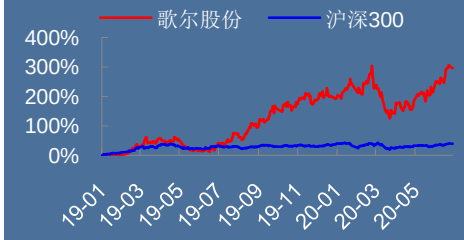
证券研究报告

公司研究——事项点评

歌尔股份（002241.SZ）



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

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

受益 TWS 耳机推动，2 季度业绩持续高增长

2020 年 6 月 30 日

事件：2020 年 6 月 29 日，歌尔股份发布 2020 年半年度业绩预告，公司预计上半年实现归母净利润 7.60-7.86 亿元，同比增长 45%-50%；对应 Q2 单季度实现归母净利润 4.65-4.92 亿元，同比增长 45.5%-53.6%。

点评：

- **TWS 耳机+VR 设备推动，二季度业绩维持高增：**2020 年上半年公司实现归母净利润 7.60-7.86 亿元，去年同期则为 5.24 亿元，对应同比增长 45%-50%；2020Q2 单季度实现归母净利润 4.65-4.92 亿元，去年单季度同期则为 3.21 亿元，对应同比增长 45.5%-53.6%。

从具体业务而言，我们认为公司 2020Q2 业绩成长主要源于智能声学整机和智能硬件两大板块的驱动。

智能声学整机方面：2019Q2，公司的 AirPods 产线数量相对较少，且处于建设爬坡以及生产经验的积累过程中，自动化水平和良率都有较大提升空间；而 2020Q2，我们认为公司的 AirPods 产线数量明显增长，且人力显著下降/自动化水平显著提升，良率稳定在较高水平。**因此，上半年 AirPods 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。展望下半年，预计公司的 AirPodsPro 产线将顺利量产，公司在普通款上积累的生产经验将会缩短爬坡过程，加速良率提升，更快地实现盈利。**

智能硬件方面：受疫情影响，消费者运动和健康需求提升，**我们认为具备运动数据收集及心率检测功能的手环、手表销量表现良好，带动公司的可穿戴业务提升。**另外，居家时间增长叠加 3A 级游戏出现带动 VR 设备成长。以 Steam 游戏平台为例，**2020 年 4 月和 5 月 VR 连接比例为 1.91%-1.92%，对应约 250-300 万台的绝对量，相较于 3 月份有百万级别数量的提升。就具体品牌来看，Oculus 占到了 Steam 平台 VR 连接量的 4 成以上份额，歌尔股份作为 Oculus 的主要供应商，显然会受益于这一趋势。**游戏相关业务，两大主机平台产品（PS、Xbox）均处于生命周期末尾，新世代的产品将会在年底发售，终端产品前后衔接时期，整机/配件业务将更多地在明年体现盈利。**总体而言，我们预计智能硬件业务今年将会显著受益于可穿戴和 VR 产品增长。**

精密零组件方面：上半年全球智能手机销售仍暂受疫情压制，歌尔的 Speaker/Receiver 业务会相应受到短暂影响，但整体市场份额有所提升；另外，MEMS 麦克风则相对受益于市占率及 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。**

另外在运营角度来看，我们认为 2020Q2 公司的降本控费成效进一步凸显，盈利能力同比/环比提升。一方面，公司的

AirPods 产线良率同比提升，相应的盈利能力会显著改善；另外，生产端没有了疫情影响，降本控费效果会较 2020Q1 有所提升。**展望下半年，可转债落地带来现金流的进一步优化，预计会对财务费用产生正面影响；**并且，随着**家园 4 号持股计划**的落地，零价格转让叠加解锁条件替代原来家园 1-3 号的激励方法，**我们认为可以更有效地对员工形成激励，调动员工积极性，推动整体运营效率的提升。**

- **围绕“零件+成品”战略布局，未来成长道路清晰：**公司零件业务主要是声、光、电领域的零组件，成品业务则是基于零件业务发展的可穿戴、虚拟现实和智能家居方面的业务。**公司零件和整机业务相互协同，整机带动零件，零件支撑整机，整机零件互相拉动、互相支撑。**近年来，公司积极拓展智能机以外的市场机会，布局 TWS 耳机、VR/AR 等市场，在智能声学整机业务板块取得了快速增长。同时公司是全球领先的电声元器件供应商，核心元器件与终端成品协同效应凸显，进一步增强了自身竞争力。

  下游市场方面，苹果公司的可穿戴业务 1Q20 营收 62.8 亿，同比增长 22.5%，是其各业务中表现最强的板块。我们预计 2020 年内 Airpods 销量将达 8500-9000 万部，同比增长在 40%-50%左右。安卓阵营方面，目前存量机型的 TWS 耳机渗透率仅有 2%，后续成长空间广阔；智能手表方面，华为 GT 系列智能手表发售 45 天超过 100 万销量，OPPO、小米等终端厂商也积极推出自家的系列智能手表。**歌尔作为可穿戴设备的 ODM/JDM 龙头，依托“零件+成品”战略布局，有望充分受益于可穿戴设备的普及浪潮。**

- **AR/VR 显示业务，远期成长的动力引擎：**随着 AR/VR 相关的各项技术水平的进步，原有的产品痛点逐渐被一一解决，而且 5G 技术的快速发展也将会对 AR/VR 行业注入新动力；在内容上，近期的 V 社新作 Half-LifeAlyx 将 VR 游戏带入了 3A 级别，对 VR 内容创作者会有带动作用；另外 AR/VR 行业经过了早期的野蛮生长之后，终端品牌上已经有很大程度的洗牌，行业集中度有了较大程度的提升。歌尔在 AR/VR 行业耕耘多年，和头部的 Sony、Oculus 等终端大厂均有合作，另在今年一季度和高通共同推出全球首款支持 5G 的扩展现实（XR）参考设计。综上，**产品痛点的解决叠加顶级内容的加入有利于推动 AR/VR 行业发展，行业洗牌之后行业集中度进一步提升，歌尔作为头部企业的主力供应商，该板块的业务在未来行业的发展中有望快速成长。**

- **投资建议：**我们认为歌尔股份上半年获利能力有明显提升，内部管理改善硕果落地。公司围绕“零件+成品”战略布局，不断夯实元器件竞争力的同时，积极拓展智能机以外的市场机会，布局 TWS 耳机、VR/AR 等市场，在智能声学整机业务板块取得了快速增长。下游市场方面，苹果可穿戴业务高速发展，国内安卓系终端厂商在可穿戴领域亦在积极布局；另外 5G 技术的快速发展也将会对 AR/VR 行业注入动力。我们看好歌尔股份作为可穿戴设备和 AR/VR 领域的 ODM/JDM 龙头，依托“零件+成品”战略布局，将充分受益于行业趋势。

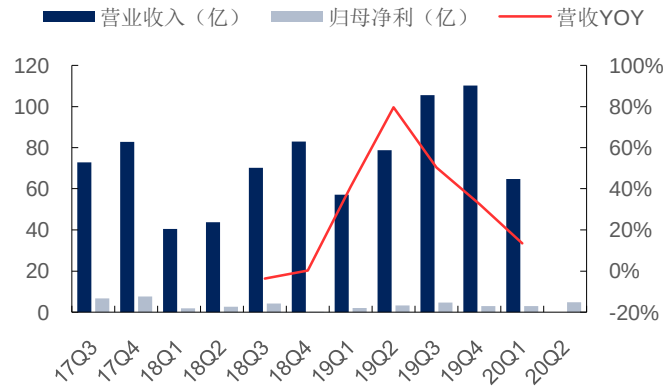
- **风险因素：**疫情反复；下游需求不及预期；市场竞争加剧；

表 1：公司历次员工持股计划情况（购买价格/收盘价均为前复权价格）

名称	参与对象	资金来源	股票来源及数量	员工购买均价	减持期间	减持期间收盘价均值
家园 1 号	不超过 1000 人	大股东借款	受让实际控制人 2957.95 万股	16.2	2019/1/1~2019/3/20	8.06
家园 2 号	不超过 150 人	合法薪酬、自筹资金	二级市场买入 1302.17 万股	11.2	2019/1/1~2019/3/20	8.06
家园 3 号	不超过 1600 人	合法薪酬、自筹资金	受让实际控制人 5500 万股	11.5	2019/2/9 后	/
家园 4 号	不超过 4000 人	零价格转让	受让公司回购的 4927 万股	0	/	/

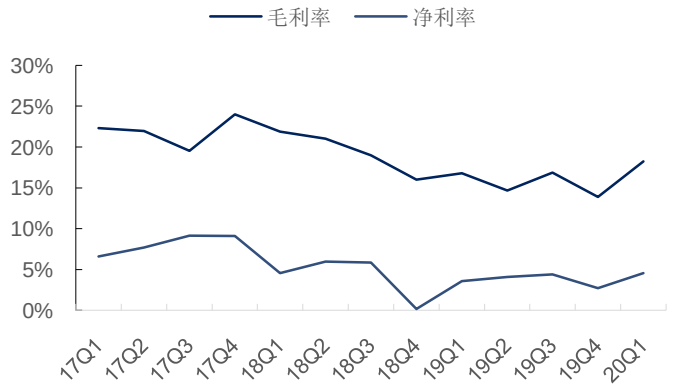
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 1：歌尔股份营收及利润表现（Q2 净利取预告中值）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

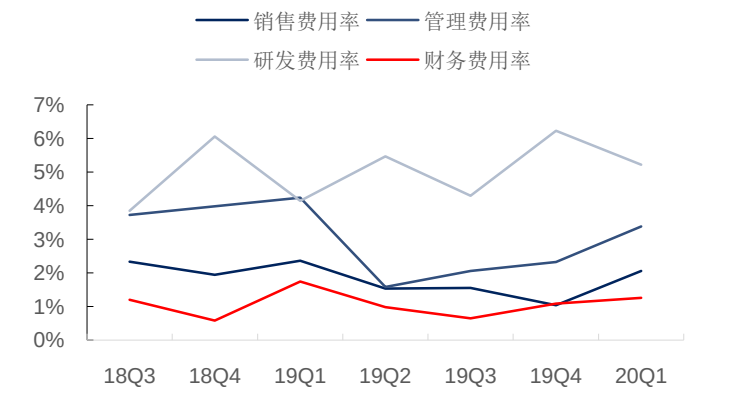
图 2：歌尔股份利润率表现



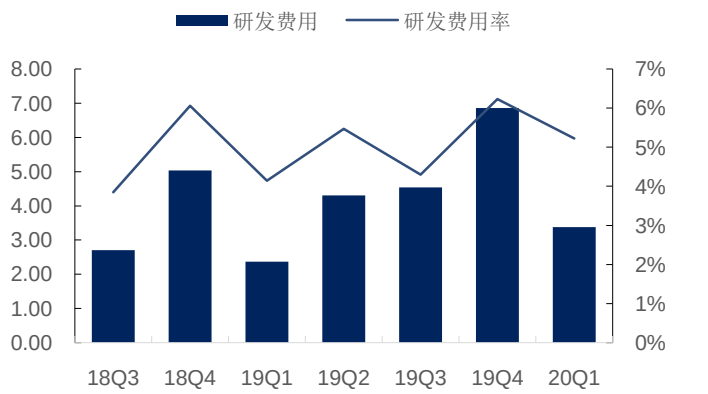
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：歌尔股份期间费用率情况

图 4：歌尔股份研发费用情况（亿元）

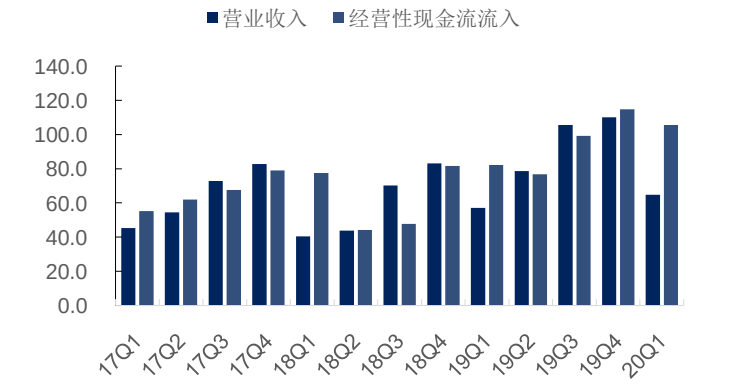


资料来源：Wind，信达证券研发中心



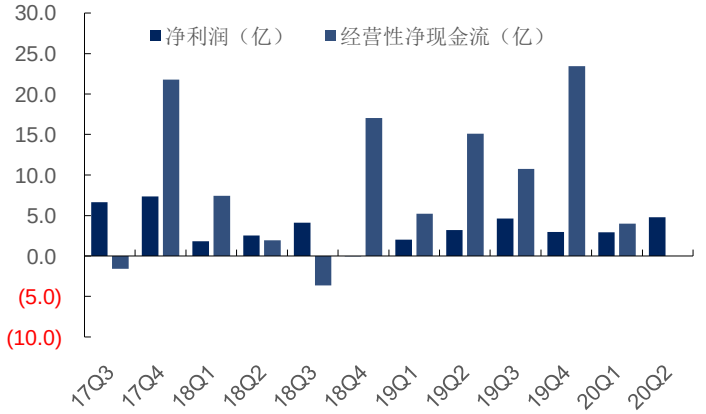
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：歌尔股份营收与经营性现金流流入（亿元）



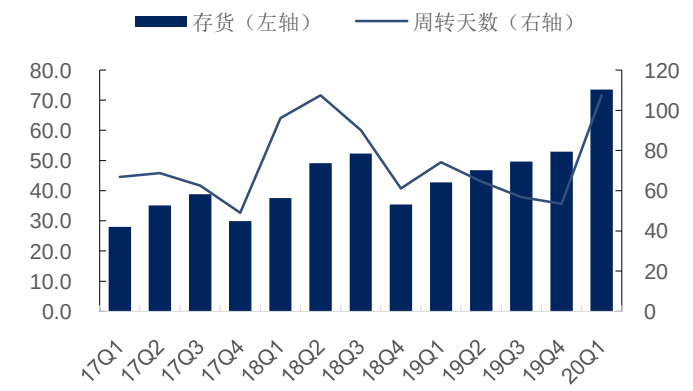
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：歌尔净利润与经营性净现金流（Q2 净利取预告中值）



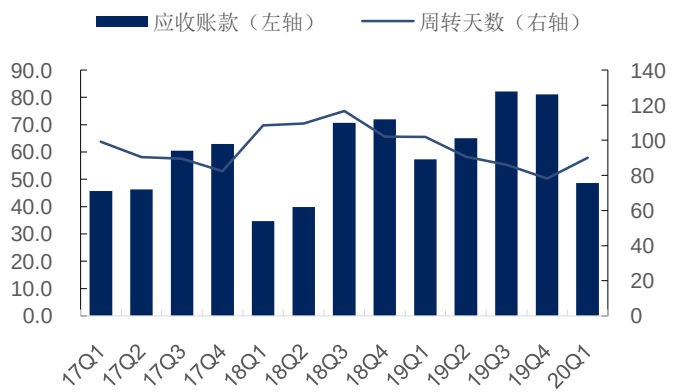
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：歌尔股份存货情况（亿元）



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（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

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。

王佐玉，北京外国语大学金融硕士。2017 年加入信达证券，从事电子行业研究。

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。