歌尔股份（002241）

TWS 带动业绩高速增长，VR/AR 未来可期

买入（维持）

2020 年 10 月 22 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	35,148	43,972	55,646	66,877
同比（%）	48.0%	25.1%	26.5%	20.2%
归母净利润（百万元）	1,281	2,881	4,003	5,414
同比（%）	47.6%	125.0%	38.9%	35.3%
每股收益（元/股）	0.39	0.89	1.23	1.67
P/E（倍）	107.85	47.93	34.50	25.51

公告：公司发布 2020 年第三季度报告，2020 年 Q3 公司营业收入为 191.57 亿元，同比增长 81.44%，归母净利润为 12.36 亿元，同比增长 167.92%。2020 年前三季度公司营业收入为 347.30 亿元，同比增长 43.90%，归母净利润为 20.16 亿元，同比增长 104.71%。

投资要点

- **TWS 景气度高企，业绩实现高速增长：公司 2020 年前三季度归母净利润同比增长 104.71%，2020 年 Q3 归母净利润同比增长 167.92%，业绩创历史新高，**主要得益于 TWS 耳机和 VR 等智能硬件产品出货量大幅增长。**2020 年 Q3 公司毛利率为 17.38%，同比提升 0.53 个百分点，净利率为 6.45%，同比提升 2.08 个百分点，**随着产能不断爬坡和自制零组件比例的提高，公司盈利能力稳步提升。2020 年前三季度公司研发费用达 20.45 亿元，同比增长 82.44%，公司大力投入自主研发和产品创新，积极推动 TWS 和 VR 的产品升级和新品开发，优化产品结构。同时，随着募投项目的持续推进，未来公司在 TWS 和 VR 领域的市场优势地位有望进一步强化。

- **TWS 产能爬坡顺利，充分受益 TWS 市场高景气：**TWS 市场延续高景气，根据 Counterpoint 的预测，2020 年 TWS 的出货量有望达 2.3 亿台，同比增长 78.29%，其中 AirPods 出货量有望达 8200 万台，同比增长 34.43%，并且苹果新机取消赠送耳机，利好今后 AirPods 的加速渗透。公司是 AirPods 核心供应商，**配套的 TWS 产线稼动率持续提升，多数产线已达良率目标，且零部件自制比例稳步扩增，未来随着公司产能持续爬坡和生产良率的提升，公司有望进一步增强盈利能力，并提升客户供应份额，**充分受益于以 AirPods 为代表的 TWS 耳机市场的快速增长。

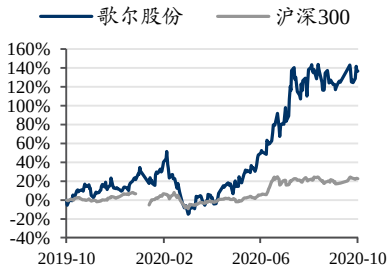
- **VR/AR 等智能硬件业务领先优势明显，未来业绩增长潜能充足：**公司是全球 VR/AR 代工龙头，**具备 VR 头显及配套设备的一站式研发制造能力，目前已进入 Oculus、Sony 供应链，2020 年公司产品出货量增长显著，中高端 VR 产品的出货份额领先；**在智能手表领域，公司可提供从产品概念、ID 设计、电子设计、结构设计到研发、生产制造的一体化解决方案，市场优势地位突出。**公司在电声、SiP、VR 镜头等精密零组件和智能硬件整机领域具备垂直整合优势，**未来随着 VR/AR、智能手表等智能硬件市场进一步起量，公司业绩增长潜能充足。

- **盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 439.72、556.46、668.77 亿元，同比增长 25.1%、26.5%、20.2%；2020-2022 年归母净利润为 28.81、40.03、54.14 亿，同比增长 125.0%、38.9%、35.3%，实现 EPS 为 0.89、1.23、1.67 元，对应 PE 为 48、35、26 倍。**歌尔股份未来业绩的增长动能充足，维持“买入”评级。

- **风险提示：**市场需求不及预期；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

证券分析师 王平阳
执业证号：S0600519060001
021-60199775
wangpingyang@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.56
一年最低/最高价	14.74/45.18
市净率(倍)	7.90
流通 A 股市值(百万元)	117703.35

基础数据

每股净资产(元)	5.39
资产负债率(%)	64.13
总股本(百万股)	3245.10
流通 A 股(百万股)	2765.59

相关研究

1、《歌尔股份（002241）：TWS 放量助力高成长》2020-06-30
2、《歌尔股份（002241）：TWS 推动业绩反转，VR/AR 助力长期成长》2019-10-27

请务必阅读正文之后的免责声明部分

歌尔股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**17,704**	**24,981**	**32,972**	**40,469**
现金	3,613	8,715	15,809	20,444
应收账款	8,104	7,886	9,236	11,341
存货	5,296	7,961	7,197	8,192
其他流动资产	691	420	730	492
非流动资产	**16,957**	**19,167**	**21,854**	**23,871**
长期股权投资	270	304	341	378
固定资产	11,502	14,320	17,310	19,562
在建工程	1,539	988	775	661
无形资产	2,671	2,604	2,503	2,380
其他非流动资产	974	952	925	890
资产总计	**34,660**	**44,148**	**54,827**	**64,341**
流动负债	**17,558**	**24,264**	**31,168**	**35,655**
短期借款	6,154	10,112	17,304	19,501
应付账款	8,977	11,855	10,882	13,057
其他流动负债	2,426	2,297	2,983	3,097
非流动负债	**973**	**1,195**	**1,287**	**1,219**
长期借款	344	566	657	590
其他非流动负债	630	630	630	630
负债合计	**18,531**	**25,459**	**32,455**	**36,874**
少数股东权益	22	25	29	34
归属母公司股东权益	16,107	18,664	22,342	27,432
负债和股东权益	**34,660**	**44,148**	**54,827**	**64,341**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5,451	6,138	5,808	8,560
投资活动现金流	-3,038	-4,120	-5,136	-5,037
筹资活动现金流	-1,337	3,084	6,423	1,112
现金净增加额	1,087	5,102	7,094	4,635
折旧和摊销	1,992	1,891	2,435	3,004
资本开支	3,177	2,177	2,649	1,981
营运资本变动	1,515	933	-1,242	-605

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**35,148**	**43,972**	**55,646**	**66,877**
减:营业成本	29,726	36,457	45,474	53,862
营业税金及附加	224	264	445	535
营业费用	534	879	1,002	1,204
管理费用	838	2,473	3,343	4,146
财务费用	364	411	594	726
资产减值损失	-109	95	95	95
加:投资净收益	-160	-39	-34	-36
其他收益	27	20	20	20
营业利润	**1,496**	**3,374**	**4,679**	**6,293**
加:营业外净收支	-25	-20	-20	-20
利润总额	**1,472**	**3,354**	**4,659**	**6,273**
减:所得税费用	192	470	652	853
少数股东损益	-1	3	4	5
归属母公司净利润	**1,281**	**2,881**	**4,003**	**5,414**
EBIT	1,759	3,677	5,142	6,864
EBITDA	3,750	5,568	7,577	9,869

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.39	0.89	1.23	1.67
每股净资产(元)	4.96	5.75	6.88	8.45
发行在外股份(百万股)	3245	3245	3245	3245
ROIC(%)	6.5%	10.6%	10.8%	12.3%
ROE(%)	7.9%	15.4%	17.9%	19.7%
毛利率(%)	15.4%	17.1%	18.3%	19.5%
销售净利率(%)	3.6%	6.6%	7.2%	8.1%
资产负债率(%)	53.5%	57.7%	59.2%	57.3%
收入增长率(%)	48.0%	25.1%	26.5%	20.2%
净利润增长率(%)	47.6%	125.0%	38.9%	35.3%
P/E	107.85	47.93	34.50	25.51
P/B	8.57	7.40	6.18	5.03
EV/EBITDA	37.83	25.25	18.59	14.02

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn