

歌尔股份 (002241.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

2026年1月26日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	29.32
总市值	1039.58亿
PE-TTM	35.76
PB-MRQ	2.91

估值结果

价值	534.99亿
DDM估值 上行空间	-49%
状态	高估
价值	541.41亿
动态估值 上行空间	-48%
状态	高估

四维评级

成长空间	★ ★ ☆ ☆ ☆
盈利趋势	★ ★ ☆ ☆ ☆
产业格局	★ ★ ★ ☆ ☆
护城河	★ ★ ★ ★ ☆

核心评级结论

公司是全球布局的科技创新型企业，形成了“零组件+整机”垂直整合的业务模式，聚焦声学、光学、微电子、精密结构件四大方向，为全球科技和消费电子行业领先客户提供精密零组件和智能硬件整机的垂直整合产品解决方案及相关设计研发和生产制造服务。

公司的成长空间中等，AI终端设备（如AI眼镜、VR/MR头显）正成为新的增长引擎，该市场潜力巨大但目前基数相对较小。公司的盈利趋势中等，公司已从2023年的低谷中显著修复，毛利率和净利率连续多个季度环比改善。未来依赖高附加值的新产品（如AI眼镜）能否成功放量，趋势明确但幅度有待观察。公司产业格局较好，公司深度绑定全球顶尖客户（如Meta、索尼等），是VR/MR等领域头部品牌的核心代工厂商。公司的护城河较好，护城河建立在多年的技术研发积累、覆盖声学/光学/微电子的垂直一体化能力（零件+整机），以及为国际大客户服务的先进智能制造体系之上。

基于主业耳机/声学器件需求保持稳定，XR头显与AI眼镜还在持续放量，公司盈利能力短期有望回升，长期在市场竞争下保持稳定的假设，公司当前处于高估状态。

我们区别于市场的观点

我们与市场不一致的地方在于增长空间的测算：市场预期AI终端设备（如AI智能眼镜）在2025年下半年及2026年具有爆发潜力。随着技术成熟和巨头入场，相关订单可能超预期，推动营收重回增长轨道。我们认为AI眼镜远期市场规模在百亿级别，XR设备未来5年对公司的营收增量规模也在百亿附近，公司未来五年的收入复合增速预计在7%附近。

风险提示

客户集中度风险：前五大客户销售占比长期超过80%，依赖苹果、Meta等少数大客户；战略转型风险：公司百亿收购计划终止，XR等新业务曾因大客户订单调整而受重创，转型成效有待验证。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	10
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	11
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2025年收入占比	3
图2：预测2025年毛利占比	3
图3：近年公司盈利能力趋势图	4
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	5
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

歌尔股份有限公司成立于2001年6月，总部位于山东潍坊，2008年5月在深交所上市。公司是全球布局的科技创新型企业，形成了“零组件+整机”垂直整合的业务模式，聚焦声学、光学、微电子、精密结构件四大方向，为全球科技和消费电子行业领先客户提供精密零组件和智能硬件整机的垂直整合产品解决方案及相关设计研发和生产制造服务。

2. 业务介绍

对于歌尔股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

精密零组件：

精密零组件业务主要有声学器件(微型扬声器/受话器、扬声器模组、MEMS声学传感器)、光学器件(VR/AR光学镜片、Pancake模组、3D 结构光模组、AR HUD 光学组件)以及精密结构件等。公司核心零组件自研自产，掌握产业链关键环节，增强抗风险能力，高毛利特性平衡整机业务（毛利率约10%）的盈利波动，同时通过零组件技术创新（如“定心支片”专利）推动整机产品升级。公司上游原材料为磁铁、音圈等原材料，公司制造成电声产品后，交付给下游苹果、华为等客户，我们对该业务的市场界定为全球精密零组件市场。

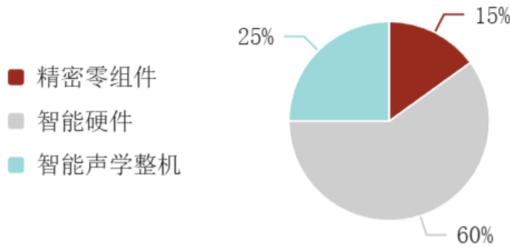
智能硬件：

智能硬件业务是核心增长引擎，核心产品有VR/AR/MR设备、AI智能眼镜、智能可穿戴设备、智能家居终端等，其中VR/AR领域全球市占率超70%，高端市场份额达80%，Meta Quest 4代工占比70%（约560万台），索尼等头部品牌核心供应商；AI眼镜领域全球代工市占率超60%，光波导模组技术被IDC列为全球三大技术方案之一，苹果、Meta、华为首选合作伙伴。公司上游原材料为面板、主控芯片等原材料，公司制造成终端产品后，交付给下游苹果、Meta、索尼等客户，我们对该业务的市场界定为全球智能硬件市场。

智能声学整机：

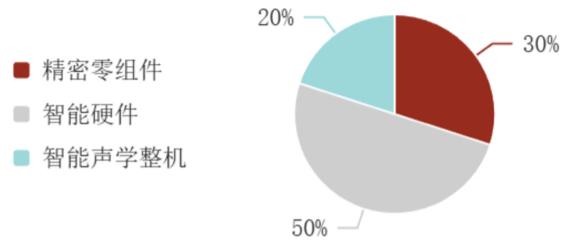
智能声学整机业务核心产品为TWS耳机、智能音箱以及其他音频设备。公司为全球主流客户提供智能音频解决方案，在语音交互、人工智能技术方面有布局。24年苹果Air Pods Pro 3订单回流，出货量同比增长20%；带动精密零组件业务（声学器件、结构件）同步增长，提升整体供应链效率。公司上游原材料为麦克风、主控芯片等原材料，公司制造成耳机产品后，交付给下游苹果、华为等客户，我们对该业务的市场界定为全球音频设备市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司主业为电声产品与消费电子整机产品的研发、制造与销售，以产品制造为主，业务性质决定了公司的资产强度中等、研发强度较高、客户集中度为高。

3.1 资产强度



公司的资产强度中等，公司2024年包含固定资产、在建工程在内的长期经营资产为278亿，占总资产的比例为33.6%，主要由于公司业务以硬件研发和制造为主，同时有外部工厂产能外协，资产强度中等。

3.2 研发强度



公司的研发强度较高，公司2024年研发费用48.82亿元，研发费用率4.84%，单位收入研发费用484万元，主要由于公司下游产品耳机、游戏机、XR设备等更新换代较快，公司需要配套下游客户做每一代产品的研发测试，研发强度较高。

3.3 客户集中度



公司的客户集中度高，公司2024年前五大客户累计占比超过80%，第一大客户苹果占比常年超过30%，主要由于公司为苹果电声与耳机组装的主力供应商，自身技术领先叠加生产规模较大，客户关系稳定。

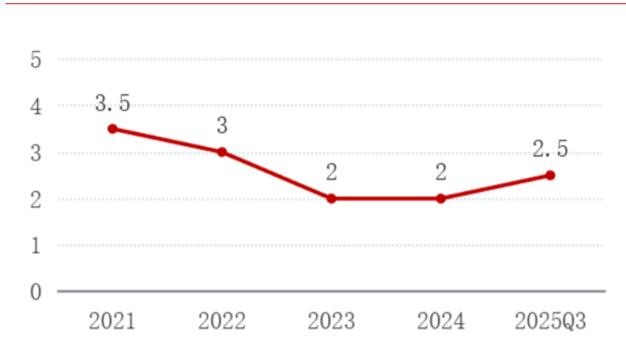
4. 历史经营绩效

歌尔股份2021-2024年经历了巅峰-低谷-复苏的完整周期：2021年业绩创历史新高，2022-2023年受苹果Air Pods Pro2订单丢失影响陷入困境，2024年通过产品结构优化和VR/AI眼镜业务增长实现强势复苏。公司经历了苹果依赖-订单丢失-结构调整-多元发展的转型过程，成功从单一苹果供应链企业转变为VR/AR+AI眼镜+精密零组件协同发展的全球智能硬件龙头。整体呈现盈利能力波动大、成长能力韧性强、业务控制力逐步改善、财务健康状况稳健、股东回报波动剧烈的特点。尽管盈利能力和股东回报波动剧烈，但公司展现出强大的成长韧性和财务健康度。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3: 近年公司盈利能力趋势图



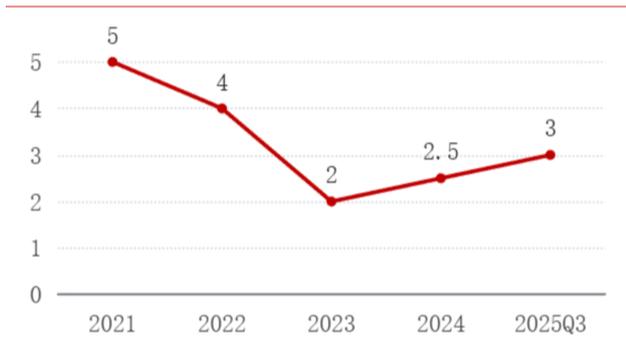
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司盈利能力波动大, 2021年巅峰期, VR业务爆发+苹果AirPods订单稳定, 毛利率14.13%, ROE创历史新高。2022年转折期, 11月苹果Air Pods Pro2订单丢失, 影响营收约33亿元, 毛利率降至11.12%。2023年低谷期, 砍单余波未消, 全年毛利率/净利为近五年最低。2024年开始复苏, VR/AI眼镜占比提升、苹果订单回流、非A客户增长, 毛利率持续回升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



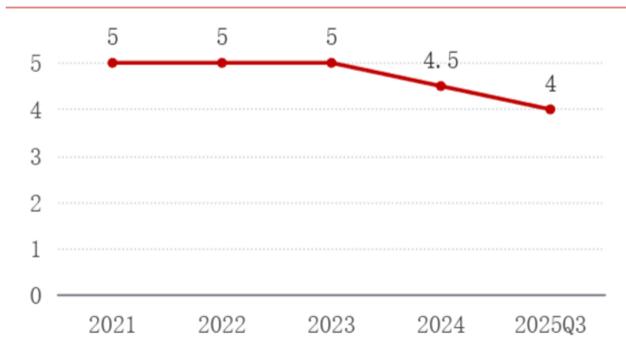
数据来源: 公司财报, 壹评级

歌尔股份2021-2024年经历了苹果依赖-订单丢失-结构调整-多元发展的转型过程, 成功从单一苹果供应链企业转变为VR/AR+AI眼镜+精密零组件协同发展的全球智能硬件龙头。公司营收韧性强, 即使2023年苹果砍单影响, 营收仍达985.74亿元, 仅同比-6.03%, 2024年重回千亿规模。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5: 近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



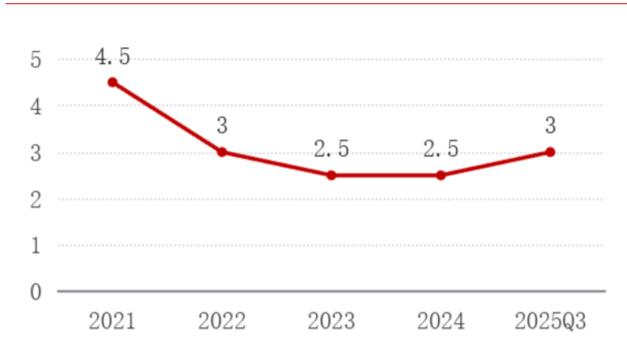
数据来源: 公司财报, 壹评级

公司业务控制力有所降低但是依旧保持高位, 客户依赖度降低, 苹果订单占比从2021年约30%降至2023年约22%, 2024年回升至25%。公司连续四年经营现金流净额为正, 现金流充裕; 资产负债率保持在54%-61%之间, 未出现偿债风险, 但是流动比率和速动比率有所降低。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6: 近年股东回报能力趋势图



数据来源: 公司财报, 壹评级

2021年业绩巅峰对应股价高位, 2022-2023年业绩下滑导致股价腰斩, 2024年业绩复苏推动股价反弹。2021-2023年累计现金分红15.09亿元, 占年均净利润比重为51.01%。公司的分红政策谨慎, 每股分红从2021年0.70元降至2023-2024年0.15元, 反映公司在业绩波动期对现金流的谨慎态度。2025年提高分红, 拟每10股派现1.5元, 总额约5.22亿元; 同时持续进行股份回购。股东回报回升。

5. 四维评级

公司的成长空间中等, 传统智能手机市场增长平稳, 但 AI终端设备 (如AI眼镜、VR/MR头显) 正成为新的增长引擎, 该市场潜力巨大但目前基数相对较小。公司的盈利趋势中等, 公司业绩已从2023年的低谷中显著修复并步入上升通道, 毛利率和净利率连续多个季度环比改善。未来的盈利增长高度依赖于高附加值的新产品 (如AI眼镜) 能否成功放量, 趋势明确但幅度有待观察。公司的产业格局较好, 公司深度绑定全球顶尖客户 (如Meta、索尼等), 是VR/MR等领域头部品牌的核心代工厂商。同时, 通过“零组件+整机”的垂直整合战略, 在产业链中占据了有利且难以被替代的位置。公司的护城河较好, 护城河建立在多年的技术研发积累 (超8000项发明专利)、覆盖声学/光学/微电子的垂直一体化能力 (零件+整机), 以及为国际大客户服务的先进智能制造体系之上。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的整体未来成长能力评级为中等, 三大业务板块呈现明显分化: 精密零组件 (中等)、智能硬件 (中等)、智能声学整机 (较弱)。传统智能手机市场增长平稳, 但AI终端设备 (如AI眼镜、VR/MR头显) 正成为新的增长引擎。该市场潜力巨大但目前基数相对较小, 正处于从早期爆发向规模化普及的关键阶段。整体呈现“新兴业务支撑增长、传统业务拖累整体”的格局。

精密零组件 (2.5星):

精密零组件业务具备技术壁垒高、盈利能力强、增长确定性高的优势, 但受行业竞争与下游需求波动影响。AI终端渗透, AI眼镜、VR/AR设备爆发, 带动光学模组、MEMS声学传感器需求, 单机价值提升30%+; 汽车电子拓展, ARHUD、车载声学系统、传感器需求增长, 2025-2030年复合增速20%+; 垂直整合深化, 自给率提升至90%, 带动内部配套需求, 降低外部采购成本。但是立讯精密、瑞声科技等竞争对手加大投入, MEMS麦克风、光学器件等领域价格战风险上升, 未来5年精密零组件业务的复合增速在5%-10%之间。

智能硬件(2.5星):

智能硬件业务具备高增长潜力、龙头地位稳固的优势，但受市场渗透、竞争格局、技术风险制约，难以实现整体的高增长。其中AI眼镜爆发，IDC预测2025-2027年全球出货量从1280万台增至5000万台，复合增速80%+，歌尔代工份额65%+。VR/AR设备升级，Meta Quest 4、苹果Vision Pro 2等产品迭代，单机价值提升20%+，歌尔市占率超70%。公司深度绑定Meta、索尼、苹果、华为、小米等，降低单一客户依赖。不过立讯精密、华勤等进入代工领域，价格战导致毛利率下滑，未来5年智能硬件业务的复合增速在5%-10%之间。

智能声学整机(2星):

智能声学整机业务面临行业饱和、竞争加剧、产品替代三大核心挑战，增长空间有限。苹果订单回流，AirPods Pro 3订单恢复，2024年出货量增长20%，带动营收增长8.73%；非A客户拓展，华为、三星、小米等订单增长，降低苹果依赖度。全球TWS耳机市场渗透率超40%，2025-2030年复合增速仅3%-5%，进入存量竞争阶段。立讯精密、比亚迪电子等竞争对手崛起，苹果订单份额面临挑战，价格战导致毛利率承压（仅9.47%）。未来5年智能声学整机业务的复合增速在5%附近。

5.2 盈利趋势



公司的盈利趋势中等，公司业绩已从2023年的低谷中显著修复并步入上升通道，毛利率和净利率连续多个季度环比改善。三大业务板块呈现明显分化：精密零组件（中等）、智能硬件（中等）、智能声学整机（较弱）。未来的盈利增长高度依赖于高附加值的新产品（如AI眼镜）能否成功放量，趋势明确但幅度有待观察，整体呈现“优势业务支撑盈利、组装业务拖累整体”的格局。

精密零组件(2.5星):

精密零组件业务具备技术壁垒高、盈利能力强、增长确定性高的优势，毛利率维持在22%以上的高水平，但受行业竞争与研发投入压力影响，难以继续实现高盈利增长。AI终端渗透，AI眼镜、VR/AR设备爆发，带动光学模组、MEMS声学传感器需求，单机价值提升30%+，毛利率提升2-3个百分点。汽车电子拓展，AR HUD、车载声学系统、传感器需求增长，2025-2030年复合增速20%+，毛利率达25%+。高端客户突破 切入苹果Vision Pro、Meta Quest 4等高端供应链，光机模组、光波导等产品附加值提升，毛利率达28%+。不过立讯精密、瑞声科技等竞争对手加大投入，MEMS 麦克风、光学器件等领域价格战风险上升。智能手机、TWS耳机等传统市场需求疲软，影响基础零组件销量与产能利用率。

智能硬件(2.5星):

智能硬件业务具备高增长潜力、龙头地位稳固的优势，毛利率逐步提升至13%-15%，但受市场渗透、竞争格局、技术风险制约，难以继续实现的高盈利增长。其中AI眼镜爆发，IDC预测2025-2027年全球出货量从1280万台增至5000万台，复合增速80%+，歌尔代工份额65%+，单机价值提升50%+。高端产品占比提升 Meta Quest 4、苹果Vision Pro 2等产品迭代，单价提升20%+，毛利率提升至13%-15%。客户多元化，深度绑定Meta、索尼、苹果、华为、小米等，降低单一客户依赖，订单稳定性增强。

智能声学整机(1.5星):

智能声学整机业务面临行业饱和、竞争加剧、产品替代三大核心挑战，增长空间有限，盈利能力弱，毛利率长期在10%附近。制约盈利因素有：行业饱和，全球TWS耳机市场渗透率超40%，2025-2030年复合增速仅3%-5%，进入存量竞争阶段，价格战加剧。竞争白热化，立讯精密、比亚迪电子等竞争对手崛起，苹果订单份额面临挑战，价格战导致毛利率承压（仅9.47%）。产品替代风险，AI眼镜、智能手表等产品集成音频功能，对独立TWS耳机形成替代效应，销量下滑风险上升。成本压力，原材料价格波动，自动化率提升空间有限，生产成本难以下降，制约毛利率提升空间。

5.3 产业格局



歌尔股份整体未来产业格局评级为较好，三大业务板块呈现明显分化：精密零组件（较好）、智能硬件（中等）、智能声学整机（较弱）。公司深度绑定全球顶尖客户（如Meta、索尼等），是VR/MR等领域头部品牌的核心代工厂商。同时，通过“零组件+整机”的垂直整合战略，在产业链中占据了有利且难以被替代的位置。整体呈现“新兴业务引领格局优化、传统业务拖累整体表现”的态势。

精密零组件(3星):

精密零组件业务具备全球龙头地位、技术壁垒高、客户资源优质的核心优势，AI终端与汽车电子双轮驱动，未来3年将维持高景气度，评级为较好。公司的MEMS麦克风市场份额全球第一，产品技术领先（信噪比+3dB）、成本优势（20%+）、客户粘性强；VR/AR光学模组全球第一，Pancake技术成熟、量产能力强、绑定Meta/索尼/苹果。不过Micro-LED、全固态激光雷达等新技术可能颠覆现有产品形态，研发投入压力大（占营收7.5%+），立讯精密加大光学与声学零组件投入，部分中低端产品价格竞争加剧。

智能硬件(2.5星):

智能硬件业务具备VR/AR龙头地位、AI硬件先发优势，但受竞争格局恶化、市场渗透速度、技术风险制约，难以形成垄断性优势。VR头显市场份额全球第一，公司量产经验丰富、成本控制能力强、绑定Meta/索尼/字节跳动。AI眼镜全球第一，光波导技术领先、多模态交互方案成熟、客户资源丰富，不过立讯精密、华勤等进入高端VR/AR代工领域，价格战导致毛利率下滑，光学显示、空间音频等核心技术依赖上游供应商，研发投入大，回报周期长。

智能声学整机(2星):

智能声学整机业务面临行业饱和、竞争加剧、产品替代三大核心挑战，市场份额持续下滑，盈利能力弱，难以形成可持续竞争优势。TWS耳机市场份额全球第二，仅次于立讯精密，主要由于苹果订单份额下滑（从40%降至25%）、毛利率低（9.47%）。目前耳机行业受到行业饱和（进入存量竞争阶段）、竞争白热化（立讯精密、比亚迪电子等竞争对手崛起）、产品替代风险（AI眼镜、智能手表等产品对TWS耳机形成替代）、技术壁垒低（声学技术同质化严重，差异化竞争难度大）影响，行业内竞争正在加剧。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河宽度与持续性均较高，主要由于多年的技术研发积累使得电声器件盈利能力强，同时整机制造资产周转迅速，护城河宽度较高；电声器件与升学整机预计市场份额预计保持领先，其他业务有放量与盈利改善预期，护城河持续性也是较强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
精密零部件	(3.5星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为5.8%，超额ROIC为2.7%，整体超额收益率均较高，主要由于公司的技术领先、订单较满，资产周转迅速。业务控制力较强为4星，主要由于公司份额较高，对下游的产业链话语权较高。此外公司作为行业龙头，市占率5%，常年保持全球第一。	(4星) 公司的护城河为技术优势、管理运营，各自占比约二分之一，超额收益率未来5年与10年预计保持基本稳定。主要由于公司业务需求稳定(绑定苹果大客户)，市占率高且稳定，技术优势、管理运营优势预计将会保持。此外公司未来5年市占率预计还有小幅提升空间，主要由于AI手机和新兴终端需要更精密的电声器件产品，而这正是公司的优势领域，未来份额有望持续提升。
智能硬件	(4星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为2.1%，超额ROIC为0.1%，整体存在超额收益率但是不高，主要由于公司虽然技术领先、订单较满，资产周转迅速，不过立讯精密、华勤等进入高端VR/AR代工领域，价格战导致毛利率下滑，光学显示、空间音频等核心技术依赖上游供应商，研发投入大，回报周期长。业务控制力较强为4星，主要由于公司份额较高，对下游的产业链话语权较高。此外公司作为行业龙头，市占率15%+，常年保持全球第一。	(4星) 公司的护城河为技术优势、管理运营，各自占比约二分之一，超额收益率未来5年与10年预计会增长。主要由于公司业务需求稳定(绑定索尼、meta两大客户)，市占率高且稳定，技术优势、管理运营优势预计将会保持。此外公司未来5年市占率预计还有小幅提升空间，主要由于AI眼镜与XR终端还在上涨期，而公司已经提前卡位，未来新玩家会更多选择与公司合作，未来份额有望持续提升。
智能声学整机	(3星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为-8.2%，超额ROIC为-0.5%，整体超额收益率为负，主要由于公司虽然技术领先、订单较满，资产周转迅速，不过前期遭遇苹果砍单，盈利能力大幅降低，立讯精密、华勤等进入耳机代工领域，价格战导致毛利率下滑，且AI眼镜、智能手表等产品对TWS耳机形成替代。业务控制力较强为4星，主要由于公司份额较高，对下游的产业链话语权较高。此外公司作为行业龙头，市占率10%+，常年保持全球前二。	(4星) 公司的护城河为技术优势、管理运营，各自占比约二分之一，超额收益率未来5年与10年预计会增长。主要由于公司业务需求稳定(绑定苹果大客户)，苹果订单回流，AirPods Pro 3订单恢复，2024年出货量增长20%，带动营收增长8.73%；非A客户拓展，华为、三星、小米等订单增长，降低苹果依赖度，公司未来5年市占率预计还有小幅提升空间。公司的技术优势、管理运营优势预计将会增强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于主业耳机/声学器件需求保持稳定，XR头显与AI眼镜还在持续放量，公司盈利能力短期有望回升，长期在市场竞争下保持稳定的假设，公司当前处于高估状态。

6.1 核心假设及逻辑

业务一：智能硬件

收入假设：

- 1) 市场份额：考虑到公司目前正在积极AI眼镜与XR市场，国内厂商等也在积极推进国产替代，公司目前份额在50%附近，预计未来5年公司份额相比现在还有5%的提升空间(55%)。
- 2) 下游需求：家居等目前已经进入产品存量需求阶段，新兴业务AI眼镜与XR还在需求上涨阶段，智能硬件整体预计未来5年保持7%左右的复合增速，未来5到15年进入存量需求替换阶段，保持2%左右的复合增速。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到公司配件、游戏机业务保持稳定，同时叠加XR业务放量，预计公司毛利率稳定在11%左右，后续随着行业规模增长，远期毛利率维持在11.5%。
- 2) 费用率：公司费用端主要为研发费用，考虑产品迭代，后续费用率将会稳定在8.9%。

业务二：智能声学整机

收入假设：

- 1) 市场份额：考虑到公司目前已经是行业第一，市场份额12.5%。不过国内立讯厂商等也在积极推进，预计未来5年公司份额基本稳定。
- 2) 下游需求：耳机行业受到行业饱和(进入存量竞争阶段)、产品替代风险(AI眼镜、智能手表等产品对TWS耳机形成替代)影响，行业整体预计未来5年保持6%左右的复合增速，未来5到15年进入存量需求替换阶段，保持2%左右的复合增速。

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：考虑到公司苹果业务保持稳定，同时叠加安卓业务放量，预计公司毛利率稳定在10%左右，后续随着行业竞争烈度降低，远期毛利率维持在10.5%。
- 2) 费用率：公司费用端主要为研发费用，考虑产品迭代，后续费用率将会稳定在6.7%。

业务三：精密零组件

收入假设：

- 1) 市场份额：考虑到公司目前已经是行业第一，市场份额5%。目前国内产业优势明显，预计未来5年公司份额还有1%提升空间(5%到6%)。

2) 下游需求: AI终端渗透, AI眼镜、VR/AR设备爆发, 带动光学模组、MEMS声学传感器需求, 单机价值提升30%+, 行业整体预计未来5年保持6%左右的复合增速, 未来5到15年进入存量需求替换阶段, 保持2%左右的复合增速。

盈利能力假设:

1) 毛利率: 考虑到公司苹果与新兴终端业务放量, 预计公司毛利率稳定在23%左右, 后续随着行业竞争烈度降低, 远期毛利率维持在23.5%。

2) 费用率: 公司费用端主要为研发、管理费用, 考虑产品迭代, 后续费用率将会稳定在14.9%。

资产负债假设:

1) 公司属于重资产行业, 公司长期资产未来会随着折旧而减少, 从而提升公司资产周转率;

2) 考虑到公司整体盈利非常稳健, 我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

表2: 公司整体业绩预测

歌尔股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1048.9	985.7	1009.5	1065.1	1113.8	1231.6	1334.7	1418.4
归母净利润(亿)	17.5	10.8	26.7	32.2	35.3	39.2	43.6	45.8
归母净利润增速(%)	-59.1	-38.2	147.3	20.6	9.8	11.0	11.1	5.0
经营性净利润(亿)	18.8	9.7	25.6	32.2	35.3	39.2	43.6	45.8
经营性净利润增速(%)	-53.3	-48.3	163.6	25.9	9.8	11.0	11.1	5.0
经营性归母净利润(亿)	18.3	10.4	26.4	32.2	35.3	39.2	43.6	45.8
经营性归母净利润增速(%)	-54.1	-43.5	154.5	22.2	9.8	11.0	11.1	5.0

数据来源: 壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

精密零组件	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	140.0	129.9	150.5	173.1	186.9	196.3	204.1	210.3
收入增速(%)	1.2	-7.2	15.8	15.0	8.0	5.0	4.0	3.0
经营性净利润(亿)	13.2	9.8	11.2	14.0	15.8	16.2	16.9	17.0
经营性净利率(%)	9.5	7.5	7.4	8.1	8.5	8.3	8.3	8.1
经营性净利润增速(%)	-0.7	-26.3	14.4	25.5	12.9	2.7	3.9	0.7
智能硬件	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	650.1	614.0	596.1	608.0	614.5	704.1	782.9	853.4
收入增速(%)	90.7	-5.6	-2.9	2.0	1.1	14.6	11.2	9.0
经营性净利润(亿)	15.6	4.3	7.5	10.4	10.9	13.4	16.2	18.0
经营性净利率(%)	2.4	0.7	1.3	1.7	1.8	1.9	2.1	2.1
经营性净利润增速(%)	1.0	-72.3	73.9	38.2	4.4	23.7	20.3	11.2

智能声学整机	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	258.8	241.9	263.0	284.0	312.4	331.1	347.7	354.7
收入增速(%)	-14.6	-6.6	8.7	8.0	10.0	6.0	5.0	2.0
经营性净利润(亿)	-10.1	-4.4	6.9	7.8	8.7	9.6	10.5	10.8
经营性净利率(%)	-3.9	-1.8	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.0
经营性净利润增速(%)	-188.5	56.6	257.6	13.0	11.3	10.4	10.2	2.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
智能声学整机	2.0%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	10.6
智能硬件	2.8%	中低	一般	较强	7.5%	13.5	16.8
精密零部件	2.0%	中低	较好	较强	7.5%	15	16.9
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
智能声学整机(亿)	21.8	101.8	123.6	6.6	4.9	4.2	129.5
智能硬件(亿)	13.6	169.4	183.0	14.9	2.3	2.0	197.6
精密零部件(亿)	20.7	190.0	210.7	3.8	1.4	1.2	214.3
公司整体测算(亿)	56.1	461.2	517.3	25.3	8.6	7.4	541.4

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
智能声学整机(亿)	68.1	63.5	131.5	6.6	4.9	4.2	137.4
智能硬件(亿)	83.7	112.0	195.6	14.9	2.3	2.0	210.3
精密零部件(亿)	86.5	97.3	183.8	3.8	1.4	1.2	187.3
公司整体测算(亿)	238.2	272.7	510.9	25.3	8.6	7.4	535.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司未来的盈利能力确定性较强，此外下游如手机、笔电、平板等均有公开数据跟踪，此外公司对外交流较多，外界能直接获取新品进展与价格波动信息，可跟踪数据确定性较强。公司未来的收入规模、市占率确定性也较高，主要由于公司传统主业稳定，AI眼镜与xr终端处于上升导入阶段，增速较高，但是占比较少，公司整体确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。