

## 歌尔股份 (002241)

公司研究/点评报告

# Q3 扣非超预期，受益 TWS 耳机爆发有望加速

—歌尔股份三季报点评

点评报告/电子元器件

2019 年 10 月 24 日

### 一、事件概述

前三季度公司营收 241.3 亿元，同比增长 56.2%，归母净利润 9.8 亿元，同比增长 15%，Q3 单季度营收 105.6 亿元，同比增长 50.4%，归母净利润 4.6 亿元，同比增长 12.1%。

### 二、分析与判断

#### ➤ Q3 扣非业绩超预期，现金流大幅改善，全年指引符合预期

公司此前预告前三季度归母净利润区间为 8.99-10.7 亿元，同比增长 5%-25%，中值为 9.85 亿元，实际前三季度归母净利润 9.85，与中值一致，符合预期。Q3 单季度归母净利润 4.6 亿元，同比增长 12.1%，环比增长 43%。受汇兑损益的影响，Q3 扣非归母净利润 6.7 亿元，同比增长 66%，环比增长 161.7%，超市场预期。Q3 单季度毛利率为 16.85%，环比提升 2.17pct，净利润率为 4.37%，环比提升 0.4pct。Q3 单季度经营性现金流量净额为 10.7 亿元，同比增加 14.4 亿元，公司现金流大幅改善。公司全年预计全年归母净利润 11.7-13.4 亿元，同比增长 35%-55%，符合预期。对应 Q4 单季度区间中值为 2.8 亿元，同比增长 2192%。

#### ➤ TWS 耳机超预期，声学龙头持续受益

我们预计今年全年大客户 AirPods 耳机出货量在 6000 万左右，同时年底即将发布高端降噪版，并且充电盒配色增加，明年出货量有望挑战 9000 万部，公司已经切入 AirPods 供应链，预计 Q3 出货 400 万左右，公司当前积极扩产新产线，随着新产线良率逐渐爬坡，预计利润率有望持续提升。并且安卓阵营 TWS 逐渐放量，国产品牌加快发布自家 TWS 耳机，歌尔作为安卓阵营 TWS 耳机代工绝对主力供应商，持续受益行业增长浪潮。

#### ➤ 巨头入场，VR、AR 有望迎来行业增长拐点

今年 Q3 华为发布颠覆性 VR 产品，注重小巧以及自带屈光矫正功能，随着 5G 商用到来，我们预计更多品牌将发布自家 VR、AR 产品，行业有望迎来增长拐点，歌尔作为国内布局最早以及技术储备最多的终端生产商，从声学到光学以及整机生产，为客户做到全产业链的配套服务，有望率先受益行业爆发。

### 三、投资建议

我们预计公司 19-21 年收入为 310、425、550 亿元，归母净利润为 13、18、23 亿元，对应估值为 43、31、24 倍，参考 sw 电子 ttm 估值 34.8 倍，我们认为公司仍然低估，给予“推荐”评级。

### 四、风险提示：

中美贸易摩擦、大客户技术变革不达预期、下游竞争加剧

### 推荐

首次评级

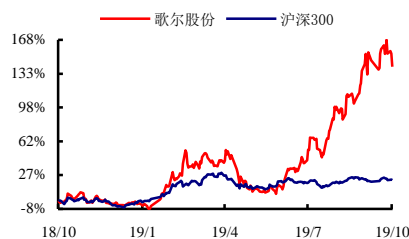
当前价格： 17.1 元

#### 交易数据

2019-10-23

近 12 个月最高/最低(元)	19.1/6.6
总股本(百万股)	3,245
流通股本(百万股)	2,766
流通股比例(%)	85.23
总市值(亿元)	555
流通市值(亿元)	473

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：王芳

执业证号： S0100519090004

电话： 021-60876730

邮箱： wangfang@mszq.com

#### 相关研究

- 1.歌尔股份(002241):对外投资两全资子公司，承接公司战略落地
- 2.歌尔股份(002241):业绩符合预期，看好声学价值提升及 VR/AR 放量

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	23,751	31,000	42,500	55,000
增长率 (%)	-7.0	30.5	37.1	29.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	868	1,297	1,814	2,302
增长率 (%)	-59.4	49.4	39.9	26.9
每股收益 (元)	0.27	0.40	0.56	0.71
PE (现价)	63.3	42.8	30.6	24.1
PB	3.7	3.4	3.0	2.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	23,751	31,000	42,500	55,000
营业成本	19,282	25,885	35,275	45,375
营业税金及附加	142	179	249	321
销售费用	569	744	1,020	1,320
管理费用	1,040	1,221	1,679	2,200
研发费用	1,334	1,395	2,083	3,025
EBIT	1,384	1,575	2,195	2,759
财务费用	318	280	306	311
资产减值损失	248	0	0	0
投资收益	(82)	(56)	(65)	(62)
营业利润	1,006	1,488	2,077	2,639
营业外收支	(13)	0	0	0
利润总额	993	1,488	2,077	2,639
所得税	149	227	315	401
净利润	844	1,262	1,762	2,238
归属于母公司净利润	868	1,297	1,814	2,302
EBITDA	3,018	3,428	4,266	5,036
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2392	2016	2034	2035
应收账款及票据	7211	8836	12378	15905
预付款项	161	181	262	330
存货	3549	4659	6788	7824
其他流动资产	416	416	416	416
流动资产合计	13820	16305	22049	26799
长期股权投资	248	192	127	65
固定资产	11117	12959	14704	16481
无形资产	2024	1964	1933	1901
非流动资产合计	15922	16225	16382	16309
资产合计	29742	32530	38432	43108
短期借款	5852	5687	6645	5882
应付账款及票据	5615	7151	9921	12686
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	13453	14979	19118	21556
长期借款	606	606	606	606
其他长期负债	494	494	494	494
非流动负债合计	1100	1100	1100	1100
负债合计	14553	16079	20218	22656
股本	3245	3245	3245	3245
少数股东权益	(12)	(46)	(98)	(162)
股东权益合计	15190	16451	18214	20452
负债和股东权益合计	29742	32530	38432	43108

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-7.0	30.5	37.1	29.4
EBIT 增长率	-50.3	13.8	39.4	25.7
净利润增长率	-59.4	49.4	39.9	26.9
<b>盈利能力</b>				
毛利率	18.8	16.5	17.0	17.5
净利率	3.7	4.2	4.3	4.2
总资产收益率 ROA	2.9	4.0	4.7	5.3
净资产收益率 ROE	5.7	7.9	9.9	11.2
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
现金比率	0.2	0.1	0.1	0.1
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	102.2	95.6	97.8	97.1
存货周转天数	61.1	57.1	58.4	58.0
总资产周转率	0.8	1.0	1.2	1.3
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.3	0.4	0.6	0.7
每股净资产	4.7	5.1	5.6	6.4
每股经营现金流	0.7	0.8	0.5	1.0
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	63.3	42.8	30.6	24.1
PB	3.7	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	13.9	12.6	9.7	7.6
股息收益率	0.6	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	844	1,262	1,762	2,238
折旧和摊销	1,883	1,853	2,071	2,277
营运资金变动	(978)	(1,057)	(2,545)	(1,547)
经营活动现金流	2,276	2,435	1,694	3,376
资本开支	4,190	2,211	2,293	2,266
投资	(168)	0	0	0
投资活动现金流	(4,263)	(2,211)	(2,293)	(2,266)
股权募资	16	0	0	0
债务募资	1,687	(113)	0	0
筹资活动现金流	630	(600)	617	(1,110)
现金净流量	(1,356)	(376)	18	1

## 分析师简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。