

0022412024 年 03 月 28 日

歌尔股份 (002241.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

消费电子组件

## 2023 年毛利率逐季改善，2024 年拐点可期

### 事件：

公司发布 2023 年年度报告，全年实现营收 985.74 亿元，同比下滑 6.03%；实现归母净利润 10.88 亿元，同比减少 37.80%；实现扣非归母净利润 8.60 亿元，同比减少 47.16%。其中 2023Q4 单季度，公司实现营收 246.26 亿元，同比下滑 19.89%，实现归母净利润 1.96 亿元，同比实现扭亏为盈。

### 2023 年整体业绩承压，毛利率实现逐季度回暖：

消费电子行业终端需求整体不足，VR 虚拟现实等智能硬件产品出货量下降。据 IDC 数据，2023 年全球 VR 虚拟现实、MR 混合现实、AR 增强现实设备出货量约为 670 万台，同比下滑约 23.5%。因此公司的整体营收同比略有下降，相关业务的盈利水平也受到一定影响。

此外，2023 年公司智能硬件业务中，毛利率相对较低的项目营收占比有所提升，导致该业务的毛利率由 2022 年的 11.14% 下滑至 2023 年的 7.27%，减少了 3.87 个 pct。智能硬件作为公司第一大业务，对整体毛利率影响较大，因此 2023 年公司实现整体毛利率 8.95%，同比 2022 年下滑 2.17 个 pct。然而分季度来看，公司毛利率实现逐季回升：23Q1-Q4，公司分别实现毛利率 6.98%/7.66%/10.15%/10.58%。

### 收购驭光科技，夯实精密光学能力：

2023 年四季度，公司完成了对驭光科技 100% 股权的收购。据公告，驭光科技可以面向智能手机、AR 眼镜等应用场景提供核心微纳光学器件、投射/显示模组和三维传感整体解决方案。此次收购有效提升了公司在精密光学领域内的综合竞争力，有望支持公司光学业务未来长期发展。

### AI 大模型发展有望赋能 XR 行业：

AI 大语言模型等技术在 2023 年中取得了快速进步，AI 人工智能技术的发展，有望为新兴智能硬件产品创造更多的软件应用内容和产品使用场景。面对后移动时代中新兴智能硬件产品、AI 人工智能、元宇宙等产业机遇，公司立足已有优势，积极拓展新兴智能硬件及相关精密零组件业务，积极布局新的产品业务方向，巩固自身行业龙头地位。

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

18.90 元

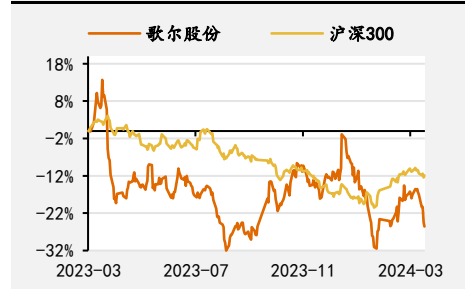
股价 (2024-03-28)

15.79 元

### 交易数据

总市值(百万元)	53,956.56
流通市值(百万元)	47,527.49
总股本(百万股)	3,417.13
流通股本(百万股)	3,009.97
12 个月价格区间	14.42/24.24 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.8	-20.4	-14.0
绝对收益	-1.7	-17.3	-25.9

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

盛晓君

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523080001

shengxj@essence.com.cn

### 相关报告

23Q1 环比扭亏，智能硬件业务引领长期成长	2023-04-21
业绩稳健向好，VR/游戏机持续放量	2022-09-07

### 投资建议：

我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 8.95%、15.61%、14.51%，净利润的增速分别为 97.60%、54.86%、25.51%。考虑到公司 XR 业务具有龙头优势及广阔的长期成长空间，随着大客户新的 XR 和 TWS 机型迭代升级，公司有望重回增长轨道。我们对公司维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 18.90 元，相当于 2024 年 30.00x 的动态市盈率。

**风险提示：**XR 产业发展不及预期，客户相对集中风险，汇率波动风险等。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	104,894.3	98,573.9	107,391.5	124,152.7	142,169.9
净利润	1,749.2	1,088.1	2,150.1	3,329.5	4,178.8
每股收益(元)	0.51	0.32	0.63	0.97	1.22
每股净资产(元)	8.63	9.02	9.66	10.54	11.67

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	30.8	49.6	25.1	16.2	12.9
市净率(倍)	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4
净利润率	1.7%	1.1%	2.0%	2.7%	2.9%
净资产收益率	5.9%	3.5%	6.5%	9.2%	10.5%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.5%	0.6%	0.6%
ROIC	9.3%	7.0%	9.5%	13.9%	22.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	104,894.3	98,573.9	107,391.5	124,152.7	142,169.9	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	93,233.5	89,753.1	95,586.2	110,597.6	126,447.0	营业收入增长率	34.1%	-6.0%	8.9%	15.6%	14.5%
营业税费	266.9	244.0	281.3	316.2	362.1	营业利润增长率	-65.6%	-43.5%	176.4%	62.6%	26.3%
销售费用	548.3	528.2	582.5	662.5	763.9	净利润增长率	-59.1%	-37.8%	97.6%	54.9%	25.5%
管理费用	2,294.5	2,202.8	2,476.2	2,979.7	3,412.1	EBITDA 增长率	-31.8%	-5.3%	38.0%	19.8%	11.9%
研发费用	5,226.5	4,716.0	5,404.6	5,640.5	6,322.3	EBIT 增长率	-67.5%	-37.9%	194.5%	48.1%	23.4%
财务费用	149.1	351.8	109.0	-204.1	-372.0	NOPLAT 增长率	-54.0%	-22.2%	42.0%	43.0%	21.9%
加: 资产/信用减值损失	-1,797.0	-282.2	-250.0	-200.0	-150.0	投资资本增长率	3.4%	4.6%	-2.9%	-24.6%	-8.1%
公允价值变动收益	-57.1	115.9	-239.0	76.4	28.7	净资产增长率	8.3%	4.2%	6.9%	9.0%	10.7%
投资和汇兑收益	-36.2	-73.4	50.0	50.0	50.0						
<b>营业利润</b>	1,610.5	909.2	2,512.8	4,086.9	5,163.3	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-101.3	-118.0	-98.9	-106.1	-107.7	毛利率	11.1%	8.9%	11.0%	10.9%	11.1%
<b>利润总额</b>	1,509.2	791.2	2,413.9	3,980.8	5,055.6	营业利润率	1.5%	0.9%	2.3%	3.3%	3.6%
减: 所得税	-281.8	-228.3	289.7	597.1	808.9	净利润率	1.7%	1.1%	2.0%	2.7%	2.9%
<b>净利润</b>	1,749.2	1,088.1	2,150.1	3,329.5	4,178.8	EBITDA/营业收入	4.6%	4.7%	5.9%	6.1%	6.0%
						EBIT/营业收入	1.4%	0.9%	2.4%	3.1%	3.4%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	68	80	70	52	38
货币资金	12,682.9	14,737.3	8,591.3	15,557.3	20,920.6	流动营业资本周转天数	-4	-9	-5	-4	-3
交易性金融资产	338.7	587.4	348.5	424.9	453.6	流动资产周转天数	139	156	144	137	149
应收帐款	14,492.6	12,513.9	16,625.1	16,502.2	21,984.8	应收帐款周转天数	46	49	49	48	49
应收票据	25.8	139.5	12.0	145.8	60.8	存货周转天数	51	51	51	50	50
预付帐款	50.7	254.6	90.9	226.4	190.2	总资产周转天数	237	276	249	217	209
存货	17,348.7	10,794.9	19,335.6	15,482.5	24,289.4	投资资本周转天数	79	87	81	60	43
其他流动资产	623.7	1,013.5	709.2	782.1	834.9						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	5.9%	3.5%	6.5%	9.2%	10.5%
长期股权投资	361.0	760.2	760.2	760.2	760.2	ROA	2.3%	1.4%	2.8%	4.5%	4.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	9.3%	7.0%	9.5%	13.9%	22.5%
固定资产	21,459.8	22,305.5	19,423.5	16,541.5	13,659.5	<b>费用率</b>					
在建工程	2,424.4	2,071.3	2,071.3	2,071.3	2,071.3	销售费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
无形资产	3,082.0	3,726.9	2,878.1	2,029.3	1,180.5	管理费用率	2.2%	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%
其他非流动资产	4,286.2	4,839.4	4,019.7	4,273.5	4,185.7	研发费用率	5.6%	5.3%	5.7%	5.1%	5.0%
<b>资产总额</b>	77,176.4	73,744.4	74,865.3	74,796.9	90,591.4	财务费用率	0.1%	0.4%	0.1%	-0.2%	-0.3%
短期债务	7,120.8	5,214.5	1,638.5	-	-	四费/营业收入	7.8%	7.9%	8.0%	7.3%	7.1%
应付帐款	25,827.7	17,669.7	29,179.1	24,327.4	37,149.1	<b>偿债能力</b>					
应付票据	4,850.5	4,538.4	3,543.5	6,432.5	5,342.2	资产负债率	60.8%	57.2%	55.0%	50.9%	55.1%
其他流动负债	4,922.0	6,019.5	5,035.7	5,325.7	5,460.3	负债权益比	155.1%	133.9%	122.1%	103.5%	122.7%
长期借款	2,206.0	6,631.5	-	-	-	流动比率	1.07	1.20	1.16	1.36	1.43
其他非流动负债	1,991.5	2,143.3	1,758.4	1,964.4	1,955.4	速动比率	0.66	0.87	0.67	0.93	0.93
<b>负债总额</b>	46,918.5	42,216.8	41,155.2	38,049.9	49,907.0	利息保障倍数	9.62	2.53	24.06	-19.02	-12.88
少数股东权益	765.9	717.0	692.4	745.7	812.1	<b>分红指标</b>					
股本	3,420.4	3,420.4	3,417.1	3,417.1	3,417.1	DPS(元)	0.10	-	0.07	0.10	0.09
留存收益	28,235.0	27,702.0	29,600.5	32,584.1	36,455.2	分红比率	19.5%	0.0%	11.7%	10.4%	7.4%
<b>股东权益</b>	30,257.8	31,527.6	33,710.1	36,746.9	40,684.4	股息收益率	0.6%	0.0%	0.5%	0.6%	0.6%
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.51	0.32	0.63	0.97	1.22
净利润	1,791.0	1,019.4	2,150.1	3,329.5	4,178.8	BVPS(元)	8.63	9.02	9.66	10.54	11.67
加: 折旧和摊销	3,518.5	3,940.2	3,730.8	3,730.8	3,730.8	PE(X)	30.8	49.6	25.1	16.2	12.9
资产减值准备	1,782.7	299.6	-	-	-	PB(X)	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4
公允价值变动损失	57.1	-115.9	-239.0	76.4	28.7	P/FCF	12.2	21.5	-7.2	7.1	9.6
财务费用	-67.0	458.2	109.0	-204.1	-372.0	P/S	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
投资收益	-0.5	60.4	-50.0	-50.0	-50.0	EV/EBITDA	10.6	14.2	7.0	4.7	3.6
少数股东损益	41.8	-68.7	-25.8	54.1	67.9	CAGR(%)	23.6%	60.9%	-21.0%	23.6%	60.9%
营运资金的变动	-268.9	3,768.6	-2,214.7	1,846.6	-2,190.6	PEG	1.3	0.8	-1.2	0.7	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	8,317.1	8,151.9	3,460.3	8,783.3	5,393.6	ROIC/WACC	0.9	0.7	0.9	1.4	2.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-9,077.0	-7,583.4	834.3	-165.6	-67.7	REP	2.4	3.9	2.0	1.5	0.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	2,007.6	1,774.5	-10,440.6	-1,651.8	37.3						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034