

歌尔股份 (002241.SZ)

中报业绩指引强劲，未来发展路径清晰

核心观点：

- 公司发布 2022 年一季报和半年报业绩预告，2022Q1 公司实现营收 201.12 亿元，同比增长 43.37%；归母净利润 9.01 亿元，同比下降 6.71%，主要受 Kopin Corporation 权益性投资公允价值变动的影响；扣非归母净利润 8.78 亿元，同比增长 46.06%。2022H1 公司预计实现归母净利润 20.77~24.23 亿元，同比增长 20%~40%；预计扣非归母净利润 19.03~21.85 亿元，同比增长 35%~55%，Q2 单季度公司预计实现扣非归母净利润 10.25~13.07 亿元，预计同比增长 27%~62%。
- **22Q1 报表质量亮眼，22H1 业绩指引强劲。**公司 2022 年一季度精密零部件、智能声学整机和智能硬件分别实现营收 31.53 亿元、64.69 亿元和 101.44 亿元，同比变动-1.42%、6.10%和 125.05%。公司一二季度营业收入和扣非后净利润的强劲增速主要来自 VR 和智能游戏主机等产品销量的大幅增长。
- **公司未来发展路径清晰，拥抱国内外大客户持续成长。**VR 方面，Quest 销售强劲，随着 Meta Project Cambria、字节 PICO、索尼 PS VR2、苹果 MR 等主流 VR 新品陆续推出，新一轮创新周期有望开启；游戏整机方面，公司 PS 组装业务高速增长，对应游戏配件销量乐观；耳机方面，公司占据核心地位，保持稳定发展；智能穿戴方面，渗透率随健康功能升级而提升。中长期看，公司“零件+整机”战略协同效应显著，VR、游戏机、耳机、Watch 等整机和声学、光学、微电子、精密结构件等零部件业务多线成长，路径清晰，拥抱国内外大客户持续成长。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 59.21/78.34/95.15 亿元，按照最新收盘价计算对应 PE 为 16/12/10 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 30 倍 PE 估算，合理价值为 52.00 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：

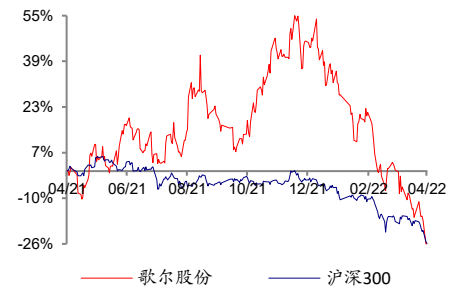
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	57,743	78,221	105,755	139,491	167,808
增长率 (%)	64.3	35.5	35.2	31.9	20.3
EBITDA (百万元)	5,715	7,183	9,007	11,241	13,148
归母净利润 (百万元)	2,848	4,275	5,921	7,834	9,515
增长率 (%)	122.4	50.1	38.5	32.3	21.5
EPS (元/股)	0.87	1.25	1.73	2.29	2.79
市盈率 (P/E)	42.92	43.24	15.94	12.05	9.92
ROE (%)	14.5	15.6	17.7	18.8	18.5
EV/EBITDA	21.60	25.33	9.75	7.47	6.17

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	27.63 元
合理价值	52.00 元
前次评级	买入
报告日期	2022-04-26

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

分析师：

郝正林



SAC 执证号：S0260521110001



010-59136610



huanzhenglin@gf.com.cn

请注意，许兴军、叶秀贤、郝正林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) :VR 2022-03-30

整机驱动业绩增长，中长期

成长逻辑清晰

歌尔股份 (002241.SZ) :业 2021-10-27

绩指引强劲，VR 驱动成长

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

研究逻辑	3
一、VR 内容端: VR 游戏数量及月活数量增长明显	3
二、VR 硬件端: VR 设备作为元宇宙入口需求持续放量	5
三、盈利预测与投资建议	7
四、风险提示	7

研究逻辑

歌尔股份是全球领先的电子零部件及整机解决方案供应商，致力于服务全球科技和消费电子行业领先客户，凭借自身技术实力实现了收入规模的持续增长。立足当下，我们认为公司将开启新一轮成长：1.精密零部件：主要产品包括微型扬声器/受话器、扬声器模组、触觉器件（马达）、无线充电器件、天线、MEMS声学传感器、其他MEMS传感器、微系统模组、VR光学器件及模组、AR光学器件、AR光机模组、精密结构件等，公司以核心竞争优势拥抱大客户，市场份额稳固；2.智能声学整机：主要产品为TWS智能无线耳机、有线/无线耳机、智能音箱等，公司声学领域优势明显，国际和国内大客户TWS耳机需求恢复在即；3.智能硬件：主要产品为VR虚拟现实产品、AR增强现实产品、智能可穿戴产品、智能家用电子游戏机及配件、智能家居产品等，随着AR/VR行业迎来拐点，公司作为全球VR/AR产品ODM龙头，将持续通过研发和资源整合保持绝对优势，伴随大客户实现快速成长。

图 1：歌尔股份研究思路



数据来源：广发证券发展研究中心

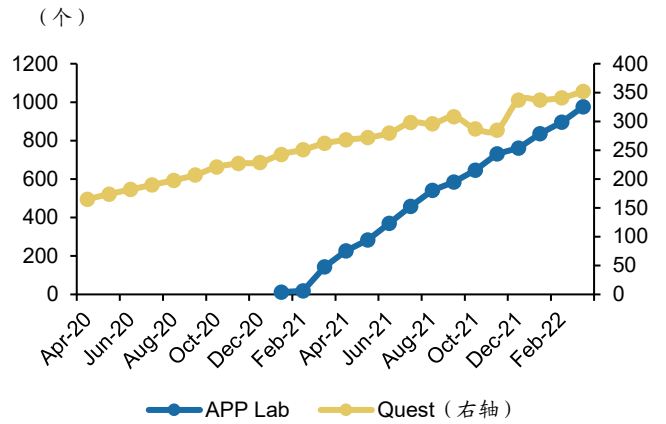
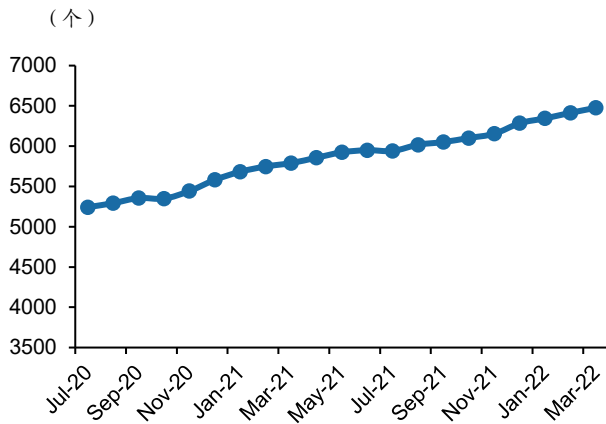
一、VR 内容端：VR 游戏数量及月活数量增长明显

从内容端来看，主流平台VR游戏的数量增长明显。游戏提供的沉浸式视听体验是元宇宙设计的重要载体，游戏构建的虚拟空间会成为元宇宙的快速通道。Steam VR平

台方面,根据青亭网统计,2022年3月Steam支持VR的游戏和应用总数达到6,476个,同比增长12%。Meta平台方面,根据青亭网统计,截至2022年3月底,Meta Quest的平台应用数量为352个,同比增长34%;App Lab应用和游戏数量自首发12款测试应用后快速增长至977款,同比增长592%,环比增长11%。

图 2: Steam平台支持VR游戏和应用数量

图 3: Meta平台支持VR游戏和应用数量

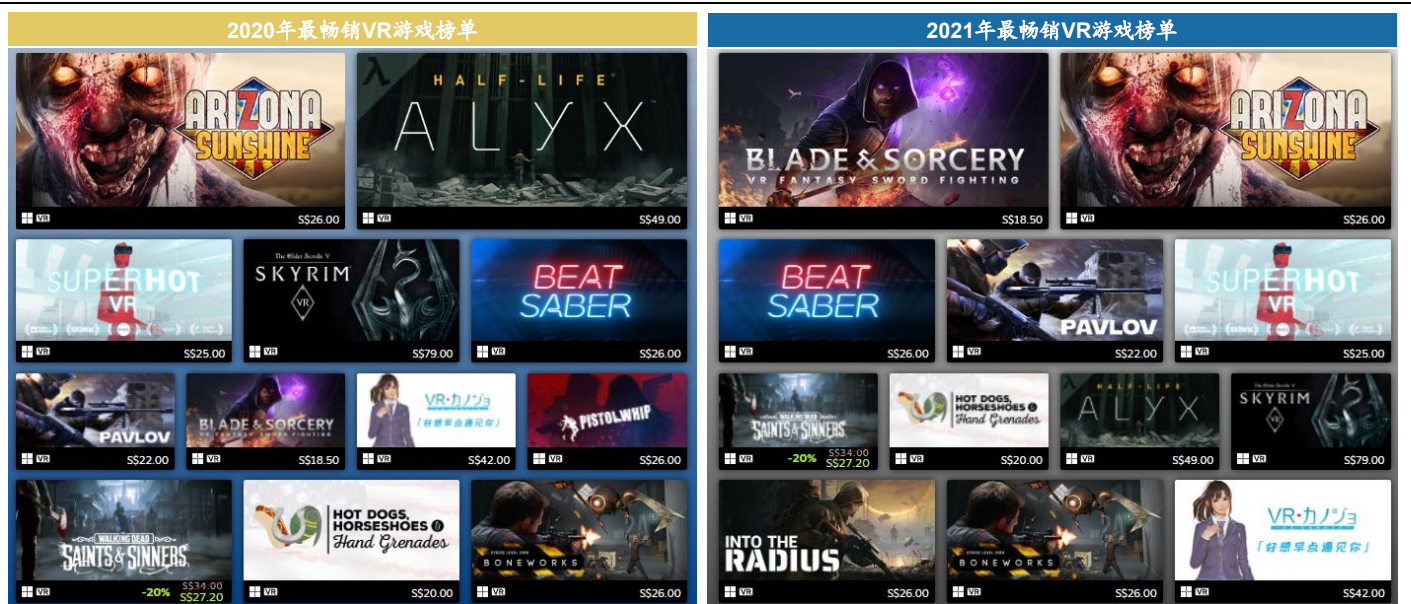


数据来源: 青亭网, 广发证券发展研究中心

数据来源: 青亭网, 广发证券发展研究中心

根据Steam发布的年度最佳游戏榜单,2021年Steam平台VR游戏数量持续增加,全年推出超过500款全新VR专属游戏,销售收入排名前十二的游戏包括《Beat Saber》《半条命: Alyx》、《行尸走肉: 圣徒与罪人》、《Arizona Sunshine》等热销爆款产品。根据Meta举办的Gaming Showcase线上游戏发布会,2022年Quest平台将发布12款VR游戏,其中包括IP大作《捉鬼敢死队VR》、《NFL PRO ERA》,以及VR游戏续作《Espire 2》、《Moss 2》、《Red Matter 2》、《BONELAB》等。

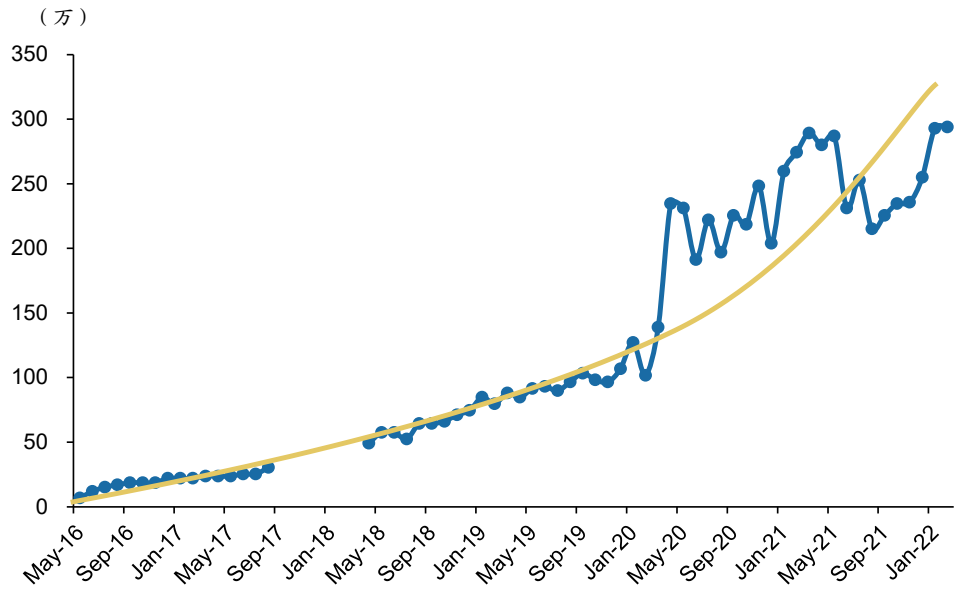
图 4: Steam平台2020年、2021年最畅销VR游戏铂金(前十二)榜单



数据来源: Steam 官网, 广发证券发展研究中心

Steam中VR月活数量呈指数级大趋势增长。根据Steam的年度回顾，2021年新VR用户同比增长11%，不重复游戏会话同比增长22%。根据ROADTOVR数据，在Steam上使用VR头显的月活数量从2020年下旬开始呈近似指数级增长，估算2022年2月达到294万的历史新高。

图 5: Steam中VR月活数量 (按VR头显设备数)

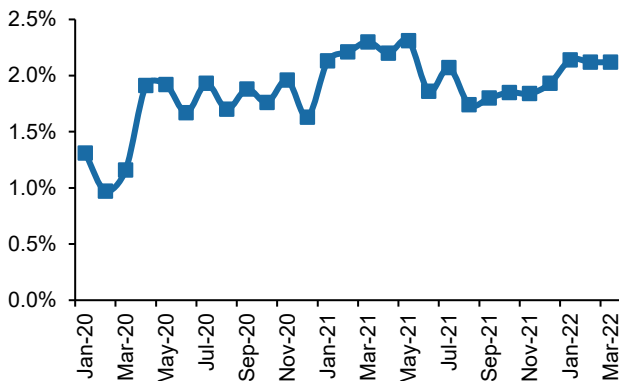


数据来源: ROADTOVR, 广发证券发展研究中心

二、VR 硬件端: VR 设备作为元宇宙入口需求持续放量

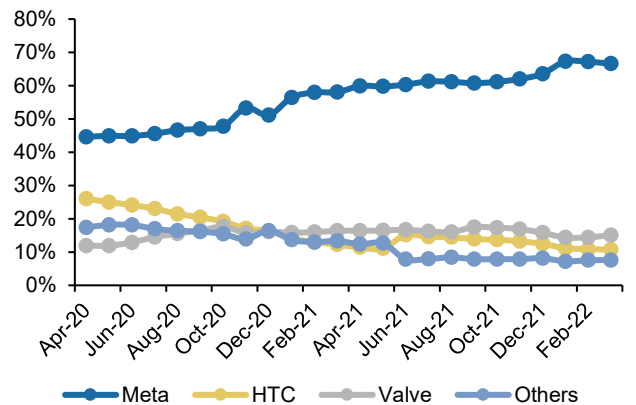
元宇宙拉动VR硬件需求放量，Quest 2机型占据半壁江山。2022年3月，根据青亭网数据，Steam平台中VR用户数维持高位，份额为2.12%。Meta在Steam VR硬件的份额占比达到66.60%，Meta Quest 2份额占比提升至47.35%，环比上涨0.26pct，其作为最便携的VR一体机销量强劲，是唯一持续保持增长的机型，几乎夺得半壁江山。

图 6: SteamVR占Steam总玩家份额统计



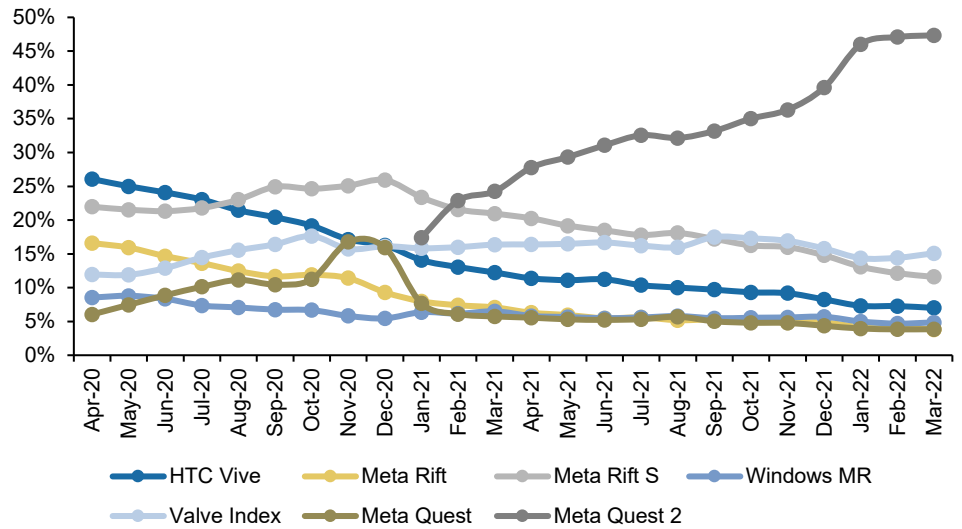
数据来源: 青亭网, Steam, 广发证券发展研究中心

图 7: SteamVR硬件份额统计



数据来源: 青亭网, Steam, 广发证券发展研究中心

图 8: Steam VR硬件份额 (主流机型)



数据来源: 青亭网, Steam, 广发证券发展研究中心

展望未来, 我们认为VR设备新一轮创新周期将开启, 预计Meta、字节、索尼的下一代VR产品和苹果的MR等产品有望陆续推出。2022年3月, 扎克伯格在SXSW活动中发表对于VR和元宇宙规划的观点, 指出现在VR市场类似苹果推出一代iPhone时的智能手机市场, 未来VR头显有望每隔两年左右更新一代。Facebook Connect 2021大会上, Meta发布新款VR头显Project Cambria, 是一款价格更高的高端设备, 将采用一系列的先进技术, 包括优化的社交临场感、彩色透视、Pancake光学元件等。2022年1月的CES大会上, 索尼宣布将在2022年为PS5主机发布全新一代的VR头显PlayStation VR2和控制器PlayStation VR2 Sense。根据索尼官网, PlayStation VR2提供4K HDR、110度视场、以及注视点渲染功能, 增加眼动追踪, 设备采用OLED显示器, 单眼显示分辨率为2000×2040, 帧速率为90/120Hz。根据美国专利商标局, 苹果一项新AR/VR头显专利中头显设备搭载多颗摄像头和传感器。我们认为, 随着硬件的不断升级和元宇宙概念的逐渐渗透, VR作为打破虚拟与现实世界壁垒的重要设备, 有望开启新一轮创新周期, 打开行业长期成长空间。

图 9: 索尼PS VR2示意图



数据来源: Sony 官网, 广发证券发展研究中心

图 10: 索尼PS VR2相关参数

相关参数	详细说明
显示方法	OLED
分辨率	单眼分辨率: 2000 × 2040
刷新率	90Hz, 120Hz
Lens separation	可调节的
视野	约 110 度
传感器	运动传感器: 六轴运动传感系统 (三轴陀螺仪、三轴加速度计) 附件传感器: 红外传感器
摄像头	4 个摄像头用于耳机和控制器, 红外线追踪摄像头将用于眼部追踪
反馈	耳机震动
与 PS5	USB Type-C®
音频	输入: 内置麦克风输出: 立体声耳机插孔

数据来源: Sony 官网, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司22-24年归母净利润分别为59.21/78.34/95.15亿元，按照最新收盘价计算对应PE为16/12/10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30倍PE估算，合理价值为52.00元/股，维持“买入”评级。

四、风险提示

（一）全球疫情控制不及预期风险

全球范围内新冠肺炎疫情仍未彻底消退，全球经济仍然有待复苏，影响投资和消费活动的不利因素依然存在，可能在短期内影响全球科技和消费电子行业的快速发展。

（二）VR/AR业务发展不及预期风险

公司各产品线业务拓展顺利，业务规模显著扩大。但如果市场需求出现波动，技术发展进展不及预期，则有可能为公司业务带来相应的波动和风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	28,129	35,162	49,531	65,759	79,763	经营活动现金流	7,682	8,598	10,642	12,969	14,022
货币资金	7,788	10,049	15,863	21,621	26,849	净利润	2,852	4,307	5,966	7,894	9,587
应收及预付	10,340	12,047	16,287	21,482	25,842	折旧摊销	2,188	2,918	2,979	3,429	3,969
存货	9,171	12,082	16,265	21,378	25,658	营运资金变动	2,240	1,339	1,255	1,204	6
其他流动资产	830	984	1,116	1,278	1,413	其它	402	35	442	442	460
非流动资产	20,989	25,917	29,888	35,474	42,641	投资活动现金流	-5,301	-6,768	-6,558	-8,553	-10,605
长期股权投资	337	437	437	437	437	资本支出	-5,549	-6,840	-6,780	-8,842	-10,951
固定资产	14,675	18,123	22,116	27,676	34,719	投资变动	198	26	0	0	0
在建工程	2,079	2,127	2,421	2,592	2,824	其他	49	46	222	289	346
无形资产	2,730	2,763	2,730	2,625	2,556	筹资活动现金流	1,642	387	1,731	1,342	1,811
其他长期资产	1,167	2,466	2,184	2,144	2,104	银行借款	10,493	10,318	2,122	1,837	2,420
资产总计	49,118	61,079	79,419	101,233	122,404	股权融资	51	2,179	0	0	0
流动负债	22,736	29,803	40,935	53,396	63,347	其他	-8,901	-12,109	-391	-496	-608
短期借款	3,190	4,285	5,407	6,044	7,114	现金净增加额	3,819	2,225	5,815	5,758	5,228
应付及预收	17,324	21,272	30,473	40,558	48,374	期初现金余额	3,095	6,913	10,049	15,863	21,621
其他流动负债	2,222	4,246	5,054	6,793	7,859	期末现金余额	6,913	9,138	15,863	21,621	26,849
非流动负债	6,648	3,345	4,345	5,545	6,895						
长期借款	2,754	2,204	3,204	4,404	5,754						
应付债券	3,031	0	0	0	0						
其他非流动负债	862	1,140	1,140	1,140	1,140						
负债合计	29,384	33,148	45,279	58,941	70,242						
股本	3,275	3,416	3,416	3,416	3,416						
资本公积	3,812	9,478	9,478	9,478	9,478						
留存收益	12,876	16,825	22,989	31,083	40,880						
归属母公司股东权益	19,653	27,328	33,491	41,585	51,382						
少数股东权益	80	604	648	708	779						
负债和股东权益	49,118	61,079	79,419	101,233	122,404						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	57,743	78,221	105,755	139,491	167,808
营业成本	48,484	67,168	90,421	118,847	142,637
营业税金及附加	200	222	317	418	503
销售费用	476	445	635	949	1,342
管理费用	1,630	1,952	2,750	3,794	4,615
研发费用	3,426	4,170	5,605	7,672	9,531
财务费用	491	167	197	214	245
资产减值损失	-208	-241	-200	-150	-100
公允价值变动收益	160	-49	50	50	50
投资净收益	139	469	212	279	336
营业利润	3,261	4,683	6,485	8,697	10,663
营业外收支	-39	-77	-70	-70	-70
利润总额	3,222	4,606	6,415	8,627	10,593
所得税	370	299	449	733	1,006
净利润	2,852	4,307	5,966	7,894	9,587
少数股东损益	4	32	45	59	72
归属母公司净利润	2,848	4,275	5,921	7,834	9,515
EBITDA	5,715	7,183	9,007	11,241	13,148
EPS (元)	0.87	1.25	1.73	2.29	2.79

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	64.3%	35.5%	35.2%	31.9%	20.3%
营业利润增长	117.9%	43.6%	38.5%	34.1%	22.6%
归母净利润增长	122.4%	50.1%	38.5%	32.3%	21.5%
获利能力					
毛利率	16.0%	14.1%	14.5%	14.8%	15.0%
净利率	4.9%	5.5%	5.6%	5.7%	5.7%
ROE	14.5%	15.6%	17.7%	18.8%	18.5%
ROIC	10.9%	11.4%	12.9%	13.4%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	59.8%	54.3%	57.0%	58.2%	57.4%
净负债比率	148.9%	118.7%	132.6%	139.4%	134.7%
流动比率	1.24	1.18	1.21	1.23	1.26
速动比率	0.82	0.77	0.81	0.83	0.85
营运能力					
总资产周转率	1.18	1.28	1.33	1.38	1.37
应收账款周转率	5.80	6.57	6.57	6.57	6.57
存货周转率	6.30	6.47	6.50	6.52	6.54
每股指标 (元)					
每股收益	0.87	1.25	1.73	2.29	2.79
每股经营现金流	2.35	2.52	3.12	3.80	4.10
每股净资产	6.00	8.00	9.80	12.17	15.04
估值比率					
P/E	42.92	43.24	15.94	12.05	9.92
P/B	6.22	6.76	2.82	2.27	1.84
EV/EBITDA	21.60	25.33	9.75	7.47	6.17

广发电子行业研究小组

- 许兴军：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：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：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。
- 谢淑颖：厦门大学电子工程学士、上海财经大学金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 耿正：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。
- 邰正林：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。
- 栾玉民：博士，毕业于北京大学，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 焦鼎：博士，毕业于中国科学院，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张大伟：硕士，复旦大学电子与通信工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 任思儒：硕士，毕业于上海交通大学，2022年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。