

# 股权激励发布 2023 加速升级

## 上声电子(688533)系列点评之七

### 事件概述

公司发布 2022 年报：2022 全年实现营收 17.69 亿元，同比+35.9%，归母净利润 0.87 亿元，同比+43.7%，扣非归母净利润 0.65 亿元，同比+30.4%；其中 22Q4 实现营收 5.68 亿元，同比+47.5%，环比+18.3%，归母净利润 0.29 亿元，同比+74.8%，环比+28.8%。

同期公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案）。

### 分析判断：

#### ► 汽车声学龙头 2023 加速升级

**营收端：**2022 全年实现营收 17.69 亿元，同比+35.9%，我们预计主要受益新势力、新能源客户（蔚来、理想、华为金康、比亚迪等）配套增长拉动，其中 22Q4 实现营收 5.68 亿元，同比+47.5%，环比+18.3%。分业务看，车载扬声器、车载功放、AVAS 2022 年收入分别 13.82、2.68、0.57 亿元，同比分别+21.3%、+226.4%、+116.1%，值得注意的是，2022 年公司扬声器单价提升至 20.7 元/只，对比 2020-2021 分别提升 18.4%和 8.9%；分区域看，2022 年境内、境外收入分别 9.63、7.44 亿元，同比分别+68.1%、+10.2%，境内增速亮眼。

**利润端：**2022 全年公司毛利率 20.3%，同比-6.4pct，主要受原材料及芯片价格上涨影响，根据 Wind 行业数据，公司重要原材料金属钽 2022 全年价格平均 82.8 万元/吨，同比+39.2%。22Q4 伴随原材料价格走低，公司毛利率环比提升 1.9pct 至 20.7%，其中扬声器业务 22Q4 毛利率 23.6%，对比 22Q1-Q3 提升 4.6pct（我们预计未有补偿款收入确认），如此前提下后续建议重点关注扬声器业务毛利率修复。

**费用端：**2022 年公司销售、管理、研发、财务费率分别 1.5%、7.1%、6.2%、-1.2%，同比分别-0.5pct、-2.9pct、-0.6pct、-3.6pct，合计-7.5pct，对冲毛利率下滑影响，规模效应凸显。

#### ► 发布股票激励计划 保障公司中长期发展

同期公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案）：拟授予限制性股票 320.0 万股，占公司股本总额 2%，首次授予 293.3 万股，预留 26.7 万股；授予价格 26.6 元/股，相较现价折价 32.5%；首次授予对象 182 人，占 2022 年底员工总数的 8.5%，董事、高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员、核心骨干员工等均有覆盖。归属期限分三期执行，每期归属比

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	39.38
股票代码：	688533
52 周最高价/最低价：	88.0/35.01
总市值(亿)	63.01
自由流通市值(亿)	15.75
自由流通股数(百万)	40.00



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

### 相关研究

- 【华西汽车】上声电子（688533）2022 年业绩快报点评：汽车声学龙头 2023 加速升级  
2023.02.27
- 【华西汽车】上声电子（688533）2022 年三季报点评：Q3 业绩符合预期 新客户加速放量  
2022.10.29
- 【华西汽车】上声电子（688533）2022 年半年报点评：Q2 收入符合预期 新客户逐步放量  
2022.08.30

例各 40%、30%、30%。

公司层面 2023-2025 年业绩考核要求：1) 归属比例 100%：以 2020-2022 年平均净利润为基数，2023-2025 年净利润增长率分别不低于 30%、50%、70%；2) 归属比例 80%：以 2020-2022 年平均净利润为基数，2023-2025 年净利润增长率分别不低于 24%、40%、56%；3) 归属比例 60%：以 2020-2022 年平均净利润为基数，2023-2025 年净利润增长率分别不低于 18%、30%、42%。我们认为公司此举有助于吸引和留住优秀人才，充分调动中层管理人员及核心骨干人员积极性，保障公司中长期发展。

### ► 行业扩容+市占率提升 夯实扬声器底盘业务

汽车声学作为人车交互核心载体（另一为视觉），持续受益电动智能+消费升级趋势，至少可看 10 年以上长期发展，空间巨大。行业层面，电动智能+消费升级趋势下，车载扬声器迎来量价齐升（单车搭载数量提升+扬声器技术升级），空间扩容；公司层面，自主龙头地位稳固，竞争对手主要为海外企业，依托技术及全球交付优势进一步开拓欧美市场，2019-2022 年公司全球市占率分别 12.1%、12.6%、12.9%、13.0%，呈现稳步提升趋势，中长期全球市占率预计可提升至 18-20%，持续夯实扬声器底盘。

### ► 扬声器单品到完整声学解决方案 打开广阔增长空间

业务横向拓展，从单品到汽车完整声学解决方案（扬声器+独立功放+AVAS）。1) 技术层面看，独立功放（单车 500-1000 元）向中低端车型渗透，新能源汽车 AVAS（单车 40-100 元）政策强制标配，带动单车配套价值较单扬声器提升两倍以上；2) 客户层面，整车音响系统获蔚来、理想、华为金康等多客户定点，22Q2 起逐步迎来放量，未来有望凭借扬声器同功放固有粘性拓宽至更多客户。

从硬件到软件，构筑中长期核心竞争力。公司重视核心技术研发积累，拥有声学产品仿真与设计、整车音效设计、声学信号处理技术、数字化扬声器系统等多项技术储备，从现有定位向软件拓展，提高产品附加值并持续增强公司在声学领域的核心竞争力。

### 投资建议

电动智能+消费升级趋势下，车载声学以易感知、场景化必备特点成为智能座舱增配首选，公司作为自主车载扬声器龙头，持续受益电动智能趋势及采购体系变化。鉴于 2023 年行业价格战影响，下调盈利预测，预计公司 2023-2024 年营收由 27.73/37.69 亿元调整为 25.17/36.82 亿元，归母净利由 2.51/4.14 亿元调整为 2.18/3.66 亿元，EPS 由 1.57/2.59 元调整为 1.36/2.29 元；新增 2025 年营收预测 47.89 亿元，归母净利预测 5.38 亿元，对应 EPS 3.36 元。对应 2023 年 4 月 27 日 39.38 元/股收盘价，PE 分别 29/17/12 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

汽车行业景气度不及预期；汽车电子产品客户拓展不及预期；  
原材料价格波动。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,302	1,769	2,517	3,682	4,789
YoY (%)	19.7%	35.9%	42.3%	46.3%	30.1%
归母净利润(百万元)	61	87	218	366	538
YoY (%)	-19.7%	43.7%	149.7%	68.0%	46.9%
毛利率 (%)	26.7%	20.3%	24.2%	25.7%	26.6%
每股收益 (元)	0.38	0.54	1.36	2.29	3.36
ROE	5.9%	7.9%	15.4%	19.0%	20.3%
市盈率	103.86	72.29	28.94	17.22	11.72

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,769	2,517	3,682	4,789	净利润	61	86	251	414
YoY (%)	35.9%	42.3%	46.3%	30.1%	折旧和摊销	48	60	60	60
营业成本	1,410	1,908	2,737	3,514	营运资金变动	-150	-19	-250	-167
营业税金及附加	10	13	18	24	经营活动现金流	-22	131	67	312
销售费用	26	38	55	72	资本开支	-72	-80	-160	-160
管理费用	126	176	250	316	投资	-161	0	0	0
财务费用	-22	-2	10	6	投资活动现金流	-215	-76	-160	-160
研发费用	110	154	221	283	股权募资	271	0	0	0
资产减值损失	-20	0	0	0	债务募资	279	-174	99	-147
投资收益	7	0	0	0	筹资活动现金流	170	-182	93	-153
营业利润	97	236	397	584	现金净流量	-78	-127	0	0
营业外收支	-2	1	1	1	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
利润总额	95	237	398	584	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	8	19	32	47	营业收入增长率	19.7%	35.8%	56.8%	35.9%
净利润	87	218	366	538	净利润增长率	-19.7%	41.1%	192.8%	65.1%
归属于母公司净利润	87	218	366	538	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	43.7%	149.7%	68.0%	46.9%	毛利率	26.7%	20.3%	25.2%	27.1%
每股收益	0.54	1.36	2.29	3.36	净利率	4.6%	4.8%	9.0%	11.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	3.7%	4.8%	10.4%	13.5%
货币资金	544	200	200	210	净资产收益率 ROE	5.9%	7.4%	16.8%	20.3%
预付款项	7	16	18	26	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	340	488	680	886	流动比率	2.05	2.12	1.90	2.11
其他流动资产	721	878	1,306	1,617	速动比率	<b>1.58</b>	<b>1.51</b>	<b>1.29</b>	<b>1.40</b>
流动资产合计	1,611	1,582	2,204	2,739	现金比率	0.56	0.33	0.22	0.19
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	36.5%	34.6%	38.3%	33.7%
固定资产	330	368	454	589	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	70	67	64	61	总资产周转率	0.80	1.00	1.15	1.23
非流动资产合计	624	820	1,063	1,354	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	2,235	2,402	3,266	4,093	每股收益	0.38	0.54	1.57	2.59
短期借款	434	135	170	0	每股净资产	6.43	7.20	9.30	12.73
应付账款及票据	364	470	690	876	每股经营现金流	-0.14	0.82	0.42	1.95
其他流动负债	186	233	333	415	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	984	838	1,193	1,291	<b>估值分析</b>				
长期借款	138	138	138	138	PE	146.51	103.82	35.46	21.48
其他长期负债	10	10	10	10	PB	8.68	7.71	5.97	4.36
非流动负债合计	148	148	148	148					
负债合计	1,132	986	1,341	1,439					
股本	160	160	160	160					
少数股东权益	2	2	2	2					
股东权益合计	1,103	1,416	1,926	2,654					
负债和股东权益合计	2,235	2,402	3,266	4,093					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。