

上声电子（688533.SH）-2022 年报及 2023 一季报点评

增持

功放业务放量，产能逐步释放

核心观点

声学系统放量带动营收增长。上声电子 2022 实现营业收入 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，同比增长 30.4%。公司 2023Q1 实现营收 4.53 亿元，同比+23%，环比-20.2%，归母净利润 0.30 亿元，同比+138.9%，环比+4.8%，扣非归母净利润 0.28 亿，同比+129.5%，环比+150.1%。公司营收增长得益于产品综合竞争优势提升，车载扬声器收入 13.82 亿元，增长 21%，功放、AVAS 开始放量，营收分别为 2.68 亿元、0.57 亿元，同比增长 226%、116%，22 年车载功放占营业收入比重提升至 15.2%，得益于与主流新能源客户的合作，保持较高的增长。

原材料价格扰动以及功放开拓市场致毛利率承压。公司 2022 年销售毛利率 20.29%，同比-6.44pct，净利率 4.91%，同比+0.26pct，其中车载扬声器毛利率 20.45%，同比-4.28%，功放毛利率 15.69%，同比-17.26pct，公司 2022 年毛利率下降主要受到原材料价格的影响，以及拓宽功放市场适当降低了产品价格。2023Q1 销售毛利率 23.41%，同比+3.39pct，环比+2.74pct，净利率 6.63%，同比+3.17pct，环比+1.69pct，预计随着原材料价格回落，以及电子业务放量，毛利率将有所回升。

声学优质赛道，公司从单一音频组件向汽车声学系统升级，综合竞争力提升。公司 2022 年车载扬声器业务全球、国内市场市占率分别为 13%、21%，保持行业领先优势，同时公司发布可转债用于汽车音响系统及电子产品项目的开发，扩大生产保障交付能力，预计市占率稳步提升。公司在声学产品仿真与设计、整车音响设计、声学信号处理、数字化扬声器系统四个研发方向搭建核心技术平台，目前具备车载声学系统研发、制造、调音等软硬件综合能力，从单一音频组件向汽车声学系统升级，单车价值量从 100-200 元提升至 800-1500 元左右，打开长期成长空间。

风险提示：汽车行业销量不及预期、客户拓展风险、原材料涨价风险、同业竞争风险、政策风险、市场风险、技术风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。考虑到终端价格战带到市场需求波动及降价压力，下调盈利预测，预测公司 2023-2025 年归母净利润 1.70/2.73/4.01 亿元（原 23/24 年为 2.25/3.28 亿元），同比增长 94.7%/60.9%/46.9%，每股收益 1.06/1.71/2.51 元，对应 PE 为 40/25/17 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,302	1,769	2,360	3,240	4,171
(+/-%)	19.7%	35.9%	33.4%	37.3%	28.7%
净利润(百万元)	61	87	170	273	401
(+/-%)	-19.7%	43.7%	94.7%	60.9%	46.9%
每股收益(元)	0.38	0.54	1.06	1.71	2.51
EBIT Margin	7.3%	4.9%	8.5%	9.7%	10.8%
净资产收益率 (ROE)	5.9%	7.9%	13.7%	18.8%	22.6%
市盈率 (PE)	111.8	77.8	40.0	24.8	16.9
EV/EBITDA	53.3	58.6	33.5	22.8	16.7
市净率 (PB)	6.59	6.16	5.48	4.66	3.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

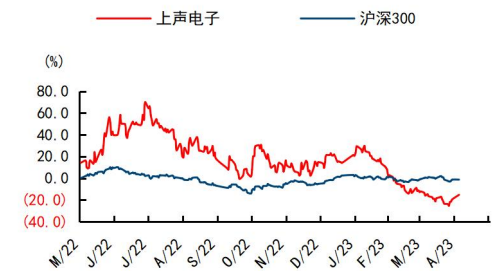
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

联系人：王少南
021-60375446
wangshaonan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	42.39 元
总市值/流通市值	6782/1696 百万元
52 周最高价/最低价	88.00/36.61 元
近 3 个月日均成交额	77.37 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《上声电子（688533.SH）-2022 年三季报点评-单三季度归母净利润同比增长 62%》——2022-10-30
- 《上声电子（688533.SH）-2022 年中报点评-功放业务放量，季度盈利环比改善》——2022-09-01
- 《车载功放、AVAS 收入高速增长，加强研发助力产品升级》——2022-03-01
- 《上声电子-688533-深度报告：车载声学量价齐升，产品客户持续拓展》——2022-01-14

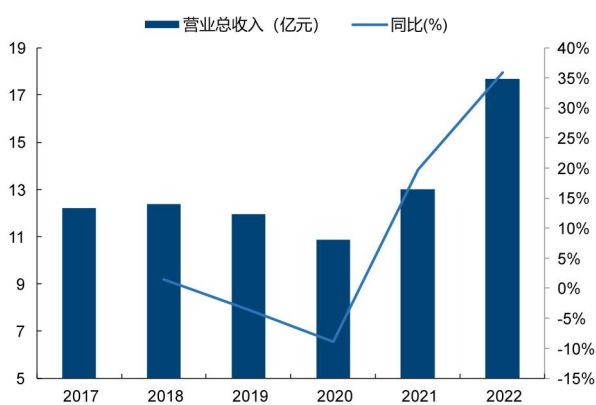
上声电子 2022 实现营业收入 17.69 亿元，同比+35.9%，归母净利润 0.87 亿元，同比增长 43.7%，扣非归母净利润 0.65 亿元，同比+30.4%。公司 2023Q1 实现营收 4.53 亿元，同比+23%，环比-20.2%，归母净利润 0.30 亿元，同比+138.9%，环比+4.8%，扣非归母净利润 0.28 亿，同比+129.5%，环比+150.1%。公司营收增长得益于产品综合竞争优势提升，车载扬声器收入 13.82 亿元，增长 21%，功放、AVAS 开始放量，营收分别为 2.68 亿元、0.57 亿元，同比增长 226%、116%。

公司 2022 年销售毛利率 20.29%，同比-6.44pct，净利率 4.91%，同比+0.26pct，其中车载扬声器毛利率 20.45%，同比-4.28%，功放毛利率 15.69%，同比-17.26pct，公司 2022 年毛利率下降主要受到原材料（稀土、大宗金属、电子元器件）价格的影响，以及拓宽功放市场适当降低了产品价格。2023Q1 销售毛利率 23.41%，同比+3.39pct，环比+2.74pct，净利率 6.63%，同比+3.17pct，环比+1.69pct。预计随着原材料价格回落，以及电子业务放量，毛利率将有所回升。

费用端，2022 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.48%、7.14%、6.21%、-1.24%，同比-0.46pct、-2.94pct、-0.54pct、-3.58pct。2023Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.69%、7.55%、7.08%、-0.55%，同比-0.01pct、+0.19pct、+0.35pct、-0.79pct，环比+0.16pct、1.01pct、+0.76pct、+0.81pct。公司保持较高的研发费用，2022 年研发费用同比增长 25%，用于巩固在车载扬声器方面的既有优势，同时着力研发成长中的电子和声学应用软件，在声学产品仿真与设计、整车音响设计、声学信号处理、数字化扬声器系统四个研发方向搭建核心技术平台。

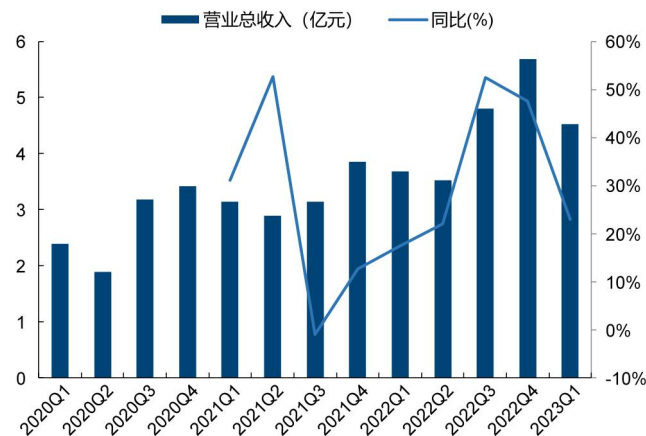
公司业绩提升主要系：1、产品结构改善，营收增长，2、管理费用和销售费用保持稳定，3、2022 年产生汇兑收益而 2021 年为汇兑损失。

图1：公司营业收入及增速



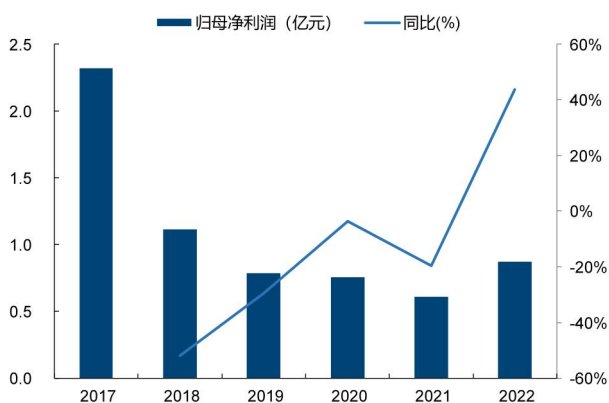
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



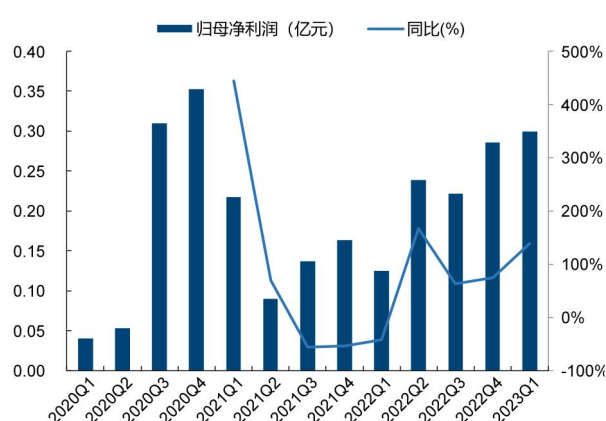
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 公司净利润及增速



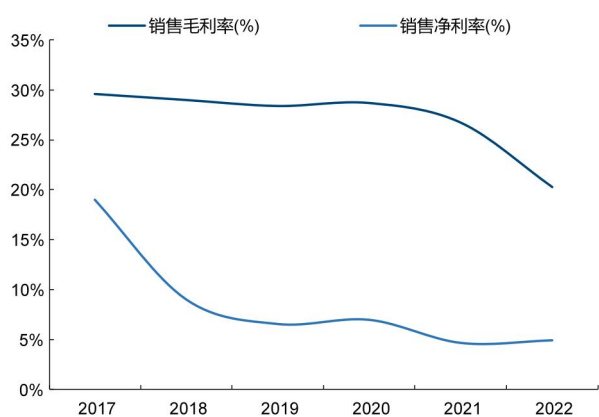
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度净利润



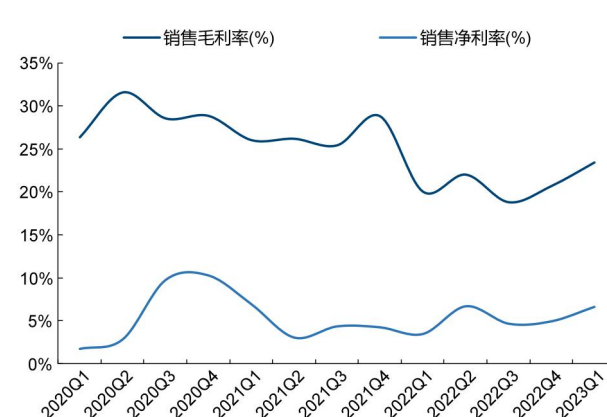
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司专注于车载声学三十余年，2022 年扬声器全球份额提升至 12.95%。

公司较早实现了车载扬声器的国产化配套，于 1997 年成为上汽通用扬声器供应商，发展至今已成为国内市占率第一的扬声器制造商，2022 年公司车载扬声器产品产销量分别为 6603 万只和 6685 万只，与上年同比分别增长 7.31%和 11.41%。同时在全球市场市占率稳步提升，2019-2022 年公司车载扬声器在全球乘用车及轻型商用车市场占有率分别为 12.10%、12.64%、12.92%、12.95%。

公司具有优秀的全球交付能力，除国内生产销售中心外，境外在捷克、巴西、墨西哥等地设立生产基地，在底特律、欧洲、墨西哥设立销售服务公司，持续深耕车载声学系统，同时于 2013 年在德国建立工程中心专注于调音，目前公司具备车载声学系统研发、制造、调音等软硬件综合能力。

表1：公司扬声器销量与市场份额

扬声器（万个,%）		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度
中 国	公司销量	3210	2926	2681	2488	2797	3454
	市场容量	15868	15239	13947	13221	14148	16719
	市场占有率	20.23	19.20	19.22	18.82	19.77	20.66
美 洲	公司销量	1750	1831	1882	1547	1692	1818
	市场容量	12873	12886	12383	9709	9304	10403
	市场占有率	13.59	14.21	15.20	15.93	18.19	17.48
欧 洲	公司销量	1911	1875	1862	1560	1328	1260
	市场容量	13242	13628	13047	10360	9592	9764
	市场占有率	14.43	13.76	14.27	15.06	13.85	12.90
其 他	公司销量	87	97	59	58	47	59
	市场容量	15055	14870	14193	11427	12345	14003
	市场占有率	0.57	0.65	0.42	0.51	0.38	0.42
合 计	公司销量	6958	6729	6484	5652	5864	6591
	市场容量	57038	56623	53571	44717	45389	50889
	市场占有率	12.20	11.88	12.10	12.64	12.92	12.95

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：公司销量为公司车载扬声器总销量扣除重卡用扬声器销量后的数据。

车载功放、AVAS 快速放量，从单一音频组件到汽车声学系统，单车配套价值量提升 6 倍以上。

声学是消费者终端感知的重要途径，是车内具有消费品属性的环节之一，受益于智能座舱对声学系统的高标准，车内使用的扬声器数量总体呈上升趋势，车载功放配置也从高端车型下放，数字化车载功放有望进一步提高价值量，AVAS 是法律强制要求的新能源汽车警报系统，有望随着新能源汽车的渗透率提升快速放量。公司单车配套价值从 100-200 元（单车 4-6 个扬声器）提升至 800-1500 元左右（单车 5-20 个扬声器+功放+AVAS 的综合声学系统）。

公司功放、AVAS 开始放量，2022 年公司功放、AVAS 销量分别为 34.17 万只、139.44 万只，营收分别为 2.68 亿元、0.57 亿元，收入同比增长 226%、116%，车载功放占营业收入比重提升，21 年为 6.3%，22 已经提升至 15.2%，得益于与主流新能源客户的合作，保持较高的增速。

智能制造与产能扩产，保障交付能力与竞争力。

公司上市募集资金用于扩产扬声器项目和扩充汽车电子项目，其中扩充扬声器项目预计形成年产 2500 万只车载扬声器生产能力，扩充汽车电子项目预计形成 25 万台新能源汽车行人警示器、20 万台车用功率放大器、15 万台纯数字化扬声器芯片模组的生产能力，两个项目预计均在 2023 年 6 月前投资完毕，并陆续投产。

公司于 2022 年发行可转债募集资金，拟募集金额不超过 5.2 亿元，主要用于汽车音响系统及电子产品项目的开发，项目实施主体为上声在合肥设立的全资子公司。预计形成低频扬声器 1200 万只/年、中频扬声器 600 万只/年、低音炮 90 万只/年、车载功放及带控制器的 AVAS 180 万只/年。

同时，2022 年公司持续开展智能制造、自动化技术改造、节能降耗，扩充产能的同时降本增效，包括对茹声电子新建 STM 线和总装线，对捷克和墨西哥上声进行自动化生产线改造以及扬声器产线建设等，以强化过程管控，落实降本增效措施，提高生产工序自动化，提高产品一致性。

表2：公司现有产能以及规划产能情况

产品类别及产能阶段		产能情况（万只）	投产时间
车载扬声器（含低音炮）	截至 2022 年末产能	6048.33	已投产
	已规划产能	2760.00	预计 2023 年 6 月投产
	22 年募投项目产能	1890.00	预计 2025 年投产
车载功放（注 1）	截至 2022 年末产能	40.64	已投产
	已规划产能	24.38	预计 2023 年 6 月投产
汽车电子	AVAS	195.05	已投产
	已规划产能	81.27	预计 2023 年 6 月投产
	车载功放及带控制器的 AVAS	22 年募投项目产能	180.00

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注 1：带控制器的 AVAS 与车载功放可共线生产，此处产能包括带控制器的 AVAS

发布 2023 年限制性股票激励计划（草案）。

公司公布 2023 年限制性股票激励计划（草案），本次拟授予公司 182 人限制性股票数量 320 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 16000 万股的 2%。其中，首次授予 293.3 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.83%，约占本次授予权益总额的 91.66%。本计划授予限制性股票授予价格为 26.60 元/股。以期提升公司竞争能力以及调动员工的积极性，保障长期增长动力。

本次股权激励考核年度为 2023-2025 年，公司层面具体考核要求为，对于 2023-2025 年，以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2024-2025 年净利润要求为：1、归属比例 100%，2023-2025 年净利润增长率不低于 30%、50%、70%；2、归属比例 80%，2023-2025 年净利润增长率不低于 24%、40%、56%；3、归属比例 60%，2023-2025 年净利润增长率不低于 30%、50%、70%。

表3：本激励计划各年度业绩考核目标

绩效考核指标	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B	业绩考核目标 C
第一个归属期(2023 年)	以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 30%	以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 24%	以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 18%
第二个归属期(2024 年)	以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 50%	以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 40%	以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30%
第三个归属期(2025 年)	以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 70%	以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 56%	以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 42%
公司层面归属比例	100%	80%	60%
个人层面归属比例	100%	100%	80%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到公司业务开拓的价格策略以及终端价格战带来的需求波动与降价压力，下调盈利预测，预测公司 2023-2025 年营收分别为 23.60/32.40/41.71 亿元（原 23、24 年为 25.01/32.87 亿元），同比增长 33.4%/37.3%/28.7%，预测公司 2023-2025 年归属母公司净利润为 1.70/2.73/4.01 亿元（原 23、24 年为 2.25/3.28 亿元），同比增长 94.7%/60.9%/46.9%，每股收益 1.06/1.71/2.51 元，对应 PE 为 40/25/17 倍，维持“增持”评级。

表4: 同类公司估值比较 (20230504)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002920.SZ	德赛西威	买入	103.38	574	2.13	3.01	4.15	48	34	24
002906.SZ	华阳集团	买入	28.32	135	0.80	1.13	1.51	35	25	19
603997.SH	继峰股份	增持	12.77	144	-1.27	0.35	0.62		37	21
	平均				0.55	1.50	2.09	41	32	21
688533.SH	上声电子	增持	40.30	64	0.54	1.06	1.71	78	40	25

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	327	544	652	669	696	营业收入	1302	1769	2360	3240	4171
应收款项	344	609	776	976	1143	营业成本	954	1410	1809	2454	3122
存货净额	258	340	439	596	760	营业税金及附加	9	10	13	18	23
其他流动资产	106	115	154	212	272	销售费用	25	26	33	45	58
流动资产合计	1197	1611	2025	2456	2874	管理费用	131	126	159	210	266
固定资产	350	488	554	617	653	研发费用	88	110	146	198	250
无形资产及其他	42	70	67	65	62	财务费用	30	(22)	17	20	17
投资性房地产	33	66	66	66	66	投资收益	9	7	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	20	1	1	1
资产总计	1622	2235	2713	3204	3655	其他收入	(96)	(148)	(146)	(198)	(250)
短期借款及交易性金融负债	261	456	627	650	520	营业利润	67	97	185	297	436
应付款项	224	364	487	662	844	营业外净收支	(1)	(2)	0	0	0
其他流动负债	100	164	212	288	367	利润总额	66	95	185	297	436
流动负债合计	585	984	1326	1600	1732	所得税费用	6	8	16	25	37
长期借款及应付债券	0	138	138	138	138	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)	(2)
其他长期负债	7	10	10	10	10	归属于母公司净利润	61	87	170	273	401
长期负债合计	7	148	148	148	148	现金流量表（百万元）					
负债合计	592	1132	1474	1748	1880	净利润	61	87	170	273	401
少数股东权益	1	2	1	0	(1)	资产减值准备	1	19	11	4	3
股东权益	1029	1101	1237	1456	1776	折旧摊销	43	48	46	58	65
负债和股东权益总计	1622	2235	2713	3204	3655	公允价值变动损失	(1)	(20)	(1)	(1)	(1)
						财务费用	30	(22)	17	20	17
						营运资本变动	(155)	(162)	(122)	(161)	(127)
						其它	(1)	(19)	(12)	(5)	(4)
						经营活动现金流	(53)	(47)	92	168	337
						资本开支	(55)	(218)	(120)	(120)	(100)
						其它投资现金流	(152)	157	0	0	0
						投资活动现金流	(207)	(61)	(120)	(120)	(100)
						权益性融资	(10)	1	0	0	0
						负债净变化	0	138	0	0	0
						支付股利、利息	(12)	(31)	(34)	(55)	(80)
						其它融资现金流	216	108	171	23	(130)
						融资活动现金流	182	324	137	(31)	(210)
						现金净变动	(78)	217	109	16	27
						货币资金的期初余额	405	327	544	652	669
						货币资金的期末余额	327	544	652	669	696
						企业自由现金流	(80)	(252)	(13)	66	252
						权益自由现金流	135	(6)	143	71	107

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032