

歌尔股份 (002241 CH, 持有, 目标价: RMB19.00)

买入

持有

卖出

目标价: RMB19.00 **当前股价: RMB20.30**

股价上行/下行空间 -6%

52 周最高/最低价 (RMB) 41.57/16.53

市值 (US\$mn) 10,093

当前发行数量(百万股) 3,417

三个月平均日交易额 (US\$mn) 417

流通盘占比 (%) 88

主要股东 (%)

歌尔集团 15

姜滨 8

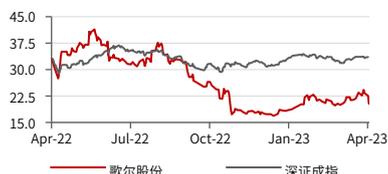
姜龙 7

按 2023 年 4 月 18 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	持有	N/A
目标价 (RMB)	19.00	20.70	-8%
2023E EPS (RMB)	0.73	1.38	-47%
2024E EPS (RMB)	1.05	1.56	-33%
2025E EPS (RMB)	1.25	N/A	N/A

股价表现


资料来源: FactSet

4Q22 和 1Q23 业绩低于预期, 期待下半年下游需求回暖

- 4Q22 和 1Q23 业绩低于预期, 4Q22 毛利率创上市以来新低, 短期业绩仍有较大压力;
- 手机市场依然疲软, VR 增长放缓, 期待下半年消费电子需求回暖;
- 维持“持有”评级, 目标价小幅下调至 19.00 元。

4Q22 和 1Q23 业绩低于预期: 根据公司发布的业绩报告, 4Q22 和 1Q23 收入同比分别增长 20.9%/19.9% 达到 307.4 亿元/241.2 亿元, 4Q22 创单季业绩历史高位, 1Q23 也是纵向来看一季度收入最高的一期。以上可归因于公司新增的业务主要偏组装, 收入增长较快。4Q22 毛利润达 19.2 亿元, 毛利率为 6.2% (远低于上年同期的 12.8%), 也是公司上市以来毛利率最低的一个季度。而 1Q23 延续了 4Q22 的低毛利率, 仅有 7%, 远低于去年同期的 13.7%, 主要原因是新增组装类的产品毛利率较低, 叠加整体市场下滑, 导致公司产品价格调整以及毛利率下滑。4Q22 净亏损 20 亿元, 其中其他费用为 16 亿元, 主要是大客户通知暂停生产其一款智能声学整机产品造成。1Q23 净利润 1.1 亿元, 低于市场预期, 主要是毛利率下降导致。公司仍在逐步恢复当中, 我们认为其短期业绩依然承压。

手机和智能声学市场仍旧疲软, 期待下半年回暖: 手机零部件和智能声学产品需求仍疲软, 出货量承压, 主要安卓手机厂家上半年仍在去库存, 大客户出货也有较大压力, 预期大客户的手机和智能声学业务均有不同程度的下滑。叠加 2022 年公司一款新的智能声学整机产品被客户要求停止生产, 对该板块的收入和利润均造成一定影响。我们预计下半年 Android 手机市场将逐步复苏, 消费类电子产品也逐步向好, 有望提升公司毛利率。

VR 出货增长放缓带来不确定性: 作为全球 VR 主流厂家 Oculus、索尼、PICO 的主要供应商, 歌尔股份的业绩直接受到全球 VR 出货量增长的影响。目前 VR 头显仍缺乏杀手级应用, 使用频次低, 主要用于视频和游戏 (参考游戏主机)。2022 年下半年开始, 主要的 VR 厂家产品出货量增长缓慢, 我们预计后续全球 VR 设备的出货增速将持续放缓, 给公司未来的业绩成长带来不确定性。同时也有新玩家进入 VR 组装市场, 带来竞争压力。

估值: 维持“持有”评级, 目标价为 19.00 元。 我们采用市盈率作为关键估值指标, 基于 21 倍的 2023-24 年每股平均收益。我们给到的 21 倍市盈率相比公司近 5 年的平均动态市盈率 36 倍低 0.7 个标准差, 主要原因是我们认为 VR 的出货量增长将放缓, 短期内缺乏催化剂, 且智能手机需求仍较弱。同时, 我们还认为 AirPods 增速放缓也将在短期内对公司股价造成压力。然而, 长期来看, 我们认为随着 VR 渗透率的不断提高、面向消费类用户的新品推出、以及智能手机的需求回暖, 歌尔股份依托其手机声学零部件组主要玩家和 VR 组装龙头地位将会成为受益者。

风险提示: 上行风险包括: VR/AR 销售超出预期; 新客户拓展顺利; 智能手机需求复苏。

下行风险包括: VR/AR 增速放缓; 客户及产品高度集中; 客户新增供应商的风险; 智能手机降配趋势持续。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (RMBmn)	78,221	104,894	112,542	121,525	142,631
每股收益 (RMB)	1.29	0.52	0.73	1.05	1.25
市盈率 (x)	31.5	62.9	27.8	19.4	16.3
市净率 (x)	5.1	3.8	2.2	2.0	1.8
股本回报率 (%)	15.6	5.9	7.8	10.3	11.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

研究团队
王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

盈利预测调整

我们预期 2023 年下半年需求回暖有利公司提升营收，因此将 2023/24 年的收入预测上调 4%/ 3%。考虑到公司新增组装类的产品毛利率较低，且整体市场下滑导致公司产品价格下调，我们将 2023/24 年的净利润预测分别下调 47%/ 33%，以反映更高的运营费用，对应 2023/24 年的净利率为 8.9%/12.2%（此前为 14.8%/15.2%）。我们对每股收益预测与对净利润预测的调整一致。本篇报告引入了我们对 2025 年的财务预测。

图表 1: 业绩结果对比

人民币百万	调整后								调整前								变动			
	4Q22	1Q23	2Q23E	2022	2023E	2024E	2025E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	2022E	2023E	2024E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	2022E	2023E	2024E	
	(RMBmn)	(RMBmn)	(RMBmn)	(RMBmn)	(RMBmn)	(RMBmn)	(RMBmn)	(RMBmn)	(RMBmn)	(RMBmn)	(RMBmn)	(RMBmn)	(RMBmn)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	
营业总收入	30,741.6	24,122.3	23,350.1	104,894.3	112,541.6	121,525.3	142,630.9	29,068.7	22,736.6	22,926.8	103,221.4	107,934.7	117,995.7	6	6	2	2	4	3	
毛利	1,918.3	1,682.9	2,303.4	11,660.8	11,039.3	12,904.9	15,023.4	3,622.7	2,722.5	2,686.3	13,365.2	12,892.5	13,968.9	(47)	(38)	(14)	(13)	(14)	(8)	
毛利率 (%)	6.2	7.0	9.9	11.1	9.8	10.6	10.5	12.5	12.0	11.7	12.9	11.9	11.8							
经营性利润	(621.5)	23.7	596.2	3591.5	2819.0	4242.3	5139.7	1332.4	1120.6	1032.8	5545.4	5066.4	5652.7	n.m.	(98)	(42)	(35)	(44)	(25)	
经营性利润率 (%)	(2.0)	0.1	2.6	3.4	2.5	3.5	3.6	4.6	4.9	4.5	5.4	4.7	4.8							
税前利润	(2706.6)	(44.9)	618.0	1509.2	2614.6	4028.0	4802.6	1366.1	1127.0	1145.6	5581.6	5258.5	5915.7	n.m.	n.m.	(46)	(73)	(50)	(32)	
税前利润率 (%)	(8.8)	(0.2)	2.6	1.4	2.3	3.3	3.4	4.7	5.0	5.0	5.4	4.9	5.0							
归母净利润	(2090.9)	106.2	562.2	1749.2	2502.5	3583.7	4264.8	1210.9	1021.6	1027.0	5050.7	4736.7	5325.4	n.m.	(90)	(45)	(65)	(47)	(33)	
净利率 (%)	(6.8)	0.4	2.4	1.7	2.2	2.9	3.0	4.2	4.5	4.48	4.89	4.39	4.51							
每股收益	(0.61)	0.03	0.16	0.52	0.73	1.05	1.25	0.35	0.30	0.30	1.49	1.38	1.56	n.m.	(90)	(45)	(65)	(47)	(33)	

资料来源：华兴证券预测

图表 2: 盈利预测调整

人民币百万元	调整后			调整前		变动百分比 (%)	
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2023E	2024E
营业总收入	112,542	121,525	142,631	103,221	107,935	9%	13%
% 同比增长	7.3%	8.0%	17.4%	4.6%	9.3%		
精密零组件	15,016	15,615	17,452	14,340	15,182	5%	3%
智能声学整机	21,079	20,789	21,994	22,995	22,995	-8%	-10%
智能硬件	72,822	80,910	98,488	67,235	75,906	8%	7%
其他业务	3,625	4,212	4,697	3,365	3,912		
毛利润	11,039	12,905	15,023	12,892	13,969	-14%	-8%
% 同比增长	-5.3%	16.9%	16.4%	-3.6%	8.3%		
% 毛利率	9.6%	10.4%	10.3%	12.2%	12.7%		
销售和管理费用	3,082	3,192	3,624	2,600	2,759	19%	16%
% 占收入比例	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.6%		
研发费用	5,138	5,471	6,260	5,226	5,558	-2%	-2%
% 占收入比例	4.6%	4.5%	4.4%	5.1%	5.1%		
归母净利润	2,502	3,584	4,265	4,737	5,325	-47%	-33%
% 同比增长	43.1%	43.2%	19.0%	-6.2%	12.4%		
% 净利率	2.2%	2.9%	3.0%	4.6%	4.9%		
每股盈利 (元)	0.73	1.05	1.25	1.38	1.56	-47%	-33%

资料来源：华兴证券预测

估值

重申“持有”评级，下调目标价至 19.00 元。我们选用市盈率估值法对歌尔股份进行估值。由于公司所处行业有望在 2023 年下半年逐步向好，我们向前滚动估值基准年份到 2024 年，以反映公司更常态化的业绩情况。

我们目标价基于 21 倍的 2023-24 年平均市盈率（之前为 15 倍的 2023 年市盈率）相比公司近五年的平均动态市盈率 36 倍低 0.7 个标准差，主要原因是我们认为 VR 的出货量增长将放缓，短期内缺乏催化剂，且智能手机需求仍然较弱。同时，我们还认为 AirPods 增速放缓也将在短期内对公司股价造成压力。然而，长期来看，我们认为随着 VR 渗透率的不断提高、面向消费类用户的新品推出、以及智能手机的需求回暖，歌尔股份依托其手机声学零组件主要玩家和 VR 组装龙头地位将会成为受益者。

图表 3: 可比公司市盈率估值

股票代码	公司名称	收盘价	评级	市值 (亿)	每股盈利 YoY (%)		市盈率 (倍)	
					2023E	2024E	2023E	2024E
002475 CH	立讯精密	人民币 29.53	买入	人民币 2,107	38.1	21.5	15.6	12.9
2382 HK	舜宇光学	港币 91.75	持有	港币 1,006	23.0	35.5	34.0	25.1
2018 HK	瑞声科技	港币 16.46	持有	港币 197	15.9	15.5	20.7	17.9
300433 CH	蓝思科技	人民币 13.11	未覆盖	人民币 653	64.7	64.7	18.5	14.6
601231 CH	环旭电子	人民币 16.53	未覆盖	人民币 365	3.0	19.8	12.0	10.0
	均值				28.9	31.4	20.2	16.1
002241 CH	歌尔股份	20.3	持有	695	40.5	43.4	27.8	19.4

注：采用 2023 年 4 月 18 日收盘价，收盘价格及市值为交易货币单位。立讯精密、舜宇光学、瑞声科技采用华兴证券预测；其他公司采用 Wind 一致预期。

资料来源：Wind，华兴证券预测

风险提示

上行风险包括：

- **VR/AR 销售超出预期：**若新品能够被市场广为接受，出货量超出预期，则会利好公司的营收增长。
- **新客户拓展顺利：**歌尔股份仍然在拓展新的客户，进一步降低对主要客户和特定产品的依赖。若新客户拓展顺利，将会为其 VR 收入带来新的增量。
- **智能手机需求复苏：**我们认为智能手机在 2023 年将延续当前的需求疲软态势，若经济形势好转，智能手机加速升级迭代，则歌尔股份的精密零部件业务也将获得进一步增长。

下行风险包括：

- **VR/AR 增速放缓：**作为公司 2023-24 年的主要收入增长引擎，VR/AR 行业发展放缓可能会影响营收增长。
- **客户及产品高度集中：**公司的增长前景高度依赖于主要客户和特定产品的销售情况，大客户销售不及预期将影响营收增长。
- **客户新增供应商的风险：**随着市场容量的扩大，客户可能会寻求多家供应商，进而导致歌尔股份失去部分 VR 组装市场份额并面临价格竞争的局面。
- **智能手机降配趋势持续：**精密元器件业务为公司最盈利的业务，若降配持续，智能手机声学元器件升级缓慢，将给歌尔股份的盈利能力造成较大压力。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
智能声学整机	14,004	15,016	15,615	17,452
智能硬件	25,881	21,079	20,789	21,994
营业收入	104,894	112,542	121,525	142,631
营业成本	(93,233)	(101,502)	(108,620)	(127,607)
毛利润	11,661	11,039	12,905	15,023
管理及销售费用	(8,069)	(8,220)	(8,663)	(9,884)
其中: 研发支出	(5,227)	(5,138)	(5,471)	(6,260)
其中: 市场营销支出	(548)	(648)	(694)	(815)
其中: 管理支出	(2,295)	(2,435)	(2,497)	(2,809)
息税前利润	3,592	2,819	4,242	5,140
息税折旧及摊销前利润	7,242	4,947	6,717	8,022
利息收入	149	210	263	300
利息支出	0	0	0	0
税前利润	1,509	2,615	4,028	4,803
所得税	282	(101)	(431)	(522)
净利润	1,749	2,502	3,584	4,265
基本每股收益 (RMB)	0.52	0.73	1.05	1.25

资产负债表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	45,563	46,811	49,765	55,847
货币资金	12,683	13,733	13,342	14,327
应收账款	14,518	16,455	17,734	20,173
存货	17,349	15,242	17,178	19,634
其他流动资产	1,013	1,380	1,512	1,713
非流动资产	31,613	35,187	39,652	43,734
固定资产	21,460	23,907	28,115	31,913
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
其他	8,775	9,143	9,143	9,143
资产	77,176	81,998	89,418	99,581
流动负债	42,721	44,667	48,838	55,190
短期借款	8,419	9,375	10,961	12,135
预收账款	30,599	31,071	33,278	37,825
应付账款	0	0	0	0
长期借款	2,206	2,536	2,863	3,136
非流动负债	4,197	4,613	4,940	5,213
负债	46,919	49,281	53,778	60,404
股份	3,420	3,420	3,420	3,420
资本公积	7,989	8,564	8,564	8,564
未分配利润	16,508	18,407	21,326	24,859
归属于母公司所有者权益	29,492	31,937	34,856	38,389
少数股东权益	766	780	784	788
负债及所有者权益	77,176	81,998	89,418	99,581

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,749	2,502	3,584	4,265
折旧摊销	3,651	2,128	2,475	2,883
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	(183)	41	14	16
其他	0	0	0	0
营运资本变动	1,534	792	(761)	83
经营活动产生的现金流量	6,976	5,434	5,311	7,246
资本支出	(6,987)	(4,575)	(6,683)	(6,681)
收购及投资	(274)	(758)	(257)	(284)
处置固定资产及投资	(2,085)	(369)	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(9,347)	(5,701)	(6,940)	(6,965)
股利支出	(550)	(605)	(665)	(732)
债务筹集 (偿还)	3,619	1,286	1,913	1,447
发行 (回购) 股份	1,029	546	0	0
其他	907	91	(10)	(12)
筹资活动产生的现金流量	5,006	1,318	1,238	704
现金及现金等价物净增加额	2,634	1,050	(392)	986
自由现金流	(11)	859	(1,372)	565

关键假设

	2022A	2023E	2024E	2025E
苹果相关产品收入	4,335	4,183	4,124	4,425
安卓相关产品收入	5,977	6,403	6,354	7,307

财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
YoY (%)				
营业收入	34.1	7.3	8.0	17.4
毛利润	5.5	(5.3)	16.9	16.4
息税折旧及摊销前利润	(2.2)	(31.7)	35.8	19.4
净利润	(59.1)	43.1	43.2	19.0
稀释每股调整收益	(59.7)	40.5	43.4	19.0
盈利率 (%)				
毛利率	11.1	9.8	10.6	10.5
息税折旧摊销前利润率	6.9	4.4	5.5	5.6
息税前利润率	3.4	2.5	3.5	3.6
净利率	1.7	2.2	2.9	3.0
净资产收益率	5.9	7.8	10.3	11.1
总资产收益率	2.3	3.1	4.0	4.3
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
估值比率 (x)				
市盈率	62.9	27.8	19.4	16.3
市净率	3.8	2.2	2.0	1.8
市销率	0.7	0.6	0.6	0.5

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于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受者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。