

歌尔股份 (002241) 2022 年报&2023 年一季报点评

下游需求短期承压, VR 龙头仍不改长期向好趋势

事项:

- ❖ 公司发布 22 年年报, 22 年实现营业收入 1049 亿元 (YoY +34.10%); 归母净利润 17.49 亿元 (YoY -59.08%); 扣非净利润 16.27 亿元 (YoY -57.54%)。Q4 单季度实现营业收入 307 亿元 (YoY +20.88%); 归母净利润-20.91 亿元 (YoY -321.92%); 扣非净利润-18.58 亿元 (YoY -328.31%)。
- ❖ 公司一并发布 23 年一季报, Q1 单季度实现营业收入 241 亿元 (YoY +19.94%); 归母净利润 1.06 亿元 (YoY -88.22%); 扣非净利润 0.15 亿元 (YoY -98.28%)。其中营收增长主要因公司游戏机与 PSVR 出货量快速增长, 但由于游戏机毛利率相对较低且处于产能爬坡期, 公司 Q1 毛利率下降至 6.98%。公司亦对库存进行了去化, 公司存货从 22 年年末的 173 亿元下降至一季度末的 128 亿元。

评论:

- ❖ **VR 业务受客户产品节奏影响短期面临压力, 下半年产品迭代&苹果 MR 推动生态发展仍具备良好前景。** 回顾 VR 硬件发展历程, 20 年 10 月份爆款产品 Oculus Quest 2 的发布带动行业出货量快速增长, 其后硬件端不断创新, Meta/Pico/创维数字等玩家纷纷发布新品, 但不可否认的是, 时至今日 Oculus 仍旧是全球市占率第一的 VR 品牌。观察当前 Oculus 产品矩阵, Quest 2 于 20 年发布, 当前或已进入消费电子产品生涯末期, Quest Pro 成本与定价太高限制其终端出货量, 当前缺乏具备较高出货潜力的拳头产品, 使得近期 VR 终端出货量受到较大冲击。展望后续, 硬件端下半年 Oculus 预计将发布 Quest 3, 与 Quest 2 对标的产品定位或有望实现较高出货量, 另外 Pico 下半年亦有望发布新品; 内容端苹果 MR 有望年内发布, 苹果强大的内容生态能力或有望填补 VR 行业内容空缺, 带动行业快速增长。歌尔股份作为全球 VR 硬件代工龙头, VR 业务虽短期面临压力, 但长期来看仍具备良好前景。
- ❖ **游戏机与 PSVR 组装业务贡献业绩增量, 产能爬坡&产品结构变化短期毛利率面临压力。** 公司于 21 年切入海外大客户游戏机产品组装, 其后份额逐年提升, 且由于产品单价较高使得公司营收仍维持较好表现; 另外公司亦独家代工海外大客户游戏机配套的 VR 产品, 作为 22 年下半年发布的新产品, 其有较好的出货量表现, 对公司营收亦有良好贡献。公司大客户游戏机产品组装由于价值量较高, 毛利率相对较低, 另外该产品当前正处于产能爬坡阶段, 亦对毛利率有所拖累, 致使公司毛利率短期面临压力。
- ❖ **投资建议:** 公司前期精准卡位 VR/AR 赛道, 由于行业短期内出货量受限, 公司业绩短期内亦面临压力。我们调整公司 23~25 年归母净利润预测至 30.36/40.29/44.31 亿元 (23/24 年前值为 50.77/55.46 亿元)。参考可比公司立讯精密、韦尔股份等估值水平, 给予公司 2023 年 30 倍 PE, 目标股价 26.7 元, 维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:** 终端需求不及预期、VR 内容端推进不及预期。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	104,894	108,915	127,930	143,074
同比增速(%)	34.1%	3.8%	17.5%	11.8%
归母净利润(百万)	1,749	3,036	4,029	4,431
同比增速(%)	-59.1%	73.5%	32.7%	10.0%
每股盈利(元)	0.51	0.89	1.18	1.30
市盈率(倍)	37	21	16	15
市净率(倍)	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价

推荐 (维持)

目标价: 26.7 元

当前价: 18.81 元

华创证券研究所

证券分析师: 耿琛

电话: 0755-82755859
邮箱: gengchen@hcyjs.com
执业编号: S0360517100004

证券分析师: 岳阳

邮箱: yueyang@hcyjs.com
执业编号: S0360521120002

联系人: 高远

邮箱: gaoyuan@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	342,040.32
已上市流通股(万股)	300,615.28
总市值(亿元)	643.38
流通市值(亿元)	565.46
资产负债率(%)	55.99
每股净资产(元)	8.81
12 个月内最高/最低价	41.41/16.82

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《歌尔股份 (002241) 2022 年三季报点评: 三季报业绩符合预期, VR/AR 硬件市场疲软致短期业绩受到扰动》

2022-10-31

《歌尔股份 (002241) 2022 年一季报&2022H1 业绩预告点评: VR 与游戏机业务快速增长, H1 指引强劲彰显公司信心》

2022-04-26

《歌尔股份 (002241) 深度研究报告: 元宇宙硬件巨头扬帆起航》

2022-04-20

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	12,683	19,438	27,972	36,364
应收票据	26	0	0	0
应收账款	14,396	14,159	15,352	15,738
预付账款	51	96	113	126
存货	17,349	18,141	21,442	23,930
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,059	1,278	1,391	1,450
流动资产合计	45,563	53,113	66,270	77,608
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	361	361	361	361
固定资产	21,460	22,777	24,216	25,992
在建工程	2,277	2,418	2,564	2,711
无形资产	2,721	3,173	3,574	3,922
其他非流动资产	4,795	4,832	4,871	4,913
非流动资产合计	31,613	33,562	35,586	37,899
资产合计	77,176	86,675	101,856	115,507
短期借款	7,121	9,957	12,793	15,629
应付票据	4,851	3,696	4,743	5,461
应付账款	25,749	28,295	32,856	35,836
预收款项	0	0	0	0
合同负债	2,295	2,383	2,799	3,131
其他应付款	79	79	79	79
一年内到期的非流动负债	1,096	1,096	1,096	1,096
其他流动负债	1,531	1,921	2,313	2,570
流动负债合计	42,721	47,427	56,678	63,801
长期借款	2,206	3,753	5,390	7,187
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,991	1,991	1,991	1,991
非流动负债合计	4,197	5,744	7,382	9,178
负债合计	46,919	53,171	64,060	72,979
归属母公司所有者权益	29,492	32,527	36,556	40,987
少数股东权益	766	976	1,241	1,541
所有者权益合计	30,258	33,504	37,797	42,528
负债和股东权益	77,176	86,675	101,856	115,507

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,317	7,897	9,931	10,136
现金收益	5,459	6,750	8,000	8,647
存货影响	-5,266	-793	-3,301	-2,487
经营性应收影响	-643	295	-1,050	-229
经营性应付影响	9,326	1,392	5,607	3,699
其他影响	-558	254	675	507
投资活动现金流	-9,077	-5,189	-5,475	-5,995
资本支出	-6,963	-5,255	-5,567	-6,101
股权投资	76	0	0	0
其他长期资产变化	-2,191	66	91	106
融资活动现金流	2,008	4,047	4,079	4,250
借款增加	3,432	4,383	4,474	4,632
股利及利息支付	-953	-265	-271	-270
股东融资	395	395	395	395
其他影响	-866	-467	-520	-507

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	104,894	108,915	127,930	143,074
营业成本	93,233	96,381	112,726	126,062
税金及附加	267	415	512	572
销售费用	548	936	1,087	1,288
管理费用	2,295	2,693	3,198	3,620
研发费用	5,227	5,617	6,597	7,378
财务费用	149	298	294	280
信用减值损失	-14	-14	-14	-14
资产减值损失	-1,783	-77	-159	-171
公允价值变动收益	-57	-53	-55	-54
投资收益	-36	-36	-36	-36
其他收益	373	373	373	373
营业利润	1,610	2,720	3,577	3,924
营业外收入	21	21	21	21
营业外支出	123	123	123	123
利润总额	1,509	2,619	3,476	3,823
所得税	-282	-489	-649	-714
净利润	1,791	3,108	4,125	4,537
少数股东损益	42	73	96	106
归属母公司净利润	1,749	3,036	4,029	4,431
NOPLAT	1,968	3,461	4,474	4,869
EPS(摊薄) (元)	0.51	0.89	1.18	1.30

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	34.1%	3.8%	17.5%	11.8%
EBIT 增长率	-65.3%	75.9%	29.2%	8.8%
归母净利润增长率	-59.1%	73.5%	32.7%	10.0%
获利能力				
毛利率	11.1%	11.5%	11.9%	11.9%
净利率	1.7%	2.9%	3.2%	3.2%
ROE	5.9%	9.3%	11.0%	10.8%
ROIC	4.7%	6.8%	7.2%	6.7%
偿债能力				
资产负债率	60.8%	61.3%	62.9%	63.2%
债务权益比	41.0%	50.1%	56.3%	60.9%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.2
应收账款周转天数	45	47	42	39
应付账款周转天数	85	101	98	98
存货周转天数	57	66	63	65
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.89	1.18	1.30
每股经营现金流	2.43	2.31	2.90	2.96
每股净资产	8.62	9.51	10.69	11.98
估值比率				
P/E	37	21	16	15
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	15	12	10	10

电子组团队介绍

所长助理、前沿科技研究中心负责人：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2019 年带领团队获得新财富电子行业第五名，2016 年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017 年加入华创证券研究所。

高级分析师：熊翊宇

复旦大学金融学硕士，3 年买方研究经验，曾任西南证券电子行业研究员，2020 年加入华创证券研究所。

联席首席研究员：岳阳

上海交通大学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

研究员：王帅

西南财经大学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：姚德昌

同济大学硕士。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：吴鑫

复旦大学资产评估硕士，1 年买方研究经验。2022 年加入华创证券研究所。

研究员：高远

西南财经大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

高级研究员：马振国

河北工业大学硕士，7 年半导体晶圆厂和 9 年半导体设备工作经验，2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522