

# 歌尔股份 (002241.SZ)

## VR/AR 业务高成长，1Q22 业绩指引强劲

买入

### 核心观点

**21 年归母净利润同比增长 50.1%，预计 1Q22 扣非后净利润同比增长 40-50%。**公司发布年报，21 年营收 782.21 亿元 (YoY: 35.5%)，归母净利润 42.75 亿元 (YoY: 50.1%)；其中 4Q21 营收 254.32 亿元 (YoY: 10.5%)，归母净利润 9.42 亿元 (YoY: 13.3%)；21 年毛利率同比下降 1.90pct 至 14.13%，主要系产品结构变化所致，期间费用率同比下降 1.82pct 至 8.61%。此外，公司预计 1Q22 归母净利润同比下降 0%-10% 至 8.69-9.66 亿元 (非经常性损益同比降低 3.0-3.4 亿元)；预计 1Q22 扣非后归母净利润同比增长 40%-50% 至 8.42-9.02 亿元，得益于 Oculus Quest 2 等 VR 设备、PS5 等智能游戏主机产品畅销。

**21 年智能硬件收入同比增长 86%，毛利率同比提升 1.40pct。**分业务来看，21 年精密零组件营收同比增长 13.39% 至 138.40 亿元，毛利率同比下降 0.79pct 至 23.11%；得益于 TWS 耳机的收入增长，21 年智能声学整机营收同比增长 13.58% 至 302.97 亿元，毛利率同比下降 4.54pct 至 10.33%，主要系疫情导致海外工厂开工率不足所致；21 年智能硬件营收同比增长 85.87% 至 328.09 亿元，毛利率提升 1.40pct 至 13.91%，得益于 Oculus Quest 2 等明星 VR 产品的畅销，公司智能硬件营收高速增长，同时盈利水平持续改善。

**AirPods 迎复苏性增长，公司智能声学整机业务受益。**根据 Counterpoint Research 数据，21 年 AirPods 出货量 7680 万部，我们预计 22 年 AirPods 出货量将超过 8000 万部，驱动力来源于：1) 新款产品陆续发布，苹果于 4Q21 发布 AirPods3，有望于今年下半年发布 AirPods Pro2；2) 老款产品价格下探，同时苹果用户群体中 AirPods 渗透率持续提升，带动出货量稳步增长。

**VR/AR 应用生态日渐成熟，公司 VR/AR 业务增长动能强劲。**硬件方面，根据 Omdia，21 年全球 VR 出货量达到 1250 万部，其中 Quest2 出货量 700 万部，Omdia 预计 26 年全球 VR 出货量将达到 7000 万部 (21-26 年 CAGR: 41.1%)；此外，苹果首款 VR 头显有望于今年 Q4 量产，年底前正式上市。应用方面，根据 Valve，21 年 Steam 平台新增 VR 用户 188.7 万，22 年 2 月 Steam 平台月活 VR 头显用户占比 2.12%，保持在较高水平。公司作为全球 VR/AR 智能制造龙头，将直接受益于核心客户明星产品的热销，VR/AR 业务增长动能强劲。

**投资建议：**我们看好公司 VR/AR 业务的增长前景，预计公司 22-24 年归母净利润同比增长 45.6%/31.1%/25.9% 至 62.23/81.61/102.73 亿元，参考 2022 年可比公司 Wind 一致预期均值 23.99 倍 PE 估值，我们给予公司 2022 年 24-25 倍预期 PE，对应目标价为 43.72-45.54 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2020   | 2021   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|--------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)    | 57,743 | 78,221 | 103,411 | 132,538 | 165,462 |
| (+/-%)       | 64.3%  | 35.5%  | 32.2%   | 28.2%   | 24.8%   |
| 净利润(百万元)     | 2848   | 4275   | 6223    | 8161    | 10273   |
| (+/-%)       | 122.4% | 50.1%  | 45.6%   | 31.1%   | 25.9%   |
| 每股收益(元)      | 0.87   | 1.25   | 1.82    | 2.39    | 3.01    |
| EBIT Margin  | 6.1%   | 5.5%   | 6.6%    | 6.8%    | 6.9%    |
| 净资产收益率 (ROE) | 14.5%  | 15.6%  | 19.1%   | 20.7%   | 21.4%   |
| 市盈率 (PE)     | 39.3   | 27.3   | 18.7    | 14.3    | 11.4    |
| EV/EBITDA    | 24.9   | 21.5   | 17.6    | 14.6    | 12.5    |
| 市净率 (PB)     | 5.69   | 4.27   | 3.58    | 2.96    | 2.42    |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究·财报点评

#### 电子·消费电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

联系人：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

联系人：李梓澎

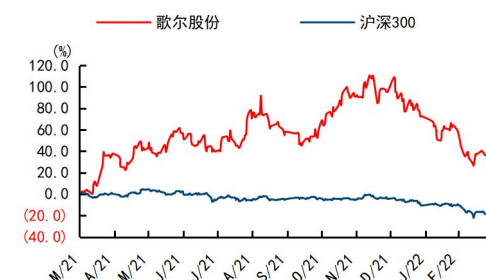
0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

#### 基础数据

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| 投资评级        | 买入(维持)            |
| 合理估值        | 43.72 - 45.54 元   |
| 收盘价         | 34.13 元           |
| 总市值/流通市值    | 116588/101605 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 58.43/26.71 元     |
| 近 3 个月日均成交额 | 2150.97 百万元       |

#### 市场走势

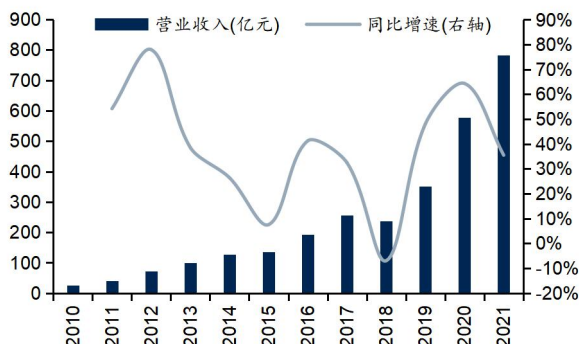


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

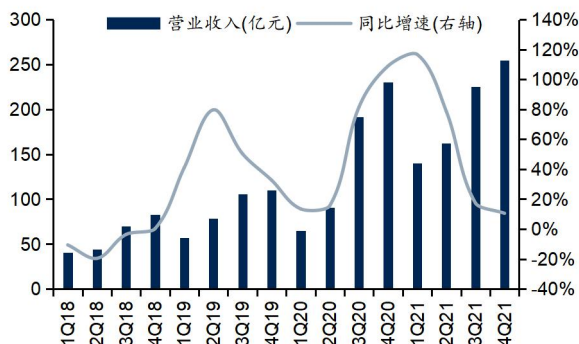
- 《歌尔股份-002241-2021 年三季报点评：3Q21 业绩符合预期，VR/AR 增长强劲》——2021-10-27
- 《歌尔股份-002241-重大事件快评：以 VRAR 终端构筑步入“元宇宙”之途》——2021-09-10
- 《歌尔股份-002241-财报点评：三季度指引乐观，VR/AR 成为新的增长引擎》——2021-08-29
- 《歌尔股份-002241-财报点评：业绩符合预期，看好远期空间》——2021-02-01
- 《歌尔股份-002241-财报点评：业绩超预期，长期发展路径清晰》——2020-10-26

图1: 公司营业收入及同比增速



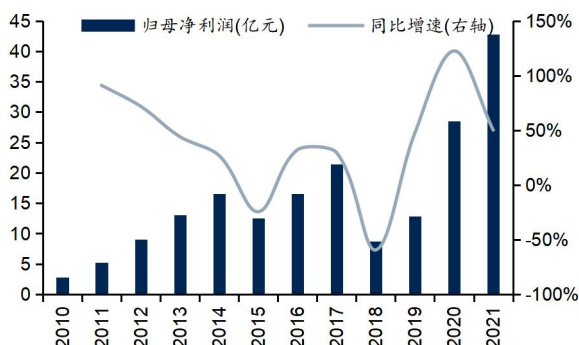
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



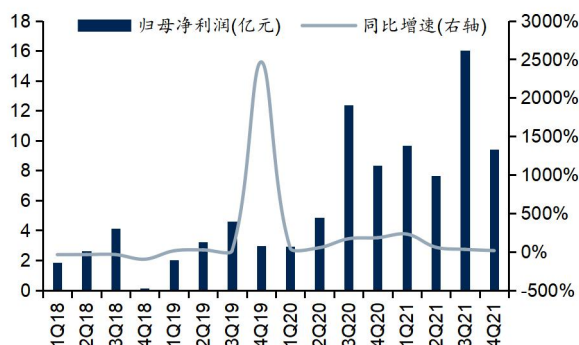
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



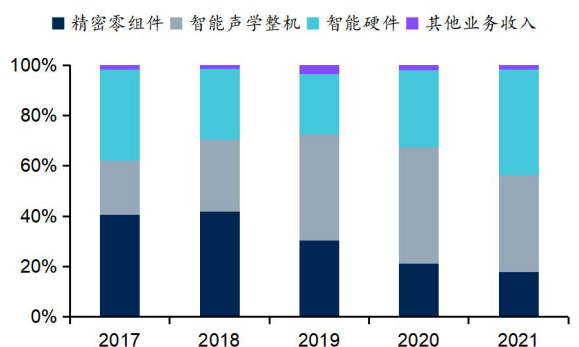
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



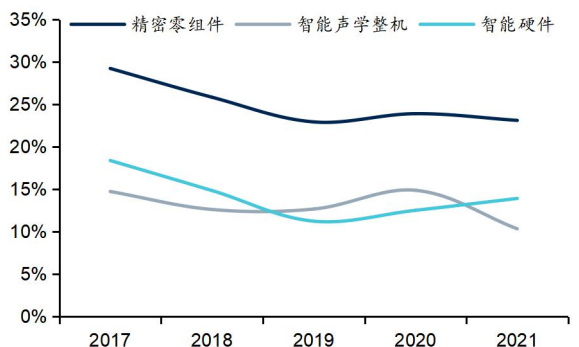
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收结构



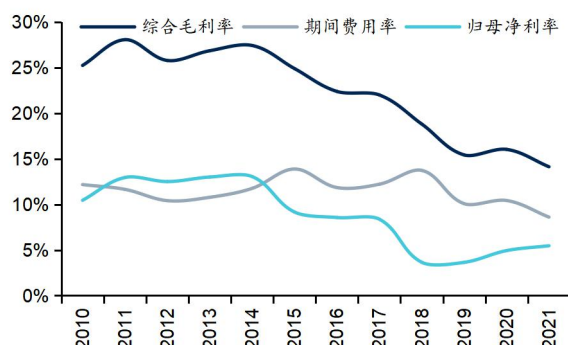
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率



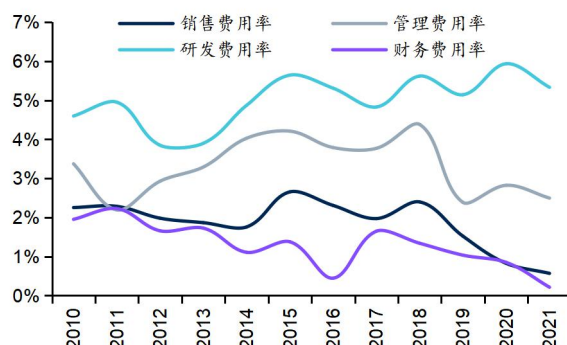
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**投资建议:** VR/AR 作为元宇宙的入口级终端具备广阔的发展前景, 公司作为产业龙头将明显受益, 我们预计 22-24 年公司营业收入同比增长 32.2%/28.2%/24.8% 至 1034.11/1325.38/1654.62 亿元, 归母净利润同比增长 45.6%/31.1%/25.9% 至 62.23/81.61/102.73 亿元, 对应 PE 为 18.7/14.3/11.4 倍, 参考 2022 年可比公司 Wind 一致预期均值 23.99 倍 PE 估值, 我们给予公司 2022 年 24-25 倍预期 PE, 对应目标价为 43.72-45.54 元, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值比较 (股价为 2022 年 3 月 29 日数据)

| 代码           | 简称   | 股价<br>(元) | EPS (元) |         |       |       | CAGR<br>(20-23E) | PE (倍) |         |       |       | PEG<br>(2022E) | 总市值<br>(亿元) |
|--------------|------|-----------|---------|---------|-------|-------|------------------|--------|---------|-------|-------|----------------|-------------|
|              |      |           | 2020A   | 2021A/E | 2022E | 2023E |                  | 2020A  | 2021A/E | 2022E | 2023E |                |             |
| 002241       | 歌尔股份 | 34.13     | 0.87    | 1.25    | 1.82  | 2.39  | 40.1%            | 39.25  | 27.28   | 18.74 | 14.29 | 0.47           | 1166        |
| <b>可比公司:</b> |      |           |         |         |       |       |                  |        |         |       |       |                |             |
| 002475       | 立讯精密 | 30.75     | 1.03    | 1.01    | 1.46  | 1.90  | 22.6%            | 29.85  | 30.45   | 21.13 | 16.21 | 0.94           | 2176        |
| 600745       | 闻泰科技 | 84.61     | 2.06    | 2.55    | 3.83  | 5.18  | 36.0%            | 41.07  | 33.15   | 22.09 | 16.34 | 0.61           | 1055        |
| 002273       | 水晶光电 | 11.12     | 0.37    | 0.34    | 0.45  | 0.54  | 13.4%            | 30.05  | 32.71   | 24.97 | 20.60 | 1.86           | 155         |
| 601231       | 环旭电子 | 11.93     | 0.80    | 0.85    | 1.04  | 1.23  | 15.4%            | 14.91  | 14.04   | 11.47 | 9.69  | 0.74           | 264         |
| 688127       | 蓝特光学 | 15.87     | 0.49    | 0.35    | 0.39  | 0.74  | 14.9%            | 32.39  | 45.34   | 40.30 | 21.33 | 2.70           | 64          |
| 均值           |      |           | 0.95    | 1.02    | 1.43  | 1.92  | 20.5%            | 29.66  | 31.14   | 23.99 | 16.84 | 1.37           |             |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测 注: 可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E         | 利润表（百万元）          | 2020          | 2021          | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 7788         | 10049        | 10317        | 13967        | 17932         | 营业收入              | 57743         | 78221         | 103411        | 132538        | 165462        |
| 应收款项             | 10101        | 12324        | 17191        | 21457        | 27147         | 营业成本              | 48484         | 67168         | 88028         | 112520        | 140505        |
| 存货净额             | 9171         | 12082        | 16311        | 20941        | 25940         | 营业税金及附加           | 200           | 222           | 438           | 466           | 584           |
| 其他流动资产           | 818          | 588          | 1280         | 1505         | 1724          | 销售费用              | 476           | 445           | 640           | 886           | 1189          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>28129</b> | <b>35162</b> | <b>45218</b> | <b>57990</b> | <b>72863</b>  | 管理费用              | 1630          | 1952          | 1809          | 2155          | 2580          |
| 固定资产             | 16753        | 20250        | 25266        | 30056        | 34835         | 研发费用              | 3426          | 4170          | 5655          | 7525          | 9253          |
| 无形资产及其他          | 2730         | 2763         | 2652         | 2542         | 2431          | 财务费用              | 491           | 167           | 89            | 63            | (10)          |
| 投资性房地产           | 1167         | 2466         | 2466         | 2466         | 2466          | 投资收益              | 139           | 469           | 165           | 181           | 196           |
| 长期股权投资           | 337          | 437          | 501          | 578          | 658           | 资产减值及公允价值变动       | 368           | 192           | 257           | 298           | 270           |
| <b>资产总计</b>      | <b>49118</b> | <b>61079</b> | <b>76104</b> | <b>93632</b> | <b>113253</b> | 其他收入              | (282)         | (76)          | 0             | 0             | 0             |
| 短期借款及交易性金融负债     | 3190         | 4786         | 5300         | 5798         | 6278          | 营业利润              | 3261          | 4683          | 7175          | 9403          | 11827         |
| 应付款项             | 17324        | 21272        | 29793        | 38250        | 46820         | 营业外净收支            | (39)          | (77)          | (47)          | (55)          | (60)          |
| 其他流动负债           | 2222         | 3744         | 4237         | 5639         | 7244          | <b>利润总额</b>       | <b>3222</b>   | <b>4606</b>   | <b>7128</b>   | <b>9348</b>   | <b>11767</b>  |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>22736</b> | <b>29803</b> | <b>39329</b> | <b>49687</b> | <b>60342</b>  | 所得税费用             | 370           | 299           | 855           | 1122          | 1412          |
| 长期借款及应付债券        | 5786         | 2204         | 2204         | 2204         | 2204          | 少数股东损益            | 4             | 32            | 50            | 66            | 83            |
| 其他长期负债           | 862          | 1140         | 1356         | 1598         | 1844          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>2848</b>   | <b>4275</b>   | <b>6223</b>   | <b>8161</b>   | <b>10273</b>  |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>6648</b>  | <b>3345</b>  | <b>3560</b>  | <b>3802</b>  | <b>4048</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022E</b>  | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>29384</b> | <b>33148</b> | <b>42890</b> | <b>53490</b> | <b>64389</b>  | 净利润               | 2848          | 4275          | 6223          | 8161          | 10273         |
| 少数股东权益           | 80           | 604          | 646          | 701          | 771           | 资产减值准备            | 114           | 5             | 79            | 52            | 59            |
| 股东权益             | 19653        | 27328        | 32568        | 39441        | 48093         | 折旧摊销              | 2137          | 2706          | 2208          | 2676          | 3124          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>49118</b> | <b>61079</b> | <b>76104</b> | <b>93632</b> | <b>113253</b> | 公允价值变动损失          | (368)         | (192)         | (257)         | (298)         | (270)         |
|                  |              |              |              |              |               | 财务费用              | 491           | 167           | 89            | 63            | (10)          |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b>  | 营运资本变动            | 3026          | (450)         | (481)         | 1032          | (429)         |
| 每股收益             | 0.87         | 1.25         | 1.82         | 2.39         | 3.01          | 其它                | (111)         | 22            | (37)          | 4             | 11            |
| 每股红利             | 0.17         | 0.20         | 0.29         | 0.38         | 0.47          | <b>经营活动现金流</b>    | <b>7646</b>   | <b>6366</b>   | <b>7735</b>   | <b>11627</b>  | <b>12768</b>  |
| 每股净资产            | 6.00         | 8.00         | 9.53         | 11.54        | 14.08         | 资本开支              | 0             | (5812)        | (6936)        | (7109)        | (7582)        |
| ROIC             | 26%          | 27%          | 30%          | 35%          | 38%           | 其它投资现金流           | (204)         | 132           | 0             | 0             | 0             |
| ROE              | 14%          | 16%          | 19%          | 21%          | 21%           | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(271)</b>  | <b>(5780)</b> | <b>(6999)</b> | <b>(7186)</b> | <b>(7662)</b> |
| 毛利率              | 16%          | 14%          | 15%          | 15%          | 15%           | 权益性融资             | (205)         | 2179          | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 6%           | 5%           | 7%           | 7%           | 7%            | 负债净变化             | 2411          | (550)         | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 10%          | 9%           | 9%           | 9%           | 9%            | 支付股利、利息           | (572)         | (675)         | (982)         | (1288)        | (1621)        |
| 收入增长             | 64%          | 35%          | 32%          | 28%          | 25%           | 其它融资现金流           | (6671)        | 1945          | 514           | 498           | 480           |
| 净利润增长率           | 122%         | 50%          | 46%          | 31%          | 26%           | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(3199)</b> | <b>1674</b>   | <b>(468)</b>  | <b>(790)</b>  | <b>(1141)</b> |
| 资产负债率            | 60%          | 55%          | 57%          | 58%          | 58%           | <b>现金净变动</b>      | <b>4175</b>   | <b>2260</b>   | <b>268</b>    | <b>3651</b>   | <b>3965</b>   |
| 息率               | 0.5%         | 0.6%         | 0.8%         | 1.1%         | 1.4%          | 货币资金的期初余额         | 3613          | 7788          | 10049         | 10317         | 13967         |
| P/E              | 39.3         | 27.3         | 18.7         | 14.3         | 11.4          | 货币资金的期末余额         | 7788          | 10049         | 10317         | 13967         | 17932         |
| P/B              | 5.7          | 4.3          | 3.6          | 3.0          | 2.4           | 企业自由现金流           | 0             | 434           | 813           | 4508          | 5102          |
| EV/EBITDA        | 24.9         | 21.5         | 17.6         | 14.6         | 12.5          | 权益自由现金流           | 0             | 1828          | 1248          | 4950          | 5591          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 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 层

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