

视声智能 (870976)

建筑智能行业先行者

买入 (首次)

2024年07月21日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyant@dwzq.com.cn

研究助理 余慧勇

执业证书: S0600122080038

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	231.73	236.07	257.24	291.49	332.58
同比 (%)	1.69	1.87	8.97	13.31	14.10
归母净利润 (百万元)	34.06	39.16	52.14	66.89	80.26
同比 (%)	32.10	14.95	33.15	28.29	19.99
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.48	0.55	0.73	0.94	1.13
P/E (现价&最新摊薄)	19.52	16.98	12.75	9.94	8.28

投资要点

- **为高端住宅、商业空间及大型建筑提出智能化方案:** 公司是一家为客户提供智能家居系统、可视对讲系统产品及一体化的解决方案的国家高新技术企业, 主营智能家居、可视对讲等智能化设备及液晶显示屏及模组的研发设计、生产制造、销售以及配套技术服务, 业务覆盖智慧建筑、轨道交通、智能家居、智慧酒店、智慧社区、智慧医疗等应用领域。主要产品可分为智能家居产品、可视对讲产品、液晶显示屏及模组三大类。
- **智能家居市场规模增速可观:** 智能家居通过综合布线、网络通信、安全防范、自动控制 and 音视频技术, 将家庭设施集成, 构建高效的住宅管理平台, 实现设备集中管理、远程控制、互联互通和自主学习等功能, 从而提升家居的安全性、便利性、舒适性和环保节能水平。全球智能家居市场增长迅猛, 预计 2023 年规模达 1393 亿美元, 2027 年达 2229 亿美元。我国智能家居行业起步较晚, 但自 2020 年以来进入全面爆发期, 市场收入预计 2022-2026 年间年均复合增长率为 15% 左右。

■ 先发优势显著, 客户资源优质:

- 1) **技术赛道优越, 行业地位领先:** 公司所应用的 KNX 协议结合了 BatiBus 和 EHSA 的物理层规范, 同时吸收了这两种标准中的配置模式等优点, 具有可靠性、灵活性、互操作性、可扩展性和低功耗等特性。它支持对建筑内各种功能和设备的集中控制和管理, 通过统一的通信协议实现设备间的互联互通, 从而提高能源效率、舒适性和安全性。视声智能是国家高新技术企业, KNX 中国用户组织委员会理事, 拥有 202 项专利, 参与起草了 6 项国家标准, 开发了 4 个 KNX 自研协议栈, 在 KNX 技术基础上自主创新开发出 K-BUS 智能总线控制系统, 已自主开发 29 款 KNX 安全产品, 总量位居中国第一, 全球第六, 产品获得多项国际奖项和国内荣誉。
- 2) **客户资源优质:** 视声智能的销售模式以直销为主, 直销的下游客户包括 ABB、罗格朗、欧蒙特等国内外知名的电气设备企业以及电力工程集成商。在全球范围的智能家居、智慧建筑、轨道交通等领域, 均有优质客户。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计视声智能 2024-2026 年营业收入达到 2.57/2.91/3.33 亿元, 同比增速分别为 8.97%/13.31%/14.10%; 预计归母净利润分别为 0.52/0.67/0.80 亿元, EPS 分别为 0.73/0.94/1.13 元。按 2024 年 7 月 19 日收盘价, 对应 2024-2026 年 PE 分别为 12.75/9.94/8.28 倍。公司 PE 较行业平均明显较低。随着公司行业地位提升并逐渐被市场认知, 估值有望抬升, 基于此, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 海外业务风险, 原材料价格波动风险, 对政府补助依赖的风险, 汇率变动风险, 存货余额较大以及减值的风险, 控股股东、实际控制人不当控制的风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.37
一年最低/最高价	6.40/20.00
市净率(倍)	1.71
流通 A 股市值(百万元)	241.55
总市值(百万元)	664.83

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.48
资产负债率(% ,LF)	16.83
总股本(百万股)	70.95
流通 A 股(百万股)	25.78

相关研究

内容目录

1. 视声智能：高端建筑的智能化供应商	4
1.1. 欧洲智能系统协议的开路先锋	4
1.2. 盈利能力持续提升	6
2. 智能家居市场规模增速可观	8
3. 先发优势显著，客户资源优质	10
3.1. 行业地位领先，研发能力强	10
3.2. 客户资源优质	11
4. 盈利预测与评级	13
4.1. 盈利预测	13
4.2. 估值与评级	13
5. 风险提示	15

图表目录

图 1:	与 KNX 同行 16 年.....	5
图 2:	视声智能股权结构图 (截至 2024 年 3 月 31 日)	5
图 3:	公司 2020-2023 营收及同比增速	6
图 4:	公司 2020-2023 归母净利润及同比增速	6
图 5:	公司 2023 年各业务营收占比.....	6
图 6:	公司 2023 年各业务毛利占比.....	6
图 7:	公司 2020-2024 Q1 销售毛利率及销售净利率	7
图 8:	视声智能及可比公司 2021-2024Q1 销售毛利率	7
图 9:	视声智能及可比公司 2021-2024Q1 销售净利率	7
图 10:	公司 2020-2024Q1 期间费用率及构成	7
图 11:	智能家居行业产业链.....	8
表 1:	公司主要产品.....	4
表 2:	公司案例汇总.....	12
表 3:	公司未来盈利预测拆分.....	13
表 4:	可比公司估值 (截至 2024 年 7 月 19 日)	14

1. 视声智能：高端建筑的智能化供应商

1.1. 欧洲智能系统协议的开路先锋

公司前身广州视声电子科技有限公司(以下简称“GVS”)成立于1999年,后于2011年成立的广州视声智能股份有限公司(以下简称“视声智能”),如今已发展为一家为客户提供智能家居系统、可视对讲系统产品及一体化的解决方案的国家高新技术企业,主营智能家居、可视对讲等智能化设备及液晶显示屏及模块的研发设计、生产制造、销售以及配套技术服务,业务覆盖智慧建筑、轨道交通、智能家居、智慧酒店、智慧社区、智慧医疗等应用领域,主要产品可分为智能家居产品、可视对讲产品、液晶显示屏及模组三大类。

表1: 公司主要产品

专业类别	产品	产品功能及用途	图例
智能家居	智能屏	高清屏显,一屏实现全屋智能控制,支持环境测控、报警和人体靠近感应等多种功能,支持多语言及安装标准。	
	智能面板	全屋智能控制功能丰富,自动化控温,智能唤醒,产品应用广泛。	
	传感器	负责检测各种外界输入的部件,传感器类别多元,提供节能及便捷价值,适用范围广泛。	
	执行器	负责外接负载设备及接受和处理各类设备发出的控制信号,产品类别多,适用范围广。	
	系统设备及网关	系统设备为KNX整个系统运行提供必要的基础条件,网关类设备助力实现互联互通,电源及线路耦合器设备让智能方案更灵活。	
	输入设备	负责将外部输入转化为总线信号,产品功能丰富,操作简单、直观,支持用户个性化配置功能。	
可视对讲产品	门口机	支持多种开锁方式,支持可视对讲、智能联动电梯和智能安防即时报警等功能,人脸识别精准快速。	
	室内机	支持可视对讲和实时监控功能,具备安防报警功能,支持手机远程控制,用于社区领域方便业主与物业沟通,用于医疗领域方便医患沟通。	
	中间设备	电源类模块用于给整个系统供电,检测系统电源的供电状态;电梯类模块用于转发室内机、门口机的梯控指令对电梯控制;摄像头模块可用于将外接模拟摄像头连接进两线系统。	

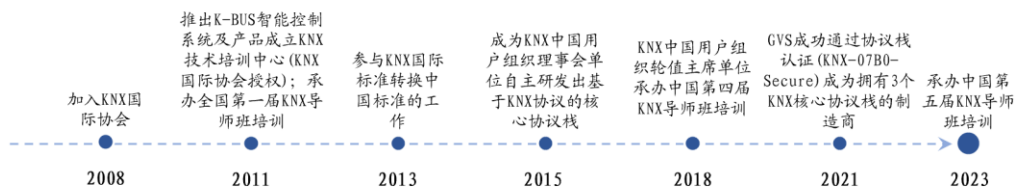
液晶显示屏及模组	液晶显示屏	应用于需要屏控的家电及电器产品（冰箱、洗衣机、温控器、智能机器人、音响设备等），打造触摸屏人机交互界面，帮助家电及设备智能化。	
	显示模组	将液晶显示器件、连接件、控制与驱动等外围电路、PCB 电路板、背光源、结构件等装配在一起的组件，可以较为方便地与各种微控制器（比如单片机）连接。	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1999年5月，欧洲的三大总线协议——EIB（欧洲安装总线）、BatiBUS和EHS（家用电器系统）合并，成立了Konnex协会，并提出了KNX协议，后逐步成为了全球范围内广泛采用的建筑自动化和控制解决方案。

公司前身的GVS公司于2008年加入KNX国际协会，成为中国最早一批引进KNX总线技术的民族企业。视声智能2011年成立后，推出了K-BUS智能控制系统，2017年挂牌新三板，成功自研认证第二款KNX协议栈，成为拥有双协议栈的KNX厂家。2021年，公司成功认证第三款KNX协议栈，2023年认证第四款。同年，公司在北交所上市。

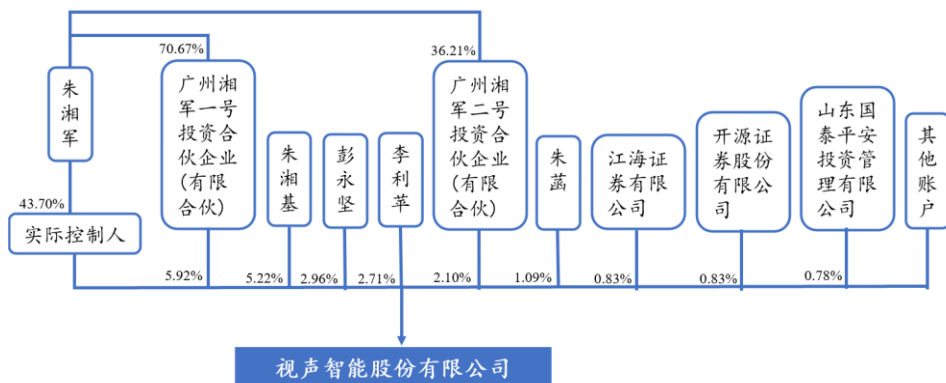
图1：与KNX同行16年



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构集中且稳定。公司控股股东、实际控制人为朱湘军，截至2024年3月31日，实控人通过直接、间接合计持有公司48.64%股权。

图2：视声智能股权结构图（截至2024年3月31日）

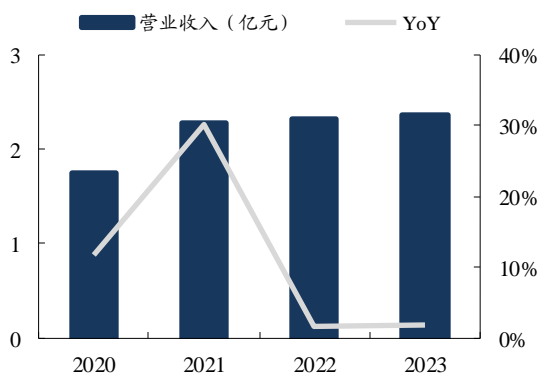


数据来源：iFind，东吴证券研究所

1.2. 盈利能力持续提升

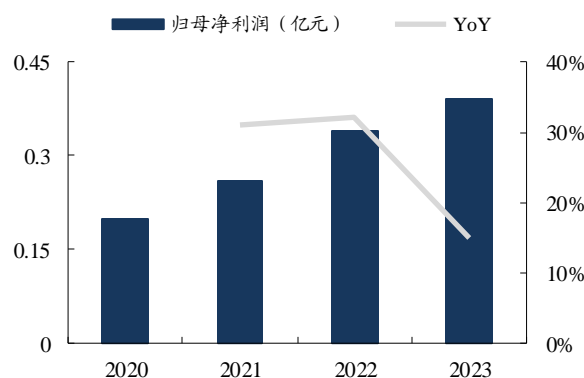
近年来公司营收规模和净利润稳定增长。2020-2023年间,公司营收CAGR为10.5%,归母净利润CAGR为24.9%。2023年,公司营收为2.4亿元,同比+1.9%,归母净利润为0.4亿元,同比+14.9%。2024年一季度公司实现营业收入0.5亿元,同比+5.8%;归母净利润为0.1亿元,同比+115.8%。

图3: 公司 2020-2023 营收及同比增速



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

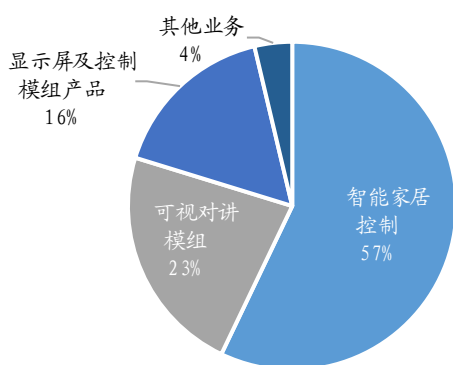
图4: 公司 2020-2023 归母净利润及同比增速



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

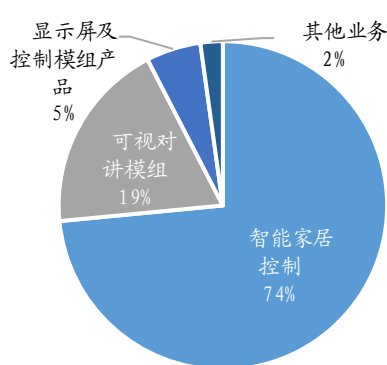
分产品来看,2023年,公司智能家居控制产品营收达1.3亿元,占比近六成;可视化对讲模组和显示屏及控制模组产品营收接近,分别为0.5亿元和0.4亿元,营收占比22.6%和16.5%。毛利率方面,智能家居控制2023年对公司毛利贡献高达73.5%,其余产品占比相对较少。我们预计,随着公司智能家居控制业务的发展好于其他两项产品,未来其占比将进一步提升。

图5: 公司 2023 年各业务营收占比



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

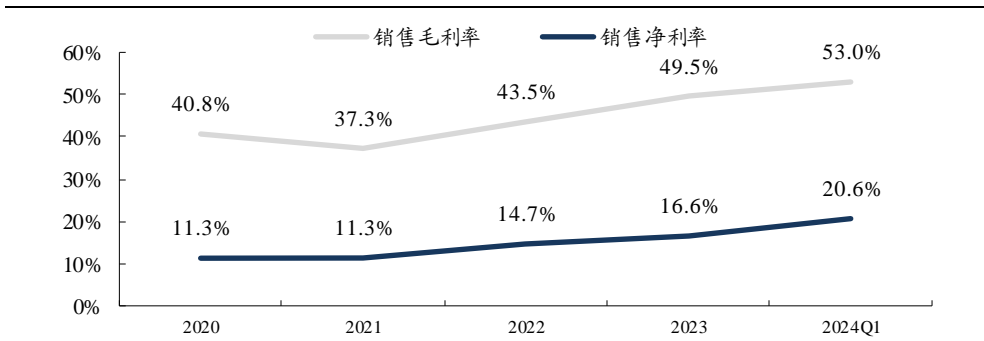
图6: 公司 2023 年各业务毛利占比



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

2020年-2024年一季度期间,公司毛利率增长迅速,已由2020年的40.8%提升至53.0%。公司在2020年-2023年期间净利率稳步提升,2024年一季度达到20.6%。

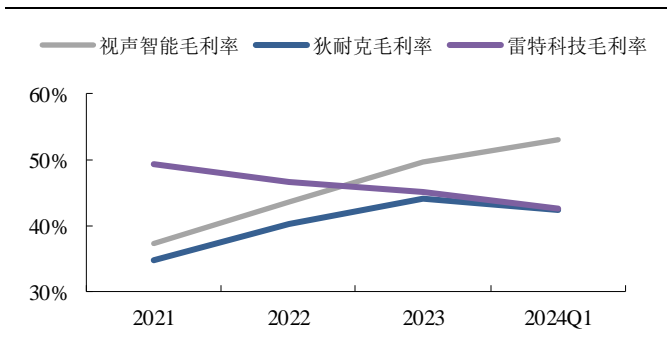
图7: 公司 2020-2024 Q1 销售毛利率及销售净利率



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

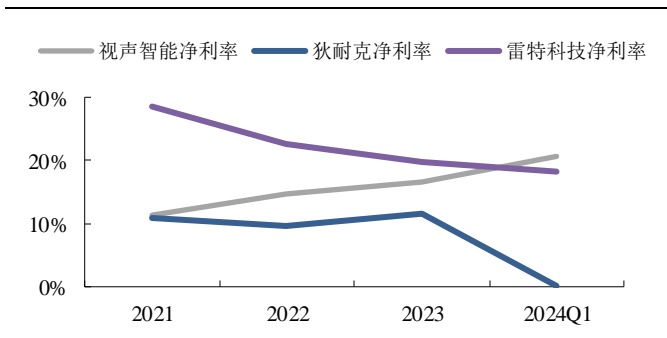
与相似业务的两家上市公司相比, 公司盈利能力较强。如图 8、图 9 可以看出, 可比公司销售毛利率与销售净利率持续走低, 而公司销售毛利率、销售净利率一直保持上升态势, 且优于较其体量更大的公司, 系随着 KNX 协议在市场上的不断渗透, 公司规模效应凸显所致。

图8: 视声智能及可比公司 2021-2024Q1 销售毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

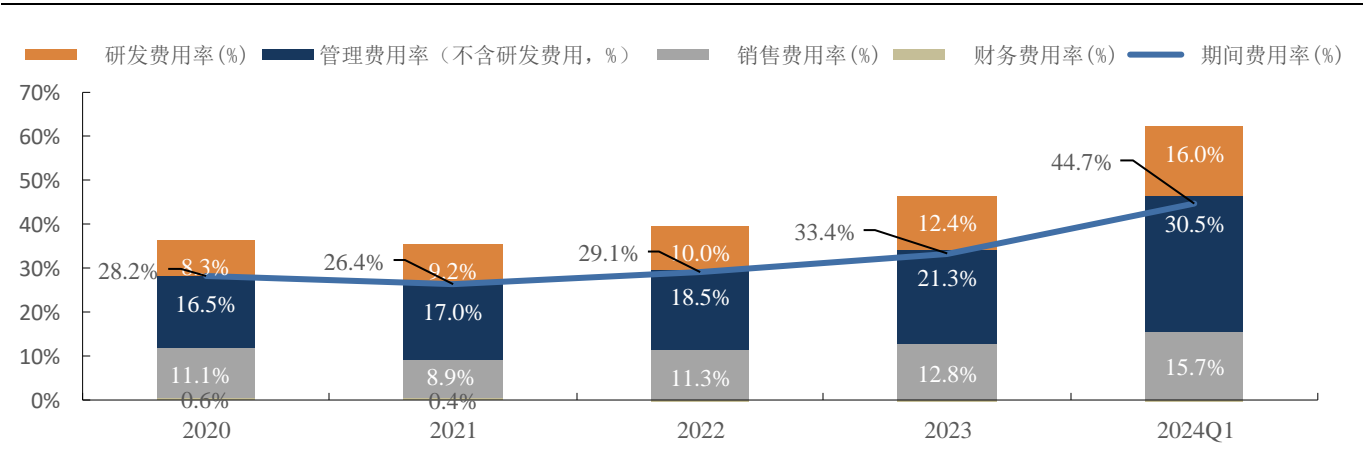
图9: 视声智能及可比公司 2021-2024Q1 销售净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2020 年-2023 年, 公司期间费用率总体稳定, 大致在 30% 上下波动。追溯公司费用率历史我们发现, 公司财务费用率常年较低, 研发费用率和销售费用率一直稳定在 10% 左右, 近年来随着业务的拓展, 有逐步抬升的趋势。

图10: 公司 2020-2024Q1 期间费用率及构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 智能家居市场规模增速可观

智能家居通过利用综合布线技术、网络通信技术、安全防范技术、自动控制技术和音视频技术，将家居生活中的各类设施进行集成，旨在构建一个高效的住宅设施与家庭事务管理平台，使家居设备具备集中管理、远程控制、互联互通和自主学习等功能，从而实现家庭环境管理、安全防护、信息交流、消费服务和影音娱乐的有机结合。这不仅提高了家居的安全性、便利性、舒适性和艺术性，还推动了环保节能的居住环境建设。随着各项技术的不断发展，智能家居产品形态不断创新，市场发展迅猛。

根据功能类型的不同，智能家居主要分为六大领域：控制和连接、智能家电、家庭安全监控、家庭娱乐、智能照明和能源管理。从产业链角度来看，主要包括硬件供应、软件供应、智能家居系统及设备的设计制造以及智能家居产品销售几个环节。上游主要涉及芯片、传感器等元器件供应商以及其他中间件供应商；中游涉及智能家居设备制造和方案设计，参与者类型包括全屋智能解决商、传统家电厂商、智能单品制造商和管理控制平台厂商；下游则可细分为 ToB 端和 ToC 端，负责将智能家居产品推向市场，面向终端消费者和企业消费者。此外，产业链中还存在贯穿行业上游和中游的基础层，具体包括 AI 技术、电信和云服务的提供商。

图11: 智能家居行业产业链



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

近年来，智能家居及智慧建筑行业市场一直保持较好的增长速度，全球智能家居正在构筑万亿市场规模。据 Statista 数据，2023 年全球智能家居市场规模预计为 1393 亿美元（约 1 万亿人民币），未来四年增长率预计高达 60.01%，2027 年市场规模将达 2229 亿美元；2023 年，全球智能家居用户渗透率 16.38%，预计四年后达到 28.84%。

我国智能家居发展起步较晚，1999 年至 2005 年为萌芽期，行业内主要参与者为欧美智能化定制品牌；2005-2008 年中国企业开始探索发展路径，智能窗帘、智能灯控等细分领域抢先发展；2008-2019 年，家电、电器类龙头企业开始参与到市场中，行业内

企业开始生态圈建设，智能门锁、智能音箱等新领域爆发，行业逐渐进入快速发展期；2020 年以来，随着物联网、5G 等技术的逐渐成熟，智能家居行业迎来了全面爆发期，尤其是 2022 年以来，随着人工智能的应用普及，智能家居在智能化、互联化、个性化方面呈现出飞速发展的态势。Statista 统计数据显示，2018-2021 年，我国智能家居市场规模逐年提高，市场收入呈现较快的增长速度。2021 年我国智能家居市场收入达 1,297 亿元，同比增长 25%；据该机构预计，2022 年至 2026 年期间年均复合增长率将达到 15.36%，2026 年市场收入将突破 2,500 亿元，显示出智能家居市场的蓬勃发展态势。

视声智能所处的细分赛道属于建筑自动化和控制领域，根据不同的场景，通过物联网技术将多种设备连接到一起，实现智能化的控制的。该领域融合并应用多种技术，如综合布线、网络通信、安全防范、自动控制、音视频、人工智能等，构建高效、智能的控制管理系统，实现便捷、安全、环保、智能等目的。该领域的 KNX 开放协议旨在实现建筑物内各种设备和系统之间的通信，包括照明、供暖、通风、安全和音视频设备等，由 KNX 协会负责管理该协议，涵盖 KNX 产品和解决方案的开发、认证和全球推广。作为一个全球范围内广泛采用的建筑自动化和控制解决方案，KNX 协议得到了众多制造商、系统集成商和用户的支持和应用，很大程度上改变了商业和住宅建筑的运作方式。MarketsandMarkets 预计，到 2024 年，受物联网的技术进步所推动，全球楼宇自动化市场规模将达到 1215 亿美元。

3. 先发优势显著，客户资源优质

3.1. 行业地位领先，研发能力强

视声智能是国家高新技术企业、广州市“专精特新”中小企业。2014年视声智能以其技术实力与行业影响力，成为KNX中国用户组织委员会理事会单位，理事会成员包括ABB、施耐德、西门子和罗格朗等知名企业。此外，公司是广东省科学技术厅授予的广东省智能家居工程技术研究中心和广东省智能楼宇交互与集成工程技术研究中心、广东省智能住宅与楼宇产业技术创新联盟的发起单位、中国智能家居产业联盟理事单位、KNX国际协会制造商会员，获得了151项CE认证证书、51项KNX证书、2项FCC认证证书。截至2023年底，公司参与起草了6项国家标准、1项行业标准及1项团体标准，发起1项国际标准（IEEE1888.4）并担任该标准的主席单位，其中7项已发布、1项正在批准中、1项在起草中。

公司注重研发创新，产品具有市场竞争力和自主知识产权，得到下游用户的广泛认可。公司所应用的KNX协议结合了BatiBus和EHSA的物理层规范，同时吸收了这两种标准中的配置模式等优点，具有可靠性、灵活性、互操作性、可扩展性和低功耗等特性。它支持对建筑内各种功能和设备的集中控制和管理，通过统一的通信协议实现设备间的互联互通，从而提高能源效率、舒适性和安全性。较早将欧洲KNX技术引入中国后，公司作为参编单位，将其转化为国家推荐性标准（GB/T20965-2013）。历经多年的发展，公司已掌握核心技术，具备产品设计、硬件、软件、平台等全面开发能力，已开发了4个KNX自研协议栈，在KNX技术基础上自主创新开发出K-BUS智能总线控制系统。该系统兼容互通KNX协议，具有稳定、功能强大、节能、开放、兼容等特点，符合国际与国家技术标准。公司打破行业协议壁垒，将标准、开放、兼容的KNX有线系统与开放的Zigbee 3.0无线系统产品生态打通，实现Zigbee平台可以管理KNX设备，同时Zigbee子设备也可以控制KNX设备，以达到控制系统中有线和无线互联互通的目的。另外，为了满足用户在系统安全方面的需求，公司率先应用KNX行业最新安全技术，已自主开发29款KNX安全产品，以保证整个系统的网络安全和数据通讯安全，种类数量位居中国第一，全球第六。

截至2023年底，公司拥有202项专利，其中发明专利29项，另有43项发明专利处于申请阶段；共有研发人员144人，约占总人数的30%。此外，公司的项目和产品先后荣获2023年度德国红点奖、意大利A'设计银奖、美国IDA国际设计金奖等重量级国际奖项以及国家火炬计划产业化示范项目证书、广东省科学技术厅颁发的广东省科技成果登记证书、广州市科学技术局颁发的科学技术成果证书、广东省知识产权示范企业、中国地产智居奖优秀智能建筑企业、中国国际高新技术成果交易会组委会颁发的优秀产品奖证书等荣誉奖项。

3.2. 客户资源优质

视声智能销售模式以直销为主，直销的下游客户包括厦门 ABB 智能科技有限公司、珠海进田电子科技有限公司、欧蒙特电子（惠州）有限公司、Bosch Thermotechnology Corp.、瑞思特智能科技（天津）有限公司、AUDIO ELEKTRONIK ANONIM SIRKETI、罗格朗智能电气（惠州）有限公司等国内外知名的电气设备企业以及电力工程集成商。2021 年至 2023 年期间，公司前五大客户收入占比分别为 35.22%、28.32%和 30.33%。值得注意的是，期间内各客户收入占比均未超过 10%，可见公司未对特定客户形成较大依赖。

公司持续深耕建筑智能化领域十余年，业务覆盖智慧建筑、轨道交通、智能家居、智慧酒店、智慧社区、智慧医疗等应用领域，已在全球众多国家及地区建立了经销服务网络，为全球客户提供智能控制系统、可视对讲系统产品及一体化的解决方案。我们整理了公司的产品案例如下页表 2 所示。

从不同应用场景来看：在智能家居方面，公司参与的项目覆盖珠三角、长三角、华北华中西北等多个区域，绝大多数应用场景为豪宅别墅等地产项目；智慧酒店方面，公司在国内外均有稳定客户，品牌均为知名豪华酒店品牌；在智慧建筑和轨道交通方面也不乏国内优质客户，包括但不限于北京故宫文化资产数字化应用研究所、北京大兴国际机场、西昌卫星发射中心、广州地铁等。我们认为，凭借公司行业内的领先地位，公司可以不断拓展更多国内外优质客户，同时保持现有的高毛利率和高回款率水平。

表2: 公司案例汇总

应用领域	图示	主要用途	项目案例
智能家居		提供定制化智能家居解决方案, 包括智能调光照明、智能感应照明、安全防范、VRV 空调控制、新风控制、智能窗帘控制、电梯呼叫、情景模式、移动终端互联等智能控制与服务。	广州珠江金茂府, 广州天河金茂广场, 广州南沙金茂湾, 宁波帝宝 The River One 豪宅, 比利时图尔奈 R é s i d e n c e M a r c e l M a r l i e r 养老中心, 济南九英里灏苑, 上海浦东乾景雅园智能别墅, 上海宝业·爱多邦 WELL 建筑, 重庆葛洲坝微客公馆, 杭州大华西溪风情别墅, 新疆浩源御邸世家, 广州华远·大一山庄 S12 静逸轩智能别墅, 广州南沙佳兆业悦江府, 广州华标·峰湖御境别墅, 香港万科上源 Le Pont, 山西太原花满墅, 江苏南通九里兰亭, 上海融创外滩壹号院, 等。
智慧酒店		通过 KNX 协议和 K-BUS 智能建筑控制系统, 提供智能照明、温控及多场景模式控制, 提升酒店客房体验、运营效率及品牌影响力。	希腊雅典君悦酒店, 阿联酋阿布扎比费尔蒙度假酒店, 波兰赫巴利姆温泉度假酒店, 西安新兴温德姆花园酒店, 西安爵怡温德姆酒店, 广州天伦希尔顿酒店, 广州岭居创享公寓, 汕头迎宾花园酒店, 东兴华美达广场酒店, 西安华清御汤酒店, 等。
智慧建筑		通过 K-BUS 智能控制系统以及智能开关、触摸屏、调光模块等, 实现对照明、暖通、遮阳等设备的便捷控制, 提供高效便捷的集中化控制和多场景模式设置, 提升管理效率, 节约能耗。	故宫文化资产数字化应用研究所, 马来西亚吉隆坡 Eco 生态城, 马来西亚华人博物馆, 西昌卫星发射基地, 顺丰科技总部大厦, 苏宁环球新总部大楼, 武汉大学文科综合楼, 珠海市香洲区人民法院, 东莞万科城市广场, 梅州西高铁站, 重庆金凤实验室, 广州纸箱王, 南昌滕王阁, 西安南飞鸿广场, 北京美克洞学馆, 苏州新时代姑苏舫号游览船, 北京中关村互联网金融中心, 中建三局光谷之星, 深圳玛丝菲尔总部大楼, 广州杰创智能总部大楼, 等。
轨道交通		为地铁提供智能照明控制系统, 为地铁运营实现高效、节能、全自动化管控;为机场实现照明的智能控制, 通过 KNX 协议的 K-BUS 系统提升管理便捷性和能源效率, 为乘客和工作人员提供更好的环境。	北京大兴国际机场, 杭州萧山国际机场, 西宁曹家堡国际机场, 广州地铁 13 号线、21 号线, 佛山地铁 2 号线, 常州地铁 2 号线, 贵阳地铁 2 号线, 郑州地铁 3 号线, 济南地铁 R3 号线, 深圳大湾区一号游轮, 等。
智慧医疗		应用了 GVS 医护对讲系统方案, 提供了丰富的智慧病房交互功能支持; 通过物联网网关连接医院 HIS 等信息系统, 帮助患者同医护人员实现信息互联互通。	广东中山大学附属第六医院, 山东济宁市任城区妇幼保健院, 西藏阿里地区人民医院, 湖南长沙盈康肿瘤医院, 广东同之江月子会所, 云南弥勒市工业园区集中隔离点, 等。

数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

我们预计，公司的智能家居控制业务随着 KNX 协议在行业中的不断渗透，在 2024-2026 年期间取得 20% 或更高的年增长率，营收将分别达到 1.71 亿、2.05 亿和 2.47 亿元，毛利率维持在 60% 左右的高水平，作为公司的拳头产品推动公司业绩增长；可视对讲模组业务因受房地产行业不景气的影响今年或仍将承压，未来两年营收预计稳定在 0.5 亿左右，毛利率保持在 40%；显示屏及控制模组产品预计与前者保持相同趋势，总体营收维持在 0.36 亿。综上，我们整理公司未来盈利预测拆分如下表所示。

表3: 公司未来盈利预测拆分

收入(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
智能家居控制	134.81	171.21	205.45	246.54
增速	24.12%	27.00%	20.00%	20.00%
毛利率	63.73%	63.00%	61.50%	60.00%
可视对讲模组	53.46	49.72	49.72	49.72
增速	-7.60%	-7.00%	0%	0%
毛利率	41.42%	40.00%	40.00%	40.00%
显示屏及控制模组产品	39.05	36.31	36.31	36.31
增速	-30.07%	-7.00%	0%	0%
毛利率	16.14%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	8.74			
增速	-7.17%			
毛利率	29.36%			
总计	236.06	257.24	291.49	332.58
总增速	1.87%	8.97%	13.31%	14.10%
整体毛利率	49.53%	51.78%	52.04%	52.10%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

基于以上假设，我们预计视声智能 2024-2026 年营业收入达到 2.57/2.91/3.33 亿元，同比增速分别为 8.97%/13.31%/14.10%；预计归母净利润分别为 0.52/0.67/0.80 亿元，EPS 分别为 0.73/0.94/1.13 元。

4.2. 估值与评级

按 2024 年 7 月 19 日收盘价，视声智能对应 2024-2026 年 PE 分别为 12.75/9.94/8.28 倍。同类公司中，狄耐克主营业务为楼宇对讲、智能家居、智慧病房及智慧门诊等智慧社区及智慧医院相关领域产品的研发设计、生产制造和销售业务；雷特科技是国内早期专业从事 LED 智能控制技术及应用解决方案的国家高新技术企业，因此我们选取

这两家上市公司作为同业可比公司。横向比较我们发现，公司 2024-2026 年 PE 较可比公司均值的 17.51/15.08/13.55 倍相比明显较低。考虑到 KNX 协议的应用推广使得公司行业地位不断提升，随着公司价值逐渐被市场认知，估值有望抬升，基于此，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值（截至 2024 年 7 月 19 日）

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润（百万元）				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300884.SZ	狄耐克	19.28	102.27	117.00	135.00	153.00	18.85	16.48	14.28	12.60
832110.BJ	雷特科技	6.67	34.68	36.00	42.00	46.00	19.24	18.54	15.89	14.51
	可比公司均值:	12.98					19.05	17.51	15.08	13.55
870976.BJ	视声智能	6.65	39.16	52.14	66.89	80.26	16.98	12.75	9.94	8.28

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：狄耐克、雷特科技盈利预测来自 Wind 一致预期，视声智能盈利预测来自东吴证券

5. 风险提示

海外业务风险

公司 2023 年 1-12 月海外销售占比 37.75%，公司境外销售覆盖多个国家和地区，若公司境外市场出现政治动荡、贸易政策变化或需求结构变化等情况，公司未能及时有效应对，可能对公司境外业务造成不利影响。

原材料价格波动风险

公司采购的原材料主要包括 TFT 屏，IC 芯片，印刷电路板、电容、电阻、二三极管等电子元器件。2023 年，仍受国际政治环境等多方面的影响，全球相关产业的供应链还不够稳定，对公司的成本控制及产品交付期有可能造成不利影响。

对政府补助依赖的风险

公司是中国十大智能家居品牌、中国十大智能照明品牌，也是广州市著名商标，2023 年享受政府项目研发经费资助。2023 年 1-12 月非经常性损益中政府补助的金额为 605.79 万元，占 2023 年净利润比重为 15.47%，净利润对非经常性损益中的政府补助存在较大的依赖性。

汇率变动风险

2023 年，公司部分产品销往海外，且采用外币结算，汇率波动将导致本公司汇兑损益产生波动。2023 年 1-12 月汇兑收益金额为 59.64 万元，占利润总额比例为 1.37%。

存货余额较大以及减值的风险

2023 年 12 月 31 日公司存货账面价值为人民币 3,077.91 万元，占总资产比例为 9.44%，相比 2022 年同期比例降低，但数量仍较大。虽然 2023 年公司存货周转良好，但仍存在因市场环境变化导致存货发生减值的风险。

控股股东、实际控制人不当控制的风险

公司实际控制人为朱湘军，截止 2023 年 12 月 31 日其持有公司 51.72% 的有效表决权。同时，朱湘军担任公司董事长职务，主导公司的经营管理决策。虽然公司已依据《公司法》、《证券法》等法律法规和规范性文件的要求，建立了比较完善的法人治理结构，制定了包括股东大会议事规则在内的“三会”议事规则、关联交易决策制度等在内的各项制度，但仍存在朱湘军利用控制地位，通过行使表决权或运用其他直接或间接方式对公司的经营、重要人事任免等进行控制，进而给公司的经营带来不利影响的可能。因此，公司存在控股股东及实际控制人不当控制的风险。

视声智能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	303	359	432	520	营业总收入	236	257	291	333
货币资金及交易性金融资产	227	275	338	413	营业成本(含金融类)	119	124	140	159
经营性应收款项	42	48	55	63	税金及附加	2	2	2	3
存货	31	33	37	42	销售费用	30	33	35	38
合同资产	0	0	0	0	管理费用	21	23	23	25
其他流动资产	2	2	3	3	研发费用	29	32	34	37
非流动资产	23	22	21	20	财务费用	(2)	(8)	(9)	(12)
长期股权投资	0	0	0	0	加其他收益	9	8	7	7
固定资产及使用权资产	14	14	13	12	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1	1	1	0	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	44	58	74	89
其他非流动资产	4	4	4	4	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	326	381	453	541	利润总额	43	58	74	89
流动负债	54	57	62	69	减:所得税	4	6	7	9
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	净利润	39	52	67	80
经营性应付款项	15	17	19	22	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	11	12	13	15	归属母公司净利润	39	52	67	80
其他流动负债	26	26	28	31	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	0.73	0.94	1.13
非流动负债	4	4	4	4	EBIT	44	50	65	78
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	47	53	68	80
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	49.53	51.78	52.04	52.10
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	16.59	20.27	22.95	24.13
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	1.87	8.97	13.31	14.10
负债合计	59	61	67	74	归母净利润增长率(%)	14.95	33.15	28.29	19.99
归属母公司股东权益	268	320	387	467					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	268	320	387	467					
负债和股东权益	326	381	453	541					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	51	50	65	77	每股净资产(元)	5.28	4.51	5.45	6.58
投资活动现金流	(4)	(2)	(2)	(2)	最新发行在外股份(百万股)	71	71	71	71
筹资活动现金流	113	0	0	0	ROIC(%)	20.13	15.07	16.26	16.13
现金净增加额	160	48	63	75	ROE-摊薄(%)	14.63	16.31	17.30	17.19
折旧和摊销	5	3	3	3	资产负债率(%)	17.97	16.01	14.71	13.63
资本开支	(4)	(2)	(2)	(2)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.98	12.75	9.94	8.28
营运资本变动	6	(5)	(5)	(6)	P/B(现价)	1.77	2.08	1.72	1.42

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>