

➤ **事件：**歌尔股份 3 月 27 日发布 2023 年年报。2023 年实现营业收入 985.7 亿元，同比-6.0%；实现归母净利润 10.9 亿元，同比-37.8%；实现扣非归母净利润 8.6 亿元，同比增长-47.2%。其中 Q4 单季度实现营收 246.3 亿元，同比-19.9%，环比-14.4%；实现归母净利润 1.96 亿元，同比扭亏为盈，环比-58.3%；实现扣非归母净利润 0.74 亿元，同比扭亏为盈，环比-78.7%。

➤ **业绩符合预期，看好后续边际改善。**2023 年实现营业收入 985.7 亿元，同比-6.0%；实现归母净利润 10.9 亿元，同比-37.8%。业绩符合预期，收入有所下滑，我们认为主要受全球经济复苏乏力、欧美主要国家加息，以及消费电子行业终端需求不足，VR 等智能硬件产品出货量下降等因素影响。盈利能力方面，公司 23 年毛利率为 8.95%，同比-2.2pcts，对比 22 年公司业务结构有所变化，毛利率相对较低的智能硬件项目营收占比有所提升，进而影响综合毛利率。单看 23Q4，公司毛利率为 10.6%，同比+4.3pcts、环比+0.4pcts，在智能硬件需求一般，行业疲软的情况下，公司不断提高营运效率，逐季度修复自身盈利水平。运营和资产指标方面，其中 23 年经营活动净现金流为 81.5 亿元，表现较为健康；23 年期间费用约 78 亿元，同比-5.1%，费用管控得当。

➤ **XR 行业探底，新品助复苏。**根据 wellseen 数据，23 年 meta quest 的销量为 541w 台，同比下滑 32%，我们认为下滑一方面是因为 XR 内容匮乏，消费者缺乏换机动力，此外产品售价较高也有一定影响。展望 24 年，XR 行业头部“玩家”逐步增多，带动整体回暖；公司头部客户 meta 也有望于 24 年发布廉价版 Quest，带动智能硬件板块营收和利润双重修复。此外，以大语言模型等为代表的 AI 人工智能技术也将有望为消费电子和 MR 产品带来新的发展契机。

➤ **回购彰显公司信心，收购助力光学发展。**此前公司拟通过集中竞价方式回购公司股份，用于员工持股或股权激励计划，回购总额为 5~7 亿元。截至 2 月 29 日已回购 5.97 亿元，阶段性完成回购计划，体现公司对于未来长期发展的信心，有效地将股东利益、公司利益和核心团队利益结合在一起，促进长远发展。此外，2023Q4，公司完成对驭光科技（绍兴）有限公司 100% 股权的收购，进一步加强公司在微纳光学器件、投射/显示模组和三维传感等领域内的布局，助力公司精密光学器件和模组业务的进一步发展。

➤ **投资建议：**公司业绩和利润逐步修复，我们预计公司 24-26 年归母净利润为 20.30/32.34/45.03 亿元，对应现价 PE 为 27/17/12 倍，公司为 AR/VR 龙头，且布局完善，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**VR/AR 出货不及预期，行业竞争加剧，客户验证不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	98,574	103,452	115,410	133,135
增长率 (%)	-6.0	4.9	11.6	15.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,088	2,030	3,234	4,503
增长率 (%)	-37.8	86.5	59.4	39.2
每股收益 (元)	0.32	0.59	0.95	1.32
PE	50	27	17	12
PB	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
15.79 元

分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

相关研究

- 歌尔股份 (002241.SZ) 2023 年三季报点评：业绩符合预期，看好新品促进边际改善-2023/10/30
- 歌尔股份 (002241.SZ) 2022 年年报&2023 年一季报点评：短期业绩承压，多点布局未来成长可期-2023/04/19
- 歌尔股份 (002241.SZ) 事件点评：下修 22 年盈利指引，发布员工持股计划-2022/12/11
- 歌尔股份 (002241.SZ) 22Q1 季报& 22H1 业绩预告点评：VR 等智能硬件快速增长，剑指半年度盈利高增-2022/04/27
- 歌尔股份 (002241.SZ) 2021 年年报&2022Q1 业绩预告点评：21 年业绩符合预期，持续看好 VR、AR 赛道龙头-2022/03/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	98,574	103,452	115,410	133,135
营业成本	89,753	93,920	103,900	119,172
营业税金及附加	244	207	231	266
销售费用	528	414	462	533
管理费用	2,203	2,276	2,539	2,929
研发费用	4,716	4,862	5,424	6,257
EBIT	1,220	2,205	3,335	4,530
财务费用	352	321	368	364
资产减值损失	-300	-170	-75	-72
投资收益	-73	-62	-69	-80
营业利润	909	1,650	2,821	4,012
营业外收支	-118	-89	-93	-78
利润总额	791	1,561	2,728	3,934
所得税	-228	-390	-518	-590
净利润	1,019	1,951	3,247	4,524
归属于母公司净利润	1,088	2,030	3,234	4,503
EBITDA	5,289	6,554	8,531	10,349

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	14,737	10,850	11,159	14,356
应收账款及票据	12,564	13,202	14,095	14,799
预付款项	255	103	125	155
存货	10,795	11,152	12,450	14,294
其他流动资产	1,690	1,837	1,400	1,407
流动资产合计	40,041	37,145	39,228	45,012
长期股权投资	760	698	629	549
固定资产	22,305	25,535	28,306	30,086
无形资产	3,280	3,197	3,115	3,025
非流动资产合计	33,703	36,800	39,514	41,619
资产合计	73,744	73,944	78,742	86,631
短期借款	5,214	5,214	5,214	5,214
应付账款及票据	22,121	22,502	24,196	27,752
其他流动负债	6,107	4,631	4,884	5,322
流动负债合计	33,442	32,348	34,294	38,288
长期借款	6,631	6,631	6,631	6,631
其他长期负债	2,143	2,149	2,149	2,149
非流动负债合计	8,775	8,780	8,780	8,780
负债合计	42,217	41,128	43,074	47,068
股本	3,420	3,417	3,417	3,417
少数股东权益	717	639	651	672
股东权益合计	31,528	32,817	35,668	39,563
负债和股东权益合计	73,744	73,944	78,742	86,631

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-6.03	4.95	11.56	15.36
EBIT 增长率	-50.79	80.68	51.25	35.83
净利润增长率	-37.80	86.52	59.35	39.24
盈利能力 (%)				
毛利率	8.95	9.21	9.97	10.49
净利润率	1.10	1.96	2.80	3.38
总资产收益率 ROA	1.48	2.74	4.11	5.20
净资产收益率 ROE	3.53	6.31	9.24	11.58
偿债能力				
流动比率	1.20	1.15	1.14	1.18
速动比率	0.84	0.77	0.76	0.78
现金比率	0.44	0.34	0.33	0.37
资产负债率 (%)	57.25	55.62	54.70	54.33
经营效率				
应收账款周转天数	46.01	46.00	44.00	40.00
存货周转天数	43.90	44.00	44.00	44.00
总资产周转率	1.31	1.40	1.51	1.61
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.59	0.95	1.32
每股净资产	9.02	9.42	10.25	11.38
每股经营现金流	2.39	1.62	2.42	3.46
每股股利	0.10	0.12	0.18	0.26
估值分析				
PE	50	27	17	12
PB	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.98	8.05	6.19	5.10
股息收益率 (%)	0.63	0.73	1.17	1.62

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,019	1,951	3,247	4,524
折旧和摊销	4,069	4,349	5,196	5,819
营运资金变动	2,532	-1,165	-379	1,357
经营活动现金流	8,152	5,548	8,263	11,820
资本开支	-6,563	-7,080	-7,433	-7,372
投资	-1,119	0	0	0
投资活动现金流	-7,583	-7,080	-6,938	-7,372
股权募资	0	-3	0	0
债务募资	2,258	-1,072	0	0
筹资活动现金流	1,774	-2,356	-1,016	-1,251
现金净流量	2,353	-3,888	309	3,198

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026