

002241.SZ

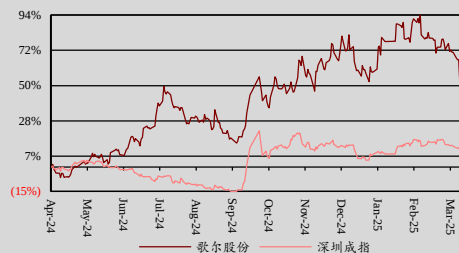
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 23.39

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.3)	(16.5)	(6.4)	43.3
相对深圳成指	(9.0)	(13.8)	(11.2)	34.7

发行股数 (百万)	3,490.71
流通股 (百万)	3,083.55
总市值 (人民币 百万)	81,647.73
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	2,652.25
主要股东	
歌尔集团有限公司	14.56%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

以 2025 年 4 月 3 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子：消费电子

证券分析师：苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522080003

联系人：周世辉

shihui.zhou@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123050013

歌尔股份

2024 年净利率修复，AI/AR 眼镜蓄势待发

公司发布 2024 年年报，全年营收同比微增，但归母净利润大幅增长，主要各项业务的毛利率均出现提升。展望未来，AI/AR 眼镜产业有望在 AI 技术驱动下快速增长，公司布局充分，有望深度受益。维持买入评级。

支撑评级的要点

■ 公司 2024 年营收微增，但归母净利润恢复较好；Q4 因计提资产减值致使净利率环比下滑。公司 2024 年营业收入 1009.54 亿元，同比增长 2.41%；归母净利润 26.65 亿元，同比增长 144.93%；扣非归母净利润 23.93 亿元，同比增长 178.30%；毛利率 11.09%，同比提升 2.14 个百分点，净利率 2.56%，同比提升 1.53 个百分点。全年业绩提升的动力，在于消费电子终端需求在 AI 等新技术的推动下有所提升，同时公司加强精益运营，带动公司盈利水平同比提升。2024Q4 单季度营业收入 313.08 亿元，同比增长 27.13%，创上市以来单季度营收新高；归母净利润 3.20 亿元，同比增长 63.23%；扣非归母净利润 3.47 亿元，同比增长 371.32%；毛利率 10.3%，同比降低 0.28 个百分点，环比降低 1.06 个百分点；净利率 0.95%，同比提升 0.36 个百分点，环比降低 2.80 个百分点。公司 2024Q4 单季度归母净利润环比出现下滑，重要原因是计提了较多资产减值损失，2024 全年资产减值共 6.43 亿元，单季度增加 4.12 亿元；2024 年资产减值科目主要为存货和固定资产的减值，其中存货减值 4.01 亿元，固定资产减值 2.42 亿元。

■ 各项业务盈利能力均有提升。分结构来看，公司智能硬件业务收入 572 亿元，营收占比达 56.66%，保持最高，但该业务收入同比下降 2.57%，毛利率同比提升 1.90 个百分点。主要因 PS5 等产品处于生命周期中后段正常降量，导致该业务营收有所下降；公司智能声学整机业务收入 263 亿元，营收占比达 26.05%，该业务收入同比提升 8.73%，毛利率同比提升 2.73 个百分点，因公司智能无线耳机产品保持良性成长所致；公司精密组件业务收入 151 亿元，营收占比 14.90%，该业务收入同比提升 15.85%，毛利率同比提升 1.02 个百分点，主要因声学传感器产品性能升级，价值量和盈利能力提升所致。根据控股子公司歌尔微在港股提交的申请显示，2024 年前三季度营收达 32.66 亿元，同比增长 52.17%，因 AI 技术与智能硬件融合导致的该业务增长势头较好。

■ 展望未来，在 AI 技术驱动下，以 AI/AR 眼镜为首的消费电子产品迎来重要增长动能。AI 眼镜在用户数据采集、人机交互等方面具备独特优势，有望成为 AI 技术在端侧落地的重要载体，市场潜力较大；而 AR 眼镜产品在行业头部厂商的积极投入和推动之下，AR 产品发布节奏加快，同时产业链核心零部件如光学、显示、通信、材料等技术迭代速度亦加快，有望迎来新一轮快速发展。其中，AI 智能眼镜是全球消费电子最受关注的智能硬件创新方向之一，根据 Counterpoint Research 统计，2024 年全球 AI 智能眼镜出货量同比增长 210%，首次突破 200 万台大关；而根据 IDC 的预测数据，2028 年全球 AR 设备出货量有望达到 690 万部，2025 年至 2028 年的复合增长率有望达到约 78%。

■ 公司深度布局 AI/AR 眼镜产业，发布系列新产品有望推动产业加速。2024 年 9 月，公司控股子公司歌尔光学在第 25 届光博会上，发布业内体积最小、重量最轻的 LCoS 全彩显示 AR 光机和 Micro LED 单绿色树脂衍射光波导 AR 显示模组，有望助力 AR 眼镜实现真正轻量化。2025 年初，歌尔光学发布表面浮雕光栅工艺的全彩 AR 全彩光波导显示模组 Star G-E1，通过优化光栅材料和结构，Star G-E1 可实现 5000 尼特的峰值亮度，亮度均匀性超过 45%，色差小于 0.02，对比同类技术方案分别提升约 50% 和 100%，有效减少图像颜色偏差，提升色彩表现；在外观方面，Star G-E1 采用单层光波导镜片，厚度仅 0.7 毫米，同时配备的 Micro LED 光机体积小于 0.5 立方厘米，在轻薄小巧的同时拥有卓越的光学显示效果。

估值

■ 在 AI 技术驱动下，公司深度布局的 AI/AR 眼镜业务有望成为公司未来新增长点，带动营收和利润双增；同时考虑美国的新关税政策，带来不确定性，对公司的影响暂时较难评估。综合考虑，我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润 36.40/42.09/50.68 亿元；实现每股收益 1.04/1.21/1.45 元，对应市盈率 22.4/19.4/16.1 倍。维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 宏观市场风险、客户相对集中的风险、汇率波动风险、核心技术人员流失的风险、管理风险、关税政策带动供应链风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	98,574	100,954	108,375	116,794	139,199
增长率(%)	(6.0)	2.4	7.4	7.8	19.2
EBITDA(人民币 百万)	4,916	6,592	8,199	9,017	10,093
归母净利润(人民币 百万)	1,088	2,665	3,640	4,209	5,068
增长率(%)	(37.8)	144.9	36.6	15.6	20.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.31	0.76	1.04	1.21	1.45
此前股本摊薄每股收益(人民币)			0.97	1.18	
变动幅度(%)			7.2	2.5	
市盈率(倍)	75.0	30.6	22.4	19.4	16.1
市净率(倍)	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA(倍)	14.4	13.2	8.9	7.6	6.0
每股股息 (人民币)	0.1	0.3	0.2	0.2	0.3
股息率(%)	0.5	0.6	0.9	1.0	1.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	98,574	100,954	108,375	116,794	139,199
营业收入	98,574	100,954	108,375	116,794	139,199
营业成本	89,753	89,759	95,593	102,380	122,149
营业税金及附加	244	279	299	322	384
销售费用	528	620	665	818	974
管理费用	2,203	2,200	2,493	2,803	3,341
研发费用	4,716	4,882	5,202	5,840	6,960
财务费用	352	71	118	(4)	(198)
其他收益	373	256	300	300	300
资产减值损失	(300)	(643)	(300)	(300)	(300)
信用减值损失	17	(58)	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	(2)	0	0	0	0
公允价值变动收益	116	41	0	0	0
投资收益	(73)	109	109	109	109
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	909	2,847	4,109	4,739	5,692
营业外收入	35	34	34	34	34
营业外支出	153	107	107	107	107
利润总额	791	2,774	4,035	4,666	5,618
所得税	(228)	188	282	327	393
净利润	1,019	2,586	3,752	4,339	5,225
少数股东损益	(69)	(79)	113	130	157
归母净利润	1,088	2,665	3,640	4,209	5,068
EBITDA	4,916	6,592	8,199	9,017	10,093
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.31	0.76	1.04	1.21	1.45

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	40,041	49,440	51,677	59,293	70,533
货币资金	14,737	17,466	21,675	23,359	28,775
应收账款	12,425	17,881	14,653	20,409	21,378
应收票据	139	150	161	174	225
存货	10,795	10,479	12,177	12,088	16,863
预付账款	255	237	287	274	395
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,690	3,226	2,725	2,990	2,897
非流动资产	33,703	33,267	31,659	30,457	28,580
长期投资	1,674	1,793	1,793	1,793	1,793
固定资产	22,305	21,803	21,375	20,750	19,897
无形资产	3,280	3,051	2,225	1,397	566
其他长期资产	6,444	6,620	6,267	6,518	6,323
资产合计	73,744	82,707	83,336	89,750	99,113
流动负债	33,442	44,957	41,918	44,803	49,943
短期借款	5,214	7,713	7,405	4,018	2,000
应付账款	17,582	21,962	20,152	24,953	28,861
其他流动负债	10,645	15,281	14,361	15,832	19,082
非流动负债	8,775	3,702	4,327	4,344	4,336
长期借款	6,631	1,341	2,000	2,000	2,000
其他长期负债	2,143	2,361	2,327	2,344	2,336
负债合计	42,217	48,659	46,246	49,147	54,279
股本	3,420	3,486	3,491	3,491	3,491
少数股东权益	717	862	974	1,104	1,261
归属母公司股东权益	30,811	33,186	36,116	39,499	43,573
负债和股东权益合计	73,744	82,707	83,336	89,750	99,113

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,019	2,586	3,752	4,339	5,225
折旧摊销	4,069	4,079	4,381	4,691	5,008
营运资金变动	973	(1,572)	1,219	(650)	1,829
其他	2,091	1,107	401	(309)	(208)
经营活动现金流	8,152	6,200	9,753	8,071	11,854
资本支出	(6,950)	(3,634)	(3,250)	(3,250)	(3,250)
投资变动	(501)	(116)	0	0	0
其他	(133)	(1,496)	109	109	109
投资活动现金流	(7,583)	(5,246)	(3,141)	(3,141)	(3,141)
银行借款	2,519	(2,791)	351	(3,387)	(2,018)
股权融资	(417)	(3,430)	(710)	(826)	(995)
其他	(328)	3,931	(2,044)	967	(284)
筹资活动现金流	1,774	(2,290)	(2,403)	(3,246)	(3,296)
净现金流	2,343	(1,336)	4,209	1,684	5,416

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(6.0)	2.4	7.4	7.8	19.2
营业利润增长率(%)	(43.5)	213.2	44.3	15.3	20.1
归属于母公司净利润增长率(%)	(37.8)	144.9	36.6	15.6	20.4
息税前利润增长率(%)	(44.5)	196.4	52.0	13.3	17.6
息税折旧前利润增长率(%)	(5.1)	34.1	24.4	10.0	11.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(37.8)	144.9	36.6	15.6	20.4
获利能力					
息税前利润率(%)	0.9	2.5	3.5	3.7	3.7
营业利润率(%)	0.9	2.8	3.8	4.1	4.1
毛利率(%)	8.9	11.1	11.8	12.3	12.2
归母净利润率(%)	1.1	2.6	3.4	3.6	3.6
ROE(%)	3.5	8.0	10.1	10.7	11.6
ROIC(%)	2.4	4.8	7.1	7.8	8.9
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
净负债权益比	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.5)
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.5
应收账款周转率	7.4	6.7	6.7	6.7	6.7
应付账款周转率	4.5	5.1	5.1	5.2	5.2
费用率					
销售费用率(%)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
管理费用率(%)	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4
研发费用率(%)	4.8	4.8	4.8	5.0	5.0
财务费用率(%)	0.4	0.1	0.1	(0.0)	(0.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.8	1.0	1.2	1.5
每股经营现金流(最新摊薄)	2.3	1.8	2.8	2.3	3.4
每股净资产(最新摊薄)	8.8	9.5	10.3	11.3	12.5
每股股息	0.1	0.3	0.2	0.2	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	75.0	30.6	22.4	19.4	16.1
P/B(最新摊薄)	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	14.4	13.2	8.9	7.6	6.0
价格/现金流(倍)	10.0	13.2	8.4	10.1	6.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark15 楼
NY10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371