

国光电器 (002045)

证券研究报告

2022年10月27日

Q3 业绩快速增长，看好汽车、VR/AR 业务新开拓

公司发布 22 年三季报，2022Q3 实现营收 19.81 亿元，yoy+73.43%，归母净利润 1.08 亿元，yoy+784.53%，扣非归母净利润 1.02 亿元，yoy+1,336.66%。

2022Q3 业绩大幅超预期增长，业务持续扩张。2022Q3 实现营收 19.81 亿元，yoy+73.43%，归母净利润 1.08 亿元，yoy+784.53%，扣非归母净利润 1.02 亿元，yoy+1,336.66%。2022Q3 毛利率为 12.01%，yoy+1.79pct，qoq+1.68pct，净利率为 5.43%，yoy+4.34pct，qoq+1.67pct。公司经营业绩同比大幅上升，主要是公司持续开发优质客户尤其是海外客户，并积极获取新产品新机种新订单；IC 等原材料缺货情况和海运物流紧张情况大幅度缓解，使得公司的大量订单能及时完工并交付。2022Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.76% / 2.73% / 4.08% / -2.66%，yoy-0.12pct / -1.03pct / -1.47pct / -3.06pct。

多年消费电子音响技术沉淀，汽车音响业务获重大突破。公司在消费类电子音响产品领域具备多年的技术沉淀，有完备的仿真体系和材料数据库，涵括结构、空气声学、热力学、射频等技术领域；相关的仿真、测量手段可以为汽车客户提供设计、仿真类增值服务；掌握了多种汽车音响领域及非汽车音响领域音效算法及 DSP 技术，汽车音响实验室进行了多款车型的调音测试，为客户提供整车声学设计参考；公司生产体系已获得车规级 ISO/TS16949 质量体系认证，并于 2022 年上半年组建了专业的汽车音响团队。2022Q3 公司获国内某新能源汽车头部客户定点，为其某款车型供应整套多款扬声器及音箱，初步预计生命周期内供应 850 万-1000 万只扬声器及音箱。

锁定头部 VR/AR 企业，业务稳步推进向整机转型升级。近年来 VR/AR 产业在硬件和内容市场快速增长，根据 IDC 相关报告，2021 年全年全球 VR/AR 出货量同比增长 92.1%；而据 TrendForce 预计全球 VR/AR 设备出货量近 5 年 CAGR 为 53.1%。目前，公司已成为国内外主要头部 VR 企业声学模组供应商，产品份额持续增长，顶尖客户与订单持续增加：公司与海外 M 客户深度绑定，在多款 VR/AR 产品上合作声学产品；公司为国内 VR 头部企业 P 客户开发声学模组并已实现量产。此外，公司已建成 VR 整机车间并具备 VR 整机生产能力，并取得 Q 客户的正式订单，未来有望转型升级进入空间更大的 VR 整机系统市场。

投资建议：看好公司受益于下游行业高景气，新能源汽车浪潮中汽车声学产品需求快速提升，VR/AR 硬件市场快速增长。考虑到公司盈利能力受到原材料价格波动、汇率波动、新业务投入等因素影响，将公司 22/23 年归母净利润由 5.3 亿/6.9 亿调整为 2.3 亿/2.9 亿，预计 2024 年归母净利润 3.3 亿，维持“买入”评级。

风险提示：原材料供应及价格波动风险，汇率风险，贸易摩擦风险，汽车音响需求不及预期，VR/AR 声学模组需求不及预期

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 电子/消费电子 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 12.77 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 468.38 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 467.74 |
| A 股总市值(百万元) | 5,981.26 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,972.99 |
| 每股净资产(元) | 4.50 |
| 资产负债率(%) | 63.02 |
| 一年内最高/最低(元) | 19.30/6.60 |

作者

| | |
|--------------------|----------------|
| 潘暕 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: | S1110517070005 |
| panjian@tfzq.com | |
| 许俊峰 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: | S1110520110003 |
| xujunfeng@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《国光电器-公司点评:深耕现有优质大客户，下游订单旺盛》2021-07-13
- 《国光电器-公司点评:21Q1 业绩高速增长，品类扩张助力公司成长》2021-03-17
- 《国光电器-首次覆盖报告:绑定优质客户，聚焦电声业务》2021-01-18

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4,254.03 | 4,815.39 | 5,971.08 | 7,045.87 | 8,102.75 |
| 增长率(%) | (4.31) | 13.20 | 24.00 | 18.00 | 15.00 |
| EBITDA(百万元) | 546.99 | 360.93 | 364.47 | 462.32 | 572.19 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 186.66 | 40.14 | 226.53 | 287.34 | 330.63 |
| 增长率(%) | (47.14) | (78.50) | 464.41 | 26.84 | 15.07 |
| EPS(元/股) | 0.40 | 0.09 | 0.48 | 0.61 | 0.71 |
| 市盈率(P/E) | 32.04 | 149.02 | 26.40 | 20.82 | 18.09 |
| 市净率(P/B) | 2.94 | 3.01 | 2.62 | 2.35 | 2.09 |
| 市销率(P/S) | 1.41 | 1.24 | 1.00 | 0.85 | 0.74 |
| EV/EBITDA | 6.92 | 19.87 | 15.57 | 12.82 | 9.06 |

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 631.21 | 696.60 | 895.66 | 1,056.88 | 1,215.41 | 营业收入 | 4,254.03 | 4,815.39 | 5,971.08 | 7,045.87 | 8,102.75 |
| 应收票据及应收账款 | 1,150.29 | 1,352.83 | 1,699.06 | 2,027.61 | 2,185.40 | 营业成本 | 3,595.45 | 4,333.00 | 5,164.98 | 6,024.22 | 6,903.55 |
| 预付账款 | 59.16 | 51.48 | 83.99 | 73.28 | 105.91 | 营业税金及附加 | 20.01 | 26.30 | 30.78 | 35.98 | 42.47 |
| 存货 | 677.79 | 863.45 | 817.60 | 1,221.47 | 1,124.93 | 销售费用 | 43.06 | 45.98 | 81.17 | 84.55 | 89.13 |
| 其他 | 475.32 | 270.32 | 299.89 | 313.43 | 342.65 | 管理费用 | 190.68 | 188.12 | 239.10 | 281.83 | 321.71 |
| 流动资产合计 | 2,993.77 | 3,234.67 | 3,796.20 | 4,692.66 | 4,974.29 | 研发费用 | 205.76 | 252.39 | 285.53 | 324.11 | 348.42 |
| 长期股权投资 | 375.49 | 374.37 | 401.10 | 410.12 | 421.66 | 财务费用 | 58.24 | 37.33 | (80.28) | (43.68) | 10.46 |
| 固定资产 | 605.65 | 741.45 | 646.48 | 569.71 | 517.05 | 资产/信用减值损失 | (25.09) | (17.52) | (27.04) | (23.22) | (22.59) |
| 在建工程 | 114.12 | 18.99 | 88.99 | 106.59 | 104.08 | 公允价值变动收益 | (0.57) | (0.31) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 178.33 | 146.57 | 106.38 | 62.39 | 17.81 | 投资净收益 | 6.11 | 6.41 | 47.81 | 20.11 | 24.78 |
| 其他 | 216.63 | 331.78 | 236.16 | 219.94 | 231.21 | 其他 | (28.20) | (71.06) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 1,490.22 | 1,613.16 | 1,479.12 | 1,368.74 | 1,291.81 | 营业利润 | 188.59 | 14.75 | 270.56 | 335.74 | 389.21 |
| 资产总计 | 4,483.99 | 4,847.83 | 5,275.32 | 6,061.40 | 6,266.10 | 营业外收入 | 17.18 | 4.90 | 10.76 | 10.95 | 8.87 |
| 短期借款 | 464.33 | 851.45 | 642.38 | 946.19 | 616.23 | 营业外支出 | 6.37 | 3.38 | 15.29 | 8.35 | 9.01 |
| 应付票据及应付账款 | 1,245.91 | 1,232.04 | 1,694.79 | 1,718.94 | 2,193.07 | 利润总额 | 199.40 | 16.27 | 266.04 | 338.35 | 389.07 |
| 其他 | 547.38 | 371.61 | 494.70 | 598.26 | 540.09 | 所得税 | 12.21 | (23.93) | 39.91 | 50.75 | 58.36 |
| 流动负债合计 | 2,257.62 | 2,455.10 | 2,831.87 | 3,263.39 | 3,349.39 | 净利润 | 187.19 | 40.20 | 226.13 | 287.60 | 330.71 |
| 长期借款 | 99.08 | 284.16 | 115.34 | 200.24 | 0.00 | 少数股东损益 | 0.53 | 0.07 | (0.40) | 0.26 | 0.08 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 186.66 | 40.14 | 226.53 | 287.34 | 330.63 |
| 其他 | 34.94 | 69.83 | 45.89 | 50.22 | 55.31 | 每股收益(元) | 0.40 | 0.09 | 0.48 | 0.61 | 0.71 |
| 非流动负债合计 | 134.02 | 353.99 | 161.23 | 250.46 | 55.31 | | | | | | |
| 负债合计 | 2,443.92 | 2,856.93 | 2,993.10 | 3,513.85 | 3,404.70 | 主要财务比率 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2.27 | 2.33 | 1.94 | 2.19 | 2.27 | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 股本 | 468.38 | 468.38 | 468.38 | 468.38 | 468.38 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 829.26 | 829.26 | 829.26 | 829.26 | 829.26 | 营业收入 | -4.31% | 13.20% | 24.00% | 18.00% | 15.00% |
| 留存收益 | 816.63 | 856.76 | 1,075.41 | 1,359.41 | 1,684.92 | 营业利润 | -53.34% | -92.18% | 1734.64% | 24.09% | 15.92% |
| 其他 | (76.48) | (165.85) | (92.78) | (111.70) | (123.44) | 归属于母公司净利润 | -47.14% | -78.50% | 464.41% | 26.84% | 15.07% |
| 股东权益合计 | 2,040.06 | 1,990.90 | 2,282.22 | 2,547.55 | 2,861.40 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 4,483.99 | 4,847.83 | 5,275.32 | 6,061.40 | 6,266.10 | 毛利率 | 15.48% | 10.02% | 13.50% | 14.50% | 14.80% |
| | | | | | | 净利率 | 4.39% | 0.83% | 3.79% | 4.08% | 4.08% |
| | | | | | | ROE | 9.16% | 2.02% | 9.93% | 11.29% | 11.56% |
| | | | | | | ROIC | 12.57% | 7.40% | 7.58% | 12.58% | 13.64% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 54.50% | 58.93% | 56.74% | 57.97% | 54.34% |
| | | | | | | 净负债率 | 12.97% | 30.20% | 3.85% | 12.94% | -13.62% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.30 | 1.29 | 1.34 | 1.44 | 1.49 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.00 | 0.95 | 1.05 | 1.06 | 1.15 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 3.60 | 3.85 | 3.91 | 3.78 | 3.85 |
| | | | | | | 存货周转率 | 7.08 | 6.25 | 7.10 | 6.91 | 6.91 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.98 | 1.03 | 1.18 | 1.24 | 1.31 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.40 | 0.09 | 0.48 | 0.61 | 0.71 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 1.14 | -0.27 | 0.83 | -0.56 | 1.61 |
| | | | | | | 每股净资产 | 4.35 | 4.25 | 4.87 | 5.43 | 6.10 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 32.04 | 149.02 | 26.40 | 20.82 | 18.09 |
| | | | | | | 市净率 | 2.94 | 3.01 | 2.62 | 2.35 | 2.09 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 6.92 | 19.87 | 15.57 | 12.82 | 9.06 |
| | | | | | | EV/EBIT | 8.80 | 29.40 | 23.66 | 17.71 | 11.74 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 净利润 | 187.19 | 40.20 | 226.53 | 287.34 | 330.63 |
| 折旧摊销 | 119.04 | 119.56 | 124.68 | 127.64 | 130.72 |
| 财务费用 | 38.24 | 33.88 | (80.28) | (43.68) | 10.46 |
| 投资损失 | (6.11) | (6.41) | (47.81) | (20.11) | (24.78) |
| 营运资金变动 | 211.27 | (405.30) | 164.53 | (613.88) | 305.71 |
| 其它 | (14.88) | 89.88 | (0.40) | 0.26 | 0.08 |
| 经营活动现金流 | 534.75 | (128.19) | 387.26 | (262.42) | 752.82 |
| 资本支出 | 121.07 | 89.96 | 83.46 | 20.14 | 25.88 |
| 长期投资 | 1.42 | (1.12) | 26.74 | 9.01 | 11.54 |
| 其他 | (347.45) | (143.74) | (129.56) | (29.99) | (43.41) |
| 投资活动现金流 | (224.97) | (54.90) | (19.37) | (0.83) | (5.99) |
| 债权融资 | (166.30) | 364.60 | (234.01) | 446.74 | (571.44) |
| 股权融资 | (40.46) | (89.37) | 65.19 | (22.26) | (16.86) |
| 其他 | 34.51 | 7.68 | (0.00) | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (172.25) | 282.91 | (168.82) | 424.48 | (588.30) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 137.53 | 99.82 | 199.07 | 161.22 | 158.53 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |