太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-03-28

公司点评报告

买入/维持

歌尔股份(002241)

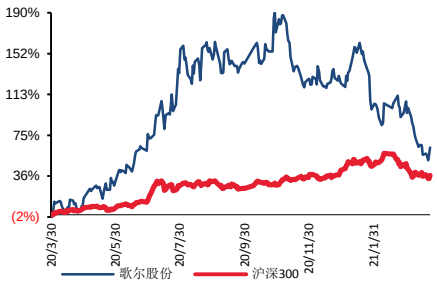
目标价：40.23

昨收盘：27.24

信息技术 技术硬件与设备

一季报高成长指引，静待新兴智能终端成长机遇

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,416/2,977
总市值/流通(百万元)	93,061/81,100
12 个月最高/最低(元)	48.39/16.41

相关研究报告：

歌尔股份（002241）《超预期+强指引，高成长的可穿戴智能终端组装厂商》--2020/10/23

证券分析师：王凌涛

电话：021-58502206

E-MAIL：wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519110001

证券分析师：沈钱

电话：021-58502206-8008

E-MAIL：shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码：

事件：2020 年，公司实现营业收入 577.43 亿元，同比增长 64.29%，归母净利润 28.48 亿元，同比增长 122.41%，扣非归母净利润 27.59 亿元，同比增长 104.57%。

2021 年第一季度，预计实现归母净利润 8.24 亿-9.71 亿元，同比增长 180%-230%。

2020 年 TWS 成长预期兑现，2021Q1 业绩指引亮眼。2020 年，公司整机业务的表现较为出色，智能声学整机和智能硬件所贡献的营业收入分别达到 266.74 亿和 176.52 亿元，同比增长 79.95%和 107.34%，毛利率相较 2019 年分别提升 2.21 pct.和 1.28 pct.，得益于此，公司整体业绩贴近前期指引上限。值得一提的是，前期市场所担心的存货情况亦有所改善，由三季度末的 122.62 亿元降至年末的 91.71 亿元，部分谣言当已不攻自破。

同时，公司业绩表现在一季度仍有所延续，以截至 2020 年 12 月 31 日的股票账面价值（1.20 亿元）以及该股票 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 3 月 26 日的期间收益率（263.79%）计算，一季度公司持有 Kopin 股份所获得的浮盈约为 3.17 亿元，扣除此项权益性投资公允价值变动损益，公司一季度预期的归母净利润约为 5.07 亿-6.54 亿元，同比仍接近甚至超过翻倍成长，AR/VR 眼镜、智能无线耳机等产品的收入增长以及盈利能力改善是最为主要的推动力。

智能整机业务具备成长潜力，大客户 TWS 出货下修预期逐渐消化。公司整机组装业务涉及和智能无线耳机、虚拟/增强现实、智能可穿戴、智能家居等智能硬件产品：（1）近期，A 客户 TWS 产品的出货量预期有所向下调整，也从一定程度上影响了市场对于公司的业绩预期，但考虑当前预期出货量已达到较低的基数，后续继续下修的概率和空间已有所收窄，而且 A 客户将于今年下半年发布新一代 TWS 产品，届时或有望刺激销量的复苏；（2）VR/AR 眼镜方面，核心客户 Oculus 去年 9 月发布的新品 Quest 2 的市场需求较为旺盛，单四季度出货量超过 100 万部，得益于此，2020 年 AR/VR 眼镜出货量优于市场预期。整体而言，智能手机进入存量博弈阶段、5G 传输速度和传输容量的提升，诸多原因使得终端品牌厂商致力于寻求具备爆发潜力的智能可穿戴及 IoT 产品，经过几年的产品迭代和体验感升级，部分终端产品已经得到消费者认可，有望迎来持续渗透阶段，从这一维度出发，公司智能

终端整机组装业务仍具备成长潜力，有望支撑公司长期维度的盈利成长。

精密零组件协同整机制造业务发展，收入及业绩稳中有升。公司精密零组件产品包括声学、光学、微电子、结构件等方向，主要产品包括微型扬声器/受话器、马达、无线充电器件、天线、微型麦克风、传感器、SiP 系统级封装模组、VR 光学器件及模组、AR 光学器件、AR 光机模组等，公司在除手机以外的智能终端整机组装业务的布局及成长，为上游相关精密零组件的成长提供了重要推动力，2020 年，虽然全球智能手机受疫情影响同比下滑，但公司精密零组件业务所贡献的收入仍同比增长 15%。当下，公司精密零组件和整机组装业务之间垂直整合的协同效应正不断显现，未来有望形成相互促进的良性循环。

盈利预测及评级：维持买入评级。公司业绩预期的负面压制因素正逐渐消化，智能可穿戴及 IoT 产品的整机组装以及相关精密零组件具备长期维度的成长潜力，是公司未来业绩弹性的主要支撑点，预测公司 2021-2023 年净利润分别为 39.43 亿、49.24 亿和 61.74 亿，当前股价对应 PE 23.60、18.90 和 15.07 倍，维持买入评级。

风险提示：（1）受全球经济下滑，消费降级、疫情蔓延影响，公司重要客户下游市场销售持续性不及预期；；（2）TWS、AR/VR、watch 等可穿戴终端产品，部分下游品牌客户市场销售与推广力度不及预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	57743	77525	97449	122299
(+/-%)	64.29	34.26	25.70	25.50
净利润(百万元)	2848	3943	4924	6174
(+/-%)	122.95	38.46	24.86	25.39
摊薄每股收益(元)	0.83	1.15	1.44	1.81
市盈率(PE)	32.68	23.60	18.90	15.07

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,613	7,788	6,735	16,595	20,454
应收和预付款项	8,425	10,396	12,621	14,444	16,567
存货	5,296	9,171	10,868	14,242	17,248
其他流动资产	369	774	464	508	532
流动资产合计	17,704	28,129	30,689	45,789	54,800
长期股权投资	270	337	406	451	507
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	11,502	14,675	14,494	13,769	12,877
在建工程	1,539	2,079	1,689	1,722	1,759
无形资产	2,689	2,855	2,393	1,931	1,468
长期待摊费用	166	152	76	0	0
其他非流动资产	790	890	1,234	1,338	1,356
资产总计	34,660	49,118	50,981	65,000	72,767
短期借款	6,154	3,190	1,864	3,057	2,600
应付和预收款项	10,781	18,724	18,801	27,242	29,956
长期借款	344	5,786	5,786	5,786	5,786
其他负债	1,252	1,685	1,286	1,290	1,305
负债合计	18,531	29,384	27,738	37,374	39,647
股本	3,245	3,275	3,275	3,275	3,275
资本公积	2,601	3,296	3,296	3,296	3,296
留存收益	10,261	13,082	16,587	20,962	26,449
归母公司股东权益	16,107	19,653	23,158	27,533	33,020
少数股东权益	22	80	86	92	101
股东权益合计	16,129	19,734	23,243	27,626	33,121
负债和股东权益	34,660	49,118	50,981	65,000	72,767

现金流量表(百万)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	5,561	7,913	2,653	11,160	6,806
投资性现金流	-3,038	-5,301	-1,637	-1,743	-1,737
融资性现金流	-1,337	1,642	-2,069	443	-1,211
现金增加额	1,196	4,049	-1,053	9,860	3,859

利润表(百万)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	35,148	57,743	77,525	97,449	122,290
营业成本	29,726	48,484	64,517	80,844	101,384
营业税金及附加	224	200	349	536	734
销售费用	534	476	713	897	1,125
管理费用	2,645	5,056	6,171	7,776	9,845
财务费用	364	491	544	640	862
资产减值损失	-109	-208	-102	-115	-89
投资收益	-160	139	69	45	56
公允价值变动	27	160	100	41	26
营业利润	1,577	3,323	4,637	5,805	7,282
其他非经营损益	-106	-101	-21	-20	-23
利润总额	1,472	3,222	4,616	5,785	7,259
所得税	192	370	667	855	1,077
净利润	1,279	2,852	3,949	4,930	6,182
少数股东损益	-1	4	5	7	8
归母股东净利润	1,281	2,848	3,943	4,924	6,174

预测指标

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	15.43%	16.03%	16.78%	17.04%	17.10%
销售净利率	3.64%	4.94%	5.09%	5.06%	5.05%
销售收入增长率	47.99%	64.29%	34.26%	25.70%	25.50%
EBIT 增长率	42.81%	101.77%	41.30%	21.68%	22.36%
净利润增长率	51.47%	122.95%	38.46%	24.86%	25.39%
ROE	0.08	0.14	0.17	0.18	0.19
ROA	0.05	0.07	0.1	0.09	0.1
ROIC	0.08	0.16	0.19	0.2	0.3
EPS(X)	0.37	0.83	1.15	1.44	1.81
PE(X)	72.67	32.68	23.6	18.9	15.07
PB(X)	5.78	4.74	4.02	3.38	2.82
PS(X)	2.65	1.61	1.2	0.95	0.76
EV/EBITDA(X)	24.68	16.02	11.64	9.11	7.48

资料来源：WIND，太平洋证券



内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：（8610)88321761

传真：（8610）88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。