

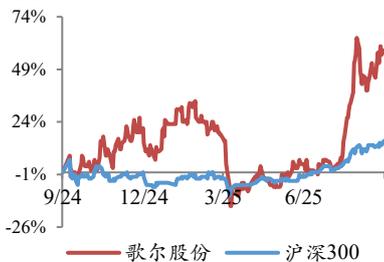
回归成长轨道，AI 注入新动力

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-09-29

收盘价 (元)	35.35
近 12 个月最高/最低 (元)	37.17/17.11
总股本 (百万股)	3,501
流通股本 (百万股)	3,093
流通股比例 (%)	88.37
总市值 (亿元)	1,237
流通市值 (亿元)	1,094

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：刘志来

执业证书号：S0010523120005

邮箱：liuzhilai@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 逐步回归成长轨道。

公司收入表现整体较为稳健，从 2018 年的 237.5 亿元增长到 2022 年的 1048.9 亿元，之后经历 2022-2024 年波折，营收保持在 1000 亿附近。从季度维度来看，公司收入在 2Q23-1Q24 出现四个季度的同比下降调整之后，2Q24 开始逐步回归正轨，收入端开始呈现增长态势。利润端来看，歌尔股份从 2018 年的 8.7 亿元增长到 2021 年的 42.8 亿元，在经历波动之后，下降到 2023 年的 10.9 亿元，之后开始逐步恢复，公司利润在 2024 年恢复到 26.7 亿元，2025 年上半年归母净利润达到 14.2 亿元，同比增长 15.7%。随着 AI 不断重塑终端形态，创造新的消费电子产品类，公司作为行业头部的制造厂商，有望受益于产业趋势。

● AI 眼镜注入新的成长动力。

AI 眼镜在于集成了强大的端侧或云端 AI 大模型，使得设备从一个简单的信息提示器或摄像头，转变为一个能够主动与用户环境进行对话式交互的智能助手。焦点已经从单纯地“显示”信息，转变为主动地“理解”和“交互”，这种转变标志着可穿戴设备进入了一个新的智慧化阶段。从头部厂商的产品来看，Meta 的 AI 眼镜定位精准，实现较快的消费者教育。从定价策略来看，Meta 巧妙地利用了 Ray-Ban 品牌已有的高端认知，旨在将这款眼镜定位为一种易于接受的技术升级，而非昂贵、高风险的科技产品。消费者已经习惯为 Ray-Ban 品牌支付约 170 美元的溢价，而增加的技术成本（约 130 美元）与其他流行的科技配件（如高端无线耳机）相当。通过将价格锚定在一个熟悉的时尚单品上，Meta 使得购买行为感觉更像是对已知产品的特性升级，而不是冒险进入一个未知的科技领域。这极大地降低了主流消费者的心理购买门槛。

以智能语音交互和拍摄识图等为主要功能点的 AI 智能眼镜产品的全球市场规模在 2025 年上半年快速成长，新产品层出不穷。未来伴随光波导、微显示、系统级封装等技术的进一步成熟和相关软件应用的进一步发展，AI 智能眼镜和 AR 增强现实产品有望持续快速成长，同时带动相关的声学、光学、传感器、结构件等精密零组件业务的成长，为公司带来新的业务增长点。

● 健康检测+AI 重新定义耳机。

更强的 SoC、更多元化的传感器和 AI 技术的融合，正在将耳机推向一个前所未有的新高度，使其有望成为最私密的个人计算终端，极大地增强智能手机的功能。首先耳朵是进行精确生物特征感知的理想位置，能够稳定地监测心率、体温等指标。其次，它是传递和接收音频信息最直接的通道，无论是语音助手、系统通知还是实时翻译，都通过听觉高效触达用户。再者，与手表不同，耳机能提供沉浸式的、私

密的音视频体验 (通过空间音频); 与手机不同, 它可以被持续、无感地佩戴。

AI 技术与智能手机、智能耳机的融合不断深化, 带动相关高性能声学传感器和微型扬声器产品的市场需求增长, 这一趋势未来还有望拓展到更多搭载 AI 并具备语音交互功能的智能硬件产品上, 为歌尔股份精密零组件业务和智能声学整机业务开辟新的成长空间。

● **投资建议**

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 34.0、41.6、51.6 亿元, 对应 EPS 分别为 0.97、1.19、1.47 元, 对应 2025 年 9 月 29 日收盘价 PE 为 36.4、29.8、24.0 倍, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

● **风险提示**

市场需求不及预期, 产品价格不及预期, 新产品开发不及预期, 地缘政治影响。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	100954	105324	116099	126663
收入同比 (%)	2.4%	4.3%	10.2%	9.1%
归属母公司净利润	2665	3401	4155	5161
净利润同比 (%)	144.9%	27.6%	22.2%	24.2%
毛利率 (%)	11.1%	12.2%	12.4%	13.1%
ROE (%)	8.0%	9.8%	11.2%	12.8%
每股收益 (元)	0.79	0.97	1.19	1.47
P/E	32.67	36.39	29.78	23.98
P/B	2.71	3.57	3.32	3.06
EV/EBITDA	12.29	13.99	12.08	10.14

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 逐步回归成长轨道.....	5
2 AI 眼镜注入新的成长动力	9
3 健康监测+AI 重新定义耳机.....	14
盈利预测	19
风险提示:	20
财务报表与盈利预测	21

图表目录

图表 1 歌尔股份部分业务布局	5
图表 2 歌尔股份年度营业收入变化（2018-2025H1）	6
图表 3 歌尔股份季度营业收入变化（2018-2025H1）	6
图表 4 歌尔股份期间费用率情况（2018-2025H1）	6
图表 5 歌尔股份研发费用情况（单位：百万元）	6
图表 6 公司年度利润情况（2018-2025H1）	7
图表 7 公司季度利润情况（2018-2025H1，单位：百万元）	7
图表 8 公司毛利率及净利率情况	7
图表 9 公司季度毛利率及净利率情况	7
图表 10 公司存货情况（单位：百万元）	8
图表 11 公司存货周转天数（单位：天）	8
图表 12 全球 AR/VR 出货量预估（单位：百万部）	9
图表 13 全球 ARVR 市场份额情况（单位：%）	9
图表 14 META 的 QUEST3 和 QUEST3S	9
图表 15 META 的 QUEST 内容商店	9
图表 16 畅销 VR 游戏《BEAT SABER》	10
图表 17 畅销 VR 游戏《HALF-LIFE: ALYX》	10
图表 18 META 的 HORIZON WORLDS 的虚拟形象	10
图表 19 苹果 VISION OS 26 中的 PERSONA 虚拟人物情况	10
图表 20 手机端已经有的 AR 家具摆设软件	11
图表 21 XREAL ONE PRO 的观影体验	11
图表 22 AI 眼镜和 AR/VR 设备对比	11
图表 23 谷歌的 AR 眼镜	12
图表 24 RAY-BAN META 的 AI 眼镜	12
图表 25 AI 眼镜和传统太阳镜价格对比	12
图表 26 META RAY-BAN DISPLAY 眼镜	13
图表 27 META RAY-BAN DISPLAY 眼镜的各种功能	13
图表 28 歌尔在 VR/MR 头显、AR/AI 眼镜领域的布局	13
图表 29 全球 TWS 耳机出货量情况	14
图表 30 全球 TWS 耳机出货量（百万部）	14
图表 31 中国市场耳机/耳麦季节销量	14
图表 32 中国蓝牙耳机市场主要形态	15
图表 33 挂耳式 OWS 耳机	15
图表 34 夹耳式 OWS 耳机	15
图表 35 AIRPODS 第二代到第四代	16
图表 36 历代 AIRPODS 产品对比	17
图表 37 歌尔股份在声学领域的多维能力	18
图表 38 公司 2025-2027 年各业务收入预测（单位：亿元，%）	19

1 逐步回归成长轨道

歌尔股份是全球布局的科技创新型企业，主营业务包括精密零组件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务，目前已在多个领域建立了综合竞争力。其中，

精密零组件业务聚焦于声学、光学、微电子、结构件等产品方向，主要产品包括微型扬声器/受话器、扬声器模组、触觉器件（马达）、无线充电器件、天线、VR/MR 光学器件及模组、AR 光学器件、微纳光学器件、3D 结构光模组、ARHUD 模组、MEMS 声学传感器、其他 MEMS 传感器、微系统模组、精密结构件等，上述产品广泛应用于智能手机、平板电脑、智能无线耳机、VR 虚拟现实、MR 混合现实、AR 增强现实、AI 智能眼镜、智能可穿戴、智能家居、汽车电子等终端产品中。

智能声学整机业务聚焦于与声学、语音交互、人工智能等技术相关的产品方向，主要产品包括 TWS 智能无线耳机、有线/无线耳机、智能音箱等。

智能硬件业务聚焦于与休闲娱乐、智能助理、运动健康、家居安防等相关的产品方向，主要产品包括 VR 虚拟现实产品、MR 混合现实产品、AR 增强现实产品、AI 智能眼镜产品、智能可穿戴产品、智能家用电子游戏机及配件、智能家居产品等。

此外，公司还积极拓展汽车电子相关业务机会，在传感器、AR HUD 模组及光学器件等细分方向上取得了积极的业务进展。公司在声学、光学、微电子、精密制造等领域内建立了创新性竞争优势，在精密零组件领域内拥有丰富的自主知识产权，在智能声学整机和智能硬件领域内，公司主要通过“ODM”“JDM”等模式同行业领先客户合作，积累了丰富的产品项目经验。

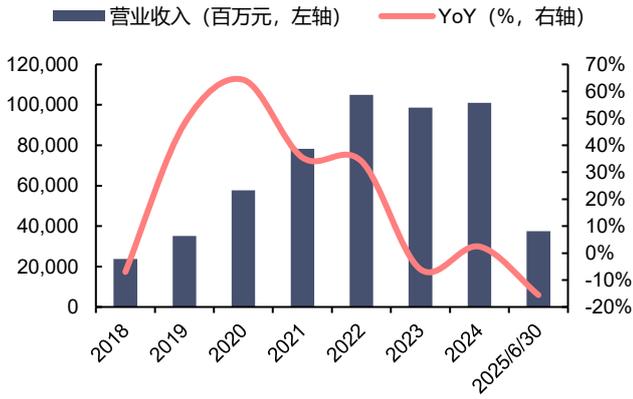
图表 1 歌尔股份部分业务布局



资料来源：歌尔股份官网，华安证券研究所

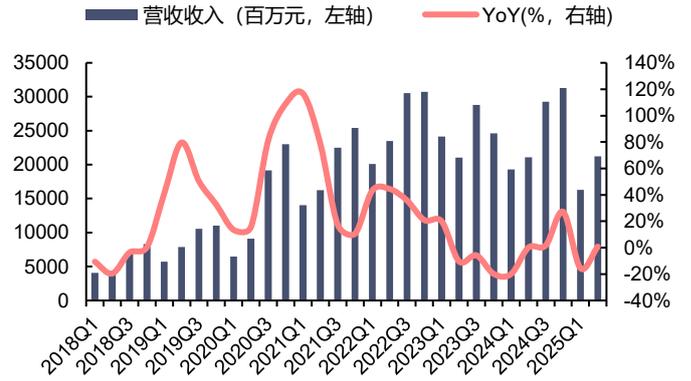
公司收入表现整体较为稳健，从2018年的237.5亿元增长到2022年的1048.9亿元，之后经历2022-2024年波折，营收保持在1000亿附近。从季度维度来看，公司收入在2Q23-1Q24出现四个季度的同比下降调整之后，2Q24开始逐步回归正轨，收入端开始呈现增长态势。随着AI不断重塑终端形态，创造新的消费电子产品类，公司作为行业头部的制造厂商，有望受益于产业趋势。

图表 2 歌尔股份年度营业收入变化 (2018-2025H1)



资料来源: wind, 华安证券研究所

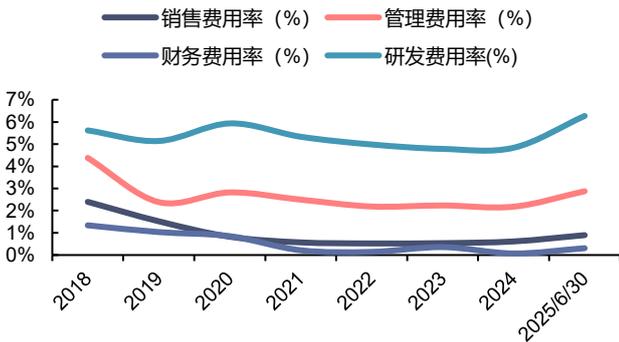
图表 3 歌尔股份季度营业收入变化 (2018-2025H1)



资料来源: wind, 华安证券研究所

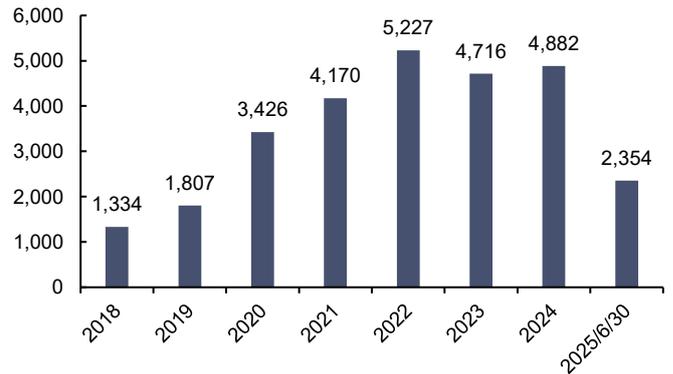
期间费用维度来看, 公司近几年的期间费用率保持相对稳定, 2022 年到 2024 年在 7.7%-7.9% 之间, 相较于 2018-2021 年略有下降, 我们认为和公司的收入规模增长有关。其中, 研发费用始终保持高投入, 从 2018 年的 13.3 亿元增长到 2024 年 48.8 亿元, 研发费用率基本稳定保持在 5% 左右。

图表 4 歌尔股份期间费用率情况 (2018-2025H1)



资料来源: wind, 华安证券研究所

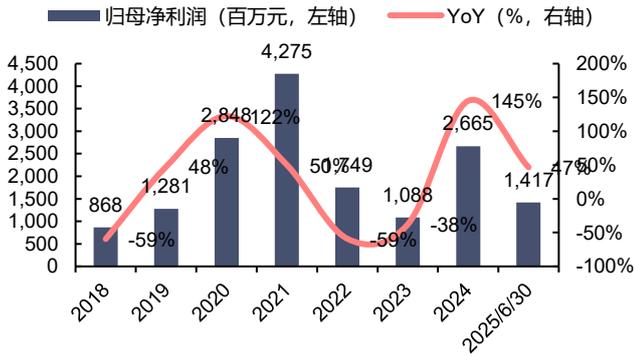
图表 5 歌尔股份研发费用情况 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

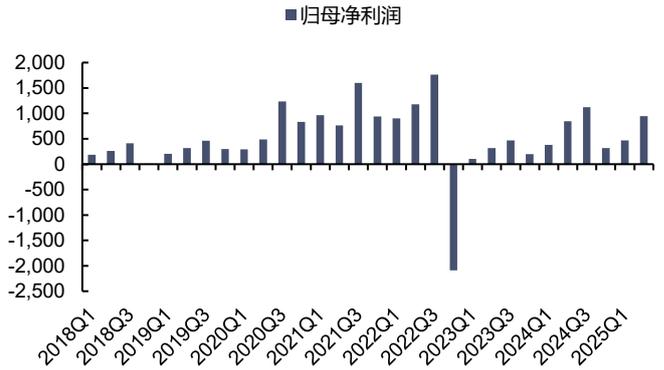
利润端来看, 歌尔股份从 2018 年的 8.7 亿元增长到 2021 年的 42.8 亿元, 在经历波动之后, 下降到 2023 年的 10.9 亿元, 之后开始逐步恢复, 公司利润在 2024 年恢复到 26.7 亿元, 2025 年上半年归母净利润达到 14.2 亿元, 同比增长 15.7%。随着公司下游产品的规模增长, 公司利润也有望逐步回归成长。

图表 6 公司年度利润情况 (2018-2025H1)



资料来源: wind, 华安证券研究所

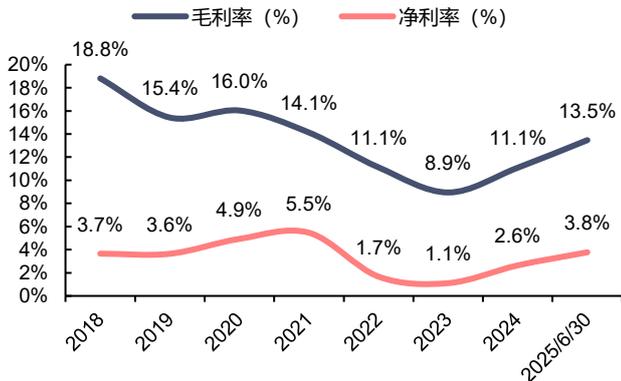
图表 7 公司季度利润情况 (2018-2025H1, 单位: 百万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

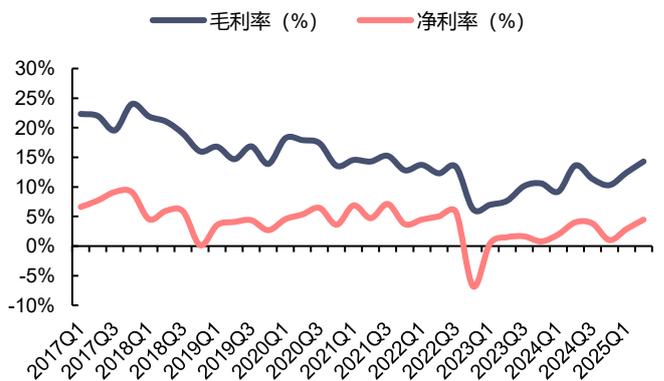
公司盈利能力逐步回归正常。2018 年-2021 年, 公司毛利率从 18.8% 下降到 14.1%, 主要因为组装类业务收入规模成长, 拉低了综合毛利率, 但是净利率从 3.7% 增长到 5.5% 的水平, 体现出公司经营的增长态势。2022 年到 2023 年, 公司进入阶段性低谷, 毛利率最低下降到 2023 年的 8.9%, 净利润下降到 1.1%。但是近两年已经逐步走出低迷, 毛利率在 2025 年上半年恢复到 13.5%, 净利率恢复到 3.8%, 随着收入规模扩张, 公司盈利能力有机会进一步成长。

图表 8 公司毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

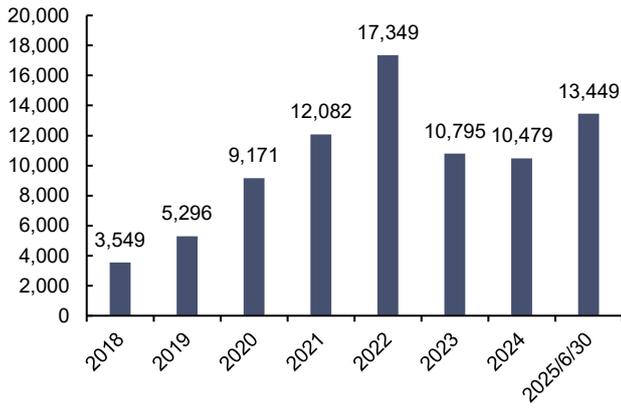
图表 9 公司季度毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

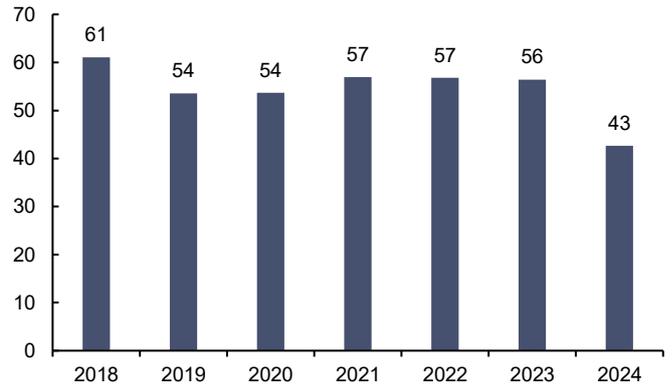
2018-2022 年, 公司存货水位随着收入规模逐渐增长, 从 35.5 亿元增长到 173.5 亿元, 之后存货有所下降, 存货周转天数从 2019-2023 年的 55 天左右, 下降到 2024 年的 43 天, 库存周转速度变快。2025 年上半年, 公司存货有所增长, 达到 134.5 亿元, 处于较为健康水平。

图表 10 公司存货情况 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司存货周转天数 (单位: 天)

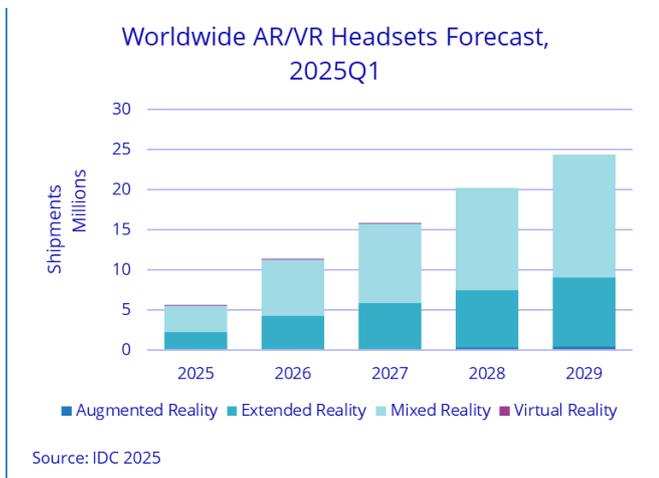


资料来源: wind, 华安证券研究所

2 AI 眼镜注入新的成长动力

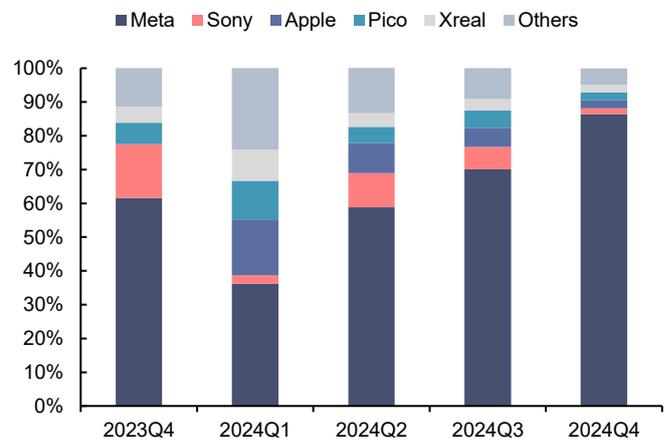
AR/VR 市场正在经历一个从短期回调到长期增长的过渡阶段。2024 年,市场面临显著挑战,根据咨询机构 IDC,中国 AR/VR 市场全年出货量约为 53.5 万台,同比下滑 26.3%。同样,咨询机构 Counterpoint 的数据指出,由于消费级市场需求持续低迷,2025 年上半年全球 VR 头显出货量同比下滑了 14%。阶段调整反映了市场在技术成熟度、产品形态和消费者期望之间的暂时脱节。单纯的 VR 设备逐渐被 MR 和 AR 设备逐渐替代,几乎所有主流 VR 厂商都在其新产品中集成了高分辨率的彩色摄像头透视 (Pass through) 功能,将 VR 头显转变为 MR 设备,使用户能够在虚拟世界和现实世界之间无缝切换。根据咨询机构 IDC 的预测,预计 MR 的出货量将从 2025 年的 330 万台增长到 2029 年的 1520 万台以上,预计扩展现实 (ER) 在同一时期将从 220 万台激增至 860 万台,增强现实 (AR) 也将稳步增长,到 2029 年将达到 45.7 万台。

图表 12 全球 AR/VR 出货量预估 (单位: 百万部)



资料来源: IDC, 华安证券研究所

图表 13 全球 ARVR 市场份额情况 (单位: %)



资料来源: IDC, 华安证券研究所

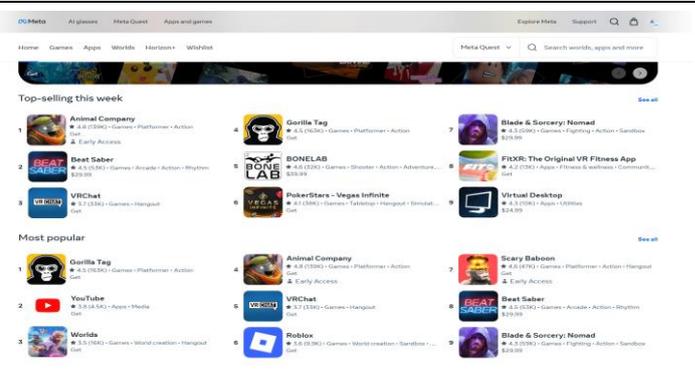
Meta 凭借其 Quest 系列产品在消费级 VR 市场占据绝对领先地位,2025 年上半年市场份额约 80%。其成功在于提供了价格合理、体验优良的独立 VR 设备和相对丰富的内容生态。竞争维度来看, Pico 是其主要的竞争对手, HTC (Vive 系列) 和索尼 (PlayStation VR) 也在游戏领域拥有重要影响力。

图表 14 Meta 的 Quest3 和 Quest3S



资料来源: PCMAG, 华安证券研究所

图表 15 Meta 的 quest 内容商店



资料来源: Meta, 华安证券研究所

内容始终是 AR/VR 领域的重要一环，超越小众娱乐的普适性应用场景是其发展壮大根基。从目前的几类应用情况来看：**游戏与娱乐**仍是驱动消费级 VR 设备销售的主要动力。全球游戏玩家数量的增长直接推动了 AR/VR 硬件的需求。像《Beat Saber》和《Half-Life: Alyx》这样的 VR 游戏，以其前所未有的沉浸感和互动性，展示了该媒介的独特魅力。而早期的 AR 游戏《Pokémon GO》的巨大成功则证明了将数字内容与现实世界融合的强大吸引力。

图表 16 畅销 VR 游戏《Beat Saber》



资料来源: mixed-news, 华安证券研究所

图表 17 畅销 VR 游戏《Half-Life: Alyx》



资料来源: VR 陀螺, 华安证券研究所

社交与元宇宙平台: 构建一个持久、共享的虚拟世界 (即元宇宙), 是 Meta 等公司的长远愿景, 其 Horizon Worlds 平台是这一构想的初步尝试。当前的 VR 社交体验普遍受限于虚拟形象的僵硬和互动内容的贫乏, 需要眼动和面部追踪等技术希望解决的核心痛点。苹果前期发布的 Vision Pro 使用了新技术之后, 可以在 Persona 虚拟人物中创造一个接近真实的虚拟形象。随着成本端的降低, 真实的虚拟形象有望更为普及。

图表 18 Meta 的 Horizon Worlds 的虚拟形象



资料来源: mixed-news, 华安证券研究所

图表 19 苹果 vision OS 26 中的 Persona 虚拟人物情况



资料来源: 9to5mac, 华安证券研究所

零售与电子商务: AR 技术在零售领域的应用正迅速成熟, 允许消费者在购买前将虚拟家具“放置”在自己家中, 或在线“试穿”衣物、“试用”化妆品。不仅极大地提升了消费者的购物体验 and 参与感, 或许也能降低退货率。

媒体消费: 对于当前一代的 AR/ER 眼镜来说, 一个核心且广受欢迎的应用场景是作为“随身影院”。它能为用户创造一个巨大、私密的虚拟屏幕, 用于观看电影和视频, 极大地提升了移动观影体验。

图表 20 手机端已有的 AR 家具摆置软件



资料来源: livehome3d, 华安证券研究所

图表 21 xreal one pro 的观影体验



资料来源: xreal, 华安证券研究所

AI 的快速发展给 AR/VR 市场注入新的活力, AI 眼镜不仅是一个新颖的消费电子产品类, 还是通往下一代个人计算平台的关键中间步骤。当前市场呈现出明显的分化: 一端是以音频交互和摄像头捕捉为核心、具备即时市场可行性的设备; 另一端则是代表着行业终极愿景、技术仍在探索中的全功能增强现实 (AR) 眼镜。AI 眼镜在于集成了强大的端侧或云端 AI 大模型, 使得设备从一个简单的信息提示器或摄像头, 转变为一个能够主动与用户环境进行对话式交互的智能助手。焦点已经从单纯地“显示”信息, 转变为主动地“理解”和“交互”, 这种转变标志着可穿戴设备进入了一个新的智慧化阶段。

图表 22 AI 眼镜和 AR/VR 设备对比

设备类型	主要交互模型	显示技术	核心用例	代表产品
AI眼镜	语音、音频、触控	无或极简提示	AI助手、即时拍摄、通讯、翻译	Ray-Ban Meta, 小米 AI眼镜, Rokid Glasses
AR眼镜	视觉叠加、手势、语音	光波导、Micro-OLED	信息叠加、虚实融合、远程协作	Xreal One Pro, Microsoft HoloLens 2
VR头显	手柄控制器、手部追踪	不透明OLED/LCD	完全沉浸式游戏、虚拟社交、专业培训	Meta Quest 3

资料来源: 华安证券研究所整理

当前 AI 眼镜的兴起并非技术路线的混乱, 而是一种深思熟虑的市场策略。过去, 如谷歌眼镜等试图一步到位的 AR 产品, 因电池续航差、成本高昂、外观突兀以及应用生态匮乏而失败。如今, 以 Ray-Ban Meta 为代表的 AI 眼镜, 则有意地移除了最复杂、最耗电的 AR 显示模块。减法策略使其能够优先解决“第一性”问题: 实现一个社会可接受的时尚外观、满足全天使用的电池续航以及一个更亲民的价格点。

图表 23 谷歌的 AR 眼镜



资料来源: theverge, 华安证券研究所

图表 24 Ray-Ban Meta 的 AI 眼镜



资料来源: xreal, 华安证券研究所

Meta 的 AI 眼镜定位精准, 实现较快的消费者教育。从定价策略来看, Meta 巧妙地利用了 Ray-Ban 品牌已有的高端认知, 旨在将这款眼镜定位为一种易于接受的技术升级, 而非昂贵、高风险的科技产品。消费者已经习惯为 Ray-Ban 品牌支付约 170 美元的溢价, 而增加的技术成本 (约 130 美元) 与其他流行的科技配件 (如高端无线耳机) 相当。通过将价格锚定在一个熟悉的时尚单品上, Meta 使得购买行为感觉更像是对已知产品的特性升级, 而不是冒险进入一个未知的科技领域。这极大地降低了主流消费者的心理购买门槛。

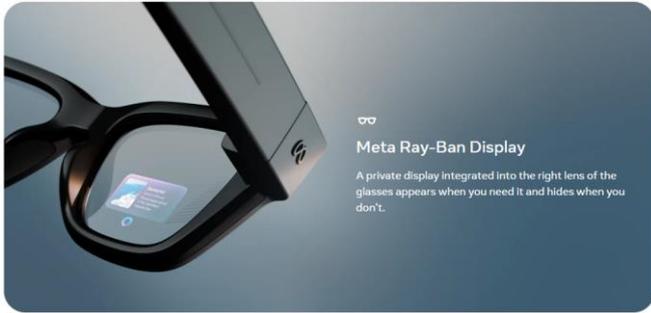
图表 25 AI 眼镜和传统太阳镜价格对比

型号	类别	镜片类型	价格 (美元)	关键特性/价值
Ray-Ban Meta Wayfarer	AI眼镜	标准	299	AI助手, 12MP摄像头, 音频, 通话
Ray-Ban Meta Wayfarer	AI眼镜	偏光	329	所有AI功能 + 减少眩光
Ray-Ban Meta Wayfarer	AI眼镜	全视线® (Transitions®)	379	所有AI功能 + 光致变色镜片
Ray-Ban Meta Skyler	AI眼镜	标准	299	AI助手, 12MP摄像头, 音频, 通话
Oakley Meta HSTN	AI眼镜	Prizm™ / 全视线®	399 - 479	所有AI功能 + 运动型设计
标准Ray-Ban Wayfarer	传统太阳镜	经典 G-15	160 - 176	防紫外线, 标志性格
标准Ray-Ban Wayfarer	传统太阳镜	偏光	215 - 244	防紫外线, 减少眩光
标准Ray-Ban Aviator	传统太阳镜	经典 G-15	160 - 191	防紫外线, 标志性格
Knockaround 太阳镜	平价太阳镜	偏光	28 - 40	基本防紫外线
Prada / Gucci / Chanel	奢侈品太阳镜	多样	260 - 550+	设计师品牌, 高端材料

资料来源: 华安证券研究所整理

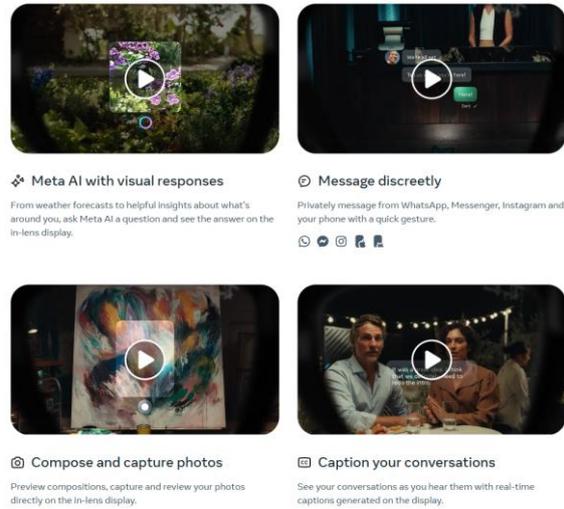
许多 AI 眼镜的核心功能, 如听音乐或打电话, 也可以通过手机和耳机实现, 虽有便利但并非革命性。真正的“杀手级应用”需要提供更佳的经验提升或全新的能力。实时翻译就是一个典型例子: 使用手机翻译需要尴尬地在两人之间传递设备, 而 AI 眼镜则让对话自然流畅, 用户可以保持“在场感”并获得私密的翻译。同样, 对于视障人士而言, 用手机识别物体过程繁琐, 而 AI 眼镜只需“看”一眼并提问即可, 这种解放双手的、永远在线的环境感知能力是手持设备无法比拟的。因此, 推动 AI 眼镜走向主流的, 将是这些创造了全新人机交互范式的应用。

图表 26 Meta Ray-Ban Display 眼镜



资料来源: Meta, 华安证券研究所

图表 27 Meta Ray-Ban Display 眼镜的各种功能



资料来源: Meta, 华安证券研究所

AI 技术在终端设备侧的落地, 将有望催生出更丰富的新兴智能硬件产品形态及使用场景, 成长潜力可观。例如以智能语音交互和拍摄识图等为主要功能点的 AI 智能眼镜产品的全球市场规模在 2025 年上半年快速成长, 新产品层出不穷。未来伴随光波导、微显示、系统级封装等技术的进一步成熟和相关软件应用的进一步发展, AI 智能眼镜和 AR 增强现实产品有望持续快速成长, 歌尔股份作为行业头部厂商的主要合作伙伴, 声学、光学、传感器、结构件等精密零组件业务, 以及整机组装业务均有望受益于行业发展趋势, 为公司带来新的业务增长点。

图表 28 歌尔在 VR/MR 头显、AR/AI 眼镜领域的布局

<p>系统解决方案</p> <p>歌尔提供 VR/MR 头显、AR/AI 眼镜一站式解决方案, 包括 ID、结构、电路、软件设计, 以及光学、声学、精密零组件、传感器等零组件设计与制造, 并提供模具、注塑、组装、测试的全流程制造服务, 助力客户打造先进的产品, 实现快速量产上市。</p>	
<p>光学解决方案</p> <p>VR/MR 光学领域, 歌尔研发并量产了非球面透镜、菲涅尔透镜、折叠光路模组等全品类镜片产品。AR 光学领域, 歌尔研发与量产了 Birdbath、自由曲面、光波导等主流光学产品, 以及 LBS、DLP、LCoS、Micro-LED 等全品类光机。</p>	
<p>声学解决方案</p> <p>歌尔提供 VR/MR 头显、AR/AI 眼镜声学解决方案, 包括轻薄化高音质 Speaker 模组和空间音频、远场语音等算法方案, 保证沉浸声音效果, 同时减小开放式声场的声音泄露, 为用户打造完美的视听体验。</p>	

资料来源: 歌尔官网, 华安证券研究所

3 健康监测+AI 重新定义耳机

TWS 耳机市场整体较为平稳，苹果的 AirPods 依旧是行业头部，根据咨询机构 Canalys 的数据，其在 2Q24 出货量约 1680 万部，占全球约 22% 份额，小米和华为出货量有较为明显增长，获得了市场份额的增加。作为全球关键市场风向标的中国耳机市场，显示了行业的持续活力。2024 年上半年，中国耳机/耳麦市场的全渠道销量达到 5115 万副，同比增长 6.9%，自 2023 年第一季度以来已连续六个季度保持同比增长。

图表 29 全球 TWS 耳机出货量情况

品牌	2Q24 出货量 (百万部)	2Q24 市场份额 (%)	2Q23 出货量 (百万部)	2Q23 市场份额 (%)	YoY (%)
Apple	16.8	21.9%	17.8	26.1%	-5.4%
Samsung	6	7.8%	6	8.8%	-0.5%
小米	5	6.5%	3.5	5.2%	42.5%
boAt	4.7	6.1%	4.6	6.7%	2.8%
Huawei	3.7	4.8%	2.3	3.4%	59.5%
Others	40.5	52.8%	34	49.8%	19.4%
Total	76.7	100.0%	68.2	100.0%	12.6%

资料来源：Canalys，华安证券研究所

图表 30 全球 TWS 耳机出货量 (百万部)



资料来源：Canalys，华安证券研究所

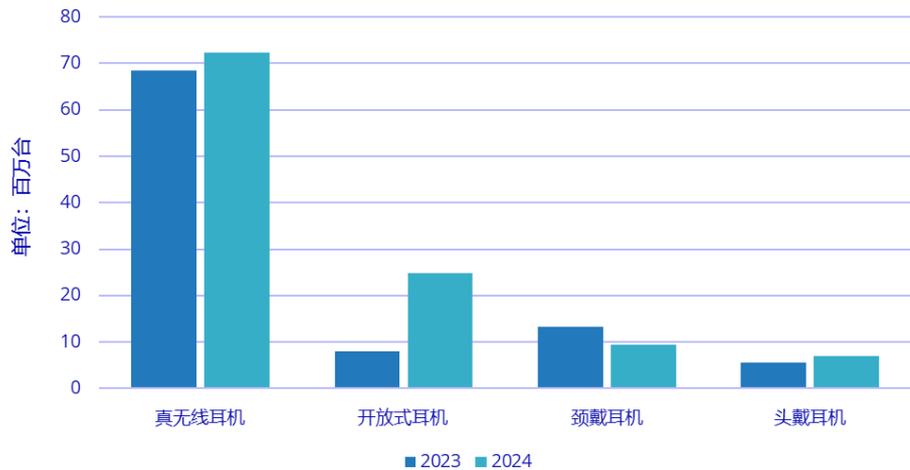
图表 31 中国市场耳机/耳麦季节销量



资料来源：洛图科技，华安证券研究所

OWS (开放式可穿戴立体声) 耳机已成为当前耳机市场增长的核心引擎。根据咨询机构 IDC 的数据，2024 年中国蓝牙耳机市场出货量达到 11353 万台，同比增长 19.0%。其中第四季度市场的出货量为 3080 万台，同比增长 20.1%。细分市场中，2024 年真无线耳机出货 7235 万台，同比增长 5.6%；开放式耳机出货 2492 万台，同比增长 212.0%；颈戴耳机出货 934 万台，同比下滑 30.1%，头戴耳机出货 692 万台，同比增长 26.1%。

图表 32 中国蓝牙耳机市场主要形态



资料来源：IDC，华安证券研究所

现阶段的 OWS 耳机主要分为两种佩戴形态：挂耳式和夹耳式。**挂耳式**：凭借其更为牢固的佩戴方式，更适合户外运动场景。由于发声单元距离耳朵更近，漏音情况也得到改善。2024 年上半年，挂耳式在 OWS 线上市场中销量占比为 53%。**夹耳式**：优势在于重量更轻，佩戴更舒适，适合日常长时间使用。同时，其设计更具装饰属性，吸引了华为和 Bose 等行业巨头布局。

图表 33 挂耳式 OWS 耳机

图表 34 夹耳式 OWS 耳机



资料来源：华为官网，华安证券研究所

资料来源：洛图科技，华安证券研究所

从头部厂商苹果的耳机产品线变化来看，TWS 耳机正从一个被动的收听设备，转变为一个主动的个人助理、健康监测器和智能交互终端。未来的 TWS 耳机将集成更多传感器和更成熟的 AI 算法，从而实现健康监测（如心率、血氧）、实时精准翻译、语音内容搜索、声纹识别支付等前所未有的功能。这不仅极大地丰富了 TWS 耳机的应用场景，也为其开辟了全新的价值增长点。

标准系列：从无线便利到计算音频（AirPods 第 1-4 代）

第 1 代（2016）&第 2 代（2019）：这两代产品共同开创并定义了 TWS 耳机市场。初代 AirPods 搭载的 W1 芯片，革命性地简化了与苹果设备的配对和连接过程。2019 年发布的第二代产品升级至 H1 芯片，首次带来了“嘿 Siri”语音唤醒功能，并进一步提升了连接速度和通话时长。

第 3 代（2021）：这一代产品标志着高端功能开始向标准产品线下放。第三代

AirPods 采用了全新的轮廓设计，更重要的是，它将此前仅限于 Pro 和 Max 型号的“支持动态头部追踪的个性化空间音频”功能引入标准系列，这是一次关键的计算音频技术普及。

第 4 代 (2024): 2024 年 9 月 20 日发布的第四代 AirPods，将性能更强大的 H2 芯片引入标准产品线，苹果首次为标准型号提供了可选的“主动降噪”版本。这一举措精准地瞄准了中端市场，并通过提供一种兼具半开放式设计舒适度和噪音控制能力的产品，间接回应了 OWS 耳机的市场潮流。此外，其充电盒体积缩小了 10% 以上，并全面转向 USB-C 接口。

图表 35 AirPods 第二代到第四代



资料来源：苹果官网，华安证券研究所

Pro 系列：重新定义高端主动降噪 (AirPods Pro 第 1-2 代)，健康集成与 AI 革命 (AirPods Pro 第 3 代)。

第 1 代 (2019): 作为一款改变游戏规则的产品，第一代 AirPods Pro 于 2019 年 10 月 30 日发布。它引入了带有多尺寸硅胶耳塞的入耳式设计，为移动设备的主动降噪体验设立了新的行业标杆，并开创性地加入了“通透模式”功能。

第 2 代 (2022): 计算音频能力的集大成者。2022 年 9 月 8 日发布的第二代 AirPods Pro，升级在于全新的 H2 芯片。H2 芯片的强大算力使其主动降噪效果相较于第一代最高提升至 2 倍。更重要的是，H2 芯片的性能释放解锁了一整套全新的智能音频功能：1) **自适应音频**：根据用户所处环境的噪音水平，实时、动态地融合主动降噪与通透模式。2) **对话感知**：当用户开始与人交谈时，耳机会自动降低媒体音量，同时增强对话人声。3) **个性化音量**：通过机器学习，了解用户的聆听偏好，并随时间自动调整音量。其他硬件方面也迎来了显著升级，包括在耳机柄上增加了触摸式音量调节功能、新增 XS 尺寸的耳塞、充电盒内置 U1 芯片以支持精确查找，并集成了扬声器用于播放提示音。蓝牙版本也升级至 5.3，以获得更低的功耗和更稳定的连接。

第 3 代 (2025): 2025 年 9 月发布的第三代 AirPods Pro，标志着苹果在个人音频设备领域的又一次重大升级，将耳机从一个纯粹的音频配件，提升为集个人健康监测、智能通信和沉浸式娱乐于一体的多功能平台。1) **健康监测集成**：首次集成了心率传感器，能够在用户锻炼时实时追踪心率和卡路里消耗等关键指标。将 AirPods Pro 无缝融入苹果的健康生态系统，与 Apple Watch 的数据协同，为用户提

供更全面的健康视图。此外，还引入了“助听功能”模式，并具备自动对话增强能力，进一步拓展了其在健康辅助领域的应用场景。2) **AI驱动的智能通信**：第三代产品引入了强大的“实时翻译”功能，利用 AI 技术打破语言障碍。3) **声学与设计再进化**：虽然外观上延续了 Pro 系列的设计语言，但第三代产品从内到外进行了重新设计，以实现更稳固的佩戴贴合度和更佳的声学性能。其主动降噪能力得到了显著增强，官方宣称降噪效果最高可达初代 Pro 的 4 倍，是第二代 Pro 的 2 倍。防护等级也提升至 IP57，提供了更强的防尘抗水能力。

图表 36 历代 AirPods 产品对比

功能/型号	AirPods (第 1 代)	AirPods (第 2 代)	AirPods (第 3 代)	AirPods (第 4 代)	AirPods (第 4 代, 支持主动降噪)	AirPods Pro (第 1 代)	AirPods Pro (第 2 代)	AirPods Pro (第 3 代)	AirPods Max
发布日期	2016 年 12 月 13 日	2019 年 3 月 20 日	2021 年 10 月 19 日	2024 年 9 月 20 日	2024 年 9 月 20 日	2019 年 10 月 30 日	2022 年 9 月 8 日	2025 年 9 月 19 日	2020 年 12 月 15 日
核心芯片	Apple W1	Apple H1	Apple H1	Apple H2	Apple H2	Apple H1	Apple H2	Apple H2	Apple H1 (每侧各一)
核心音频技术	-	-	个性化空间音频, 自适应均衡	个性化空间音频, 自适应均衡	主动降噪, 通透模式, 自适应音频, 对话感知	主动降噪, 通透模式, 空间音频, 自适应均衡	增强型主动降噪, 自适应音频, 对话感知, 个性化空间音频	4 倍主动降噪, 实时翻译, 心率感知, 助听模式	Pro 级主动降噪, 通透模式, 个性化空间音频, 自适应均衡
控制方式	轻点两下 ⁹	轻点两下 ⁹	力度感应器	力度感应器	力度感应器	力度感应器	触控操作 (含音量调节)	触控操作	数码旋钮, 噪声控制按钮
传感器	双光学, 运动识别, 语音识别	双光学, 运动识别, 语音识别	皮肤识别, 运动识别, 语音识别	皮肤识别, 运动识别, 语音识别	皮肤识别, 运动识别, 语音识别	双光学, 运动识别, 语音识别, 力度感应	皮肤识别, 运动识别, 语音识别, 触控	皮肤识别, 运动识别, 语音识别, 心率传感器	光学, 位置, 耳罩识别, 加速感应, 陀螺仪 (左侧)
续航-耳机 (聆听)	最长 5 小时	最长 5 小时	最长 6 小时	最长 5 小时	最长 4 小时 (ANC 开)	最长 4.5 小时 (ANC 开)	最长 6 小时 (ANC 开)	最长 8 小时 (ANC 开)	最长 20 小时 (ANC 开)
续航-耳机 (通话)	最长 2 小时	最长 3 小时	最长 4 小时	最长 4.5 小时	-	最长 3.5 小时	最长 4.5 小时	-	最长 20 小时
续航-配合充电盒 (聆听)	超过 24 小时	超过 24 小时	最长 30 小时	最长 30 小时	最长 20 小时 (ANC 开)	超过 24 小时	最长 30 小时	最长 24 小时 (ANC 开)	-
尺寸-耳机 (高 x 宽 x 深 mm)	40.5 x 16.5 x 18.0	40.5 x 16.5 x 18.0	30.79 x 18.26 x 19.21	30.2 x 18.3 x 18.1	30.2 x 18.3 x 18.1	30.9 x 21.8 x 24.0	30.9 x 21.8 x 24.0	30.9 x 19.2 x 27.0	187.3 x 168.6 x 83.4
重量-耳机	4 克 ⁸	4 克	4.28 克	4.3 克	4.3 克	5.4 克	5.3 克	5.55 克	386.2 克
IP 等级 (耳机/充电盒)	-	-	抗汗抗水 (IPX4)	防尘抗汗抗水 (IP54)	防尘抗汗抗水 (IP54)	抗汗抗水 (IPX4)	防尘抗汗抗水 (IP54)	防尘抗汗抗水 (IP57)	-

充电盒充电方式	闪电	闪电, Qi 无线充电(可选)	MagSafe, Qi 无线充电	USB-C, 无线充电	USB-C, 无线充电	MagSafe, Qi 无线充电	MagSafe, Qi, Apple Watch 充电器	MagSafe, Qi, Apple Watch 充电器	-
---------	----	-----------------	------------------	-------------	-------------	------------------	------------------------------	------------------------------	---

资料来源：苹果官网，华安证券研究所整理

更强的 SoC、更多元化的传感器和 AI 技术的融合，正在将耳机推向一个前所未有的新高度，使其有望成为最私密的个人计算终端，极大地增强智能手机的功能。首先耳朵是进行精确生物特征感知的理想位置，能够稳定地监测心率、体温等指标。其次，它是传递和接收音频信息最直接的通道，无论是语音助手、系统通知还是实时翻译，都通过听觉高效触达用户。再者，与手表不同，耳机能提供沉浸式的、私密的音视频体验（通过空间音频）；与手机不同，它可以被持续、无感地佩戴。

从行业发展趋势来看，AI 人工智能技术的持续快速发展为消费电子行业注入了新的发展动力。AI 技术与智能手机等产品的融合不断深化，带动相关高性能声学传感器和微型扬声器产品的市场需求增长，这一趋势未来有望拓展到更多搭载 AI 并具备语音交互功能的智能硬件产品上，为歌尔股份精密零组件业务和智能声学整机业务开辟新的成长空间。

图表 37 歌尔股份在声学领域的多维能力

出色的工业设计能力

拥有超过20年的工业设计经验，多次获得国际设计大奖。拥有超过10年人机舒适度优化能力，具备完善的人机工学数据库。



卓越的声学设计

拥有近千人的声学研发团队，积累20余年声学研发经验，具备喇叭单体及智能整机的声学结构设计、仿真、测试能力。



声学算法

拥有自适应主动降噪、通话降噪、近/远场拾音、声学传感器阵列、自适应降噪、自适应音量、空间音频等算法技术，可提供行业领先的声学算法解决方案。



资料来源：歌尔官网，华安证券研究所

盈利预测

精密零组件业务: 公司精密零组件业务聚焦于声学、光学、微电子、结构件等产品方向, 各类产品广泛应用于智能手机、平板电脑、智能无线耳机、AR/VR、AI 眼镜等终端产品中, 随着下游终端需求的成长, 我们认为公司业务会随之水涨船高, 因此预测 2025-2027 年收入增速分别为 15%、15%、17%。

智能声学整机业务: 公司智能声学整机业务聚焦于与声学、语音交互、人工智能等技术相关的产品方向, 主要产品包括智能无线耳机、智能音箱等。该业务经历 2022-2023 年的阶段性低谷之后, 2024 年开始重新回归正轨, 随着公司在关键客户产品份额的提升, 我们预测 2025-2027 年收入增速分别为 2%、21%、5%。

智能硬件业务: 公司智能硬件业务主要产品包括 VR 虚拟现实产品、MR 混合现实产品、AR 增强现实产品、AI 智能眼镜产品、智能可穿戴产品、智能家用电子游戏机及配件、智能家居产品等。随着主要客户 AI 眼镜产品的增长, 以及 AR/VR 产品的迭代, 我们认为公司作为主要的代工厂商能够受益于客户成长, 预测 2025-2027 年收入增速分别为 2%、4%、9%。

综上, 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 34.0、41.6、51.6 亿元, 对应 EPS 分别为 0.97、1.19、1.47 元, 对应 2025 年 9 月 29 日收盘价 PE 为 36.4、29.8、24.0 倍, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 38 公司 2025-2027 年各业务收入预测 (单位: 亿元, %)

		亿元	2024	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入		1010	1053	1161	1267
	YoY (%)		2%	4%	10%	9%
	营业成本		898	925	1017	1101
	毛利		112	128	144	166
	毛利率 (%)		11.1%	12.2%	12.4%	13.1%
精密零组件	营业收入		151	173	199	233
	YoY (%)		16%	15%	15%	17%
	营业成本		118	134	153	177
	毛利		32	39	46	56
	毛利率 (%)		21.5%	22.3%	23.0%	24.0%
智能声学整机	营业收入		263	269	326	341
	YoY (%)		9%	2%	21%	5%
	营业成本		238	243	296	310
	毛利		25	26	30	31
	毛利率 (%)		9.5%	9.5%	9.2%	9.0%
智能硬件	营业收入		572	585	607	661
	YoY (%)		-3%	2%	4%	9%
	营业成本		520	520	539	582
	毛利		52	64	68	79
	毛利率 (%)		9.2%	11.0%	11.2%	12.0%
其他业务收入	营业收入		24	26	29	32
	YoY (%)		-10%	10%	10%	10%
	营业成本		24	26	29	32

毛利	0	0	0	0
毛利率 (%)	9.2%	9.5%	9.5%	9.5%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

风险提示:

市场需求不及预期, 产品价格不及预期, 新产品开发不及预期, 地缘政治影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	49440	56155	58060	70328	营业收入	10095	10532	116099	126663
现金	17466	23099	22151	31268	营业成本	89759	92475	10172	110074
应收账款	17881	17554	19350	21110	营业税金及附加	279	263	290	317
其他应收款	100	97	106	116	销售费用	620	737	813	887
预付账款	237	240	264	286	管理费用	2200	2422	2670	2913
存货	10479	11409	12415	13309	财务费用	71	273	202	208
其他流动资产	3276	3757	3773	4238	资产减值损失	-643	-300	-300	-300
非流动资产	33267	33494	32218	30129	公允价值变动收益	41	0	0	0
长期投资	734	2134	2134	2134	投资净收益	109	211	116	127
固定资产	21803	20220	18531	16723	营业利润	2847	3839	4690	5809
无形资产	3051	2569	2063	1531	营业外收入	34	30	33	32
其他非流动资产	7678	8570	9490	9740	营业外支出	107	128	129	121
资产总计	82707	89649	90278	100457	利润总额	2774	3741	4593	5720
流动负债	44957	46412	47408	51331	所得税	188	374	459	572
短期借款	7713	11713	9713	10713	净利润	2586	3367	4134	5148
应付账款	21962	21834	24018	25990	少数股东损益	-79	-34	-21	-13
其他流动负债	15281	12864	13677	14628	归属母公司净利润	2665	3401	4155	5161
非流动负债	3702	7710	4810	7910	EBITDA	7090	8650	9690	11049
长期借款	1341	5341	2341	5341	EPS (元)	0.79	0.97	1.19	1.47
其他非流动负债	2361	2368	2468	2568					
负债合计	48659	54121	52218	59240					
少数股东权益	862	828	807	795					
股本	3486	3501	3501	3501					
资本公积	10293	10293	10293	10293					
留存收益	19407	20906	23458	26628					
归属母公司股东权益	33186	34700	37252	40422					
负债和股东权益	82707	89649	90278	100457					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2027E
经营活动现金流	6200	8458	10430	11066	成长能力				
净利润	2586	3367	4134	5148	营业收入	2.4%	4.3%	10.2%	9.1%
折旧摊销	4079	4636	4895	5122	营业利润	213.2	34.8%	22.2%	23.9%
财务费用	453	372	414	401	归属于母公司净利润	144.9	27.6%	22.2%	24.2%
投资损失	-145	-211	-116	-127	获利能力				
营运资金变动	-1418	-103	695	121	毛利率 (%)	11.1%	12.2%	12.4%	13.1%
其他经营现金流	4650	3866	3847	5429	净利率 (%)	2.6%	2.6%	3.2%	3.6%
投资活动现金流	-5246	-6041	-4261	-3658	ROE (%)	8.0%	9.8%	11.2%	12.8%
资本支出	-2312	-3868	-3308	-3302	ROIC (%)	5.8%	6.5%	8.1%	8.8%
长期投资	-3027	-2130	-880	-330	偿债能力				
其他投资现金流	93	-43	-73	-26	资产负债率 (%)	58.8%	60.4%	57.8%	59.0%
筹资活动现金流	-2290	3177	-7116	1709	净负债比率 (%)	142.9	152.3	137.2	143.7
短期借款	2499	4000	-2000	1000	流动比率	1.10	1.21	1.22	1.37
长期借款	-5290	4000	-3000	3000	速动比率	0.82	0.93	0.94	1.09
普通股增加	66	14	0	0	营运能力				
资本公积增加	1295	0	0	0	总资产周转率	1.29	1.22	1.29	1.33
其他筹资现金流	-860	-4837	-2116	-2291	应收账款周转率	6.66	5.94	6.29	6.26
现金净增加额	-1362	5632	-948	9117	应付账款周转率	4.54	4.22	4.44	4.40
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.79	0.97	1.19	1.47
					每股经营现金流(摊薄)	1.77	2.42	2.98	3.16
					每股净资产	9.52	9.91	10.64	11.55
					估值比率				
					P/E	32.67	36.39	29.78	23.98
					P/B	2.71	3.57	3.32	3.06
					EV/EBITDA	12.29	13.99	12.08	10.14

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈耀波，华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士，有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管，博时基金投资部等，具有 8 年买方投研经验。

分析师：刘志来，华安证券电子分析师。2020-2021 年曾任职于信达证券，2023 年加入华安证券。5 年电子行业研究经验，兼具买卖方视角。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。