

评级: 买入(维持)

市场价格: 15.59元

分析师: 王芳

执业证书编号: S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师: 张琼

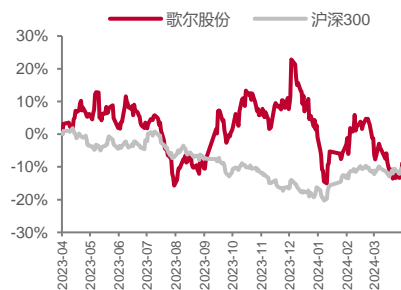
执业证书编号: S0740523070004

Email: zhangqiong@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,417
流通股本(百万股)	3,010
市价(元)	15.59
市值(百万元)	53,273
流通市值(百万元)	46,925

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	104,894	98,574	98,771	120,004	144,268
增长率 yoy%	34%	-6%	0%	21%	20%
净利润(百万元)	1,749	1,088	2,306	3,303	4,321
增长率 yoy%	-59%	-38%	112%	43%	31%
每股收益(元)	0.51	0.32	0.67	0.97	1.26
每股现金流量	2.43	2.39	2.63	2.73	2.97
净资产收益率	6%	3%	7%	9%	11%
P/E	30	49	23	16	12
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

备注: 以2024年4月26日收盘价计算

投资要点

- **事件:** 公司发布2024年一季度报, 24Q1公司实现营收193.1亿元, yoy-19.9%, qoq-21.6%, 归母净利润3.8亿元, yoy+93.7%, qoq+257.5%, 扣非归母净利润2.8亿元, yoy+274.0%, qoq+1722.9%, 毛利率9.2%, yoy+2.2pct, qoq-1.4pct, 净利率1.9%, yoy+1.4pct, qoq+1.3pct。
- **24Q1 盈利能力继续修复, 经营态势持续向好。** 受智能硬件游戏机在其产品生命周期后段的正常降量影响, 24Q1 营收同比有所下滑。得益于耳机业务稼动率提升以及低毛利游戏机收入占比下降, 叠加内部运营效率优化, 24Q1 公司盈利能力继续修复, 毛利率和净利率同比分别提升 2.2pct 和 1.4pct, 经营活动净现金流 15.3 亿元, 同比+1043%, 创一季度历史新高。
- **24 年 VR&耳机有望复苏增长, 带动整体盈利水平回升。** 1) **XR:** 2024 年 Meta 拥有 Quest 3 和即将推出的廉价机型(售价预计不到 200 美金), 覆盖更多需求群体, 销量大概率向上复苏, 有望带动公司 VR 产品线稼动率提升, 加上游戏机收入占比下降, 24 年整体盈利水平有望明显抬升。此外, 子公司驭光科技在 AR 核心技术的领先布局, 也将持续巩固歌尔在全球 XR 领域的领导地位。2) **TWS 耳机:** 2022 年底北美大客户暂停某款耳机生产, 公司计提资产减值充分反映该事件的影响, 且积极与客户沟通, 合作关系得到巩固, 24 年营收&利润有望修复。
- **投资建议:** 预计公司 2024-26 年归母净利润为 23/33/43 亿元, 对应 PE 估值 23/16/12 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:** 下游需求不及预期; 新业务进展不及预期; 研报使用的信息更新不及时风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	14,737	16,605	23,557	31,357	营业收入	98,574	98,771	120,004	144,268
应收票据	139	0	0	0	营业成本	89,753	88,737	107,480	128,975
应收账款	12,425	11,568	13,111	15,345	税金及附加	244	198	240	289
预付账款	255	1,331	1,612	1,935	销售费用	528	480	523	620
存货	10,795	13,835	16,308	19,143	管理费用	2,203	2,158	2,562	3,030
合同资产	0	0	0	0	研发费用	4,716	4,626	5,561	6,636
其他流动资产	1,690	1,725	2,012	2,364	财务费用	352	167	-49	-120
流动资产合计	40,041	45,063	56,600	70,144	信用减值损失	17	30	30	-30
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-300	-100	-200	-200
长期股权投资	760	760	760	760	公允价值变动收益	116	50	-50	-50
固定资产	22,305	19,786	17,655	15,861	投资收益	-73	-50	-50	-100
在建工程	2,015	2,115	2,115	2,015	其他收益	373	140	50	30
无形资产	3,280	3,819	4,387	4,999	营业利润	909	2,429	3,427	4,448
其他非流动资产	5,343	5,437	5,547	5,651	营业外收入	35	35	35	35
非流动资产合计	33,703	31,917	30,463	29,286	营业外支出	153	153	153	153
资产合计	73,744	76,980	87,063	99,430	利润总额	791	2,311	3,309	4,330
短期借款	5,214	97	226	335	所得税	-228	150	215	282
应付票据	4,538	4,004	5,066	6,283	净利润	1,019	2,161	3,094	4,048
应付账款	17,582	26,621	32,566	39,466	少数股东损益	-69	-146	-208	-273
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,088	2,306	3,303	4,321
合同负债	3,473	1,778	2,160	2,597	NOPLAT	1,473	2,317	3,048	3,936
其他应付款	87	87	87	87	EPS (按最新股本摊薄)	0.32	0.67	0.97	1.26
一年内到期的非流动负债	1,072	1,072	1,072	1,072					
其他流动负债	1,475	1,450	1,675	1,935					
流动负债合计	33,442	35,109	42,853	51,775					
长期借款	6,631	6,681	6,611	6,691					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	2,143	2,143	2,143	2,143					
非流动负债合计	8,775	8,825	8,755	8,835					
负债合计	42,217	43,934	51,608	60,610					
归属母公司所有者权益	30,811	32,474	35,092	38,729					
少数股东权益	717	571	363	90					
所有者权益合计	31,528	33,045	35,455	38,820					
负债和股东权益	73,744	76,980	87,063	99,430					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8,152	8,986	9,330	10,141
现金收益	5,311	5,732	6,183	6,859
存货影响	6,554	-3,040	-2,473	-2,835
经营性应收影响	1,954	20	-1,625	-2,357
经营性应付影响	-8,470	8,505	7,007	8,116
其他影响	2,803	-2,231	238	357
投资活动现金流	-7,583	-1,200	-1,803	-1,966
资本支出	-5,083	-1,523	-1,574	-1,649
股权投资	-399	0	0	0
其他长期资产变化	-2,101	323	-229	-317
融资活动现金流	1,774	-5,919	-575	-375
借款增加	2,496	-5,068	59	189
股利及利息支付	-837	-1,713	-2,242	-2,743
股东融资	0	0	0	0
其他影响	115	862	1,608	2,179

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-6.0%	0.2%	21.5%	20.2%
EBIT 增长率	-31.1%	116.9%	31.5%	29.1%
归母公司净利润增长率	-37.8%	112.0%	43.2%	30.8%
获利能力				
毛利率	8.9%	10.2%	10.4%	10.6%
净利率	1.0%	2.2%	2.6%	2.8%
ROE	3.5%	7.0%	9.3%	11.1%
ROIC	3.2%	7.2%	8.7%	10.3%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	43.4%	57.2%	57.1%
债务权益比	47.8%	30.2%	28.4%	26.4%
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.5
应收账款周转天数	49	44	37	36
应付账款周转天数	87	90	99	101
存货周转天数	56	50	50	49
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.67	0.97	1.26
每股经营现金流	2.39	2.63	2.73	2.97
每股净资产	9.02	9.50	10.27	11.33
估值比率				
P/E	49	23	16	12
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	372	322	296	265

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。