

歌尔股份 (002241)

2022Q3 季报点评：下半年承压，长期趋势不变

买入（维持）

2022 年 10 月 28 日

证券分析师 马天翼

执业证书：S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

研究助理 金晶

执业证书：S0600122090062

jinj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	78,221	97,669	117,029	136,707
同比	35%	25%	20%	17%
归属母公司净利润（百万元）	4,275	4,435	5,923	7,969
同比	50%	4%	34%	35%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.25	1.30	1.73	2.33
P/E（现价&最新股本摊薄）	25.91	24.98	18.70	13.90

#第二曲线 #稀缺资产 #一体化

事件：公司发布 2022 前三季度业绩报告及全年业绩预告

■ **三季度扣非归母净利润承压，营收保持稳增长：**公司 22 年前三季度营收 741.5 亿元，同比增长 40%，归母净利润 38.4 亿元，同比增长 15%，扣非净利润 34.9 亿元，同比增长 15%（位于此前预告 15-30% 区间近下限）；其中 22Q3 单季营收 305.5 亿元，同比增长 36%，归母净利润 17.6 亿元，同比增长 10%，扣非净利润 14.7 亿元，同比下滑 9%。22Q3 单季毛利率、净利率分别为 13.4%/5.8%（21Q3 为 15.2%/7.2%）。三季度业绩表现原因：1）智能硬件营收 436 亿元、同比大增 96%（Q3 单季营收 187 亿元、同比增长 70%），VR 北美客户出货环比下滑、中美日客户新机备货带来结构性增量，PS5 份额提升加速放量；2）智能声学整机营收 199 亿元、同比增长 4%（Q3 单季营收 76 亿元、同比增长 13%），北美大客户 pro2 耳机量产带来营收增量；3）整体利润率同比有所下降，系耳机、VR 等多款新产品量产初期磨合叠加外部环境带来的成本压力；

■ **全年业绩指引受制于外部环境短期压力：**公司预告 22 年全年业绩同比-5-10%，对应归母净利润为 40.6-47.0 亿元，扣非净利润 36.4-40.2 亿元、同比约持平，低于市场预期。我们认为公司 Q4 业绩主要受制于多重成本压力：耳机老产能成本摊销、外部环境影响大客户 VR 出货降低、新增家园 6 号及期权激励费用摊销、汇率对冲对非经及经营性互相转化的表观影响、常规奖金及减值等年底费用计提。

■ **我们坚定看好公司长期趋势：**1）VR 逻辑有望持续兑现：未来一年内中美日美客户密集发布 VR 新品（P 与 S 客户高增长确定性强、M 期待消费级新品迭代）有望拉动明年出货量保持增长，长期基于国内外 VR 生态完善、应用场景拓展以及更多科技巨头入局等多方面的因素，VR/AR 硬件出货量未来几年仍有望持续增长；2）其他产品线仍有确定性增量单品：游戏机出货量及公司份额持续增长、国内大客户加注智能穿戴，未来营收和利润都会带来增量贡献。结合公司不断夯实的核心竞争力及长期成长趋势，未来依旧可期。

■ **盈利预测与投资评级：**我们基于 22 年业绩预告以及外部环境带来 VR 出货量的短期下修以及 TWS 耳机成本压力，下调盈利预测，22-24 年归母净利润调整为 44/59/80 亿元（调整前为 51/69/84 亿元），当前市值对应 PE 分别为 25/19/14 倍，基于我们对 VR 产业长期趋势的看好、短期业绩下修源于外部环境对订单的短期影响、公司核心竞争力持续增强等综合因素，我们继续看好公司未来成长趋势，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**VR/AR 产业发展不达预期，其他产品销量不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.28
一年最低/最高价	23.69/58.43
市净率(倍)	2.63
流通 A 股市值(百万元)	72,951.04
总市值(百万元)	82,960.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.24
资产负债率(% ,LF)	59.61
总股本(百万股)	3,416.82
流通 A 股(百万股)	3,004.57

相关研究

《歌尔股份(002241)：综合核心竞争力带来持续成长信心》

2022-09-19

歌尔股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	35,162	46,211	57,690	77,743	营业总收入	78,221	97,669	117,029	136,707
货币资金及交易性金融资产	10,168	17,257	24,784	34,847	营业成本(含金融类)	67,168	84,367	100,637	116,987
经营性应收款项	12,061	15,380	17,670	23,027	税金及附加	222	244	293	342
存货	12,082	12,703	14,311	18,810	销售费用	445	488	585	684
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,952	2,539	2,809	2,734
其他流动资产	850	872	925	1,059	研发费用	4,170	5,079	5,851	6,835
非流动资产	25,917	24,056	22,194	20,333	财务费用	167	195	150	76
长期股权投资	437	437	437	437	加:其他收益	467	303	293	301
固定资产及使用权资产	18,454	16,593	14,732	12,870	投资净收益	469	293	59	68
在建工程	2,127	2,127	2,127	2,127	公允价值变动	-49	0	0	0
无形资产	2,763	2,763	2,763	2,763	减值损失	-271	-170	-140	-120
商誉	17	17	17	17	资产处置收益	-31	-20	-23	-27
长期待摊费用	207	207	207	207	营业利润	4,683	5,162	6,892	9,272
其他非流动资产	1,912	1,912	1,912	1,912	营业外净收支	-77	-5	-5	-5
资产总计	61,079	70,267	79,885	98,076	利润总额	4,606	5,157	6,887	9,267
流动负债	29,803	37,024	40,720	50,941	减:所得税	299	722	964	1,297
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,786	5,586	5,586	5,586	净利润	4,307	4,435	5,923	7,969
经营性应付款项	21,272	27,403	30,743	40,255	减:少数股东损益	32	0	0	0
合同负债	2,211	2,531	3,019	3,510	归属母公司净利润	4,275	4,435	5,923	7,969
其他流动负债	1,533	1,504	1,371	1,590	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.25	1.30	1.73	2.33
非流动负债	3,345	1,545	1,545	1,545	EBIT	4,461	5,274	7,167	9,446
长期借款	2,204	404	404	404	EBITDA	7,379	7,135	9,029	11,308
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.13	13.62	14.01	14.43
租赁负债	210	210	210	210	归母净利率(%)	5.46	4.54	5.06	5.83
其他非流动负债	930	930	930	930	收入增长率(%)	35.47	24.86	19.82	16.81
负债合计	33,148	38,569	42,264	52,486	归母净利润增长率(%)	50.09	3.75	33.54	34.56
归属母公司股东权益	27,328	31,094	37,017	44,986					
少数股东权益	604	604	604	604					
所有者权益合计	27,931	31,698	37,621	45,590					
负债和股东权益	61,079	70,267	79,885	98,076					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	8,598	8,785	7,818	10,347	每股净资产(元)	8.00	9.10	10.83	13.17
投资活动现金流	-6,768	168	-20	36	最新发行在外股份(百万股)	3,417	3,417	3,417	3,417
筹资活动现金流	387	-1,964	-321	-321	ROIC(%)	13.07	12.42	15.09	16.99
现金净增加额	2,225	6,989	7,477	10,062	ROE-摊薄(%)	15.64	14.26	16.00	17.72
折旧和摊销	2,918	1,861	1,861	1,861	资产负债率(%)	54.27	54.89	52.91	53.52
资本开支	-6,840	-25	-28	-32	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.91	24.98	18.70	13.90
营运资本变动	1,339	2,291	-397	112	P/B(现价)	4.05	3.56	2.99	2.46

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

