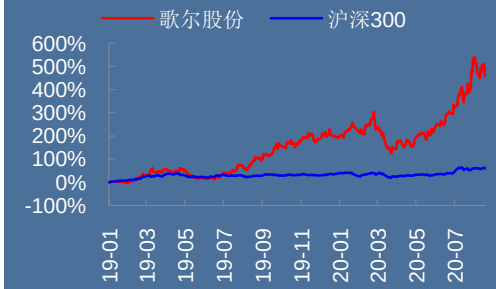
证券研究报告

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，2020.07.14



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

《歌尔股份深度报告：“零件+成品”齐头并进，打造声光电成长主线》2020.07.14

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

声、光、电+精密制造，助力业绩高增长

2020 年 8 月 21 日

事件：2020 年 8 月 20 日，歌尔股份发布 2020 年中报，公司实现营收 155.7 亿，同比增长 14.7%；对应 Q2 单季度营收 91.0 亿，同比增长 15.6%；上半年归母净利润 7.8 亿，接近前期预告上限，同比增长 49%。同时，公司公告了前三季度业绩预告，净利润 16.7-18.7 亿，同比增长 70%-90%；对应 3Q20 单季度净利润 8.9-10.9 亿，同比增长 93.8%-136.5%。

点评：

- **三季度业绩持续高增长。**2020 年上半年，公司实现营收 155.7 亿，同比增长 14.7%；对应 Q2 单季度营收 91.0 亿，同比增长 15.6%。上半年归母净利润 7.8 亿，接近前期预告上限（预告为 7.6 亿-7.9 亿），同比增长 49%。同时，公司公告了前三季度业绩预告，净利润 16.7-18.7 亿，同比增长 70%-90%；对应 3Q20 单季度净利润 8.9-10.9 亿，同比增长 93.8%-136.5%。

  精密零组件业务，1H20 营收 49.7 亿，同比增 26.3%；毛利率 26.2%，同比增加 1.49pct。上半年全球智能手机销售虽暂受疫情压制，但歌尔声学零组件整体市场份额有所提升；另外，MEMS 麦克风则受益于市占率及 TWS 耳机的渗透率的提升。展望下半年，我们预计随疫情影响去化，全球智能手机销售复苏，大客户 5G 新产品的发布，会对公司精密零组件业务产生强有力的业绩支撑。

  智能声学整机业务，1H20 营收 65.1 亿，同比增 25.1%；毛利率 14.43%，同比增加 2.64pct，公司毛利率持续改善。**就 TWS 耳机而言：**相较于 2Q19，公司目前的 TWS 耳机产线数量明显增长，良率稳定在较高水平。因此，上半年 TWS 耳机总体出货虽暂受海外疫情阻碍，但歌尔的出货量和生产水平同比来看都有良好表现。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：**根据 Canalys 的统计，2019 年头部音箱大厂 Amazon 和 Google 出货量分别为 3700 万、2400 万，市占率分别为 30%、19%。其主要产品价位段在 100-200 美元，廉价版在 50-60 美金。预计公司大客户不久将推出新品，切入主流价位段，如按头部厂商 Amazon 和 Google 的销量推演，智能音箱新品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，1H20 营收 36.1 亿，同比下降 8.4%；毛利率 13.7%，同比增加 1.82pct。就 AR/VR 而言，对比其他消费电子，AR/VR 的特别之处在感官拓展上，其极大增强了消费者的视觉感受，未来随游戏生态和硬件产品逐渐成熟，VR 大客户产品更新，公司基于零件+整机协作配合，有望推动 VR 业务高增长。

- **提效降费效果显著，公司运营效率提升。**公司治理结构更加完善，决策运转更加高效，降本控费成效进一步凸显，2020

年上半年毛利率 18.04%，同比增加 2.5pct；期间费用 17.9 亿，期间费用率 11.5%，同比增加 0.7pct；净利率 5.01%，同比增加 1.2pct。对应 2Q20 单季度，毛利率 17.90%，同比增加 3.2pct，环比下降 0.3pct；期间费用 10.2 亿，期间费用率 11.2%，同比增加 1.63pct；净利率 5.3%，同比增加 1.3pct。

- **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。

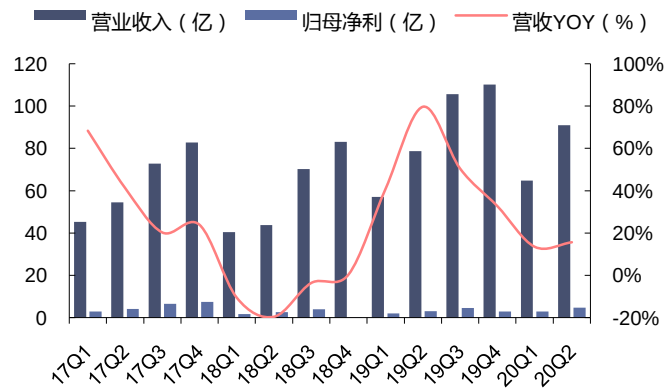
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年摊薄每股收益分别为 0.76 元、1.11 元、1.46 元。公司发展战略愈加清晰，我们看好公司能够持续把握消费电子创新脉络，打造“零件+成品”的一站式精密制造平台型企业，维持对公司的“买入”评级。

- **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	51,878.04	70,293.54	86,887.69
增长率 YoY %	-6.99%	47.99%	47.60%	35.50%	23.61%
归属母公司净利润(百万元)	867.72	1,280.54	2,480.69	3,613.55	4,742.14
增长率 YoY%	-59.44%	47.58%	93.72%	45.67%	31.23%
毛利率%	18.81%	15.43%	15.85%	15.85%	15.58%
净资产收益率 ROE%	5.77%	8.18%	14.40%	18.10%	19.99%
EPS(摊薄)(元)	0.27	0.39	0.76	1.11	1.46
市盈率 P/E(倍)	149.9	101.6	52.4	36.0	27.4
市净率 P/B(倍)	8.6	8.1	7.1	6.0	5.0

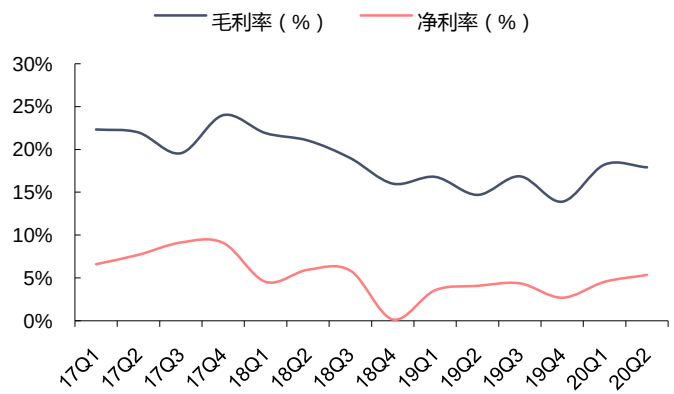
资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 8 月 20 日收盘价

图 1：歌尔股份营收及利润表现



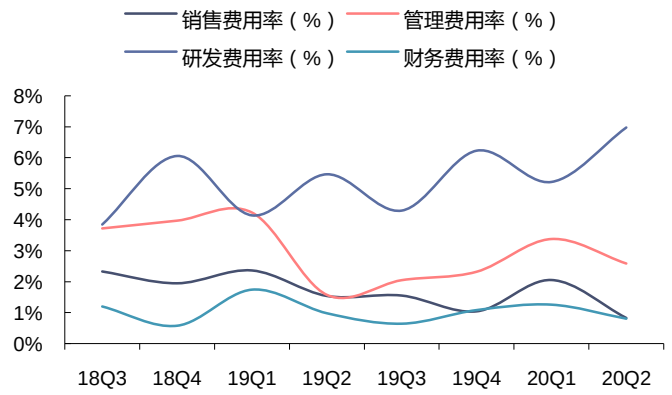
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：歌尔股份利润率表现



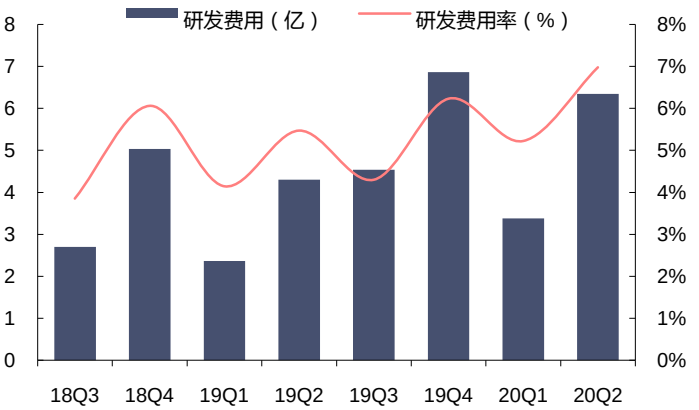
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：歌尔股份期间费用率情况



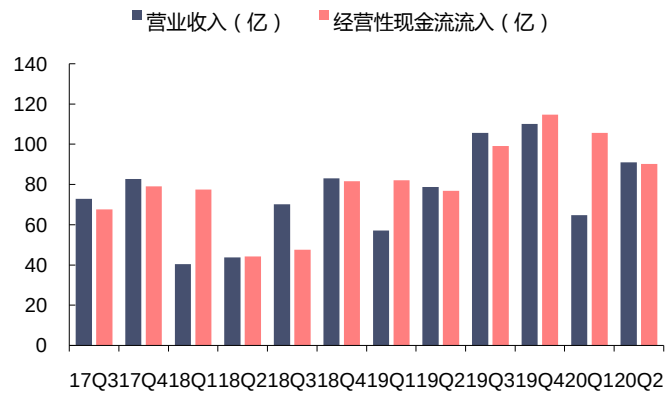
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：歌尔股份研发费用情况



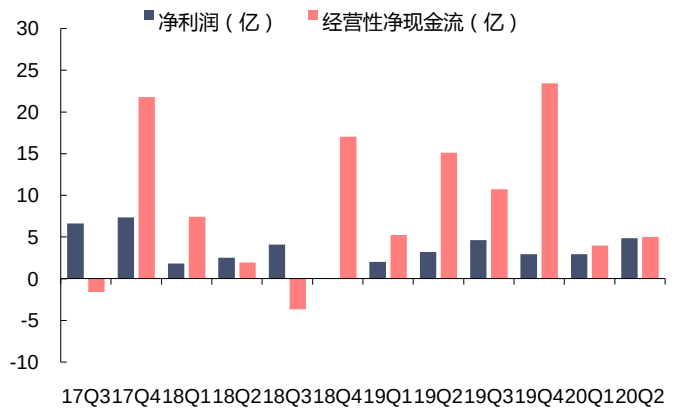
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：歌尔股份营收与经营性现金流流入



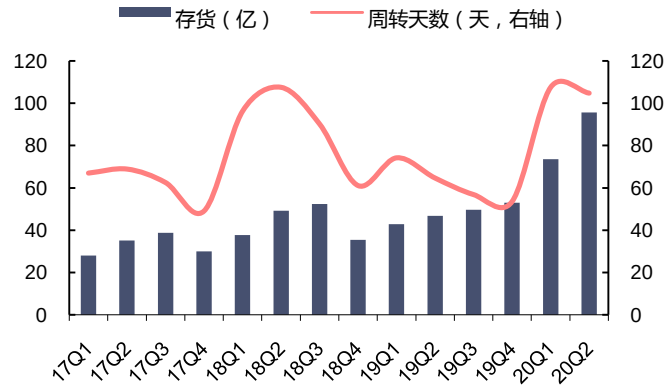
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：歌尔净利润与经营性净现金流



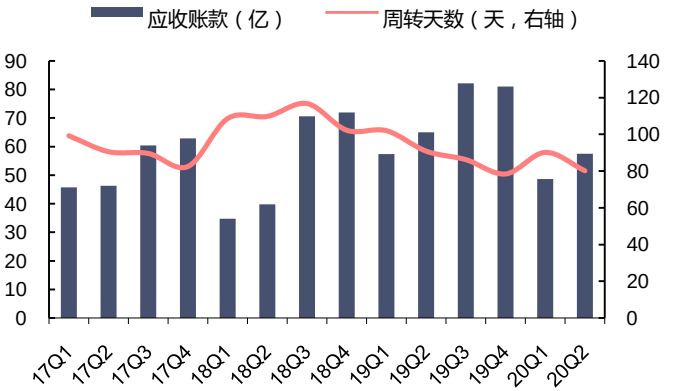
资料来源：Wind，信达证券研发中心

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	27,208.77	35,974.16	45,271.99
货币资金	2,391.59	3,612.73	6,637.68	8,106.63	10,745.16
应收票据	19.15	40.19	59.32	80.37	99.34
应收账款	7,191.93	8,103.95	11,803.70	16,006.30	19,792.61
预付账款	161.08	218.34	320.65	434.46	538.79
存货	3,548.51	5,296.46	7,725.37	10,463.35	13,008.98
其他	507.92	432.11	662.06	883.04	1,087.10
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	44,113.93	53,034.99	62,501.98
流动负债	13,452.70	17,557.76	20,900.40	26,541.82	31,706.54
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	1,023.87	1,387.30	1,720.44
应付账款	5,287.15	8,977.33	13,183.58	17,863.22	22,152.81
其他	1,985.76	1,728.78	1,769.38	2,367.73	2,909.72
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	25,752.10	31,420.97	36,620.04
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	18,339.79	21,591.98	25,859.91
负债和股东权益	29742.46	34660.30	44113.93	53034.99	62501.98

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	23,750.59	35,147.81	51,878.04	70,293.54	86,887.69
营业成本	19,281.92	29,725.78	43,653.56	59,148.81	73,352.52
营业税金及附加	141.65	224.49	297.06	402.51	497.53
销售费用	569.24	534.44	605.94	913.82	1,042.65
管理费用	1,039.92	838.27	1,344.91	1,757.34	1,911.53
研发费用	1,334.27	1,806.80	2,606.63	3,303.80	3,909.95
财务费用	318.00	363.69	360.68	326.17	322.46
减值损失合计	248.50	-122.03	-98.60	-120.72	-149.98
投资净收益	-82.08	-159.71	-21.20	0.00	0.00
其他	271.14	-120.41	-28.17	-108.43	-158.57
营业利润	1,006.16	1,496.26	3,058.49	4,453.40	5,842.47
营业外收支	-12.82	-24.72	-17.72	-24.01	-29.68
利润总额	993.34	1,471.54	3,040.77	4,429.39	5,812.79
所得税	148.87	192.40	560.08	815.84	1,070.65
净利润	844.47	1,279.14	2,480.69	3,613.55	4,742.14
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	2,480.69	3,613.55	4,742.14
EBITDA	2,947.26	3,727.20	4,964.43	6,247.54	7,573.58
EPS (当年)(元)	0.27	0.39	0.76	1.11	1.46

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	51,878.04	70,293.54	86,887.69
同比（%）	-6.99%	47.99%	47.60%	35.50%	23.61%
归属母公司净利润	867.72	1,280.54	2,480.69	3,613.55	4,742.14
同比（%）	-59.44%	47.58%	93.72%	45.67%	31.23%
毛利率（%）	18.81%	15.43%	15.85%	15.85%	15.58%
ROE%	5.77%	8.18%	14.40%	18.10%	19.99%
EPS (摊薄)(元)	0.27	0.39	0.76	1.11	1.46
P/E	149.9	101.6	52.4	36.0	27.4
P/B	8.6	8.1	7.1	6.0	5.0
EV/EBITDA	46.68	36.78	28.07	22.31	18.40

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	2,890.18	3,777.36	5,008.63
净利润	844.47	1,279.14	2,480.69	3,613.55	4,742.14
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	360.68	326.17	322.46
投资损失	82.08	159.71	-17.31	-19.25	-19.25
营运资金变动	-756.15	1,796.03	-1,543.32	-1,721.37	-1,519.49
其它	152.09	-39.10	46.46	86.28	44.44
投资活动现金流	-4,262.84	-3,037.86	-1,524.17	-1,620.88	-1,573.42
资本支出	-4,167.50	-3,044.40	-1,563.24	-1,565.19	-1,565.19
长期投资	0.00	46.58	84.12	52.67	-38.10
其他	-95.34	-40.04	-45.05	-108.36	29.86
筹资活动现金流	630.00	-1,336.70	1,658.94	-687.53	-796.67
吸收投资	-236.59	-68.12	248.07	361.35	474.21
借款	424.43	-679.68	3,498.58	0.00	0.00
支付利息或股息	-318.00	-363.69	-608.75	-687.53	-796.67
现金流净增加额	-1356.44	1076.87	3024.95	1468.95	2638.53

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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

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。