开源证券

电子/电子制造

歌尔股份（002241.SZ）

2022 年 04 月 27 日

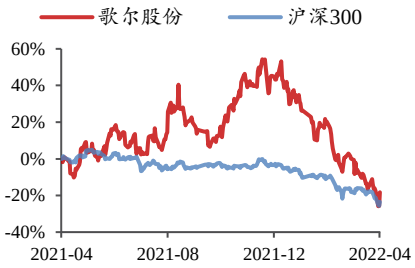
智能硬件产品渐入佳境，预计 2022Q2 持续高成长

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/27
当前股价(元)	30.39
一年最高最低(元)	58.43/27.38
总市值(亿元)	1,038.22
流通市值(亿元)	892.68
总股本(亿股)	34.16
流通股本(亿股)	29.37
近 3 个月换手率(%)	103.52

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-VR 终端确认第二增长极，2022Q1 业绩指引向好》-2022.4.1

《公司信息更新报告-2021Q3 看全年展望乐观，可穿戴设备迎来新纪元》-2021.10.27

《公司信息更新报告-VR 业务提振 Q2 业绩，Q3 指引高增长》-2021.8.27

刘翔（分析师）
liuxiang2@kysec.cn
证书编号：S0790520070002

林承瑜（分析师）
linchengyu@kysec.cn
证书编号：S0790521090001

● 智能硬件及可穿戴终端渐入佳境，带动公司盈利攀升，维持“买入”评级

公司公告 2022Q1 实现营业收入 201.1 亿元，YoY+43.4%，归母净利润 9.0 亿元，YoY-6.7%，扣非归母净利润 8.8 亿元，YoY+46.1%，非经常性损益的差异主要来自公司持有的 Kopin Corporation 公允价值变动收益。同时，公司指引 2022H1 实现归母净利润 20.8-24.2 亿元，YoY+20~40%，扣非净利润 19.0~21.8 亿元，YoY+35~55%。我们维持 2022-2024 年盈利预测，预计公司实现归母净利润 59.1/73.7/85.8 亿元，YoY+38.2%/24.8%/16.4%，EPS 为 1.73/2.16/2.51 元，当前股价对应 PE 为 17.6/14.1/12.1 倍，考虑到公司 VR 新终端起量，维持“买入”评级。

● 智能硬件业务收入实现翻倍增长，2022Q1 盈利能力环比提升

分业务看，公司智能硬件业务快速增长，实现营业收入 101.4 亿元，YoY+125.1%，精密零组件与智能声学整机业务保持平稳，其中精密零组件营业收入 31.5 亿元，YoY-1.4%，智能声学整机业务 65.7 亿元，YoY+6.1%。公司 2022Q1 实现毛利率 13.7%，QoQ+0.9 pct，净利率 4.5%，QoQ+0.8 pct。公司 VR 产品获利逐渐向好，游戏机产品产能利用率饱满，TWS 耳机新品爬坡，多产品组合驱动盈利爬升。公司 2022Q1 存货 127.9 亿元，环比 2021Q4 提升 5.8%，维持稳健运行。展望 2022Q2，公司盈利指引保持高速增长，短期内人民币贬值利于公司，考虑到与客户的报价协议，产品价格会随汇率变化适当调整，中长期可控。

● 公司技术积累与制造工艺持续精进，有望在智能终端制造领域维持竞争力

VR/AR 产品内容端，除了传统游戏之外，与文旅教育相关的内容有望持续推出，导入更多的用户。硬件端，VR 产品控制方式从现有的手柄转为肌电、眼球控制，see through 的 XR 产品推出，各类新技术迭代有望增强智能硬件的粘性。仅考虑整机组装的厂商未来竞争力或将削弱，而公司有望通过技术积累与制造工艺精进、垂直整合上游、与客户维持长期合作等方式在 AR/VR 领域深化竞争力。

● 风险提示：下游 VR 产品迭代不及预期、VR/AR 组装业务竞争格局恶化、上游原材料成本上涨、汇兑损失风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	57,743	78,221	108,350	149,140	171,118
YOY(%)	64.3	35.5	38.5	37.6	14.7
归母净利润(百万元)	2,848	4,275	5,906	7,373	8,579
YOY(%)	122.4	50.1	38.2	24.8	16.4
毛利率(%)	16.0	14.1	14.2	13.6	13.6
净利率(%)	4.9	5.5	5.5	4.9	5.0
ROE(%)	14.5	15.4	17.8	18.4	17.8
EPS(摊薄/元)	0.83	1.25	1.73	2.16	2.51
P/E(倍)	36.5	24.3	17.6	14.1	12.1
P/B(倍)	5.4	3.8	3.2	2.6	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	28129	35162	49876	62323	71377
现金	7788	10049	14815	14758	24303
应收票据及应收账款	10045	11949	18516	23418	24696
其他应收款	56	375	222	599	343
预付账款	296	98	447	303	557
存货	9171	12082	15266	22635	20867
其他流动资产	774	610	610	610	610
非流动资产	20989	25917	28016	32257	32224
长期投资	337	437	552	674	795
固定资产	14675	18123	21293	25397	25839
无形资产	2838	3006	2767	2486	2134
其他非流动资产	3138	4351	3405	3701	3457
资产总计	49118	61079	77892	94580	103601
流动负债	22736	29803	41646	51556	53084
短期借款	3190	4285	5000	4800	4800
应付票据及应付账款	17324	21272	32159	41890	43103
其他流动负债	2222	4246	4488	4866	5181
非流动负债	6648	3345	3083	2948	2353
长期借款	5786	2204	1942	1808	1212
其他非流动负债	862	1140	1140	1140	1140
负债合计	29384	33148	44729	54504	55436
少数股东权益	80	604	612	622	633
股本	3275	3416	3416	3416	3416
资本公积	3812	9478	9478	9478	9478
留存收益	12870	16819	21315	27174	34091
归属母公司股东权益	19653	27328	32551	39454	47531
负债和股东权益	49118	61079	77892	94580	103601

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	57743	78221	108350	149140	171118
营业成本	48484	67168	92983	128863	147909
营业税金及附加	200	222	303	418	479
营业费用	476	445	542	746	856
管理费用	1630	1952	2492	3430	3936
研发费用	3426	4170	5634	7755	8898
财务费用	491	167	-23	-85	-245
资产减值损失	-208	-241	0	0	0
其他收益	225	467	200	200	200
公允价值变动收益	160	-49	0	0	0
投资净收益	139	469	92	135	209
资产处置收益	-62	-31	-100	-100	-100
营业利润	3261	4683	6610	8248	9595
营业外收入	19	22	17	18	19
营业外支出	58	100	55	63	69
利润总额	3222	4606	6572	8203	9545
所得税	370	299	657	820	954
净利润	2852	4307	5914	7383	8590
少数股东损益	4	32	8	10	11
归母净利润	2848	4275	5906	7373	8579
EBITDA	5752	7505	9590	11973	13886
EPS(元)	0.83	1.25	1.73	2.16	2.51

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	64.3	35.5	38.5	37.6	14.7
营业利润(%)	117.9	43.6	41.1	24.8	16.3
归属于母公司净利润(%)	122.4	50.1	38.2	24.8	16.4
获利能力					
毛利率(%)	16.0	14.1	14.2	13.6	13.6
净利率(%)	4.9	5.5	5.5	4.9	5.0
ROE(%)	14.5	15.4	17.8	18.4	17.8
ROIC(%)	10.8	12.6	14.5	15.4	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	59.8	54.3	57.4	57.6	53.5
净负债比率(%)	8.7	-8.3	-20.0	-17.0	-35.2
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.6	1.7	1.7
应收账款周转率	6.3	7.1	7.1	7.1	7.1
应付账款周转率	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.25	1.73	2.16	2.51
每股经营现金流(最新摊薄)	2.25	2.52	3.03	2.52	4.34
每股净资产(最新摊薄)	5.66	8.00	9.53	11.55	13.91
估值比率					
P/E	36.5	24.3	17.6	14.1	12.1
P/B	5.4	3.8	3.2	2.6	2.2
EV/EBITDA	18.3	13.6	10.2	8.1	6.3

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	7682	8598	10340	8613	14813
净利润	2852	4307	5914	7383	8590
折旧摊销	2188	2795	3042	3855	4587
财务费用	491	167	-23	-85	-245
投资损失	-139	-469	-92	-135	-209
营运资金变动	1768	468	1197	-2483	2019
其他经营现金流	522	1331	302	78	71
投资活动现金流	-5301	-6768	-5351	-8039	-4415
资本支出	5599	6962	2986	3975	-269
长期投资	-2	19	-114	-120	-121
其他投资现金流	296	212	-2480	-4184	-4805
筹资活动现金流	1642	387	-222	-632	-852
短期借款	-2965	1095	715	-200	0
长期借款	5442	-3581	-262	-135	-596
普通股增加	30	141	0	0	0
资本公积增加	815	5666	0	0	0
其他筹资现金流	-1680	-2934	-676	-297	-257
现金净增加额	3819	2225	4767	-58	9545

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn