

歌尔股份 (002241)

先行 VR/AR+AI 新世界，引领声学弹性大未来

先行 VR/AR+AI 新世界

谷歌系列新品发布，AI 贯穿始终，Pixel Buds 等产品惊艳世界，人工智能+软件+硬件的深度结合是灵魂，机器学习速度惊人，并通过手机、VR、音箱、耳机改变一切。公司不仅与谷歌合作已久，更与微软、亚马逊、索尼等等国际一流科技企业长期深度合作，多款精妙产品或陆续推出、或正热切研发，这里有未来的样子。PS 4 及 PS 4 Pro 全球持续热销、内容生态日益完善、PS VR 的升级版也即将在日本发售，**预计公司今年 PS VR 出货近 350 万台并有望在明后年持续翻倍**。此外，我们从产业链了解到，公司与联想合作的 VR 及 AR 新品已经发布，搭配星球大战等经典内容，预计也将引爆新一轮消费热潮。全球巨头争相布局 VR/AR+AI 的世界，公司则具备出色的光学实力、算法储备以及微显示领域相关公司的投资，**拥有从设计、制造、测试到供应链整合的完整能力，并与国际大客户均有紧密合作，积累深厚，领先卡位、打开未多年高速增长空间。**

引领声学弹性大未来

A 客户方面，我们从产业链了解到，今年的旗舰机型**声学单价近翻倍、公司供货份额超预期提升，潜在换机需求旺盛**；预计旗舰机型 Q4 单季对零组件的备货量即有望达 5000 万以上、明年出货持续快速爬升，**景气至少持续至 18H2**。此外，我们也从产业链了解到，公司在安卓客户的份额也在快速提升，特别是高单价、大出货量的旗舰机型。声音作为重要入口，**声学升级从 iOS 到安卓趋势明确**，快速升级的产品结构也持续筑高公司的竞争壁垒。展望未来，从手机到智能音箱、蓝牙耳机，万物互联、声音是最直接的重要入口，公司 MEMS 能力储备深厚，在麦克风领域深耕多年，微型声学器件能力全球领先，通过收购的丹拿音响更具备了出色的大喇叭能力，**将享受趋势性行业红利，并为公司多年的业绩持续贡献弹性。**

估值与盈利预测

声学升级趋势明确，VR/AR 出货及新品发布持续超预期，智能硬件结合 AI 打开产业链大空间；维持 6 个月目标价 27.54 元，**持续推荐**。

风险提示：声学升级幅度不及预期，VR/AR 出货量不及预期，智能音箱、蓝牙耳机等渗透不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,656.03	19,287.81	26,992.90	36,940.57	52,825.67
增长率(%)	7.54	41.24	39.95	36.85	43.00
EBITDA(百万元)	2,308.35	2,815.54	3,419.18	4,278.57	5,662.46
净利润(百万元)	1,251.14	1,651.50	2,277.33	3,138.80	4,336.40
增长率(%)	(24.51)	32.00	37.90	37.83	38.16
EPS(元/股)	0.39	0.51	0.70	0.97	1.34
市盈率(P/E)	52.50	39.77	28.84	20.93	15.15
市净率(P/B)	6.98	6.06	4.62	3.88	3.17
市销率(P/S)	4.81	3.41	2.43	1.78	1.24
EV/EBITDA	23.68	15.53	20.25	15.03	11.97

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/电子制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20.24 元
目标价格	27.54 元
上次目标价	27.54 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,245.10
流通 A 股股本(百万股)	2,720.06
A 股总市值(百万元)	65,680.90
流通 A 股市值(百万元)	55,054.05
每股净资产(元)	4.22
资产负债率(%)	44.93
一年内最高/最低(元)	35.88/16.28

作者

农冰立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110006
nongbingli@tfzq.com

张昕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090002
zhangxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《歌尔股份-半年报点评:前三季度高速增长持续，迎接 17H2 备货旺季》 2017-08-18
- 2 《歌尔股份-公司点评:边际改善显著，产业空间打开！》 2017-06-11
- 3 《歌尔股份-季报点评:17H1 增速维持高位，龙头红利持续兑现》 2017-04-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,378.76	3,468.29	2,159.43	3,600.65	4,226.05
应收账款	3,821.56	5,495.79	9,775.64	8,313.37	17,554.24
预付账款	88.77	67.38	247.44	167.68	433.55
存货	2,146.93	2,432.73	4,338.54	5,180.78	8,606.26
其他	207.08	353.68	344.87	348.64	555.59
流动资产合计	10,643.08	11,817.88	16,865.92	17,611.12	31,375.69
长期股权投资	123.20	217.48	217.48	217.48	217.48
固定资产	5,895.62	7,141.60	7,483.62	7,567.80	7,484.28
在建工程	796.78	1,615.77	1,005.46	651.28	420.77
无形资产	1,407.60	1,618.26	1,422.18	1,226.10	1,030.02
其他	381.66	501.10	412.42	399.23	374.61
非流动资产合计	8,604.86	11,094.22	10,541.16	10,061.89	9,527.16
资产总计	19,247.95	22,912.09	27,407.08	27,673.01	40,902.84
短期借款	2,276.88	4,117.97	3,418.68	0.00	3,424.78
应付账款	2,620.76	3,754.51	6,278.46	7,010.86	12,236.37
其他	1,002.23	1,343.63	1,138.52	1,409.28	1,545.68
流动负债合计	5,899.87	9,216.11	10,835.66	8,420.13	17,206.82
长期借款	1,589.30	321.31	85.39	0.00	693.50
应付债券	2,152.82	2,254.36	2,151.99	2,186.39	2,197.58
其他	108.97	271.89	141.60	174.15	195.88
非流动负债合计	3,851.10	2,847.55	2,378.97	2,360.54	3,086.96
负债合计	9,750.97	12,063.66	13,214.64	10,780.68	20,293.78
少数股东权益	91.85	3.20	(11.22)	(54.02)	(120.40)
股本	1,526.46	1,526.63	3,245.10	3,245.10	3,245.10
资本公积	2,038.70	1,997.19	1,997.19	1,997.19	1,997.19
留存收益	7,491.89	8,949.21	10,958.56	13,701.25	17,484.36
其他	(1,651.93)	(1,627.80)	(1,997.19)	(1,997.19)	(1,997.19)
股东权益合计	9,496.97	10,848.43	14,192.45	16,892.33	20,609.06
负债和股东权益总	19,247.95	22,912.09	27,407.08	27,673.01	40,902.84

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,240.41	1,608.95	2,277.33	3,138.80	4,336.40
折旧摊销	696.69	913.71	524.38	546.08	560.11
财务费用	400.56	255.80	261.37	98.85	110.87
投资损失	(0.24)	(1.87)	(1.41)	(1.17)	(1.29)
营运资金变动	213.19	(404.05)	(4,061.61)	1,739.19	(7,733.11)
其它	(141.53)	(103.32)	(14.42)	(42.80)	(66.38)
经营活动现金流	2,409.07	2,269.22	(1,014.35)	5,478.95	(2,793.40)
资本支出	2,032.24	3,103.58	190.29	47.45	28.27
长期投资	1.10	94.28	0.00	0.00	0.00
其他	(4,261.71)	(6,667.77)	(248.87)	(126.28)	(76.98)
投资活动现金流	(2,228.37)	(3,469.91)	(58.59)	(78.83)	(48.71)
债权融资	6,415.92	7,109.49	6,053.84	2,589.91	6,721.58
股权融资	(212.33)	(144.73)	1,087.71	(98.85)	(110.87)
其他	(6,583.48)	(6,491.63)	(7,377.47)	(6,449.95)	(3,143.20)
筹资活动现金流	(379.89)	473.13	(235.92)	(3,958.89)	3,467.51
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(199.19)	(727.56)	(1,308.86)	1,441.22	625.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,656.03	19,287.81	26,992.90	36,940.57	52,825.67
营业成本	10,256.14	14,969.06	20,826.82	28,625.20	41,458.52
营业税金及附加	52.20	119.03	132.36	183.44	262.32
营业费用	362.42	444.91	604.40	886.54	1,162.16
管理费用	1,345.24	1,754.43	2,505.22	3,475.86	4,807.14
财务费用	188.02	86.01	261.37	98.85	110.87
资产减值损失	9.49	74.45	30.71	38.22	34.47
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.24	1.87	1.41	1.17	1.29
其他	(0.47)	(3.73)	(2.82)	(2.34)	(2.58)
营业利润	1,442.74	1,841.79	2,633.43	3,633.63	4,991.48
营业外收入	57.33	77.20	76.79	70.44	74.81
营业外支出	9.48	14.27	12.64	12.13	13.01
利润总额	1,490.58	1,904.72	2,697.59	3,691.94	5,053.28
所得税	250.18	295.77	434.67	595.95	783.26
净利润	1,240.41	1,608.95	2,262.92	3,096.00	4,270.02
少数股东损益	(10.74)	(42.55)	(14.42)	(42.80)	(66.38)
归属于母公司净利润	1,251.14	1,651.50	2,277.33	3,138.80	4,336.40
每股收益（元）	0.39	0.51	0.70	0.97	1.34

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	7.54%	41.24%	39.95%	36.85%	43.00%
营业利润	-25.02%	27.66%	42.98%	37.98%	37.37%
归属于母公司净利润	-24.51%	32.00%	37.90%	37.83%	38.16%
获利能力					
毛利率	24.90%	22.39%	22.84%	22.51%	21.52%
净利率	9.16%	8.56%	8.44%	8.50%	8.21%
ROE	13.30%	15.23%	16.03%	18.52%	20.92%
ROIC	13.48%	14.49%	17.24%	17.61%	27.67%
偿债能力					
资产负债率	50.66%	52.65%	48.22%	38.96%	49.61%
净负债率	-20.17%	-9.62%	10.47%	29.61%	22.27%
流动比率	1.80	1.28	1.56	2.09	1.82
速动比率	1.44	1.02	1.16	1.48	1.32
营运能力					
应收账款周转率	3.41	4.14	3.54	4.08	4.08
存货周转率	7.26	8.42	7.97	7.76	7.66
总资产周转率	0.74	0.91	1.07	1.34	1.54
每股指标（元）					
每股收益	0.39	0.51	0.70	0.97	1.34
每股经营现金流	0.74	0.70	-0.31	1.69	-0.86
每股净资产	2.90	3.34	4.38	5.22	6.39
估值比率					
市盈率	52.50	39.77	28.84	20.93	15.15
市净率	6.98	6.06	4.62	3.88	3.17
EV/EBITDA	23.68	15.53	20.25	15.03	11.97
EV/EBIT	33.51	22.68	23.92	17.23	13.28

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com