歌尔股份（002241）

公司研究/点评报告

受益 TWS 行业高景气、VR 创新不断

点评报告/电子　　2020 年 08 月 21 日

一、事件概述

2020/08/20 公司公告，20H1 实现营业收入 155.7 亿元，同比增长 15%，归母净利润 7.8 亿元，同比增长 49%。

二、分析与判断

➢ TWS 产能释放驱动增长

Q2 实现营业收入 90 亿元，同比+16%，环比+41%；归母净利润 4.9 亿元，同比+52%，环比+66%。公司 20H1 增长主要来自智能声学板块（TWS 耳机、智能音箱）、精密组件板块，分别实现营收 65/50 亿元，同比+25%/+26%，其中智能声学板块主要受益于产能爬坡+TWS 行业景气延续。

➢ Q3 预计同比增长 93%-136%，TWS 耳机提供成长

公司预告 Q3 净利润为 8.9-10.9 亿元，同比增长 93%-136%，环比增长 82%-124%，公司目前为 Airpods 主力供应商之一，Q3 高增长主要是订单增加、产能释放、爬坡顺利带来盈利能力持续改善。

➢ VR/AR 打开中长期增长空间

据 IDC 预测，20 年全球 VR 产品出货量将达 710 万台，同比+24%，各品牌逐步推出新产品，推动行业发展。因 VR/AR 产品功能集成度高、涉及领域广，公司深耕声光电领域经年积累，明年有望高速发展，并持续高增长。

三、投资建议

预计公司 20-22 年营业收入 490/680/880 亿元，预计归母净利润 23/35/46 亿元，对应估值 56/37/28 倍，参考 SW 电子 2020/08/20 最新 TTM 估值 59 倍，考虑到公司在 TWS 行业处于龙头地位，我们认为公司低估，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情控制不达预期、中美贸易摩擦升级、下游客户出货量不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	35,148	49,000	68,000	88,000
增长率（%）	48.0	39.4	38.8	29.4
归属母公司股东净利润（百万元）	1,281	2,332	3,496	4,630
增长率（%）	47.6	82.1	49.9	32.5
每股收益（元）	0.40	0.72	1.08	1.43
PE（现价）	100.2	55.8	37.2	28.1
PB	8.1	7.1	5.9	4.9

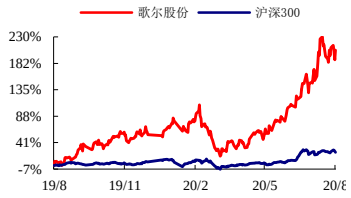
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格： 40.09 元

交易数据	2020-8-20
近 12 个月最高/最低(元)	43.21/13.16
总股本（百万股）	3,245
流通股本（百万股）	2,721
流通股比例（%）	83.85
总市值（亿元）	1,301
流通市值（亿元）	1,091

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：王芳

执业证号：S0100519090004

电话：021-60876730

邮箱：wangfang@mszq.com

相关研究

1.【民生电子】歌尔股份（002241）三季报点评：Q3 扣非超预期，受益 TWS 耳机爆发有望加速

2.歌尔股份(002241):对外投资两全资子公司，承接公司战略落地

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**35,148**	**49,000**	**68,000**	**88,000**
营业成本	29,726	41,454	57,256	74,096
营业税金及附加	224	294	408	528
销售费用	534	735	1,020	1,320
管理费用	838	1,225	1,700	2,200
研发费用	1,807	2,450	3,400	4,400
EBIT	2,018	2,842	4,216	5,456
财务费用	364	98	103	8
资产减值损失	(109)	0	0	0
投资收益	(160)	0	0	0
营业利润	**1,496**	**2,744**	**4,113**	**5,448**
营业外收支	(25)	0	0	0
利润总额	**1,472**	**2,744**	**4,113**	**5,448**
所得税	192	412	617	817
净利润	1,279	2,332	3,496	4,630
归属于母公司净利润	**1,281**	**2,332**	**3,496**	**4,630**
EBITDA	**4,010**	**4,860**	**6,371**	**7,725**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3613	0	(0)	2775
应收账款及票据	8144	12661	17478	22287
预付款项	218	297	425	543
存货	5296	7443	10272	12455
其他流动资产	322	322	322	322
流动资产合计	**17701**	**20971**	**28681**	**38717**
长期股权投资	270	270	270	270
固定资产	11502	12616	13560	14467
无形资产	2397	2286	2206	2136
非流动资产合计	**16957**	**16873**	**16249**	**15440**
资产合计	**34658**	**37844**	**44930**	**54157**
短期借款	6154	3442	1288	0
应付账款及票据	9675	12472	17603	22840
其他流动负债	5	5	5	5
流动负债合计	**17558**	**18075**	**21666**	**26262**
长期借款	344	344	344	344
其他长期负债	630	630	630	630
非流动负债合计	**973**	**973**	**973**	**973**
负债合计	**18531**	**19049**	**22639**	**27236**
股本	3245	3245	3245	3245
少数股东权益	22	22	22	22
股东权益合计	**16129**	**18461**	**21957**	**26588**
负债和股东权益合计	**34658**	**37844**	**44930**	**54157**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	48.0	39.4	38.8	29.4
EBIT 增长率	45.9	40.8	48.3	29.4
净利润增长率	47.6	82.1	49.9	32.5
盈利能力				
毛利率	15.4	15.4	15.8	15.8
净利润率	3.6	4.8	5.1	5.3
总资产收益率 ROA	3.7	6.2	7.8	8.6
净资产收益率 ROE	8.0	12.6	15.9	17.4
偿债能力				
流动比率	1.0	1.2	1.3	1.5
速动比率	0.7	0.7	0.8	1.0
现金比率	0.2	0.0	0.0	0.1
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	78.3	87.0	86.6	85.4
存货周转天数	53.6	55.3	55.7	55.2
总资产周转率	1.1	1.4	1.6	1.8
每股指标（元）				
每股收益	0.4	0.7	1.1	1.4
每股净资产	5.0	5.7	6.8	8.2
每股经营现金流	1.7	0.3	1.2	1.7
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	100.2	55.8	37.2	28.1
PB	8.1	7.1	5.9	4.9
EV/EBITDA	23.0	18.4	13.5	10.6
股息收益率	0.2	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,279	2,332	3,496	4,630
折旧和摊销	2,100	2,018	2,155	2,269
营运资金变动	1,515	(3,537)	(1,967)	(1,377)
经营活动现金流	**5,438**	**1,002**	**3,788**	**5,566**
资本开支	2,987	1,598	1,531	1,460
投资	(211)	0	0	0
投资活动现金流	**(3,038)**	**(1,598)**	**(1,531)**	**(1,460)**
股权募资	1	0	0	0
债务募资	(506)	(115)	0	0
筹资活动现金流	**(1,337)**	**(3,017)**	**(2,257)**	**(1,331)**
现金净流量	**1,064**	**(3,613)**	**(0)**	**2,775**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。