歌尔股份 002241.SZ

一季度业绩继续高增长，长期向上趋势不变

东方证券 ORIENT SECURITIES

- 公司发布 2020 年一季度业绩预告。

核心观点

- **净利润高增长，盈利能力持续改善：**公司 20Q1 归母净利润 2.85-3.25 亿元，同比增长 40-60%,。海外大客户 TWS 耳机订单充足，产能快速恢复，自动化水平与利润率持续向好，同时新增产线爬坡顺利，陆续贡献业绩增量，TWS 耳机业务盈利能力进一步提升；同时，积极推动复工复产正常化，目前进展顺利，体现了公司作为行业龙头的管理能力和资源调配优势，为订单按时高效交付打下坚实基础。未来随 TWS 耳机销量继续高增长，新型智能硬件全面开花，我们继续看好公司长期成长趋势！
- **TWS 耳机推动业绩持续向好：**TWS 耳机风口已至，20 年全球销量有望突破 1.5 亿只。公司在海外大客户中的份额与产能有望持续提升，利润率保持高水平，并积极切入降噪版新产品，同时在安卓客户中保持领先地位，未来随终端产品销量的快速提升和自身自动化水平的持续改善，有望继续成为公司主要业绩助力。
- **VR/AR 带来长期成长潜力：**公司具备成熟的光学技术和智能硬件设计制造能力，与全球科技大厂深度合作布局 VR/AR 产业链，今年随主要客户 VR 新产品上市与量产，公司 VR/AR 业务有望恢复成长，并长期受益于 5G 技术的推动及国家全方位支持。
- **声学零组件领先地位稳固：**公司声学器件在大客户中保持份额领先，并引领安卓客户技术升级方向，同时在微电子领域持续加强布局，MEMS 麦克风全球份额领先，并在 MEMS 智能传感器、SiP 先进封装等方面加强投入，有望保持核心零组件技术实力，并持续提升智能硬件整机利润水平。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 19-21 年 EPS 分别为 0.40、0.63、0.80 元，根据可比公司，给予公司 20 年 41 倍 PE 估值，对应目标价为 25.83 元，维持买入评级。

风险提示

- TWS 耳机销量不达预期；VR/AR 发展不达预期；全球疫情恶化风险。

公司主要财务信息

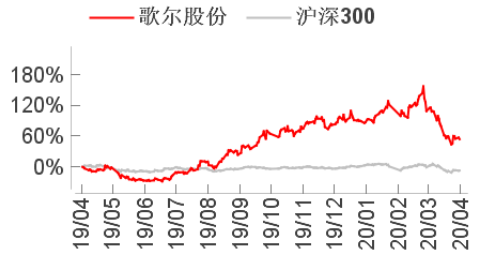
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25,537	23,751	35,161	50,846	63,098
同比增长(%)	*32.4%*	*-7.0%*	48.0%	*44.6%*	*24.1%*
营业利润(百万元)	2,497	1,006	1,633	2,421	3,069
同比增长(%)	*35.6%*	*-59.7%*	62.3%	*48.2%*	*26.8%*
归属母公司净利润(百万元)	2,139	868	1,306	2,058	2,608
同比增长(%)	*29.5%*	*-59.4%*	50.6%	*57.5%*	*26.8%*
每股收益（元）	0.66	0.27	0.40	0.63	0.80
毛利率(%)	22.0%	18.8%	16.9%	16.5%	16.1%
净利率(%)	8.4%	3.7%	3.7%	4.0%	4.1%
净资产收益率(%)	16.6%	5.8%	8.2%	11.8%	13.1%
市盈率	24.9	61.4	40.8	25.9	20.4
市净率	3.6	3.5	3.2	2.9	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价（2020 年 03 月 31 日）	16.41 元
目标价格	25.83 元
52 周最高价/最低价	27.4/7.65 元
总股本/流通 A 股（万股）	324,510/276,565
A 股市值（百万元）	53,252
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2020 年 04 月 01 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	5.67	-26.31	-17.62	56.29
相对表现	3.99	-19.87	-7.60	61.10
沪深 300	1.68	-6.44	-10.02	-4.81



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 蒯剑
021-63325888-8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005

证券分析师 马天翼
021-63325888*6115
matianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518090001

联系人 唐权喜
021-63325888-6086
tangquanxi@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,473	2,392	3,516	5,085	6,310
应收账款	6,291	7,192	8,790	12,712	15,774
预付账款	84	161	176	254	315
存货	2,995	3,549	4,382	6,368	7,942
其他	404	527	461	555	629
流动资产合计	**13,246**	**13,820**	**17,325**	**24,973**	**30,970**
长期股权投资	250	248	250	250	250
固定资产	9,567	11,117	12,791	13,967	14,788
在建工程	865	1,320	812	558	431
无形资产	1,610	2,024	1,927	1,795	1,639
其他	1,032	1,213	602	592	576
非流动资产合计	**13,324**	**15,922**	**16,382**	**17,162**	**17,684**
资产总计	**26,571**	**29,742**	**33,707**	**42,135**	**48,654**
短期借款	4,377	5,852	8,069	11,164	12,479
应付账款	4,533	5,287	6,719	9,764	12,178
其他	1,552	2,314	1,563	1,792	1,974
流动负债合计	**10,462**	**13,453**	**16,350**	**22,721**	**26,631**
长期借款	996	606	606	606	606
应付债券	0	0	0	0	0
其他	195	494	284	284	284
非流动负债合计	**1,191**	**1,100**	**891**	**891**	**891**
负债合计	**11,653**	**14,553**	**17,241**	**23,611**	**27,522**
少数股东权益	23	(12)	(12)	(12)	(12)
股本	3,245	3,245	3,245	3,245	3,245
资本公积	2,951	2,702	2,997	2,997	2,997
留存收益	8,823	9,366	10,348	12,406	15,014
其他	(124)	(113)	(113)	(113)	(113)
股东权益合计	**14,917**	**15,190**	**16,466**	**18,524**	**21,132**
负债和股东权益总计	**26,571**	**29,742**	**33,707**	**42,135**	**48,654**

现金流量表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	2,107	844	1,306	2,058	2,608
折旧摊销	1,232	1,512	1,472	1,746	2,002
财务费用	421	318	498	635	760
投资损失	3	82	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(340)	(985)	(1,083)	(2,835)	(2,200)
其它	108	505	517	30	24
经营活动现金流	**3,531**	**2,276**	**2,709**	**1,632**	**3,192**
资本支出	(2,774)	(3,590)	(2,530)	(2,525)	(2,523)
长期投资	(255)	35	76	0	0
其他	(747)	(708)	24	2	2
投资活动现金流	**(3,776)**	**(4,263)**	**(2,430)**	**(2,523)**	**(2,521)**
债权融资	(1,688)	351	(548)	0	0
股权融资	2,672	46	0	0	0
其他	(433)	233	1,394	2,460	554
筹资活动现金流	**551**	**630**	**846**	**2,460**	**554**
汇率变动影响	(161)	6	0	0	0
现金净增加额	**145**	**(1,350)**	**1,124**	**1,569**	**1,225**

利润表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**25,537**	**23,751**	**35,161**	**50,846**	**63,098**
营业成本	19,917	19,282	29,213	42,453	52,948
营业税金及附加	139	142	211	305	315
营业费用	503	569	703	1,017	1,136
管理费用	2,195	2,374	2,953	4,068	4,922
财务费用	421	318	498	635	760
资产减值损失	84	248	50	50	50
公允价值变动收益	0	10	0	0	0
投资净收益	(3)	(82)	2	2	2
其他	223	261	100	100	100
营业利润	**2,497**	**1,006**	**1,633**	**2,421**	**3,069**
营业外收入	15	10	10	20	20
营业外支出	12	23	65	20	20
利润总额	**2,500**	**993**	**1,578**	**2,421**	**3,069**
所得税	394	149	237	363	460
净利润	**2,107**	**844**	**1,341**	**2,058**	**2,608**
少数股东损益	(32)	(23)	0	0	0
归属于母公司净利润	**2,139**	**868**	**1,341**	**2,058**	**2,608**
每股收益（元）	0.66	0.27	0.40	0.63	0.80

主要财务比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	32.4%	-7.0%	48.0%	44.6%	24.1%
营业利润	35.6%	-59.7%	62.3%	48.2%	26.8%
归属于母公司净利润	29.5%	-59.4%	50.6%	57.5%	26.8%
获利能力					
毛利率	22.0%	18.8%	16.9%	16.5%	16.1%
净利率	8.4%	3.7%	3.7%	4.0%	4.1%
ROE	16.6%	5.8%	8.2%	11.8%	13.1%
ROIC	12.8%	5.2%	7.5%	9.2%	9.9%
偿债能力					
资产负债率	43.9%	48.9%	51.1%	56.0%	56.6%
净负债率	14.8%	33.6%	34.4%	38.8%	34.4%
流动比率	1.27	1.03	1.06	1.10	1.16
速动比率	0.98	0.76	0.79	0.81	0.86
营运能力					
应收账款周转率	4.4	3.5	4.4	4.7	4.4
存货周转率	7.3	5.8	7.3	7.8	7.3
总资产周转率	1.0	0.8	1.1	1.3	1.4
每股指标（元）					
每股收益	0.66	0.27	0.40	0.63	0.80
每股经营现金流	1.09	0.70	0.83	0.50	0.98
每股净资产	4.59	4.68	5.08	5.71	6.52
估值比率					
市盈率	24.9	61.4	40.8	25.9	20.4
市净率	3.6	3.5	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	14.1	20.6	16.2	12.2	10.0
EV/EBIT	20.0	44.2	27.4	19.1	15.3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn