

国光电器 (002045)

 证券研究报告
 2024年04月28日

盈利能力提升明显，中长期看好 AI/汽车/VR 业务赋能成长

事件：国光电器发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年公司实现营业收入 59 亿元，yoy-1.01%，实现归母净利润 3.61 亿元，yoy+102.28%，实现扣非归母净利润 1.63 亿元，yoy+9.67%。2024 年一季度公司实现营业总收入 12.69 亿元，yoy+16.78%，归母净利润为 2917 万元，yoy+307.93%

点评：终端消费需求不及预期，2023 年收入略有下降，毛利率提升明显。2023 年公司实现营业收入 59 亿元，分产品类型看，音箱及扬声器/电池/电子零配件/其他业务分别实现营收 49/4.3/5.3/0.7 亿元，yoy-6.54%/+14.69%/+83.69%/-17.78%，受终端消费市场不及预期影响，音箱及扬声器产品收入略有下滑，电池业务受益于客户项目多点开花、海外销售市场拓展等因素影响收入增长。分地区看，销往中国内地/欧洲地区/美国地区/其他地区的销售收入分别为 20.9/10.2/13.3/14.9 亿元，yoy-14.68%/-11.57%/+20.72%/+15.84%，其中销往中国内地的客户包括在中国内地交货的中国客户和内销客户，以外销客户为主。综合毛利率为 15.06%，yoy+2.76pct。综合毛利率同比上升主要受益于公司积极采取措施降本增效，进一步强化经营管理以及受美元兑人民币汇率波动影响。分产品看，音箱及扬声器/电池/电子零配件毛利率分别为 14.33%/25.68%/10.09%，yoy+2.91pct/+8.42pct/-2.58pct。

一季度收入稳健增长，归母净利润提升明显。2024 年一季度公司实现营业总收入 12.69 亿元，yoy+16.78%，归母净利润为 2917 万元，yoy+307.93%

生成式 AI 带动智能音箱交互升级，线下文娱产业复苏带动专业音箱销售增长，公司多年深耕音响电声行业有望充分受益。随着以 chatGPT 和文心一言为代表的国内外生成式 AI 系统对智能交互方式的升级，语音交互反馈结果的深度与广度大幅拓展，这将提升消费者用户体验，让智能音箱成为真正的 AI 助手，为智能音箱的发展注入新动力。在专业音响领域，全球线下文娱产业迎来复苏，国内外大型会议、体育赛事、演唱会、KTV 等文化娱乐场景恢复，加之消费者对高品质沉浸式视听体验的认知和需求在不断提升，促使现场视听设备迭代升级，都将带动专业音响的新一轮销售增长。**多年消费电子音响技术沉淀，汽车音响业务获重大突破。**公司在消费类电子音响产品领域具备多年的技术沉淀，有完备的仿真体系和材料数据库，涵盖结构、空气声学、热力学、射频等技术领域；相关的仿真、测量手段可以为汽车客户提供设计、仿真类增值服务；掌握了多种汽车音响领域及非汽车音响领域音效算法及 DSP 技术，汽车音响实验室进行了多款车型的调音测试，为客户提供整车声学设计参考；公司生产体系已获得车规级 ISO/TS16949 质量体系认证，并于 2022 年上半年组建了专业的汽车音响团队。2022Q3 公司获国内某新能源汽车头部客户定点，为其某款车型供应整车整套多款扬声器及音箱，初步预计生命周期内供应 850 万-1000 万只扬声器及音箱。

锁定头部 VR/AR 企业，业务稳步推进向整机转型升级。近年来 VR/AR 产业在硬件和内容市场快速增长，根据 IDC 相关报告，2021 年全年全球 VR/AR 出货量同比增长 92.1%；而据 TrendForce 预计全球 VR/AR 设备出货量近 5 年 CAGR 为 53.1%。目前，公司已成为国内外主要头部 VR 企业声学模组供应商，产品份额持续增长，顶尖客户与订单持续增加；公司与海外 M 客户深度绑定，在多款 VR/AR 产品上合作声学产品；公司为国内 VR 头部企业 P 客户开发声学模组并实现量产。此外，公司已建成 VR 整机车间并具备 VR 整机生产能力，并取得 Q 客户的正式订单，未来有望转型升级进入空间更大的 VR 整机系统市场。

投资建议：维持 2024 年业绩预期，预计 2024/2025/2026 年实现归母净利润 3.3/3.9/4.5 亿，维持“买入”评级。

风险提示：消费需求复苏不及预期、汇率波动风险、新业务拓展不及预期、贸易摩擦风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,993.72	5,933.17	7,238.47	8,686.16	10,423.39
增长率(%)	24.47	(1.01)	22.00	20.00	20.00
EBITDA(百万元)	628.47	883.27	489.62	615.58	753.46
归属母公司净利润(百万元)	178.52	360.71	329.83	387.19	448.29
增长率(%)	344.77	102.06	(8.56)	17.39	15.78
EPS(元/股)	0.31	0.63	0.58	0.68	0.79
市盈率(P/E)	41.24	20.41	22.32	19.02	16.42
市净率(P/B)	3.41	1.87	1.70	1.57	1.43
市销率(P/S)	1.23	1.24	1.02	0.85	0.71
EV/EBITDA	9.62	8.90	11.45	8.93	7.10

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/消费电子
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	12.96 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	568.10
流通 A 股股本(百万股)	467.73
A 股总市值(百万元)	7,362.61
流通 A 股市值(百万元)	6,061.83
每股净资产(元)	6.99
资产负债率(%)	44.73
一年内最高/最低(元)	20.95/9.56

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
许俊峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110003	
xujunfeng@tfzq.com	
包恒星	联系人
baohengxing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《国光电器-季报点评:Q3 业绩快速增长，看好汽车、VR/AR 业务新开拓》2022-10-27
- 《国光电器-公司点评:深耕现有优质大客户，下游订单旺盛》2021-07-13
- 《国光电器-公司点评:21Q1 业绩高速增长，品类扩张助力公司成长》2021-03-17

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	849.94	2,562.24	2,895.39	3,474.46	4,169.36	营业收入	5,993.72	5,933.17	7,238.47	8,686.16	10,423.39
应收票据及应收账款	1,667.05	1,385.01	2,314.65	2,124.94	3,202.57	营业成本	5,256.66	5,039.67	6,149.08	7,365.86	8,807.77
预付账款	69.58	62.40	90.81	91.21	131.38	营业税金及附加	30.83	27.91	36.94	43.29	51.39
存货	761.17	589.22	1,050.54	913.69	1,435.04	销售费用	50.47	67.32	79.62	89.08	113.27
其他	225.05	196.31	254.73	247.60	339.38	管理费用	206.66	215.80	275.06	315.17	375.24
流动资产合计	3,572.79	4,795.18	6,606.12	6,851.91	9,277.74	研发费用	273.53	318.98	405.35	469.05	542.02
长期股权投资	386.18	629.71	714.46	827.82	975.03	财务费用	(40.21)	(8.32)	(113.80)	(74.79)	(11.07)
固定资产	732.13	754.61	806.14	847.67	879.21	资产/信用减值损失	(53.93)	(24.02)	(31.82)	(36.59)	(30.81)
在建工程	34.91	78.18	148.18	191.24	243.35	公允价值变动收益	(9.62)	8.95	0.00	0.00	0.00
无形资产	136.51	128.46	102.81	81.37	59.43	投资净收益	14.82	113.62	10.62	10.00	10.00
其他	343.05	607.28	328.29	245.61	137.19	其他	107.36	(172.45)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,632.78	2,198.24	2,099.87	2,193.71	2,294.21	营业利润	157.17	345.70	385.00	451.91	523.97
资产总计	5,205.57	6,993.41	8,705.99	9,045.62	11,571.95	营业外收入	4.43	7.75	5.69	5.96	6.47
短期借款	763.16	1,079.55	1,094.81	1,459.46	1,919.15	营业外支出	(1.05)	3.29	1.87	1.37	2.18
应付票据及应付账款	1,187.58	1,081.53	2,402.94	1,771.05	3,220.02	利润总额	162.65	350.16	388.82	456.49	528.26
其他	495.11	483.58	595.83	715.39	772.76	所得税	(16.53)	(10.80)	58.32	68.47	79.24
流动负债合计	2,445.85	2,644.67	4,093.59	3,945.89	5,911.93	净利润	179.18	360.96	330.50	388.02	449.02
长期借款	464.34	205.00	233.43	346.16	463.21	少数股东损益	0.66	0.25	0.67	0.83	0.73
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	178.52	360.71	329.83	387.19	448.29
其他	43.71	55.42	56.32	51.82	54.52	每股收益(元)	0.31	0.63	0.58	0.68	0.79
非流动负债合计	508.05	260.42	289.75	397.97	517.73						
负债合计	3,045.31	3,044.56	4,383.34	4,343.87	6,429.66	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	2.99	2.80	3.46	4.29	5.02	成长能力					
股本	468.38	568.10	568.10	568.10	568.10	营业收入	24.47%	-1.01%	22.00%	20.00%	20.00%
资本公积	829.61	2,217.80	2,217.80	2,217.80	2,217.80	营业利润	965.75%	119.95%	11.37%	17.38%	15.95%
留存收益	1,035.28	1,396.03	1,725.86	2,113.05	2,561.35	归属于母公司净利润	344.77%	102.06%	-8.56%	17.39%	15.78%
其他	(176.02)	(235.87)	(192.58)	(201.49)	(209.98)	获利能力					
股东权益合计	2,160.26	3,948.85	4,322.65	4,701.76	5,142.28	毛利率	12.30%	15.06%	15.05%	15.20%	15.50%
负债和股东权益总计	5,205.57	6,993.41	8,705.99	9,045.62	11,571.95	净利率	2.98%	6.08%	4.56%	4.46%	4.30%
						ROE	8.28%	9.14%	7.64%	8.24%	8.73%
						ROIC	6.04%	14.47%	9.83%	12.50%	15.39%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	58.50%	43.53%	50.35%	48.02%	55.56%
净利润	179.18	360.96	329.83	387.19	448.29	净负债率	27.93%	-25.22%	-31.09%	-30.31%	-29.90%
折旧摊销	138.26	151.84	157.49	168.32	178.32	流动比率	1.41	1.72	1.61	1.74	1.57
财务费用	(31.20)	28.52	(113.80)	(74.79)	(11.07)	速动比率	1.11	1.51	1.36	1.50	1.33
投资损失	(14.82)	(113.62)	(10.62)	(10.00)	(10.00)	营运能力					
营运资金变动	(321.39)	67.90	70.57	(234.53)	(266.83)	应收账款周转率	3.97	3.89	3.91	3.91	3.91
其它	102.59	325.53	0.67	0.83	0.73	存货周转率	7.38	8.79	8.83	8.84	8.88
经营活动现金流	52.61	821.12	434.15	237.03	339.44	总资产周转率	1.19	0.97	0.92	0.98	1.01
资本支出	168.76	436.09	252.48	235.99	237.33	每股指标(元)					
长期投资	11.81	243.54	84.74	113.36	147.21	每股收益	0.31	0.63	0.58	0.68	0.79
其他	(213.19)	(1,142.41)	(580.38)	(570.92)	(614.37)	每股经营现金流	0.09	1.45	0.76	0.42	0.60
投资活动现金流	(32.61)	(462.78)	(243.16)	(221.57)	(229.83)	每股净资产	3.80	6.95	7.60	8.27	9.04
债权融资	195.78	121.47	98.86	572.54	593.78	估值比率					
股权融资	(9.82)	1,428.05	43.30	(8.91)	(8.49)	市盈率	41.24	20.41	22.32	19.02	16.42
其他	(67.88)	(208.78)	0.00	0.00	0.00	市净率	3.41	1.87	1.70	1.57	1.43
筹资活动现金流	118.08	1,340.74	142.16	563.63	585.28	EV/EBITDA	9.62	8.90	11.45	8.93	7.10
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	12.24	10.67	16.89	12.29	9.30
现金净增加额	138.07	1,699.08	333.15	579.08	694.89						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com