

持续加快新品开发，向全场景声场方案提供商转型

核心观点

- 2 季度毛利率短期承压影响盈利表现。**公司上半年营业收入 13.67 亿元，同比增长 10.4%；归母净利润 0.85 亿元，同比下降 24.0%；扣非归母净利润 0.79 亿元，同比下降 11.1%。2 季度营业收入 7.31 亿元，同比增长 14.0%，环比增长 14.9%；归母净利润 0.57 亿元，同比增长 8.3%，环比增长 110.4%；扣非归母净利润 0.55 亿元，同比增长 17.6%，环比增长 129.6%。2 季度公司毛利率 19.9%，同环比分别下降 5.5/0.7 个百分点，整车客户降价压力及合肥新工厂处于产能爬坡阶段综合导致毛利率短期承压，影响盈利表现。
- 三大业务稳健增长，持续强化技术优势。**上半年公司扬声器/功放/AVAS 产品营收分别同比增长 11.6%/15.2%/2.4%，整体营收稳健增长。公司在现有声学技术平台基础上持续加大在电子产品软件和声学信号处理算法等方面的研发力度，逐步实现从硬件到软件，从扬声器、功放到算法的自研。上半年公司在上海车展对外展示应用 AI 的全景声音响系统技术，引入钻石高音、带式高音、系列化碳纤维扬声器和阵列式头枕扬声器等专利产品组成的 53 扬声器配置，搭配 4000W 大功率功放、720° 全景声场重构技术，打造当前顶级配置车载音响系统，彰显公司在汽车声学领域的地位。在汽车声学硬件市场竞争加剧的背景下，我们认为公司在调音能力、软件算法自研、同步开发等方面具备竞争力，在新能源汽车发展、智能座舱及汽车声学系统升级趋势下公司有望抢占更多市场份额。
- 加快新产品开发，积极向全场景声场方案提供商转型。**据公司公告，公司拟发行可转债募集资金建设车载数字音视频技术产业化项目，研发流媒体后视镜新型液晶显示材料、AI 功放系统、数字扬声器 ASIC 芯片等新技术、新产品，在增强现有产品声学表现基础上实现产品线高端化、智能化升级，一方面能够提升产品单价，创造高附加值收入，另一方面将为公司形成从声学系统到视频系统的技术布局，从单一产品供应商转型为全场景声场方案提供商奠定基础。

盈利预测与投资建议

- 调整毛利率及费用率等，预测 2025-2027 年 EPS 分别为 1.55、2.01、2.50 元（原为 1.70、2.21、2.68 元），可比公司 25 年 PE 平均估值 21 倍，目标价 32.55 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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,326	2,776	3,395	4,054	4,763
同比增长(%)	31.5%	19.3%	22.3%	19.4%	17.5%
营业利润(百万元)	186	283	288	372	464
同比增长(%)	91.5%	52.2%	1.5%	29.4%	24.7%
归属母公司净利润(百万元)	159	235	253	327	408
同比增长(%)	82.4%	47.9%	7.5%	29.3%	24.7%
每股收益(元)	0.98	1.44	1.55	2.01	2.50
毛利率(%)	24.4%	25.1%	23.3%	23.8%	24.3%
净利率(%)	6.8%	8.5%	7.4%	8.1%	8.6%
净资产收益率(%)	13.2%	16.3%	15.1%	16.9%	17.7%
市盈率	30.2	20.4	19.0	14.7	11.8
市净率	3.7	3.0	2.7	2.3	1.9

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（2025年09月05日）	29.46元
目标价格	32.55元
52周最高价/最低价	42.38/20.75元
总股本/流通A股（万股）	16,285/16,285
A股市值（百万元）	4,797
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025年09月07日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.14	6.58	19.52	28.59
相对表现%	0.95	-2.12	4.49	-8.32
沪深300%	-0.81	8.7	15.03	36.91



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

联系人

刘宇浩	liuyuhao@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

1 季度毛利率短期承压，持续拓展新客户及新产品	2025-06-04
3 季度盈利超预期，新能源客户放量促进盈利向上	2024-11-02
汽车电子产品收入增长，持续开拓新能源客户	2024-08-31

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2025年9月5日	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
华阳集团	002906	32.03	1.24	1.69	2.20	2.79	25.81	19.01	14.56	11.49
德赛西威	002920	123.10	3.61	4.88	6.16	7.69	34.07	25.25	19.98	16.01
中科创达	300496	73.65	0.89	1.12	1.35	1.66	83.15	65.78	54.62	44.27
均胜电子	600699	23.20	0.69	1.10	1.34	1.56	33.71	21.11	17.34	14.85
博俊科技	300926	29.00	1.41	1.95	2.50	3.05	20.54	14.85	11.58	9.51
保隆科技	603197	37.99	1.42	2.08	2.73	3.42	26.82	18.30	13.90	11.12
调整后平均							30.11	20.91	16.44	13.37

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	472	532	1,188	1,419	1,667	营业收入	2,326	2,776	3,395	4,054	4,763
应收票据、账款及款项融资	871	957	1,248	1,469	1,706	营业成本	1,758	2,078	2,603	3,088	3,606
预付账款	7	8	11	13	15	营业税金及附加	11	18	20	24	29
存货	309	414	651	643	790	销售费用	19	21	34	41	48
其他	94	133	96	114	123	管理费用及研发费用	318	362	448	527	619
流动资产合计	1,753	2,045	3,194	3,657	4,301	财务费用	(1)	35	(19)	(15)	(17)
长期股权投资	0	9	3	4	5	资产、信用减值损失	53	49	38	33	30
固定资产	533	1,042	1,032	999	955	公允价值变动收益	0	2	4	4	4
在建工程	345	89	129	149	159	投资净收益	(2)	1	(3)	(3)	(3)
无形资产	66	71	64	57	50	其他	19	67	15	15	15
其他	187	74	114	124	100	营业利润	186	283	288	372	464
非流动资产合计	1,131	1,286	1,341	1,333	1,269	营业外收入	1	3	2	2	2
资产总计	2,884	3,330	4,536	4,990	5,570	营业外支出	3	4	3	3	3
短期借款	327	305	1,316	1,311	1,345	利润总额	184	282	287	371	463
应付票据及应付账款	362	453	592	670	796	所得税	25	49	34	45	56
其他	293	430	310	354	373	净利润	159	234	252	327	408
流动负债合计	982	1,188	2,218	2,336	2,514	少数股东损益	0	(2)	(1)	(0)	(0)
长期借款	101	77	77	77	77	归属于母公司净利润	159	235	253	327	408
应付债券	473	444	444	444	444	每股收益(元)	0.98	1.44	1.55	2.01	2.50
其他	23	21	22	23	22						
非流动负债合计	597	542	543	544	543	主要财务比率					
负债合计	1,579	1,730	2,761	2,880	3,057		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	4	9	8	8	8	成长能力					
实收资本(或股本)	160	163	163	163	163	营业收入	31.5%	19.3%	22.3%	19.4%	17.5%
资本公积	721	840	840	840	840	营业利润	91.5%	52.2%	1.5%	29.4%	24.7%
留存收益	379	564	744	1,071	1,479	归属于母公司净利润	82.4%	47.9%	7.5%	29.3%	24.7%
其他	41	24	20	28	24	获利能力					
股东权益合计	1,305	1,600	1,775	2,110	2,514	毛利率	24.4%	25.1%	23.3%	23.8%	24.3%
负债和股东权益总计	2,884	3,330	4,536	4,990	5,570	净利率	6.8%	8.5%	7.4%	8.1%	8.6%
						ROE	13.2%	16.3%	15.1%	16.9%	17.7%
						ROIC	8.1%	11.0%	7.6%	8.2%	9.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	54.8%	52.0%	60.9%	57.7%	54.9%
净利润	159	234	252	327	408	净负债率	34.9%	26.6%	39.9%	23.0%	11.4%
折旧摊销	59	72	170	190	212	流动比率	1.78	1.72	1.44	1.57	1.71
财务费用	(1)	35	(19)	(15)	(17)	速动比率	1.43	1.34	1.10	1.23	1.33
投资损失	2	(1)	3	3	3	营运能力					
营运资金变动	(92)	(117)	(470)	(146)	(301)	应收账款周转率	3.5	3.5	3.6	3.5	3.5
其它	111	110	(1)	19	45	存货周转率	5.0	5.2	4.3	4.1	4.2
经营活动现金流	237	332	(65)	377	350	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
资本支出	(440)	(326)	(169)	(169)	(169)	每股指标(元)					
长期投资	0	(9)	6	(1)	(1)	每股收益	0.98	1.44	1.55	2.01	2.50
其他	(200)	64	(0)	0	2	每股经营现金流	1.48	2.04	-0.40	2.31	2.15
投资活动现金流	(640)	(270)	(163)	(170)	(168)	每股净资产	7.99	9.77	10.85	12.91	15.39
债权融资	441	51	(71)	13	15	估值比率					
股权融资	23	122	0	0	0	市盈率	30.2	20.4	19.0	14.7	11.8
其他	(145)	(168)	957	11	50	市净率	3.7	3.0	2.7	2.3	1.9
筹资活动现金流	318	5	885	23	66	EV/EBITDA	18.6	11.6	10.3	8.3	6.8
汇率变动影响	6	3	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.4	14.2	16.8	12.6	10.1
现金净增加额	(78)	70	657	230	248						

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。