

➤ **事件：**歌尔股份 4 月 17 日发布 2022 年年报，公司 2022 年实现营收 1048.94 亿元 (YoY+34.10%)，实现归母净利润 17.49 亿元 (YoY-59.08%)，实现扣非后归母净利润 16.27 亿元 (YoY-57.54%)。同时，公司发布 2023 年一季报，23Q1 公司实现营收 241.22 亿元 (YoY+19.94%)；归母净利润 1.06 亿元 (YoY-88.22%)，扣非后归母净利润 0.15 亿元 (YoY-98.28%)。

➤ **2022 年&23Q1 营收可观，盈利水平短期承压。**2022 年公司实现营收 1048.94 亿元，YoY+34.10%。分业务来看，2022 年，公司精密零组件业务实现营收 140.03 亿元 (YoY+1.18%)，毛利率 21.2% (YoY-1.91pct)；智能声学整机业务实现营收 258.81 亿元 (YoY-14.58%)，毛利率 5.65% (YoY-4.68pct)；智能硬件业务实现营收 630.82 亿元 (YoY+92.27%)，毛利率 11.14% (YoY-2.77pct)。公司 2022 年综合毛利率 11.12% (YoY-3.01pct)，同比下滑主要系 22Q4 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影响，公司增加计提相关减值损失 17.8 亿元。从费用端来看，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-0.05pct/ -0.31pct/ -0.35pct/ -0.07pct，费用率整体有所改善。

➤ **把握 VR/AR、智能家用游戏机等业务机遇，助力营收持续增长。**2023Q1，公司实现营收 241.22 亿元，YOY+19.94%。一季度为消费电子传统淡季，但公司仍实现较高的业务增速，主要系公司坚持客户导向和大客户战略，发挥零组件业务和整机业务间的协同效应，VR 产品出货量持续提升，智能家用电子游戏机及配件等业务持续增长。未来公司有望发挥自身优势，积极拓展新兴智能硬件及其相关零组件业务，实现业务多点开花，助力长期成长。

➤ **业务优势常在，“精密零组件+智能硬件整机”发展可期。**大客户其余业务正常开展，VR/AR 等业务优势常在。公司在智能硬件整机领域积累深厚，看好其后续开拓新客户：**1) VR 领域：**公司是 VR 行业 ODM 龙头企业，深度绑定 Meta、Sony 和 Pico 等国内外 VR 核心品牌商，伴随着 23 年下半年新品的导入及放量、行业下游生态的逐步完善及应用场景拓宽，公司业绩有望实现进一步增长。**2) AR 领域：**未来随着纳米压印光刻在 AR 领域普及率逐步提高，公司将凭借自身技术积淀和现有纳米压印光刻生产线而充分受益。**3) 其他业务：**公司的游戏主机和智能可穿戴等产品线都有望在未来给公司带来营收增量。

➤ **投资建议：**考虑到大客户取消产品订单的影响及部分 VR 新品于 23 年下半年导入放量，我们下调公司盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润为 21.58/30.37/41.72 亿元，对应现价 PE 为 31/22/16 倍，公司为 AR/VR 龙头，虽然短期承压，但长期竞争优势强，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**VR/AR 出货不及预期，行业竞争加剧，大客户方案更迭。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	104894	106616	120845	140707
增长率 (%)	34.1	1.6	13.3	16.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1749	2158	3037	4172
增长率 (%)	-59.1	23.3	40.8	37.3
每股收益 (元)	0.51	0.63	0.89	1.22
PE	39	31	22	16
PB	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 19 日收盘价）

#### 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**19.79 元**

**分析师 方竞**

执业证书： S0100521120004

邮箱： fangjing@mszq.com

#### 相关研究

- 歌尔股份 (002241.SZ) 事件点评：下修 22 年盈利指引，发布员工持股计划-2022/12/11
- 歌尔股份 (002241.SZ) 22Q1 季报& 22H1 业绩预告点评：VR 等智能硬件快速增长，剑指半年度盈利高增-2022/04/27
- 歌尔股份 (002241.SZ) 2021 年年报&2022Q1 业绩预告点评：21 年业绩符合预期，持续看好 VR、AR 赛道龙头-2022/03/31
- 【民生电子】歌尔股份 (002241) 2021 年三季报点评：Q3 业绩符合预告，VR 龙头进入增长快车道-2021/10/27
- 歌尔股份 2021 中报点评：业绩大增指引乐观，享受 VR 行业成长红利-2021/08/27

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	104894	106616	120845	140707
营业成本	93233	94832	106888	123814
营业税金及附加	267	309	371	436
销售费用	548	618	798	816
管理费用	2295	2737	3176	3607
研发费用	5227	5683	6441	7781
EBIT	2480	2950	3751	4977
财务费用	149	250	256	238
资产减值损失	-1783	-259	-118	-113
投资收益	-36	0	0	0
营业利润	1610	2398	3353	4579
营业外收支	-101	-77	-78	-78
利润总额	1509	2321	3275	4502
所得税	-282	158	226	311
净利润	1791	2163	3049	4191
归属于母公司净利润	1749	2158	3037	4172
EBITDA	6131	6969	8598	10709

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	12683	14372	15917	19409
应收账款及票据	14422	16230	17560	21095
预付款项	51	104	128	161
存货	17349	17038	19530	22425
其他流动资产	1059	1382	1229	1242
流动资产合计	45563	49126	54363	64333
长期股权投资	361	954	954	954
固定资产	21460	22199	21949	21651
无形资产	2721	2694	2624	2549
非流动资产合计	31613	32630	31913	31247
资产合计	77176	81757	86276	95580
短期借款	7121	7121	7121	7121
应付账款及票据	30599	31681	33250	38385
其他流动负债	5001	5281	5520	5972
流动负债合计	42721	44083	45891	51478
长期借款	2206	3470	3470	3470
其他长期负债	1991	2086	2086	2086
非流动负债合计	4197	5556	5556	5556
负债合计	46919	49638	51446	57034
股本	3420	3420	3420	3420
少数股东权益	766	772	783	803
股东权益合计	30258	32118	34830	38546
负债和股东权益合计	77176	81757	86276	95580

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	34.10	1.64	13.35	16.44
EBIT 增长率	-44.40	18.95	27.14	32.68
净利润增长率	-59.08	23.35	40.77	37.34
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	11.12	11.05	11.55	12.01
净利润率	1.67	2.02	2.51	2.96
总资产收益率 ROA	2.27	2.64	3.52	4.36
净资产收益率 ROE	5.93	6.88	8.92	11.05
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.07	1.11	1.18	1.25
速动比率	0.65	0.71	0.74	0.80
现金比率	0.30	0.33	0.35	0.38
资产负债率 (%)	60.79	60.71	59.63	59.67
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	50.09	55.53	53.00	54.68
存货周转天数	67.92	66.58	67.09	66.44
总资产周转率	1.52	1.34	1.44	1.55
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.51	0.63	0.89	1.22
每股净资产	8.62	9.16	9.95	11.03
每股经营现金流	2.43	2.12	1.85	2.80
每股股利	0.10	0.10	0.14	0.19
<b>估值分析</b>				
PE	39	31	22	16
PB	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	10.78	9.27	7.33	5.56
股息收益率 (%)	0.51	0.50	0.70	0.96

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1791	2163	3049	4191
折旧和摊销	3651	4018	4847	5732
营运资金变动	1372	457	-2239	-1023
经营活动现金流	8317	7263	6322	9587
资本开支	-8041	-4286	-4087	-5045
投资	-1057	-593	0	0
投资活动现金流	-9077	-4953	-3866	-5045
股权募资	395	0	0	0
债务募资	3197	168	0	0
筹资活动现金流	2008	-621	-911	-1049
现金净流量	1662	1689	1545	3493

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026