

公司研究

国内大厂发售 AI 眼镜，XR 业务受益行业增长

——歌尔股份（002241.SZ）跟踪报告之十

要点

小米发售 AI 眼镜开启大厂发售热潮，公司作为全球领先 XR 设计代工厂商有望受益。6月26日小米新品发布会发售首款 AI 眼镜，具备第一人称直播、跨端智联、百科问答、同声传译、会议助手、智能家居操控以及即将推出的支付功能等多种应用。2025年，更多大厂参与 AI 眼镜市场，小米开启大厂发售序幕，后续字节、三星等厂商均有望发售 AI 眼镜，公司作为领先设计代工厂商有望深度受益。

公司为全球领先声光电产品及解决方案提供商。歌尔股份二十年来深耕声学技术，逐步发展光电模组及产品，形成“零件+成品”的产品布局。公司主要产品包括 AR/VR 头显、TWS 耳机、智能穿戴等整机设备以及声学、MEMS 传感器和光电模组等精密零组件，是全球领先的声光电产品一站式供应商。2024 年公司实现营收 1009.54 亿元，同比+2.41%；归母净利润 26.65 亿元，同比+144.93%。2025Q1 公司实现营收 163.05 亿元，同比-15.57%；归母净利润 4.69 亿元，同比+23.53%；公司 2025Q1 毛利率为 12.41%，同比提升 3.21pct；净利率为 2.68%，同比提升 0.79pct，盈利能力进一步改善。

业绩修复动力足，XR 出货量可期、产品结构持续优化。（1）大客户 TWS 耳机订单回升，智能声学整机业务营业收入及毛利率有望持续回升；（2）智能硬件板块产品结构持续优化，毛利率较高的 XR/可穿戴板块营收占比有望增长，带动综合毛利率回升；（3）精密零组件板块，AI 终端放量带动 mems 等零组件 ASP 提升，高端零组件占比升高有望进一步提升公司盈利能力；（4）公司积极调整产能布局，叠加 meta 新品、Meta AI 眼镜销量提升及新品发布，XR 板块有望成为公司未来持续增长的新动能。

盈利预测、估值与评级：鉴于消费电子下游弱复苏、部分客户老款产品生命周期接近尾声影响，下调公司 25-26 年归母净利润预测为 33.44/40.01 亿元（调整幅度为-4%、-8%），新增 27 年归母净利润预测为 47.01 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 24X/20X/17X。歌尔股份作为国内消费电子龙头企业，未来 XR 渗透率逐步提升，公司 XR 代工市占率高，叠加公司大客户耳机业务回升、智能硬件板块产品结构优化、零组件 ASP 提升等因素，我们看好公司未来营收及业绩的增长趋势，维持“买入”评级。

风险提示：AR/VR 市场发展不及预期；消费电子需求复苏不及预期；毛利率修复不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	98,574	100,954	103,825	117,498	131,950
营业收入增长率	-6.03%	2.41%	2.84%	13.17%	12.30%
归母净利润（百万元）	1,088	2,665	3,344	4,001	4,701
归母净利润增长率	-37.80%	144.93%	25.48%	19.65%	17.49%
EPS（元）	0.32	0.76	0.96	1.15	1.35
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.53%	8.03%	9.29%	10.12%	10.77%
P/E	73	31	24	20	17
P/B	2.6	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-06-30；股本：2023-2025 年股本为 34.20，34.86，34.91 亿股

买入（维持）

当前价：23.32 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsec.com

分析师：何昊

执业证书编号：S0930522090002

021-52523869

hehao1@ebsec.com

分析师：王之含

执业证书编号：S0930524070008

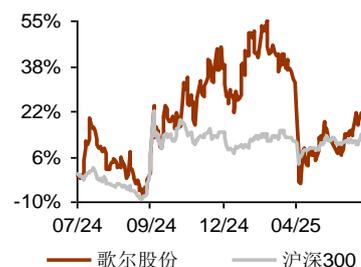
021-52523691

wangzhihan@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	34.91
总市值(亿元):	814.22
一年最低/最高(元):	16.99/30.41
近 3 月换手率:	147.38%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.98	-10.91	6.70
绝对	12.16	-9.67	19.87

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	98,574	100,954	103,825	117,498	131,950
营业成本	89,753	89,759	91,725	103,454	116,179
折旧和摊销	3,714	3,772	3,936	4,353	4,779
税金及附加	244	279	311	352	396
销售费用	528	620	623	705	792
管理费用	2,203	2,200	2,220	2,510	2,681
研发费用	4,716	4,882	5,151	5,813	6,334
财务费用	352	71	289	377	487
投资收益	-73	109	100	100	100
营业利润	909	2,847	3,826	4,599	5,422
利润总额	791	2,774	3,817	4,590	5,413
所得税	-228	188	572	688	812
净利润	1,019	2,586	3,244	3,901	4,601
少数股东损益	-69	-79	-100	-100	-100
归属母公司净利润	1,088	2,665	3,344	4,001	4,701
EPS(元)	0.32	0.76	0.96	1.15	1.35

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8,152	6,200	6,943	4,171	5,772
净利润	1,088	2,665	3,344	4,001	4,701
折旧摊销	3,714	3,772	3,936	4,353	4,779
净营运资金增加	-1,370	1,776	800	6,138	5,873
其他	4,720	-2,012	-1,137	-10,321	-9,581
投资活动产生现金流	-7,583	-5,246	-5,167	-5,025	-5,000
净资本支出	-6,563	-2,312	-4,880	-5,050	-5,050
长期投资变化	760	734	0	0	0
其他资产变化	-1,781	-3,668	-287	25	50
融资活动现金流	1,774	-2,290	-5,745	2,631	1,107
股本变化	0	66	5	0	0
债务净变化	2,496	1,060	-4,935	3,482	2,164
无息负债变化	-7,197	5,382	-104	3,622	3,926
净现金流	2,353	-1,362	-3,969	1,777	1,879

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	8.9%	11.1%	11.7%	12.0%	12.0%
EBITDA 率	5.8%	7.9%	7.6%	7.9%	8.0%
EBIT 率	1.8%	4.1%	3.9%	4.2%	4.4%
税前净利润率	0.8%	2.7%	3.7%	3.9%	4.1%
归母净利润率	1.1%	2.6%	3.2%	3.4%	3.6%
ROA	1.4%	3.1%	4.0%	4.3%	4.6%
ROE (摊薄)	3.5%	8.0%	9.3%	10.1%	10.8%
经营性 ROIC	5.7%	9.3%	7.7%	8.2%	8.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	57%	59%	54%	56%	56%
流动比率	1.20	1.10	1.15	1.18	1.23
速动比率	0.87	0.87	0.87	0.93	0.99
归母权益/有息债务	2.39	2.37	3.98	3.16	2.97
有形资产/有息债务	5.22	5.50	8.26	6.81	6.49

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	73,744	82,707	80,388	90,906	101,012
货币资金	14,737	17,466	13,497	15,275	17,153
交易性金融资产	587	1,101	1,101	1,101	1,101
应收账款	12,425	17,881	17,474	19,775	22,207
应收票据	139	150	104	117	132
其他应收款 (合计)	89	100	208	235	264
存货	10,795	10,479	11,007	11,774	12,897
其他流动资产	519	1,636	2,318	7,151	11,421
流动资产合计	40,041	49,440	45,959	55,706	65,490
其他权益工具	591	626	626	626	626
长期股权投资	760	734	734	734	734
固定资产	22,305	21,803	22,312	22,505	22,350
在建工程	2,015	1,359	1,769	2,077	2,308
无形资产	3,280	3,051	3,040	3,029	3,017
商誉	605	605	605	605	605
其他非流动资产	684	1,575	2,176	2,176	2,176
非流动资产合计	33,703	33,267	34,429	35,201	35,522
总负债	42,217	48,659	43,620	50,724	56,814
短期借款	5,214	7,713	7,602	11,084	13,248
应付账款	17,582	21,962	22,931	25,863	29,045
应付票据	4,538	3,960	3,669	4,138	4,647
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5	3	3	3	3
流动负债合计	33,442	44,957	40,085	47,174	53,250
长期借款	6,631	1,341	1,341	1,341	1,341
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	867	970	973	987	1,001
非流动负债合计	8,775	3,702	3,536	3,549	3,564
股东权益	31,528	34,048	36,768	40,183	44,198
股本	3,420	3,486	3,491	3,491	3,491
公积金	10,663	12,099	12,099	12,099	12,099
未分配利润	17,039	18,712	21,533	25,048	29,164
归属母公司权益	30,811	33,186	36,006	39,521	43,637
少数股东权益	717	862	762	662	562

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.54%	0.61%	0.60%	0.60%	0.60%
管理费用率	2.23%	2.18%	2.14%	2.14%	2.03%
财务费用率	0.36%	0.07%	0.28%	0.32%	0.37%
研发费用率	4.78%	4.84%	4.96%	4.95%	4.80%
所得税率	-29%	7%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.10	0.30	0.14	0.17	0.20
每股经营现金流	2.38	1.78	1.99	1.19	1.65
每股净资产	9.01	9.52	10.31	11.32	12.50
每股销售收入	28.82	28.96	29.74	33.65	37.79

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	73	31	24	20	17
PB	2.6	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	16.5	11.5	11.4	10.1	9.0
股息率	0.4%	1.3%	0.6%	0.7%	0.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP