

外延加速垂直整合战略，打造 AR 眼镜整体解决方案能力

核心观点

- **盈利能力持续向上，归母净利润稳健增长。**公司上半年取得营收 375 亿元，同比小幅下滑 7%，归母净利润 14.2 亿元，同比增长 16%。单二季度来看，公司营收稳定，归母净利润 9.5 亿元，同比增长 12%，扣非归母净利润有所下滑，归母与扣非的差异主要由于公司持有的外汇衍生品合约公允价值变动（24H1 衍生品收益为负，25H1 为正），公司长期配置外汇衍生品以平滑汇率波动影响，我们认为归母更能反应公司整体经营情况。公司盈利能力持续改善，Q2 毛利率 14.3%，同比提升 0.7pct，环比提升 1.9pct，各业务毛利率均呈向上态势。
- **智能声学整机受产品周期影响短期承压，看好下半年营收加速。**部分投资者担忧下游终端需求增长放缓对公司营收带来影响，但我们看到上半年除了智能声学整机产品受产品周期影响短期承压，其他业务均同比向上。公司精密零部件业务营收及盈利能力稳步提升，AI 交互升级需求推动声学器件持续升级，公司产品附加值有望进一步提升。智能硬件业务营收同比增长 2%至 203 亿元，毛利率 11.5%，同比提升 2.3%，受益国内外头部 AI 眼镜产品密集发布，北美大客户 9 月有望发布多款 AI 及 AR 眼镜新品，公司深度参与营收有望加速。
- **外延加速垂直整合战略，打造 AR 眼镜整体解决方案能力。**公司公告子公司歌尔光学科技拟以增发股份方式取得上海奥来 100%股权，交易完成后上海奥来成为歌尔光学全资子公司，上海奥来原股东持有歌尔光学约 1/3 股权，歌尔股份仍为歌尔光学第一大股东。歌尔光学和上海奥来是歌尔和舜宇两家上市公司旗下各自从事光波导等精密光学业务的子公司，通过此次强强联合我们认为有助于歌尔 1) 进一步增强其在光波导等晶圆级微纳光学器件领域内的竞争优势；2) 完善公司零整结合战略，形成“半导体光学器件—结构件—光学模组—整机组装”的一体化整体解决方案能力；3) 完善刻蚀光波导产能布局，加速产能释放；4) 和大客户合作进一步深化。此前公司已公告在结构件、Micro LED 等智能终端关键零部件方面的外延布局，我们看好公司在下一代智能终端品类中的全方位布局及卡位，以及内生外延赋能下公司主业的持续发展。

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 0.96/1.26/1.58 元（原 25-27 年预测分别为 1.02/1.29/1.57 元，小幅下调营收预测，上调毛利率预测），根据可比公司 26 年 31 倍 PE 估值，对应目标价为 39.06 元，维持给予买入评级。

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	101,186	119,129	134,296
同比增长(%)	-6.0%	2.4%	0.2%	17.7%	12.7%
营业利润(百万元)	909	2,847	3,801	4,950	6,218
同比增长(%)	-43.5%	213.2%	33.5%	30.2%	25.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,088	2,665	3,359	4,388	5,523
同比增长(%)	-37.8%	144.9%	26.1%	30.6%	25.9%
每股收益(元)	0.31	0.76	0.96	1.26	1.58
毛利率(%)	8.9%	11.1%	11.5%	11.7%	12.0%
净利率(%)	1.1%	2.6%	3.3%	3.7%	4.1%
净资产收益率(%)	3.6%	8.3%	9.5%	11.0%	12.3%
市盈率	95.8	39.1	31.0	23.8	18.9
市净率	3.4	3.1	2.8	2.5	2.2

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。

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。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年08月22日）	29.87 元
目标价格	39.06 元
52 周最高价/最低价	31.21/16.99 元
总股本/流通 A 股（万股）	349,150/308,432
A 股市值（百万元）	104,291
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 08 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	14.31	25.45	40.18	48.56
相对表现%	10.13	19.16	28.32	16.42
沪深 300%	4.18	6.29	11.86	32.14



证券分析师

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

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
李晋杰	lijinjie@orientsec.com.cn

相关报告

盈利能力同环比提升，后续新品拉动可期	2025-04-25
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

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 0.96/1.26/1.58 元（原 25-27 年预测分别为 1.02/1.29/1.57 元，小幅下调营收预测，上调毛利率预测），根据可比公司 26 年 31 倍 PE 估值，对应目标价为 39.06 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

	代码	最新价格(元) 2025/8/22	每股收益(元)				市盈率		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E
立讯精密	002475	42.70	1.84	2.33	2.84	3.37	23.17	18.35	15.03
水晶光电	002273	25.36	0.74	0.90	1.09	1.28	34.24	28.31	23.33
蓝特光学	688127	32.29	0.55	0.88	1.15	1.43	59.03	36.85	28.02
龙旗科技	603341	45.46	1.07	1.34	2.00	2.54	42.58	33.80	22.73
光弘科技	300735	30.99	0.36	0.42	0.58		86.28	73.40	53.81
佳禾智能	300793	19.61	0.11	0.27	0.40	0.61	180.57	71.78	48.72
	最大值						180.57	73.40	53.81
	最小值						23.17	18.35	15.03
	平均数						70.98	43.75	31.94
	调整后平均						55.53	42.68	30.70

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。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	14,737	17,466	14,145	17,362	22,141	营业收入	98,574	100,954	101,186	119,129	134,296
应收票据、账款及款项融资	12,573	18,040	18,134	21,349	24,067	营业成本	89,753	89,759	89,563	105,189	118,144
预付账款	255	237	506	596	671	营业税金及附加	244	279	253	298	336
存货	10,795	10,479	10,456	12,280	13,793	营业费用	528	620	506	596	671
其他	1,681	3,217	3,522	3,594	3,654	管理费用及研发费用	6,919	7,082	7,098	8,202	9,072
流动资产合计	40,041	49,440	46,762	55,181	64,327	财务费用	352	71	235	265	225
长期股权投资	760	734	734	734	734	资产、信用减值损失	282	701	330	230	230
固定资产	22,305	21,803	24,266	25,957	27,384	公允价值变动收益	116	41	100	100	100
在建工程	2,015	1,359	2,182	2,593	2,799	投资净收益	(73)	109	200	200	200
无形资产	3,280	3,051	2,289	1,526	763	其他	371	256	300	300	300
其他	5,343	6,319	6,205	6,090	5,976	营业利润	909	2,847	3,801	4,950	6,218
非流动资产合计	33,703	33,267	35,676	36,901	37,656	营业外收入	35	34	50	50	50
资产总计	73,744	82,707	82,438	92,081	101,983	营业外支出	153	107	100	100	100
短期借款	5,214	7,713	3,000	3,000	3,000	利润总额	791	2,774	3,751	4,900	6,168
应付票据及应付账款	22,121	25,922	25,866	30,379	34,120	所得税	(228)	188	375	490	617
其他	6,107	11,321	11,331	12,051	12,660	净利润	1,019	2,586	3,376	4,410	5,551
流动负债合计	33,442	44,957	40,196	45,429	49,779	少数股东损益	(69)	(79)	17	22	28
长期借款	6,631	1,341	1,341	1,341	1,341	归属于母公司净利润	1,088	2,665	3,359	4,388	5,523
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.31	0.76	0.96	1.26	1.58
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	主要财务比率					
负债合计	42,217	48,659	43,898	49,131	53,481		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	717	862	879	901	928	成长能力					
实收资本(或股本)	3,420	3,486	3,491	3,491	3,491	营业收入	-6.0%	2.4%	0.2%	17.7%	12.7%
资本公积	8,720	9,618	10,293	10,293	10,293	营业利润	-43.5%	213.2%	33.5%	30.2%	25.6%
留存收益	18,704	20,518	23,877	28,265	33,788	归属于母公司净利润	-37.8%	144.9%	26.1%	30.6%	25.9%
其他	(33)	(436)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	31,528	34,048	38,540	42,950	48,501	毛利率	8.9%	11.1%	11.5%	11.7%	12.0%
负债和股东权益总计	73,744	82,707	82,438	92,081	101,983	净利率	1.1%	2.6%	3.3%	3.7%	4.1%
						ROE	3.6%	8.3%	9.5%	11.0%	12.3%
						ROIC	3.8%	5.9%	7.6%	9.4%	10.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	57.2%	58.8%	53.2%	53.4%	52.4%
净利润	1,019	2,586	3,376	4,410	5,551	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	3,536	3,330	3,341	3,780	4,249	流动比率	1.20	1.10	1.16	1.21	1.29
财务费用	352	71	235	265	225	速动比率	0.87	0.86	0.90	0.94	1.01
投资损失	73	(109)	(200)	(200)	(200)	营运能力					
营运资金变动	1,831	(1,790)	(692)	(44)	(80)	应收账款周转率	7.4	6.6	5.6	6.0	5.9
其它	1,340	2,113	(409)	(24)	(37)	存货周转率	6.1	8.3	8.4	9.0	8.9
经营活动现金流	8,152	6,200	5,651	8,186	9,708	总资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.4	1.4
资本支出	(3,642)	(1,055)	(5,005)	(5,005)	(5,005)	每股指标(元)					
长期投资	(399)	26	0	0	0	每股收益	0.31	0.76	0.96	1.26	1.58
其他	(3,542)	(4,216)	300	300	300	每股经营现金流	2.38	1.78	1.62	2.34	2.78
投资活动现金流	(7,583)	(5,246)	(4,705)	(4,705)	(4,705)	每股净资产	8.82	9.50	10.79	12.04	13.63
债权融资	4,402	(1,439)	0	0	0	估值比率					
股权融资	731	964	680	0	0	市盈率	95.8	39.1	31.0	23.8	18.9
其他	(3,359)	(1,816)	(4,948)	(265)	(225)	市净率	3.4	3.1	2.8	2.5	2.2
筹资活动现金流	1,774	(2,290)	(4,268)	(265)	(225)	EV/EBITDA	21.2	16.3	13.8	11.3	9.5
汇率变动影响	10	(26)	-0	-0	-0	EV/EBIT	80.7	34.9	25.2	19.5	15.8
现金净增加额	2,353	(1,362)	(3,322)	3,217	4,779						

资料来源：东方证券研究所

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。

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。