

2023年04月21日  
歌尔股份(002241.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

消费电子组件

## 23Q1 环比扭亏，智能硬件业务引领长期成长

**事件：**公司发布 2022 年年度报告，全年实现营收 1048.94 亿元，同比增长 34.10%；实现归母净利润 17.49 亿元，同比减少 59.08%；实现扣非归母净利润 16.27 亿元，同比减少 57.54%；同时，公司发布 2023 年第一季度报告，23Q1 实现营收 241.22 亿元，同比增长 19.94%；实现归母净利润 1.06 亿元，同比减少 88.22%；实现扣非归母净利润 0.15 亿元，同比减少 98.28%。

**大客户砍单致全年业绩承压，高研发投入强化长期竞争力：**

2022 年全年来看，在宏观经济下行、消费电子行业低迷、海外高通胀的背景下，2022 年公司营收逆势增长至 1048.94 亿元 (YoY+34.10%)，首次破千亿；归母净利润下滑至 17.49 亿元 (YoY-59.08%)，主要系 22Q4 公司某款智能声学整机新产品项目生产过程中出现波动，公司增加计提了相关资产减值准备约 11-15 亿元，其中存货跌价损失约 7-9 亿元，固定资产减值损失约 4-6 亿元；全年毛利率 11.12% (YoY-3.01pct)，净利率 1.71% (YoY-3.80pct)。公司持续加大新技术、新产品、新工艺的开发力度并引进高端技术人才，2022 年研发费用达到 52.27 亿元 (YoY+25.33%)。分产品而言，智能硬件业务贡献最大增量：

(1) **精密零部件：**营收 140.04 亿元 (YoY+1.18%)，营收占比 13.35% (YoY-4.34pct)，毛利率 21.20% (YoY-1.91pct)。

(2) **智能声学整机：**营收 258.81 亿元 (YoY-14.58%)，营收占比 24.67% (YoY-14.06pct)，毛利率 5.65% (YoY-4.68pct)。据公司公告披露，受大客户某智能声学整机产品年内无法恢复正常生产发货，导致营收减少不超过 33 亿元，与之相关直接损失 (包括直接利润减少和停工损失等) 约 9 亿元。

(3) **智能硬件：**营收 630.82 亿元 (YoY+92.27%)，营收占比 60.14% (YoY+18.20pct)，毛利率 11.14% (YoY-2.77pct)。

从 22Q4 来看，公司单季度实现营收 307.42 亿元 (YoY+20.88%)，实现归母净利润-20.91 亿元 (YoY-321.92%)，实现扣非归母净利润-18.58 亿元 (YoY-328.31%)；22Q4 毛利率 6.24% (YoY-6.57pct)，净利率-6.77% (YoY-10.45pct)。

从 23Q1 来看，受行业景气度持续低迷、部分产品销量下降、重要项目仍未复产等因素影响，公司单季度实现营收 241.22 亿元 (YoY+19.94%)，实现归母净利润 1.06 亿元 (YoY-88.22%，环比转正)，实现扣非归母净利润 0.15 亿元 (YoY-98.28%)；23Q1 毛利率 6.98% (YoY-6.74pct)，净利率 0.45% (YoY-4.05pct)，环比有所改善。23Q1 确认资产减值损失 1.04 亿元，已恢复正常水平。

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价 **23.69 元**  
股价 (2023-04-21) **18.81 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	67,245.13
流通市值(百万元)	59,100.96
总股本(百万股)	3,420.40
流通股本(百万股)	3,006.15
12 个月价格区间	16.82/41.41 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.7	5.9	-37.9
绝对收益	-4.2	4.3	-36.9

马良 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

### 相关报告

业绩稳健向好，VR/游戏机持续放量 2022-09-07

### 目 VR/AR 市场加速发展，ODM 龙头深度受益：

据 IDC 最新数据，2023 年全球 VR/AR 头显出货量有望达到 1010 万台 (YoY+14%)，预计 2023-2026 年 CAGR 达到约 32.6%。以 VR/AR 为代表的新一代智能硬件产品将引领消费电子行业新的增量市场，有望接力智能手机成为全球高普及度的新一代智能终端。公司已经是全球头部的 VR 光学器件及模组供应商之一，在众多客户产品中占据较大的比重。AR 行业仍处于早期发展阶段，预计在 2025 年前后放量增长，公司也在光学器件和光机方面有所布局以及积累。2022 年公司 VR 头显、游戏机及配件等产品出货大幅增长，智能硬件业务营收同比近翻倍，营收占比超六成。我们认为公司作为业内 ODM 龙头在未来几年将持续受益于 VR/AR 行业的高速增长。

### 目 投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 1054.97 亿元、1249.02 亿元、1443.94 亿元，归母净利润分别为 20.00 亿元、27.01 亿元、39.26 亿元，EPS 分别为 0.58 元、0.79 元和 1.15 元，对应 PE 分别为 33.6 倍、24.9 倍和 17.1 倍。考虑到公司 VR/AR 业务具有较强的龙头优势及长期成长性，TWS 耳机业务短期不利因素逐步释放，公司有望重回稳健增长轨道，我们给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应目标价为 23.69 元，维持“买入-A”投资评级。

目 风险提示：VR 终端需求不及预期，客户相对集中风险，汇率波动风险等。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	78,221.4	104,894.3	105,496.5	124,901.8	144,394.2
净利润	4,274.7	1,749.2	2,000.4	2,701.0	3,926.2
每股收益(元)	1.25	0.51	0.58	0.79	1.15
每股净资产(元)	7.99	8.62	9.78	10.49	11.57

  

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	15.7	38.4	33.6	24.9	17.1
市净率(倍)	2.5	2.3	2.0	1.9	1.7
净利润率	5.5%	1.7%	1.9%	2.2%	2.7%
净资产收益率	15.6%	5.9%	6.0%	7.5%	9.9%
股息收益率	1.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%
ROIC	23.1%	9.3%	10.6%	10.9%	19.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	78,221.4	104,894.3	105,496.5	124,901.8	144,394.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	67,167.7	93,233.5	93,454.2	110,128.3	127,258.7	营业收入增长率	35.5%	34.1%	0.6%	18.4%	15.6%
营业税费	221.9	266.9	316.5	349.0	401.3	营业利润增长率	43.6%	-65.6%	48.5%	34.4%	44.2%
销售费用	444.9	548.3	611.9	749.4	794.2	净利润增长率	50.1%	-59.1%	14.4%	35.0%	45.4%
管理费用	1,951.7	2,294.5	2,953.9	3,372.3	3,321.1	EBITDA 增长率	23.7%	10.6%	-22.1%	20.0%	27.3%
研发费用	4,170.1	5,226.5	6,013.3	6,994.5	7,652.9	EBIT 增长率	22.2%	1.8%	-44.2%	27.2%	45.2%
财务费用	167.1	149.1	404.7	342.7	527.6	NOPLAT 增长率	36.6%	-54.0%	17.9%	27.2%	45.2%
资产减值损失	-241.1	-1,782.7	-700.0	-300.0	-250.0	投资资本增长率	14.9%	3.4%	23.4%	-17.9%	14.4%
加:公允价值变动收益	-48.8	-57.1	-50.0	-50.0	-50.0	净资产增长率	41.5%	8.3%	13.2%	7.3%	10.2%
投资和汇兑收益	469.2	-36.2	-	-	-	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	4,683.3	1,610.5	2,392.1	3,215.7	4,638.5	毛利率	14.1%	11.1%	11.4%	11.8%	11.9%
加:营业外净收支	-77.4	-101.3	-72.6	-83.7	-85.9	营业利润率	6.0%	1.5%	2.3%	2.6%	3.2%
<b>利润总额</b>	4,605.9	1,509.2	2,319.5	3,131.9	4,552.6	净利润率	5.5%	1.7%	1.9%	2.2%	2.7%
减:所得税	298.8	-281.8	278.3	375.8	546.3	EBITDA/营业收入	9.8%	8.0%	6.2%	6.3%	7.0%
<b>净利润</b>	4,274.7	1,749.2	2,000.4	2,701.0	3,926.2	EBIT/营业收入	6.3%	4.8%	2.7%	2.8%	3.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	75	68	75	65	57
货币资金	10,048.5	12,682.9	8,439.7	10,644.7	11,551.5	流动营业资本周转天数	1	-4	1	2	2
交易性金融资产	119.3	338.7	338.7	338.7	338.7	流动资产周转天数	146	139	141	131	129
应收帐款	12,273.9	14,492.6	15,564.7	18,781.0	20,449.5	应收帐款周转天数	51	46	51	49	49
应收票据	50.1	25.8	145.1	28.7	151.1	存货周转天数	49	51	49	50	50
预付帐款	97.5	50.7	511.4	247.0	265.8	总资产周转天数	254	237	246	216	201
存货	12,082.3	17,348.7	11,637.1	22,952.3	16,918.4	投资资本周转天数	97	79	89	75	63
其他流动资产	490.3	623.7	545.6	553.2	574.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.6%	5.9%	6.0%	7.5%	9.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.1%	2.3%	3.1%	3.3%	5.1%
长期股权投资	437.4	361.0	361.0	361.0	361.0	ROIC	23.1%	9.3%	10.6%	10.9%	19.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	18,123.4	21,459.8	22,523.6	22,908.1	22,656.8	销售费用率	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
在建工程	2,127.1	2,277.0	1,820.2	1,477.7	1,220.8	管理费用率	2.5%	2.2%	2.8%	2.7%	2.3%
无形资产	3,005.7	3,082.0	2,385.2	1,688.4	991.6	研发费用率	5.3%	5.0%	5.7%	5.6%	5.3%
其他非流动资产	2,223.5	4,433.7	2,623.7	2,942.0	3,059.3	财务费用率	0.2%	0.1%	0.4%	0.3%	0.4%
<b>资产总额</b>	61,079.1	77,176.4	66,896.0	82,922.7	78,538.6	四费/营业收入	8.6%	7.8%	9.5%	9.2%	8.5%
短期债务	4,284.9	7,120.8	5,295.7	-	649.7	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	18,609.8	25,827.7	20,705.1	33,758.9	28,559.6	资产负债率	54.3%	60.8%	48.8%	55.7%	48.4%
应付票据	2,742.9	4,850.5	1,395.4	6,529.4	2,813.0	负债权益比	118.7%	155.1%	95.4%	125.6%	93.9%
其他流动负债	4,165.4	4,922.0	3,929.3	4,392.6	4,415.4	流动比率	1.18	1.07	1.19	1.20	1.38
长期借款	2,204.2	2,206.0	-	-	-	速动比率	0.77	0.66	0.82	0.68	0.91
其他非流动负债	1,140.5	1,991.5	1,331.3	1,487.7	1,603.5	利息保障倍数	29.48	33.62	6.91	10.38	9.79
<b>负债总额</b>	33,147.7	46,918.5	32,656.8	46,168.6	38,041.2	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	603.6	765.9	804.7	858.9	937.3	DPS(元)	0.20	-	0.06	0.07	0.08
股本	3,416.3	3,420.4	3,420.4	3,420.4	3,420.4	分红比率	15.6%	0.0%	11.1%	8.9%	6.7%
留存收益	26,297.5	28,235.0	30,014.1	32,474.7	36,139.7	股息收益率	1.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%
<b>股东权益</b>	27,931.4	30,257.8	34,239.2	36,754.1	40,497.4						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	1.25	0.51	0.58	0.79	1.15
净利润	4,307.1	1,791.0	2,000.4	2,701.0	3,926.2	BVPS(元)	7.99	8.62	9.78	10.49	11.57
加:折旧和摊销	2,795.4	3,518.5	3,776.5	4,332.5	4,875.8	PE(X)	15.7	38.4	33.6	24.9	17.1
资产减值准备	241.1	1,782.7	-	-	-	PB(X)	2.5	2.3	2.0	1.9	1.7
公允价值变动损失	48.8	57.1	-50.0	-50.0	-50.0	P/FCF	-106.7	15.3	-8.4	24.5	54.3
财务费用	214.7	-67.0	404.7	342.7	527.6	P/S	0.9	0.6	0.6	0.5	0.5
投资收益	-469.2	-0.5	-	-	-	EV/EBITDA	23.6	6.1	9.5	7.0	5.4
少数股东损益	32.4	41.8	40.8	55.1	80.1	CAGR(%)	-13.8%	30.8%	-10.5%	-13.8%	30.8%
营运资金的变动	1,198.6	-456.0	-3,803.5	4,133.7	-4,771.1	PEG	-1.1	1.2	-3.2	-1.8	0.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	8,598.5	8,317.1	2,368.9	11,515.0	4,588.6	ROIC/WACC	2.3	0.9	1.1	1.1	1.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	-6,768.4	-9,077.0	-3,553.2	-3,607.8	-3,610.4	REP	3.4	2.4	2.0	2.1	1.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	387.2	2,007.6	-3,058.9	-5,702.2	-71.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034