



功放产品放量 毛利率边际改善

——上声电子（688533.SH）年报点评报告

事件：

公司发布 2022 年报和 2023Q1 季报。2022 年公司实现营业收入 17.69 亿元，同比增长 35.86%，实现归母净利润 0.87 亿元，同比增长 43.68%；其中 2022Q4 营业收入 5.68 亿元，同比增长 47.54%，环比增长 18.34%，归母净利润 0.29 亿元，同比增长 74.79%，环比增长 28.75%。

2023Q1 公司实现营业收入 4.53 亿元，同比增长 22.98%，环比下降 20.23%，归母净利润 0.3 亿元，同比增长 138.9%，环比增长 4.77%。

投资摘要：

国内扬声器市占率第一，功放开启第二增长曲线。公司较早实现了车载扬声器的国产化配套，是公司主要收入来源，2022 年公司车载扬声器产品销量 6684.62 万只，同比增长 11.41%，收入 13.82 亿元，同比增长 21.27%，国内市占率 20.66%，常年保持第一，全球市占率 12.95%。随着整车配置音响升级，车载功放产品实现大幅增长，2022 年销量 34.17 万只，同比增长 200.89%，收入 2.68 亿元，同比增长 226.4%，主要得益于主要配套客户理想、蔚来、华为金康等的销量增长。新能源汽车销量增长，带动 AVAS 需求的提升，2022 年 AVAS 产品销量 139.44 万只，同比增长 146.18%，收入 0.57 亿元，同比增长 116.09%。

毛利率短期承压，逐季改善。2022 年毛利率 20.29%，同比下降 6.44pct。其中，车载扬声器业务毛利率 20.45%，同比下降 4.28pct，车载功放业务毛利率 15.69%，同比下降 17.26pct，AVAS 业务毛利率 14.38%，同比下降 3.64%。受芯片供应短缺，主要原材料稀土、大宗金属（铁锡铜等）以及电子元器件等价格大幅上涨影响，主要产品毛利率均出现下滑，同时公司为拓宽功放市场适当降低了产品价格导致功放毛利率下滑幅度最大。但随着原材料成本回落，2022Q4 开始毛利率逐季改善，2022Q4 毛利率 20.67%，同比下降 8.14pct，环比上升 1.89pct；2023Q1 毛利率 23.41%，环比上升 2.74pct。

产能扩张加速，股权激励绑定人才。公司通过 IPO 募资和发行可转债等方式扩大扬声器和汽车电子产品产能，巩固竞争地位。2023 年 4 月，公司发布股权激励计划，拟授予的限制性股票数量为 320 万股，首次授予 293.3 万股，预留 26.7 万股，首次授予价格为 26.6 元/股，首次授予的激励对象为 182 人，业绩考核目标为（公司层面归属比例 100%）：2023-2025 年净利润不低于 0.97/1.12/1.27 亿元。通过健全公司长效激励约束机制，吸引和留住优秀人才，激发全员主观能动性，保证公司业绩稳步提升。

规模效应下公司有望量价齐升。在汽车声学系统高端化的趋势下，完整汽车声学系统整体单车价值量大幅提升。目前新势力造车单车价值量为 1000-2000 元，平均配置 8-12 个扬声器、车载功放以及 AVAS，部分车型扬声器数量达 20 个以上。同时车载音响软硬解耦的趋势愈加明显，白牌音响更受青睐。我们认为公司车载扬声器销售单价和单车搭载量以及车载功放、AVAS 渗透率有望稳步增长，实现量价齐升。

投资建议：

我们预测公司 2023-2025 年营业收入为 23.78/30.38/36.93 亿元，同比增长 34.5%/27.7%/21.6%，归母净利润为 1.62/2.25/3.05 亿元，同比增长 85.9%/38.7%/35.7%，对应 PE 分别为 41.9/30.2/22.2 倍。考虑公司作为国内汽车声学龙头，赛道成长空间大，技术和客户积累深厚，产品拓展顺利，给予公司 2023 年 60 倍 PE 的估值，对应股价 60.76 元，市值 97.2 亿元，维持“买入”评级。

评级

买入（维持）

2023 年 5 月 4 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

卢宇峰

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121110013

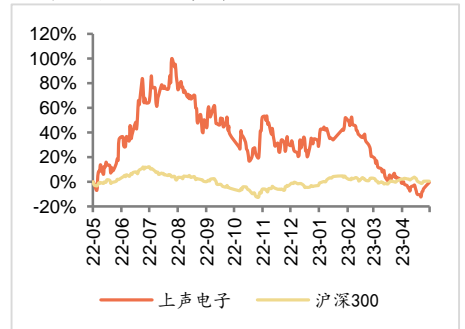
luyufeng@shqsec.com

交易数据

时间 2023.5.4

| | |
|---------------|----------|
| 总市值/流通市值（亿元） | 68/17 |
| 总股本（亿股） | 1.6 |
| 资产负债率 | 48.37% |
| 每股净资产（元） | 7.08 |
| 收盘价（元） | 42.39 |
| 一年内最低价/最高价（元） | 36.61/88 |

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

1、《上声电子首次覆盖报告：量价齐升 响遍全球》2022-12-26

风险提示:

汽车销量不及预期, 汇率波动风险, 客户集中度较高风险, 芯片短缺, 原材料价格上涨, 行业竞争加剧, 技术迭代不及预期。

财务指标预测

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 1,301.98 | 1,768.91 | 2,378.42 | 3,037.53 | 3,692.74 |
| 增长率 (%) | 19.66% | 35.86% | 34.46% | 27.71% | 21.57% |
| 归母净利润 (百万元) | 60.67 | 87.17 | 162.02 | 224.78 | 305.09 |
| 增长率 (%) | -19.67% | 43.68% | 85.88% | 38.73% | 35.73% |
| 净资产收益率 (%) | 5.89% | 7.91% | 13.23% | 16.19% | 18.95% |
| 每股收益(元) | 0.41 | 0.54 | 1.01 | 1.40 | 1.91 |
| PE | 103.39 | 78.50 | 41.86 | 30.17 | 22.23 |
| PB | 6.59 | 6.16 | 5.54 | 4.89 | 4.21 |

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

| 利润表 | 单位:百万元 | | | | | 资产负债表 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 1302 | 1769 | 2378 | 3038 | 3693 | 流动资产合计 | 1197 | 1611 | 1987 | 2509 | 3027 | | | | |
| 营业成本 | 954 | 1410 | 1820 | 2314 | 2798 | 货币资金 | 327 | 544 | 664 | 848 | 1031 | | | | |
| 营业税金及附加 | 9 | 10 | 11 | 14 | 17 | 应收账款 | 342 | 596 | 714 | 911 | 1108 | | | | |
| 营业费用 | 25 | 26 | 36 | 46 | 55 | 其他应收款 | 2 | 12 | 16 | 21 | 25 | | | | |
| 管理费用 | 131 | 126 | 183 | 228 | 266 | 预付款项 | 11 | 7 | 8 | 10 | 13 | | | | |
| 研发费用 | 88 | 110 | 155 | 191 | 225 | 存货 | 258 | 340 | 466 | 592 | 716 | | | | |
| 财务费用 | 30 | -22 | -12 | -15 | -18 | 其他流动资产 | 19 | 27 | 34 | 41 | 48 | | | | |
| 资产减值损失 | -1.20 | -20.22 | -10.71 | -15.47 | -13.09 | 非流动资产合计 | 425 | 624 | 607 | 588 | 570 | | | | |
| 公允价值变动收益 | 0.04 | 0.11 | 0.07 | 0.09 | 0.08 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 投资净收益 | 8.63 | 6.50 | 7.57 | 7.03 | 7.30 | 固定资产 | 304.87 | 329.78 | 398.82 | 426.05 | 432.84 | | | | |
| 营业利润 | 67 | 97 | 181 | 253 | 344 | 无形资产 | 42 | 70 | 63 | 57 | 51 | | | | |
| 营业外收入 | 2.80 | 0.91 | 1.85 | 1.38 | 1.62 | 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 营业外支出 | 3.34 | 3.13 | 3.23 | 3.18 | 3.21 | 其他非流动资产 | 21 | 42 | 42 | 42 | 42 | | | | |
| 利润总额 | 66 | 95 | 180 | 251 | 342 | 资产总计 | 1622 | 2235 | 2595 | 3098 | 3597 | | | | |
| 所得税 | 6 | 8 | 18 | 26 | 38 | 流动负债合计 | 585 | 984 | 1229 | 1569 | 1846 | | | | |
| 净利润 | 61 | 87 | 162 | 224 | 305 | 短期借款 | 254 | 434 | 602 | 823 | 983 | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款 | 224 | 351 | 434 | 552 | 668 | | | | |
| 归属母公司净利润 | 61 | 87 | 162 | 225 | 305 | 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| EBITDA | 177 | 187 | 196 | 266 | 354 | 一年内到期的非流动 | 7 | 22 | 22 | 22 | 22 | | | | |
| EPS (元) | 0.41 | 0.54 | 1.01 | 1.40 | 1.91 | 非流动负债合计 | 7 | 148 | 145 | 145 | 145 | | | | |
| 主要财务比率 | | | | | | 长期借款 | 0 | 138 | 138 | 138 | 138 | | | | |
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 成长能力 | | | | | | 负债合计 | 592 | 1132 | 1374 | 1714 | 1992 | | | | |
| 营业收入增长 | 19.66% | 35.86% | 34.46% | 27.71% | 21.57% | 少数股东权益 | 1 | 2 | 2 | 1 | 1 | | | | |
| 营业利润增长 | -23.30% | 45.93% | 86.34% | 39.47% | 36.21% | 实收资本(或股本) | 160 | 160 | 160 | 160 | 160 | | | | |
| 归属于母公司净利润增长 | 85.88% | 38.73% | 85.88% | 38.73% | 35.73% | 资本公积 | 699 | 699 | 699 | 699 | 699 | | | | |
| 获利能力 | | | | | | 未分配利润 | 153 | 214 | 264 | 332 | 425 | | | | |
| 毛利率(%) | 26.73% | 20.29% | 23.47% | 23.83% | 24.24% | 归属母公司股东权益 | 1029 | 1101 | 1225 | 1388 | 1610 | | | | |
| 净利率(%) | 4.65% | 4.91% | 6.80% | 7.39% | 8.25% | 负债和所有者权益 | 1622 | 2235 | 2595 | 3098 | 3597 | | | | |
| 总资产净利润(%) | 3.74% | 3.90% | 6.24% | 7.26% | 8.48% | 现金流量表 | | | | | | | | | |
| ROE(%) | 5.89% | 7.91% | 13.23% | 16.19% | 18.95% | | | | | | | | | | |
| 偿债能力 | | | | | | 经营活动现金流 | -22 | -35 | -19 | -3 | 78 | | | | |
| 资产负债率(%) | 36% | 51% | 53% | 55% | 55% | 净利润 | 61 | 87 | 162 | 224 | 305 | | | | |
| 流动比率 | 2.05 | 1.64 | 1.62 | 1.60 | 1.64 | 折旧摊销 | 79.58 | 111.61 | 0.00 | 22.24 | 22.94 | | | | |
| 速动比率 | 1.60 | 1.29 | 1.24 | 1.22 | 1.25 | 财务费用 | 30 | -22 | -12 | -15 | -18 | | | | |
| 营运能力 | | | | | | 应付帐款减少 | 0 | 0 | -117 | -198 | -197 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.87 | 0.92 | 0.98 | 1.07 | 1.10 | 预收帐款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 应收账款周转率 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 投资活动现金流 | -215 | -53 | 8 | 13 | 10 | | | | |
| 应付账款周转率 | 5.77 | 6.15 | 6.05 | 6.16 | 6.05 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 每股指标(元) | | | | | | 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.41 | 0.54 | 1.01 | 1.40 | 1.91 | 投资收益 | 9 | 7 | 8 | 7 | 7 | | | | |
| 每股净现金流(最新摊薄) | -0.43 | 1.25 | 0.75 | 1.15 | 1.14 | 筹资活动现金流 | 170 | 287 | 131 | 174 | 95 | | | | |
| 每股净资产(最新摊薄) | 6.43 | 6.88 | 7.66 | 8.68 | 10.06 | 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 估值比率 | | | | | | 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| P/E | 103.39 | 78.50 | 41.86 | 30.17 | 22.23 | 普通股增加 | 40 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| P/B | 6.59 | 6.16 | 5.54 | 4.89 | 4.21 | 资本公积增加 | 219 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| EV/EBITDA | 38.01 | 36.56 | 35.08 | 26.00 | 19.46 | 现金净增加额 | -68 | 200 | 121 | 184 | 183 | | | | |

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**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**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

| | |
|----|---------------------------------------|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

| | |
|----|---------------------------------------|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上 |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |