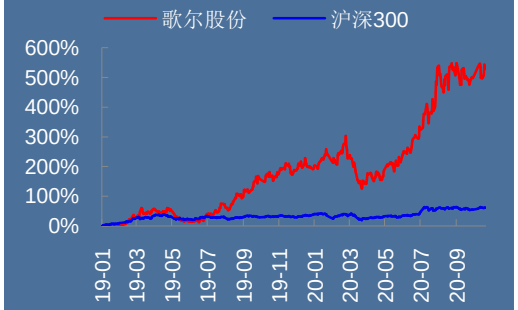
证券研究报告

公司研究——事项点评

歌尔股份（002241.SZ）

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

上次评级：买入，2020.08.21



资料来源：万得，信达证券研发中心

方竞电子行业首席分析师

邮箱：fangjing@cindasc.com

执业编号：S1500520030001

刘志来研究助理

邮箱：liuzhilai@cindasc.com

相关研究

《歌尔股份：声、光、电+精密制造，助力业绩高增长》2020.08.21

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

三季度业绩大超预期，详解未来成长动能

2020 年 10 月 23 日

事件：2020 年 10 月 22 日，歌尔股份发布 2020 年三季报，公司实现营收 347.3 亿元，同比增长 43.9%；3Q20 单季度营收 191.6 亿元，同比增长 81.44%。公司前三季度归母净利润 20.16 亿，超预告上限，同比增长 104.71%。同时，公司公告了全年的业绩预告，净利润 27.53-28.81 亿，同比增长 115%-125%；对应 4Q20 单季度净利润 7.37 亿-8.65 亿，同比增长 149.3%-192.6%。

点评：

- **三季度业绩大超预期，全年业绩高增长。**2020 年前三季度，公司实现营收 347.3 亿元，同比增长 43.9%；3Q20 单季度营收 191.6 亿元，同比增长 81.44%。前三季度归母净利润 20.16 亿，同比增长 104.71%；**3Q20 单季度归母净利润 12.36 亿（预告 8.9-10.9 亿），同比增长 167.92%，超预告上限，超市场预期！**同时，**公司公告了全年业绩预告，净利润 27.53-28.81 亿，同比增长 115%-125%；对应 4Q20 单季度净利润 7.37 亿-8.65 亿，同比增长 149.3%-192.6%，超市场预期！**

  精密零组件业务，1Q20-3Q20 营收 83.08 亿元，同比增长 13.64%；对应 3Q20 单季度营收 33.39 亿元，同比增长-1.1%。3Q20 主要受大客户新机发售延迟影响，而随大客户新机的热销，声学零组件 4Q20 增长可期。**且**随微电子板块股权激励落地，人员积极性充分调动，将为公司注入长期增长动力。

  智能声学整机业务，1Q20-3Q20 营收 152.72 亿元，同比增长 61.45%；对应 3Q20 单季度营收 87.64 亿，同比大增 105.9%！2020 年三季度，公司 TWS 耳机产线数量增长，稼动率保持高位，良率稳定在较高水平；同时，新产线爬坡顺利，已经开始有所贡献。展望 4Q20 及 2021 年，随产线数量增多，线体自动化及工人熟练度增加，TWS 耳机的良率提升正逐步加速，而下一代耳机新品的学习曲线也将进一步缩短。我们预计明年公司新产线爬坡压力较小，成熟线体稳定盈利，TWS 耳机业绩大年可期。**就智能音箱而言，**公司大客户新品推出，切入 Amazon 及 Google 的主流产品价位段，出货量望达行业前列，带动公司声学整机业务进一步成长。

  智能硬件业务，1Q20-3Q20 营收 101.50 亿元，同比增长 52.05%；对应 3Q20 单季度 65.43 亿，同比大增 139.0%！2020 年三季度，公司 VR 大客户推出新品，其官网一度断货，目前虽到货日期恢复正常，但仍存在限购措施，其火爆程度可见一斑。随技术的持续进步，VR 的体验不断优化，行业洗牌之后，格局趋于稳定，头部集中度进一步提升。歌尔作为头部大厂的核心供应商，将充分受益于 VR 设备的迭代创新。此外，可穿戴设备持续热销，对公司智能硬件业务亦有推动。

- **提效降费效果显著，公司运营效率持续提升。**如我们前期报告所一直强调，歌尔股份的治理结构不断完善，决策运转更加高效，降本控费成效显著，2020 年前三季度毛利率 17.7%，同比增长 1.6pct；净利率 6.4%，同比增长 2.0pct。同时，公司持续加大研发投入，前三季度已累计投入 20.45 亿，同比增长 82.44%，高强度的研发投入为公司未来的增长奠定了坚实的基础。

- **声、光、电+精密制造，助力公司把握未来消费电子创新脉络。**公司在声学、光学、MEMS 微电子等领域内构建了行业领先的精密制造能力，具有创新性的竞争优势。**通过跨领域集成技术，垂直整合声学、光学、微电子、结构件等精密零组件，提供从 ID 设计、研发、测试到自动化生产“一站式”智能制造服务，助力公司把握未来消费电子创新脉络**，将优质客户资源转化为公司持续快速发展的不竭动力。

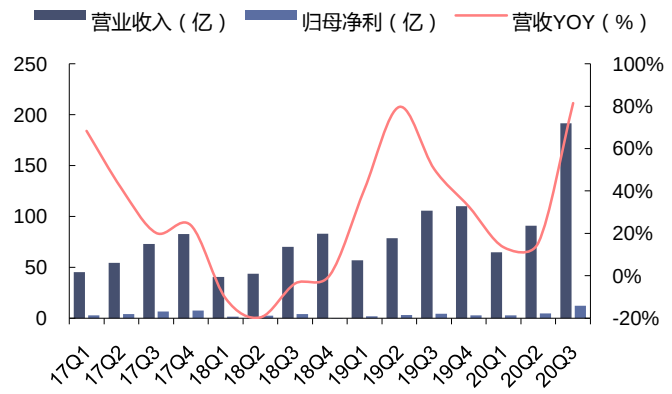
- **盈利预测与投资评级：**我们上修公司业绩预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 28.4、42.1、52.4 亿元，对应摊薄每股收益分别为 0.88 元、1.30 元、1.61 元。我们认为公司发展战略愈加清晰，看好公司能够持续把握消费电子创新脉络，打造“零件+成品”的一站式精密制造平台型企业，维持对公司的“买入”评级。

- **风险因素：**疫情反复；下游需求不及预期；市场竞争加剧；

重要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	23,750.59	35,147.81	54,653.97	74,677.48	89,678.03
增长率 YoY %	-6.99%	47.99%	55.50%	36.64%	20.09%
归属母公司净利润(百万元)	867.72	1,280.54	2,841.62	4,209.68	5,235.58
增长率 YoY%	-59.44%	47.58%	121.91%	48.14%	24.37%
毛利率%	18.81%	15.43%	16.48%	16.48%	16.24%
净资产收益率 ROE%	5.77%	8.18%	16.34%	20.48%	21.10%
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.39	0.88	1.30	1.61
市盈率 P/E(倍)	159.2	107.9	48.6	32.8	26.4
市净率 P/B(倍)	9.1	8.6	7.4	6.2	5.1

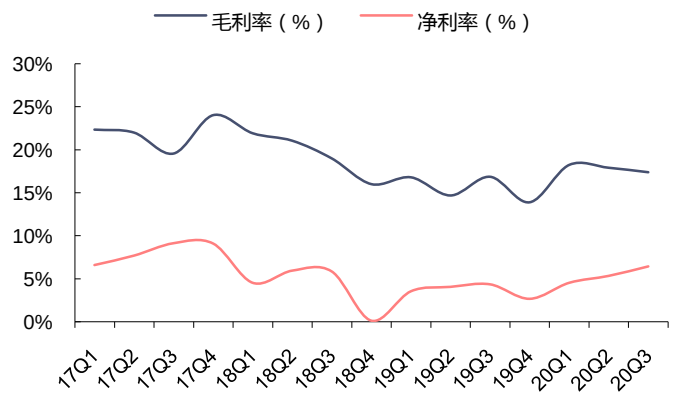
资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 10 月 22 日收盘价

图 1：歌尔股份营收及利润表现



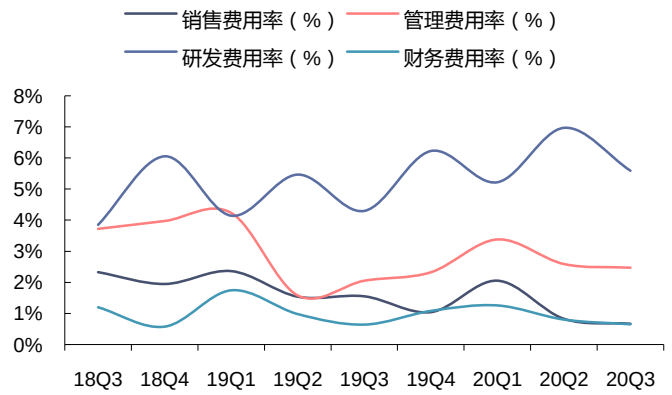
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：歌尔股份利润率表现



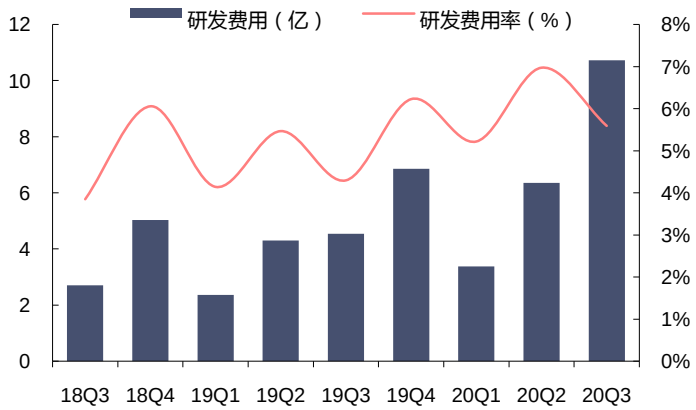
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：歌尔股份期间费用率情况



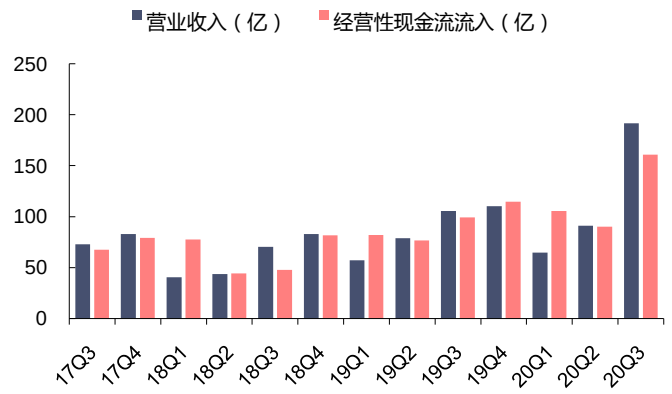
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：歌尔股份研发费用情况



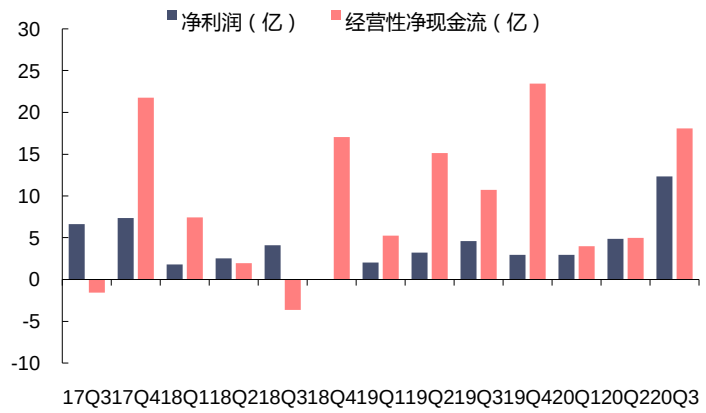
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：歌尔股份营收与经营性现金流流入



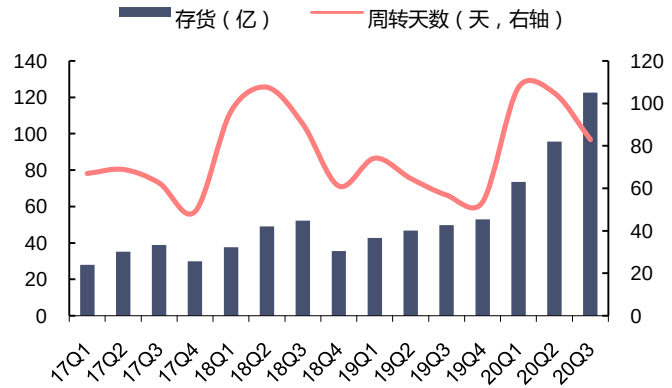
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：歌尔净利润与经营性净现金流



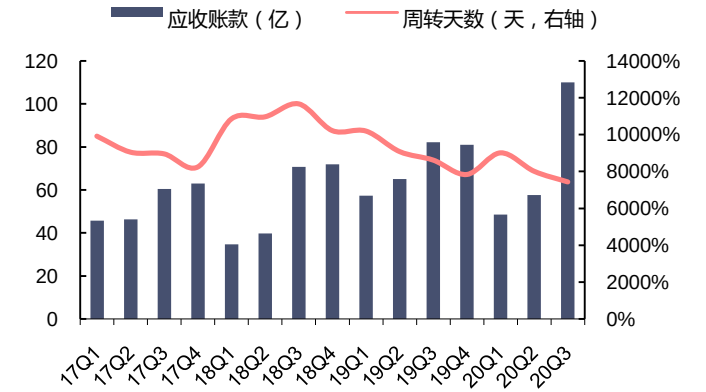
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：歌尔股份存货情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：歌尔股份应收账款情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

资产负债表单位:百万元**利润表**单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	13,820.18	17,703.78	28,270.26	38,022.48	47,235.94
货币资金	2,391.59	3,612.73	6,663.43	8,505.64	11,711.80
应收票据	19.15	40.19	62.49	85.38	102.53
应收账款	7,191.93	8,103.95	12,435.31	17,004.55	20,428.24
预付账款	161.08	218.34	335.30	458.12	551.71
存货	3,548.51	5,296.46	8,078.37	11,033.14	13,320.91
其他	507.92	432.11	695.37	935.65	1,120.74
非流动资产	15,922.27	16,956.52	16,905.16	17,060.83	17,230.00
长期股权投资	247.67	269.96	269.96	269.96	269.96
固定资产（合计）	11,117.32	11,502.48	11,608.49	11,798.51	12,069.53
无形资产	2,024.31	2,397.09	2,157.38	1,941.65	1,747.48
其他	2,532.97	2,786.98	2,869.32	3,050.71	3,143.02
资产总计	29,742.46	34,660.30	45,175.42	55,083.31	64,465.93
流动负债	13,452.70	17,557.76	21,637.06	27,728.78	32,365.04
短期借款	5,851.71	6,154.46	4,923.57	4,923.57	4,923.57
应付票据	328.09	697.20	1,070.65	1,462.85	1,761.70
应付账款	5,287.15	8,977.33	13,785.99	18,835.97	22,684.00
其他	1,985.76	1,728.78	1,856.85	2,506.40	2,995.78
非流动负债	1100.00	973.34	4851.70	4879.15	4913.49
长期借款	606.42	343.65	343.65	343.65	343.65
其他	493.58	629.68	4,508.04	4,535.49	4,569.84
负债合计	14,552.71	18,531.10	26,488.75	32,607.93	37,278.53
少数股东权益	-11.53	22.04	22.04	22.04	22.04
归属母公司股东权益	15,201.28	16,107.16	18,664.63	22,453.34	27,165.36
负债和股东权益	29742.46	34660.30	45175.42	55083.31	64465.93

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	23,750.59	35,147.81	54,653.97	74,677.48	89,678.03
同比（%）	-6.99%	47.99%	55.50%	36.64%	20.09%
归属母公司净利润	867.72	1,280.54	2,841.62	4,209.68	5,235.58
同比（%）	-59.44%	47.58%	121.91%	48.14%	24.37%
毛利率（%）	18.81%	15.43%	16.48%	16.48%	16.24%
ROE%	5.77%	8.18%	16.34%	20.48%	21.10%
EPS (摊薄)(元)	0.27	0.39	0.88	1.30	1.61
P/E	159.2	107.9	48.6	32.8	26.4
P/B	9.1	8.6	7.4	6.2	5.1
EV/EBITDA	49.40	38.93	28.17	22.15	18.97

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	23,750.59	35,147.81	54,653.97	74,677.48	89,678.03
营业成本	19,281.92	29,725.78	45,648.23	62,369.78	75,111.38
营业税金及附加	141.65	224.49	151.95	207.62	249.32
销售费用	569.24	534.44	475.72	970.81	1,076.14
管理费用	1,039.92	838.27	1,426.12	1,941.61	2,241.95
研发费用	1,334.27	1,806.80	3,160.31	3,883.23	4,483.90
财务费用	318.00	363.69	401.73	323.03	314.74
减值损失合计	248.50	-122.03	-189.72	-127.42	-153.74
投资净收益	-82.08	-159.71	64.42	0.00	0.00
其他	271.14	-120.41	-303.27	-168.25	-214.10
营业利润	1,006.16	1,496.26	3,340.79	4,940.57	6,140.23
营业外收支	-12.82	-24.72	-74.62	-101.95	-122.43
利润总额	993.34	1,471.54	3,266.17	4,838.62	6,017.80
所得税	148.87	192.40	424.55	628.94	782.21
净利润	844.47	1,279.14	2,841.62	4,209.68	5,235.58
少数股东损益	-23.25	-1.40	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	867.72	1,280.54	2,841.62	4,209.68	5,235.58
EBITDA	2,947.26	3,727.20	5,230.88	6,653.63	7,770.87
EPS (当年)(元)	0.27	0.39	0.88	1.30	1.61

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,276.41	5,451.43	2,993.94	4,250.33	5,661.13
净利润	844.47	1,279.14	2,841.62	4,209.68	5,235.58
折旧摊销	1,634.80	1,991.55	1,562.97	1,491.98	1,438.33
财务费用	319.12	264.10	401.73	323.03	314.74
投资损失	82.08	159.71	-16.45	23.99	23.99
营运资金变动	-756.15	1,796.03	-1,853.25	-1,890.45	-1,388.49
其它	152.09	-39.10	57.31	92.10	36.97
投资活动现金流	-4,262.84	-3,037.86	-1,525.03	-1,664.12	-1,616.66
资本支出	-4,167.50	-3,044.40	-1,562.38	-1,521.95	-1,521.95
长期投资	0.00	46.58	84.12	52.67	-38.10
其他	-95.34	-40.04	-46.77	-194.84	-56.62
筹资活动现金流	630.00	-1,336.70	1,581.80	-744.00	-838.30
吸收投资	-236.59	-68.12	284.16	420.97	523.56
借款	424.43	-679.68	3,498.58	0.00	0.00
支付利息或股息	-318.00	-363.69	-685.89	-744.00	-838.30
现金流净增加额	-1356.44	1076.87	3050.71	1842.21	3206.16

研究团队简介

方竞，西安电子科技大学本硕连读，近 5 年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。2017 年在太平洋证券，2018 年在招商证券，2020 年加入信达证券，任电子行业首席分析师。

李少青，武汉大学硕士，2018 年加入西南证券，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。