盈利能力同环比提升，后续新品拉动可期

核心观点

- **营收短期承压，盈利能力同环比提升。**公司25Q1收入163亿元，同比下降15.6%；归母净利润4.7亿元，同比增长24%；扣非归母净利润2.9亿元，同比增长6%。其中非经主要来自公司外汇衍生品业务合约交割及按公允价值重新计量产生的投资收益1.5亿元。Q1营收短期承压主要由于公司大客户部分产品新老交替周期造成营收波动，伴随下半年公司眼镜、耳机等新品爬坡上量，相关业务营收有望恢复增长。公司盈利能力持续优化，25Q1毛利率12.4%，同比提升3.2pct，环比提升2.1pct，内部生产运营效率持续改善。
- **卡位AI/AR眼镜行业头部客户，前瞻布局奠定行业领先地位。**根据IDC预计，25年全球智能眼镜市场预计出货1205万台，同比增长18%，其中不具备显示功能的音频眼镜及音频拍摄眼镜预计出货547万台，同比翻倍增长。公司深耕VR/AR领域且公司具备较强的精密声学、精密光学(光学元件、光机模组、光波导等)、整机设计及制造能力,在全球行业龙头客户中享有主导地位，短期受益于25年AI眼镜行业出货量倍增，在国内外多个主流品牌客户中承担主力供应商，长期平台型能力有望赋能公司在AI/AR眼镜领域带动远期估值和业绩双重空间。
- **低位增持+回购彰显信心，越南前瞻产能布局削弱关税扰动影响。**公司于2/27日公告控股股东拟以专项贷款和自有资金增持5-10亿元，截止4/10日增持计划实施完毕，而后公司公告拟以自有资金及自筹资金回购5-10亿元，其中首次回购金额约1.4亿元（不含交易费用）。产能布局方面，公司在越南等海外地区设有相应产能，24年公司越南主要子公司之一歌尔越南营收超200亿元，同比增长4%；净利润13.2亿元，同比增长93%，海外工厂盈利快速提升。公司前瞻海外有效抵御地缘风险，全球业务版图持续拓宽。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司25-27年每股收益分别为1.02/1.29/1.57元(原25-26年预测为1.14/1.48元，小幅下调毛利率预测，上调研发费用率预测)，根据可比公司25年28倍PE估值，对应目标价为28.56元，维持买入评级。

风险提示

- VR/AR产业发展不达预期，其他产品销量不达预期。

公司主要财务信息

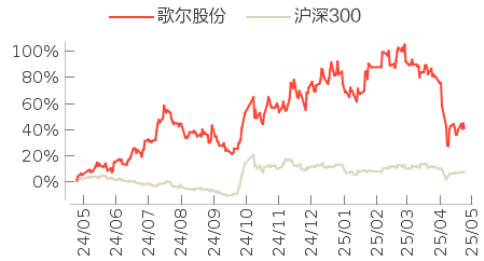
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	98,574	100,954	108,607	129,572	151,352
同比增长(%)	*-6.0%*	*2.4%*	*7.6%*	*19.3%*	*16.8%*
营业利润(百万元)	909	2,847	4,024	5,060	6,157
同比增长(%)	*-43.5%*	*213.2%*	*41.3%*	*25.8%*	*21.7%*
归属母公司净利润(百万元)	1,088	2,665	3,559	4,487	5,469
同比增长(%)	*-37.8%*	*144.9%*	*33.5%*	*26.1%*	*21.9%*
每股收益（元）	0.31	0.76	1.02	1.29	1.57
毛利率(%)	8.9%	11.1%	11.4%	11.5%	11.5%
净利率(%)	1.1%	2.6%	3.3%	3.5%	3.6%
净资产收益率(%)	3.6%	8.3%	10.0%	11.2%	12.1%
市盈率	67.0	27.4	20.5	16.3	13.3
市净率	2.4	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入（维持）
股价（2025年04月24日）	20.89元
目标价格	28.56元
52周最高价/最低价	30.63/14.87元
总股本/流通A股（万股）	349,099/308,381
A股市值（百万元）	72,927
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025年04月24日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	3.67	-24.23	-25.79	41.27
相对表现%	3.35	-20.41	-24.52	33.81
沪深300%	0.32	-3.82	-1.27	7.46



证券分析师

蔺剑 021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005
香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐 hanxiaorui@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟 xuehongwei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜 zhuqian@orientsec.com.cn

相关报告

二季度业绩超预期，经营持续向好	2024-07-18
盈利能力持续改善，加速布局精密光学	2023-10-28

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 1.02/1.29/1.57 元(原 25-26 年预测为 1.14/1.48 元，小幅下调毛利率预测，上调研发费用率预测)，根据可比公司 25 年 28 倍 PE 估值，对应目标价为 28.56 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2025/4/24	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
立讯精密	002475	30.76	1.51	1.87	2.36	2.90	20.35	16.43	13.01	10.62
水晶光电	002273	18.46	0.43	0.74	0.92	1.11	42.77	24.93	20.06	16.64
和林微纳	688661	39.90	-0.18	-0.08	0.92	1.63	-222.66	-530.59	43.22	24.44
龙旗科技	603341	39.18	1.30	1.16	1.89	2.42	30.10	33.69	20.76	16.17
光弘科技	300735	24.10	0.52	0.31	0.40	0.55	46.62	78.27	60.58	43.56
	最大值						46.62	78.27	60.58	43.56
	最小值						(222.66)	(530.59)	13.01	10.62
	平均数						(16.56)	(75.45)	31.53	22.29
	调整后平均						31.08	25.02	28.02	19.08

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

VR/AR 产业发展不达预期，其他产品销量不达预期。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	14,737	17,466	14,385	17,753	22,580
应收票据、账款及款项融资	12,573	18,040	19,464	23,221	27,124
预付账款	255	237	543	648	757
存货	10,795	10,479	11,229	13,392	15,638
其他	1,681	3,217	3,552	3,636	3,723
流动资产合计	**40,041**	**49,440**	**49,173**	**58,650**	**69,822**
长期股权投资	760	734	734	734	734
固定资产	22,305	21,803	24,266	25,957	27,384
在建工程	2,015	1,359	2,182	2,593	2,799
无形资产	3,280	3,051	2,289	1,526	763
其他	5,343	6,319	6,205	6,090	5,976
非流动资产合计	**33,703**	**33,267**	**35,676**	**36,901**	**37,656**
资产总计	**73,744**	**82,707**	**84,849**	**95,551**	**107,478**
短期借款	5,214	7,713	3,000	3,000	3,000
应付票据及应付账款	22,121	25,922	27,779	33,130	38,686
其他	6,107	11,321	11,628	12,470	13,344
流动负债合计	**33,442**	**44,957**	**42,407**	**48,600**	**55,030**
长期借款	6,631	1,341	1,341	1,341	1,341
应付债券	0	0	0	0	0
其他	2,143	2,361	2,361	2,361	2,361
非流动负债合计	**8,775**	**3,702**	**3,702**	**3,702**	**3,702**
负债合计	**42,217**	**48,659**	**46,109**	**52,301**	**58,732**
少数股东权益	717	862	880	902	930
实收资本（或股本）	3,420	3,486	3,491	3,491	3,491
资本公积	8,720	9,618	10,293	10,293	10,293
留存收益	18,704	20,518	24,076	28,563	34,032
其他	(33)	(436)	0	0	0
股东权益合计	**31,528**	**34,048**	**38,740**	**43,249**	**48,746**
负债和股东权益总计	**73,744**	**82,707**	**84,849**	**95,551**	**107,478**

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,019	2,586	3,576	4,509	5,496
折旧摊销	3,536	3,330	3,341	3,780	4,249
财务费用	352	71	233	261	220
投资损失	73	(109)	(200)	(200)	(200)
营运资金变动	1,831	(1,790)	(683)	(6)	(7)
其它	1,340	2,113	(377)	(11)	(7)
经营活动现金流	**8,152**	**6,200**	**5,891**	**8,334**	**9,752**
资本支出	(3,642)	(1,055)	(5,005)	(5,005)	(5,005)
长期投资	(399)	26	0	0	0
其他	(3,542)	(4,216)	300	300	300
投资活动现金流	**(7,583)**	**(5,246)**	**(4,705)**	**(4,705)**	**(4,705)**
债权融资	4,402	(1,439)	0	0	0
股权融资	731	964	679	0	0
其他	(3,359)	(1,816)	(4,947)	(261)	(220)
筹资活动现金流	**1,774**	**(2,290)**	**(4,267)**	**(261)**	**(220)**
汇率变动影响	10	(26)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**2,353**	**(1,362)**	**(3,081)**	**3,368**	**4,827**

利润表

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**98,574**	**100,954**	**108,607**	**129,572**	**151,352**
营业成本	89,753	89,759	96,186	114,715	133,955
营业税金及附加	244	279	272	324	378
营业费用	528	620	543	648	757
管理费用及研发费用	6,919	7,082	7,619	8,934	10,254
财务费用	352	71	233	261	220
资产、信用减值损失	282	701	330	230	230
公允价值变动收益	116	41	100	100	100
投资净收益	(73)	109	200	200	200
其他	371	256	300	300	300
营业利润	**909**	**2,847**	**4,024**	**5,060**	**6,157**
营业外收入	35	34	50	50	50
营业外支出	153	107	100	100	100
利润总额	**791**	**2,774**	**3,974**	**5,010**	**6,107**
所得税	(228)	188	397	501	611
净利润	**1,019**	**2,586**	**3,576**	**4,509**	**5,496**
少数股东损益	(69)	(79)	18	23	27
归属于母公司净利润	**1,088**	**2,665**	**3,559**	**4,487**	**5,469**
每股收益（元）	0.31	0.76	1.02	1.29	1.57

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-6.0%	2.4%	7.6%	19.3%	16.8%
营业利润	-43.5%	213.2%	41.3%	25.8%	21.7%
归属于母公司净利润	-37.8%	144.9%	33.5%	26.1%	21.9%
获利能力					
毛利率	8.9%	11.1%	11.4%	11.5%	11.5%
净利率	1.1%	2.6%	3.3%	3.5%	3.6%
ROE	3.6%	8.3%	10.0%	11.2%	12.1%
ROIC	3.8%	5.9%	8.0%	9.5%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	57.2%	58.8%	54.3%	54.7%	54.6%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.20	1.10	1.16	1.21	1.27
速动比率	0.87	0.86	0.89	0.92	0.98
营运能力					
应收账款周转率	7.4	6.6	5.8	6.1	6.0
存货周转率	6.1	8.3	8.7	9.1	9.0
总资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
每股指标（元）					
每股收益	0.31	0.76	1.02	1.29	1.57
每股经营现金流	2.38	1.78	1.69	2.39	2.79
每股净资产	8.83	9.51	10.85	12.13	13.70
估值比率					
市盈率	67.0	27.4	20.5	16.3	13.3
市净率	2.4	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	14.7	11.3	9.3	7.7	6.6
EV/EBIT	55.8	24.1	16.5	13.2	11.0

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。