

# 国光电器 (002045)

证券研究报告

2021年01月18日

## 绑定优质客户，聚焦电声业务

绑定优质客户，聚焦电声业务，布局新能源

公司主营业务为音响电声器件和锂电池。

**(1) 电声业务**，公司音响电声营收占比始终保持在 90%以上，2019 年达 92.85%。公司配备设备先进的消音室、声学测试中心，297 条各类音响产品生产线，扬声器日生产能力 19 万只，系统制造日生产能力 7.8 万套，产能充分，可满足市场不同领域和不同客户的研发和生产需求。公司秉持“大客户”战略，已经成为哈曼、罗技、Bosch、Sonos、百度等国内外知名公司的重要供应商。

**(2) 锂电池**，包括软包锂电池业务以及锂电池正极材料业务。软包锂电池业务由国光电子（全资子公司）开展，其具备锂离子电池日生产 15 万只的生产能力；锂电池正极材料业务由广州锂宝负责，其下属公司宜宾锂宝及宜宾光原已建具备年产 13000 吨锂电三元正极材料及年产 10000 吨锂电三元正极材料前驱体生产能力的产线；目前已自主研发了多款产品，并实现量产和市场销售。

### 国内市场壮大自有品牌，寻求利润增长。

公司加大对国内科技行业客户的开发力度，自 2019 年 2 月开始为百度供应人工智能语音交互音箱，8 月份开始大批量生产、多品种供货，公司已成为百度智能音响产品的核心供应商之一，产品结构也将从现有占比最大的蓝牙音响，后续将增大人工智能交互音响产品的比重，同时业务规模从原来 90%左右出口，到内销市场迅速开拓，有助于降低中美贸易摩擦的影响。并且逐渐壮大自主品牌业务，在产品、渠道和营销方面继续加大投入。

### 盈利能力增强，20 年毛利率与净利率齐升

截至 2020Q3，公司毛利率维持在较高水平。2019 年净利率出现较大波动，Q2 净利率达 17.77%，系处置产业园公司 61%的股权产生大额投资收益所致。2020 年，受益于公司各项降本增效措施初见成效，以及受美元兑人民币汇率波动、产品结构变化的影响，公司的综合毛利率与综合净利率稳步上升。公司 20Q3 的毛利率与净利率分别为 16.92%和 7.37%，同比分别下滑 6.26%和 9.46%，环比分别上升 2.86%和 81.08%。

## 4. 投资建议

目前受益于下游消费电子领域的景气度上行，对电声器件需求量加大，看好公司电声业务业绩持续上升，占据较大市场份额。同时公司锂电业务持续发力，看好公司品类扩张，找到新的利润增长点。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.93/4.00/5.27 亿元，首次覆盖，目标价 17.08 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**客户送样不及预期；受疫情影响，下游应用需求不及预期；项目建设不及预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,041.90	4,445.54	4,178.81	5,975.70	8,425.74
增长率(%)	(0.17)	9.99	(6.00)	43.00	41.00
EBITDA(百万元)	135.20	795.15	292.23	499.42	642.91
净利润(百万元)	(219.06)	353.11	193.40	399.99	527.00
增长率(%)	(267.50)	(261.19)	(45.23)	106.82	31.75
EPS(元/股)	(0.47)	0.75	0.41	0.85	1.13
市盈率(P/E)	(19.46)	12.07	22.04	10.66	8.09
市净率(P/B)	2.57	2.21	1.99	1.67	1.40
市销率(P/S)	1.05	0.96	1.02	0.71	0.51
EV/EBITDA	17.72	7.07	13.39	7.75	5.69

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电子/电子制造
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	9.1 元
目标价格	17.08 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	468.38
流通 A 股股本(百万股)	467.17
A 股总市值(百万元)	4,262.29
流通 A 股市值(百万元)	4,251.21
每股净资产(元)	4.27
资产负债率(%)	54.50
一年内最高/最低(元)	14.13/7.48

### 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：贝格数据

### 相关报告

- 《国光电器-公司点评:业绩符合预期，坚定看好智能音响未来发展》 2018-02-28
- 《国光电器-公司点评:HomePod 发售，坚定推荐》 2018-01-24
- 《国光电器-季报点评:业务符合预期，等待智能音箱上量》 2017-10-25

## 内容目录

<b>1. 音响主业与新能源业务齐飞，业绩稳定增长可持续</b>	<b>4</b>
1.1. 经营业绩稳定增长，盈利能力趋稳	4
1.1.1. 管理层稳定，控股子公司经营状况良好	4
1.1.2. 客户资源丰富，“大客户战略”+壮大自身品牌	5
1.1.3. 公司经营业绩稳健增长	5
1.1.4. 盈利能力趋于稳定，毛利率与净利率逐步改善	6
1.2. 降本增益，三费支出减少	6
1.3. 聚焦电声业务，布局新能源	8
1.3.1. 产品应用广泛，音响电声与新能源齐头并进	8
1.3.2. 音响电声业务	9
1.3.3. 锂电池业务	12
1.3.4. 视频会议系统业务	12
<b>2. 电声行业市场空间大，下游需求带动产业发展</b>	<b>13</b>
2.1. 电声行业发展情况	13
2.2. 下游需求旺盛拉动行业景气	14
2.3. “中国制造”已成型	14
<b>3. 政策加持，新能源行业景气上行</b>	<b>15</b>
3.1. 锂电池行业情况	15
3.2. 产业规模扩张，需求上升	16
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>17</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1：国光电器股权架构	4
图 2：第一大客户营收情况（右轴单位：%）	5
图 3：前五大客户营收情况	5
图 4：国光电器营业收入及增长率	6
图 5：国光电器归母净利润及增长率	6
图 6：国光电器季度销售毛利率和销售净利率	6
图 7：公司 15-20Q3 费用情况（亿元）	6
图 8：公司 15-20Q3 费率情况（亿元）	6
图 9：国光电器研发费用及占营收比例	7
图 10：国光电器季度研发费用及占营收比例	7
图 11：2019 年国光电器发明专利类型及占比	7
图 12：国光电器近三年研发人员数量及占比	7
图 13：音响电声业务下游产品	8

图 14: 国光电器营收构成 (亿元) .....	8
图 15: 国光电器营收构成 (按业务) .....	8
图 16: 视频会议系统产品结构 .....	12
图 17: 电声器件行业的主要上、下游行业 .....	14
图 18: 2017-2024 年全球微型扬声器市场规模 (亿美元) .....	14
图 19: 锂电池生产过程 .....	15
图 20: 锂电池产业链 .....	15
图 21: 2015-2020 年中国锂离子电池产量情况 .....	16
图 22: 2019 年中国锂离子电池产品结构 .....	16
表 1: 公司前十大股东持股比例情况 .....	4
表 2: 国光电器重大控股子公司基本情况 (单位: 万元) .....	4
表 3: 国光电器音响电声产品介绍 .....	9
表 4: 国光电器锂电池业务产品介绍 .....	12
表 5: 收入拆分及预测 (亿元) .....	17
表 6: 收入占比变化情况 .....	17
表 7: 可比公司情况 (亿元) .....	18

## 1. 音响主业与新能源业务齐飞，业绩稳定增长可持续

### 1.1. 经营业绩稳定增长，盈利能力趋稳

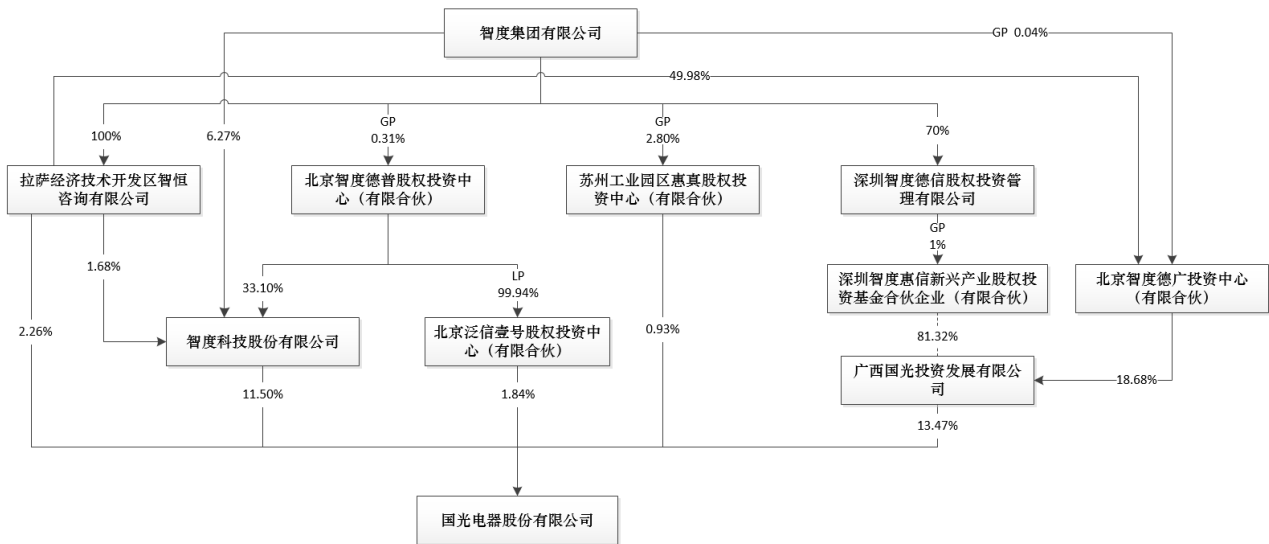
国光电器公司前身为广州国光电声总厂（即“电声总厂”），是由电声总厂改制并定向募集内部职工股，于1993年12月25日注册成立的股份有限公司。1995年12月8日，公司增资扩股并改制为外商投资股份有限公司。2005年5月23日在深交所中小企业板上市。

国光电器是全球知名的电声制造厂商，成立至今一直从事电声、电子产品的设计、生产、销售，目前产品覆盖了电声配件、扬声器单元、音响系统、数字功放、聚合物锂电池等，具有从扬声器关键零部件，到扬声器单元、音箱系统及电子功放一体化的综合配套能力。

#### 1.1.1. 管理层稳定，控股子公司经营状况良好

智度集团及其一致行动人国光投资、智度科技股份有限公司、拉萨经济技术开发区智恒咨询有限公司、北京泛信壹号股权投资中心（有限合伙）及苏州工业园区惠真股权投资中心（有限合伙）合计持有公司140,504,745股股份，占公司股本总额的29.9978%，智度集团及其一致行动人为合计持有公司股份的第一大股东，智度集团成为公司间接控股股东。因智度集团不存在实际控制人，故公司不存在实际控制人。

图 1：国光电器股权架构



资料来源：公司财报、天风证券研究所

表 1：公司前十大股东持股比例情况

股东	广西国光投资发展	智度科技	周峰	智恒咨询	国光电器回购专用证券账户	北京泛信壹号股权投资中心	刘长羽	兰集珍	李敏仙	智度集团
持股比例 (%)	13.4700	11.5000	6.0000	2.2600	2.1100	1.8400	1.7000	1.1100	1.0600	0.9300

资料来源：Wind，天风证券研究所

20H1 对公司净利润影响达到 10%以上的子公司有两家，分别是梧州国光科技发展有限公司和国光电器(香港)有限公司。

表 2：国光电器重大控股子公司基本情况（单位：万元）

公司名称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
梧州国光科技	生产、销售	18,109.19	11,518.76	9,661.21	1915.38	1,743.01

发展有限公司	和园区开发					
国光电器(香港)有限公司	销售	42,303.62	6612.70	66,008.03	1425.39	1,190.19

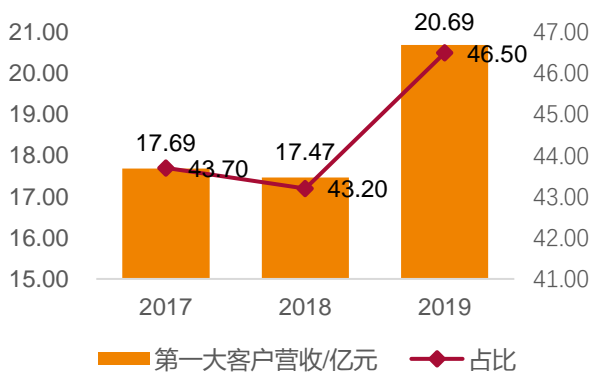
资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 1.1.2. 客户资源丰富，“大客户战略”+壮大自身品牌

公司的主要产品扬声器与音箱为电声设备中的重要元件，广泛应用于电脑、智能手机、平板电脑、智能电视、智能音响、耳机等产品。客户资源丰富，根据 2019 年中报，公司的国内外的科技公司客户开拓已有阶段性进展，尤其是国内客户开拓有明显增加。国内品牌业务市场渠道方面也有相应开拓，线下销售网络和线上销售平台同时相应增加。

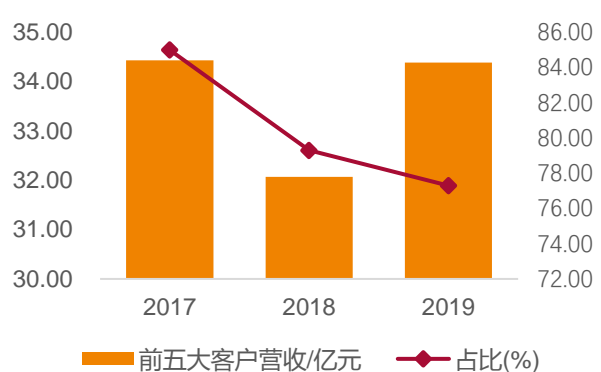
国际市场沿用“大客户战略”，降低经营风险。2019 年第一大客户占公司营收比重达 46.50%，经营稳定。与大客户合作方面，不断提高大客户对公司的满意度，加强与大客户的战略合作关系，争取开发能够为公司贡献更好利润的客户及产品，创造新的利润增长点。

图 2：第一大客户营收情况（右轴单位：%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：前五大客户营收情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

**国内市场壮大自有品牌，寻求利润增长。**公司加大对国内科技行业客户的开发力度，自 2019 年 2 月开始为百度供应人工智能语音交互音箱，8 月份开始大批量生产、多品种供货，公司已成为百度智能音响产品的核心供应商之一，产品结构也将从现有占比最大的蓝牙音响，后续将增大人工智能交互音响产品的比重，同时业务规模从原来 90%左右出口，到内销市场迅速开拓，有助于降低中美贸易摩擦的影响。并且逐渐壮大自主品牌业务，在产品、渠道和营销方面继续加大投入。

**品类扩张，布局新能源。**公司布局锂电池业务，软包锂电池业务由国光电子（全资子公司）开展，其主要产品运用于无线耳机、移动音响、可穿戴设备、电子烟等产品。锂电池正极材料由公司持股 47.42%的参股公司广州锂宝。广州锂宝下属公司宜宾锂宝及宜宾光原已建成具备年产 13000 吨锂电三元正极材料及年产 10000 吨锂电三元正极材料前驱体生产能力的产线；目前已自主研发了多款产品，并实现量产和市场销售。锂电池业务带来新的利润增长点，行业发展空间较大。

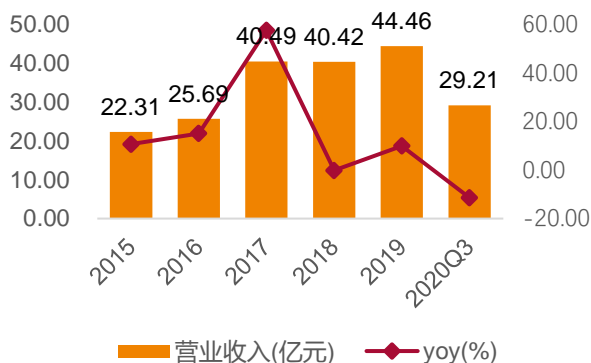
### 1.1.3. 公司经营业绩稳健增长

国光电器近五年来营业收入整体呈现增长向上趋势，从 2015 年的 22.31 亿元增长至 2019 年的 44.46 亿元，实现收入翻番；公司归母净利润从 2015 年的 0.48 亿元增长至 2019 年的 3.53 亿元。

20Q3，国光电器实现营业收入 29.21 亿元，同比降低 11.38%，实现归母净利润 1.48 亿元，同比降低 52.40%。其业绩下滑原因系投资收益同比减少 106%，主要是上年公司出售产业园

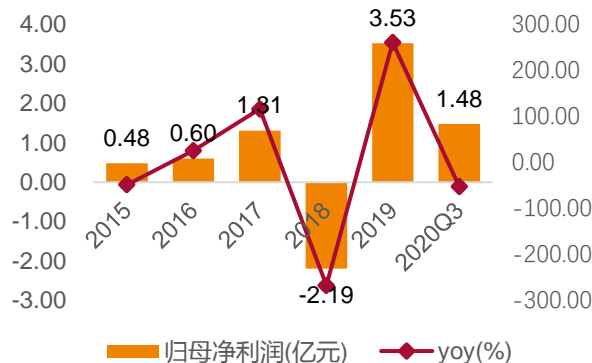
公司 61%的股权产生 1.3 亿元的投资收益以及因金融工具套期带来的公允价值变动收益同比减少 165%。

图 4：国光电器营业收入及增长率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：国光电器归母净利润及增长率



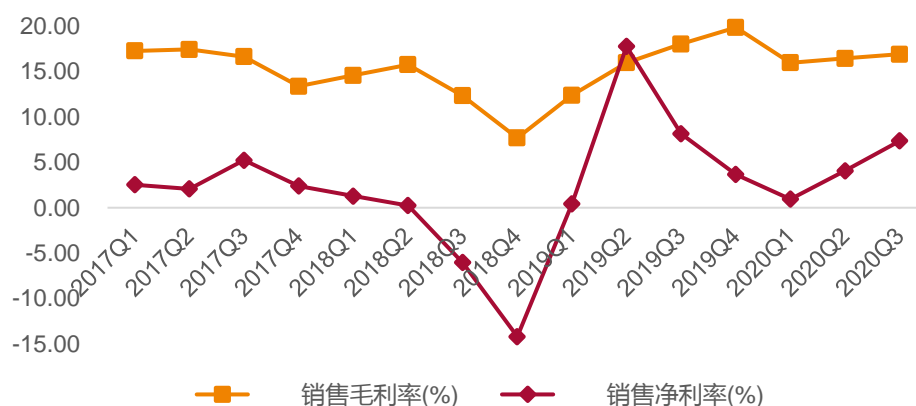
资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.1.4. 盈利能力趋于稳定，毛利率与净利率逐步改善

截至 2020Q3，公司毛利率维持在较高水平。2019 年净利率出现较大波动，Q2 净利率达 17.77%，系处置产业园公司 61%的股权产生大额投资收益所致。

2020 年，受益于公司各项降本增效措施初见成效，以及受美元兑人民币汇率波动、产品结构变化的影响，公司的综合毛利率与综合净利率稳步上升。公司 20Q3 的毛利率与净利率分别为 16.92%和 7.37%，同比分别下滑 6.26%和 9.46%，环比分别上升 2.86%和 81.08%。

图 6：国光电器季度销售毛利率和销售净利率



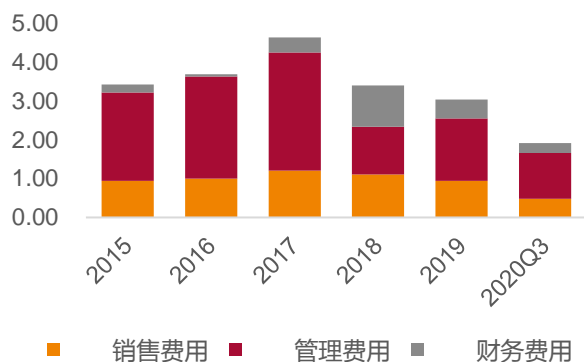
资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.2. 降本增益，三费支出减少

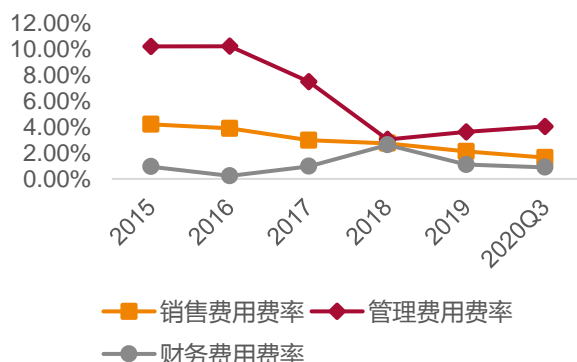
公司注重降本增效，事业部改革成效显著，自 2018 年以来三费支出稳步下降，费率维持较低水平。2018 年管理费用大幅下降系会计准则变动，研发费用单列。自 2018 年起，公司财务费用与销售费用稳步下降，2020Q3 其占营收比分别为 0.89%和 1.64%，管理费用也维持在较低水平，占营收比例 4.04%。

图 7：公司 15-20Q3 费用情况（亿元）

图 8：公司 15-20Q3 费率情况（亿元）



资料来源: Wind、天风证券研究所



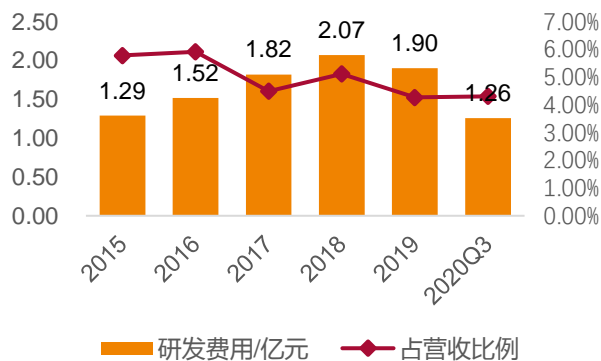
资料来源: Wind、天风证券研究所

**电声技术领先，自主研发构建竞争优势。**公司一直以来重视自主创新，投入大量的资源建设了多个国家级和省级科研平台。公司不断提高声学、电子、软件和结构等方面技术水平，在应用技术的落地和前瞻性技术研究方面均有投入。公司积极配合客户完成各类型产品的开发、设计，成功研发出多款产品，其中包括杜比全景声 soundbar 和各种箱体结构声学设计。前瞻性技术研究方面由公司国光研究院开展，重点包括音效增强算法、空间声学技术以及智能音响声学技术相关的研发。新材料开发方面和仿真工作都取得了阶段性进展，公司自主研发的中心胶耐温可提升至 170℃，仿真技术的应用推广使得公司能更好的设计出优质的声学产品。

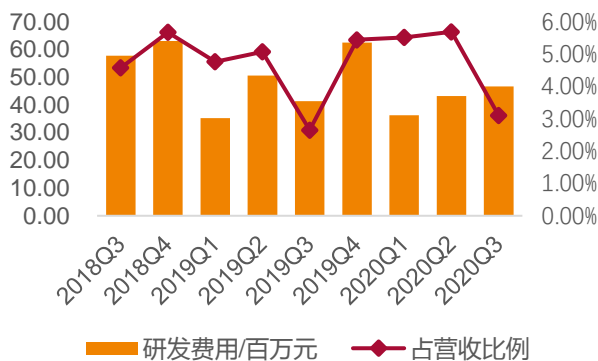
公司研发费用从 2015 年的 1.29 亿元上升至 2019 年的 1.90 亿元。2020 年公司三个季度研发费用呈上升趋势，分别占营收比例为 5.52%，5.69%和 3.10%。20Q3 季度研发费率下降系营业收入有较大涨幅。

图 9: 国光电器研发费用及占营收比例

图 10: 国光电器季度研发费用及占营收比例



资料来源: wind, 天风证券研究所



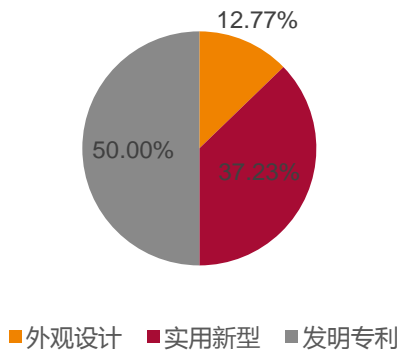
资料来源: wind, 天风证券研究所

根据 2019 年年报披露，报告期内公司共获得 46 项国内外专利授权，其中发明专利 10 项、实用新型专利 25 项、外观设计专利 11 项，并在各类杂志、专刊上发表论文共计 3 篇。

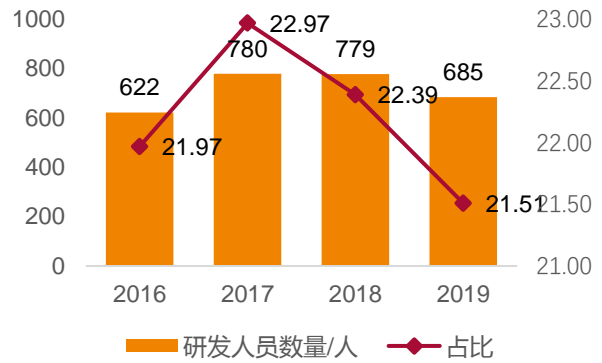
公司向国内外申请发明专利及实用新型专利累计 736 项，其中价值较高的发明专利 368 项，占比达 50%。有效专利共 228 项。2019 年公司研发人员数量为 685 人，占公司员工总数的 21.51%。

图 11: 2019 年国光电器发明专利类型及占比

图 12: 国光电器近三年研发人员数量及占比



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 1.3. 聚焦电声业务，布局新能源

#### 1.3.1. 产品应用广泛，音响电声与新能源齐头并进

国光电器主营业务主要是音响电声类业务及锂电池业务。音响电声类业务包括多媒体类音响产品、消费类音响产品、专业类音响产品、通讯类音响产品、汽车扬声器以及扬声器配件的设计、生产和销售，产品应用广泛。锂电池业务包括软包锂电池业务以及锂电池正极材料业务。

图 13: 音响电声业务下游产品



资料来源: 公司 2019 年报、天风证券研究所

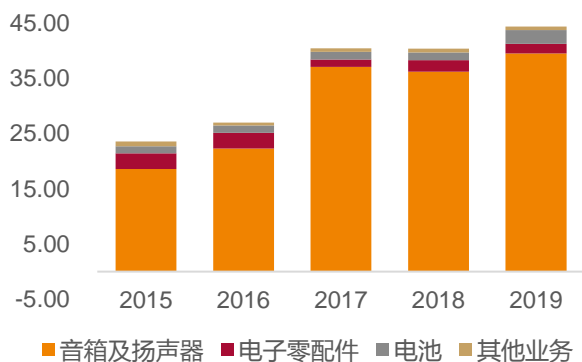
国光电器以音响电声、新能源业务为主，终端产品主要应用于消费电子领域。公司音响电声营收占比始终保持在 90% 以上，2019 年达 92.85%，公司锂电池业务正稳步展开，贡献营收，从 2015 年的 1.26 亿元到 2019 年的 2.50 亿元，行业前景广阔，受益于新能源技术发展，有较大的市场空间。

百度股份与国光电器资源互补，新用户群体带来新产品增量。公司间接控股股东百度股份是一家技术驱动型的国际化公司，公司主营业务为互联网媒体和数字营销，并拥有较强的客户资源，与国内和海外大部分头部互联网公司如腾讯、百度、阿里、华为、字节跳动和 Facebook 等均有业务合作。与国光电器的硬件产品有较强的资源互补关系，未来有机会为国光电器带来新的产品线增量。

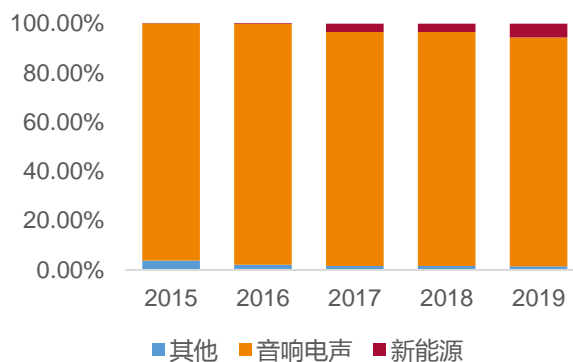
图 14: 国光电器营收构成 (亿元)

图 15: 国光电器营收构成 (按业务)





资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

### 1.3.2. 音响电声业务

音响电声业务是公司营业收入占比最高的业务，其主要产品包括多媒体类音响产品、消费类音响产品、专业类音音响产品、通讯类音响产品、汽车扬声器以及扬声器配件。

表 3: 国光电器音响电声产品介绍

产品类别	产品名称	产品介绍	产品图片
扬声器单元	扬声器单元	又称喇叭，是一种十分常用的电声>换能器件。扬声器在音响设备中是一个最薄弱的器件，而对于音响效果而言，它又是一个最重要的部件	 扬声器单元
	微型扬声器		 微型扬声器
	喇叭		 喇叭
音响系统	HI-FI 音箱	HIFI 音箱多为 2.0，注重失真率，速度感，音乐感，声场以及定位，让人闭上眼睛感觉不到音箱的存在而只是有演奏者	
	一体化音响	一体式的音响系统将各种功能的器材和扬声器组装在一个机箱内，不可以随意拆开。	

	多媒体音箱	多媒体音箱就是“电脑音箱”，它的主要音源就是电脑。	
	家庭影院	又叫 AV 音响，主要作用是配合电视机和影碟机欣赏电影、唱卡拉 OK 以及听音乐。	
	蓝牙音箱	内置蓝牙芯片，以蓝牙连接取代传统线材连接的音响设备，通过与手机、平板电脑和笔记本等蓝牙播放设备连接，达到方便快捷的目的。	
	WIFI 音箱	WIFI 音箱具有蓝牙无线音响接收器的全部功能，同时传输距离更远，具备穿墙能力、音质损耗更低、功耗更小。	
	声霸	Soundbar 音响主要特点为主机呈条状结构，可以横放在平板电视机前面，也可以挂在墙上。它主要有两种类型，一种带有独立的低音炮，一种为内置低音炮；其中，带有独立低音炮的声霸也分为有线连接和无线连接两种类型。	
民用功率放大器	HIFI 功率放大器	Hi-Fi 功放用于欣赏音乐，使用者追求的是尽可能的原汁原味，HIFI 功率放大器在重放过程中，对声音信号各项指标不失真地放大、处理，以还原声源的本来面貌，强调的是原汁原味，专门用于欣赏音乐。	
	AV 功率放大器	专门为家庭影院用途而设计的放大器，在前级电路中增设了视频的输入选择、处理和声场处理电路，相应声道的功率放大线路，就构成了基本的 AV 功放。	
专用功率放大器	功率放大器	用于增强信号功率以驱动音箱发声的一种电子装置。	
	合并式功放	将前置放大和后级功率放大两部分集中在一个机箱内的放大器。	

音频信号处理器	DSP KTV 处理器	是利用数字信号处理技术实现混响、变调、均衡等多种音频算法和音效处理的专业级 KTV 前级处理器，适合于各大 KTV、豪华夜总会等专业演出场所。
	DSP 的专业周边处理器	利用数字信号处理技术实现啸叫抑制、音量、EQ 调节等功能的专业周边技术产品，具体包括啸叫抑制器、数字调音台、31 段均衡器等技术产品。
	DSP 自动混音器	利用数字信号处理技术对音频信号进行调整和补偿，采用全数字的方法实现自动混音的混音器。
	带 2.4G 传输的数字音频系统	利用 2.4G 无线音频传输技术，实现模拟音频输入信号或 MIC 输入信号的高保真无线音频传输的处理系统，具体可实现的技术产品有 2.4G 传输技术的无线麦克风。
	带 Wi-Fi 传输的数字音频系统	利用 WIFI 无线音频传输技术，实现高保真音频信号的无线控制、传输和录音回放的数字音频处理系统，具体可实现的技术产品有无线效果器、无线啸叫抑制器等。



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**立足声学主业，多品类扩张。**公司着力加大研发，制造整机产品并且开发新机种。背靠大客户，公司由声学器件向制造整机产品方向逐步过渡，实现电声行业“纵向发展”，扩大企业规模达到规模效应，从而提高自身盈利水平与市场竞争力。

**公司产品广泛应用于下游消费电子领域，并与客户深度合作共赢合作。**公司已经成为 Harman、罗技、百度、Sony、Bosch、Sonos 等国内外知名企业的重要供应商，在多个产品上进行深度合作。

**国际市场持续发力，营收稳步提升。**公司超过 70% 的产品远销海外，主要客户包括哈曼、罗技、Bosch、Sonos 等，产品的质量有所保证。同时公司为罗技、Sonos 等优质客户供应喇叭等声学器件。其中罗技是全球最著名的电脑周边设备供应商，自 1981 年罗技起家至 2004 年，全球生产的 9 亿台个人台式电脑中有 55% 配备了罗技鼠标，世界排名前 20 位的电脑厂商都是它的客户。

**国内市场锐意进取，未来业绩可期。**公司自 2019 年 2 月开始为百度供应人工智能语音交互音箱，8 月份开始大批量生产、多品种供货，公司已成为百度智能音响产品的核心供应商之一，产品结构也将从现有占比最大的蓝牙音响，后续将增大人工智能交互音响产品的比重。目前百度大力投入人工智能，推出多款人工智能产品，公司有望与其加强合作。

**深耕音声行业，六十九年历史铸就专业能力。**公司具有从扬声器关键零部件，到扬声器单元、音箱系统及电子功放一体化的综合配套能力，六十九年的历史、六十九年的专注、六十九年的积淀凝聚了一批优秀的电声行业管理及研发人才，形成了自己独特、有效的科研攻关体系，建立了一支技术专业齐全、综合实力雄厚的研发队伍。685 名研发人员，246 项专利设计（国内）+6 项国外专利，每年开发 200 多项新产品。设备先进的消音室、声学测试中心，297 条各类音响产品生产线，扬声器日生产能力 19 万只，系统制造日生产能力 7.8 万套，锂离子电池日生产 15 万只的生产能力让国光能够满足市场不同领域和不同客户的研发和生产需求。




**顺应市场变化，大力扩展汽车扬声器等新品类开发。**公司在已有产品线能力稳步提升的基础上，积极布局生产适应市场变化的新型产品。随着新能源汽车销量愈发强劲，汽车电子化水平的逐渐提升，公司利用自身多年扎根音响电声业务的研发能力，大力扩展汽车扬声器

器产品线，预计将为公司带来较大的收入增量，进一步提升公司在电声领域的多元实力。

### 1.3.3. 锂电池业务

锂电池业务包括软包锂电池业务以及锂电池正极材料业务。软包锂电池业务由国光电子开展，其主要产品运用于无线耳机、移动音响、可穿戴设备、电子烟等产品。

表 4：国光电器锂电池业务产品介绍

产品名称	产品介绍	产品用途	产品图片
数码类	能量密度能达到 500Wh/L 以上，循环次数能达到 800 周以上	数码类聚合物锂电池多应用在平板电脑、移动电源、手机、蓝牙耳机等便携式产品	
储能类	采用磷酸铁锂材料，0.5C 放电循环次数能达到 2000 周以上。	储能类聚合物锂电池主要用于通讯基站，不间断电源、电网储能等。	
动力类	采用磷酸铁锂、锰酸锂或三元材料，性能良好，安全稳定。	动力类聚合物锂电池主要应用电动自行车等领域。	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司旗下锂宝新材料为宁德时代重要供应商，新能源业务有望带来较大增长。公司旗下锂宝新材料自 2020 年 8 月开始向宁德时代供应新能源电池正极材料，成为其重要供应商，此次，锂宝公司向 CATL 公司发出 90 吨 M515 产品，后续将继续供货。此次正式供货标志着宜宾锂宝与 CATL 的合作进入实质性阶段。

### 1.3.4. 视频会议系统业务

视频会议系统通常由会议终端计算机、服务器、会议摄像机、会议音响和话筒等多种设备构成，另外还有相应配套的软件系统。

图 16：视频会议系统产品结构



资料来源：炎腾科技、天风证券研究所

疫情带来的会议系统使用量有望显著提升。因疫情等原因，全球各大公司均逐渐采用远程会议系统来进行高效安全沟通，随之带来的会议系统使用量有望显著提升。国光电器原有客户资源中如罗技等均有较深入的会议系统产业布局，预计有望切入会议系统领域，带来较大的收入增量。

## 2. 电声行业市场空间大，下游需求带动产业发展

### 2.1. 电声行业发展情况

电声行业发展迅速，受益互联网发展，产品应用领域不断扩展。自 20 世纪 90 年代开始，电视机相关的音响产品和家庭影院音响产品经风靡一时；到 21 世纪初互联网逐步兴起，台式电脑和笔记本电脑相关的音响产品快速增长；随着移动互联网的不断发展和智能手机的爆发式增长，蓝牙音响、微电声、耳机等产品的需求得到极大释放；人工智能技术的不断成熟和无线传输技术的不断完善，人工智能交互音响产品和智能硬件产品为声学行业带来更为多元的增长，智能音箱在逐步与智能家居中的其他产品结合（比如路由器、家电产品等），正在呈现智能家居的控制中心作用。

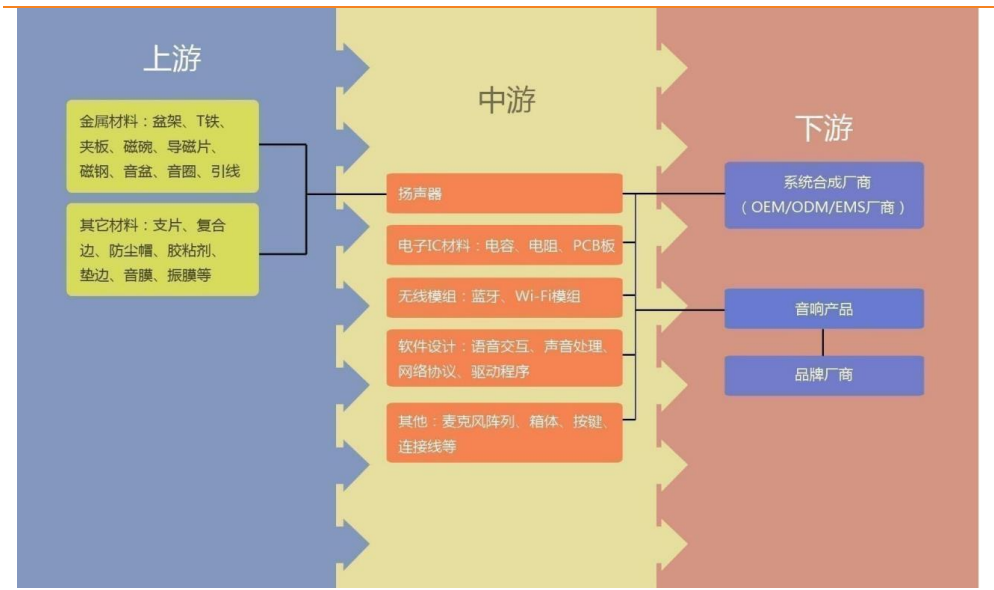
电声器件产品运用领域未来将不断丰富，产品形态将会呈现体积小、功能全、便携性、网络化、智能化等特征，电声器件行业仍将保持较快的发展。

电声器材的上游行业为电声器材零部件行业，主要提供盆架、T 铁、夹板、磁碗、导磁片、等电声器材零部件。中游产业主要从事磁体、振膜、音圈、扬声器、送话器、受话器等等的生产，向中下游企业提供基础电声元器件。产业链下游企业从事耳机、话筒、数字视听、组合音响等电声组件和终端电声产品的研发、设计和制造。

其中公司处于电声行业的中游和下游，通过自主研发进行“纵向发展”，主要产品包括扬

声器与音箱，为电声设备中的重要元件，广泛应用于电脑、智能手机、平板电脑、智能电视、智能音响、耳机等产品。

图 17：电声器件行业的主要上、下游行业

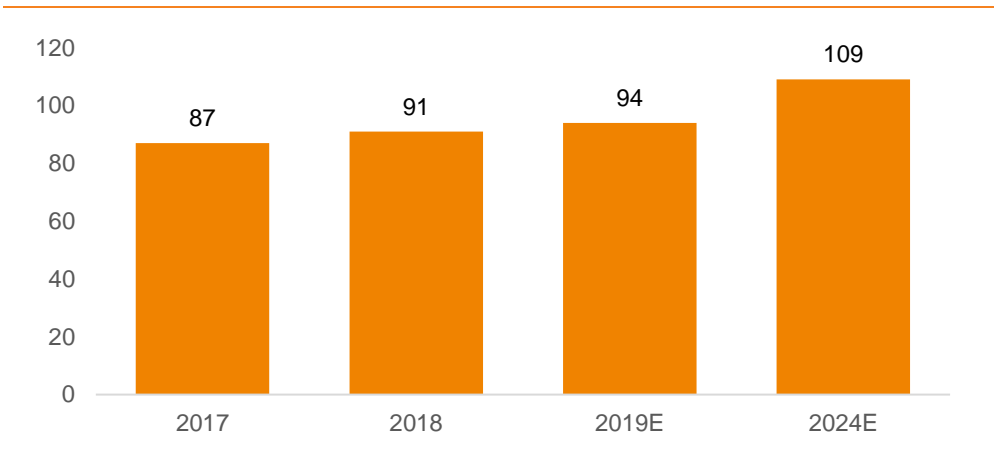


资料来源：公司财报、天风证券研究所

## 2.2. 下游需求旺盛拉动行业景气

各类智能终端产品的更新换代促使音频产品迭代更新，市场规模扩大。根据 Yole 发布的数据显示，2017 年全球微型扬声器市场规模为 87 亿美元，至 2018 年上升至 91 亿美元，同比增长 4.6%，预计 2019 年将到达 91 亿美元左右，到 2024 年将增长至 109 亿美元。

图 18：2017-2024 年全球微型扬声器市场规模（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院、Yole、天风证券研究所

受益消费电子领域需求旺盛，电声行业有望加快发展。根据市场调研机构 Counter point Research 报告，2019 年全球无线耳机(TWS)销量达到 1.20 亿部，2020 年将达到 2.3 亿部。根据 Canalys 数据，2019 年全年全球智能音箱出货量达 1.47 亿台，同比增长 69.83%。我们认为随着人工智能的发展，消费电子必将带来增量空间，助推公司业绩上升。

## 2.3. “中国制造”已成型

在全球范围内，电声器件产业格局主要是西欧、美国、韩国和日本等发达国家和地区的国际知名企业或专业厂商控制品牌、市场及多数高端产品的设计开发技术，东亚、东南亚、东欧、拉丁美洲等国家和地区的企业进行 OEM/ODM 产品的生产和销售。

引领音响产品品牌发展的公司一类是科技公司，如：Apple（苹果）、Amazon（亚马逊）、Google（谷歌）、Facebook、Line、腾讯、阿里巴巴、百度等公司在交互认知及软件技术

运用方面的领先，开发出的消费类电子产品有可能催生声学行业新的增量，比如苹果公司的 iPhone、iPad、Airpods，亚马逊公司的 Echo、谷歌公司的 Google Home 系列产品等；另一类是传统声学品牌厂商，他们拥有成熟的销售渠道和稳定的消费群体，著名声学品牌厂商有美国的 Harman、Bose，欧洲的 B&O、Logitech，日本的 YAMAHA、Sony 等。

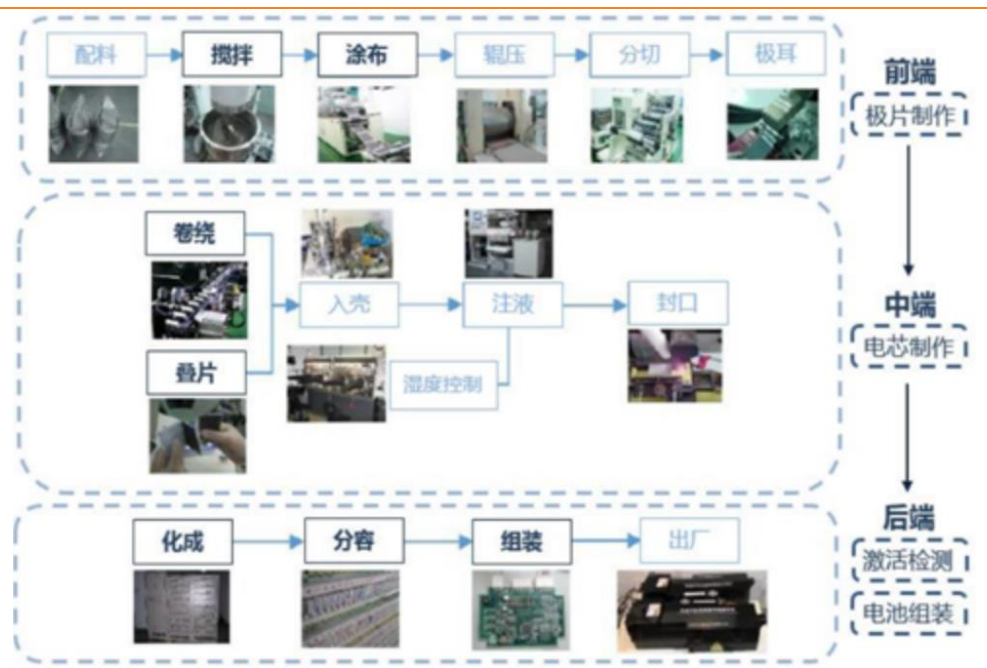
**中国成最大电声器件产品制造基地，各地区形成产业集聚带。**国际知名品牌厂商从控制成本、整合资源、发挥自身的比较优势等角度考虑，已逐渐放弃电声器件产品生产，更多的是通过与硬件制造厂商合作开发的模式进行产品研发及制造。电声器件制造行业兼具技术密集、劳动密集和资金密集等行业特点，电声器件制造企业主要集中在中国、越南、马来西亚、巴西等发展中国家，我国已成为世界上最大的电声器件产品制造基地。近年来，国内企业受益于技术研发与生产水平的大幅提升等优势，国内电声器件零部件行业最近几年正在加快发展，浙江的嵊州、宁波和东阳，广东的广州、深圳、东莞和山东潍坊等地已形成电声零部件产业集聚带。

### 3. 政策加持，新能源行业景气上行

#### 3.1. 锂电池行业情况

锂电池是指电化学体系中含有锂(包括金属锂、锂合金和锂离子、锂聚合物)的电池。锂离子电池生产工艺较长，包括 50 多道工序，整个制造工艺可分为极片制作、电芯组装、电芯激活检测和电池封装四个工序段。

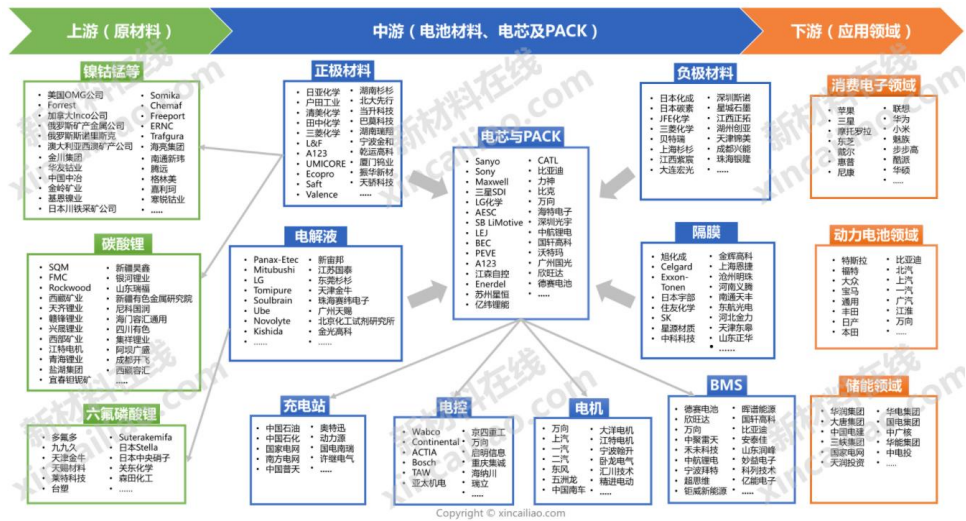
图 19：锂电池生产过程



资料来源：中国报告网、天风证券研究所

锂电池行业产业链的上游主要为正负极材料、电解液、电极基材、隔膜等的供应商;中游为电芯制造及封装行业;下游是锂电池的应用领域，主要应用于动力电池、消费电子等多个领域。

图 20：锂电池产业链



资料来源：新材料在线、天风证券研究所

### 3.2. 产业规模扩张，需求上升

3C 产品需求扩大叠加政府刺激下新能源汽车市场规模扩张，锂电池产业规模不断增加。2019 年，我国锂离子电池产量 157.22 亿只，同比增长 12.40%。2020 年 1-3 月，我国锂离子电池产量为 27.17 亿只，同比增长 10.9%。

图 21：2015-2020 年中国锂离子电池产量情况

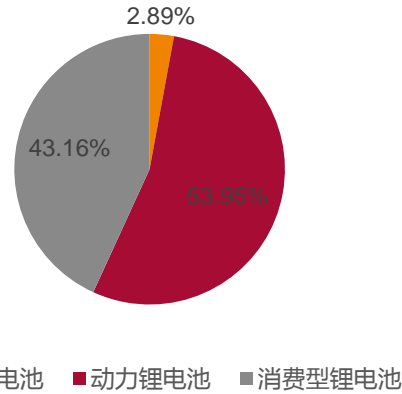


资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

我国锂电池广泛应用于手机、笔记本电脑、电动自行车、电动汽车、电动工具、数码相机等众多下游领域，可归为主要三类：储能、消费及动力锂电池。数据显示，2019 年中国锂离子电池出货量达到 131.6GWh，其中储能用锂离子电池在 2019 年的出货量达到了 3.8GWh，占锂离子出货量的 2.89%；动力锂电池出货量为 71GWh，占锂离子出货量的 53.95%；消费型锂电池出货量为 56.8GWh，占锂离子出货量的 43.16%。

图 22：2019 年中国锂离子电池产品结构





资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

随着我国新能源汽车规模的扩大，预计未来我国电动汽车对锂离子电池需求比例将会进一步提高，公司也将受益行业发展，在新的利润增长点上有突破。

#### 4. 盈利预测与投资建议

目前受益于下游消费电子领域的景气度上行，对电声器件需求量加大，看好公司电声业务业绩持续上升，占据较大市场份额。同时公司锂电业务持续发力，看好公司品类扩张，找到新的利润增长点。

核心假设：

- 1、项目建设符合预期，良率及产能释放顺利；
- 2、公司客户送样符合预期
- 3、下游需求不出现大幅波动

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.93/4.00/5.27 亿元。

表 5：收入拆分及预测（亿元）

	2020E	2021E	2022E
声电收入部分	38.29	54	70
YOY	-3.19%	43.81%	29.63%
电池部分收入	2	3.25	10
YOY	-20%	62.50%	207.69%
电子零配件	1.5	2.5	4.25
YOY	-12.79%	66.67%	70.00%
合计收入	41.79	59.75	84.25

资料来源：天风证券研究所

表 6：收入占比变化情况

	2020E	2021E	2022E
声电收入部分	91.62%	90.38%	83.09%
电池部分收入	4.79%	5.44%	11.87%
电子零配件	3.59%	4.18%	5.04%
合计收入	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：天风证券研究所

由于公司主业为电声行业，选取同行电声行业可比对象，歌尔股份、立讯精密，2021 年平

均 PE 为 38 倍, 基于谨慎原则, 给予公司 20 倍 PE, 对应 2021 年 4.00 亿利润, 目标价 17.08 元, 给予“买入”评级。

表 7: 可比公司情况 (亿元)

证券简称	总市值	2020E 净利润	2021E 净利润	2022E 净利润	2020EPE	2021EPE	2022EPE
歌尔股份	1,356.03	28.077	40.28	51.94	48.30	33.67	26.11
立讯精密	4,270.04	71.87	101.13	130.46	59.42	42.22	32.73

资料来源: Wind、天风证券研究所

## 5. 风险提示

客户送样不及预期风险: 若公司送样不及预期, 将影响产能利用率, 影响公司业绩增长。

受疫情影响, 下游应用需求不及预期: 2020 年初在全球范围内快速蔓延的新型冠状病毒肺炎疫情, 对全球经济造成严重冲击, 全球供应链体系受到严重挑战, 严重限制了物流、人员往来及商业活动的开展。如果新型冠状病毒肺炎继续扩散, 会对公司业务产生不利影响, 其影响程度将取决于疫情蔓延程度、疫情防控情况、持续时间以及恢复情况等。若下游景气度不及预期, 将影响公司产能利用率, 影响公司业绩增长。

项目建设不及预期: 若公司项目建设进度延缓, 将影响公司的产能和供货情况, 影响公司的业绩增长。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	409.56	561.48	334.30	478.06	674.06
应收票据及应收账款	1,025.54	1,214.17	1,015.01	1,834.69	2,183.38
预付账款	61.66	36.33	40.90	81.86	89.32
存货	531.44	524.04	485.91	997.36	1,045.07
其他	304.92	309.52	240.46	366.43	390.07
<b>流动资产合计</b>	<b>2,333.12</b>	<b>2,645.54</b>	<b>2,116.59</b>	<b>3,758.40</b>	<b>4,381.91</b>
长期股权投资	294.15	374.07	374.07	374.07	374.07
固定资产	698.26	652.90	654.55	670.05	680.86
在建工程	59.61	36.21	57.73	82.64	79.58
无形资产	221.19	204.01	185.32	166.63	147.95
其他	1,170.19	306.51	282.94	293.19	292.66
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,443.40</b>	<b>1,573.70</b>	<b>1,554.61</b>	<b>1,586.58</b>	<b>1,575.11</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,805.82</b>	<b>4,237.77</b>	<b>3,694.95</b>	<b>5,368.85</b>	<b>5,979.07</b>
短期借款	418.27	430.69	79.00	129.04	232.98
应付票据及应付账款	1,080.71	1,056.24	1,014.63	2,008.31	2,146.21
其他	742.19	397.15	425.55	629.02	519.62
<b>流动负债合计</b>	<b>2,241.17</b>	<b>1,884.09</b>	<b>1,519.19</b>	<b>2,766.36</b>	<b>2,898.81</b>
长期借款	822.44	390.53	0.00	27.06	10.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.48	32.91	29.76	30.38	31.02
<b>非流动负债合计</b>	<b>850.92</b>	<b>423.44</b>	<b>29.76</b>	<b>57.44</b>	<b>41.11</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,092.08</b>	<b>2,307.52</b>	<b>1,548.95</b>	<b>2,823.81</b>	<b>2,939.92</b>
少数股东权益	57.65	1.74	0.23	(1.21)	(4.93)
股本	468.38	468.38	468.38	468.38	468.38
资本公积	828.81	829.26	829.26	829.26	829.26
留存收益	1,180.22	1,496.13	1,677.38	2,077.87	2,575.69
其他	(821.32)	(865.28)	(829.26)	(829.26)	(829.26)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,713.74</b>	<b>1,930.24</b>	<b>2,146.00</b>	<b>2,545.04</b>	<b>3,039.15</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,805.82</b>	<b>4,237.77</b>	<b>3,694.95</b>	<b>5,368.85</b>	<b>5,979.07</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(220.60)	349.68	193.40	399.99	527.00
折旧摊销	122.61	115.46	55.53	58.28	60.93
财务费用	114.23	63.84	20.08	1.06	3.44
投资损失	(5.76)	(174.80)	(50.00)	0.00	0.00
营运资金变动	(252.60)	142.41	63.13	(350.66)	(289.15)
其它	381.43	(162.03)	(124.06)	24.89	19.45
<b>经营活动现金流</b>	<b>139.31</b>	<b>334.57</b>	<b>158.08</b>	<b>133.56</b>	<b>321.68</b>
资本支出	167.46	103.82	63.15	79.38	49.37
长期投资	87.23	79.92	0.00	0.00	0.00
其他	(945.96)	(7.50)	193.19	(204.48)	(158.08)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(691.27)</b>	<b>176.24</b>	<b>256.35</b>	<b>(125.10)</b>	<b>(108.71)</b>
债权融资	1,793.12	1,003.93	358.47	494.29	509.86
股权融资	362.93	(92.04)	15.93	(1.06)	(3.44)
其他	(1,345.52)	(1,319.73)	(1,016.00)	(357.95)	(523.39)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>810.53</b>	<b>(407.84)</b>	<b>(641.60)</b>	<b>135.29</b>	<b>(16.96)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>258.57</b>	<b>102.97</b>	<b>(227.18)</b>	<b>143.75</b>	<b>196.00</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>4,041.90</b>	<b>4,445.54</b>	<b>4,178.81</b>	<b>5,975.70</b>	<b>8,425.74</b>
营业成本	3,547.87	3,684.71	3,468.41	4,959.83	6,976.51
营业税金及附加	24.05	23.55	25.12	34.38	47.92
营业费用	110.58	93.85	83.58	119.51	168.51
管理费用	122.87	161.11	125.36	179.27	337.03
研发费用	206.94	189.71	167.15	262.93	337.03
财务费用	106.41	48.99	20.08	1.06	3.44
资产减值损失	145.76	(31.64)	0.00	5.00	0.00
公允价值变动收益	(37.33)	36.01	(122.48)	26.37	23.25
投资净收益	(39.81)	130.91	50.00	0.00	0.00
其他	124.64	(295.84)	144.95	(52.73)	(46.50)
<b>营业利润</b>	<b>(270.08)</b>	<b>404.19</b>	<b>216.62</b>	<b>440.08</b>	<b>578.54</b>
营业外收入	6.90	10.20	6.02	7.71	7.98
营业外支出	5.31	36.12	16.39	19.27	23.93
<b>利润总额</b>	<b>(268.49)</b>	<b>378.26</b>	<b>206.25</b>	<b>428.51</b>	<b>562.59</b>
所得税	(47.89)	28.58	14.44	30.00	39.38
<b>净利润</b>	<b>(220.60)</b>	<b>349.68</b>	<b>191.81</b>	<b>398.52</b>	<b>523.20</b>
少数股东损益	(1.54)	(3.43)	(1.59)	(1.47)	(3.80)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(219.06)</b>	<b>353.11</b>	<b>193.40</b>	<b>399.99</b>	<b>527.00</b>
每股收益(元)	(0.47)	0.75	0.41	0.85	1.13

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-0.17%	9.99%	-6.00%	43.00%	41.00%
营业利润	-268.19%	-249.66%	-46.40%	103.15%	31.46%
归属于母公司净利润	-267.50%	-261.19%	-45.23%	106.82%	31.75%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.22%	17.11%	17.00%	17.00%	17.20%
净利率	-5.42%	7.94%	4.63%	6.69%	6.25%
ROE	-13.23%	18.31%	9.01%	15.71%	17.31%
ROIC	-7.53%	22.08%	11.94%	22.85%	25.13%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.34%	54.45%	41.92%	52.60%	49.17%
净负债率	80.73%	22.92%	1.13%	0.64%	-5.40%
流动比率	1.05	1.41	1.41	1.37	1.52
速动比率	0.82	1.14	1.09	1.01	1.16
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.57	3.97	3.75	4.19	4.19
存货周转率	7.13	8.42	8.28	8.06	8.25
总资产周转率	0.90	0.98	1.05	1.32	1.48
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.47	0.75	0.41	0.85	1.13
每股经营现金流	0.30	0.71	0.34	0.29	0.69
每股净资产	3.54	4.12	4.58	5.44	6.50
<b>估值比率</b>					
市盈率	-19.46	12.07	22.04	10.66	8.09
市净率	2.57	2.21	1.99	1.67	1.40
EV/EBITDA	17.72	7.07	13.39	7.75	5.69
EV/EBIT	175.78	8.26	16.53	8.77	6.28

### 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com