

产品结构持续丰富, 盈利能力有望边际改善

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年报, 全年实现营收17.7亿元, 同比+35.9%; 归母净利润0.87亿元, 同比+43.7%, 毛利率20.3%, 同比-6.4pp; 净利率4.9%, 同比+0.2pp。其中22Q4实现营收5.7亿元, 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%; 毛利率20.7%, 同比-8.1pp; 净利率4.9%, 同比+0.7pp。
- **车载扬声器量价齐升, 行业规模持续增长。** 公司是国内汽车声学龙头企业, 22年共销售扬声器6684.6万只, 同比+11.4%, 营收13.8亿元, 同比+21.2%; 国内市场占有率20.7%, 同比+0.9pp, 蝉联第一, 全球市占率12.95%, 连续4年保持增长, 竞争力不断增强。消费升级趋势下, 车载扬声器量价齐升, 根据我们预计到25年国内/全球乘用车扬声器规模分别为50/134亿元, 22-25年CAGR分别为22.3%/12.7%, 公司扬声器业务有望稳健增长。
- **功放及AVAS增长迅速, 产品结构不断丰富。** 随着消费者对车内音质需求的增加以及电动车渗透率提升, 独立功放和AVAS需求量不断增长, 根据我们预计到25年全球车载功放和AVAS市场规模达91亿元, 22-25年CAGR为18.3%。22年公司功放销量34.2万只, 同比+201%, 营收2.7亿元, 同比+227%; AVAS销量139.4万只, 同比+146.2%, 营收0.57亿元, 同比+119%, 车载功放+AVAS营收占比从2017年的1%提升至2022年18.4%, 产品结构不断丰富。
- **原材料价格上涨影响毛利, 费用管控成效显著。** 22年主要原材料如稀土、大宗金属(铁锡铜等)、电子元器件等价格上涨幅度较大, 对公司成本影响显著。随着23年各项成本价格回归, 公司盈利有望显著提升。22年公司期间费用率13.6%, 同比-7.5pp, 管理/财务费用率分别-2.9/-3.6pp, 费用管控成效显著。公司产能稳步扩张, 随着IPO和可转债产能逐步达产, 较现有产能实现大幅增长, 将有效满足下游客户需求。公司持续加大研发投入, 在声学产品仿真与设计、整车音响设计等领域掌握多项核心技术, 22年研发费用1.1亿元, 同比+25%, 未来有望通过调音技术的继续强化提升综合竞争优势。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司23-25年EPS为1.06/1.72/2.6元, 归母净利润CAGR为68.4%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险; 汇率波动风险; 行业不景气风险。

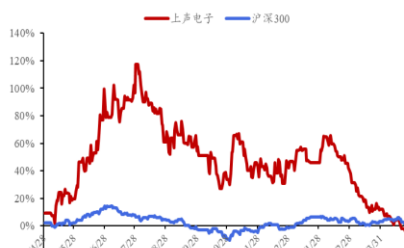
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1768.91	2381.69	3330.26	4388.25
增长率	35.86%	34.64%	39.83%	31.77%
归属母公司净利润(百万元)	87.17	169.30	275.08	416.10
增长率	43.68%	94.23%	62.48%	51.26%
每股收益EPS(元)	0.54	1.06	1.72	2.60
净资产收益率ROE	7.87%	13.20%	17.66%	21.08%
PE	72	37	23	15
PB	5.72	4.94	4.06	3.20

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlsns@swsc.com.cn
联系人: 冯安琪
电话: 021-58351905
邮箱: faz@swsc.com.cn
联系人: 白臻哲
电话: 010-57758530
邮箱: bzzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.60
流通A股(亿股)	0.40
52周内股价区间(元)	37.38-85.01
总市值(亿元)	63.00
总资产(亿元)	22.40
每股净资产(元)	6.88

相关研究

1. 上声电子(688533): 汽车声学声声日上, 龙头持续受益 (2023-02-26)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1768.91	2381.69	3330.26	4388.25	净利润	86.82	168.62	273.98	414.43
营业成本	1410.02	1846.06	2550.42	3319.59	折旧与摊销	49.35	40.36	40.36	40.36
营业税金及附加	9.70	13.06	18.26	24.06	财务费用	-21.93	11.91	16.65	21.94
销售费用	26.17	30.96	43.29	57.05	资产减值损失	-20.22	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	126.32	309.62	416.28	526.59	经营营运资本变动	-119.60	-68.84	-263.35	-273.14
财务费用	-21.93	11.91	16.65	21.94	其他	-9.34	28.88	8.69	8.16
资产减值损失	-20.22	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	-34.92	170.94	66.33	201.76
投资收益	6.50	6.50	6.50	6.50	资本支出	-201.75	-40.00	-40.00	-25.00
公允价值变动损益	0.11	0.11	0.11	0.11	其他	148.92	6.61	6.61	6.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-52.83	-33.39	-33.39	-18.39
营业利润	97.20	186.70	301.97	455.63	短期借款	179.72	-415.12	78.57	-55.63
其他非经营损益	-2.22	-2.22	-2.22	-2.22	长期借款	138.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	94.98	184.48	299.75	453.41	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.17	15.86	25.77	38.98	支付股利	-19.20	0.00	0.00	0.00
净利润	86.82	168.62	273.98	414.43	其他	-11.17	-27.99	-16.65	-21.94
少数股东损益	-0.35	-0.68	-1.10	-1.67	筹资活动现金流净额	287.40	-443.11	61.92	-77.57
归属母公司股东净利润	87.17	169.30	275.08	416.10	现金流量净额	212.83	-305.56	94.86	105.80
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	543.73	238.17	333.03	438.82	成长能力				
应收和预付款项	615.24	733.41	1049.09	1395.01	销售收入增长率	35.86%	34.64%	39.83%	31.77%
存货	339.73	461.07	640.50	827.32	营业利润增长率	45.93%	92.08%	61.74%	50.89%
其他流动资产	112.21	39.54	53.61	69.78	净利润增长率	43.47%	94.23%	62.48%	51.26%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-11.97%	91.76%	50.22%	44.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	487.64	471.91	456.17	425.44	毛利率	20.29%	22.49%	23.42%	24.35%
无形资产和开发支出	70.27	85.80	101.32	116.85	三费率	7.38%	14.80%	14.30%	13.80%
其他非流动资产	66.27	66.11	65.96	65.80	净利率	4.91%	7.08%	8.23%	9.44%
资产总计	2235.10	2096.01	2699.69	3339.03	ROE	7.87%	13.20%	17.66%	21.08%
短期借款	433.76	18.64	97.20	41.57	ROA	3.88%	8.04%	10.15%	12.41%
应付和预收款项	430.66	568.65	774.49	1014.57	ROIC	6.36%	13.81%	18.88%	22.99%
长期借款	138.05	138.05	138.05	138.05	EBITDA/销售收入	7.05%	10.03%	10.78%	11.80%
其他负债	129.34	92.91	138.20	178.67	营运能力				
负债合计	1131.81	818.24	1147.94	1372.86	总资产周转率	0.92	1.10	1.39	1.45
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	固定资产周转率	5.57	7.58	11.74	17.35
资本公积	698.73	698.73	698.73	698.73	应收账款周转率	3.67	3.58	3.75	3.62
留存收益	248.55	417.86	692.94	1109.04	存货周转率	4.67	4.60	4.61	4.51
归属母公司股东权益	1101.43	1276.58	1551.67	1967.76	销售商品提供劳务收到现金营业收入	89.71%	—	—	—
少数股东权益	1.86	1.18	0.08	-1.59	资本结构				
股东权益合计	1103.29	1277.76	1551.74	1966.17	资产负债率	50.64%	39.04%	42.52%	41.12%
负债和股东权益合计	2235.10	2096.01	2699.69	3339.03	带息债务/总负债	50.52%	19.15%	20.49%	13.08%
					流动比率	1.64	2.20	2.08	2.23
					速动比率	1.29	1.51	1.44	1.55
					股利支付率	22.03%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.54	1.06	1.72	2.60
					每股净资产	6.88	7.98	9.70	12.30
					每股经营现金	-0.22	1.07	0.41	1.26
					每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	124.62	238.98	358.98	517.94					
PE	72.29	37.22	22.91	15.14					
PB	5.72	4.94	4.06	3.20					
PS	3.56	2.65	1.89	1.44					
EV/EBITDA	50.41	25.74	17.09	11.53					
股息率	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn