

3 季度盈利超预期，新能源客户放量促进盈利向上

核心观点

- 业绩好于市场预期。**公司前三季度营业收入 19.94 亿元，同比增长 25.2%；归母净利润 1.90 亿元，同比增长 76.9%；扣非归母净利润 1.48 亿元，同比增长 38.0%。3 季度营业收入 7.56 亿元，同比增长 20.1%，环比增长 18.0%；归母净利润 0.78 亿元，同比增长 116.9%，环比增长 47.1%；扣非归母净利润 0.59 亿元，同比增长 70.8%，环比增长 25.9%。
- 3 季度毛利率同环比大幅提升，费用率受可转债利息及汇兑影响略有增加。**前三季度毛利率 26.3%，公司变更会计准则，将保证类质保费用计入营业成本，同口径下前三季度毛利率同比提升 2.4 个百分点；3 季度毛利率 28.8%，同口径下同比提升 4.0 个百分点，环比提升 3.9 个百分点，预计主要受益于稀土等原材料价格低位维稳；前三季度期间费用率 15.7%，同口径下同比提升 0.8 个百分点，其中财务费用率同比提升 1.5 个百分点，预计主要系可转债利息费用增加及汇兑收益同比减少。前三季度经营活动现金流净额 1.96 亿元，同比下降 6.2%。
- 新能源客户放量有望促进公司业绩持续向上。**公司在巩固原有客户合作关系的同时，持续加快新能源及自主客户开拓，与赛力斯、蔚来、理想、零跑、比亚迪、吉利、奇瑞、长城等车企建立配套关系，并获得 T 客户、M 客户等新客户定点项目；据可转债跟踪评级报告，2023 年两家新能源车客户 A、B 取代福特、大众，跃升为公司前两大客户，随着 M 客户项目等新项目开始批量供货，预计公司营收将跟随自主及新能源客户销量及市场份额提升实现持续增长。公司已具备扬声器、功放、AVAS 的先进产能及车载声学系统调音核心技术，能够为客户提供全面的产品解决方案，未来公司将继续推进声学关键材料和结构的创新研究，持续丰富产品系列；同时将推进软件、硬件、调音系统集成开发及音效算法开发，巩固公司在汽车声学系统领域的竞争优势。
- 合肥工厂建设稳步推进，海外工厂盈利能力有望逐步改善。**合肥募投项目预计年内实现部分产品试生产和小批量交付，达产后将新增低音扬声器 1200 万套、中音扬声器 600 万套、低音炮 90 万套、电子产品（车载功放及 AVAS）180 万套的年产能，有助于缓解公司产能受限状况，助力公司在手订单投产释放。公司将继续推动新项目在海外工厂属地化投产及生产制造效率提升，助力捷克及墨西哥工厂规模效应释放，预计海外工厂盈利能力将有望逐步改善。

盈利预测与投资建议

- 调整毛利率、费用率等，预测 2024-2026 年 EPS 分别为 1.66、2.14、2.77 元（原 1.53、2.01、2.59 元），可比公司 24 年 PE 平均估值 28 倍，目标价 46.48 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	302	389	504
同比增长(%)	45.9%	91.5%	62.3%	28.7%	29.5%
归属母公司净利润(百万元)	87	159	266	342	443
同比增长(%)	43.7%	82.4%	67.2%	28.5%	29.5%
每股收益(元)	0.54	0.99	1.66	2.14	2.77
毛利率(%)	20.3%	25.5%	26.7%	26.6%	26.5%
净利率(%)	4.9%	6.8%	8.8%	9.1%	9.7%
净资产收益率(%)	8.2%	13.2%	19.2%	20.8%	21.7%
市盈率	62.1	34.0	20.4	15.8	12.2
市净率	4.9	4.2	3.7	3.0	2.4

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11月01日）	33.81元
目标价格	46.48元
52周最高价/最低价	49.76/20.18元
总股本/流通A股（万股）	16,000/16,000
A股市值（百万元）	5,410
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024年11月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	10.89	9.31	42.9	-22.33
相对表现%	12.57	12.49	29.13	-31.26
沪深300%	-1.68	-3.18	13.77	8.93



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

汽车电子产品收入增长，持续开拓新能源客户	2024-08-31
业绩符合预期，新增产能保障盈利增长	2023-11-04
2 季度毛利率同环比提升，声学产品增速较快	2023-09-03

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
		2024年11月1日								
华阳集团	002906	29.04	0.89	1.25	1.66	2.12	32.79	23.24	17.50	13.70
德赛西威	002920	118.63	2.79	3.82	4.95	6.24	42.57	31.05	23.95	19.02
中科创达	300496	53.97	1.01	0.88	1.24	1.69	53.26	61.67	43.63	32.02
用友网络	600588	10.91	-0.28	0.02	0.11	0.20	-38.55	514.62	99.91	55.41
均胜电子	600699	16.11	0.77	1.00	1.31	1.60	20.95	16.06	12.26	10.05
经纬恒润-W	688326	78.53	-1.81	-1.61	1.44	2.84	-43.37	-48.70	54.64	27.62
博俊科技	300926	22.55	0.76	1.23	1.67	2.15	29.59	18.27	13.51	10.48
保隆科技	603197	38.3	1.79	1.95	2.79	3.65	21.44	19.62	13.72	10.49
调整后平均							18.13	28.32	27.82	18.89

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	2,216	2,770	3,360
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	554	618	730	销售费用	26	43	30	38	46
其他	42	94	110	89	103	管理费用及研发费用	236	318	405	528	608
流动资产合计	1,611	1,753	2,825	3,448	4,139	财务费用	(22)	(1)	28	21	22
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	38	53	39	20	21
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	营业利润	97	186	302	389	504
非流动资产合计	624	1,131	1,087	1,084	1,038	营业外收入	1	1	2	2	2
资产总计	2,235	2,884	3,912	4,532	5,177	营业外支出	3	3	3	3	3
短期借款	434	327	1,122	1,236	1,303	利润总额	95	184	301	388	503
应付票据及应付账款	364	362	518	647	757	所得税	8	25	36	47	60
其他	186	293	208	240	262	净利润	87	159	265	341	442
流动负债合计	984	982	1,848	2,122	2,322	少数股东损益	(0)	0	(1)	(0)	(0)
长期借款	138	101	101	101	101	归属于母公司净利润	87	159	266	342	443
应付债券	0	473	473	473	473	每股收益(元)	0.54	0.99	1.66	2.14	2.77
其他	10	23	15	17	18						
非流动负债合计	148	597	589	591	592	主要财务比率					
负债合计	1,132	1,579	2,437	2,713	2,915		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	2	4	3	3	3	成长能力					
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%	62.3%	28.7%	29.5%
留存收益	249	379	595	937	1,379	归属于母公司净利润	43.7%	82.4%	67.2%	28.5%	29.5%
其他	(6)	41	(4)	(2)	(1)	获利能力					
股东权益合计	1,103	1,305	1,475	1,819	2,262	毛利率	20.3%	25.5%	26.7%	26.6%	26.5%
负债和股东权益总计	2,235	2,884	3,912	4,532	5,177	净利率	4.9%	6.8%	8.8%	9.1%	9.7%
						ROE	8.2%	13.2%	19.2%	20.8%	21.7%
						ROIC	4.6%	8.1%	10.7%	10.5%	11.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	50.6%	54.8%	62.3%	59.9%	56.3%
净利润	87	159	265	341	442	净负债率	4.5%	34.9%	44.5%	28.2%	13.2%
折旧摊销	45	59	144	190	231	流动比率	1.64	1.78	1.53	1.62	1.78
财务费用	(22)	(1)	28	21	22	速动比率	1.27	1.43	1.18	1.28	1.41
投资损失	(7)	2	3	3	3	营运能力					
营运资金变动	(166)	(92)	(440)	(254)	(287)	应收账款周转率	3.8	3.5	3.6	3.5	3.5
其它	28	111	106	1	4	存货周转率	4.5	4.9	4.4	4.0	4.2
经营活动现金流	(35)	237	106	302	415	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)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.54	0.99	1.66	2.14	2.77
其他	156	(200)	(60)	32	(11)	每股经营现金流	-0.22	1.48	0.66	1.89	2.60
投资活动现金流	(53)	(640)	(229)	(137)	(180)	每股净资产	6.88	8.13	9.20	11.35	14.12
债权融资	153	441	(8)	4	0	估值比率					
股权融资	0	23	0	0	0	市盈率	62.1	34.0	20.4	15.8	12.2
其他	134	(145)	717	93	45	市净率	4.9	4.2	3.7	3.0	2.4
筹资活动现金流	287	318	709	97	45	EV/EBITDA	42.6	21.1	10.8	8.5	6.8
汇率变动影响	13	6	-0	-0	-0	EV/EBIT	68.1	27.8	15.5	12.5	9.8
现金净增加额	213	(78)	586	262	280						

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

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。