

歌尔股份(002241)

报告日期: 2020年10月23日

# TWS 及 VR 同步景气, 业绩环比持续提升

## ——歌尔股份 2020 三季报点评报告

✍️ : 蒋高振 执业证书编号: S1230520050002  
☎️ : 021-80106844  
✉️ : wangtian01@stocke.com.cn

### 报告导读

公司发布 2020 年三季报, Q3 业绩超预告上限, 原因系 TWS 及 VR 同步景气, 同时多产品线盈利能力提升。

### 投资点

#### □ TWS 及 AR 同步景气, Q3 业绩超预告上限

**20Q3 单季度:** Q3 业绩超预告上限, Q3 单季度营收 191.57 亿元, 同比+81.44%; 归母净利润 12.36 亿元, 同比+167.92%, 扣非后归母净利润 12.46 亿元, 同比+85.96%; 业绩成长原因主要系 TWS 与 VR 同步景气。毛利率 17.67%, 同比+1.54 pct; 净利率 8.71%, 同比+1.73pct。利润率提升原因主要系 TWS 稼动率及良率提升、韩系客户提升传统声学利润率。

**2020 前三季度:** 营收 347.73 亿元, 同比+43.90%; 归母净利润 20.16 亿元, 同比+104.71%; 扣非后归母净利润 19.84 亿元, 同比+82.44%; 业绩成长原因主要系 TWS 与 VR 同步景气。毛利率 17.67%, 同比+1.54 pct; 净利率 8.71%, 同比+1.73pct。利润率提升原因主要系 TWS 稼动率及良率提升、韩系客户提升传统声学利润率。

**公司 20 全年指引:** 归母净利润 27.53~28.81 亿元, 同比+115.00%~125.00%, 业绩成长原因主要系 TWS、精密零组件、VR 等产品收入提升、盈利能力改善。

#### □ 智能声学整机: TWS 销量持续景气, Pro 稼动率及良率稳定提升 智能声学整机板块前三季度实现收入 152.72 亿元, 同比+61.45%。

**TWS:** AirPods 需求维持高景气, iPhone 12 取消 in-box 耳机有望促进 AirPods 销售, 且目前 AirPods 在 iPhone 用户中普及率不足 15%, 预计 2020/21 AirPods 销量 0.95+1.3 亿台, 增速 69.6%/36.8%。公司 Q2 Pro 产线开始发货, 稼动率及良率提升状况良好, 同时 2 代线稼动率饱满, 年内综合净利率持续提升, 预计明年 Pro 机型份额将继续增加。安卓 TWS 需求增速更快, 2019-22 年具备 6 倍空间, 公司作为安卓高端 TWS 核心供应商明显受益。

**其他:** 公司领先布局智能家居, 预计 Amazon/Google/Apple 新款智能音箱 2020-21 年出货量增长明显。

#### □ 智能硬件: AR/VR 深度绑定全球大客户, 受益于 VR 需求高景气 智能硬件板块前三季度实现收入 101.50 亿元, 同比+52.05%。

**VR/AR:** 公司布局“整机+零品”技术, 绑定全球大客户, 已坐稳 VR/AR 顶级赛道。短期来看, 大客户 Oculus 新品销量火爆, 带动 20H2-21 年 VR 出货量高速增长。长期将受益于行业成熟, 5G 高速低延迟的特性在传输网络带宽和

### 评级

### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥42.56

### 单季度业绩

### 元/股

3Q/2020	0.38
2Q/2020	0.15
1Q/2020	0.09
4Q/2019	0.09



### 公司简介

### 相关报告

1 《可穿戴及 VR 产品线需求同步景气, 业绩环比持续提升——歌尔股份 2020 中报点评报告》2020.08.23

报告撰写人: 蒋高振  
联系人: 王恬

延迟上的技术进步减轻了 VR 设备所带来的晕眩感，叠加领先厂商对市场的推动，未来两年国际大客户有望集中推出新品，行业有望迎来快速成长期。

**其他：**Sony 新款 PS5 游戏机 2020-2021 年预计增厚公司业绩。智能手表健康功能升级，预计 2019-22 年苹果和安卓出货量具备约 1 倍和 3 倍成长空间，公司作为安卓智能手表组装龙头将持续受益。

#### □ 精密零部件：TWS/VR 景气带动声学/光学增长，韩系大客户声学份额持续提升

**精密零部件板块前三季度实现收入 83.08 亿元，同比+13.64%。**

声学产品（SPK+REC，MEMS 麦克风）为传统现金牛业务，前三季度受益于 TWS 景气度带动声学零件增长；同时韩系大客户声学份额快速增长，带动精密零部件业务毛利率显著提升。另外，VR 业务采用自身光学零件，VR 景气度带动光学零件业务增长。

#### □ 盈利预测及估值

随着 TWS 出货量及利润率持续提升、VR/AR 景气度持续，预计 2020/21 年归母净利润 28.5/42.9 亿元，EPS 0.88/1.32，当前股价对应 PE 48.3/32.3 倍，给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

1) 疫情影响下终端需求不及预期；2) AirPods 销量提升不及预期；3) VR/AR 行业发展不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	35147.81	54225.00	74200.62	98051.40
(+/-)	47.99%	54.28%	36.84%	32.14%
净利润	1280.54	2853.65	4287.38	5891.55
(+/-)	47.58%	122.85%	50.24%	37.42%
每股收益(元)	0.39	0.88	1.32	1.82
P/E	107.85	48.40	32.21	23.44

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	17703.78	25663.68	34281.70	46133.12	<b>营业收入</b>	35147.81	54225.00	74200.62	98051.40
现金	3612.73	3159.19	3054.50	6655.09	营业成本	29725.78	45142.84	61468.32	81196.82
交易性金融资产	46.91	26.35	35.13	36.13	营业税金及附加	224.49	346.33	473.92	626.25
应收账款	8144.14	13980.83	19280.33	24043.01	营业费用	534.44	813.37	1113.01	1470.77
其它应收款	60.25	152.17	173.95	224.37	管理费用	838.27	1247.17	1706.61	2255.18
预付账款	218.34	299.74	457.72	580.05	研发费用	1806.80	2787.16	3813.91	5000.62
存货	5296.46	7712.87	10922.21	14256.02	财务费用	363.69	484.98	472.15	402.82
其他	324.95	332.54	357.86	338.45	资产减值损失	122.03	188.27	257.62	340.43
<b>非流动资产</b>	16956.52	17582.81	18177.83	18430.66	公允价值变动损益	26.65	12.11	16.14	18.30
金额资产类	0.00	229.80	185.98	138.59	投资净收益	(159.71)	(81.76)	(107.85)	(116.44)
长期投资	269.96	255.81	257.81	261.19	其他经营收益	97.01	145.52	139.82	127.45
固定资产	11502.48	12457.75	12976.15	13241.83	<b>营业利润</b>	1496.26	3290.73	4943.20	6787.81
无形资产	2397.09	2377.23	2382.00	2365.17	营业外收支	(24.72)	(11.44)	(16.32)	(17.49)
在建工程	1433.49	1098.18	1013.86	870.20	<b>利润总额</b>	1471.54	3279.29	4926.88	6770.32
其他	1353.49	1164.05	1362.02	1553.68	所得税	192.40	428.76	644.18	885.21
<b>资产总计</b>	34660.30	43246.49	52459.53	64563.78	<b>净利润</b>	1279.14	2850.53	4282.69	5885.11
<b>流动负债</b>	17557.76	23087.91	27936.79	34146.83	少数股东损益	(1.40)	(3.12)	(4.69)	(6.44)
短期借款	6154.46	7722.64	6323.50	5812.71	<b>归属母公司净利润</b>	1280.54	2853.65	4287.38	5891.55
应付款项	9674.53	12986.10	18529.50	24753.51	<b>EBITDA</b>	3737.25	4766.63	6542.74	8396.41
预收账款	104.67	175.02	262.01	318.23	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.39	0.88	1.32	1.82
其他	1624.11	2204.15	2821.78	3262.38	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	973.34	783.09	864.55	873.66		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	343.65	343.65	343.65	343.65	<b>成长能力</b>				
其他	629.68	439.43	520.90	530.00	营业收入	47.99%	54.28%	36.84%	32.14%
<b>负债合计</b>	18531.10	23870.99	28801.34	35020.49	营业利润	48.71%	119.93%	50.22%	37.32%
少数股东权益	22.04	18.92	14.23	7.79	归属母公司净利润	47.58%	122.85%	50.24%	37.42%
归属母公司股东权益	16107.16	19356.57	23643.95	29535.50	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	34660.30	43246.49	52459.53	64563.78	毛利率	15.43%	16.75%	17.16%	17.19%
					净利率	3.64%	5.26%	5.77%	6.00%
					ROE	8.18%	16.07%	19.93%	22.15%
					ROIC	6.53%	11.21%	14.75%	16.84%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	53.46%	55.20%	54.90%	54.24%
					净负债比率	37.77%	36.36%	25.63%	19.32%
					流动比率	1.01	1.11	1.23	1.35
					速动比率	0.71	0.78	0.84	0.93
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.09	1.39	1.55	1.68
					应收账款周转率	4.60	4.89	4.40	4.43
					应付账款周转率	4.17	4.28	4.18	4.03
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.39	0.88	1.32	1.82
					每股经营现金	1.68	0.02	1.07	1.91
					每股净资产	4.96	5.96	7.29	9.10
					<b>估值比率</b>				
					P/E	107.85	48.40	32.21	23.44
					P/B	8.57	7.14	5.84	4.68
					EV/EBITDA	18.23	30.15	21.78	16.47

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>