

歌尔股份 (002241)

2024 年一季报点评：一季报超预期，盈利能力持续回升

买入 (维持)

2024 年 04 月 24 日

证券分析师 马天翼

执业证书：S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

研究助理 王润芝

执业证书：S0600122080026

wangrz@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 (百万元) | 104,894 | 98,574 | 103,480 | 123,752 | 147,333 |
| 同比 (%) | 34.10 | (6.03) | 4.98 | 19.59 | 19.05 |
| 归母净利润 (百万元) | 1,749 | 1,088 | 2,316 | 3,410 | 4,534 |
| 同比 (%) | (59.08) | (37.80) | 112.81 | 47.27 | 32.95 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.51 | 0.32 | 0.68 | 1.00 | 1.33 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 29.24 | 47.01 | 22.09 | 15.00 | 11.28 |

事件：公司发布 2024 年一季报

■ **一季报超预期，产品结构优化提升盈利能力：**公司 2024 年一季度营收 193 亿元，同比下滑 19.9%，归母净利润 3.8 亿元，同比大增 257.5%，扣非归母净利润 2.8 亿元，同比大增 1723%，经营活动净现金流 15.3 亿元，同比大增 1043%，业绩超预期。公司一季度收入下滑的原因主要来自某客户游戏机项目进入产品周期后段（去年同期处于拉货高峰期），从而影响智能硬件业务板块营收，而精密零组件、智能声学整机业务板块以及智能硬件中的 XR 眼镜、智能穿戴等主要客户的产品均进展顺利，为公司一季度贡献增量营收。公司一季度毛利率与净利率分别为 9.2%/1.9%（去年同期分别为 7.0%/0.5%），单季净利率创近一年半以来的新高，一方面由于较高毛利率的 XR 眼镜头部客户以及 TWS 耳机大客户的出货量恢复增长（下滑的游戏机业务毛利率偏低），带来了整机组装产品结构优化，另一方面公司持续通过有效的成本管控能力提升盈利质量，财务指标稳健、内部运营高效，延续了自去年下半年以来的盈利能力持续回升趋势。我们认为公司业绩拐点已夯实，随着核心竞争力的持续巩固、重点客户项目的持续突破、各类智能硬件的需求回暖，公司未来有望保持高增长趋势。

■ **XR 眼镜业务有望恢复高增长：**公司保持全球 XR 眼镜综合方案龙头地位，从光学元件（VR）、光机系统（AR）、核心算法，到智能整机设计制造能力，均领跑行业，与全球科技大厂长期深度合作。1）短期维度来看，今年 VR 眼镜主要客户新产品的迭代升级和市场的开拓有望拉动出货量显著增长；2）长期维度来看，在空间计算时代，基于应用场景的拓展、软硬件生态的完善以及更多科技巨头入局等多方面的因素，VR/AR/MR 硬件出货量未来几年有望打开成长天花板，歌尔亦有望凭借其全球核心供应商的地位持续引领产业发展。

■ **产品结构优化，各类智能硬件有望全面回暖：**公司坚持智能制造+精密制造双轮驱动，围绕“4+4+n”零整结合战略打造产业生态圈，随着各类终端产品出货量的回升以及产品结构的优化，公司盈利能力有望持续提升。1）TWS 耳机整机设计及核心声学元件在市场占据领先地位，主要客户订单及份额有望稳步回升，同时产品的迭代也有望助力智能声学整机营收和利润率稳中有升；2）游戏机、可穿戴、智能家居等智能硬件有望百花齐放，客户和产品种类的多元化将有效提升智能硬件毛利率水平；3）公司在微电子领域持续加强布局，MEMS 麦克风全球领先，并在 MEMS 智能传感器、SiP 先进封装工艺等方面加强投入，在带来业绩弹性的同时有望增厚整机业务利润率。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测 23/34/45 亿元，对应 PE 分别为 22/15/11 倍，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) | 14.97 |
| 一年最低/最高价 | 13.83/21.37 |
| 市净率(倍) | 1.67 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 45,059.31 |
| 总市值(百万元) | 51,154.50 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 8.99 |
| 资产负债率(% ,LF) | 55.52 |
| 总股本(百万股) | 3,417.13 |
| 流通 A 股(百万股) | 3,009.97 |

相关研究

《歌尔股份(002241)：2023 年年报点评：年报符合预期，业绩拐点可期》

2024-03-28

《歌尔股份(002241)：2023 三季报点评：Q3 单季业绩拐点初显，未来弹性可期》

2023-10-27

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) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|-----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 40,041 | 49,879 | 57,591 | 78,397 | 营业总收入 | 98,574 | 103,480 | 123,752 | 147,333 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 15,325 | 15,825 | 24,372 | 27,673 | 营业成本(含金融类) | 89,753 | 91,065 | 109,147 | 129,590 |
| 经营性应收款项 | 12,828 | 16,402 | 18,576 | 25,311 | 税金及附加 | 244 | 290 | 309 | 368 |
| 存货 | 10,795 | 15,920 | 13,471 | 23,462 | 销售费用 | 528 | 559 | 619 | 737 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 2,203 | 2,690 | 3,094 | 3,610 |
| 其他流动资产 | 1,094 | 1,732 | 1,171 | 1,951 | 研发费用 | 4,716 | 5,640 | 6,188 | 7,367 |
| 非流动资产 | 33,703 | 32,520 | 30,654 | 28,266 | 财务费用 | 352 | 182 | 178 | 93 |
| 长期股权投资 | 760 | 760 | 760 | 760 | 加:其他收益 | 373 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产及使用权资产 | 22,921 | 21,838 | 20,072 | 17,783 | 投资净收益 | (73) | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 2,071 | 2,071 | 2,071 | 2,071 | 公允价值变动 | 116 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 3,280 | 3,180 | 3,080 | 2,980 | 减值损失 | (282) | (220) | (20) | (20) |
| 商誉 | 605 | 605 | 605 | 605 | 资产处置收益 | (2) | (21) | (25) | (29) |
| 长期待摊费用 | 412 | 412 | 412 | 412 | 营业利润 | 909 | 2,813 | 4,173 | 5,520 |
| 其他非流动资产 | 3,654 | 3,654 | 3,654 | 3,654 | 营业外净收支 | (118) | (5) | (85) | (85) |
| 资产总计 | 73,744 | 82,399 | 88,245 | 106,663 | 利润总额 | 791 | 2,808 | 4,088 | 5,435 |
| 流动负债 | 33,442 | 41,157 | 43,787 | 58,031 | 减:所得税 | (228) | 421 | 572 | 761 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 6,287 | 6,287 | 6,287 | 6,287 | 净利润 | 1,019 | 2,387 | 3,516 | 4,674 |
| 经营性应付款项 | 22,121 | 30,419 | 32,644 | 46,003 | 减:少数股东损益 | (69) | 72 | 105 | 140 |
| 合同负债 | 3,473 | 2,732 | 3,274 | 3,888 | 归属母公司净利润 | 1,088 | 2,316 | 3,410 | 4,534 |
| 其他流动负债 | 1,562 | 1,720 | 1,582 | 1,854 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.32 | 0.68 | 1.00 | 1.33 |
| 非流动负债 | 8,775 | 7,775 | 7,475 | 6,975 | EBIT | 1,220 | 3,256 | 4,415 | 5,682 |
| 长期借款 | 6,631 | 5,631 | 5,331 | 4,831 | EBITDA | 5,289 | 6,839 | 7,681 | 8,971 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 8.95 | 12.00 | 11.80 | 12.04 |
| 租赁负债 | 518 | 518 | 518 | 518 | 归母净利率(%) | 1.10 | 2.24 | 2.76 | 3.08 |
| 其他非流动负债 | 1,625 | 1,625 | 1,625 | 1,625 | 收入增长率(%) | (6.03) | 4.98 | 19.59 | 19.05 |
| 负债合计 | 42,217 | 48,932 | 51,262 | 65,006 | 归母净利润增长率(%) | (37.80) | 112.81 | 47.27 | 32.95 |
| 归属母公司股东权益 | 30,811 | 32,679 | 36,089 | 40,622 | | | | | |
| 少数股东权益 | 717 | 789 | 894 | 1,034 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 31,528 | 33,467 | 36,983 | 41,657 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 73,744 | 82,399 | 88,245 | 106,663 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 8,152 | 4,703 | 10,686 | 5,144 | 每股净资产(元) | 9.01 | 9.56 | 10.56 | 11.89 |
| 投资活动现金流 | (7,583) | (2,526) | (1,560) | (1,014) | 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 | 1,774 | (1,777) | (629) | (829) | ROIC(%) | 3.65 | 6.09 | 7.99 | 9.54 |
| 现金净增加额 | 2,353 | 400 | 8,497 | 3,300 | ROE-摊薄(%) | 3.53 | 7.09 | 9.45 | 11.16 |
| 折旧和摊销 | 4,069 | 3,583 | 3,266 | 3,289 | 资产负债率(%) | 57.25 | 59.38 | 58.09 | 60.95 |
| 资本开支 | (6,563) | (2,426) | (1,510) | (1,014) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 47.01 | 22.09 | 15.00 | 11.28 |
| 营运资本变动 | 2,532 | (1,842) | 3,446 | (3,282) | P/B(现价) | 1.66 | 1.57 | 1.42 | 1.26 |

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>