歌尔股份（002241）

TWS 放量助力高成长

买入（维持）

2020 年 06 月 30 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	35,148	48,697	65,844	81,284
同比（%）	48.0%	38.6%	35.2%	23.5%
归母净利润（百万元）	1,281	2,018	2,731	3,513
同比（%）	47.6%	57.6%	35.4%	28.6%
每股收益（元/股）	0.39	0.62	0.84	1.08
P/E（倍）	67.66	42.95	31.73	24.67

公告：公司发布 2020 年半年度业绩预告，2020 年上半年公司归母净利润 7.60-7.86 亿元，同比增长 45%-50%，其中，2020 年第二季度归母净利润 4.66-4.92 亿元，同比增长 45%-53%。

投资要点

- **TWS 耳机产品下游需求旺盛，业绩实现高速增长：**公司 2020 年上半年归母净利润同比增长 45%-50%，其中，2020Q2 归母净利润同比增长 45%-53%，业绩实现高速增长，主要得益于 2020 年上半年 TWS 耳机市场需求旺盛，公司智能无线耳机产品销售收入增长，同时公司产线良率稳步提升，带动公司盈利能力改善。

- **TWS 代工业务布局完善，率先受益于市场需求提升：**TWS 耳机市场高增长趋势延续，根据 Counterpoint 的预测，2020 年 TWS 耳机的出货量有望达 2.3 亿台，同比增速达 78.29%。公司在 TWS 耳机领域具备软硬件一体化开发的核心技术，可提供从结构设计、天线设计、音频 IC 集成、传感器集成到嵌入式系统集成的一站式解决方案，产能配置充足，产线良率持续改善，且精密零部件自制比例稳步提升，在 TWS 市场的领先地位显著。目前，公司已成为 AirPods 核心供应商，根据 Strategy Analytics 的数据，2019 年 AirPods 出货量达 6000 万部，2020 年有望达 9000 万部，AirPods 出货量的持续增长有望为公司带来可观的业绩增量，同时，公司也与华为等安卓系 TWS 客户建立了合作关系，有望充分受益于 TWS 耳机市场的快速增长。

- **智能手表、VR/AR 业务优势地位明显，公司成长动能充足：**公司在精密零组件、智能声学整机和智能硬件领域的市场优势地位明显，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。在 VR/AR 领域，公司是全球 VR/AR 代工厂龙头，业务全面覆盖 VR 产业链，具备 VR 头显及相关设备的一站式研发制造能力，目前已进入 Oculus、Sony 供应链，中高端 VR 产品的出货量市场份额领先；在 AR 领域公司积极布局，可提供分光曲面反射、棱镜反射等 AR 光学解决方案，并在自由曲面、光波导、微显示等前沿 AR 光学技术上持续进行研发投入，公司未来的成长动能充足。

- **盈利预测与投资评级：**随着 TWS 耳机、智能手表、VR/AR 等智能硬件市场的快速发展，公司未来的成长空间十分广阔。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 486.97、658.44、812.84 亿元，同比增长 38.6%、35.2%、23.5%；2020-2022 年归母净利润为 20.18、27.31、35.13 亿，同比增长 57.6%、35.4%、28.6%，实现 EPS 为 0.62、0.84、1.08 元，对应 PE 为 43、32、25 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)	26.70
一年最低/最高价	9.03/27.68
市净率(倍)	5.44
流通 A 股市值(百万元)	72647.96

基础数据

每股净资产(元)	4.91
资产负债率(%)	53.45
总股本(百万股)	3245.10
流通 A 股(百万股)	2720.90

相关研究

1、《歌尔股份（002241）：TWS 推动业绩反转，VR/AR 助力长期成长》2019-10-27

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**	**24,967**	**26,638**	**33,453**
现金	3,613	5,523	6,663	8,388
应收账款	8,104	9,604	10,655	14,355
存货	5,296	9,385	8,550	10,154
其他流动资产	691	455	769	555
非流动资产	**16,957**	**21,063**	**25,658**	**28,887**
长期股权投资	270	304	341	378
固定资产	11,502	16,102	20,924	24,378
在建工程	1,539	1,103	964	860
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**	**46,031**	**52,296**	**62,339**
流动负债	**17,558**	**26,758**	**30,418**	**37,362**
短期借款	6,154	10,112	14,304	17,501
应付账款	8,977	14,094	12,810	16,286
其他流动负债	2,426	2,552	3,304	3,574
非流动负债	**973**	**1,449**	**1,645**	**1,553**
长期借款	344	819	1,015	923
其他非流动负债	630	630	630	630
负债合计	**18,531**	**28,206**	**32,062**	**38,914**
少数股东权益	22	24	27	30
归属母公司股东权益	16,107	17,800	20,207	23,395
负债和股东权益	**34,660**	**46,031**	**52,296**	**62,339**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5,451	4,689	5,058	6,601
投资活动现金流	-3,038	-6,118	-7,363	-6,777
筹资活动现金流	-1,337	3,339	3,445	1,901
现金净增加额	1,087	1,910	1,140	1,725
折旧和摊销	1,992	1,993	2,754	3,533
资本开支	3,177	4,073	4,557	3,192
营运资本变动	1,515	186	-1,163	-1,396

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**35,148**	**48,697**	**65,844**	**81,284**
减:营业成本	29,726	40,375	53,807	65,466
营业税金及附加	224	292	527	650
营业费用	534	974	1,185	1,463
管理费用	838	4,102	6,297	8,571
财务费用	364	472	719	932
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**	**2,368**	**3,199**	**4,090**
加:营业外净收支	-25	-20	-20	-20
利润总额	**1,472**	**2,348**	**3,179**	**4,070**
减:所得税费用	192	329	445	553
少数股东损益	-1	2	3	4
归属母公司净利润	**1,281**	**2,018**	**2,731**	**3,513**
EBIT	1,759	2,723	3,766	4,840
EBITDA	3,750	4,716	6,520	8,373

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.39	0.62	0.84	1.08
每股净资产(元)	4.96	5.49	6.23	7.21
发行在外股份(百万股)	3245	3245	3245	3245
ROIC(%)	6.5%	8.0%	8.9%	9.8%
ROE(%)	7.9%	11.3%	13.5%	15.0%
毛利率(%)	15.4%	17.1%	18.3%	19.5%
销售净利率(%)	3.6%	4.1%	4.1%	4.3%
资产负债率(%)	53.5%	61.3%	61.3%	62.4%
收入增长率(%)	48.0%	38.6%	35.2%	23.5%
净利润增长率(%)	47.6%	57.6%	35.4%	28.6%
P/E	67.66	42.95	31.73	24.67
P/B	5.38	4.87	4.29	3.70
EV/EBITDA	24.11	19.64	14.72	11.64

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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