歌尔股份（002241.SZ）

2021 年 03 月 29 日

AR/VR 业务有望接力 TWS 耳机终端，动能强劲

——公司信息更新报告

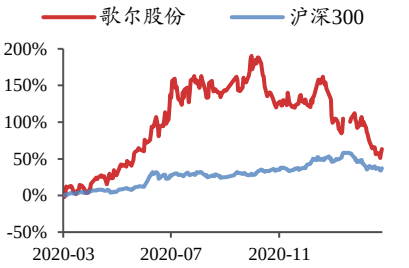
刘翔（分析师）
liuxiang2@kysec.cn
证书编号：S0790520070002

林承瑜（联系人）
linchengyu@kysec.cn
证书编号：S0790120080105

投资评级：买入（维持）

日期	2021/3/26
当前股价(元)	27.24
一年最高最低(元)	50.23/15.52
总市值(亿元)	930.61
流通市值(亿元)	811.00
总股本(亿股)	34.16
流通股本(亿股)	29.77
近 3 个月换手率(%)	196.62

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-子公司拟分拆上市，助力微电子业务发展》-2020.11.11

《公司首次覆盖报告-声学龙头布局“零件+成品”，迎电子终端革新浪潮》-2020.10.24

● 2021Q1 业绩指引高增长，AR/VR 有望接力 TWS 成长，维持“买入”评级

公司公告 2021Q1 业绩预告，归母净利润达到 8.2-9.7 亿元，YoY+180-230%。公司虚拟现实产品销售增长，持有 Kopin Corporation 权益性投资公允价值变动损益增加。其中，Kopin Corporation 在 HBT 晶体管和微型 LCoS 显示屏领域，拥有全球领先的市占率，可用于头戴式设备显示领域，有望与公司头戴式 AR/VR 设备形成良好协同，代表公司光学业务自零件到成品的垂直一体化布局。考虑到核心客户 TWS 耳机新品迭代节奏放缓，而 AR/VR 产品创新势头强劲，有望接力 TWS 耳机成长，我们维持 2021-2022 年盈利预测并新增 2023 年业绩预测至 37.8/47.2/59.9 亿元，EPS 为 1.11/1.38/1.75 元，当前股价对应未来三年 PE 为 24.6/19.7/15.5 倍，维持“买入”评级。

● TWS 耳机与智能硬件业务动能强劲，推动 2020 年业绩贴近指引上限

公司 2020 年营业收入 577.4 亿元，YoY+64.3%，归母净利润 28.5 亿元，YoY+122.4%，贴近业绩预告上限。公司受益于核心客户 TWS 耳机高速渗透与自身切入高端产品供应，智能声学整机业务成长强劲，贡献营业收入的主要增量，产线优化与稼动率提升带动业务毛利率由 12.7%提升至 14.9%，2020Q4 存货环比回落，存货周转率回升至 6.7。VR/AR 智能硬件步入客户新品迭代周期，公司整体固定资产周转率由 2019 年的 3.1 次提升至 2020 年的 4.4 次。

● AR/VR 承接 TWS 或成下一个电子创新，“零件+成品”布局初见雏形

苹果阵营 TWS 耳机配套手机渗透率或已至高位，以全年 9000 万套出货量测算，年化配套率达到 45%，加之 TWS 耳机创新节奏有放缓态势，将逐步从成长期步入成熟期。2020 年公司研发业务占营业收入比重达到 6.2%，主要应用于 VR 虚拟现实及精密光学零组件，意味着公司将业务重心将从 TWS 耳机逐步迁移至 AR/VR 业务，光学领域“零件+成品”亦将成为现有声学业务的有力补充。

● 风险提示：下游 TWS 耳机需求不及预期、TWS 耳机行业竞争格局恶化、VR/AR 产品导入节奏放缓、汇兑损益风险

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	35,148	57,743	73,839	93,820	113,256
YOY(%)	48.0	64.3	27.9	27.1	20.7
归母净利润(百万元)	1,281	2,848	3,784	4,723	5,985
YOY(%)	47.6	122.4	32.9	24.8	26.7
毛利率(%)	15.4	16.0	15.2	15.2	15.2
净利率(%)	3.6	4.9	5.1	5.0	5.3
ROE(%)	7.9	14.5	16.5	17.3	18.2
EPS(摊薄/元)	0.37	0.83	1.11	1.38	1.75
P/E(倍)	72.7	32.7	24.6	19.7	15.5
P/B(倍)	5.8	4.8	4.1	3.5	2.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	17704	28129	33289	44372	48609
现金	3613	7788	9593	12536	13728
应收票据及应收账款	8144	10045	13214	16339	19337
其他应收款	60	56	93	97	132
预付账款	218	296	362	473	535
存货	5296	9171	9253	14155	14104
其他流动资产	372	774	774	774	774
非流动资产	16957	20989	21854	23245	23979
长期投资	270	337	413	491	575
固定资产	11502	14675	16119	17666	18622
无形资产	2671	2838	2684	2503	2286
其他非流动资产	2513	3138	2638	2585	2496
资产总计	34660	49118	55142	67618	72587
流动负债	17558	22736	26387	35582	36102
短期借款	6154	3190	5000	4800	4800
应付票据及应付账款	9675	17324	17558	26760	26742
其他流动负债	1729	2222	3828	4022	4560
非流动负债	973	6648	5583	4518	3370
长期借款	344	5786	4721	3656	2508
其他非流动负债	630	862	862	862	862
负债合计	18531	29384	31970	40100	39472
少数股东权益	22	80	86	92	100
股本	3245	3275	3416	3416	3416
资本公积	2997	3812	3812	3812	3812
留存收益	10340	12870	15758	19261	23870
归属母公司股东权益	16107	19653	23087	27426	33016
负债和股东权益	34660	49118	55142	67618	72587

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5451	7682	3820	9214	7029
净利润	1279	2852	3789	4729	5993
折旧摊销	1992	2188	2405	2878	3375
财务费用	364	491	164	332	158
投资损失	160	-139	27	32	20
营运资金变动	1515	1768	-2695	1226	-2539
其他经营现金流	143	522	130	17	22
投资活动现金流	-3038	-5301	-3427	-4318	-4151
资本支出	3177	5599	1095	1228	586
长期投资	-211	-2	-75	-83	-84
其他投资现金流	-72	296	-2407	-3173	-3649
筹资活动现金流	-1337	1642	1411	-1953	-1686
短期借款	303	-2965	1810	-200	0
长期借款	-263	5442	-1065	-1065	-1148
普通股增加	0	30	141	0	0
资本公积增加	-0	815	0	0	0
其他筹资现金流	-1377	-1680	525	-688	-538
现金净增加额	1087	3819	1805	2943	1193

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	35148	57743	73839	93820	113256
营业成本	29726	48484	62641	79586	96078
营业税金及附加	224	200	392	496	579
营业费用	534	476	997	1220	1416
管理费用	838	1630	1698	2158	2605
研发费用	1807	3426	3840	4879	5889
财务费用	364	491	164	332	158
资产减值损失	-109	-208	0	0	0
其他收益	178	225	200	200	200
公允价值变动收益	27	160	49	61	74
投资净收益	-160	139	-27	-32	-20
资产处置收益	-81	-62	-100	-100	-100
营业利润	1496	3261	4229	5279	6685
营业外收入	15	19	15	15	16
营业外支出	40	58	33	38	42
利润总额	1472	3222	4210	5255	6659
所得税	192	370	421	525	666
净利润	1279	2852	3789	4729	5993
少数股东损益	-1	4	5	6	8
归母净利润	1281	2848	3784	4723	5985
EBITDA	3750	5752	6776	8236	10032
EPS(元)	0.37	0.83	1.11	1.38	1.75

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	48.0	64.3	27.9	27.1	20.7
营业利润(%)	48.7	117.9	29.7	24.8	26.6
归属于母公司净利润(%)	47.6	122.4	32.9	24.8	26.7
获利能力					
毛利率(%)	15.4	16.0	15.2	15.2	15.2
净利率(%)	3.6	4.9	5.1	5.0	5.3
ROE(%)	7.9	14.5	16.5	17.3	18.2
ROIC(%)	6.5	10.8	11.4	12.9	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	53.5	59.8	58.0	59.3	54.4
净负债比率(%)	23.5	8.7	8.0	-8.5	-14.1
流动比率	1.0	1.2	1.3	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.8	0.9	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.4	1.4	1.5	1.6
应收账款周转率	4.6	6.3	6.3	6.3	6.3
应付账款周转率	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.83	1.11	1.38	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	1.60	2.25	1.12	2.70	2.06
每股净资产(最新摊薄)	4.71	5.66	6.62	7.89	9.53
估值比率					
P/E	72.7	32.7	24.6	19.7	15.5
P/B	5.8	4.8	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA	25.8	16.5	14.0	11.0	8.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn