

## 盈利稳步修复，AI 浪潮+车载、VR 空间可期

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-11
收盘价(元)	16.72
流通股本(亿股)	4.68
每股净资产(元)	4.61
总股本(亿股)	4.68

最近 12 月市场表现



分析师 张益敏  
 SAC 证书编号: S0160522070002  
 zhangym02@ctsec.com

### 相关报告

1. 《国光电器 22Q3 业绩点评: 业绩符合预期, 车载、XR 新开拓》 2022-10-27

### 核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布 2022 年报, 全年公司实现营收 59.94 亿元, 同比+24.47%, 实现归母净利润 1.79 亿元, 同比+344.77%, 扣非净利润 1.49 亿元, 同比+1420.25%, 毛利率 12.30%, 同比+2.28pcts。
- ❖ **收入快速增长, 盈利稳步修复:** 2022 年全球宏观景气下行, 消费需求不振, 公司逆势实现营收快速增长, 盈利能力逐季修复, 整体趋势向好。**新客户新项目助力收入增长:** 1) 70 年电声积累持续开拓以国际大客户为代表的优质客户, 订单有所增加; 2) 原有音响客户份额提升; 3) 垂直整合从声学模组扩向整机; 4) 品类丰富, 向高端 AI 智能音箱、XR 声学、汽车音响拓展。**多措并举提升盈利能力:** 1) OJM/ODM 件占比增长盈利提升; 2) 对内数字化建设+管理优化, 降本增效成果显著。3) 原材料成本下降、美元对人民币汇率提升, 综合盈利能力加强。展望后续, 随着公司传统声学优化升级、管理降本增效、AI 音箱/汽车音响/XR 声学等多领域顺利开拓, 公司业绩有望全面开花。
- ❖ **生成式 AI 有望开启智能音箱新浪潮, 公司音响电声事业迎新机遇:** OpenAI、百度等相继发布 AI 大模型, 智能音箱作为 AI 助手重要入口迎来发展新机遇。公司为国内外多家互联网企业如百度等生产制造的智能音响可搭载 ChatGPT、文心一言等应用, 且与客户在 AI 领域展开多项合作, 计划年内推出搭载类 GPT 硬件产品。生成式 AI 产品的发展有望开启交互性智能产品新的发展浪潮, 进而为公司音响电声事业带来新的发展机遇。
- ❖ **消费声学沉淀赋能车载, 汽车音响成功突破:** 汽车行业竞争激烈音响系统升级, 扬声器数量成倍增长; 国产新能源车供应链变革, 音响生产厂跨越品牌直供整车。公司凭借传统消费声学经验积累, 成功搭建汽车音响团队并获突破, 成为国内某新能源车头部客户平台型供应商, 并获多个头部汽车客户技改项目及定点。公司在汽车音响行业优势显露, 除在部分客户份额提升外, 也成功作为二级供应商导入国内外诸多头部汽车品牌。2023 年公司将迎多个汽车音响项目量产, 未来随着新客户、新项目的持续开拓, 公司汽车声学将步入快速发展期。
- ❖ **XR 声学卡位全球龙头, 整机能力初步显现:** 22 年多重因素影响下 XR 行业短期承压, 23 年苹果 MR 有望入局+多款重磅新品迭代行业或将快速增长。公司已成为国内外主要头部 VR 企业声学模组供应商, M/P 客户等 VR 头部企业的产品稳定供货, 份额稳中有升。公司已建成 VR 整机车间, 具备 VR 整机生产能力。未来随着 AI 大模型的普及, XR 终端出货量有望快速增长, 公司卡位全球头部客户, 从声学模组切入整机, 拥有广阔的成长空间。

- ❖ **投资建议：**公司盈利稳步修复，下游 AI 音箱、车载/VR 声学多点开花，我们判断业绩有望迎来快速增长期。我们预计公司 23/24/25 年归母净利润为 2.22/3.60/5.01 亿元，EPS 为 0.37/0.61/0.85 元/股，对应 PE 倍数为 44.68/27.51/19.76 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**新产品产业化进度不及预期风险；汽车需求不及预期风险；消费电子需求下滑风险；汇率风险；贸易摩擦风险；原材料供应及价格波动风险。

**盈利预测：**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4815	5994	6295	8059	10399
收入增长率(%)	13.20	24.47	5.02	28.03	29.04
归母净利润(百万元)	40	179	222	360	501
净利润增长率(%)	-78.50	344.77	24.17	62.40	39.23
EPS(元/股)	0.09	0.40	0.37	0.61	0.85
PE	166.67	30.98	44.68	27.51	19.76
ROE(%)	2.02	8.28	6.31	9.29	11.45
PB	3.53	2.69	2.82	2.56	2.26

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>4815.39</b>	<b>5993.72</b>	<b>6294.79</b>	<b>8058.94</b>	<b>10399.14</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	4333.00	5256.66	5353.45	6843.31	8831.31	营业收入增长率	13.2%	24.5%	5.0%	28.0%	29.0%
营业税费	26.30	30.83	25.18	32.24	41.60	营业利润增长率	-92.2%	965.8%	47.3%	63.9%	39.8%
销售费用	45.98	50.47	62.95	72.53	93.59	净利润增长率	-78.5%	344.8%	24.2%	62.4%	39.2%
管理费用	188.12	206.66	220.32	282.06	363.97	EBITDA 增长率	-71.1%	193.3%	21.3%	52.9%	33.8%
研发费用	252.39	273.53	440.64	499.65	603.15	EBIT 增长率	-112.0%	637.8%	45.8%	66.8%	40.5%
财务费用	37.33	-40.21	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-131.6%	-339.8%	24.2%	66.8%	40.5%
资产减值损失	-15.79	-39.86	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	12.4%	9.9%	37.5%	7.2%	9.4%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-0.31</b>	<b>-9.62</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>净资产增长率</b>	<b>-2.4%</b>	<b>8.5%</b>	<b>62.9%</b>	<b>10.3%</b>	<b>13.0%</b>
投资和汇兑收益	6.41	14.82	15.56	19.92	25.71	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>14.75</b>	<b>157.17</b>	<b>231.52</b>	<b>379.40</b>	<b>530.36</b>	毛利率	10.0%	12.3%	15.0%	15.1%	15.1%
加:营业外净收支	1.53	5.48	5.48	5.48	5.48	营业利润率	0.3%	2.6%	3.7%	4.7%	5.1%
<b>利润总额</b>	<b>16.27</b>	<b>162.65</b>	<b>236.99</b>	<b>384.87</b>	<b>535.84</b>	净利润率	0.8%	3.0%	3.5%	4.5%	4.8%
减:所得税	-23.93	-16.53	14.51	23.57	32.81	EBITDA/营业收入	2.1%	4.9%	5.6%	6.7%	7.0%
<b>净利润</b>	<b>40.14</b>	<b>178.52</b>	<b>221.66</b>	<b>359.97</b>	<b>501.17</b>	EBIT/营业收入	-0.6%	2.4%	3.4%	4.4%	4.8%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	696.60	849.94	1891.32	1312.68	1130.24	固定资产周转天数	56	45	52	57	56
交易性金融资产	126.29	16.52	16.52	16.52	16.52	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>67</b>	<b>58</b>	<b>66</b>	<b>77</b>	<b>72</b>
应收账款	1352.83	1667.05	1830.05	2647.14	3130.16	流动资产周转天数	245	218	284	252	217
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	94	91	100	100	100
预付帐款	51.48	69.58	70.86	90.58	116.90	存货周转天数	64	56	56	56	56
存货	863.45	761.17	893.36	1221.62	1507.77	总资产周转天数	349	302	339	321	283
其他流动资产	26.75	57.47	57.47	57.47	57.47	投资资本周转天数	250	221	289	242	205
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	2.0%	8.3%	6.3%	9.3%	11.5%
长期股权投资	374.37	386.18	386.18	386.18	386.18	ROA	0.8%	3.4%	3.3%	4.7%	5.8%
投资性房地产	97.00	87.30	87.30	87.30	87.30	ROIC	-2.0%	4.5%	4.0%	6.3%	8.0%
固定资产	741.45	732.13	902.46	1269.49	1597.04	费用率					
在建工程	18.99	34.91	0.00	0.00	0.00	销售费用率	1.0%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%
无形资产	146.57	136.51	136.51	136.51	136.51	管理费用率	3.9%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	31.84	29.66	29.66	29.66	29.66	财务费用率	0.8%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>4847.83</b>	<b>5205.57</b>	<b>6658.47</b>	<b>7710.09</b>	<b>8656.19</b>	三费/营业收入	5.6%	3.6%	4.5%	4.4%	4.4%
短期债务	851.45	763.16	763.16	763.16	763.16	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1161.45	1122.77	1203.51	1770.18	2067.38	资产负债率	58.9%	58.5%	47.1%	49.7%	49.4%
应付票据	70.58	64.80	73.08	103.18	124.28	负债权益比	143.5%	141.0%	89.2%	98.7%	97.5%
其他流动负债	0.71	21.08	21.08	21.08	21.08	流动比率	1.29	1.41	1.86	1.68	1.65
长期借款	284.16	464.34	464.34	464.34	464.34	速动比率	0.92	1.06	1.47	1.27	1.20
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	-0.88	3.55	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>2856.93</b>	<b>3045.31</b>	<b>3139.46</b>	<b>3829.78</b>	<b>4272.84</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	2.33	2.99	3.81	5.15	7.00	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	468.38	468.38	592.30	592.30	592.30	分红比率					
留存收益	856.76	1035.28	1256.94	1616.91	2118.08	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>1990.90</b>	<b>2160.26</b>	<b>3519.01</b>	<b>3880.32</b>	<b>4383.34</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	0.09	0.40	0.37	0.61	0.85
净利润	40.14	178.52	221.66	359.97	501.17	BVPS(元)	4.25	4.61	5.93	6.54	7.39
加:折旧和摊销	127.22	146.27	141.39	186.60	226.08	PE(X)	166.7	31.0	44.7	27.5	19.8
资产减值准备	17.52	53.93	0.00	0.00	0.00	PB(X)	3.5	2.7	2.8	2.6	2.3
公允价值变动损失	0.31	9.62	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	33.88	-31.20	0.00	0.00	0.00	P/S	1.5	1.0	1.6	1.2	1.0
投资收益	-6.41	-14.82	-15.56	-19.92	-25.71	EV/EBITDA	76.4	21.9	26.7	18.5	14.1
少数股东损益	0.07	0.66	0.82	1.33	1.86	CAGR(%)					
营运资金的变动	-302.70	-264.78	-181.95	-572.91	-357.92	PEG	—	0.1	1.8	0.4	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-128.19</b>	<b>52.61</b>	<b>158.95</b>	<b>-52.87</b>	<b>336.82</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-54.90</b>	<b>-32.61</b>	<b>-253.85</b>	<b>-525.77</b>	<b>-519.26</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>282.91</b>	<b>118.08</b>	<b>1136.27</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。