

1 季度毛利率同环比提升，股权激励计划将助力公司长远发展

核心观点

- 业绩符合预期。**2022 年营业收入 17.69 亿元，同比增长 35.9%；归母净利润 0.87 亿元，同比增长 43.7%；扣非归母净利润 0.65 亿元，同比增长 30.4%。4 季度营业收入 5.68 亿元，同比增长 47.5%，环比增长 18.3%；归母净利润 0.29 亿元，同比增长 74.8%，环比增长 28.8%；扣非归母净利润 0.11 亿元，同比下降 9.7%，环比下降 49.1%。1 季度营业收入 4.53 亿元，同比增长 23.0%；归母净利润 0.30 亿元，同比增长 138.9%；扣非归母净利润 0.28 亿元，同比增长 129.5%。
- 1 季度毛利率同环比回升，现金流大幅好转。**2022 全年毛利率 20.3%，同比下降 6.4 个百分点，毛利率下降预计主要系产品结构调整以及原材料价格上涨所致；2023 年 1 季度毛利率 23.4%，同比提升 3.4 个百分点，环比提升 2.7 个百分点，预计主要系原材料价格下降带动。2022 全年期间费用率 13.6%，同比下降 7.5 个百分点，其中管理费用率同比下降 2.9 个百分点，主要系 21 年存在上市费用、员工海外差旅补助费等；财务费用率同比下降 3.6 个百分点，主要系汇兑收益增加较多。2023 年 1 季度期间费用率 15.8%，同比下降 0.3 个百分点。2022 全年经营活动现金流净额-0.35 亿元，21 年同期为-0.22 亿元，主要系应收账款余额、存货余额、研发支出增加等因素影响所致；2023 年 1 季度经营活动现金流净额 0.61 亿元，同比增长 156.4%，主要系公司业务增量回款增加、收到出口退税增加所致。
- 扬声器产品量价齐升，功放、AVAS 等汽车电子产品带动单车价值提升。**公司深耕车载扬声器业务数十年，与国内外知名车企形成长期稳定合作关系，持续扩大市场份额，2022 年公司车载扬声器在全球及中国市场市占率分别提升至 12.95%、20.66%；2022 年车载扬声器收入 13.82 亿元，同比增长 21.3%；扬声器单价约 20.7 元，同比增长约 9%；汽车电子产品车载功放及 AVAS 等持续放量，2022 年车载功放业务收入 2.68 亿元，同比增长 226.4%；AVAS 业务收入 0.57 亿元，同比增长 116.1%，功放及 AVAS 等产品放量有望进一步丰富公司产品结构，实现单车配套价值持续提升。
- 发布股权激励计划，助力公司长远发展。**公司发布 2023 年限制性股票激励计划草案，激励对象包括 8 名董事或高管、6 名核心技术人员及 168 名其他员工，拟授予的限制性股票数量为 320 万股，占股本总额约 2%，授予价格为 26.6 元/股。此次激励计划公司层面考核目标（归属比例 100%）为：以 2020-2022 三年净利润（扣除股份支付费用后的归母净利润）为基数，2023/2024/2025 年净利润增长率不低于 30%/50%/70%，对应 2023/2024/2025 年净利润分别为 0.97/1.12/1.27 亿元。此次激励计划有助于将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合，充分调动管理团队和员工积极性，吸引和留住公司优秀人才，为公司长远发展夯实基础。

盈利预测与投资建议

- 调整 2023-2024 年收入、毛利率、费用率等，增加 2025 年预测，预测公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.26、1.71、2.25 元（原 2023-2024 年为 1.40、1.92 元），可比公司 23 年 PE 平均估值 42 倍，对应目标价为 52.92 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 业务低于预期、声学行业市场空间问题、汽车芯片供给问题。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,302	1,769	2,393	3,131	3,827
同比增长(%)	19.7%	35.9%	35.3%	30.9%	22.2%
营业利润(百万元)	67	97	230	312	411
同比增长(%)	-23.3%	45.9%	136.5%	35.9%	31.5%
归属母公司净利润(百万元)	61	87	202	274	361
同比增长(%)	-19.7%	43.7%	131.7%	35.8%	31.5%
每股收益(元)	0.38	0.54	1.26	1.71	2.25
毛利率(%)	26.7%	20.3%	23.4%	24.1%	24.9%
净利率(%)	4.7%	4.9%	8.4%	8.8%	9.4%
净资产收益率(%)	7.0%	8.2%	16.8%	19.1%	20.5%
市盈率	106.3	74.0	31.9	23.5	17.9
市净率	6.3	5.9	5.0	4.1	3.3

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（2023年04月28日）	40.3元
目标价格	52.92元
52周最高价/最低价	88/36.61元
总股本/流通A股（万股）	16,000/4,000
A股市值（百万元）	6,448
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023年05月03日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.26	-8.68	-29.43	3.22
相对表现	5.35	-9.42	-25.78	0.47
沪深300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



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

联系人

袁俊轩	yuanjunxuan@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

相关报告

业绩符合预期，预计新建产能达产后将保障盈利增长	2022-10-29
2 季度盈利能力环比改善，积极拓展新客户新订单	2022-08-30
单车价值量提升及拓展新客户将保障盈利增长	2022-04-30

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2023年4月28日	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
华阳集团	002906	28.32	0.63	0.80	1.10	1.50	45.17	35.45	25.71	18.89
德赛西威	002920	103.38	1.50	2.13	2.89	3.97	68.91	48.48	35.72	26.07
中科创达	300496	84.49	1.41	1.68	2.29	3.07	59.71	50.28	36.87	27.55
用友网络	600588	21.61	0.21	0.06	0.20	0.33	104.80	338.71	109.58	65.07
经纬恒润-W	688326	140.89	1.22	1.96	2.69	3.88	115.65	72.07	52.29	36.34
调整后平均							77.81	56.94	41.62	29.99

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	327	544	837	1,096	1,339	营业收入	1,302	1,769	2,393	3,131	3,827
应收票据、账款及款项融资	418	678	820	1,093	1,372	营业成本	954	1,410	1,832	2,376	2,872
预付账款	11	7	15	20	21	营业税金及附加	9	10	14	19	23
存货	258	340	458	603	713	销售费用	25	26	36	47	57
其他	182	42	87	108	86	管理费用及研发费用	219	236	311	407	498
流动资产合计	1,197	1,611	2,217	2,921	3,532	财务费用	30	(22)	(27)	(23)	(25)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	11	38	12	9	7
固定资产	305	330	363	331	247	公允价值变动收益	0	0	4	4	4
在建工程	45	158	158	164	166	投资净收益	9	7	(3)	(3)	(3)
无形资产	42	70	64	57	51	其他	4	19	15	15	15
其他	33	66	42	49	52	营业利润	67	97	230	312	411
非流动资产合计	425	624	628	601	516	营业外收入	3	1	2	2	2
资产总计	1,622	2,235	2,845	3,522	4,047	营业外支出	3	3	3	3	3
短期借款	254	434	779	1,044	1,055	利润总额	66	95	229	311	410
应付票据及应付账款	224	364	480	598	739	所得税	6	8	27	37	49
其他	107	186	136	155	168	净利润	61	87	201	274	361
流动负债合计	585	984	1,394	1,797	1,962	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
长期借款	0	138	138	138	138	归属于母公司净利润	61	87	202	274	361
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.38	0.54	1.26	1.71	2.25
其他	7	10	9	10	10						
非流动负债合计	7	148	148	148	148	主要财务比率					
负债合计	592	1,132	1,542	1,945	2,109		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	1	2	1	1	1	成长能力					
实收资本(或股本)	160	160	160	160	160	营业收入	19.7%	35.9%	35.3%	30.9%	22.2%
资本公积	699	699	699	699	699	营业利润	-23.3%	45.9%	136.5%	35.9%	31.5%
留存收益	181	249	451	725	1,086	归属于母公司净利润	-19.7%	43.7%	131.7%	35.8%	31.5%
其他	(10)	(6)	(8)	(8)	(7)	获利能力					
股东权益合计	1,031	1,103	1,303	1,577	1,938	毛利率	26.7%	20.3%	23.4%	24.1%	24.9%
负债和股东权益总计	1,622	2,235	2,845	3,522	4,047	净利率	4.7%	4.9%	8.4%	8.8%	9.4%
						ROE	7.0%	8.2%	16.8%	19.1%	20.5%
						ROIC	7.6%	4.6%	9.1%	10.2%	11.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	36.5%	50.6%	54.2%	55.2%	52.1%
净利润	61	87	201	274	361	净负债率	0.0%	4.5%	6.9%	6.3%	0.0%
折旧摊销	287	45	149	202	257	流动比率	2.05	1.64	1.59	1.63	1.80
财务费用	30	(22)	(27)	(23)	(25)	速动比率	1.59	1.29	1.24	1.27	1.41
投资损失	(9)	(7)	3	3	3	营运能力					
营运资金变动	(144)	(147)	(209)	(303)	(252)	应收账款周转率	4.2	3.8	3.7	3.9	3.7
其它	(248)	9	29	(2)	1	存货周转率	4.3	4.7	4.4	4.2	4.1
经营活动现金流	(22)	(35)	147	152	344	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
资本支出	(625)	(209)	(159)	(169)	(169)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.38	0.54	1.26	1.71	2.25
其他	410	156	(55)	(15)	30	每股经营现金流	-0.14	-0.22	0.92	0.95	2.15
投资活动现金流	(215)	(53)	(214)	(184)	(138)	每股净资产	6.43	6.88	8.14	9.85	12.11
债权融资	3	153	(11)	2	2	估值比率					
股权融资	259	0	0	0	0	市盈率	106.3	74.0	31.9	23.5	17.9
其他	(92)	134	372	288	36	市净率	6.3	5.9	5.0	4.1	3.3
筹资活动现金流	170	287	361	291	38	EV/EBITDA	16.0	51.3	17.5	12.5	9.6
汇率变动影响	(10)	13	-0	-0	-0	EV/EBIT	63.5	81.9	30.3	21.3	16.0
现金净增加额	(78)	213	294	259	243						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有上声电子(688533，买入)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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。