



21 年业绩符合预期，持续看好 VR、AR 赛道龙头

2022 年 03 月 31 日



分析师：方竞

执业证号：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

3 月 29 日，歌尔股份发布 2021 年年报，公司全年实现营收 782.2 亿元，同比增长 35.5%；实现归母净利润 42.7 亿元，同比增长 50.1%；实现扣非净利润 38.32 亿元，同比增长 38.9%。

► **业绩符合预期，智能硬件 VR 贡献主要增量。**受益于 VR、TWS、智能可穿戴等智能硬件产品及相关精密零组件产品需求的持续成长，公司营收和净利润取得较为显著的增长。公司 21 年营收 782 亿元，符合我们之前对公司预期。其中 21 年**智能硬件同比+86%至 328 亿元，营收占比+11pcts 达到 41.9%，占比大幅提升主要源于 21 年 Quest 2 需求旺盛，驱动智能硬件业务业绩增长。**智能声学整机 21 年营收 303 亿，同比增长 14%。精密零组件营收 138 亿元，同比增长 13%。盈利方面，21 全年公司的毛利率和净利率分别为 14.1%、5.5%，其中智能硬件毛利率为 13.91%，同比+1.4pcts；智能声学整机毛利率为 10.33%；精密零组件毛利率为 23.11%。**21 年公司期间费用率有所收窄。**其中销售、管理、研发和财务费用合计达 67.4 亿元，期间费用（管理+销售+财务）同比-1.22pcts 至 3.27%。公司主要聚焦于 VR、AR、光学声学等领域研发，22 年研发费用同比增长 21.7%至 41.7 亿元，研发费用率受益收入的高增长，同比-0.60pcts 至 5.33%。

► **公司预计 2022 年 Q1 扣非归母净利润大幅提升。**公司 22Q1 归母净利润预计 8.69-9.66 亿元。公司 22Q1 扣非归母净利润预计为 8.4-9.0 亿元，同比增长 40%-50%。22Q1 扣非归母净利率大幅提升一方面得益于 VR、智能游戏主机等产品出货量提升带来营收增长，另一方面也受益于公司管理能力和生产工艺的持续优化。

► **VR 市场持续景气，公司 AR 技术储备深厚，VR、AR 龙头有望享赛道红利。**根据 IDC 数据，2021 年全球 VR 头显出货量为 1095 万台，突破年出货量 1000 万台的行业拐点。其中 Oculus Quest 2 在圣诞假期销售强劲，21 年全年销量更是达到 880 万台（生命周期累积超 1000 万台），VR 从 B 端向 C 端的突破更进一步。根据 IDC 数据，预计 22 年全球 VR 出货量将达到 1573 万台，同比增长约 44%，预计 22 年 Quest 2 升级版和索尼 PSVR 2 等新品发布将催化行业需求进一步扩大。歌尔是 VR 行业 ODM 龙头企业，深度绑定 Meta、Sony 和 Pico 等国内外 VR 核心品牌商，VR 行业持续发展将驱动公司业绩增长。在 AR 领域，我们预计未来随着纳米压印光刻在 AR 领域普及率逐步提高，公司将凭借自身技术积淀和现有纳米压印光刻生产线而充分受益。除此之外，公司的 TWS 耳机、索尼的游戏主机和国内客户的智能可穿戴等产品都有望在 2022 年给公司带来营收增量。

推荐

维持评级

当前价格：

34.40 元

相关研究

- 1.【民生电子】歌尔股份 (002241) 2021 年三季报点评：Q3 业绩符合预告，VR 龙头进入增长快车道
- 2.歌尔股份 2021 中报点评：业绩大增指引乐观，享受 VR 行业成长红利
- 3.歌尔股份(002241):Q1 业绩处于预告上限，ARVR 打开成长空间

➤ **投资建议** 我们预计公司 2022-2024 年将实现营收 1068/1294/1567 亿元，归母净利为 62/77/96 亿元，对应现价 PE 为 19/15/12。歌尔股份为国内 VR、AR 龙头，考虑到公司在 VR 赛道的领先优势，以及公司在 AR 光波导方面的技术积淀带来潜在成长，维持“推荐”评级。

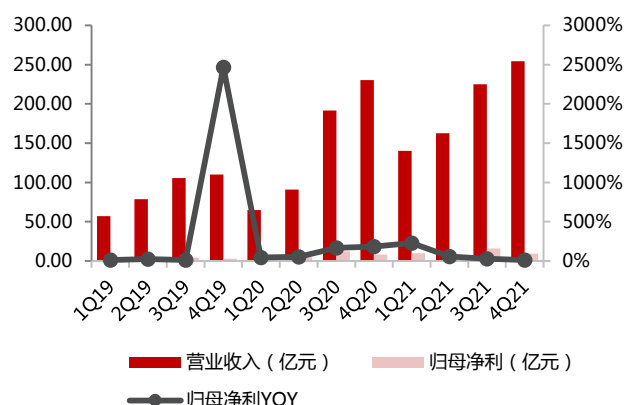
➤ **风险提示：**声学创新放缓、汇率波动、行业竞争加剧、原材料成本上涨。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	78,221	106,809	129,394	156,722
增长率（%）	35.5	36.5	21.1	21.1
归属母公司股东净利润（百万元）	4,275	6,241	7,700	9,630
增长率（%）	50.1	46.0	23.4	25.1
每股收益（元）	1.25	1.83	2.25	2.82
PE	27	19	15	12
PB	4.2	3.5	2.9	2.4

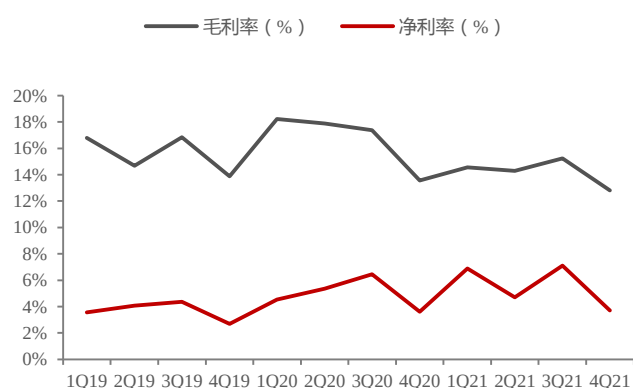
资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 31 日收盘价）

图 1：19-21 年各季度营收、归母净利及其增长率



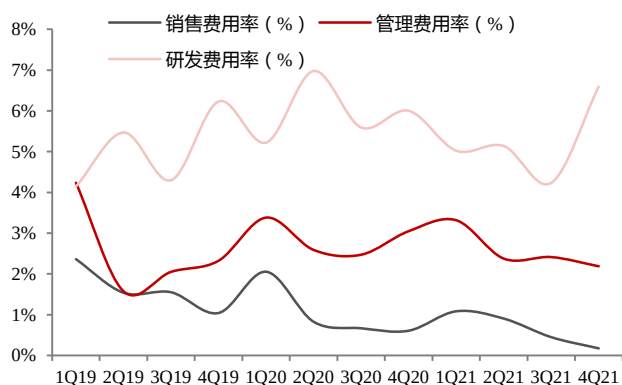
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：19-21 年各季度毛利率和净利率



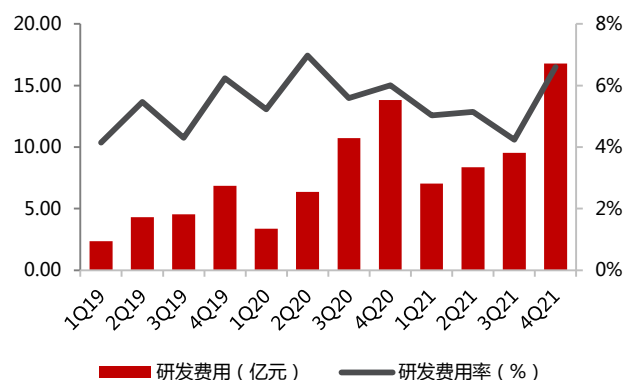
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：19-21 年各季度销售、管理、研发费用率



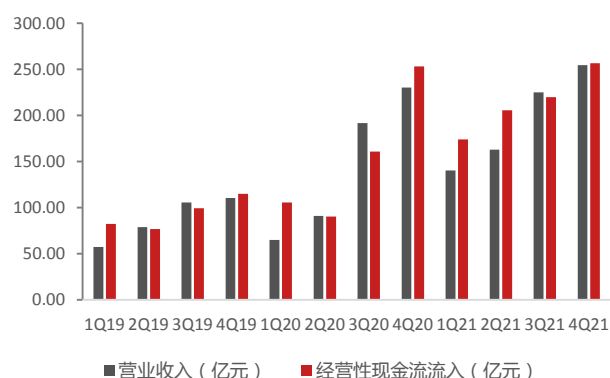
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：19-21 年各季度研发费用及费用率



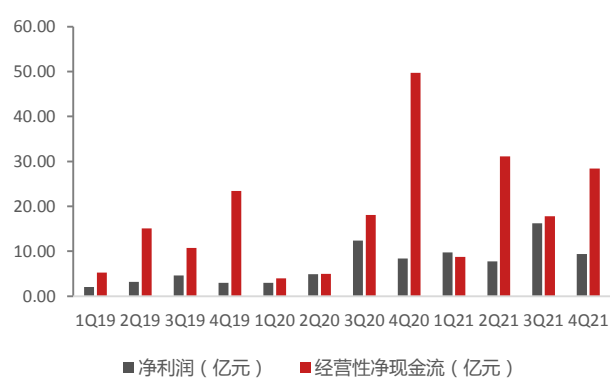
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：19-21 年各季度营收及现金流对比



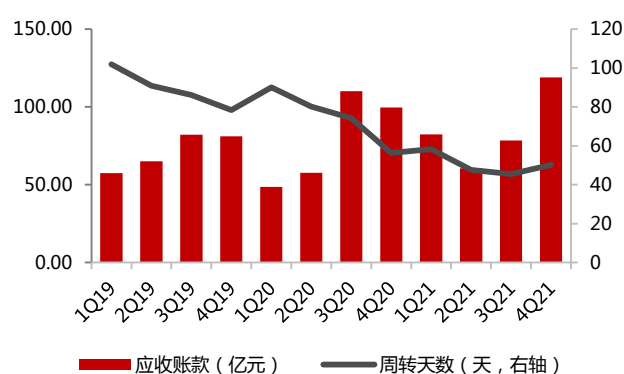
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：19-21 年各季度净利润及现金流对比



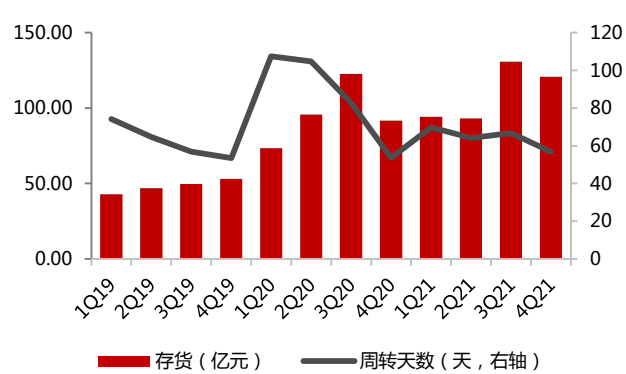
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：19-21 年各季度应收账款及周转天数



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：19-21 年各季度存货及周转天数



资料来源：wind，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	78,221	106,809	129,394	156,722
营业成本	67,168	91,284	110,249	133,214
营业税金及附加	222	310	397	486
销售费用	445	619	854	909
管理费用	1,952	2,742	3,401	4,018
研发费用	4,170	5,693	6,897	8,667
EBIT	4,461	6,161	7,597	9,429
财务费用	167	106	84	32
资产减值损失	-241	-200	-197	-198
投资收益	469	470	479	517
营业利润	4,683	6,792	8,380	10,470
营业外收支	-77	-77	-78	-78
利润总额	4,606	6,714	8,302	10,392
所得税	299	457	573	717
净利润	4,307	6,258	7,729	9,675
归属于母公司净利润	4,275	6,241	7,700	9,630
EBITDA	7,379	9,124	10,947	13,342

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10,049	16,160	20,224	24,378
应收账款及票据	11,949	16,296	18,842	23,556
预付款项	98	100	132	173
存货	12,082	16,451	20,068	24,051
其他流动资产	984	1,193	1,803	2,172
流动资产合计	35,162	50,200	61,070	74,330
长期股权投资	437	501	578	658
固定资产	18,123	20,786	23,786	26,652
无形资产	2,763	3,009	3,213	3,374
非流动资产合计	25,917	28,534	31,757	34,863
资产合计	61,079	78,734	92,827	109,193
短期借款	4,285	2,300	1,200	600
应付账款及票据	21,272	30,412	36,231	42,448
其他流动负债	4,246	9,156	11,684	13,783
流动负债合计	29,803	41,868	49,116	56,831
长期借款	2,204	2,204	2,204	2,204
其他长期负债	1,140	1,140	1,140	1,140
非流动负债合计	3,345	3,345	3,345	3,345
负债合计	33,148	45,213	52,460	60,175
股本	3,416	3,416	3,416	3,416
少数股东权益	604	620	649	694
股东权益合计	27,931	33,521	40,367	49,018
负债和股东权益合计	61,079	78,734	92,827	109,193

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	35.47	36.55	21.15	21.12
EBIT 增长率	23.99	38.10	23.31	24.12
净利润增长率	50.09	46.01	23.37	25.07
盈利能力 (%)				
毛利率	14.13	14.54	14.80	15.00
净利润率	5.51	5.86	5.97	6.17
总资产收益率 ROA	7.00	7.93	8.29	8.82
净资产收益率 ROE	15.64	18.97	19.39	19.93
偿债能力				
流动比率	1.18	1.20	1.24	1.31
速动比率	0.77	0.80	0.83	0.88
现金比率	0.34	0.39	0.41	0.43
资产负债率 (%)	54.27	57.43	56.51	55.11
经营效率				
应收账款周转天数	55.52	55.53	53.00	54.68
存货周转天数	65.66	66.58	67.09	66.44
总资产周转率	1.28	1.36	1.39	1.44
每股指标 (元)				
每股收益	1.25	1.83	2.25	2.82
每股净资产	8.18	9.81	11.82	14.35
每股经营现金流	2.52	3.35	3.29	3.40
每股股利	0.00	0.20	0.26	0.30
估值分析				
PE	27	19	15	12
PB	4.2	3.5	2.9	2.4
EV/EBITDA	15.54	11.68	9.26	7.24
股息收益率 (%)	0.00	0.57	0.75	0.87

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4,307	6,258	7,729	9,675
折旧和摊销	2,918	2,963	3,351	3,912
营运资金变动	1,339	2,036	125	-1,899
经营活动现金流	8,598	11,457	11,230	11,622
资本开支	-6,840	-5,475	-6,448	-6,909
投资	26	-516	-751	-532
投资活动现金流	-6,768	-5,575	-6,765	-6,978
股权募资	2,179	0	0	0
债务募资	913	1,227	658	632
筹资活动现金流	387	229	-401	-490
现金净流量	2,225	6,112	4,064	4,154

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001