

歌尔股份 (002241.SZ)

业绩短期承压，AR/VR 业务增长助力业绩修复

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	78,221	104,894	106,468	121,160	139,698
增长率 yoy (%)	35.5	34.1	1.5	13.8	15.3
归母净利润 (百万元)	4,275	1,749	2,034	2,815	3,875
增长率 yoy (%)	50.1	-59.1	16.3	38.4	37.6
ROE (%)	15.4	5.9	6.4	8.3	10.4
EPS 最新摊薄 (元)	1.25	0.51	0.59	0.82	1.13
P/E (倍)	14.8	36.1	31.0	22.4	16.3
P/B (倍)	2.3	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源: 长城证券产业金融研究院

事件: 公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报, 2022 年公司实现营业收入 1048.94 亿元, 同比+34.10%; 实现归母净利润 17.49 亿元, 同比-59.08%; 实现扣非净利润 16.27 亿元, 同比-57.54%。2023 年 Q1 公司实现营业收入 241.22 亿元, 同比+19.94%, 环比-21.53%; 实现归母净利润 1.06 亿元, 同比-88.22%, 环比+105.08%; 实现扣非净利润 0.15 亿元, 同比-98.28%, 环比+100.81%。

大客户某项目短期扰动, 计提减值损失影响当期利润: 受益于 VR 虚拟现实、智能家用电子游戏机及配件等产品业务增长, 2022 年公司营收显著增长。2022 年公司毛利率为 11.12%, 同比-3.01pcts, 净利率为 1.71%, 同比-3.80pcts。2022 年利润端大幅承压, 主要原因是公司收到通知暂停生产境外大客户一款智能声学整机产品, 该款产品在 2022 年度内无法恢复正常生产发货, 造成: 1) 直接损失 (包括直接利润减少和停工损失等) 9 亿元; 2) 合并计提资产减值损失 17.83 亿元。2023 年 Q1 该款智能声学整机产品仍未复产, 订单量大幅减少, 产能利用率下降, 单位制造成本上升导致智能声学整机业务毛利率急剧下滑, 影响 23 年 Q1 净利润。分业务板块来看, 2022 年智能硬件营收 630.82 亿元, 同比+92.27%, 显著拉动整体营收正向增长; 智能声学整机营收 258.81 亿元, 同比-14.58%; 精密零组件营收 140.04 亿元, 同比+1.18%。我们认为, 长期来看公司仍具备 AR/VR 产品的零组件组装优势, 有望受益大客户相关新品发布获得增量订单, 助力公司业绩后续得到修复。费用方面, 2022 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.52%/2.19%/4.98%/0.14%, 同比变动分别为-0.05/-0.31/-0.35/-0.07pct, 费用整体管控良好。

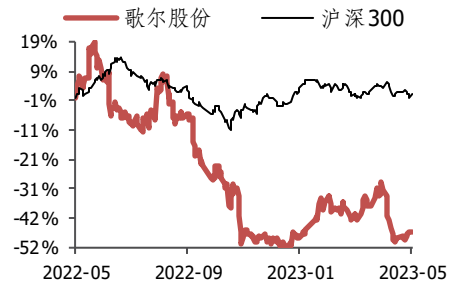
先进技术储备丰富, 看好 AR/VR 持续贡献增量: AR/VR 作为消费电子市场近年来的新增长点, 有望成为后移动时代中核心的智能硬件产品之一, 具有巨大的发展潜力。IDC 预计 AR/VR 将在 2023 年同比增长 14%至 1010 万台, 2023-2027 年 CAGR 为 32.6%。多个品牌厂商今年有望发布多款新机, 其中索尼的 PS VR2 及苹果有望今年发布的 MR 头显将有助于拉动需求明显增长。Meta 和 Pico 预计在今年年底发布的新品将引领 2024 年 VR 设备需求增长势头。公司为 VR 产品提供光学透镜、光学模组、显示模组等零组件和产品的解决方案。在光学透镜上, 公司在非球面、菲涅尔、Pancake 折叠光路等产

增持 (维持评级)

股票信息

行业	电子
2023 年 5 月 15 日收盘价 (元)	18.45
总市值 (百万元)	63,106.44
流通市值 (百万元)	55,463.52
总股本 (百万股)	3,420.40
流通股本 (百万股)	3,006.15
近 3 月日均成交额 (百万元)	2,534.63

股价走势



作者

分析师 邹兰兰

执业证书编号: S1070518060001

邮箱: zoulalan@cgws.com

相关研究

- 1、《业绩稳步增长, VR /AR 成长空间广阔—歌尔股份 (002241) 公司动态点评》2022-09-14

品方案上都具有成熟的研发制造能力，并且有丰富的量产交付经验。公司是全球头部的 VR 光学器件及模组供应商之一，在众多客户产品中占据显著份额，将直接受益于核心客户产品销量增长。同时，公司已有 AR/VR 多个在途研发项目，有助于提升公司在 AR/VR 精密光学器件及模组领域内的竞争力和市场份额，提升公司为客户提供 AR/VR 定制化光学解决方案的能力，提高公司在 AR/VR 领域内的垂直整合能力和盈利水平，公司 AR/VR 业务有望延续高速增长态势，持续成长确定性大。

TWS 长期增长趋势明朗，大客户项目扰动不改经营韧性：伴随着新型人工智能技术、自然语言处理技术与智能语音交互技术的结合，TWS 智能无线耳机产品体验有望持续改善，在全球耳机市场中的渗透率有望继续提升。据 Counterpoint Research 最新数据，全球 TWS 耳机的增长态势将持续至 2025 年，2020-2025 年 CAGR 为 21%。2020 年至 2024 年的年复合增长率达 19.8%。公司 2020 年发布可转债募投项目，其中 23.46 亿元用于 TWS 耳机项目产能扩充，目前项目已达到预定可使用状态，2022 年已实现 0.27 亿元的微量收入。公司表示，2022 年境外大客户某智能声学整机产品所造成的短期经营扰动具有偶发性，不会削弱公司的核心竞争力，不会动摇公司的业务基础，公司与该客户除该款产品之外的其他零组件和整机业务合作均在正常开展中。公司正在配合客户完成多款新一代 TWS 智能无线耳机产品的研发、验证和量产应用，随着下游客户未来推出新一代产品以及公司产能逐步释放，公司 TWS 耳机业务将充分受益，市场份额有望持续提升。

维持“增持”评级：公司在声学制造和 XR 制造领域均处于全球龙头领先地位，公司以传统声学零组件业务为基础，精准布局 AR/VR、TWS 耳机等新兴业务。公司在声学、光学、微电子、精密制造等领域内具有创新性竞争优势，在智能声学整机和智能硬件领域内，公司为多个行业领先企业的产品代工，有丰富的精密制造经验。在“零整协同”战略下，公司利用声、光、电三位一体的协同优势有望助力公司 AR/VR、TWS 及智能穿戴、智能家居、智能游戏机等硬件贡献利润。预估公司 2023-2025 年归母净利润为 20.34 亿元、28.15 亿元、38.75 亿元，EPS 分别为 0.59 元、0.82 元、1.13 元，对应 PE 分别为 31X、22X、16X。

风险提示：宏观经济环境波动风险，VR/AR 出货量不及预期，TWS 耳机销量不及预期，大客户订单不及预期

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	35162	45563	42336	55423	55627
现金	10049	12683	13637	15244	17454
应收票据及应收账款	11949	14422	15404	17331	19927
其他应收款	375	96	259	258	296
预付账款	98	51	252	31	251
存货	12082	17349	12003	21775	16857
其他流动资产	610	962	782	785	843
非流动资产	25917	31674	28501	30718	33135
长期股权投资	437	361	408	440	442
固定资产	18123	21460	20254	22186	24437
无形资产	3006	3082	3023	2904	2741
其他非流动资产	4351	6772	4816	5188	5514
资产总计	61079	77237	70837	86141	88762
流动负债	29803	42721	35544	48246	47106
短期借款	4285	7121	9088	6059	11706
应付票据及应付账款	21272	30599	22669	38046	31162
其他流动负债	4246	5001	3787	4140	4238
非流动负债	3345	4257	3001	2836	2725
长期借款	2204	2206	1550	1289	1042
其他非流动负债	1140	2051	1451	1547	1683
负债合计	33148	46978	38544	51082	49831
少数股东权益	604	766	788	828	891
股本	3416	3420	3420	3420	3420
资本公积	9478	10281	10281	10281	10281
留存收益	16819	17956	19650	22000	25217
归属母公司股东权益	27328	29494	31505	34231	38040
负债和股东权益	61079	77237	70837	86141	88762

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8598	8317	1080	10381	3090
净利润	4307	1791	2056	2855	3938
折旧摊销	2795	3518	2548	2841	3340
财务费用	167	149	378	280	283
投资损失	-469	36	-191	-208	-121
营运资金变动	468	713	-4447	4167	-4839
其他经营现金流	1331	2109	735	446	490
投资活动现金流	-6768	-9077	192	-4764	-5612
资本支出	6962	8090	1364	4581	5373
长期投资	19	-1057	-47	-32	-2
其他投资现金流	174	71	1604	-151	-237
筹资活动现金流	387	2008	-4541	-423	-537
短期借款	1095	2836	1967	-3028	5647
长期借款	-3581	2	-656	-261	-247
普通股增加	141	4	0	0	0
资本公积增加	5666	803	0	0	0
其他筹资现金流	-2934	-1637	-5851	2866	-5937
现金净增加额	2225	1662	-3269	5194	-3058

资料来源: 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	78221	104894	106468	121160	139698
营业成本	67168	93233	94703	107578	123353
营业税金及附加	222	267	314	337	385
销售费用	445	548	680	699	809
管理费用	1952	2295	2663	2901	3299
研发费用	4170	5227	5766	6353	7284
财务费用	167	149	378	280	283
资产和信用减值损失	-271	-1797	-355	-458	-482
其他收益	467	373	355	398	375
公允价值变动收益	-49	-57	18	-29	-23
投资净收益	469	-36	191	208	121
资产处置收益	-31	-48	-47	-42	-46
营业利润	4683	1610	2124	3089	4231
营业外收入	22	21	21	22	21
营业外支出	100	123	93	105	107
利润总额	4606	1509	2051	3005	4145
所得税	299	-282	-5	150	207
净利润	4307	1791	2056	2855	3938
少数股东损益	32	42	22	40	63
归属母公司净利润	4275	1749	2034	2815	3875
EBITDA	7519	5142	4788	5944	7599
EPS (元/股)	1.25	0.51	0.59	0.82	1.13

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	35.5	34.1	1.5	13.8	15.3
营业利润 (%)	43.6	-65.6	31.9	45.4	37.0
归属母公司净利润 (%)	50.1	-59.1	16.3	38.4	37.6
获利能力					
毛利率 (%)	14.1	11.1	11.1	11.2	11.7
净利率 (%)	5.5	1.7	1.9	2.4	2.8
ROE (%)	15.4	5.9	6.4	8.3	10.4
ROIC (%)	12.7	4.7	5.2	7.0	8.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.3	60.8	54.4	59.3	56.1
净负债比率 (%)	-9.0	-5.1	-6.1	-19.8	-9.3
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.6	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.5	1.4	1.5	1.6
应收账款周转率	7.2	8.0	7.2	7.4	7.5
应付账款周转率	3.9	4.2	4.0	4.1	4.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.25	0.51	0.59	0.82	1.13
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.51	2.43	0.32	3.04	0.90
每股净资产 (最新摊薄)	7.99	8.62	9.12	9.79	10.77
估值比率					
P/E	14.8	36.1	31.0	22.4	16.3
P/B	2.3	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	8.1	12.1	12.9	9.6	7.9

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044
传真：86-10-88366686