

➤ **事件：**12 月 22 日，国光电器发布《2023 年度向特定对象发行股票发行情况报告书》，本次向特定对象发行股票募集资金总额为人民币 13.84 亿元，实际募集资金净额为人民币 13.75 亿元，发行价格为 13.88 元/股。

➤ **定增实质性落地，加码智能音箱+车载、XR 领域。**据公司 2023 年 9 月公告《2023 年度向特定对象发行股票募集说明书（注册稿）》，本次定增投项目达产后，将新增年产 364 万件音响产品、3400 万套车载扬声器、60 万套车载功放、100 万套 AVAS、100 万套 VR 整机以及 2400 万套声学模组，深入公司多元结构产品策略，成本控制能力、产业链完整性预计将进一步增强，公司在全球声学龙头地位进一步稳固。公司本次募资总额为 13.84 亿元，发行价格为 13.88 元/股，资金将用于增加对智能音箱、车载音响业务以及 XR 整机和声学模组业务等领域的研发投入，提升市场竞争力。

➤ **AI 赋能，传统业务扬帆起航。**公司在深耕传统业务的同时，积极切入新赛道。8 月 17 日，国光电器发布全球首个内置 ChatGPT 与百度文心一言双 AI 驱动智能音箱 ChatMini。音频作为轻交互的方式，更适用于碎片化场景，以 ChatGPT、文心一言为代表的生成式 AI 模型提高了智能音箱的交互体验，生成内容质量提升进一步满足用户在真实场景中服务客户的需求，未来会逐步实现个性化和情感交互，为智能音箱的发展注入新动力，市场有望迎来新一轮高增长。公司在该领域具备多年的技术沉淀，未来随新客户势力开拓、单机价值量提升及产能释放，业绩增速有望进一步提升。

➤ **踏浪前行，车载+XR 新机遇加速成长。**1) **车载业务方面：**随着音响系统升级，扬声器单车搭载数量翻倍增长，由原来的 4-8 个成倍增长至 20-30 个，车载功放配置也从高端车型下放，成为标配，单车音响配套价值量更是呈十倍增长。公司重点发展汽车音响业务，已获多家车企合作项目。2) **VR/AR 业务方面：**公司积极布局蓝海市场，已成为国内外主要头部 VR 企业声学模组供应商，与 M 客户、P 客户等头部企业建立良好的合作关系。据彭博社报道，苹果 Vision Pro 预计将于 24 年 1 月发售。我们看好 MR 引领消费电子的全新创新，公司凭借在声学模组的优势，有望跟随大客户战略，Vision pro 助力下一代消费电子“空间计算”的创新浪潮。

➤ **投资建议：**我们看好公司深耕传统声学业务的同时，积极切入新赛道，未来伴随新客户新突破，公司智能音箱、车载以及 XR 业务驱动长期成长。预计公司 23-25 年实现营收 61.51/79.19/111.62 亿元，归母净利润 3.37 (其中 3Q23 公司对广州鲤宝进行权益法核算相应确认该项投资收益约 1.33 亿元)/3.39/4.84 亿元，对应 PE 22/22/16 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**消费电子需求疲软；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,994	6,151	7,919	11,162
增长率 (%)	24.5	2.6	28.8	40.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	179	337	339	484
增长率 (%)	344.8	88.7	0.5	43.0
每股收益 (元)	0.38	0.72	0.72	1.03
PE	42	22	22	16
PB	3.5	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 12 月 25 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**16.11 元**

**分析师 方竞**

 执业证书：S0100521120004  
 邮箱：fangjing@mszq.com

### 相关研究

1. 电子行业深度报告：边缘域 AI 的“寒武大爆发” -2023/08/07

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>5,994</b>	<b>6,151</b>	<b>7,919</b>	<b>11,162</b>
营业成本	5,257	5,376	6,884	9,699
营业税金及附加	31	31	41	58
销售费用	50	54	70	99
管理费用	207	212	281	396
研发费用	274	281	387	558
EBIT	147	222	287	386
财务费用	<b>-40</b>	34	13	15
资产减值损失	<b>-40</b>	<b>-35</b>	<b>-49</b>	<b>-71</b>
投资收益	15	141	71	128
<b>营业利润</b>	<b>157</b>	<b>301</b>	<b>304</b>	<b>436</b>
营业外收支	5	6	4	5
<b>利润总额</b>	<b>163</b>	<b>307</b>	<b>308</b>	<b>441</b>
所得税	<b>-17</b>	<b>-31</b>	<b>-31</b>	<b>-45</b>
<b>净利润</b>	<b>179</b>	<b>338</b>	<b>340</b>	<b>486</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>179</b>	<b>337</b>	<b>339</b>	<b>484</b>
EBITDA	293	379	461	570

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	850	2,241	2,032	1,947
应收账款及票据	1,667	1,703	2,192	3,086
预付款项	70	71	91	128
存货	761	920	1,148	1,533
其他流动资产	225	191	77	83
<b>流动资产合计</b>	<b>3,573</b>	<b>5,126</b>	<b>5,540</b>	<b>6,777</b>
长期股权投资	386	528	598	726
固定资产	732	729	732	734
无形资产	137	136	135	133
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,633</b>	<b>1,721</b>	<b>1,785</b>	<b>1,913</b>
<b>资产合计</b>	<b>5,206</b>	<b>6,847</b>	<b>7,324</b>	<b>8,690</b>
短期借款	763	763	763	763
应付账款及票据	1,188	1,535	1,826	2,511
其他流动负债	587	612	459	646
<b>流动负债合计</b>	<b>2,537</b>	<b>2,910</b>	<b>3,049</b>	<b>3,920</b>
长期借款	464	266	266	266
其他长期负债	44	40	39	48
<b>非流动负债合计</b>	<b>508</b>	<b>306</b>	<b>305</b>	<b>313</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,045</b>	<b>3,216</b>	<b>3,354</b>	<b>4,234</b>
股本	468	568	568	568
少数股东权益	3	4	5	6
<b>股东权益合计</b>	<b>2,160</b>	<b>3,631</b>	<b>3,971</b>	<b>4,456</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5,206</b>	<b>6,847</b>	<b>7,324</b>	<b>8,690</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	24.47	2.62	28.76	40.95
EBIT 增长率	637.78	50.97	29.52	34.35
净利润增长率	344.77	88.73	0.53	43.00
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	12.30	12.59	13.08	13.11
净利润率	2.98	5.48	4.28	4.34
总资产收益率 ROA	3.43	4.92	4.62	5.57
净资产收益率 ROE	8.28	9.29	8.54	10.88
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.41	1.76	1.82	1.73
速动比率	1.06	1.41	1.40	1.30
现金比率	0.33	0.77	0.67	0.50
资产负债率 (%)	58.50	46.97	45.79	48.72
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	101.52	101.52	101.52	101.52
存货周转天数	52.85	64.80	63.46	60.37
总资产周转率	1.19	1.02	1.12	1.39
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.38	0.72	0.72	1.03
每股净资产	4.61	7.74	8.47	9.50
每股经营现金流	0.11	1.25	0.47	0.25
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	42	22	22	16
PB	3.5	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	25.88	20.03	16.44	13.31
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	179	338	340	486
折旧和摊销	146	157	174	184
营运资金变动	<b>-265</b>	160	<b>-312</b>	<b>-540</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>53</b>	<b>583</b>	<b>219</b>	<b>117</b>
资本开支	<b>-141</b>	<b>-124</b>	<b>-145</b>	<b>-160</b>
投资	110	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-33</b>	<b>-77</b>	<b>-145</b>	<b>-160</b>
股权募资	0	1,375	0	0
债务募资	122	<b>-192</b>	<b>-233</b>	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>118</b>	<b>885</b>	<b>-283</b>	<b>-42</b>
<b>现金净流量</b>	<b>154</b>	<b>1,391</b>	<b>-209</b>	<b>-85</b>

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026