2020 年 08 月 24 日
证券研究报告•2020 年中报点评
歌尔股份（002241）电子

持有 （首次）
当前价：42.88 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

Q3 指引超预期，消费电子带动持续增长

投资要点

- **业绩总结：**公司披露 2020 年中报业绩，公司 2020H1 营收 155.7 亿元，同比增长 14.7%；归母净利润 7.8 亿元，同比增长 49.1%，位于中报业绩预告上限；归母扣非净利润 7.4 亿元，同比增长 76.8%。同时预告 2020Q3 业绩大幅上升，归母净利润 16.74~18.71 亿，同比 70%~90%。

- **2020H1 业绩高速增长，Q3 指引超预期。**2020H1 营收 155.7 亿元，同比增长 14.7%，归母净利润 7.8 亿元，同比增长 49.1%，净利润增速高于营收增速，盈利质量提升明显。毛利率较去年同期提升 2.5pp,净利率较去年同期提升 1.2pp.主要原因系公司 TWS 耳机扩产顺利，良品率提升所致，规模效应初显。公司 2020H1 存货达 95.7 亿元，同比增长 104.3%，预期为公司积极备货下半年消费电子旺季，一定程度反应 Q3 业绩指引高增长。

- **TWS 耳机行业高度景气，智能手表行业快速增长，公司有望持续受益。**根据国际调研机构 Futuresource 的 Headphones Market Report 报告显示，2020 年全球 TWS 真无线智能耳机预测出货量将达到 1.86 亿部，同比增长约 63.1%。依据 Trendforce 数据预测，22 年全球智能手表出货量有望达 1.1 亿。公司坚持“零件+成品”战略，积极布局智能硬件产品方向。公司智能声学整机（TWS 耳机）及智能硬件（智能手表）等业务有望持续受益行业高速增长。

- **VR/AR 有望开启中长期市场空间，公司有望伴随大客户订单迎来高增长。**公司在 VR/AR 领域具备 ID、光学设计/光学元件、电子电路、结构/散热、声学、无线/射频、软件、自动化等一站式 ODM/JDM 服务能力，与索尼、三星、华为、苹果、Oculus 等大客户长期合作。据 IDC 预测，2020 年全球 VR 虚拟现实产品预测出货量将达到 710 万台，同比增长约 23.6%。公司积极布局 VR/AR 端智能硬件产品机会，有望持续受益同步及超越行业整体增长水平。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.72 元、1.07 元、1.23 元，未来三年归母净利润将保持 46.7%的复合增长率，考虑到公司在 TWS 耳机及 AR/VR 领域的产业链龙头地位稳固，公司加强执行声光电领域“零件+成品”战略布局，预期公司将在协同效应下业绩保持稳步增长，长期看好公司发展，首次覆盖，给予“持有”评级。

- **风险提示：**TWS 耳机销量不及预期，VR/AR 等可穿戴设备需求不及预期；贸易摩擦致使行业需求下滑导致行业竞争加剧风险。

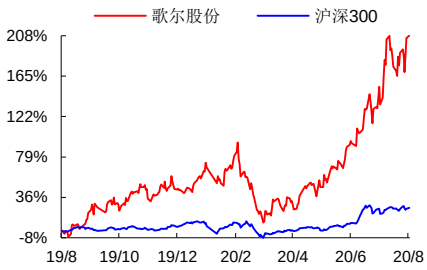
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	35147.81	51582.91	70988.45	87941.75
增长率	47.99%	46.76%	37.62%	23.88%
归属母公司净利润（百万元）	1280.54	2329.34	3457.61	3989.47
增长率	47.58%	81.90%	48.44%	15.38%
每股收益 EPS（元）	0.39	0.72	1.07	1.23
净资产收益率 ROE	7.93%	12.78%	16.39%	16.47%
PE	109	60	40	35
PB	8.64	7.65	6.60	5.75

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

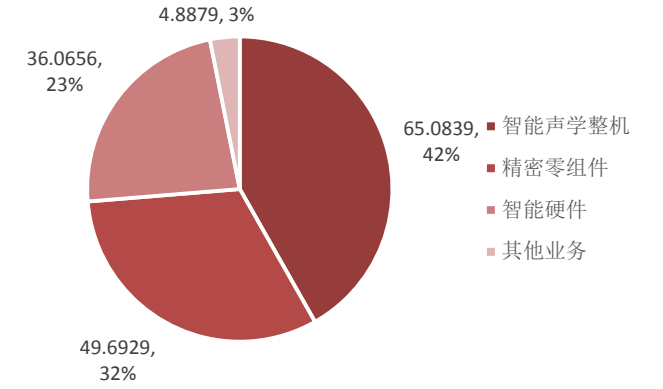
总股本(亿股)	32.45
流通 A 股(亿股)	27.66
52 周内股价区间(元)	13.16-43.21
总市值(亿元)	1,391.50
总资产(亿元)	410.20
每股净资产(元)	4.98

相关研究

1 公司是声光电领域的精密加工与智能制造龙头企业

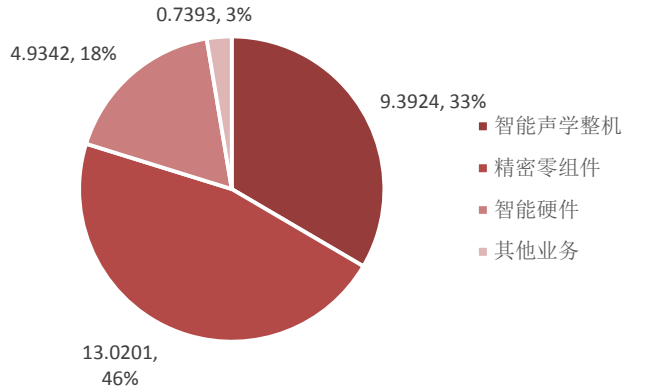
公司成立于 2001 年，2008 年于深圳证券交易所挂牌上市。公司主营业务分为精密零组件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务。精密零组件业务主要产品为微型麦克风、微型扬声器、扬声器模组、天线模组、MEMS 传感器及其他电子元器件等；智能声学整机业务主要产品为有线耳机、无线耳机、智能无线耳机、智能音响产品等；智能硬件业务主要产品为智能家用电子游戏机配件产品、智能可穿戴电子产品、虚拟现实/增强现实产品、工业自动化产品等。公司产品广泛应用于消费电子领域。公司具备为客户提供集声学、光学、无线通讯等多种技术为一体的产品的能力，可以为客户提供声光电整体解决方案，在声学、光学、MEMS 半导体领域具有创新性的竞争优势。

图 1：2020H1 公司各业务营收占比情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

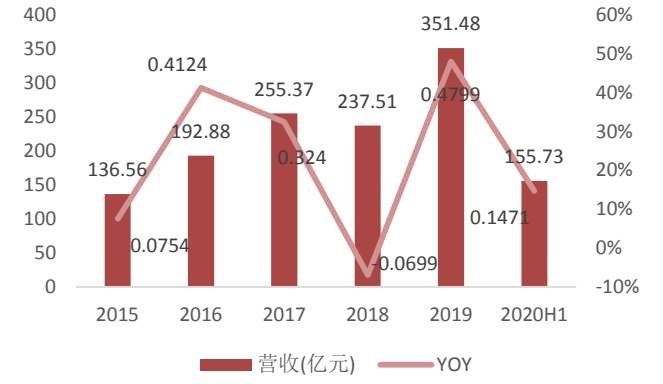
图 2：公司 2020H1 各业务毛利占比（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

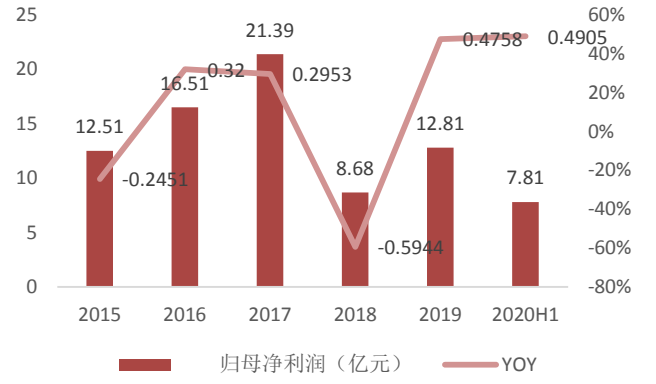
公司业务结构：公司当前主营业务为三块：智能声学整机、精密零组件、智能硬件。营收结构：2020H1 公司智能声学整机收入为 65.1 亿元，同比增长 25.1%，占总营收 41.8%；精密零组件收入为 49.7 亿元，同比增长 26.3%，营收占比为 31.9%；智能硬件收入为 36.1 亿元，同比下降 8.4%，营收占比为 23.2%。**毛利占比：**智能声学整机毛利为 9.4 亿元，毛利占比为 33.4%；精密零组件毛利为 13.0 亿元，毛利占比为 46.4%；智能硬件毛利为 4.9 亿元，毛利占比为 17.6%，其他业务毛利为 0.74 亿元，毛利占比为 2.6%。

图 3：公司 2015 年至今营收增长情况（亿元）



数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：公司 2015 年至今归母净利润增长情况（亿元）



数据来源：Wind、西南证券整理

公司业绩情况：2015 以来，公司营收整体呈增长趋势，2018 年略有下滑；归母净利润 2015-2017 年稳步增长，2018 年有较大下滑，2019 年起重拾升势。公司营收自 2015 年 136.6 亿增长至 2019 年 351.5 亿元，CAGR 为 26.7%。2018 年营收及归母净利润双双下滑系受贸易摩擦影响消费疲软下行业竞争加剧所致。

2 盈利预测及估值

关键假设：

假设 1：智能声学整机：主要为 TWS 耳机（包括苹果及安卓系），还有音箱业务。受益无线耳机替代有线耳机大趋势，预期歌尔 2020-2022 年将代工 Airpods 系列 3200/5400/7400 万部以上，安卓系 TWS 耳机 2000/4000/6000 万部以上，订单保持高速增长。苹果系及安卓系 TWS 耳机在竞争过程中，体验较差的白牌将被市场逐渐淘汰，有利于品牌厂商胜出，市场集中度提升下，出厂价略有提升，因此预期业务整体 2020-2022 年毛利率水平为 14%/15%/15%。

假设 2：精密零组件：主要包括扬声器模组及 MEMS 麦克风业务，预期 2020-2022 年，订单将保持 20%/15%/10%增长，未来三年预期毛利率水平将保持 23%/24%/25%。

假设 3：智能硬件业务：主要包括 VR/AR、游戏机配件及智能手表/手环三部分业务。受益 5G 快速发展，VR/AR 智能穿戴设备及游戏配件预期 2020-2022 年订单将保持 10%/20%/20%左右的增长，预期毛利率水平为 13%/14%/15%。

假设 4：其他业务保持稳定水平。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
智能声学整机	收入	14822.88	28163.47	43653.38	56749.40
	增速		90.00%	55.00%	30.00%
	毛利率	12.66%	14.00%	15.00%	15.00%
精密零组件	收入	10620.19	12744.23	14655.86	16121.45
	增速		20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	22.93%	23.00%	24.00%	25.00%
智能硬件	收入	8513.52	9364.87	11237.85	13485.42
	增速		10.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	11.23%	13.00%	14.00%	15.00%
其他业务	收入	1,191.23	1310.35	1441.39	1585.53
	增速		10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	12.96%	13.00%	13.00%	13.00%
合计	收入	35,147.82	51,582.93	70,988.48	87,941.79
	增速		46.76%	37.62%	23.88%
	毛利率	15.43%	16.02%	16.66%	16.80%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取同为精密制造行业的立讯精密、蓝思科技、领益智造、信维通信作为可比公司，可比公司 20 年平均 PE 为 40 倍，21 年平均 PE 为 30 倍，公司作为行业领域龙头企业，应享有一定的估值溢价。

预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.72 元、1.07 元、1.23 元，对应 PE 分别为 60/40/35 倍，未来三年归母净利润将保持 46.7%的复合增长率，考虑到公司在 TWS 耳机及 AR/VR 领域的产业链龙头地位稳固，公司加强执行声光电领域“零件+成品”战略布局，预期公司将在协同效应下业绩保持稳步增长，长期看好公司发展，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值（取 8 月 20 日公司收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
002475	立讯精密	51.31	0.88	0.95	1.27	41	54	40
300433	蓝思科技	31.80	0.58	0.94	1.17	23	34	27
002600	领益智造	11.32	0.28	0.36	0.50	39	32	23
300136	信维通信	57.55	1.05	1.45	1.99	43	40	29
平均							40	30

数据来源：Wind，西南证券整理。注：可比公司数据取 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	35147.81	51582.91	70988.45	87941.75
营业成本	29725.78	43321.07	59162.36	73170.06
营业税金及附加	224.49	322.19	446.73	552.04
销售费用	534.44	3146.56	4472.27	6155.92
管理费用	838.27	1444.32	2076.23	2456.39
财务费用	363.69	450.23	550.37	638.43
资产减值损失	-108.83	150.00	200.00	250.00
投资收益	-159.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	26.65	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1496.26	2748.54	4080.48	4718.91
其他非经营损益	-24.72	-40.00	-60.00	-80.00
利润总额	1471.54	2708.54	4020.48	4638.91
所得税	192.40	379.20	562.87	649.45
净利润	1279.14	2329.34	3457.61	3989.47
少数股东损益	-1.40	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1280.54	2329.34	3457.61	3989.47

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1279.14	2329.34	3457.61	3989.47
折旧与摊销	1991.55	1078.29	1102.48	1114.58
财务费用	363.69	450.23	550.37	638.43
资产减值损失	-108.83	150.00	200.00	250.00
经营营运资本变动	1654.29	-3147.74	-2279.33	-1786.13
其他	271.60	-152.85	-199.05	-250.32
经营活动现金流净额	5451.43	707.28	2832.08	3956.03
资本支出	-1230.14	-300.00	-300.00	-300.00
其他	-1807.72	-5.07	-11.64	-9.45
投资活动现金流净额	-3037.86	-305.07	-311.64	-309.45
短期借款	302.75	-68.42	2951.82	-449.81
长期借款	-262.77	0.00	0.00	0.00
股权融资	-0.16	0.00	0.00	0.00
支付股利	-319.58	-317.06	-582.34	-864.40
其他	-1056.94	1528.85	-2949.37	-637.03
筹资活动现金流净额	-1336.70	1143.36	-579.89	-1951.24
现金流量净额	1086.73	1545.56	1940.55	1695.33

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3612.73	5158.29	7098.85	8794.18
应收和预付款项	8422.73	13784.18	18849.19	23020.13
存货	5296.46	7844.28	10690.31	13253.61
其他流动资产	371.86	658.52	826.23	1039.79
长期股权投资	269.96	269.96	269.96	269.96
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	12935.97	12149.40	11338.63	10515.76
无形资产和开发支出	2689.11	2714.00	2738.89	2763.78
其他非流动资产	1061.48	1054.87	1048.27	1041.66
资产总计	34660.30	43633.50	52860.33	60698.87
短期借款	6154.46	6086.04	9037.86	8588.04
应付和预收款项	10695.43	15594.14	21287.97	26329.53
长期借款	343.65	343.65	343.65	343.65
其他负债	1337.56	3388.58	1094.49	1216.21
负债合计	18531.10	25412.41	31763.96	36477.44
股本	3245.10	3245.10	3245.10	3245.10
资本公积	2996.99	2996.99	2996.99	2996.99
留存收益	10340.43	12352.71	15227.99	18353.05
归属母公司股东权益	16107.16	18199.05	21074.33	24199.39
少数股东权益	22.04	22.04	22.04	22.04
股东权益合计	16129.20	18221.09	21096.37	24221.43
负债和股东权益合计	34660.30	43633.50	52860.33	60698.87

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	47.99%	46.76%	37.62%	23.88%
营业利润增长率	48.71%	83.69%	48.46%	15.65%
净利润增长率	51.47%	82.10%	48.44%	15.38%
EBITDA 增长率	30.16%	11.05%	34.05%	12.88%
获利能力				
毛利率	15.43%	16.02%	16.66%	16.80%
三费率	4.94%	9.77%	10.00%	10.52%
净利率	3.64%	4.52%	4.87%	4.54%
ROE	7.93%	12.78%	16.39%	16.47%
ROA	3.69%	5.34%	6.54%	6.57%
ROIC	7.44%	11.54%	14.45%	15.04%
EBITDA/销售收入	10.96%	8.29%	8.08%	7.36%
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.32	1.47	1.55
固定资产周转率	3.11	4.50	6.33	8.25
应收账款周转率	4.60	4.83	4.52	4.36
存货周转率	6.64	6.53	6.34	6.08
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.20%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	53.46%	58.24%	60.09%	60.10%
带息债务/总负债	35.07%	25.30%	29.54%	24.49%
流动比率	1.01	1.12	1.22	1.30
速动比率	0.71	0.80	0.87	0.93
股利支付率	24.96%	13.61%	16.84%	21.67%
每股指标				
每股收益	0.39	0.72	1.07	1.23
每股净资产	4.96	5.61	6.49	7.46
每股经营现金	1.68	0.22	0.87	1.22
每股股利	0.10	0.10	0.18	0.27

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	3851.50	4277.06	5733.34	6471.92
PE	108.66	59.74	40.24	34.88
PB	8.64	7.65	6.60	5.75
PS	3.96	2.70	1.96	1.58
EV/EBITDA	36.76	33.17	24.50	21.37
股息率	0.23%	0.23%	0.42%	0.62%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn