

上声电子（688533）2022年报及2023年一季度点评

## 1Q业绩压力环比改善，股权激励落地稳发展

### 事项:

- ❖ 公司发布2022年报及2023年一季度，4Q营收5.7亿元、同比+47%、环比+18%，归母净利润0.29亿元、同比+75%、环比+29%；1Q营收4.53亿元、同比+23%、环比-20%，归母净利润0.30亿元、同比+1.4倍、环比+5%。

### 评论:

- ❖ **新客户大规模放量，4Q22营收再创新高。**公司4Q营收5.7亿元、同比+47%、环比+18%，新项目放量下环比增长好于大客户，蔚来（前三季度第4大客户）批发同比+73%、环比+16%，华为（第5大）环比+11%，大众全球（第1大）同比+6%、环比-3%，大众中国同比-12%、环比-14%，新项目理想X平台4Q放量，单季批发4.4万辆。
- ❖ **4Q22利润端仍有所承压。**4Q归母净利润0.29亿元、同比+75%、环比+29%，扣非净利0.11亿元、同比-10%、环比-49%，净利率4.9%、同比+0.7PP、环比+0.3PP，其中：
  - 1) **毛利率:** 20.7%、同比-8.1PP、环比+1.9PP，4Q22稀土钕铁硼价格依然在历史高位，1Q23有下降，毛利率有望边际改善；
  - 2) **费用率:** 销管费率同比均下降体现规模效应，期间费率13.0%、同比-10.2PP、环比+1.1PP，其中财务费率-1.4%、同比-4.7PP、环比+1.0PP，4Q人民币兑美元环比升值2%、兑欧元贬值6%；
  - 3) **资产减值损失:** 年底计提部分扬声器存货跌价准备，4Q资产减值损失0.16亿元、同比-0.16亿元、环比-0.14亿元；
  - 4) **政府补助:** 4Q政府补助收益0.17亿元、同环比+0.15亿元，大致对冲资产减值损失。
- ❖ **全球扬声器份额13%，股权激励落地绑定核心人才。**公司2022年销售扬声器超6600万只，全球份额约13%，其中中国、美洲、欧洲市占率分别为21%、17%、13%，国内基盘竞争力进一步凸显。另外，公司随年报发布股票激励计划，拟授予股票数量320万股，占总股本2%，根据最新收盘价39.38元/股对应约1.26亿元。授予价格26.60元/股，首次授予激励对象182人。公司层面业绩考核目标，按100%归属，对应23-25年归母净利润0.97亿、1.12亿、1.27亿元，同比+11%、+15%、+13%。
- ❖ **1Q23营收随行业、大客户下滑，表现业绩超预期。**公司1Q营收4.53亿元、同比+23%、环比-20%，大客户蔚来（前三季度第4大）同比-5%、环比-43%，华为（第5大）环比-62%，大众全球（第1大）同比+1%、环比-9%，大众中国同比-20%、环比-22%，理想X平台环比+11%。归母净利润0.30亿元、同比+1.4倍、环比+5%，扣非净利0.28亿元、同比+1.3倍、环比+1.5倍，净利率6.6%、同比+3.2PP、环比+1.7PP，其中：
  - 1) **毛利率:** 23.4%、同比+3.4PP、环比+2.7PP，估计1Q确认部分稀土收入导致，另外稀土钕铁硼价格从高位下跌对毛利率也有正向影响，折摊/营收估计环比负向影响0.6PP；
  - 2) **费用率:** 期间费率15.8%、同比-0.3PP、环比+2.7PP，环比规模负效应明显，其中销管费率环比分别+0.2PP、+1.0PP、+0.8PP，财务费率-0.5%、同比-0.8PP、环比+0.8PP；
  - 3) **减值损失:** Q1资产+信用减值损失盈利0.01亿元、环比+0.26亿元，Q4集中计提存货跌价和信用减值损失；
  - 4) **非经:** 非经政府补助项环比-0.17亿元。
- ❖ **公司的核心投资要点在于市场扩容、ASP提升、国产替代及商业模式变革:**
  - 1) **车载扬声器随消费升级不断增配从而推动行业扩容。**上声全球市场份额约13%，国内份额第一，远期销量有望从当前6千万只升至9千万只+。
  - 2) **高端声学系统上车，公司成为国产替代先锋、推动行业趋势。**公司目前已

## 推荐（维持）

目标价：48.3元

当前价：40.30元

### 华创证券研究所

#### 证券分析师：张程航

电话：021-20572543

邮箱：zhangchenghang@hcyjs.com

执业编号：S0360519070003

#### 证券分析师：夏凉

电话：021-20572532

邮箱：xialiang@hcyjs.com

执业编号：S0360522030001

#### 联系人：李昊岚

邮箱：lihaolan@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	16,000.00
已上市流通股(万股)	4,000.00
总市值(亿元)	64.48
流通市值(亿元)	16.12
资产负债率(%)	48.37
每股净资产(元)	7.08
12个月内最高/最低价	85.01/37.38

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《上声电子（688533）2022年业绩快报点评：新项目放量提速，营收再创新高》

2023-02-28

《上声电子（688533）2022年三季度报点评：收入新高，成本端仍有所承压》

2022-10-30

《上声电子（688533）2022年中报点评：2Q业绩符合预期，下半年期待新项目放量》

2022-08-30

实现对蔚来全面配套，前期已新获蔚来、理想、零跑、华为金康等车企的声学系统新定点，未来客户及项目有望进一步扩大。

3) 随产品升级，商业模式有望变化，壁垒及 ROE 有望提升。公司产品/业务从扬声器到声学系统，再到调音，价值量走高，商业模式从单一零件制造到系统部件制造，再到人力服务，壁垒相应变化、投资回报也有望相应变化，是当前国内汽车零部件行业少有的三段模式变化型发展企业。沿演进方向，我们预计公司产品净利率将从 6-7% 提至 10%+，ROE 有望在 10% 左右基础上进一步提升。

- ❖ **投资建议：**消费升级、行业竞争带动汽车声学市场升级扩容，公司扬声器、声学系统业务已获可观新项目支撑，调音服务有望突破，业绩与商业模式迎来积极变化。根据 2022 年报及 2023 年一季报、新能源客户定点放量预期及公司毛利率恢复情况，我们将公司 2023-2024 年归母净利预期由 1.72 亿、2.66 亿元调整为 1.72 亿、2.58 亿元，并引入 2025 年归母净利预期 3.36 亿元，对应增速 +97%、+50%、+30%，对应当前 PE 38 倍、25 倍、19 倍。根据公司历史估值、板块当前估值及滚动订单带来的业绩实现预期，我们将公司目标 PE 由 2024 年 40 倍调整为 30 倍，目标价相应调整为 48.3 元。维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**汽车产销不及预期，功放新项目获取不及预期，原材料、运费涨价、人民币升值等。

#### 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	1,769	2,512	3,090	3,491
同比增速(%)	35.9%	42.0%	23.0%	13.0%
归母净利润(百万)	87	172	258	336
同比增速(%)	43.7%	96.6%	50.3%	30.4%
每股盈利(元)	0.54	1.07	1.61	2.10
市盈率(倍)	74	38	25	19
市净率(倍)	5.9	5.2	4.5	3.8

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	544	633	793	890
应收票据	0	0	0	0
应收账款	596	633	721	880
预付账款	7	9	11	12
存货	340	502	584	648
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	124	174	214	242
流动资产合计	1,611	1,951	2,323	2,672
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	330	355	382	392
在建工程	158	178	178	198
无形资产	70	78	89	103
其他非流动资产	66	70	73	75
非流动资产合计	624	681	722	768
<b>资产合计</b>	<b>2,235</b>	<b>2,632</b>	<b>3,045</b>	<b>3,440</b>
短期借款	434	434	434	434
应付票据	13	17	21	23
应付账款	351	485	600	643
预收款项	0	0	0	0
合同负债	7	10	13	14
其他应付款	87	87	87	87
一年内到期的非流动负债	22	22	22	22
其他流动负债	70	117	148	181
流动负债合计	984	1,172	1,325	1,404
长期借款	138	204	262	327
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	11	11
非流动负债合计	148	214	273	338
<b>负债合计</b>	<b>1,132</b>	<b>1,386</b>	<b>1,598</b>	<b>1,742</b>
归属母公司所有者权益	1,101	1,244	1,445	1,696
少数股东权益	2	2	2	2
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,103</b>	<b>1,246</b>	<b>1,447</b>	<b>1,698</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,235</b>	<b>2,632</b>	<b>3,045</b>	<b>3,440</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-35</b>	<b>153</b>	<b>252</b>	<b>221</b>
现金收益	114	224	319	402
存货影响	-81	-162	-82	-65
经营性应收影响	-229	-29	-85	-153
经营性应付影响	193	138	119	45
其他影响	-32	-18	-19	-9
<b>投资活动现金流</b>	<b>-53</b>	<b>-105</b>	<b>-93</b>	<b>-103</b>
资本支出	-215	-104	-93	-103
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	162	-1	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>287</b>	<b>41</b>	<b>1</b>	<b>-21</b>
借款增加	333	66	59	65
股利及利息支付	-31	-66	-95	-122
股东融资	1	1	1	1
其他影响	-16	40	36	35

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>1,769</b>	<b>2,512</b>	<b>3,090</b>	<b>3,491</b>
营业成本	1,410	1,929	2,336	2,594
税金及附加	10	14	17	19
销售费用	26	36	44	50
管理费用	126	178	218	244
研发费用	110	153	185	206
财务费用	-22	2	8	8
信用减值损失	-17	-12	-7	-8
资产减值损失	-20	-10	-5	-7
公允价值变动收益	0	2	2	3
投资收益	7	5	5	5
其他收益	19	5	6	6
<b>营业利润</b>	<b>97</b>	<b>190</b>	<b>284</b>	<b>370</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>95</b>	<b>188</b>	<b>282</b>	<b>368</b>
所得税	8	17	25	33
<b>净利润</b>	<b>87</b>	<b>171</b>	<b>257</b>	<b>335</b>
少数股东损益	0	-1	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>87</b>	<b>172</b>	<b>258</b>	<b>336</b>
NOPLAT	67	173	264	342
EPS(摊薄) (元)	0.54	1.07	1.61	2.10

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	35.9%	42.0%	23.0%	13.0%
EBIT 增长率	-24.3%	160.1%	52.4%	29.7%
归母净利润增长率	43.7%	96.6%	50.3%	30.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.3%	23.2%	24.4%	25.7%
净利率	4.9%	6.8%	8.3%	9.6%
ROE	7.9%	13.8%	17.8%	19.8%
ROIC	4.6%	10.5%	14.0%	15.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	50.6%	52.7%	52.5%	50.6%
债务权益比	54.7%	53.7%	50.3%	46.7%
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.2	1.3	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	1.0	1.0	1.0
应收账款周转天数	96	88	79	83
应付账款周转天数	73	78	84	86
存货周转天数	76	78	84	86
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.54	1.07	1.61	2.10
每股经营现金流	-0.22	0.96	1.58	1.38
每股净资产	6.88	7.78	9.03	10.60
<b>估值比率</b>				
P/E	74	38	25	19
P/B	6	5	5	4
EV/EBITDA	58	29	20	16

## 汽车组团队介绍

### 组长、首席分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019 年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：夏凉

华威大学商学院商业分析硕士。曾任职于汽车产业私募股权基金，2020 年加入华创证券研究所。

### 研究员：陈佳敏

上海财经大学金融硕士。2021 年加入华创证券研究所。

### 研究员：李昊岚

伦敦大学学院金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianie@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

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或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522