

歌尔股份 (002241.SZ)

业绩指引强劲，VR 驱动成长

核心观点：

- 歌尔股份发布 2021 年三季报和年度业绩预告：2021 年 1~9 月公司实现营业收入 527.9 亿元，同比增长 52%，归母净利润 33.3 亿元，同比增长 65.28%；对应 Q3 单季度归母净利润 16.01 亿元，同比增长 29.61%；同时公司预计 2021 年归母净利润为 42.44~45.28 亿元，同比增长 49%~59%。
- **VR 驱动新一轮成长，A 客户迎新品全线更新。**我们认为公司 Q3 业绩的同比增长主要受益于：1.VR 出货量的增长，Quest 2 随着北美销售旺季迎来出货高增长；2.A 客户的 iPhone 13 和 AirPods 3 等产品迎来全线更新，产业链进入量产拉货期；3.PS 组装、游戏机配件等业务进一步拉动公司业绩成长。
- **“零件+成品”战略协同效应显著，未来 3~5 年成长路径清晰。** Quest 的销售维持高景气度，我们预计今年全球 VR 硬件销量有望站上千万量级，Quest 高端版、索尼 PS VR 二代、苹果 MR 均有望在 2022 年陆续推出；公司在索尼 PS 组装业务份额逐步提升的确定性高，游戏周边配件也将带来不错增量；中长期来看，“零件+成品”战略协同效应显著，整机业务的 VR、游戏机、耳机、watch 和精密零组件业务的声学、光学、歌尔微电子和精密结构件业务多线成长路径清晰。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 45.2/62.7/86.5 亿元，按照最新收盘价计算对应 PE 为 33/24/17 倍，考虑可比公司估值及 AR/VR 业务的成长性，按照 2022 年 EPS 给予 35 倍 PE 估算，合理价值为 64.23 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**全球疫情控制不及预期，VR/AR 业务发展不及预期。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	35,148	57,743	81,514	116,088	148,030
增长率 (%)	48.0	64.3	41.2	42.4	27.5
EBITDA (百万元)	4,010	5,715	6,824	9,033	11,904
归母净利润 (百万元)	1,281	2,848	4,519	6,267	8,654
增长率 (%)	47.6	122.4	58.7	38.7	38.1
EPS (元/股)	0.39	0.87	1.32	1.83	2.53
市盈率 (P/E)	50.48	42.92	33.04	23.83	17.26
ROE (%)	8.0	14.5	18.7	20.6	22.1
EV/EBITDA	16.97	21.60	22.37	17.14	13.10

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	43.71 元
合理价值	64.23 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-27

相对市场表现



分析师：	许兴军
	SAC 执证号：S0260514050002
	021-38003661
	xuxingjun@gf.com.cn
分析师：	王亮
	SAC 执证号：S0260519060001
	SFC CE No. BFS478
	021-38003658
	gfwangliang@gf.com.cn
分析师：	叶秀贤
	SAC 执证号：S0260520100004
	0755-82528531
	yexiuxian@gf.com.cn

请注意，许兴军、叶秀贤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

歌尔股份 (002241.SZ) :业	2021-08-27
业绩指引强劲，VR 打开新一轮成长周期	
歌尔股份 (002241.SZ) :业	2021-04-22
业绩指引强劲，VR 高景气周期引领成长	
歌尔股份 (002241.SZ) :报	2021-03-29
表质量亮眼，业绩指引强劲，中长期成长逻辑清晰	

请务必阅读末页的免责声明

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	17,704	28,129	36,551	50,581	64,162	
货币资金	3,613	7,788	8,151	10,448	13,323	
应收及预付	8,362	10,340	14,597	20,789	26,505	
存货	5,296	9,171	12,950	18,458	23,416	
其他流动资产	432	830	853	887	918	
非流动资产	16,957	20,989	26,282	33,674	42,976	
长期股权投资	270	337	337	337	337	
固定资产	11,502	14,675	19,394	26,133	34,862	
在建工程	1,539	2,079	2,458	2,918	3,337	
无形资产	2,397	2,730	3,033	3,227	3,380	
其他长期资产	1,248	1,167	1,060	1,060	1,060	
资产总计	34,660	49,118	62,834	84,255	107,138	
流动负债	17,558	22,736	30,433	43,588	55,816	
短期借款	6,154	3,190	4,201	6,655	8,695	
应付及预收	9,779	17,324	23,493	32,780	42,035	
其他流动负债	1,624	2,222	2,739	4,152	5,085	
非流动负债	973	6,648	8,148	10,148	12,148	
长期借款	344	2,754	4,254	6,254	8,254	
应付债券	0	3,031	3,031	3,031	3,031	
其他非流动负债	630	862	862	862	862	
负债合计	18,531	29,384	38,581	53,735	67,964	
股本	3,245	3,275	3,416	3,416	3,416	
资本公积	2,997	3,812	3,671	3,671	3,671	
留存收益	10,345	12,876	17,396	23,663	32,317	
归属母公司股东权益	16,107	19,653	24,172	30,440	39,094	
少数股东权益	22	80	80	80	80	
负债和股东权益	34,660	49,118	62,834	84,255	107,138	

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	35,148	57,743	81,514	116,088	148,030	
营业成本	29,726	48,484	68,461	97,582	123,797	
营业税金及附加	224	200	283	403	514	
销售费用	534	476	652	929	1,110	
管理费用	838	1,630	2,217	3,076	3,849	
研发费用	1,807	3,426	4,687	6,617	8,438	
财务费用	364	491	654	900	1,174	
资产减值损失	-109	-208	-50	-150	-195	
公允价值变动收益	27	160	50	50	50	
投资净收益	-160	139	326	348	444	
营业利润	1,496	3,261	5,205	7,169	9,881	
营业外收支	-25	-39	0	0	0	
利润总额	1,472	3,222	5,205	7,169	9,881	
所得税	192	370	686	902	1,227	
净利润	1,279	2,852	4,519	6,267	8,654	
少数股东损益	-1	4	0	0	0	
归属母公司净利润	1,281	2,848	4,519	6,267	8,654	
EBITDA	4,010	5,715	6,824	9,033	11,904	
EPS (元)	0.39	0.87	1.32	1.83	2.53	

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	5,451	7,682	4,936	7,236	10,347	
净利润	1,279	2,852	4,519	6,267	8,654	
折旧摊销	1,992	2,188	1,610	1,551	1,581	
营运资金变动	1,515	2,240	-1,373	-1,034	-517	
其它	666	402	180	451	630	
投资活动现金流	-3,038	-5,301	-6,666	-8,820	-10,743	
资本支出	-2,987	-5,549	-7,042	-9,218	-11,237	
投资变动	-211	198	0	0	0	
其他	160	49	376	398	494	
筹资活动现金流	-1,337	1,642	2,093	3,881	3,271	
银行借款	8,828	10,493	2,511	4,455	4,040	
股权融资	1	51	141	0	0	
其他	-10,165	-8,901	-559	-574	-769	
现金净增加额	1,087	3,819	363	2,297	2,875	
期初现金余额	2,008	3,095	7,788	8,151	10,448	
期末现金余额	3,095	6,913	8,151	10,448	13,323	

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	48.0%	64.3%	41.2%	42.4%	27.5%
营业利润增长	48.7%	117.9%	59.6%	37.7%	37.8%
归母净利润增长	47.6%	122.4%	58.7%	38.7%	38.1%
获利能力					
毛利率	15.4%	16.0%	16.0%	15.9%	16.4%
净利率	3.6%	4.9%	5.5%	5.4%	5.8%
ROE	8.0%	14.5%	18.7%	20.6%	22.1%
ROIC	7.6%	10.9%	12.7%	14.1%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	53.5%	59.8%	61.4%	63.8%	63.4%
净负债比率	114.9%	148.9%	159.1%	176.1%	173.5%
流动比率	1.01	1.24	1.20	1.16	1.15
速动比率	0.69	0.82	0.76	0.72	0.72
营运能力					
总资产周转率	1.01	1.18	1.30	1.38	1.38
应收账款周转率	4.34	5.80	5.80	5.80	5.80
存货周转率	6.64	6.30	6.29	6.29	6.32
每股指标 (元)					
每股收益	0.39	0.87	1.32	1.83	2.53
每股经营现金流	1.68	2.35	1.44	2.12	3.03
每股净资产	4.96	6.00	7.08	8.91	11.44
估值比率					
P/E	50.48	42.92	33.04	23.83	17.26
P/B	4.01	6.22	6.18	4.91	3.82
EV/EBITDA	16.97	21.60	22.37	17.14	13.10

广发电子元件和半导体研究小组

许兴军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
王亮：联席首席分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
叶秀贤：资深分析师，天津大学材料科学与工程学士，天津大学管理科学与工程硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
耿正：资深分析师，上海交通大学材料科学与工程学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
蔡锐帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
郇正林：中国科学院大学硕士，2020年8月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。