

投资评级:增持(维持)

基本数据

收盘价(元)	18.53
流通股本(亿股)	30.10
每股净资产(元)	9.12
总股本(亿股)	34.17

2024-09-13

最近12月市场表现



分析师 张益敏

SAC证书编号: S0160522070002

zhangym02@ctsec.com

相关报告

- 《业绩符合预告，盈利能力快速修复》
2024-08-15
- 《业绩超预期高增，期待XR+AI远期空间》
2024-07-15
- 《业绩高增经营向好，期待XR业务潜力空间》
2024-04-29

核心观点

- ❖ **事件:** 公司公告拟将其控股子公司歌尔微分拆至中国香港联交所主板上市，本次发行的初始发行规模为不超过紧接发行后经扩大后总股本的20%（超额配售权行使前），并授予全球协调人/簿记管理人不超过上述H股初始发行规模15%的超额配售权。
- ❖ **歌尔微主营MEMS器件与微系统模组，近年来收入整体稳健:** 此次拟分拆上市的子公司歌尔微是一家以MEMS器件及微系统模组研发、生产与销售为主的公司，主要产品包括MEMS声学传感器、其他MEMS传感器和微系统模组。其客户集中度高，对苹果产业链公司销售占比较高。截至2024年9月13日，公司直接持有歌尔微87.75%的股份，是歌尔微的控股股东，考虑发行规模，发行后预计仍保有控制权。歌尔微2021-2023年收入分别为33.48/31.25/30.15亿元，毛利率分别为22.87%/20.84%/20.22%，净利润分别为3.29/3.26/2.26亿元，归属母公司歌尔股份的净利润分别为2.83/2.8/1.98亿元。
- ❖ **MEMS+SIP空间广阔，分拆上市助力高质量发展:** AI智能硬件语音交互对声音信号采集质量的要求进一步提高，高端MEMS声学传感器作为语音交互必备核心元器件，市场前景广阔，同时运用AI技术赋能的AI智能眼镜、AR增强现实等产品有望迎来快速增长，SIP微系统模组因满足上述产品小型化、轻量化的需求，将迎来广泛应用。歌尔微作为我国MEMS传感器和微系统模组行业具有代表性的企业，在MEMS声学传感器领域占有显著的全球市场份额，有望在行业机遇中迎来新的发展契机。本次分拆将有助于歌尔微通过独立上市引入资本市场资源，积极大规模投入，抢抓未来数年中AI智能硬件发展的行业机遇；有利于提高歌尔微的公司治理水平，提升企业国际市场知名度并助力业务拓展；有利于母公司与歌尔微聚焦各自资源围绕主业积极投入，对母公司及子公司发展均有积极意义。
- ❖ **投资建议:** 此次歌尔微分拆上市有助于其MEMS及SIP微系统模组业务发展，对母公司发展亦有积极影响。我们预计公司2024-2026年归母净利润为23.89/33.98/42.31亿元，EPS为0.70/0.99/1.24元，对应PE为26.51/18.64/14.96倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** XR行业发展不及预期风险；消费电子需求下滑风险；原材料价格上涨风险。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	104894	98574	100121	104980	112467
收入增长率(%)	34.10	-6.03	1.57	4.85	7.13
归母净利润(百万元)	1749	1088	2389	3398	4231
净利润增长率(%)	-59.08	-37.80	119.56	42.23	24.53
EPS(元)	0.52	0.32	0.70	0.99	1.24
PE	32.37	65.66	26.51	18.64	14.96
ROE(%)	5.93	3.53	7.76	10.24	11.71
PB	1.95	2.33	2.06	1.91	1.75

数据来源: wind数据, 财通证券研究所(以2024年09月13日收盘价计算)

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)						财务指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	104894.32	98573.90	100120.55	104980.14	112467.13	成长性					
减:营业成本	93233.48	89753.06	88823.51	92298.38	98350.84	营业收入增长率	34.1%	-6.0%	1.6%	4.9%	7.1%
营业税费	266.93	244.04	247.87	259.91	278.44	营业利润增长率	-65.6%	-43.5%	163.6%	42.2%	24.5%
销售费用	548.30	528.15	560.68	587.89	629.82	净利润增长率	-59.1%	-37.8%	119.6%	42.2%	24.5%
管理费用	2294.51	2202.81	2703.25	2834.46	3036.61	EBITDA 增长率	-16.9%	-13.7%	23.6%	19.5%	13.8%
研发费用	5226.53	4715.97	5506.63	5773.91	6185.69	EBIT 增长率	-44.4%	-50.8%	105.1%	38.3%	22.5%
财务费用	149.12	351.78	109.39	58.11	1.62	NOPLAT 增长率	-29.4%	-46.6%	48.8%	38.3%	22.5%
资产减值损失	-1782.74	-299.63	-109.21	-113.09	-119.85	投资资本增长率	17.1%	9.3%	-13.3%	5.6%	6.6%
加:公允价值变动收益	-57.08	115.91	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	8.3%	4.2%	-0.5%	6.9%	8.0%
投资和汇兑收益	-36.24	-73.39	-20.02	-21.00	-22.49	利润率					
营业利润	1610.48	909.19	2396.36	3407.06	4242.09	毛利率	11.1%	8.9%	11.3%	12.1%	12.6%
加:营业外净收支	-101.25	-118.04	-2.86	-2.86	-2.86	营业利润率	1.5%	0.9%	2.4%	3.2%	3.8%
利润总额	1509.23	791.16	2393.49	3404.20	4239.22	净利率	1.7%	1.0%	2.2%	3.0%	3.5%
减:所得税	-281.79	-228.25	155.30	220.87	275.05	EBITDA/营业收入	5.8%	5.4%	6.5%	7.4%	7.9%
净利润	1749.18	1088.08	2388.96	3397.75	4231.19	EBIT/营业收入	2.4%	1.2%	2.5%	3.3%	3.8%
资产负债表(百万元)						运营效率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
货币资金	12682.87	14737.31	9242.76	12142.16	16003.24	固定资产周转天数	68	80	82	79	73
交易性金融资产	338.66	587.45	637.45	687.45	737.45	流动营业资本周转天数	-5	-10	-14	-16	-16
应收账款	14396.18	12424.62	12779.11	13385.30	14326.16	流动资产周转天数	139	156	133	123	130
应收票据	25.85	139.47	111.25	116.64	124.96	应收账款周转天数	45	49	45	45	44
预付账款	50.66	254.63	133.24	138.45	147.53	存货周转天数	57	56	42	39	38
存货	17348.67	10794.89	9770.07	10053.07	10615.71	总资产周转天数	237	276	254	236	233
其他流动资产	530.99	509.83	529.83	549.83	569.83	投资资本周转天数	131	157	151	138	136
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	5.9%	3.5%	7.8%	10.2%	11.7%
长期股权投资	361.01	760.22	760.22	760.22	760.22	ROA	2.3%	1.5%	3.6%	4.8%	5.6%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.2%	3.5%	6.0%	7.9%	9.0%
固定资产	21459.76	22305.46	23054.95	23015.23	22462.96	费用率					
在建工程	2424.44	2071.28	1040.64	530.32	275.16	销售费用率	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
无形资产	2720.79	3280.07	3020.83	2721.59	2382.34	管理费用率	2.2%	2.2%	2.7%	2.7%	2.7%
其他非流动资产	964.14	683.64	743.25	743.25	743.25	财务费用率	0.1%	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%
资产总额	77268.55	73744.41	67281.92	70577.42	75164.26	三费/营业收入	2.9%	3.1%	3.4%	3.3%	3.3%
短期债务	7120.85	5214.49	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付账款	25748.76	17582.26	17764.70	18459.68	19670.17	资产负债率	60.8%	57.2%	53.4%	52.5%	51.8%
应付票据	4850.50	4538.35	4317.81	4486.73	4780.94	权益权益比	155.4%	133.9%	114.5%	110.5%	107.5%
其他流动负债	4.25	4.72	9.72	14.72	19.72	流动比率	1.07	1.20	1.15	1.24	1.34
长期借款	2206.00	6631.47	4296.10	4296.10	4296.10	速动比率	0.65	0.84	0.78	0.87	0.97
其他非流动负债	172.26	348.06	359.19	359.19	359.19	利息保障倍数	8.17	2.24	6.19	14.25	17.35
负债总额	47008.95	42216.85	35922.24	37053.74	38945.76	分红指标					
少数股东权益	765.97	716.97	566.21	351.79	84.77	DPS(元)	0.10	0.10	0.21	0.30	0.37
股本	3420.40	3420.40	3417.13	3417.13	3417.13	分红比率	0.38	0.31	0.30	0.30	0.30
留存收益	17962.17	18709.73	18824.20	21202.62	24164.45	股息收益率	0.6%	0.5%	1.1%	1.6%	2.0%
股东权益	30259.60	31527.56	31359.68	33523.68	36218.50	业绩和估值指标					
现金流量表(百万元)						2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
净利润	1749.18	1088.08	2388.96	3397.75	4231.19	EPS(元)	0.52	0.32	0.70	0.99	1.24
加:折旧和摊销	3650.53	4068.57	4035.39	4349.28	4646.67	BVPS(元)	8.62	9.01	9.01	9.71	10.57
资产减值准备	1796.96	282.23	123.28	127.85	135.66	PE(X)	32.4	65.7	26.5	18.6	15.0
公允价值变动损失	57.08	-115.91	0.00	0.00	0.00	PB(X)	2.0	2.3	2.1	1.9	1.8
财务费用	-67.00	458.21	404.14	242.96	244.46	P/FCF					
投资收益	-0.55	60.41	20.02	21.00	22.49	P/S	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
少数股东损益	41.84	-68.67	-150.76	-214.42	-267.02	EV/EBITDA	9.1	13.3	9.4	7.5	6.2
营运资金的变动	1372.43	2532.38	49.91	22.86	148.53	CAGR(%)					
经营活动产生现金流量	8317.11	8151.89	6831.06	7981.64	9198.60	PEG	—	—	0.2	0.4	0.6
投资活动产生现金流量	-9077.01	-7583.39	-3798.90	-3879.95	-3883.70	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	2007.63	1774.48	-6968.90	-1202.29	-1453.82	REP					

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 09 月 13 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。