

## 汽车电子产品收入增长，持续开拓新能源客户

### 核心观点

- 业绩符合预期。**公司上半年营业收入 12.38 亿元，同比增长 28.5%；归母净利润 1.12 亿元，同比增长 56.6%；扣非归母净利润 0.89 亿元，同比增长 22.4%。2 季度营业收入 6.41 亿元，同比增长 25.3%，环比增长 7.2%；归母净利润 0.53 亿元，同比增长 28.5%，环比下降 9.3%；扣非归母净利润 0.47 亿元，同比增长 4.7%，环比增长 11.3%。
- 2 季度毛利率微升，现金流大幅改善。**上半年毛利率 24.8%，同比提升 0.7 个百分点；2 季度毛利率 24.9%，同比提升 0.1 个百分点，环比提升 0.2 个百分点。上半年期间费用率 15.5%，同比提升 1.0 个百分点，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比降低 0.8/0.2/0.8 个百分点；财务费用率同比提升 2.8 个百分点，主要系可转债利息计提以及汇兑损失所致（上半年汇兑损失 114 万元，去年同期汇兑收益为 2309 万元）。上半年经营活动现金流净额 2.68 亿元，同比增长 75.7%，主要系销售增长及客户回款好于预期所致。
- 三大核心产品实现营收齐升，新能源客户持续开拓。**公司具备声学系统方案及相关调音算法开发能力，产品从扬声器逐步拓展至功放及 AVAS，能够为客户提供全面的产品解决方案，实现单车价值量持续提升。上半年公司三大核心产品并驱放量，扬声器/功放/AVAS 业务分别实现营收 9.42/2.07/0.59 亿元，同比分别增长 20.2%/58.2%/62.4%。公司持续开拓新能源及自主客户，为赛力斯、蔚来、理想、比亚迪、吉利、奇瑞、长城等多家知名车企深度服务，并成功开拓 T 客户、M 客户等新客户、新项目。随着国内及全球新能源渗透率持续提升、整车声学系统不断升级，公司有望跟随下游新能源客户车型放量实现持续较快发展。
- 国内外产能扩张及改造继续推进。**合肥募投项目已完成厂房基建，产线安装调试正在进行，预计年内实现部分产品试生产和小批量交付；蔚来、比亚迪、大众、奇瑞等整车企业工厂均落户合肥，预计合肥新工厂投产后将有助于公司进一步开拓市场、更好地服务客户，提升国内竞争力。海外捷克及墨西哥工厂自动化产线改造及新产线建设继续推进，公司将推动更多海外项目在当地落地以应对逆全球化风险，同时通过优化生产制造过程与工艺技术、强化过程管控、加大节能设施应用等措施实现降本增效，促进海外工厂盈利改善。

### 盈利预测与投资建议

- 调整收入、毛利率、费用率等，新增 2026 年预测，预测 2024-2026 年 EPS 分别为 1.53、2.01、2.59 元（原 2024-2025 年为 1.59、2.05 元），可比公司 24 年 PE 平均估值 21 倍，目标价 32.13 元，维持买入评级。

### 风险提示

车载扬声器业务配套量低于预期、车载功放业务、AVAS 业务配套量低于预期、原材料价格波动风险。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,769	2,326	3,022	3,772	4,573
同比增长(%)	35.9%	31.5%	29.9%	24.8%	21.2%
营业利润(百万元)	97	186	279	367	471
同比增长(%)	45.9%	91.5%	49.9%	31.4%	28.5%
归属母公司净利润(百万元)	87	159	245	322	414
同比增长(%)	43.7%	82.4%	54.3%	31.3%	28.5%
每股收益(元)	0.54	0.99	1.53	2.01	2.59
毛利率(%)	20.3%	25.5%	25.8%	26.5%	26.4%
净利率(%)	4.9%	6.8%	8.1%	8.5%	9.0%
净资产收益率(%)	8.2%	13.2%	17.8%	20.0%	20.9%
市盈率	40.0	21.9	14.2	10.8	8.4
市净率	3.2	2.7	2.4	2.0	1.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月30日）	22.41 元
目标价格	32.13 元
52 周最高价/最低价	50.29/20.18 元
总股本/流通 A 股（万股）	16,000/16,000
A 股市值（百万元）	3,586
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024 年 08 月 31 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	9.48	-0.67	-22.64	-46.87
相对表现%	9.65	0.75	-15.05	-34.54
沪深 300%	-0.17	-1.42	-7.59	-12.33



### 证券分析师

姜雪晴	jiangxueqing@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860512060001
蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
袁俊轩	yuanjunxuan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523070005

### 相关报告

业绩符合预期，新增产能保障盈利增长	2023-11-04
2 季度毛利率环比提升，声学产品增速较快	2023-09-03
1 季度毛利率环比提升，股权激励计划将助力公司长远发展	2023-05-03

**表 1：可比公司估值比较**

公司	代码	最新价格(元) 2024年8月29日	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
华阳集团	002906	23.42	0.89	1.23	1.63	2.09	26.43	19.09	14.35	11.22
德赛西威	002920	90.93	2.79	3.79	4.92	6.20	32.63	24.02	18.49	14.66
中科创达	300496	33.85	1.02	1.22	1.60	2.12	33.34	27.83	21.09	15.98
用友网络	600588	8.44	-0.28	0.04	0.12	0.21	-29.83	189.24	68.23	41.09
经纬恒润-W	688326	60.7	-1.81	-0.46	1.94	3.41	-33.52	-133.29	31.37	17.78
均胜电子	600699	13.98	0.77	1.03	1.35	1.63	18.18	13.56	10.36	8.57
调整后平均							11.85	21.12	21.33	14.91

数据来源：Wind、东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	544	472	1,058	1,320	1,600	营业收入	1,769	2,326	3,022	3,772	4,573
应收票据、账款及款项融资	678	871	1,087	1,405	1,687	营业成本	1,410	1,734	2,243	2,773	3,364
预付账款	7	7	16	15	19	营业税金及附加	10	11	18	23	27
存货	340	309	561	619	730	销售费用	26	43	48	60	73
其他	42	94	110	89	103	管理费用及研发费用	236	318	438	547	626
<b>流动资产合计</b>	<b>1,611</b>	<b>1,753</b>	<b>2,832</b>	<b>3,448</b>	<b>4,140</b>	财务费用	(22)	(1)	8	12	14
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	38	53	3	6	12
固定资产	330	533	671	702	669	公允价值变动收益	0	0	4	4	4
在建工程	158	345	257	213	191	投资净收益	7	(2)	(3)	(3)	(3)
无形资产	70	66	59	53	46	其他	19	19	15	15	15
其他	66	187	100	117	132	<b>营业利润</b>	<b>97</b>	<b>186</b>	<b>279</b>	<b>367</b>	<b>471</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>624</b>	<b>1,131</b>	<b>1,087</b>	<b>1,084</b>	<b>1,038</b>	营业外收入	1	1	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>2,235</b>	<b>2,884</b>	<b>3,919</b>	<b>4,532</b>	<b>5,178</b>	营业外支出	3	3	3	3	3
短期借款	434	327	1,143	1,276	1,371	<b>利润总额</b>	<b>95</b>	<b>184</b>	<b>278</b>	<b>366</b>	<b>470</b>
应付票据及应付账款	364	362	525	648	758	所得税	8	25	33	44	56
其他	186	293	208	240	262	<b>净利润</b>	<b>87</b>	<b>159</b>	<b>245</b>	<b>322</b>	<b>414</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>984</b>	<b>982</b>	<b>1,875</b>	<b>2,163</b>	<b>2,392</b>	少数股东损益	(0)	0	(1)	(0)	(0)
长期借款	138	101	101	101	101	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>87</b>	<b>159</b>	<b>245</b>	<b>322</b>	<b>414</b>
应付债券	0	473	473	473	473	每股收益(元)	0.54	0.99	1.53	2.01	2.59
其他	10	23	15	17	18						
<b>非流动负债合计</b>	<b>148</b>	<b>597</b>	<b>589</b>	<b>591</b>	<b>592</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,132</b>	<b>1,579</b>	<b>2,464</b>	<b>2,754</b>	<b>2,984</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	2	4	3	3	3	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	160	160	160	160	160	营业收入	35.9%	31.5%	29.9%	24.8%	21.2%
资本公积	699	721	721	721	721	营业利润	45.9%	91.5%	49.9%	31.4%	28.5%
留存收益	249	379	574	896	1,310	归属于母公司净利润	43.7%	82.4%	54.3%	31.3%	28.5%
其他	(6)	41	(4)	(2)	(1)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,103</b>	<b>1,305</b>	<b>1,455</b>	<b>1,779</b>	<b>2,193</b>	毛利率	20.3%	25.5%	25.8%	26.5%	26.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,235</b>	<b>2,884</b>	<b>3,919</b>	<b>4,532</b>	<b>5,178</b>	净利率	4.9%	6.8%	8.1%	8.5%	9.0%
						ROE	8.2%	13.2%	17.8%	20.0%	20.9%
						ROIC	4.6%	8.1%	9.3%	9.7%	10.9%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	50.6%	54.8%	62.9%	60.8%	57.6%
净利润	87	159	245	322	414	净负债率	4.5%	34.9%	46.6%	31.0%	16.8%
折旧摊销	45	59	144	190	231	流动比率	1.64	1.78	1.51	1.59	1.73
财务费用	(22)	(1)	8	12	14	速动比率	1.27	1.43	1.18	1.28	1.39
投资损失	(7)	2	3	3	3	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(166)	(92)	(405)	(240)	(278)	应收账款周转率	3.8	3.5	3.6	3.5	3.5
其它	28	111	70	(13)	(5)	存货周转率	4.5	4.9	4.6	4.2	4.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>(35)</b>	<b>237</b>	<b>65</b>	<b>274</b>	<b>379</b>	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
资本支出	(209)	(440)	(169)	(169)	(169)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.54	0.99	1.53	2.01	2.59
其他	156	(200)	(60)	32	(11)	每股经营现金流	-0.22	1.48	0.41	1.72	2.37
<b>投资活动现金流</b>	<b>(53)</b>	<b>(640)</b>	<b>(229)</b>	<b>(137)</b>	<b>(180)</b>	每股净资产	6.88	8.13	9.07	11.10	13.69
债权融资	153	441	(8)	4	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	23	0	0	0	市盈率	40.0	21.9	14.2	10.8	8.4
其他	134	(145)	758	121	82	市净率	3.2	2.7	2.4	2.0	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>287</b>	<b>318</b>	<b>749</b>	<b>125</b>	<b>82</b>	EV/EBITDA	26.7	13.2	7.4	5.6	4.5
汇率变动影响	13	6	-0	-0	-0	EV/EBIT	42.6	17.4	11.2	8.5	6.6
<b>现金净增加额</b>	<b>213</b>	<b>(78)</b>	<b>586</b>	<b>262</b>	<b>280</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。