

歌尔股份(002241)

报告日期: 2022年08月18日

# VR 系列深度之一: Pancake 升级与国产 VR 放量驱动新成长

## ——歌尔股份深度报告

### 投资要点

VR-Pancake 迭代、国产品牌放量与应用内容拓展将共同驱动 VR 产业新成长。22Q3 季末 Pico 新品发布在即, 后续 Meta 等海外巨头亦将发布迭代升级新品, 同时品牌商/运营商/内容商围绕 VR 潜在新兴应用持续探索完善。歌尔股份作为全球 VR 代工巨头, 有望充分享受行业红利与革新升级!

#### 重视 VR-Pancake 迭代带来的供应链革新与消费者体验升级!

相较于传统菲涅尔透镜方案, Pancake 方案设备轻量化/便携性优势显著。作为头戴式电子设备, 轻量化升级之下佩戴舒适性将显著提升消费者体验感。Pancake 方案及显示升级/眼球追踪等硬件增量创新将显著带动单台设备 ASP 及代工价格上行, 成为供应链厂商经营成长新驱动。

#### 重视国产 VR 品牌放量+出海趋势, 有望驱动公司新成长!

22H2 Pico 等新品发布在即, 我们认为国产 VR 品牌厂商与渠道商均有望采取更积极的海内外营销及补贴策略, 同时将围绕赛事/电商直播等打造除游戏/影视/社交之外的潜在应用新场景, 推动国产 VR 放量优于预期, 接续海外品牌成为 VR 市场销量核心驱动力。

#### 盈利预测与估值

我们认为 Pancake 等硬件迭代升级+国产 VR 放量有望驱动公司新成长, 预计公司 2022-2024 营收分别为 1121.89/1375.49/1694.82 亿元, 同比增长 43.61%/22.61%/23.22%; 实现归母净利润 50.53/65.06/81.45 亿元, 同比增长 18.20%/28.74%/25.20%。2023 年给予公司整体 30X 估值, 对应市值 1951.50 亿元。

#### 风险提示

VR 需求不及预期; 上游缺料缓解不及预期。

### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 蒋高振

执业证书号: S1230520050002

jianggaozhen@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 36.99
总市值(百万元)	126,369.72
总股本(百万股)	3,416.32

### 股票走势图



### 相关报告

1 《歌尔股份: TWS 及 VR 同步景气, 业绩环比持续提升》

2020.10.23

2 《可穿戴及 VR 产品线需求同步景气, 业绩环比持续提升——歌尔股份 2020 中报点评报告》

2020.08.23

### 财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	78,121	112,189	137,549	169,482
(+/-) (%)	35.47%	43.61%	22.61%	23.22%
归母净利润	4,275	5,053	6,506	8,145
(+/-) (%)	50.09%	18.20%	28.74%	25.20%
每股收益(元)	1.28	1.48	1.90	2.38
P/E	29	24	19	15

资料来源: 浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 盈利预测: 预计公司 2022-2024 营收分别为 1121.89/1375.49/1694.82 亿元, 同比增长 43.61%/22.61%/23.22%; 归母净利润 50.53/65.06/81.45 亿元, 同比增长 18.20%/28.74%/25.20%;
- 2) 估值指标: 2023 年给予公司整体 30X 估值;
- 3) 目标价格: 2023 年对应市值 1951.50 亿元;
- 4) 投资评级: 买入

### ● 我们与市场的观点的差异

市场预期: 市场认为此前 Meta 下调 Oculus 出货指引, 担心 VR 全球需求持续萎靡。原因在于: 1) 22Q2 Meta 下调全年 Oculus 出货量, 后 Oculus2 代产品涨价使得市场担心销量受限; 2) 海外消费电子等硬件产品需求受整体经济影响, 当前阶段表现疲软。我们判断: Pancake 硬件升级有望驱动 VR, 国产 VR 品牌有望在补贴加持及生态完善趋势下出货量超预期。原因在于: 1) 相比于此前菲涅尔透镜方案, Pancake 超短焦方案大幅优化 VR 设备重量及佩戴舒适性。2) 我们认为 22H2 国产 VR 品牌有望在渠道及品牌补贴之下复刻此前 Oculus 海外放量路径。

### ● 股价上涨的催化因素

海内外大厂 Pancake 新品发布、国内 VR 硬件补贴政策逐步落地。

### ● 风险提示

VR 需求不及预期; 上游缺料缓解不及预期。

## 正文目录

1 歌尔股份：横纵布局构建业务底座，硬件升级+国产放量助力 VR 业务脱颖而出 .....	5
2 VR 头显：硬件升级+国产放量驱动新成长.....	8
3 盈利预测与投资建议 .....	10
4 风险提示.....	12

## 图表目录

图 1: 横向延展+垂直整合: 歌尔业务布局.....	5
图 2: 硬件升级+国产放量助力公司 VR 业务扩容提速.....	6
图 3: 营收进入稳定增长通道.....	6
图 4: 盈利能力稳步推进.....	6
图 5: VR 为代表的智能硬件业务占比提升.....	7
图 6: 智能硬件业务毛利率进入上升通道.....	7
图 7: 研发费用逐年提升, 整体费用仍处良性扩张通道.....	7
图 8: 公司前十大股东.....	8
图 9: Pancake 折叠光路 VS 传统菲涅尔透镜光学方案.....	9
图 10: 中国 VR/AR 支出规模预测 (单位: 亿美元).....	9
图 11: 2021 年全球 VR 市场格局.....	9
表 1: 盈利预测.....	11
表 2: 可比公司估值 (1).....	12
表 3: 可比公司估值 (2).....	12
表附录: 三大报表预测值.....	13

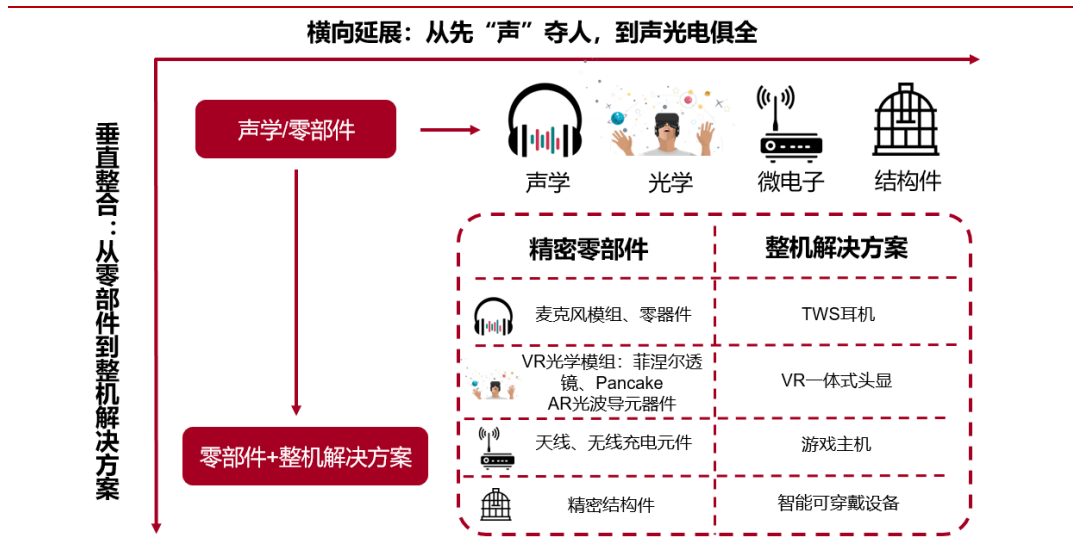
## 1 歌尔股份：横纵布局构建业务底座，硬件升级+国产放量助力

### VR 业务脱颖而出

#### 1.1 横向延展+垂直整合：从先“声”夺人到声光电俱全，从零部件到整机解决方案

歌尔股份成立于 2001 年，前身为潍坊怡力达电声，以声学业务为起手。2010 年后公司逐渐切入苹果供应链，提供声学零部件产品；2018-2019 年进入苹果 TWS 耳机供应链，进一步加快业务增长节奏。在声学业务之外，公司通过外部并购，逐渐横向延展至光电领域，形成基于消费电子各方向的全面布局；通过垂直整合，公司从零部件供应商迅速扩充为从零部件到整机的精密制造和解决方案供应商，形成自上而下的全面布局。

图1： 横向延展+垂直整合：歌尔业务布局

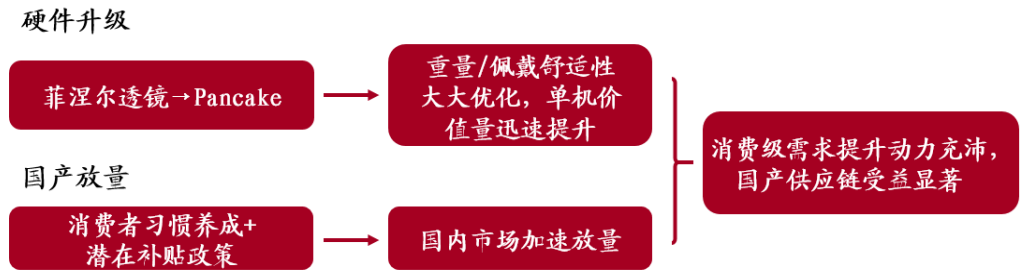


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 1.2 VR 模组及整机代工前瞻布局，硬件升级+国产放量下受益显著

公司自 2012 年起即开始前瞻布局 VR 为代表的智能硬件业务，2016 年顺利进入索尼供应链成为 PSVR 的独家代理商，后又陆续成为 Meta、Pico 等多家头部 VR 终端厂商的核心供应商，目前已形成 VR 端菲涅尔透镜和 Pancake 光学方案、AR 端光波导元器件齐头并进的业务格局。在整体光学方案由菲涅尔透镜逐步转为 Pancake 方案背景下，VR 设备显著提升轻量化及佩戴舒适度能力，单机价值量进一步提升，国内已发布 Pancake 方案设备较前代 Quest 2 系列涨价前售价提升 50%，消费级市场需求进一步打开确定性高，供应链受益空间大；同时，在消费者经历初期教育阶段后，国内 VR 头显需求或将伴随国产品牌的不涌现而呈高速增长趋势，在相关潜在政策和补贴的进一步激励和发酵下，也将为公司 VR 业务的增量提速提供显著动力。

图2: 硬件升级+国产放量助力公司 VR 业务扩容提速

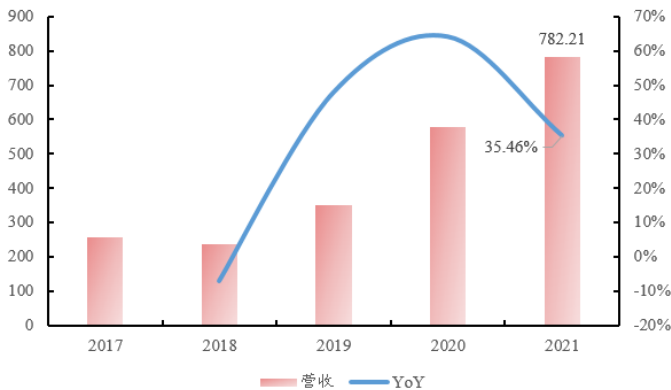


资料来源: 浙商证券研究所

### 1.3 收入/利润进入稳定增长通道, 智能硬件渐成主力增量

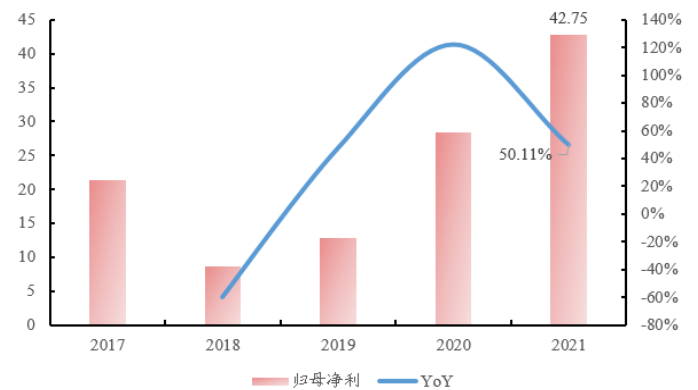
公司 2021 年实现营业收入 782.21 亿元, 同比增长 35.46%, 实现归母净利润 42.75 亿元, 同比增长 50.11%。2018 年因智能手机需求端疲态初现、TWS 耳机产能良率处于爬坡通道等因素, 公司收入和盈利略有回落, 后期随声学耳机生产逐步规模化及 VR 市场的迅速做大, 公司营收/利润增长逐渐提速, 并在 2020/2021 年均双双创下历史最好业绩。

图3: 营收进入稳定增长通道



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

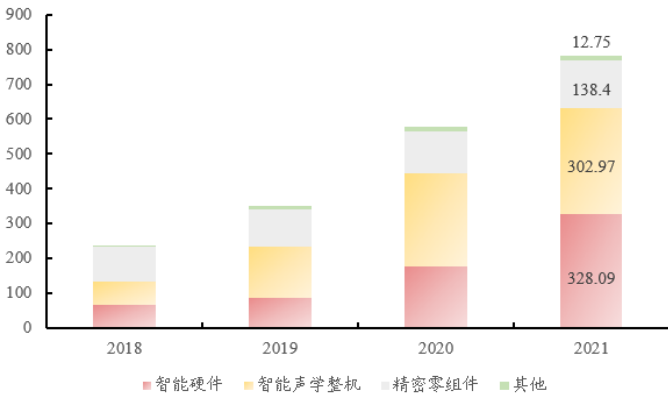
图4: 盈利能力稳步推进



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

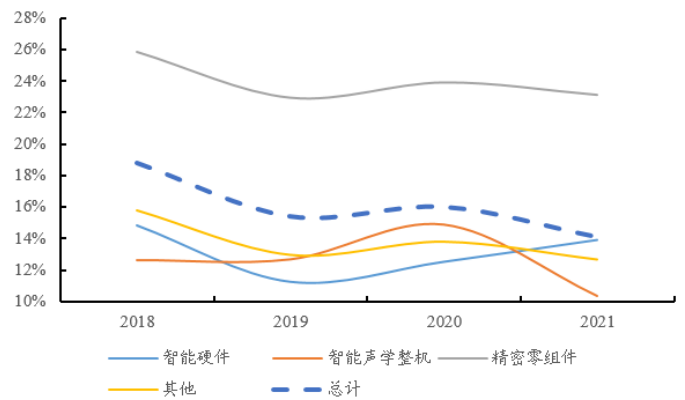
公司业务主要分为智能硬件、智能声学整机和精密零组件三大条线。智能硬件以 VR/AR、可穿戴产品、智能家居及游戏主机生产为主, 2021 年贡献营收 328.09 亿元, 总营收占比达 41.94%, 继 2020 年后继续稳居最大业务条线, 毛利率水平虽仍暂居内部第二梯队, 但整体已进入上行通道, 未来有望成为公司主要利润贡献; 声学整机包括 TWS 耳机、音箱等设备为主, 2021 年收入 302.97 亿元, 占比 38.72%, 自 2019 年期由于苹果 TWS 耳机的相关收入成为主力板块之一; 精密零组件包括微型麦克风、传感器、结构件等, 2021 年营收 138.40 亿元, 占比 17.69%, 近年来毛利率维持在 23%-25% 区间, 始终保持稳健领先。

图5: VR 为代表的智能硬件业务占比提升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

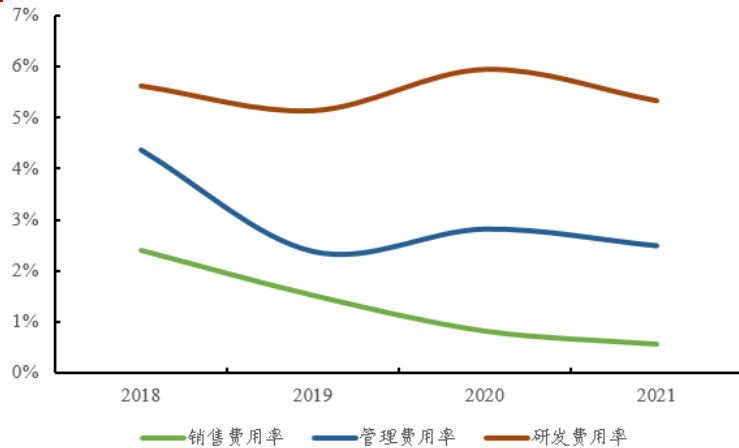
图6: 智能硬件业务毛利率进入上升通道



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

费用率水平上, 公司研发投入逐年提升, 2021 年投入研发费用 41.70 亿元, 占营收比例 5.33%, 近年来持续维持营收 5-6% 比例, 带动 TWS 耳机业务良率不断提升、VR 业务规模迅速增长。管理及销售费用均进入明显下降通道, 公司整体降费增效效果显著。

图7: 研发费用逐年提升, 整体费用仍处良性扩张通道

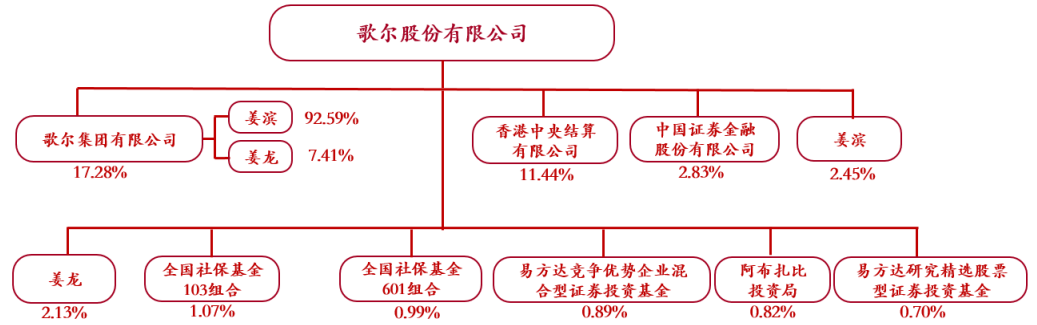


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 1.4 股权稳定, 管理团队经验丰富

公司实控人为姜滨、胡双美。前十大股东中包括证金、社保基金等国家队股东, 背景实力深厚。公司整体股权结构稳定, 管理层中董事长姜滨为清华大学高级工商管理硕士、北京航空航天大学电子工程学士, 拥有 30 余年的电声行业工作经验, 兼任中华全国工商业联合会第十二届执行委员常务委员、中国电子元件行业协会轮值理事长、虚拟现实产业联盟执行理事长等。副董事长兼总裁姜龙为美国马里兰大学战略管理博士、中国人民大学管理科学硕士、清华大学材料工程学士, 在市场、营销、企业管理方面拥有丰富经验。

图8: 公司前十大股东



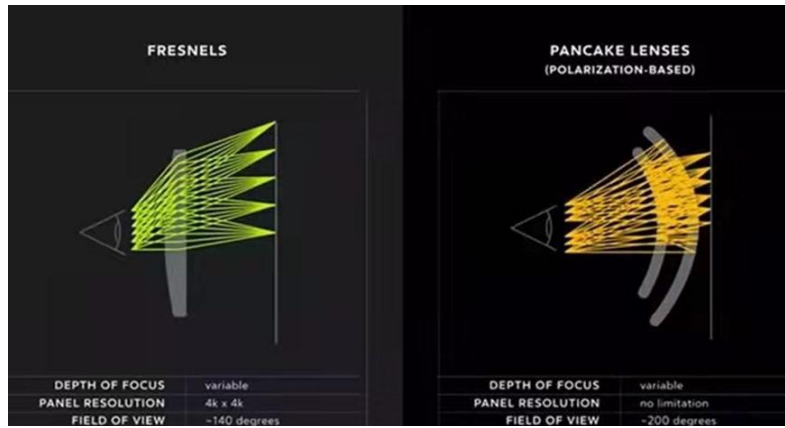
资料来源: 公司 2022 年一季报, 浙商证券研究所

## 2 VR 头显: 硬件升级+国产放量驱动新成长

当前阶段, 智能 VR 终端主要以头戴式设备为主, 而头戴式 VR 设备主要分为 PC VR、主机 VR、移动 VR 和 VR 一体机, 其中前三者均与 PC、游戏主机、手机等既有显示设备连接, 并以其作为 VR 内容来源和视觉载体, 因此受限于此些设备, 存在诸如移动性、便携性差 (PC、主机)、内容沉浸感不强 (移动手机) 等不佳体验。相对而言, VR 一体机以自身为核心, 配备独立的图像处理器和自有 VR 内容, 体积小、重量轻、便携性好、应用场景相对丰富和广泛, 已成为当前 VR 终端的主流形态。

VR 一体机的硬件系统主要包括光学系统、屏幕、交互传感系统、主控芯片等核心部件。为实现设备整体的轻量化和高沉浸度, 光学系统的设计成为影响设备性能和消费者观感的重要维度。当前阶段主流的光学方案为菲涅尔透镜方案, 整体设计已较为成熟, 已经被 HTC VIVE、Oculus Quest 2 等爆款产品广泛使用。其核心组件菲涅尔透镜为一块刻有不同半径同心圆的透镜, 以实现将直线光束调整为统一焦距的光线的作用。但由于调焦折射的过程需要为光线预留较大的折射空间, 因此菲涅尔透镜方案设备整体体积较大、重量较重, 对用户佩戴的体感可能造成较大影响。为缓解这一短板, 折叠光路短焦光学方案应运而生, 其中优化度较高的 Pancake 方案, 通过引入的半透半反膜材可将光线在调焦过程中的行进路径进行折叠, 从而大大降低了设备整体占用的空间。在硬件升级的背景下, VR 头显设备的单体价值量显著提升, 采用菲涅尔透镜方案的 Quest 2 标配版售价为 299 美元 (涨价前, 约合 2000 元), 国内某品牌已发布的首款 Pancake 方案短焦一体机标配版售价达 3000 元, 相较前代价值空间迅速扩大。综上, 作为最终定位在消费者体验的产品, 我们认为 Pancake 折叠光路光学方案更加符合设备轻量化趋势, 有助于大幅推进 VR 设备发展的整体进程, 其单机价值量的提升也有望助力消费级市场空间进一步打开。

图9: Pancake 折叠光路 VS 传统菲涅尔透镜光学方案

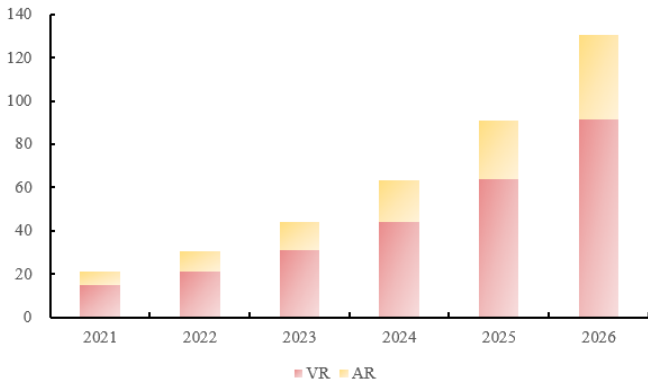


资料来源: VR 陀螺, 浙商证券研究所

**国产 VR 放量在即, 国内供应链有望显著受益。**根据 VR 陀螺测算, 2022 年上半年全球 VR 头显出货量约 684 万台, 其中 Quest 2 上半年累计销量约 590 万台, 仍呈现一家独大局面。上半年国内 VR 头显出货量为 60.58 万台, 其中 Pico 销量约 37 万台。下半年国内 VR 品牌厂商将陆续发布 Pancake 方案 VR 终端, 供应链国产化份额增长空间巨大。国产某品牌已在 22 年 7 月发布首款 6DoF 短焦 Pancake VR 一体机, Pico 也预计在下半年发布相关新品, 在国内消费者经历初期教育阶段后, 后续成长驱动力有望优于预期, VR 供应链各环节在国产化份额提升上具备充足的动能。另一方面, 相关政策及补贴的预期落地, 也将为国内 VR 硬件端和生态端的良性发展注入源源活水, 有望复刻此前 Quest 系列海外放量路径。

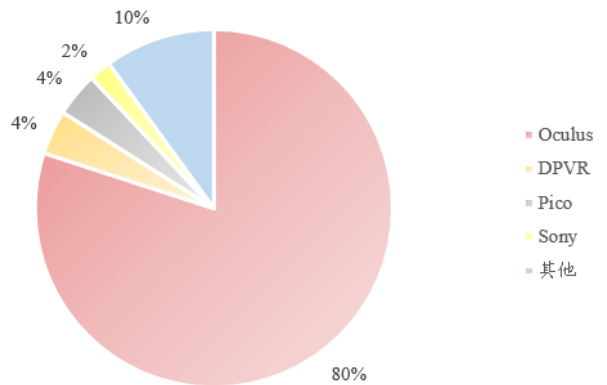
**国内市场放量的基础, 还在于全球 VR 行业整体投资热度的持续高涨。**根据 IDC 统计, 2021 年全球 VR/AR 总投资规模接近 146.7 亿美元, 并有望在 2026 年增至 747.3 亿美元, 五年 CAGR 将达 38.5%, 2021 年中国市场支出规模约 21.3 亿美元并将在 2026 年提升至 130.8 亿美元, CAGR 预计可达 43.8%, 增速位列全球第一, 其中 VR 仍为主要领域, 占比约为 70% 以上。目前全球 VR 头显设备主要品牌包括 Meta Oculus、DPVR、Sony、Pico 和 HTC 等, 2021 年 Oculus 出货量占比高达 80%, DPVR、Pico 等份额约为 4%

图10: 中国 VR/AR 支出规模预测 (单位: 亿美元)



资料来源: IDC, 浙商证券研究所

图11: 2021 年全球 VR 市场格局



资料来源: Mordor Intelligence, 浙商证券研究所

## 3 盈利预测与投资建议

### 3.1 盈利预测

#### 收入端:

**智能硬件:** 公司智能硬件业务主要包括分为 VR 产品、游戏主机、智能可穿戴设备和其他智能硬件。

1) VR 产品: 因各品牌将陆续在 22Q3 发布 Pancake 系列新机, 预计 Meta Quest 系列、Pico 系列、Sony PSVR 系列 2022-2024 年出货量分别约为 1000/1350/2100、150/350/525、120/240/360 万台, 产品价值量显著高于前代菲涅尔方案。因公司核心供应商地位, 后续预计价值量下降幅度稳定;

2) 游戏主机: 主要以 PS 5 系列为主。PS 系列产品周期约为 7-8 年, 参照 PS4 销售数据, 2013 年发售后在 2016 年出货量达到峰值, 后续进入下降通道。PS5 主机 2020 年发布, 故假设 2023 年将达到出货量峰值, 2022-2024 年出货量预计 1800/2000/1900 万台, 游戏主机出厂价格相对稳定, 预计 2500-2600 元/台, 公司代工份额稳中有升, 保持在 40%以上;

3) 智能手表/手环: HW 智能手表/手环出货量逐渐回暖; 未来随着产品健康检测功能的进一步拓展, 下游需求有望加速提升;

4) 其他智能硬件: 我们假设公司该部分业务的出货量保持 10%左右的稳健增长。

综上, 我们预计 2022-2024 年公司智能硬件收入分别为 605.80/806.10/1074.95 亿元。

**智能声学整机:** 公司智能声学整机业务分为 TWS 耳机 (包括 AirPods、安卓系)、其他声学整机业务两部分。

1) TWS 耳机: AirPods 方面, 公司代工份额整体相对稳定, 预计保持 40%以上, 产品出厂价保持稳中小幅下降的态势; 对于安卓系 TWS 耳机, 目前渗透率仍较低, 预计随着苹果端份额逐渐下降, 安卓端将收获部分市场份额, 渗透率有望提高, 预计安卓渗透率分别为 20%、28%、36%、价格端相对稳定。

2) 其他声学整机: 预计其他声学整机的整体出货量保持 10%左右的增长。

综上, 我们预计 2022-2024 年公司整体声学整机代工收入分别为 336.98/364.28/389.06 亿元。

**精密组件:** 预计 2022-2024 年公司精密组件业务收入分别为 166.1、191.0、215.8 亿元。

#### 毛利率:

**智能硬件:** 2021 年公司该业务毛利率为 13.91%。公司为 VR 代工行业主力供应商, 头部品牌商业份额领先市场, 在高价值量业务占比预计显著提升背景下, 条线毛利率预计相应提高, 预计 2022-2024 年该业务毛利率为 14.5%/15.0%/15.5%。

**智能声学整机:** 2021 年毛利率为 10.33%。因 TWS 耳机市场已相当成熟, 各厂商竞争较为激烈, 预计毛利率维持 10.50%左右。

**精密组件:** 2021 年公司该业务毛利率为 23.11%。组件业务规模效应强, 出于良率等考量供应链粘性较强, 预计 2022-2024 年毛利率稳健提升, 对应为 23.5%/24.0%/24.5%。

综上：我们预计公司 2022-2024 年实现收入 1121.89/1375.49/1694.82 亿元，整体毛利率为 14.61%/15.03%/15.47%。

表1：盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
智能硬件收入 (亿元)	328.09	605.80	806.10	1074.95
YoY		84.64%	33.06%	33.35%
毛利率	13.91%	14.50%	15.00%	15.50%
VR 收入 (亿元)	188.3	330.9	481.8	733.2
VR YoY		75.78%	45.60%	52.18%
Quest 端收入 (亿元)	168.0	270.0	351.0	525.0
量 (万台)	800	1000	1350	2100
价 (元/台)	2100	2700	2600	2500
Pico 端收入 (亿元)	10.5	37.5	84.0	138.0
量 (万台)	50	150	350	600
价 (元/台)	2100	2500	2400	2300
Sony 端收入 (亿元)	9.8	23.4	46.8	70.2
量 (万台)	50	120	240	360
价 (元/台)	1950	1950	1950	1950
游戏主机收入 (亿元)	62.4	187.2	219.3	213.8
YoY		200.00%	17.15%	-2.53%
出货量 (万台)	800	1800	2000	1900
公司份额	30.0%	40.0%	43.0%	45.0%
单机价值 (元/台)	2600	2600	2550	2500
智能可穿戴手表/手环收入 (亿元)	49.9	57.4	71.6	91.3
其他硬件收入 (亿元)	27.6	30.3	33.4	36.7
智能声学整机收入 (亿元)	302.97	336.98	364.28	389.06
YoY		11.23%	8.10%	6.80%
毛利率	10.33%	10.50%	10.50%	10.50%
苹果 AirPods 收入 (亿元)	196.5	209.4	204.9	197.0
总出货量 (万台)	7680	8500	8100	7600
公司份额	43.0%	44.0%	46.0%	48.0%
价值量 (元/台)	595	560	550	540
安卓系收入 (亿元)	44.88	60.64	87.15	114.07
安卓手机出货量 (万台)	110000	97000	105000	105000
TWS 搭载率	20.0%	28.0%	36.4%	47.3%
公司份额	6.8%	7.7%	8.0%	8.2%
公司出货量 (万台)	1496	2091	3058	4074
价值量 (元/台)	300	290	285	280
其他声学整机收入 (亿元)	60.80	66.90	72.20	78.00
精密零部件收入 (亿元)	138.40	166.10	191.10	215.80
YoY		20.01%	15.05%	12.93%
毛利率	23.11%	23.50%	24.00%	24.50%
其他业务收入 (亿元)	12.75	13.00	14.00	15.00
YoY		1.96%	7.69%	7.14%
毛利率	12.67%	12.50%	12.50%	12.50%
合计收入	781.21	1121.89	1375.49	1694.82
同比		43.61%	22.61%	23.22%
合计毛利率	14.13%	14.61%	15.03%	15.47%

资料来源：浙商证券研究所

### 3.2 估值

综上：预计公司 2022-2024 营收分别为 1121.89/1375.49/1694.82 亿元，同比增长 43.61%/22.61%/23.22%；实现归母净利润 50.53/65.06/81.45 亿元，同比增长 18.20%/28.74%/25.20%，参考可比公司，考虑到公司业务条线众多，以分部估值参考：

**VR 代工业务：**预计 2022-2024 年净利润分别为 21.80/32.60/48.10 亿元。考虑到公司目前是 VR 三大头部品牌的核心代工供应商，市场暂无其他可比公司，考虑到 VR 业务快速放量周期，我们给予公司 2022-2024 年 VR 代工业务 50/45/40X 估值。

**其他整机代工业务：**相关内容包括游戏主机、声学整机等，对应 2022-2024 年净利润分别为 5.67/5.25/1.81 亿元。选择代工头部企业立讯精密作为可比公司，给予 2022-2024 年 26/20/16X 估值。

表2：可比公司估值（1）

简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
立讯精密	2,618.78	99.12	131.58	163.89	26.42	19.90	15.98

资料来源：浙商证券研究所

**精密零部件业务：**主要为麦克风模组、VR 部分光学模组及相关结构件等，2022-2024 年净利预计为 23.06/27.20/31.96 亿元。我们选取联创电子、水晶光电、敏芯股份及长盈精密为可比公司，适当降低给予公司 2022-2024 年 35/25/20X 估值。

表3：可比公司估值（2）

简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
联创电子	190.25	3.61	5.45	8.27	52.67	34.89	23.00
水晶光电	193.72	5.76	7.23	8.55	33.61	26.80	22.65
敏芯股份	32.99	0.35	0.53	0.87	94.36	62.05	38.08
长盈精密	152.77	4.48	6.88	—	34.10	22.21	—
		平均			53.68	36.48	27.91

资料来源：浙商证券研究所

### 3.3 投资建议

综上：预计公司 2022-2024 营收分别为 1121.89/1375.49/1694.82 亿元，同比增长 43.61%/22.61%/23.22%；归母净利 50.53/65.06/81.45 亿元，同比增长 18.20%/28.74%/25.20%。2023 年给予公司整体 30X 估值，对应市值 1951.50 亿元。

## 4 风险提示

VR 需求不及预期；上游缺料缓解不及预期。

**表附录：三大报表预测值**
**资产负债表**

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	35162	53606	66132	81279
现金	10049	13804	19466	24690
交易性金融资产	119	139	170	143
应收账款	11949	20988	23662	28822
其它应收款	375	280	379	567
预付账款	98	476	487	506
存货	12082	17474	21482	26078
其他	490	446	486	474
<b>非流动资产</b>	25917	26246	27995	29387
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	437	348	374	387
固定资产	18123	19717	21743	23459
无形资产	2763	2516	2198	1824
在建工程	2127	1917	1790	1602
其他	2466	1748	1890	2115
<b>资产总计</b>	61079	79852	94127	110666
<b>流动负债</b>	29803	40446	47745	56606
短期借款	4285	4543	4006	4278
应付款项	21272	31917	39237	47066
预收账款	0	111	46	75
其他	4246	3874	4457	5188
<b>非流动负债</b>	3345	4092	4511	3983
长期借款	2204	2204	2204	2204
其他	1140	1888	2307	1779
<b>负债合计</b>	33148	44538	52257	60589
少数股东权益	604	642	691	753
归属母公司股东权益	27328	34672	41179	49324
<b>负债和股东权益</b>	61079	79852	94127	110666

**现金流量表**

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	8598	3040	9414	8536
净利润	4307	5091	6556	8207
折旧摊销	2795	1774	1996	2214
财务费用	167	358	320	186
投资损失	(469)	(469)	(469)	(469)
营运资金变动	3516	1279	5164	3010
其它	(1718)	(4992)	(4152)	(4612)
<b>投资活动现金流</b>	(6768)	(2372)	(3154)	(2926)
资本支出	(3497)	(2640)	(3318)	(3151)
长期投资	(100)	89	(26)	(12)
其他	(3171)	178	190	237
<b>筹资活动现金流</b>	387	3087	(598)	(385)
短期借款	1095	258	(537)	272
长期借款	(550)	0	0	0
其他	(158)	2829	(61)	(657)
<b>现金净增加额</b>	2217	3755	5662	5224

**利润表**

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	78221	112189	137549	169482
营业成本	67168	95800	116871	143260
营业税金及附加	222	475	483	598
营业费用	445	1090	1084	1315
管理费用	1952	2880	3615	4345
研发费用	4170	6731	8734	11440
财务费用	167	358	320	186
资产减值损失	271	(153)	(92)	81
公允价值变动损益	(49)	(49)	(49)	(49)
投资净收益	469	469	469	469
其他经营收益	436	259	296	330
<b>营业利润</b>	4683	5687	7249	9008
营业外收支	(77)	(77)	(77)	(77)
<b>利润总额</b>	4606	5609	7171	8930
所得税	299	518	615	724
<b>净利润</b>	4307	5091	6556	8207
少数股东损益	32	38	49	62
<b>归属母公司净利润</b>	4275	5053	6506	8145
EBITDA	7597	7612	9352	11227
EPS (最新摊薄)	1.25	1.48	1.90	2.38

**主要财务比率**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	35.47%	43.42%	22.61%	23.22%
营业利润	25.44%	21.42%	27.47%	24.27%
归属母公司净利润	28.74%	18.20%	28.77%	25.18%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.13%	14.61%	15.03%	15.47%
净利率	5.51%	4.54%	4.77%	4.84%
ROE	17.94%	15.98%	16.86%	17.72%
ROIC	13.00%	12.65%	14.07%	14.70%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.27%	55.78%	55.52%	54.75%
净负债比率	21.09%	15.90%	12.42%	11.31%
流动比率	1.18	1.33	1.39	1.44
速动比率	0.77	0.89	0.94	0.98
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.42	1.59	1.58	1.66
应收账款周转率	7.16	6.87	6.24	6.52
应付账款周转率	3.94	4.06	3.68	3.74
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.25	1.48	1.90	2.38
每股经营现金	2.52	0.89	2.76	2.50
每股净资产	8.00	10.15	12.05	14.44
<b>估值比率</b>				
P/E	28.61	24.21	18.80	15.02
P/B	4.48	3.53	2.97	2.48
EV/EBITDA	24.02	15.27	11.76	9.37

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>