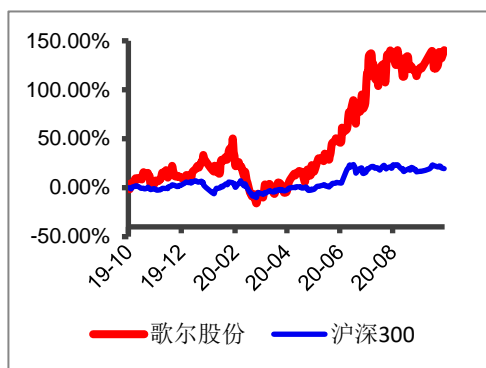


公司评级

推荐

指数走势图



图：关键指标预测（百万元）

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	35,148	51,431	74,139	100,020
YOY	48%	46%	44%	35%
归母净利润	1,281	2,850	4,199	6,342
YOY	48%	123%	47%	51%
EPS（元）	0.39	0.88	1.29	1.95
P/E	111.1	49.9	33.9	22.4

资料来源：Wind，中邮证券预测

研发部

分析师：徐鸿飞

SAC 执业证书编号：S1340519070001

Email: xuhongfei@cnpsec.com

歌尔股份：全年指引高增长

事件：

● 公司披露 2020 年 3 季报：Q3，公司实现营业收入 191.57 亿元，同比增长 81.44%；实现归母净利润 12.36 亿元，同比增长 167.92%。1-3 季度，公司实现营业收入 347.30 亿元，同比增长 43.90%；实现归母净利润 20.16 亿元，同比增长 104.71%，每股收益 0.63 元，公司每股净资产 5.39 元。公司同时给出全年盈利预告：预计全年净利润达到 27.53-28.81 亿元，同比增长 115%-125%，基本每股收益 0.85-0.89 元。

● 智能声学整机与硬件支撑高增速：分项看，1-3 季度，公司智能声学整机同比实现收入 152.72 亿元，同比增长 61.45%；智能硬件实现收入 101.50 亿元，增长 52.05%；精密零组件实现收入 83.08 亿元，同比增长 13.64%。

公司“4+4”产品战略，“大整机”业务将在 21 和 22 年持续放量：TWS 耳机仍将持续高增长，苹果 AirPods 系列耳机出货量有望在 9000 万-1 亿付左右，预计公司在大客户份额进一步提升，未来手机向无孔方向发展，将进一步刺激 TWS 耳机的需求增长；VR/AR 在今年销量良好，预计未来 2 年 VR 出货量将呈现高增长，同时 VR/AR 也会带来结构件机会。零组件方面，将受益公司在整机上的增长而扩大规模，特别是在 TWS 耳机和 VR/AR 产品上，公司的自制件垂直整合较好。

● 利润率提升：3 季度，公司毛利率达到 17.38% (+0.53pcts)，净利率达到 6.45% (+2.08pcts)，盈利能力进一步增加。3 季度，公司研发费用 10.72 亿元，研发费用占营收比例 5.59%，提升 1.29pcts。公司的研发投入与营收增长相匹配。公司通过垂直整合，提升自制件在整机产品中的应用比例进而提升盈利水平；4 季度，全年费用计提将导致单季度利润率环比下滑，但整体同比仍有望实现增长。

● 存货大幅增长：截至 3 季度末，公司存货 122.62 亿元，同比增长 146.74%，主要系销售规模扩大，为 4 季度旺季备货，预计将在 4 季度消化。

● 关注公司可持续性增长能力：公司在大客户份额提升，海外产能布局增强抗风险能力，预计将继续收益 TWS 耳机成长与大客户红利；此外看好公司在整机业务上的持续发力，预计 2020-2022 年，公司将实现营业收入 514.31、741.39、1000.20 亿元；归母净利润 28.50、41.99、63.42 亿元；每股收益 0.88、1.29、1.95 元；对应当前股价 PE 为 49.9x、33.9x、22.4x。给予“推荐”评级。

● 风险提示：海外疫情致宏观经济增速放缓，下游需求增长放缓；市场波动风险；贸易政策及环境恶化；新应用推广不及预期等。

附录：公司盈利预测三表（百万元）

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	17,704	22,503	31,562	42,942	经营活动现金流	5,451	4,967	5,404	6,910
现金	3,613	4,133	5,787	8,205	净利润	1,281	2,850	4,199	6,342
应收账款	8,144	10,745	14,756	19,907	折旧摊销	1,992	1,844	2,035	2,210
其它应收款	60	88	127	171	财务费用	264	283	239	217
预付账款	218	311	451	607	投资损失	160	50	-	-
存货	5,296	6,703	9,709	13,079	营运资金变动	1,732	-100	-1,142	-1,946
其他	372	522	732	972	其它	23	41	73	87
非流动资产	16,957	18,522	19,981	21,069	投资活动现金流	-3,038	-3,459	-3,495	-3,298
长期投资	270	270	270	270	资本支出	-3,177	-3,349	-3,435	-3,238
固定资产	11,502	12,563	13,487	14,229	其他	140	-110	-60	-60
无形资产	2,397	2,807	3,256	3,650	筹资活动现金流	-1,337	-988	-255	-1,193
其他	2,787	2,882	2,969	2,920	短期借款	303	-6,154	450	-450
资产总计	34,660	41,025	51,543	64,011	长期借款	-263	2,487	-202	-
流动负债	17,558	15,266	22,117	28,574	其他	-1,377	2,679	-503	-743
短期借款	6,154	-	450	-	现金净增加额	1,077	520	1,654	2,419
应付账款	8,977	12,800	18,539	24,975					
其他	2,426	2,467	3,127	3,599	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
非流动负债	973	7,107	6,905	6,905	成长能力				
长期借款	344	2,831	2,629	2,629	营业收入	48.0%	46.3%	44.2%	34.9%
其他	630	4,276	4,276	4,276	营业利润	48.7%	121.7%	46.7%	50.8%
负债合计	18,531	22,373	29,021	35,479	归属母公司净利润	47.6%	122.6%	47.3%	51.0%
少数股东权益	22	19	14	7	获利能力				
归属母公司股东权益	16,107	18,633	22,508	28,525	毛利率	15.4%	17.6%	17.2%	17.3%
负债和股东权益	34,660	41,025	51,543	64,011	净利率	3.6%	5.5%	5.7%	6.3%
利润表	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE	8.0%	15.3%	18.7%	22.2%
营业收入	35,148	51,431	74,139	100,020	ROIC	7.0%	14.4%	17.1%	21.0%
营业成本	29,726	42,383	61,388	82,696	偿债能力				
营业税金及附加	224	328	474	639	资产负债率	53.5%	54.5%	56.3%	55.4%
营业费用	534	782	1,127	1,521	净负债比率	20.2%	7.2%	6.4%	4.1%
管理费用	838	1,329	1,883	2,000	流动比率	1.01	1.47	1.43	1.50
财务费用	364	283	239	217	速动比率	0.71	1.03	0.99	1.05
资产减值损失	-109	-119	-	-	营运能力				
公允价值变动收益	27	-50	-	-	总资产周转率	1.01	1.25	1.44	1.56
投资净收益	-160	64	-	-	应收账款周转率	5	5	6	6
营业利润	1,496	3,317	4,864	7,333	应付账款周转率	4.17	3.89	3.92	3.80
营业外收入	15	15	15	15					
营业外支出	40	40	40	40	每股收益	0.39	0.88	1.29	1.95
利润总额	1,472	3,292	4,839	7,308	每股经营现金	1.68	1.53	1.67	2.13
所得税	192	445	644	973	每股净资产	4.96	5.74	6.94	8.79
净利润	1,279	2,847	4,195	6,335	估值比率				
少数股东损益	-1	-3	-5	-7	P/E	111.1	49.9	33.9	22.4
归属母公司净利润	1,281	2,850	4,199	6,342	P/B	8.8	7.6	6.3	5.0
EPS	0.39	0.88	1.29	1.95	EV/EBITDA	121.1	85.7	65.4	47.8

资料来源：Wind，中邮证券预测

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；

谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；

中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；

回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；

中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；

弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；

中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；

回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。