太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-22

公司点评报告

买入/首次

歌尔股份(002241)

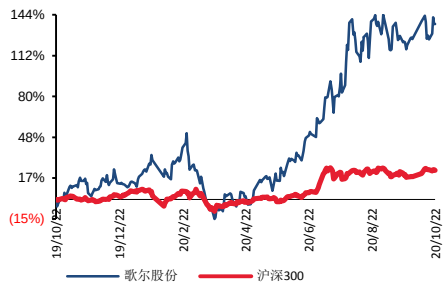
目标价：55.47

昨收盘：42.56

信息技术 技术硬件与设备

超预期+强指引，高成长的可穿戴智能终端组装厂商

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,245/2,766
总市值/流通(百万元)	138,112/117,703
12 个月最高/最低(元)	43.82/15.34

相关研究报告：

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

证券分析师助理：沈钱

电话：021-58502206-8008

E-MAIL：shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190119110024

事件：2020 年前三季度，公司实现营业收入 347.30 亿元，同比增加 43.90%，实现归母净利润 20.16 亿元，同比增加 104.71%，实现扣非归母净利润 19.84 亿元，同比增加 82.44%。

预计 2020 年实现归母净利润 27.53 亿-28.81 亿元，同比增长 115%-125%。

三季度超预期表现，全年强指引验证 A 客产业链景气度延续。公司三季度的业绩表现超过中报时给出的指引上限，主要原因为智能声学整机和智能硬件两项业务在第三季度实现了极高幅度的成长，分别贡献收入 87.64 亿元和 65.43 亿元，同比分别增长 105.9%和 138.9%，同时，公司披露了全年的业绩指引，第四季度实现归母净利润 7.37 亿元-8.65 亿元，同比增长 148.99%-192.23%，公司对四季度的业绩乐观预期，较好地验证 A 客产业链的景气度有望得到延续：iPhone 12 预售状况良好，产业链各环节将陆续进入备货高峰期；欧美新冠疫情反复或将再次带动 iPad 产品需求；iPhone 12 取消随机附赠的有线耳机，有望进一步加速 AirPods 为代表的 TWS 耳机的普及，公司作为 iPhone、iPad、MacBook 等产品中麦克风、扬声器等零部件的核心供应商，以及 AirPods 的主力组装厂商，四季度是否还能再次超过本次的预告上限，值得拭目以待。

可转债募资建设 TWS、AR、VR 产线，可穿戴产品一线组装供应商再加强。报告期内，公司完成了 40 亿元的可转债募资，共分别投入 22 亿元和 6 亿元建设“双耳真无线智能耳机项目”和“AR/VR 项目”，公司的主要成长推动力已从精密零部件转向至智能声学、智能硬件的整机组装，TWS 方面，公司是 AirPods 的主力组装厂商，和安卓品牌客户亦有深入合作，AR/VR 方面的客户则囊括 H 客户、索尼和 Oculus 等，其他组装的可穿戴产品还包括 H 客户的 GT 手表、FitBit 手环等，公司已经成长为一线可穿戴产品组装供应商。

公司三季报披露当晚，华为在其发布会上推出了第二代 VR 眼镜，苹果亦存在推出 VR 眼镜的预期，其实不管是 TWS 耳机，亦或是 AR/VR 眼镜、智能手表等可穿戴终端，都是在全球智能手机出货量增速见顶的情况下，终端品牌厂商所寻求的业绩再突破的支撑点，而且经过近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，有望步入快速渗透阶段，从这一层面考虑，公司当下在可穿戴产品组装领域

的布局，有望支撑公司长期维度的盈利成长。

“零组件+整机”的战略定位清晰，零组件行业地位牢固。公司当前零组件和整机的收入比重约为 4:6。作为传统的精密声学零组件核心供应商，speaker、receiver 和麦克风等产品全面供给 A 客户各产品线、韩系客户以及国产安卓系品牌厂商，且份额稳中有升，同时，公司还具备 TWS 耳机的声学零组件和 AR/VR 眼镜中 Lens、Display 等光学零组件的供应能力，这与公司整机组装业务之间具备较好的垂直整合的协同效应，两者之间有望形成相互促进的良性循环。
除此之外，公司还布局了马达、MEMS 传感器、SiP 模组和结构件等零组件产品，整体成长亦稳中有升，虽然增速不及可穿戴等品类，但基数较大，是公司不可或缺的业务构成部分，未来有望借助既存客户渠道在增量产品中实现叠加式成长。

盈利预测及评级：首次覆盖，给予买入评级。短期来看，iPhone 12 的拉货以及有线耳机附赠取消对 AirPods 出货量的带动，有望支撑公司 2-3 个季度的业绩持续高成长，长期层面上，可穿戴终端产品是坚实的业绩弹性支撑点，我们预测公司 2020-2021 年净利润有望达到 28.16 亿、39.42 亿、49.56 亿，当前股价对应 PE 49.05、35.04 和 27.87 倍，公司是 A 股稀缺的智能终端核心组装供应商标的，考虑到今明两年业绩超预期表现的可能性，首次覆盖，给予买入评级。

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：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	35148	53987	77525	97449
(+/-%)	47.99	53.60	43.60	25.70
净利润(百万元)	1281	2816	3942	4956
(+/-%)	51.50	119.80	40.00	25.80
摊薄每股收益(元)	0.39	0.87	1.21	1.53
市盈率(PE)	107.85	49.05	35.04	27.87

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)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,392	3,613	10,024	19,215	21,728
应收和预付款项	7,432	8,425	10,176	11,414	13,370
存货	3,549	5,296	6,815	6,820	8,295
其他流动资产	448	369	464	508	532
流动资产合计	13,820	17,704	27,479	37,958	43,925
长期股权投资	248	270	125	-8	-123
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	11,117	11,502	11,278	11,047	10,651
在建工程	1,320	1,539	1,689	1,722	1,759
无形资产	2,345	2,689	2,269	1,848	1,428
长期待摊费用	145	166	128	123	200
其他非流动资产	747	790	821	885	877
资产总计	29,742	34,660	43,789	53,576	58,716
短期借款	5,852	6,154	6,198	6,219	6,250
应付和预收款项	6,457	10,781	13,656	20,465	21,846
长期借款	606	344	4,339	4,339	4,339
其他负债	1,637	1,252	1,358	1,362	1,376
负债合计	14,553	18,531	25,551	32,385	33,812
股本	3,245	3,245	3,245	3,245	3,245
资本公积	2,702	2,601	2,601	2,601	2,601
留存收益	9,254	10,261	12,374	15,332	19,051
归母公司股东权益	15,201	16,107	18,220	21,178	24,898
少数股东权益	-12	22	18	13	7
股东权益合计	15,190	16,129	18,238	21,191	24,905
负债和股东权益	29,742	34,660	43,789	53,576	58,716

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	2,379	5,561	5,251	12,392	5,975
投资性现金流	-4,263	-3,038	-1,866	-1,988	-2,136
融资性现金流	630	-1,337	3,026	-1,213	-1,326
现金增加额	-1,247	1,196	6,411	9,192	2,513

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	23,751	35,148	53,987	77,525	97,449
营业成本	19,282	29,726	44,388	63,540	79,811
营业税金及附加	142	224	351	481	624
销售费用	569	534	821	1,256	1,676
管理费用	1,040	838	3,725	5,931	7,747
财务费用	318	364	477	522	491
资产减值损失	248	-109	-102	-115	-89
投资收益	-82	-160	-145	-133	-116
公允价值变动	10	27	32	41	26
营业利润	1,007	1,577	3,349	4,668	5,864
其他非经营损益	-14	-106	-21	-20	-23
利润总额	993	1,472	3,328	4,648	5,840
所得税	149	192	516	711	890
净利润	844	1,279	2,811	3,937	4,951
少数股东损益	-23	-1	-4	-5	-5
归母股东净利润	868	1,281	2,816	3,942	4,956

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	18.80%	15.40%	17.80%	18.00%	18.10%
销售净利率	3.60%	3.60%	5.20%	5.10%	5.10%
销售收入增长率	-7.00%	48.00%	53.60%	43.60%	25.70%
EBIT 增长率	-55.60%	42.80%	110.80%	34.70%	21.70%
净利润增长率	-59.90%	51.50%	119.80%	40.00%	25.80%
ROE	0.06	0.08	0.15	0.19	0.2
ROA	0.04	0.05	0.08	0.09	0.1
ROIC	0.06	0.08	0.16	0.21	0.38
EPS(X)	0.27	0.39	0.87	1.21	1.53
PE(X)	159.17	107.85	49.05	35.04	27.87
PB(X)	9.09	8.57	7.58	6.52	5.55
PS(X)	5.82	3.93	2.56	1.78	1.42
EV/EBITDA(X)	50	38.05	23.01	17.14	14.37

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，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
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	杨海萍	17717461796	yanghp@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

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

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。