

歌尔股份 (002241.SZ)

一季度营收同比增长 20%，净利润短期承压

买入

核心观点

2022 年营收同比增长 34.1%，归母净利润同比下降 59.1%。2022 年公司营收 1048.94 亿元 (YoY +34.1%)，4Q22 营收 307.42 亿元 (YoY +20.9%)，1Q23 公司营收 241.22 亿元 (YoY +19.9%)，同比增长得益于 VR 设备、智能游戏主机等智能硬件业务保持高速增长。2022 年归母净利润 17.49 亿元 (YoY -59.1%)，4Q22 归母净利润-20.91 亿元 (YoY -321.9%)，1Q23 归母净利润 1.06 亿元 (YoY -88.2%)。22 年 11 月公司收到境外某大客户的通知，暂停生产其一款智能声学整机产品，基于谨慎性原则 22 年公司计提资产减值 17.97 亿元，导致 22 年归母净利润同比下滑，同时项目仍未复产导致 1Q23 净利润大幅下滑。

整机组装占比提升、某款 TWS 耳机项目暂停生产导致 22 年毛利率同比下滑。公司 2022 年毛利率 11.1% (YoY -3.0pct)，4Q22 毛利率 6.2% (YoY -6.6pct)，1Q23 毛利率 7.0% (YoY -6.7pct)，毛利率同比下降主要系：1) 毛利率相对较低的游戏主机业务营收占比提升；2) 4Q22 公司某款 TWS 耳机整机新产品项目收到境外大客户通知暂停生产。2022 年期间费用率 7.8% (YoY -0.8pct)，其中销售、研发、管理、研发分别同比下降 0.05、0.31、0.35、0.07pct。

VR 设备、游戏主机等产品带动 22 年智能硬件业务营收增长 92.3%。分业务来看，智能硬件 2022 年营收 630.82 亿元 (YoY +92.3%)，毛利率 11.1% (YoY -2.8pct)；4Q22 营收 195.30 亿元 (YoY +84.7%)；同比大幅增长得益于 Meta、Pico 等客户 VR 设备出货量增加以及公司供应索尼 PS5 游戏主机份额提升。智能声学整机 2022 年营收 258.81 亿元 (YoY -14.6%)，毛利率 5.7% (YoY -4.7pct)；4Q22 营收 59.89 亿元 (YoY -46.0%)，同比下滑主要系某款 TWS 整机产品暂停生产所致。精密零组件 2022 年营收 140.04 亿元 (YoY +1.2%)，毛利率 21.2% (YoY -1.9pct)；4Q22 营收 44.93 亿元 (YoY +26.6%)。

龙头品牌 VR 新品陆续发布，全球 VR 产业有望恢复增长趋势。2023 年索尼 PSVR 2、苹果 MR、Meta Quest 3 等关键新品陆续发布，全球 VR 产业有望恢复增长趋势；IDC 预计 23 年全球 VR 设备出货量 959.3 万部 (YoY +12.2%)，预计 27 年出货量将达到 2464.9 万部 (22-27 年 CAGR: 23.6%)。公司作为全球 VR 制造龙头，将充分受益于 VR 软硬件生态的完善及出货量的持续提升。

投资建议：我们继续看好公司 VR/AR 业务的增长前景，预计公司 23-25 年营收同比增长 1.2%/13.3%/10.3%至 1061.73/1203.20/1327.47 亿元，归母净利润同比增长 48.5%/31.3%/12.3%至 25.97/34.11/38.29 亿元，对应 PE 分别为 24.8/18.9/16.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：VR/AR 产业发展不及预期，TWS 需求不及预期，行业竞争加剧。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	78,221	104,894	106,173	120,320	132,747
(+/-%)	35.5%	34.1%	1.2%	13.3%	10.3%
净利润(百万元)	4275	1749	2597	3411	3829
(+/-%)	50.1%	-59.1%	48.5%	31.3%	12.3%
每股收益(元)	1.25	0.51	0.76	1.00	1.12
EBIT Margin	5.5%	3.2%	2.9%	3.4%	3.5%
净资产收益率 (ROE)	15.6%	5.9%	8.2%	9.9%	10.2%
市盈率 (PE)	15.0	36.8	24.8	18.9	16.8
EV/EBITDA	14.0	16.5	18.4	14.9	13.0
市净率 (PB)	2.35	2.18	2.04	1.88	1.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

电子·消费电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

S0980522090001

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	18.81 元
总市值/流通市值	64338/56546 百万元
52 周最高价/最低价	41.57/16.53 元
近 3 个月日均成交额	3190.35 百万元

市场走势

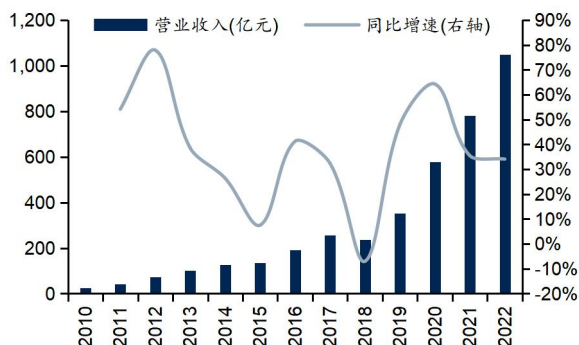


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

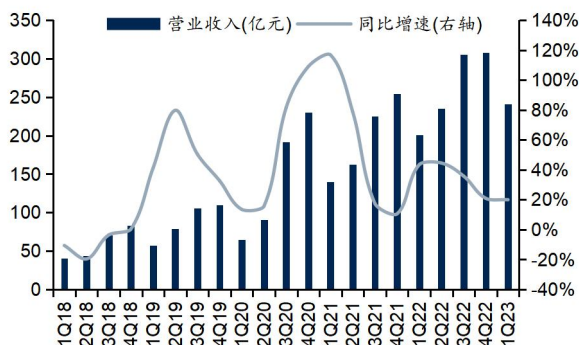
- 《歌尔股份 (002241.SZ) - 智能硬件营收占比持续提升，4Q22 业绩指引承压》——2022-10-30
- 《歌尔股份 (002241.SZ) - VR、游戏主机畅销，前三季度归母净利润预计同比增长 15%-30%》——2022-08-30
- 《歌尔股份 (002241.SZ) - VR 及游戏主机热销，1H22 扣非净利润同比增长 35-55%》——2022-04-27
- 《歌尔股份 (002241.SZ) - VR/AR 业务高成长，1Q22 业绩指引强劲》——2022-03-30
- 《歌尔股份-002241-2021 年三季报点评：3Q21 业绩符合预期，VR/AR 增长强劲》——2021-10-27

图1: 公司营业收入及同比增速



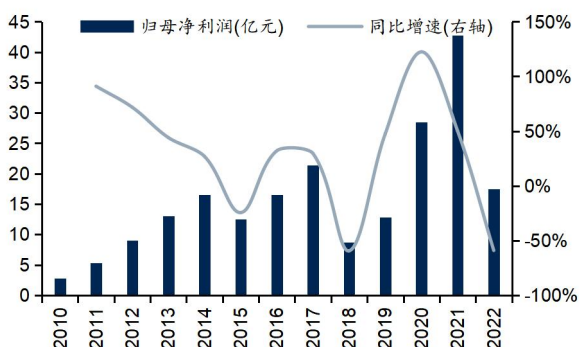
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



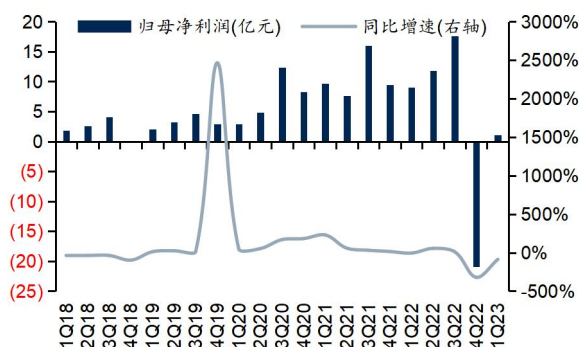
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



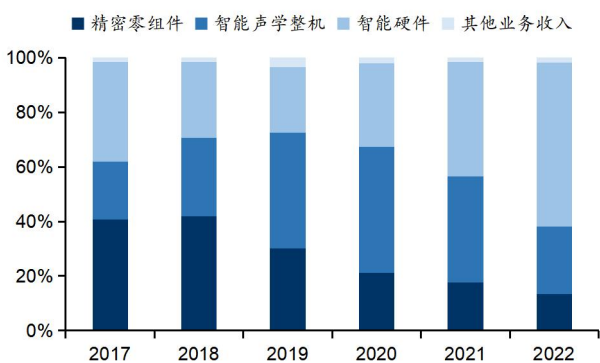
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



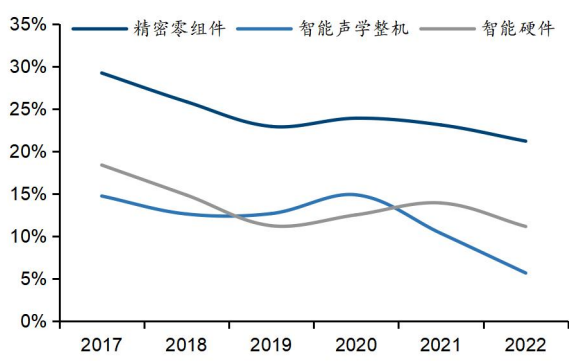
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收结构



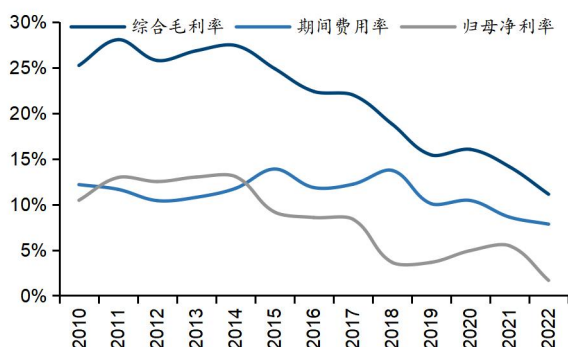
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率



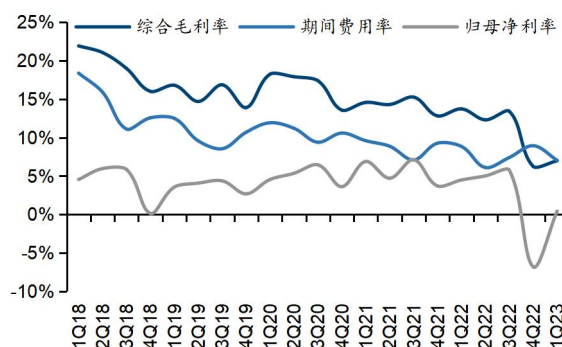
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



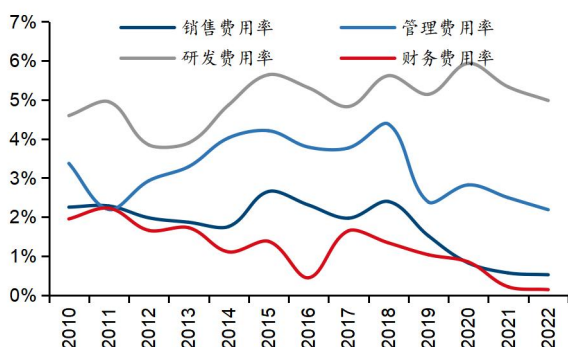
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率



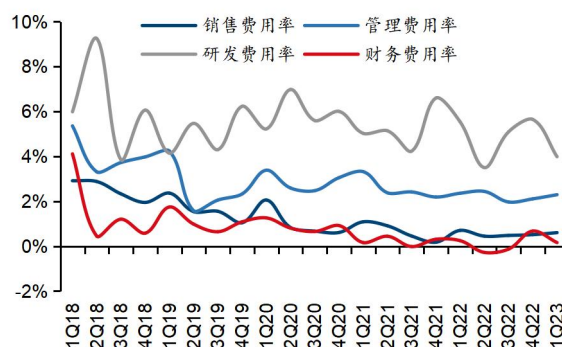
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司单季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	10049	12683	10215	11470	11850	营业收入	78221	104894	106173	120320	132747
应收款项	12324	14518	14695	16653	18374	营业成本	67168	93233	94441	106575	117457
存货净额	12082	17349	17493	19492	21545	营业税金及附加	222	267	313	334	366
其他流动资产	707	1013	1250	1151	1292	销售费用	445	548	561	629	687
流动资产合计	35162	45563	43653	48766	53060	管理费用	1952	2295	2455	2740	2983
固定资产	20250	23884	27910	31838	35131	研发费用	4170	5227	5343	5995	6548
无形资产及其他	2763	2721	2612	2503	2394	财务费用	167	149	147	168	198
其他长期资产	2466	4647	4647	4647	4647	投资收益	469	(36)	191	208	121
长期股权投资	437	361	391	409	400	资产减值及公允价值变动	(290)	(1840)	(332)	(419)	(454)
资产总计	61079	77176	79214	88164	95633	其他	406	311	277	326	300
短期借款及交易性金融负债	4786	8216	6248	8443	8519	营业利润	4683	1610	3050	3994	4475
应付款项	21272	30599	31584	34632	38394	营业外净收支	(77)	(101)	(73)	(84)	(86)
其他流动负债	3744	3905	4534	5170	5393	利润总额	4606	1509	2977	3910	4389
流动负债合计	29803	42721	42367	48245	52306	所得税费用	299	(282)	298	391	439
长期借款及应付债券	2204	2206	2206	2206	2206	少数股东损益	32	42	83	108	122
其他长期负债	1140	1991	2218	2444	2662	归属于母公司净利润	4275	1749	2597	3411	3829
长期负债合计	3345	4197	4424	4650	4868	现金流量表 (百万元)					
负债合计	33148	46919	46791	52895	57174	净利润	4307	1791	2680	3519	3950
少数股东权益	604	766	854	971	1098	资产减值准备	241	1783	350	390	431
股东权益	27328	29492	31570	34298	37361	折旧摊销	2706	3426	2994	3827	4625
负债和股东权益总计	61079	77176	79214	88164	95633	公允价值变动损失	49	57	(18)	29	23
关键财务与估值指标						财务费用	215	(67)	147	168	198
每股收益	1.25	0.51	0.76	1.00	1.12	营运资本变动	(455)	1260	1152	25	338
每股红利	0.20	0.28	0.15	0.20	0.22	其它	1535	67	(497)	(557)	(629)
每股净资产	8.00	8.62	9.23	10.03	10.92	经营活动现金流	8598	8317	6808	7400	8936
ROIC	27%	30%	19%	21%	22%	资本开支	(6962)	(8090)	(6912)	(7646)	(7809)
ROE	16%	6%	8%	10%	10%	其它投资现金流	193	(987)	118	(20)	(63)
毛利率	14%	11%	11%	11%	12%	投资活动现金流	(6768)	(9077)	(6794)	(7666)	(7872)
EBIT Margin	5%	3%	3%	3%	4%	权益性融资	2179	395	0	0	0
EBITDA Margin	9%	6%	6%	7%	7%	负债净变化	(550)	2	0	0	0
收入增长	35%	34%	1%	13%	10%	支付股利、利息	(675)	(953)	(514)	(673)	(760)
净利润增长率	50%	-59%	48%	31%	12%	其它融资现金流	(567)	2564	(1968)	2195	77
资产负债率	55%	62%	60%	61%	61%	融资活动现金流	387	2008	(2483)	1521	(683)
息率	1.0%	1.5%	0.8%	1.1%	1.2%	现金净变动	2225	1662	(2468)	1255	380
P/E	15.0	36.8	24.8	18.9	16.8	货币资金的期初余额	6913	9138	10800	8332	9587
P/B	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7	货币资金的期末余额	9138	10800	8332	9587	9967
EV/EBITDA	14.0	16.5	18.4	14.9	13.0	企业自由现金流	(721)	541	(10)	(152)	1389
						权益自由现金流	(1838)	3107	(2111)	1892	1287

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032