

# 上声电子（688533.SH）-2022年中报点评

增持

功放业务放量，季度盈利环比改善

## 核心观点

**中报业绩稳步增长，功放业务放量。**公司发布2022年中报，上半年营业收入7.21亿元，同比增长19.7%，实现归母净利润0.36亿元，同比增长18.8%，扣非归母净利润0.32亿元，同比增长31.8%。单季度看，2022Q2实现营收3.53亿元，同比增长22.1%，环比下降4.1%，实现归母净利润0.24亿元，同比增长166.5%，环比增长84.6%，扣非归母净利润0.20亿元，同比增长212.5%，环比增长66.7%。公司营收增长主要系新产品功放和AVAS业务的放量，功放和AVAS上半年销量分别为10.4万只、38.4万只，营收分别为7509万、1936万，收入同比增长109.8%、94.3%。

**盈利能力季度环比改善：**公司2022H1毛利率20.99%，净利率5.04%，相较于去年同期分别-5.1pct、-0.03pct。单季度看，2022Q2毛利率22.00%，环比+2.0pct，同比-4.2pct，净利率6.70%，环比+3.2pct，同比+3.7pct。费用率方面：2022H1公司销售费用率1.6%、管理费用率7.8%、研发费用率6.2%、财务费用率-0.4%，相较于去年同期分别-0.2pct、-2.9%、+0.3%、-2.2%。毛利率因原材料影响仍承压，管理费用主要是相对去年上市服务费与招待费减少，财务费用因汇兑损失较上年同期减少1378万元，研发费用率主要因为公司新产品投放，仍然较高。

**声学优质赛道，公司扬声器龙头，长期增长确定性强。**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，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。公司单车配套价值从100-200元（单车5-10个扬声器）提升至800-1500元（单车5-20个扬声器100-400，功放1个公司产品均价700+，AVAS1个50-100）。公司专注于车载声学二十余年，具有从汽车零部件制造、销售、调音等软硬件的全球交付能力。扬声器业务稳步增长，2021年全球市占率提高至12.9%，国内市占率提高至19.8%。车载功放、AVAS快速放量，保持高增长，功放占营业收入比重逐步提升，21年为6.3%，22H1已经提升至10.4%。

**风险提示：**政策风险、市场风险、客户拓展风险、毛利率下滑风险、原材料涨价风险、同业竞争风险。

**投资建议：**维持“增持”评级。预测2022-2024年归属母公司净利润1.10/2.25/3.28亿元，同比增长81.2%/104.5%/45.8%，每股收益分别为0.69/1.40/2.05元，对应2023年43x PE，公司扬声器市占率稳步上升，功放业务快速放量，公司未来的成长性和确定性强，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,088	1,302	1,763	2,501	3,287
(+/-%)	-8.9%	19.7%	35.4%	41.9%	31.4%
净利润(百万元)	76	61	110	225	328
(+/-%)	-3.6%	-19.7%	81.2%	104.5%	45.8%
每股收益(元)	0.63	0.38	0.69	1.40	2.05
EBIT Margin	9.9%	7.3%	6.9%	9.8%	10.9%
净资产收益率(ROE)	10.6%	5.9%	9.8%	17.3%	21.0%
市盈率(PE)	95.5	158.5	87.5	42.8	29.3
EV/EBITDA	72.6	73.8	66.3	37.1	26.9
市净率(PB)	10.11	9.34	8.60	7.41	6.16

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

### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	63.00 - 67.00元
收盘价	60.11元
总市值/流通市值	9618/2284百万元
52周最高价/最低价	88.00/15.36元
近3个月日均成交额	149.57百万元

### 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

《车载功放、AVAS收入高增长，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

公司发布 2022 年中报，上半年营业收入 7.21 亿元，同比增长 19.7%，实现归母净利润 0.36 亿元，同比增长 18.8%，扣非归母净利润 0.32 亿元，同比增长 31.8%。单季度看，2022 年 Q2 实现营收 3.53 亿元，同比增长 22.1%，环比下降 4.1%，Q2 实现归母净利润 0.24 亿元，同比增长 166.5%，环比增长 84.6%，扣非归母净利润 0.20 亿元，同比增长 212.5%，环比增长 66.7%。

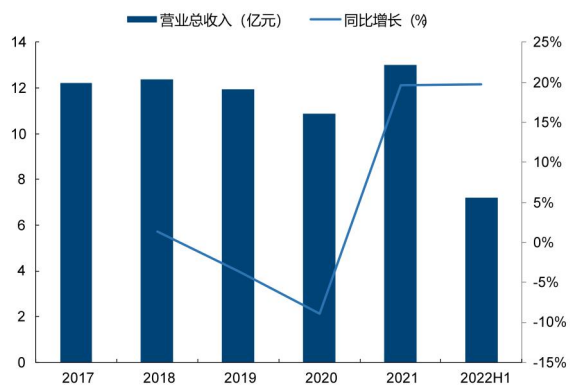
公司营收表现好于行业。2022 年上半年，行业因外部因素扰动，整体下行，2022 年上半年，全球轻型车销量 3263 万辆，同比下降 10.1%，中国汽车销量 1205.7 万辆，同比下降 6.6%。公司营收表现大幅好于行业。公司营收增长主要系新产品功放和 AVAS 业务的放量，功放和 AVAS 上半年销量分别为 10.4 万只、38.4 万只，营收分别为 7509 万、1936 万，收入同比增长 109.8%、94.3%。

盈利能力方面：公司 2022H1 毛利率 20.99%，净利率 5.04%，相较于去年同期分别 -5.1pct、-0.03pct。单季度看，2022Q2 毛利率 22.00%，环比+2.0pct，同比-4.2pct，2022Q2 净利率 6.70%，环比+3.2pct，同比+3.7pct。公司产品主要原材料为磁钢、前片、后片、音圈、塑料例子及电子元器件等，因原材料上涨毛利率仍承压。

费用率方面：2022H1 公司销售费用率 1.6%、管理费用率 7.8%、研发费用率 6.2%、财务费用率-0.4%，相较于去年同期分别-0.2pct、-2.9%、+0.3%、-2.2%。单季度看，2022Q2 公司销售费用率 1.5%、管理费用率 8.4%、研发费用率 5.6%、财务费用率-1.1%，同比分别为-0.4pct、-4.4pct、-1.2pct、-1.7pct，环比分别为-0.2pct、+1.0pct、-1.2pct、-1.3pct。

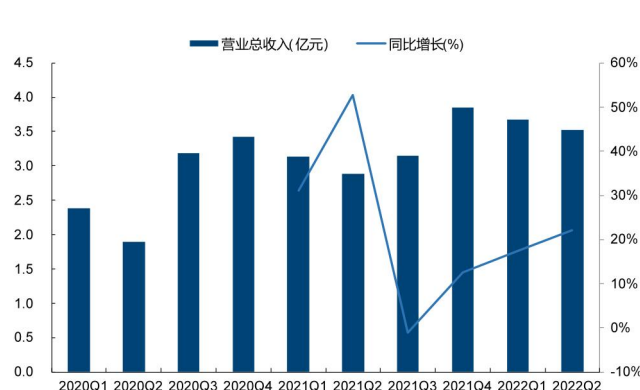
上半年费用率变化原因为，管理费用较去年同期减少 843 万，同比减少 12.96%，主要系上市服务费与招待费减少。财务费用减少 1373.25 万元，同比减少 127.56%，主要系汇兑损失较上年同期减少 1378 万元，研发费用率仍然较高，主要因为公司新产品投放，仍在持续推进中。

图1：公司营业收入及增速



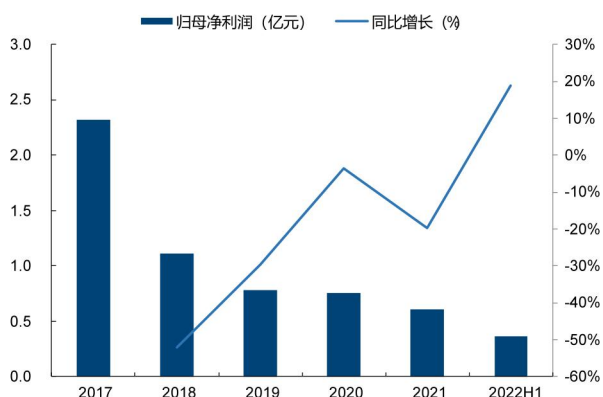
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



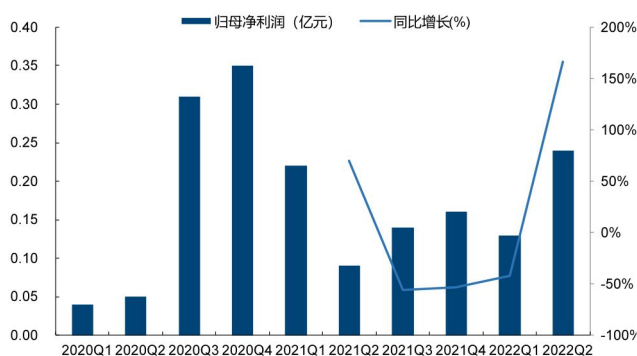
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 公司净利润及增速



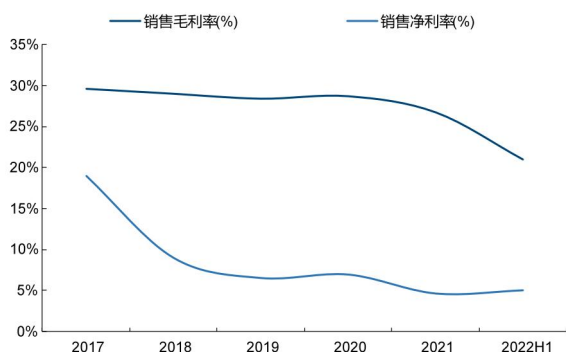
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度净利润



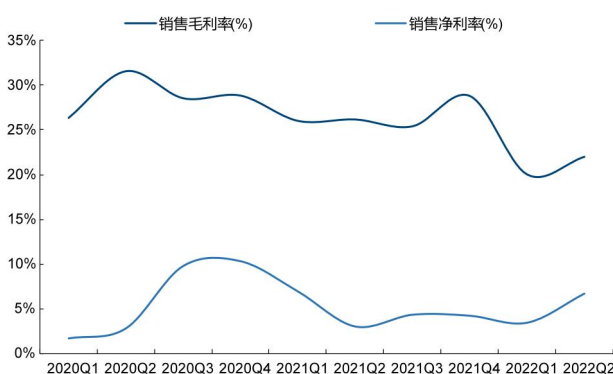
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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

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 5-10 个扬声器) 提升至 650-1500 元 (单车 5-20 个扬声器 100-400, 功放 1 个 500-1000, AVAS1 个 50-100)。

**扬声器业务稳步增长, 公司专注于车载声学二十余年, 2021 年扬声器业务全球市占率提高至 12.92%, 国内市占率提高至 19.77%。**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。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, 于 2013 年在德国建立工程中心, 专注于调音, 具有从汽车零部件制造、销售、调音等软硬件快速响应能力。

**车载功放、AVAS 快速放量, 保持高增长。**公司 2021 年功放、AVAS 销量分别达 11.4 万只、56.64 万只, 营收分别为 8221 万、2641 万, 收入同比增长 109.4%、113.8%。22H1 功放和 AVAS 销量分别为 10.4 万只、38.4 万只, 营收分别为 7509 万、1936

万，收入同比增长 109.8%、94.3%。车载功放占营业收入比重提升，21 年为 6.3%，22H1 已经提升至 10.4%。

客户持续导入，客户包括博士视听、全球大众集团（包括其下属子公司奥迪公司、宾利汽车等）、全球福特集团、全球通用集团、上汽大众、上汽通用、上汽集团、长安福特、奇瑞汽车、江铃汽车、吉利控股、德赛集团、蔚来汽车、比亚迪、华人运通、威马汽车、特斯拉等。

**盈利预测与投资建议：**维持“增持”评级。

公司扬声器市占率稳步上升，功放业务快速放量，公司未来的成长性和确定性强，我们预测公司 2022-2024 年营业总收入分别为 17.63/25.01/32.87 亿元，同比增长 35.4%/41.9%/31.4%，毛利率为 23.4%/26.0%/27.0%。预测公司 2022-2024 年归属母公司净利润 1.10/2.25/3.28 亿元，同比增长 81.2%/104.5%/45.8%。每股收益 22-24 年分别为 0.69/1.40/2.05 元。

我们选取星宇股份、继峰股份、德赛西威、歌尔股份作为可比公司，其中德赛西威、星宇股份、继峰股份、上声电子分别是智能座舱视觉、触觉、听觉核心标的，歌尔股份是消费电子声学核心标的。截至 2022 年 8 月 31 日收盘价，公司对应当前市值，22-24 年分别为 87/43/29 倍，公司扬声器市占率稳步上升，功放业务快速放量，公司未来的成长性和确定性强，更新一年期（2023 年）目标估值 63-67 元，对应 2023 年 PE 为 45-48 倍。维持“增持”评级。

表 1：同类公司估值比较（20220831）

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002920.SZ	德赛西威	买入	153.00	850	1.24	2.39	3.29	123	64	47
601799.SH	星宇股份	买入	140.28	401	4.17	4.25	5.68	34	33	25
603997.SH	继峰股份	增持	12.51	140	0.18	0.19	0.53	70	66	24
002241.SZ	歌尔股份	无评级	32.48	1110	1.22	1.73	2.09	27	19	16
	平均				1.70	2.14	2.90	63	45	28
688533.SH	上声电子	增持	60.11	96	0.38	0.69	1.40	159	87	43

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

注：无评级标的盈利预测来自 wind 一致预期

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	405	327	448	459	552	营业收入	1088	1302	1763	2501	3287
应收款项	278	344	469	637	810	营业成本	776	954	1350	1852	2399
存货净额	177	258	364	501	652	营业税金及附加	9	9	12	16	22
其他流动资产	100	106	146	213	273	销售费用	20	25	28	40	53
<b>流动资产合计</b>	<b>969</b>	<b>1197</b>	<b>1426</b>	<b>1811</b>	<b>2288</b>	管理费用	113	131	143	197	258
固定资产	335	350	368	381	391	研发费用	61	88	109	150	197
无形资产及其他	42	42	40	39	37	财务费用	28	30	2	2	2
投资性房地产	10	33	33	33	33	投资收益	(4)	9	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	14	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>1356</b>	<b>1622</b>	<b>1867</b>	<b>2263</b>	<b>2748</b>	其他收入	(64)	(96)	(109)	(150)	(197)
短期借款及交易性金融负债	331	261	280	320	350	营业利润	87	67	120	245	357
应付款项	227	224	320	441	574	营业外净收支	(0)	(1)	0	0	0
其他流动负债	81	100	139	192	250	<b>利润总额</b>	<b>87</b>	<b>66</b>	<b>120</b>	<b>245</b>	<b>357</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>640</b>	<b>585</b>	<b>739</b>	<b>953</b>	<b>1174</b>	所得税费用	11	6	10	21	30
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(0)	(0)	(1)	(1)
其他长期负债	2	7	9	11	13	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>76</b>	<b>61</b>	<b>110</b>	<b>225</b>	<b>328</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>641</b>	<b>592</b>	<b>748</b>	<b>964</b>	<b>1186</b>	净利润	76	61	110	225	328
少数股东权益	1	1	1	1	(0)	资产减值准备	(2)	1	0	0	0
股东权益	713	1029	1118	1299	1562	折旧摊销	0	43	35	39	43
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1356</b>	<b>1622</b>	<b>1867</b>	<b>2263</b>	<b>2748</b>	公允价值变动损失	(14)	(1)	(1)	(1)	(1)
关键财务与估值指标						财务费用	28	30	2	2	2
每股收益	0.63	0.38	0.69	1.40	2.05	营运资本变动	(80)	(155)	(131)	(198)	(191)
每股红利	0.53	0.07	0.13	0.27	0.40	其它	2	(1)	(0)	(1)	(1)
每股净资产	5.94	6.43	6.99	8.12	9.76	<b>经营活动现金流</b>	<b>(18)</b>	<b>(53)</b>	<b>12</b>	<b>65</b>	<b>178</b>
ROIC	6.87%	5.94%	9%	15%	20%	资本开支	(1)	(55)	(50)	(50)	(50)
ROE	10.59%	5.89%	10%	17%	21%	其它投资现金流	(8)	(152)	161	0	0
毛利率	29%	27%	23.4%	26.0%	27.0%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(10)</b>	<b>(207)</b>	<b>111</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>
EBIT Margin	10%	7%	7%	10%	11%	权益性融资	(9)	271	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	9%	11%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-9%	20%	35%	42%	31%	支付股利、利息	(64)	(12)	(21)	(44)	(64)
净利润增长率	-4%	-20%	81%	104%	46%	其它融资现金流	132	(65)	19	40	30
资产负债率	47%	37%	40%	43%	43%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(4)</b>	<b>182</b>	<b>(2)</b>	<b>(4)</b>	<b>(34)</b>
股息率	0.7%	0.1%	0.2%	0.5%	0.7%	<b>现金净变动</b>	<b>(31)</b>	<b>(78)</b>	<b>121</b>	<b>11</b>	<b>94</b>
P/E	95.5	158.5	87.5	42.8	29.3	货币资金的期初余额	437	405	327	448	459
P/B	10.1	9.3	8.6	7.4	6.2	货币资金的期末余额	405	327	448	459	552
EV/EBITDA	72.6	73.8	66.3	37.1	26.9	企业自由现金流	13	(80)	(35)	17	130
						权益自由现金流	146	(146)	(18)	55	158

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