

智能硬件收入持续高增，伴随产业长期成长可期

核心观点

事件：公司发布 22 年三季度业绩报告。

- **业绩基本符合预期，智能硬件收入近翻倍增长。**公司前三季度取得营收近 742 亿元，同比增长 40%，归母净利润 38.4 亿元，同比增长 15%。其中 Q3 单季营收 305 亿元，同比增长 36%，归母净利润 17.6 亿元，同比增长近 10%。业绩表现亮点及原因：1) 前三季度智能硬件营收 436 亿元，同比增长 96%，其中 Q3 单季营收 187 亿元，同比增长 70%。VR 保持高增长，同时游戏机、可穿戴等新型硬件加速放量；2) 智能声学整机营收 199 亿元，同比增长 3.6%，其中 Q3 单季营收 76 亿元，同比增长 13%，在大客户新机拉动下单季营收实现正双位数增长。
- **短期扰动不改长期向好，中长期成长逻辑清晰。**公司预告 22 全年归母净利润同比增长 -5%—10%至 40.6-47.0 亿元，扣非净利润 36.4-40.2 亿元，同比增长 -5%—5%。其中 Q4 单季归母净利润 2.2-8.6 亿元，扣非归母净利润 1.6-5.4 亿元。下半年来看公司受宏观经济和行业因素的影响，智能声学整机业务盈利性略有下降。我们认为外部环境及大客户策略带来的短期影响不改公司长期向上逻辑，展望未来公司仍将深度受益于 VR 订单保持健康，游戏机等新型硬件产量继续释放，以及整体管控成效的进一步体现。
- **硬件迭代加速，内容端生态日臻丰富，智能整机龙头伴随产业成长可期。**硬件端，主要品牌新机迭代带动行业景气度，头部厂商新品在光学、显示、交互等技术方案上均有明显升级，硬件体验从“能用”向“好用”迈进。软件端，头部玩家在生态建设方面的大举投入有望加速产业成熟并进一步拓展应用场景。公司作为全球 VR/AR 整机代工龙头，布局 VR/AR 赛道十余载，“零组件+整机”双轮驱动，形成产业链上下游复合保护壁垒，有望深度受益产业趋势带来的业绩增量，长期成长前景光明。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 1.29/1.72/2.20 元（原 22-24 年预测分别为 1.55/2.14/2.68 元，下调收入及毛利率预测），根据可比公司 22 年 26 倍 PE 估值，对应目标价为 33.54 元，维持买入评级。

风险提示

- VR/AR 发展不达预期；TWS 耳机销量不达预期；全球疫情恶化风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	57,743	78,221	95,454	112,273	131,075
同比增长(%)	64.3%	35.5%	22.0%	17.6%	16.7%
营业利润(百万元)	3,261	4,683	5,175	6,899	8,794
同比增长(%)	117.9%	43.6%	10.5%	33.3%	27.5%
归属母公司净利润(百万元)	2,848	4,275	4,424	5,899	7,521
同比增长(%)	122.4%	50.1%	3.5%	33.4%	27.5%
每股收益(元)	0.83	1.25	1.29	1.72	2.20
毛利率(%)	16.0%	14.1%	13.8%	14.2%	14.5%
净利率(%)	4.9%	5.5%	4.6%	5.3%	5.7%
净资产收益率(%)	15.9%	18.2%	14.4%	15.9%	17.2%
市盈率	29.2	19.4	18.8	14.1	11.0
市净率	4.2	3.0	2.4	2.1	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年10月27日）	24.28元
目标价格	33.54元
52周最高价/最低价	58.11/23.69元
总股本/流通A股（万股）	342,040/300,816
A股市值（百万元）	83,047
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022年10月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.22	-14.99	-20.99	-42.01
相对表现	-2.92	-8.28	-6.93	-16.14
沪深300	-3.3	-6.71	-14.06	-25.87



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

联系人

杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn

相关报告

业绩符合预期，持续受益 VR/AR 产业趋势	2022-08-30
投资参股微纳光学公司，巩固 VR/AR 核心竞争力	2022-05-22
一季度扣非高速增长，中报指引一如既往强劲！	2022-04-26

盈利预测与投资建议

我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 1.29/1.72/2.20 元（原 22-24 年预测分别为 1.55/2.14/2.68 元，下调收入及毛利率预测），根据可比公司 22 年 26 倍 PE 估值，对应目标价为 33.54 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2022/10/27	每股收益(元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
立讯精密	002475	27.91	1.00	1.42	1.88	2.35	28.02	19.63	14.87	11.90
水晶光电	002273	12.45	0.32	0.41	0.52	0.63	39.15	30.17	23.91	19.86
睿创微纳	688002	43.49	1.03	1.15	1.67	2.19	42.06	37.68	26.06	19.85
和林微纳	688661	58.13	1.15	1.51	2.14	2.98	50.55	38.37	27.15	19.51
三利谱	002876	37.50	1.94	2.04	3.05	4.22	19.32	18.42	12.29	8.89
环旭电子	601231	16.81	0.84	1.20	1.48	1.80	19.94	14.00	11.40	9.32
	最大值						50.55	38.37	27.15	19.86
	最小值						19.32	14.00	11.40	8.89
	平均数						33.17	26.38	19.28	14.89
	调整后平均						32.29	26.48	19.28	15.14

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

VR/AR 发展不达预期；TWS 耳机销量不达预期；全球疫情恶化风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,788	10,049	13,514	18,751	25,809	营业收入	57,743	78,221	95,454	112,273	131,075
应收票据、账款及款项融资	10,045	11,964	14,509	17,066	19,923	营业成本	48,484	67,168	82,249	96,347	112,071
预付账款	296	98	477	561	655	营业税金及附加	200	222	239	281	328
存货	9,171	12,082	16,450	19,269	22,414	营业费用	476	445	477	561	655
其他	830	970	882	949	1,024	管理费用及研发费用	5,056	6,122	7,064	8,084	9,175
流动资产合计	28,129	35,162	45,832	56,597	69,826	财务费用	491	167	333	297	235
长期股权投资	337	437	250	250	250	资产、信用减值损失	236	271	218	104	116
固定资产	14,675	18,123	19,367	19,858	19,856	公允价值变动收益	160	(49)	0	0	0
在建工程	2,079	2,127	1,217	762	535	投资净收益	139	469	0	0	0
无形资产	2,730	2,763	2,491	2,195	1,855	其他	162	436	300	300	300
其他	1,167	2,466	1,620	1,589	1,557	营业利润	3,261	4,683	5,175	6,899	8,794
非流动资产合计	20,989	25,917	24,945	24,654	24,052	营业外收入	19	22	15	15	15
资产总计	49,118	61,079	70,777	81,251	93,879	营业外支出	58	100	20	20	20
短期借款	3,190	4,285	5,000	5,000	5,000	利润总额	3,222	4,606	5,170	6,894	8,789
应付票据及应付账款	17,324	21,272	26,320	30,831	35,863	所得税	370	299	724	965	1,231
其他	2,222	4,246	1,345	1,379	1,416	净利润	2,852	4,307	4,446	5,929	7,559
流动负债合计	22,736	29,803	32,665	37,210	42,279	少数股东损益	4	32	22	30	38
长期借款	2,754	2,204	2,204	2,204	2,204	归属于母公司净利润	2,848	4,275	4,424	5,899	7,521
应付债券	3,031	0	0	0	0	每股收益(元)	0.83	1.25	1.29	1.72	2.20
其他	862	1,140	1,140	1,140	1,140						
非流动负债合计	6,648	3,345	3,345	3,345	3,345	主要财务比率					
负债合计	29,384	33,148	36,009	40,554	45,623		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	80	604	626	656	693	成长能力					
实收资本(或股本)	3,275	3,416	3,420	3,420	3,420	营业收入	64.3%	35.5%	22.0%	17.6%	16.7%
资本公积	3,296	7,186	9,478	9,478	9,478	营业利润	117.9%	43.6%	10.5%	33.3%	27.5%
留存收益	12,870	16,819	21,243	27,143	34,664	归属于母公司净利润	122.4%	50.1%	3.5%	33.4%	27.5%
其他	212	(94)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	19,734	27,931	34,768	40,697	48,256	毛利率	16.0%	14.1%	13.8%	14.2%	14.5%
负债和股东权益总计	49,118	61,079	70,777	81,251	93,879	净利率	4.9%	5.5%	4.6%	5.3%	5.7%
						ROE	15.9%	18.2%	14.4%	15.9%	17.2%
						ROIC	12.8%	14.3%	12.3%	13.8%	15.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	59.8%	54.3%	50.9%	49.9%	48.6%
净利润	2,852	4,307	4,446	5,929	7,559	净负债率	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,776	2,284	2,501	2,835	3,135	流动比率	1.24	1.18	1.40	1.52	1.65
财务费用	491	167	333	297	235	速动比率	0.83	0.77	0.89	0.99	1.11
投资损失	(139)	(469)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	2,613	347	(4,633)	(1,087)	(1,219)	应收账款周转率	6.4	7.1	7.2	7.1	7.1
其它	89	1,962	979	104	116	存货周转率	6.6	6.2	5.6	5.3	5.2
经营活动现金流	7,682	8,598	3,625	8,078	9,827	总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
资本支出	(5,273)	(5,191)	(2,527)	(2,544)	(2,533)	每股指标(元)					
长期投资	(67)	(100)	187	0	0	每股收益	0.83	1.25	1.29	1.72	2.20
其他	39	(1,477)	(2)	0	0	每股经营现金流	2.35	2.52	1.06	2.36	2.87
投资活动现金流	(5,301)	(6,768)	(2,341)	(2,544)	(2,533)	每股净资产	5.75	7.99	9.98	11.71	13.91
债权融资	4,932	(3,089)	(497)	0	0	估值比率					
股权融资	725	4,031	2,296	0	0	市盈率	29.2	19.4	18.8	14.1	11.0
其他	(4,014)	(555)	383	(297)	(235)	市净率	4.2	3.0	2.4	2.1	1.7
筹资活动现金流	1,642	387	2,181	(297)	(235)	EV/EBITDA	14.6	11.3	10.1	8.0	6.6
汇率变动影响	(205)	7	-0	-0	-0	EV/EBIT	21.5	16.6	14.6	11.2	8.9
现金净增加额	3,819	2,225	3,465	5,237	7,058						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn