

2024年06月23日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩表现亮眼，AI 赋能音箱耳机开辟第二增长曲线

—国光电器（002045.SZ）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

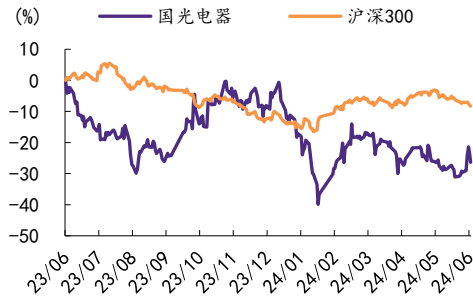
分析师：毛正 S1050521120001
maozheng@cfsc.com.cn
联系人：何鹏程 S1050123080008
hepc@cfsc.com.cn

基本数据

2024-06-21

| | |
|------------|-------------|
| 当前股价（元） | 12.71 |
| 总市值（亿元） | 72 |
| 总股本（百万股） | 568 |
| 流通股本（百万股） | 468 |
| 52周价格范围（元） | 10.08-16.72 |
| 日均成交额（百万元） | 249.43 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 公司业绩增长显著，高毛利产品占比提升

国光电器发布 2023 年度报告及 2024 年一季度报告：2023 年公司实现营业收入 59.33 亿元，同比减少 1.01%；实现归母净利润 3.61 亿元，同比增长 102%；实现扣非净利润 1.63 亿元，同比增长 9.67%。2024 年 Q1 公司实现营业收入 12.69 亿元，同比增长 16.78%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比增长 307.93%；实现扣非净利润 0.09 亿元，同比增长 445.19%。2024 年 Q1 公司盈利能力同比大幅提升，主要原因系高毛利产品占比增加且公司持续贯彻降本增效的措施。2023 年公司营业收入实现 59.33 亿元，同比下降 1.02%。营收构成方面，2023 年公司音箱及扬声器业务实现营业收入 49.02 亿元，占总营业收入的 82.62%，同比减少 6.54%；电池业务实现营收 4.30 亿元，占总收入的 7.25%，同比增长 14.69%；电子零配件业务实现营收 5.32 亿元，占总收入的 8.96%，同比增长 83.69%。

■ AI 大模型加速升级，布局智能音箱驱动业绩增长

在消费级音箱领域，随着 ChatGPT 及文心一言等生成式 AI 的发展，交互性智能产品将迎来新的发展浪潮。2023 年 8 月，公司与 Vifa 共同研发并独家生产的“ChatMini”智能音箱正式上市。智能音箱主打高情商陪伴畅聊功能，依托于 ChatGPT 与百度文心一言双 AI 驱动。从市场反馈来看，智能音箱提升语音交互反馈结果的深度和广度，有望将成为真正的 AI 助手。根据 Fortune Business insights 数据显示，预计全球智能音箱市场规模将从 2021 年的 90.4 亿美元增长至 2028 年的 342.4 亿美元，CAGR 为 21%。2024 年 5 月，OpenAI 推出了最新的人工智能模型 GPT-4o，该模型在技术上实现了多项突破，有望推动音箱、耳机等音响电声类产品的迭代升级进一步加速。技术方面，GPT-4o 的参数量达到了数万亿级别，使其能够更全面地捕捉语言中的细微差别和复杂结构，生成更加流畅和连贯的文本。通过自适应学习机制，GPT-4o 能根据不同任务和数据动态调整模型参数，快速适应新任务需求。核心的 Transformer 架构引入了动态注意力机制和高效并行处理技术，显著提升了模型的泛化能力和处理效率。此外，多模态处理能力使其能够同时处理文本、

图像和音频等多种数据类型。根据 OpenAI 介绍，GPT-4o 的音频输入响应时间平均为 320 毫秒，与人类在对话中的响应时间相似。这得益于 GPT-4o 跨文本、视觉和音频输入与输出的新模型。通过端到端训练统一的新模型，该模型实现所有输入和输出通过同一神经网络处理，进而获得更快的相应速度。**应用方面**，多模态大模型增强了智能语音助手的性能，使耳机能够更准确地理解和响应用户指令，实现更自然的语音交互。多模态处理能力使耳机能够结合文本和图像信息，提供更加丰富的服务体验。通过自适应学习机制，耳机可以根据用户的个性化需求和环境动态调整音频输出，优化音质、降噪和音效设置，提供最佳听觉体验。此外，GPT-4o 的高级对话能力和情感识别技术使耳机在智能应答、实时翻译和情绪检测等方面表现更佳，提升了交互性和可操作性。我们认为智能音箱、智能耳机渗透率将加速提升。

■ 前瞻性拓展锂电池业务，声学模组产品有望受益于 VR/AR 爆发式增长

公司锂电池业务包括软包锂电池和锂电池正极材料业务。软包锂电池产品主要应用于无线耳机、智能音响、可穿戴设备、电子烟和无人机等。2023 年公司锂电池销售额和净利润同比均有所增长，主要得益于客户项目的多点开花和海外市场的拓展。锂电池正极材料业务由公司持股 47.42% 的参股子公司广州锂宝负责。此外，公司高度重视 VR 相关业务，已成为国内外主要头部 VR 企业的声学模组供应商，为 M 客户、P 客户等头部企业提供稳定供货。公司与这些主要 VR 企业建立了深度合作关系，正在进行多个研发和量产项目。随着未来更多头部企业发布 VR 产品并进入市场，凭借公司的行业领先地位和技术实力，公司有望在未来市场中占据重要席位。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 73.80、89.80、107.40 亿元，EPS 分别为 0.64、0.76、0.92 元，当前股价对应 PE 分别为 19.9、16.7、13.9 倍，随着多模态 AI 大模型持续升级，GPT4o 能够接受音频、图像等方式输入并提供更高的响应速度，公司主要经营的耳机、音箱等音响电声类业务有望显著受益，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

人民币对美元汇率影响；贸易摩擦风险；原材料供应及价格波动风险。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|-------|-------|--------|
| 主营收入 (百万元) | 5,933 | 7,380 | 8,980 | 10,740 |
| 增长率 (%) | -1.0% | 24.4% | 21.7% | 19.6% |
| 归母净利润 (百万元) | 361 | 364 | 431 | 521 |
| 增长率 (%) | 102.1% | 0.8% | 18.7% | 20.7% |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.63 | 0.64 | 0.76 | 0.92 |
| ROE (%) | 9.1% | 8.5% | 9.3% | 10.2% |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产: | | | | |
| 现金及现金等价物 | 2,562 | 2,879 | 3,290 | 3,926 |
| 应收款 | 1,494 | 1,638 | 1,796 | 1,824 |
| 存货 | 589 | 743 | 820 | 930 |
| 其他流动资产 | 150 | 178 | 225 | 269 |
| 流动资产合计 | 4,795 | 5,437 | 6,131 | 6,949 |
| 非流动资产: | | | | |
| 金融类资产 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 755 | 751 | 720 | 679 |
| 在建工程 | 78 | 31 | 12 | 5 |
| 无形资产 | 128 | 152 | 176 | 198 |
| 长期股权投资 | 630 | 630 | 630 | 630 |
| 其他非流动资产 | 607 | 607 | 607 | 607 |
| 非流动资产合计 | 2,198 | 2,172 | 2,145 | 2,119 |
| 资产总计 | 6,993 | 7,608 | 8,276 | 9,068 |
| 流动负债: | | | | |
| 短期借款 | 1,080 | 1,080 | 1,080 | 1,080 |
| 应付账款、票据 | 1,082 | 1,330 | 1,597 | 1,885 |
| 其他流动负债 | 484 | 484 | 484 | 484 |
| 流动负债合计 | 2,784 | 3,075 | 3,357 | 3,683 |
| 非流动负债: | | | | |
| 长期借款 | 205 | 205 | 205 | 205 |
| 其他非流动负债 | 55 | 55 | 55 | 55 |
| 非流动负债合计 | 260 | 260 | 260 | 260 |
| 负债合计 | 3,045 | 3,336 | 3,618 | 3,944 |
| 所有者权益 | | | | |
| 股本 | 568 | 568 | 568 | 568 |
| 股东权益 | 3,949 | 4,273 | 4,658 | 5,125 |
| 负债和所有者权益 | 6,993 | 7,608 | 8,276 | 9,068 |

| 现金流量表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 361 | 364 | 432 | 521 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 折旧摊销 | 147 | 57 | 58 | 57 |
| 公允价值变动 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 304 | -34 | 0 | 144 |
| 经营活动现金净流量 | 821 | 387 | 490 | 722 |
| 投资活动现金净流量 | -463 | 50 | 50 | 48 |
| 筹资活动现金净流量 | -42 | -40 | -47 | -55 |
| 现金流量净额 | 316 | 397 | 493 | 716 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 营业收入 | 5,933 | 7,380 | 8,980 | 10,740 |
| 营业成本 | 5,040 | 6,268 | 7,626 | 9,119 |
| 营业税金及附加 | 28 | 37 | 45 | 54 |
| 销售费用 | 67 | 59 | 72 | 86 |
| 管理费用 | 216 | 266 | 323 | 387 |
| 财务费用 | -8 | -41 | -52 | -70 |
| 研发费用 | 319 | 428 | 530 | 634 |
| 费用合计 | 594 | 712 | 873 | 1,036 |
| 资产减值损失 | -32 | -6 | -6 | -6 |
| 公允价值变动 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 114 | 10 | 10 | 10 |
| 营业利润 | 346 | 387 | 459 | 555 |
| 加: 营业外收入 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 减: 营业外支出 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 350 | 387 | 459 | 555 |
| 所得税费用 | -11 | 23 | 28 | 33 |
| 净利润 | 361 | 364 | 432 | 521 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 归母净利润 | 361 | 364 | 431 | 521 |

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | -1.0% | 24.4% | 21.7% | 19.6% |
| 归母净利润增长率 | 102.1% | 0.8% | 18.7% | 20.7% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 15.1% | 15.1% | 15.1% | 15.1% |
| 四项费用/营收 | 10.0% | 9.7% | 9.7% | 9.6% |
| 净利率 | 6.1% | 4.9% | 4.8% | 4.9% |
| ROE | 9.1% | 8.5% | 9.3% | 10.2% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 43.5% | 43.8% | 43.7% | 43.5% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 1.0 | 1.1 | 1.2 |
| 应收账款周转率 | 4.0 | 4.5 | 5.0 | 5.9 |
| 存货周转率 | 8.6 | 8.5 | 9.4 | 9.9 |
| 每股数据 (元/股) | | | | |
| EPS | 0.63 | 0.64 | 0.76 | 0.92 |
| P/E | 20.0 | 19.9 | 16.7 | 13.9 |
| P/S | 1.2 | 1.0 | 0.8 | 0.7 |
| P/B | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.4 |

■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

高永豪：复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所。

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、先进封装。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。