VR头显70%的市场份

额，并率先引进世界领先的 12 英寸纳米压印生产线，打造全球领先的 VR/AR 高端光学零组件产业基地。

公司在 VR/AR 光学方面具备较强的集成整合能力。公司可提供非球面透镜、菲涅尔透镜、衍射光学元器件等多种 VR 光学解决方案，以及分光曲面反射、棱镜反射等 AR 光学解决方案，并在自由曲面、光波导、微显示等前沿 AR、VR 光学技术上持续进行研发投入。此外，基于在光学方面强大的集成整合能力，公司具备 VR 专用镜片的设计制造能力和量产经验，保障 VR 产品的图像质量。

图 9：公司具备 VR 专用镜片的设计制造能力和量产经验



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 10：公司衍射光波导 AR 眼镜参考设计



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

除零组件外，公司可提供一站式垂直整合的 VR 系统解决方案，包括光学、ID、结构、电子电路、射频、软件在内的整体设计方案，以及零部件，模具，注塑，校准，组装，自动化在内的整体制造方案。同时，公司通过强大的垂直整合、系统集成能力以及多年的技术积累，可提供 VR HMD 以及数据手套、游戏手柄、Outside-in 追踪灯塔、大型 VR 外设等智能交互产品整体解决方案。

图 11：公司可提供 VR 头显和 VR 外设整体解决方案



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 12：公司独家代工 Oculus Quest2



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

VR/AR 作为新一代计算平台，作为人类对接元宇宙的入口级终端，具备广阔的市场发展前景，公司作为 VR/AR 产业链龙头，将明显受益于 VR/AR 产品的快速增长。我们维持 2021-2023 归母净利润 46/65/89 亿元的盈利预测，对应 2021 年 9 月 9 日股价的 PE 为 35.5/25.2/18.3，维持“买入”评级。

#### ■ 风险提示：

1、下游需求不及预期；2、市场竞争加剧的风险；3、产品渗透不及预期的风险。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	7788	10220	11202	13971
应收款项	10101	13559	17642	22021
存货净额	9171	12353	16050	19979
其他流动资产	818	1099	1429	1784
<b>流动资产合计</b>	<b>28129</b>	<b>37481</b>	<b>46574</b>	<b>58006</b>
固定资产	16753	20495	24274	28079
无形资产及其他	2730	2621	2512	2403
投资性房地产	1167	1167	1167	1167
长期股权投资	337	405	472	540
<b>资产总计</b>	<b>49118</b>	<b>62170</b>	<b>74999</b>	<b>90195</b>
短期借款及交易性金融负债	3190	5576	5141	4636
应付款项	17324	23335	30321	37741
其他流动负债	2222	2975	3854	4782
<b>流动负债合计</b>	<b>22736</b>	<b>31886</b>	<b>39315</b>	<b>47158</b>
长期借款及应付债券	5786	5786	5786	5786
其他长期负债	862	1094	1327	1559
<b>长期负债合计</b>	<b>6648</b>	<b>6880</b>	<b>7112</b>	<b>7345</b>
<b>负债合计</b>	<b>29384</b>	<b>38766</b>	<b>46427</b>	<b>54503</b>
少数股东权益	80	85	92	102
股东权益	19653	23318	28480	35590
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>49118</b>	<b>62170</b>	<b>74999</b>	<b>90195</b>

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.83	1.34	1.89	2.60
每股红利	0.17	0.27	0.38	0.52
每股净资产	5.75	6.83	8.34	10.42
ROIC	14%	17%	22%	26%
ROE	14%	20%	23%	25%
毛利率	16%	16%	16%	16%
EBIT Margin	6%	7%	8%	8%
EBITDA Margin	10%	10%	10%	11%
收入增长	64%	34%	30%	25%
净利润增长率	122%	61%	41%	38%
资产负债率	60%	62%	62%	61%
息率	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%
P/E	57.1	35.5	25.2	18.3
P/B	8.3	7.0	5.7	4.6
EV/EBITDA	33.9	25.9	19.8	15.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>57743</b>	<b>77510</b>	<b>100850</b>	<b>125883</b>
营业成本	48484	65299	84828	105527
营业税金及附加	200	269	350	437
销售费用	476	562	630	660
管理费用	1630	2047	2429	2753
财务费用	491	224	225	157
投资收益	139	(34)	(19)	29
资产减值及公允价值变动	(48)	(123)	(84)	(85)
其他收入	(3292)	(3740)	(4948)	(6196)
营业利润	3261	5213	7337	10096
营业外净收支	(39)	(26)	(30)	(31)
<b>利润总额</b>	<b>3222</b>	<b>5187</b>	<b>7307</b>	<b>10064</b>
所得税费用	370	596	839	1156
少数股东损益	4	6	9	12
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2848</b>	<b>4585</b>	<b>6459</b>	<b>8896</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>2852</b>	<b>4591</b>	<b>6468</b>	<b>8908</b>
资产减值准备	114	76	46	54
折旧摊销	2137	2329	2976	3617
公允价值变动损失	48	123	84	85
财务费用	491	224	225	157
营运资本变动	3026	152	30	(27)
其它	(985)	(301)	(273)	(214)
<b>经营活动现金流</b>	<b>7682</b>	<b>7193</b>	<b>9556</b>	<b>12581</b>
资本开支	(5599)	(6159)	(6775)	(7453)
其它投资现金流	298	(67)	(67)	(67)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5301)</b>	<b>(6227)</b>	<b>(6843)</b>	<b>(7520)</b>
权益性融资	51	0	0	0
负债净变化	2411	0	0	0
支付股利、利息	(572)	(921)	(1297)	(1786)
其它融资现金流	(247)	2386	(435)	(505)
<b>融资活动现金流</b>	<b>1642</b>	<b>1466</b>	<b>(1732)</b>	<b>(2291)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>3819</b>	<b>2432</b>	<b>981</b>	<b>2770</b>
货币资金的期初余额	3095	6913	9345	10327
货币资金的期末余额	6913	9345	10327	13096
企业自由现金流	2685	1153	2932	5176
权益自由现金流	4849	3341	2297	4532

- 《歌尔股份-002241-财报点评：三季度指引乐观，VR/AR 成为新的增长引擎》 ——2021-08-29
- 《歌尔股份-002241-财报点评：业绩符合预期，看好远期空间》 ——2021-02-01
- 《歌尔股份-002241-财报点评：业绩超预期，长期发展路径清晰》 ——2020-10-26
- 《歌尔股份-002241-重大事件快评：泛智能硬件巨擘，受益 2020 年可穿戴设备优质赛道》 ——2020-01-21
- 《歌尔股份-002241-2019 年三季度报点评：三季度业绩符合预期，声光电布局潜力足》 ——2019-10-24

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032