

# Q3 超预期增长，无线耳机和智能穿戴助力业绩加速提升

——歌尔股份 Q3 季报点评

公司点评

## ● 公司发布 20Q3 季报，营收、净利双超预期

公司前三季度实现营收 347.3 亿元，同比增 43.9%；Q3 单季营收加速增长，为 191.6 亿元，同比大增 81.4%、环比增 110.5%。利润方面，前三季度和 Q3 单季扣非归母净利分别为 19.8、12.5 亿元，双双同比大增超 80%。前三季整体毛利率为 17.7%，同比升 1.5pct，盈利能力续增。

## ● 消费电子硬件生态加速构建，声学、穿戴硬件迎行业“甜蜜点”

营收、净利高增，来自声学整机、智能硬件的比翼齐飞：前三季声学整机 152.7 亿同比增 61.5%、智能硬件 101.5 亿同比增 52.1%，精密零组件业务 83.1 亿增 13.6%。公司声学整机最大驱动力来自 A 客户 TWS 产品，Q3 加速增长则源自公司在 A 客户向高端 AirPods 型号的上拓、产能爬坡。智能硬件则受益于消费电子生态完善、智能硬件加速渗透的“甜蜜点”：各大手机厂商依托自家手机平台，大力布局智能手表/手环，依托庞大用户基础搭建自家闭环生态。此外，疫情带来的远程办公、居家娱乐需求，提前催化 VR/AR 反弹。

## ● 高度稳定下游需求+强执行力，业务多点开花、蓄势待发

以 TWS 耳机为代表的 Hearables 有望成手机后下一个风口，渗透趋势确定；手机渗透饱和、无线网络普及下，各家手机厂商试图通过智能配件的渗透搭建移动互联服务生态，寻找新的营收增长点——公司作为上游具备卓越制造能力厂商，受益于行业整体需求提振。与此同时，5G/高宽带普及，叠加居家办公/娱乐深入演化，VR/AR 产业处于反弹爆发的前夜——而公司多年稳定供应奠定良好的关键部件和整机制造水准。

另一方面，公司在资金、产能、人员上强悍执行、全面扩张：三季末货币资金较年初增 46%，系募资到位，该笔资金有望用于声学整机、虚拟设备等产线的扩张；体现在产能和研发上，即在建工程季末较年初增 53%、开发支出增 77%；应付薪酬达 10.4 亿，较年初增 34%。

## ● 公司尽享消费电子生态扩张红利，维持“强烈推荐”

公司作为国内声学 and 可穿戴电子龙头厂商，呈现“以部件提质、以整机带量”的业务扩张模式，凭借卓越部件制造能力形成壁垒，向下游整机拓展做大规模并反哺巩固上游优势，持续享受消费电子硬件生态加速构建的红利。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 31/46/60 亿元，对应 EPS 分别为 0.86/1.40/1.85 元/股，对应 PE 分别为 50X/30X/23X，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**TWS 行业竞争加剧、VR/AR 反弹不及预期、与新领域已有玩家竞争加剧。

## 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,751	35,148	54,375	81,562	126,421
增长率(%)	-7.0	48.0	54.7	50.0	55.0
净利润(百万元)	868	1,281	2,785	4,559	5,988
增长率(%)	-59.4	47.6	117.5	63.7	31.3
毛利率(%)	18.8	15.4	16.2	16.2	16.3
净利率(%)	3.7	3.6	5.1	5.6	4.7
ROE(%)	5.6	7.9	15.0	19.9	21.0
EPS(摊薄/元)	0.27	0.39	0.86	1.40	1.85
P/E(倍)	159.2	107.9	49.6	30.3	23.1
P/B(倍)	9.1	8.6	7.4	6.1	4.9

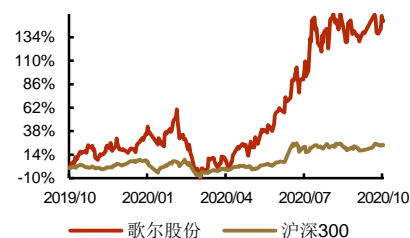
## 强烈推荐（维持评级）

毛正（分析师）

证书编号：S0280520050002

市场数据	时间 2020.10.22
收盘价(元):	42.56
一年最低/最高(元):	14.82/45.18
总股本(亿股):	32.45
总市值(亿元):	1,381.12
流通股本(亿股):	27.66
流通市值(亿元):	1,177.03
近 3 月换手率:	187.98%

## 股价一年走势



## 相关报告

《智能穿戴持续爆发，产销两旺带动 Q3 超预期增长》2020-08-21

《TWS 耳机放量引领增长，精密制造内功铸就成长》2020-07-08

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>13820</b>	<b>17704</b>	<b>33284</b>	<b>41900</b>	<b>74480</b>
现金	2392	3613	5826	8739	13546
应收票据及应收账款合计	7211	8144	17618	19967	38827
其他应收款	60	60	164	151	347
预付账款	161	218	360	512	837
存货	3549	5296	8842	12067	20456
其他流动资产	448	372	474	464	468
<b>非流动资产</b>	<b>15922</b>	<b>16957</b>	<b>23077</b>	<b>32312</b>	<b>47667</b>
长期投资	248	270	291	323	358
固定资产	11117	11502	17934	26613	40934
无形资产	2327	2671	2594	2478	2323
其他非流动资产	2230	2513	2258	2898	4052
<b>资产总计</b>	<b>29742</b>	<b>34660</b>	<b>56361</b>	<b>74212</b>	<b>122147</b>
<b>流动负债</b>	<b>13453</b>	<b>17558</b>	<b>37618</b>	<b>51793</b>	<b>94239</b>
短期借款	5852	6154	17915	28999	51750
应付票据及应付账款合计	5615	9675	18186	21131	40962
其他流动负债	1986	1729	1517	1664	1527
<b>非流动负债</b>	<b>1100</b>	<b>973</b>	<b>159</b>	<b>-391</b>	<b>-553</b>
长期借款	606	344	-353	-939	-1103
其他非流动负债	494	630	512	548	550
<b>负债合计</b>	<b>14553</b>	<b>18531</b>	<b>37777</b>	<b>51402</b>	<b>93686</b>
少数股东权益	-12	22	16	7	-5
股本	3245	3245	3245	3245	3245
资本公积	2997	2997	2997	2997	2997
留存收益	9366	10340	12411	15801	20253
归属母公司股东权益	15201	16107	18568	22802	28465
<b>负债和股东权益</b>	<b>29742</b>	<b>34660</b>	<b>56361</b>	<b>74212</b>	<b>122147</b>

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2276</b>	<b>5451</b>	<b>756</b>	<b>5968</b>	<b>5063</b>
净利润	844	1279	2779	4550	5976
折旧摊销	1635	1992	1967	2951	4438
财务费用	318	364	696	1345	2332
投资损失	82	160	-67	-181	-35
营运资金变动	-978	1515	-4666	-2611	-7645
其他经营现金流	375	143	45	-86	-2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4263</b>	<b>-3038</b>	<b>-8185</b>	<b>-11899</b>	<b>-19758</b>
资本支出	4240	3177	6842	9183	15322
长期投资	-184	-211	-21	-34	-35
其他投资现金流	-206	-72	-1364	-2750	-4471
<b>筹资活动现金流</b>	<b>630</b>	<b>-1337</b>	<b>727</b>	<b>-2239</b>	<b>-3250</b>
短期借款	1474	303	2846	0	0
长期借款	-389	-263	-696	-587	-164
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	46	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-501	-1377	-1422	-1652	-3087
<b>现金净增加额</b>	<b>-1350</b>	<b>1087</b>	<b>-6702</b>	<b>-8170</b>	<b>-17945</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>23751</b>	<b>35148</b>	<b>54375</b>	<b>81562</b>	<b>126421</b>
营业成本	19282	29726	45566	68349	105815
营业税金及附加	142	224	321	440	695
营业费用	569	534	816	1223	1896
管理费用	1040	838	1278	1794	2781
研发费用	1334	1807	2664	3997	6068
财务费用	318	364	696	1345	2332
资产减值损失	248	-109	0	0	0
公允价值变动收益	10	27	21	63	0
其他收益	263	178	0	530	0
投资净收益	-82	-160	67	181	35
<b>营业利润</b>	<b>1006</b>	<b>1496</b>	<b>3131</b>	<b>5230</b>	<b>6869</b>
营业外收入	10	15	64	0	0
营业外支出	23	40	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>993</b>	<b>1472</b>	<b>3195</b>	<b>5230</b>	<b>6869</b>
所得税	149	192	415	680	893
<b>净利润</b>	<b>844</b>	<b>1279</b>	<b>2779</b>	<b>4550</b>	<b>5976</b>
少数股东损益	-23	-1	-6	-9	-12
<b>归属母公司净利润</b>	<b>868</b>	<b>1281</b>	<b>2785</b>	<b>4559</b>	<b>5988</b>
EBITDA	2951	3750	5749	9362	13386
EPS(元)	0.27	0.39	0.86	1.40	1.85

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-7.0	48.0	54.7	50.0	55.0
营业利润(%)	-59.7	48.7	109.2	67.0	31.3
归属于母公司净利润(%)	-59.4	47.6	117.5	63.7	31.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	18.8	15.4	16.2	16.2	16.3
净利率(%)	3.7	3.6	5.1	5.6	4.7
ROE(%)	5.6	7.9	15.0	19.9	21.0
ROIC(%)	5.7	8.1	10.8	13.2	11.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.9	53.5	67.0	69.3	76.7
净负债比率(%)	35.4	23.5	65.8	87.0	130.7
流动比率	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	1.1	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	3.5	4.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.7	3.9	3.8	3.8	3.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.39	0.86	1.40	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.71	0.23	1.84	1.56
每股净资产(最新摊薄)	4.68	4.96	5.72	7.03	8.77
<b>估值比率</b>					
P/E	159.2	107.9	49.6	30.3	23.1
P/B	9.1	8.6	7.4	6.1	4.9
EV/EBITDA	48.6	37.8	26.1	16.9	13.1

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**毛正**，复旦大学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，五年商品证券领域投研经验。曾就职于国元证券研究所，担任电子行业分析师，2020年加入新时代证券，任电子行业首席分析师。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>