歌尔股份（002241.SZ）

2020 年 11 月 11 日

子公司拟分拆上市，助力微电子业务发展

——公司信息更新报告

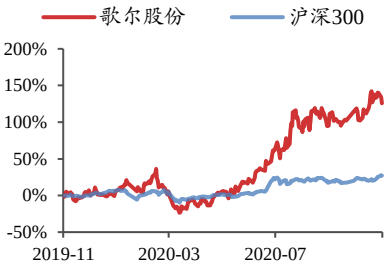
投资评级：买入（维持）

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

日期	2020/11/10
当前股价(元)	45.07
一年最高最低(元)	50.23/14.82
总市值(亿元)	1,462.57
流通市值(亿元)	1,246.45
总股本(亿股)	32.45
流通股本(亿股)	27.66
近 3 个月换手率(%)	171.55

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《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

● **拟筹划子公司分拆上市，战略性聚焦微电子业务，维持“买入”评级**

公司拟筹划分拆歌尔微电子上市，歌尔微电子主要从事公司 MEMS 麦克风、MEMS 传感器、微系统模组等相关产品的设计、制造和销售，结合前期公司 MEMS 业务已位列全球第九，亦是唯一一家进入全球前十的中国企业，分拆上市能够更好地整合资源并做大做强微电子业务，并与公司主体的“零件+成品”战略规划形成协同。我们维持盈利预测，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 516.7/714.7/890.6 亿元，2022 年归母净利润分别实现 28.9/37.9/47.2 亿元，同比增长 125.3%/31.5%/24.5%，对应 EPS 为 0.89/1.17/1.46 元，当前股价对应 PE 为 50.7/38.6/31.0 倍，维持“买入”评级。

● **微电子业务整合初具雏形，分拆上市助力资本投入**

公司曾于 2019 年 12 月 10 日审议通过《关于公司微电子相关业务整合的议案》，议案同意公司将微电子相关业务整合至全资子公司歌尔微电子有限公司体内，方案实施完成后，微电子业务由歌尔微电子协同其子公司潍坊微电子、荣成歌尔实体实现一体化经营运作。2020H1，公司对歌尔微电子投资的账面价值达到 8.05 亿元。本次是在前期整合的基础上推动更进一步的战略规划，审议通过了《关于筹划控股子公司分拆上市的议案》，同意公司控股子公司歌尔微电子有限公司筹划分拆上市事项，并授权公司及经营层启动分拆歌尔微电子上市的前期筹备工作，预计分拆上市后将扩大研发及量产规模，加快推动微电子业务发展。

● **看好公司“零件+成品”业务布局，卡位消费电子终端迭代**

公司步入“零件+成品”发展战略落地期，形成精密零组件业务、智能声学整机业务、智能硬件业务三大板块。歌尔微电子分拆后将获得充分的资本支持，提升声学 MEMS 产品研发能力及量产能力，推动零件板块的成本下行，加快业务垂直一体化，把握 TWS 耳机、AR/VR 终端产品的迭代浪潮。

● **风险提示：**歌尔微电子分拆进度低于预期、下游需求不及预期、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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,751	35,148	51,672	71,474	89,056
YOY(%)	-7.0	48.0	47.0	38.3	24.6
归母净利润(百万元)	868	1,281	2,885	3,794	4,722
YOY(%)	-59.4	47.6	125.3	31.5	24.5
毛利率(%)	18.8	15.4	16.8	16.3	16.3
净利率(%)	3.7	3.6	5.6	5.3	5.3
ROE(%)	5.6	7.9	15.2	17.0	17.7
EPS(摊薄/元)	0.27	0.39	0.89	1.17	1.46
P/E(倍)	168.6	114.2	50.7	38.6	31.0
P/B(倍)	9.6	9.1	7.8	6.6	5.5

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)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	13820	17704	28149	35622	44419
现金	2392	3613	5537	7658	9542
应收票据及应收账款	7211	8144	14430	16795	22111
其他应收款	60	60	116	128	176
预付账款	161	218	339	432	529
存货	3549	5296	7355	10236	11688
其他流动资产	448	372	372	372	372
非流动资产	15922	16957	18077	19729	20509
长期投资	248	270	294	318	344
固定资产	11117	11502	13166	14897	15840
无形资产	2327	2671	2604	2503	2380
其他非流动资产	2230	2513	2013	2012	1945
资产总计	29742	34660	46227	55351	64928
流动负债	13453	17558	26531	32249	37603
短期借款	5852	6154	12405	12002	15248
应付票据及应付账款	5615	9675	12451	18314	20028
其他流动负债	1986	1729	1675	1933	2328
非流动负债	1100	973	1056	1092	999
长期借款	606	344	426	462	369
其他非流动负债	494	630	630	630	630
负债合计	14553	18531	27587	33341	38602
少数股东权益	-12	22	-28	-86	-157
股本	3245	3245	3245	3245	3245
资本公积	2997	2997	2997	2997	2997
留存收益	9366	10340	12525	15319	18680
归属母公司股东权益	15201	16107	18667	22096	26483
负债和股东权益	29742	34660	46227	55351	64928

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2276	5451	-55	7541	3580
净利润	844	1279	2835	3736	4650
折旧摊销	1635	1992	1961	2411	2867
财务费用	318	364	364	503	713
投资损失	82	160	61	77	95
营运资金变动	-978	1515	-5404	734	-4817
其他经营现金流	375	143	128	81	71
投资活动现金流	-4263	-3038	-3271	-4220	-3813
资本支出	4240	3177	1488	1564	699
长期投资	-184	-211	-24	-30	-26
其他投资现金流	-206	-72	-1807	-2686	-3140
筹资活动现金流	630	-1337	-2155	-996	-1128
短期借款	1474	303	-1154	-200	0
长期借款	-389	-263	83	36	-93
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	46	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-501	-1377	-1083	-832	-1035
现金净增加额	-1350	1087	-5481	2324	-1361

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	23751	35148	51672	71474	89056
营业成本	19282	29726	43016	59812	74542
营业税金及附加	142	224	310	425	541
营业费用	569	534	775	1036	1247
管理费用	1040	838	1214	1572	1870
研发费用	1334	1807	2790	3860	4809
财务费用	318	364	364	503	713
资产减值损失	248	-109	0	0	0
其他收益	263	178	200	200	200
公允价值变动收益	10	27	9	11	14
投资净收益	-82	-160	-61	-77	-95
资产处置收益	-1	-81	-100	-100	-100
营业利润	1006	1496	3251	4301	5354
营业外收入	10	15	29	17	18
营业外支出	23	40	22	24	27
利润总额	993	1472	3258	4294	5345
所得税	149	192	424	558	695
净利润	844	1279	2835	3736	4650
少数股东损益	-23	-1	-50	-58	-72
归母净利润	868	1281	2885	3794	4722
EBITDA	2951	3750	5657	7261	8794
EPS(元)	0.27	0.39	0.89	1.17	1.46

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-7.0	48.0	47.0	38.3	24.6
营业利润(%)	-59.7	48.7	117.3	32.3	24.5
归属于母公司净利润(%)	-59.4	47.6	125.3	31.5	24.5
获利能力					
毛利率(%)	18.8	15.4	16.8	16.3	16.3
净利率(%)	3.7	3.6	5.6	5.3	5.3
ROE(%)	5.6	7.9	15.2	17.0	17.7
ROIC(%)	4.9	6.5	10.0	12.0	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	48.9	53.5	59.7	60.2	59.5
净负债比率(%)	35.4	23.5	41.8	24.3	25.2
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.1	1.3	1.4	1.5
应收账款周转率	3.5	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	3.7	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.39	0.89	1.17	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	1.68	-0.02	2.32	1.10
每股净资产(最新摊薄)	4.68	4.96	5.75	6.81	8.16
估值比率					
P/E	168.6	114.2	50.7	38.6	31.0
P/B	9.6	9.1	7.8	6.6	5.5
EV/EBITDA	51.4	40.0	27.2	20.9	17.4

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