

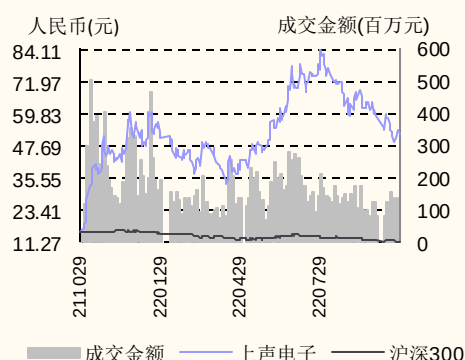
新能源汽车组

上声电子 (688533.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 52.34 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.60
已上市流通 A 股(亿股)	0.39
总市值(亿元)	83.74
年内股价最高最低(元)	85.19/15.66
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916

**相关报告**

1. 《功放翻倍增长, 享受新能源车音响量价齐升-上声电子中报点评》, 2022.8.30
2. 《收入增速 Q1 提升, 二三季度有望进一步提升-上声电子 22Q1 点...》, 2022.4.30
3. 《拿下大量新势力项目, 受益于车载音响升级-上声电子 21 年报点评》, 2022.4.28
4. 《智能座舱优质标的, 量价齐升收入弹性大-上声电子深度报告》, 2021.11.15

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001
chenchuanhong@gjzq.com.cn

苏晨 分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

邱长伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521010003
qiuchangwei@gjzq.com.cn

新能源车放量, 三季度收入增速上台阶**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,088	1,302	1,800	2,759	4,052
营业收入增长率	-8.92%	19.66%	38.23%	53.32%	46.84%
归母净利润(百万元)	76	61	102	203	314
归母净利润增长率	-3.64%	-19.67%	68.92%	97.83%	54.72%
摊薄每股收益(元)	0.629	0.379	0.640	1.267	1.960
每股经营性现金流净额	0.82	-0.14	0.90	1.22	1.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.59%	5.89%	9.42%	16.48%	21.63%
P/E	0.00	147.35	81.72	41.31	26.70
P/B	0.00	8.68	7.69	6.81	5.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 10 月 28 日发布三季报, 前三季度收入 12.0 亿元, 同比增长 31%; 归母净利润 0.59 亿元, 同比增长 32%。其中, 三季度收入 4.8 亿元, 同比/环比+53%/+36%, 归母净利润 0.22 亿元, 同比/环比+62%/-7%。

经营分析

- **三季度收入增速显著提升。**三季度收入同比增速较高, 相比 Q1/Q2 的 17% 和 22% 明显提升, 主要是下游客户销量恢复以及新势力等车型量产。伴随着蔚来、理想、问界等车企新车型销量爬坡, 预计公司收入增长还将维持高速增长。
- **净利率季度间波动, 主要受原材料 (及补偿款) 和汇兑影响。**三季度毛利率 18.8%, 同比/环比-6.6%/-3.2pct, 毛利率变动主要是原材料 (稀土成本结构占比约 10%) 价格上涨及收到补偿款的季度波动所致, Q3 汝铁硼平均价格同比增长 24%, 环比回落 3%。三季度净利率 4.7%, 同比/环比+0.3%/-2.0pct, 除了毛利率变动外, 三季度汇兑收益较多, 导致财务费用率分别同比/环比-4.6%/-1.2pct。剔除汇兑及补偿款, 估计 Q3 净利率约 1.8%, 环比提升 1.9pct。稀土价格在 2022 年 3 月左右达到高点后进入下行通道, 预计公司净利率将逐步恢复。
- **新能源车音响量价齐升, 带动公司收入高增长。**新能源车普遍将音响作为宣传卖点, 配置提升, 单车价值量从 100-200 元提升至 1000-2000 元。公司已获得福特、通用、大众、奇瑞、比亚迪、蔚来汽车、特斯拉、戴姆勒、零跑、威马、华人运通等知名汽车制造厂商的多个车系的新项目定点, 新势力项目单价高、销量增速快, 量价齐升助推公司收入高增长。

盈利调整及投资建议

- 考虑成本端改善低于预期, 调整 2022-2024 年归母净利润 1.0/2.0/3.1 亿元 (分别下调 16%/18%/16%), 同比增长 69%/98%/55%, 对应 PE 分别为 82/41/27 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 新势力销量不及预期; 原材料价格持续维持高位的风险; 高配音响系统渗透率提升低于预期的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,195	1,088	1,302	1,800	2,759	4,052
增长率		-8.9%	19.7%	38.2%	53.3%	46.8%
主营业务成本	-855	-776	-954	-1,403	-2,107	-3,101
%销售收入	71.6%	71.3%	73.3%	77.9%	76.4%	76.5%
毛利	339	312	348	397	652	950
%销售收入	28.4%	28.7%	26.7%	22.1%	23.6%	23.5%
营业税金及附加	-9	-9	-9	-14	-22	-32
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-46	-20	-25	-26	-36	-50
%销售收入	3.9%	1.9%	1.9%	1.4%	1.3%	1.2%
管理费用	-124	-113	-131	-123	-160	-208
%销售收入	10.4%	10.4%	10.1%	6.9%	5.8%	5.1%
研发费用	-60	-61	-88	-122	-186	-274
%销售收入	5.0%	5.6%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	100	108	95	112	247	385
%销售收入	8.4%	9.9%	7.3%	6.2%	9.0%	9.5%
财务费用	-7	-28	-30	10	-14	-22
%销售收入	0.6%	2.6%	2.3%	-0.6%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-3	-6	-11	-12	-9	-13
公允价值变动收益	-1	10	0	0	0	0
投资收益	0	-4	9	3	3	3
%税前利润	n.a	n.a	13.1%	2.6%	1.3%	0.8%
营业利润	94	87	67	116	230	356
营业利润率	7.9%	8.0%	5.1%	6.5%	8.3%	8.8%
营业外收支	-3	0	-1	0	0	0
税前利润	91	87	66	116	230	356
利润率	7.6%	8.0%	5.1%	6.5%	8.3%	8.8%
所得税	-13	-11	-6	-14	-28	-43
所得税率	14.0%	12.7%	8.4%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	78	76	61	102	203	314
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	78	76	61	102	203	314
净利率	6.6%	6.9%	4.7%	5.7%	7.3%	7.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	78	76	61	102	203	314
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	43	47	59	56	63	77
非经营收益	9	18	9	16	16	26
营运资金变动	15	-43	-150	-31	-86	-222
经营活动现金净流	146	99	-22	144	196	195
资本开支	-115	-53	-72	-94	-85	-85
投资	21	0	-161	0	0	0
其他	-4	2	17	3	3	3
投资活动现金净流	-99	-51	-215	-91	-82	-82
股权募资	0	0	271	0	0	0
债权募资	58	21	-74	11	132	243
其他	-12	-66	-28	-58	-80	-123
筹资活动现金净流	46	-45	170	-47	53	120
现金净流量	94	-6	-78	5	166	233

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	437	405	327	332	497	729
应收款项	340	354	420	518	718	1,055
存货	155	177	258	323	441	646
其他流动资产	18	33	191	190	196	204
流动资产	950	969	1,197	1,362	1,852	2,633
%总资产	71.0%	71.5%	73.8%	74.3%	78.7%	83.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	345	335	350	389	418	437
%总资产	25.8%	24.7%	21.6%	21.2%	17.8%	13.9%
无形资产	41	45	43	45	47	49
非流动资产	388	387	425	471	501	522
%总资产	29.0%	28.5%	26.2%	25.7%	21.3%	16.6%
资产总计	1,338	1,356	1,622	1,833	2,354	3,156
短期借款	309	331	261	272	404	647
应付款项	262	253	258	379	569	837
其他流动负债	77	55	66	89	147	219
流动负债	648	640	585	740	1,120	1,703
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	7	3	2	2
负债	650	641	592	743	1,122	1,704
普通股股东权益	686	713	1,029	1,088	1,230	1,450
其中：股本	120	120	160	160	160	160
未分配利润	78	98	153	225	367	586
少数股东权益	1	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	1,338	1,356	1,622	1,833	2,354	3,156

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.653	0.629	0.379	0.640	1.267	1.960
每股净资产	5.720	5.944	6.433	6.803	7.690	9.062
每股经营现金净流	1.215	0.821	-0.140	0.900	1.224	1.219
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.192	0.380	0.588
回报率						
净资产收益率	11.42%	10.59%	5.89%	9.42%	16.48%	21.63%
总资产收益率	5.86%	5.57%	3.74%	5.59%	8.61%	9.94%
投入资本收益率	8.63%	9.03%	6.75%	7.23%	13.30%	16.16%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.54%	-8.92%	19.66%	38.23%	53.32%	46.84%
EBIT增长率	-26.31%	8.15%	-12.10%	17.60%	120.94%	55.84%
净利润增长率	-29.62%	-3.64%	-19.67%	68.92%	97.83%	54.72%
总资产增长率	13.40%	1.38%	19.61%	12.99%	28.42%	34.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	81.8	91.5	86.9	90.0	80.0	80.0
存货周转天数	65.6	78.0	83.3	87.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	82.4	99.4	86.3	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	94.8	107.4	85.5	69.7	49.3	35.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.59%	-11.58%	-22.04%	-20.24%	-20.63%	-16.77%
EBIT利息保障倍数	13.4	3.8	3.1	-10.9	17.9	17.8
资产负债率	48.60%	47.30%	36.47%	40.55%	47.67%	54.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	5	23	29	74
增持	0	2	6	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.29	1.21	1.22	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-11-15	买入	39.51	54.26 ~ 54.26
2	2022-04-28	买入	41.08	N/A
3	2022-04-30	买入	42.84	N/A
4	2022-08-30	买入	65.84	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402