

# 上声电子 (688533)

## 汽车声学稀缺标的,拓品类+拓客户持续发力 买入 (首次)

2023 年 09 月 14 日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值           | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元)       | 1,769 | 2,419 | 3,158 | 3,788 |
| 同比                | 36%   | 37%   | 31%   | 20%   |
| 归属母公司净利润 (百万元)    | 87    | 175   | 268   | 356   |
| 同比                | 44%   | 100%  | 53%   | 33%   |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.54  | 1.09  | 1.67  | 2.22  |
| P/E (现价&最新股本摊薄)   | 77.20 | 38.51 | 25.13 | 18.92 |

关键词: #市占率上升

### 投资要点

■ **深耕车载音响三十载,汽车声学稀缺标的。**历经 30 余年发展,上声电子建立了涵盖车载扬声器系统、车载功放及 AVAS 三大业务板块的汽车音响产品体系,拥有声学产品、系统方案及相关算法的研发设计能力,能够为客户提供全面的产品解决方案。财务角度,公司营收持续增长,2022 年达到 17.69 亿元,同比增长 36%,扬声器业务贡献公司主力营收,车载功放与 AVAS 迅速上量,扬声器/车载功放/AVAS 营收占比分别达到 78%/15%/3%,归母净利 2021 年迎来增长拐点,2022 年达到 0.87 亿元。

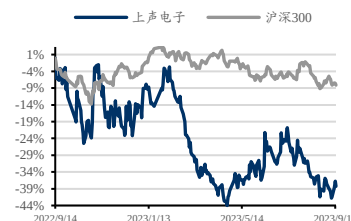
■ **车载扬声器国内龙头,全球领先。**1) **行业角度:**随着全球汽车行业电动化、智能化的快速发展,购车者对汽车声学系统声音重放的质量、个性化功能等方面都提出了更高要求。受益于技术进步,车载扬声器单价提升;在电动智能化+消费升级趋势下,单车扬声器配置数量有望提升,量价齐升驱动车载扬声器行业总量向上,预计 2023-2025 年全球行业规模达到 122/158/214 亿元。2) **公司角度:**公司为国产白牌汽车音响龙头企业,在白牌音响成本优势凸显以及全球交付优势明显的双重因素作用下,2022 年公司全球市占率超过 10%,国内市占率达到 20%,呈现稳步提升的趋势。公司扬声器配套客户包括福特、大众等老牌车企,也包括特斯拉、蔚来、理想、赛力斯等造车新势力,配套客户竞争力强,客户配套优势使得公司能够凭借技术及工艺能力优势,充分利用市场机会,最大限度地发挥公司的制造优势及产能潜力,创造新的业绩增长空间。

■ **车载功放与 AVAS 迅速上量,助力公司竞争力提升。**1) **车载功放:**智能电动车中功放产品配置率更高,基于新能源汽车渗透率提升趋势,车载功放市场份额有望稳步提升。全球前装车载功放市场参与者较多,行业集中度较低,上声电子多种产品形成协同优势,推动功放销量规模持续扩大,2022 年增速达到 200%以上。2) **AVAS:**强制性法规出台使 AVAS 成为电动车必须配套的安全产品,推动 AVAS 行业规模持续扩大。公司 AVAS 产品单价下降,以量取胜实现营收大幅增长。

■ **盈利预测与投资评级:**白牌音响行业龙头主业持续发力,功放与 AVAS 迅速上量。我们预计公司 2023~2025 年营业总收入为 24.19/31.58/37.88 亿元,归属母公司净利润为 1.75/2.68/3.56 亿元,分别同比 +100%/+53%/+33%,对应 EPS 为 1.1/1.7/2.2 元,对应 PE 为 39/25/19 倍,首次覆盖,给予“买入”评级。

■ **风险提示:**汽车行业周期波动;原材料价格大幅波动;行业竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 41.00       |
| 一年最低/最高价      | 36.61/67.75 |
| 市净率(倍)        | 5.65        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,640.00    |
| 总市值(百万元)      | 6,560.00    |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 7.26   |
| 资产负债率(% ,LF) | 48.75  |
| 总股本(百万股)     | 160.00 |
| 流通 A 股(百万股)  | 40.00  |

### 相关研究

## 内容目录

|                                      |           |
|--------------------------------------|-----------|
| <b>1. 深耕汽车声学，产品覆盖完善 .....</b>        | <b>4</b>  |
| 1.1. 汽车声学稀缺标的，深耕车载音响 30 年.....       | 4         |
| 1.2. 深耕汽车音响系统，积累优质客户资源.....          | 6         |
| 1.3. 成本端短期影响盈利，归母净利迎来增长拐点.....       | 8         |
| 1.4. 生产高负荷运转，募投项目保证产能扩充.....         | 11        |
| <b>2. 车载扬声器国内龙头，全球领先 .....</b>       | <b>12</b> |
| 2.1. 量价齐升驱动车载扬声器行业总量向上.....          | 12        |
| 2.2. 行业集中度较低，上声电子稳居龙头，竞争优势明显.....    | 15        |
| 2.3. 白牌音响龙头再发力，未来有望实现量价提升.....       | 18        |
| <b>3. 车载功放渗透率提升，国产替代可期 .....</b>     | <b>19</b> |
| 3.1. 车载功放渗透率有望提升.....                | 19        |
| 3.2. 全球市场参与者较多，行业集中度低.....           | 20        |
| 3.3. 车载功放优质标的，协同效应明显.....            | 21        |
| <b>4. AVAS 法规强制标配，随新能源车渗透放量.....</b> | <b>22</b> |
| 4.1. AVAS 政策强制新能源车标配.....            | 22        |
| 4.2. AVAS 单价下滑，以量取胜实现营收大幅提升.....     | 23        |
| <b>5. 盈利预测及投资评级 .....</b>            | <b>23</b> |
| <b>6. 风险提示 .....</b>                 | <b>25</b> |

## 图表目录

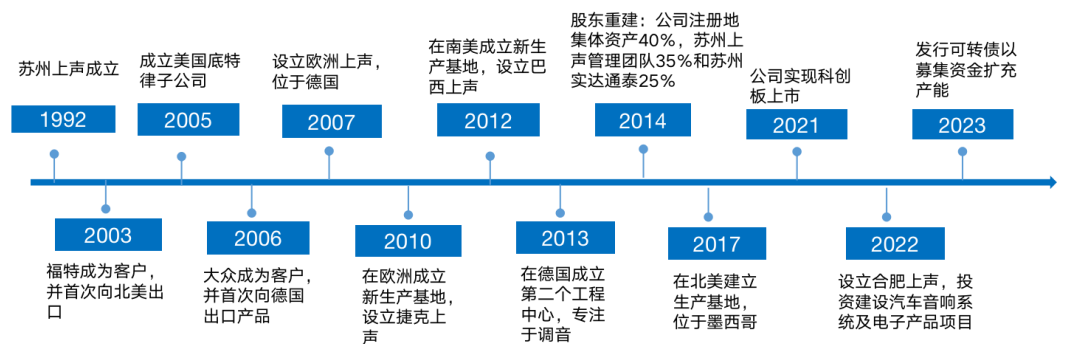
|       |                                          |    |
|-------|------------------------------------------|----|
| 图 1:  | 公司发展历程.....                              | 4  |
| 图 2:  | 公司股权结构图（2023 年中报）.....                   | 5  |
| 图 3:  | 公司股权激励计划考核指标.....                        | 6  |
| 图 4:  | 公司主要产品体系（以车载扬声器为主）.....                  | 7  |
| 图 5:  | 汽车音响系统构成.....                            | 7  |
| 图 6:  | 2022 年客户占比.....                          | 8  |
| 图 7:  | 公司营收情况.....                              | 8  |
| 图 8:  | 分产品营收/亿元.....                            | 9  |
| 图 9:  | 分地区营收/亿元.....                            | 9  |
| 图 10: | 分产品毛利率情况.....                            | 10 |
| 图 11: | 公司归母净利润情况.....                           | 11 |
| 图 12: | 公司盈利能力情况.....                            | 11 |
| 图 13: | 公司期间费用率情况.....                           | 11 |
| 图 14: | 公司各项费用率情况.....                           | 11 |
| 图 15: | 全球车载扬声器市场空间及预测/亿元.....                   | 13 |
| 图 16: | 中国车载扬声器市场空间及预测/亿元.....                   | 13 |
| 图 17: | 车载扬声器单价变化情况.....                         | 14 |
| 图 18: | 2021 年中国市场乘用车前装标配车载扬声器供应商交付上险 TOP10..... | 15 |
| 图 19: | 全球生产格局.....                              | 17 |
| 图 20: | 公司车载扬声器全球销售情况.....                       | 18 |
| 图 21: | 公司车载扬声器境内销售情况.....                       | 19 |
| 图 22: | 公司车载扬声器单价情况/元.....                       | 19 |
| 图 23: | 全球车载功放市场空间预测（亿元）.....                    | 20 |
| 图 24: | 中国车载功放市场空间预测（亿元）.....                    | 20 |
| 图 25: | 公司功放销量及单价情况（左轴：销量，右轴：单价）.....            | 22 |
| 图 26: | AVAS 市场空间测算与预测.....                      | 23 |
| 图 27: | 公司 AVAS 销量与单价.....                       | 23 |
| 表 1:  | 公司配套客户.....                              | 7  |
| 表 2:  | 公司分产品产能.....                             | 12 |
| 表 3:  | 公司募投项目分析.....                            | 12 |
| 表 4:  | 部分主流车型扬声器搭载数量.....                       | 14 |
| 表 5:  | 扬声器行业竞争对手简介.....                         | 16 |
| 表 6:  | 主机厂音响系统装配方案对比.....                       | 16 |
| 表 7:  | 市场参与者情况.....                             | 20 |
| 表 8:  | 国内车载功放参与者.....                           | 21 |
| 表 9:  | 不同国家或地区 AVAS 相关政策法规.....                 | 22 |
| 表 10: | 公司营收拆分.....                              | 24 |
| 表 11: | 上声电子可比公司估值比较（2023 年 9 月 12 日）.....       | 25 |

## 1. 深耕汽车声学，产品覆盖完善

### 1.1. 汽车声学稀缺标的，深耕车载音响 30 年

全球性汽车声学产品方案供应商，致力于运用声学技术提升驾车体验。上声电子最早是成立于 1975 年的乡镇企业“吴县无线电元件一厂”，后于 1992 年由元件一厂、台湾上声合资形成上声有限，注册资本 180 万美元。2017 年公司实现股权转让变更为内资企业，同时进行股份制改革，并于 2021 年 4 月登陆科创板上市。公司自 2003 年开始向海外拓展，现已融入国内外众多知名汽车制造厂同步研发体系，具备较强的国际市场竞争能力。公司产品主要涵盖车载扬声器系统、车载功放及 AVAS，拥有声学产品、系统方案及相关算法的研发设计能力，能够为客户提供全面的产品解决方案。

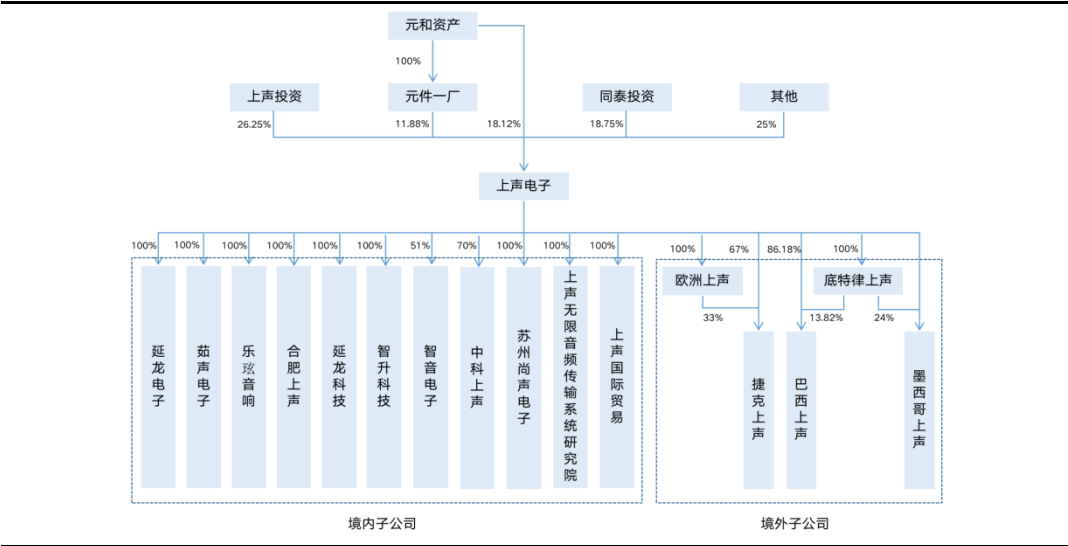
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

**构建现代化法人治理体系，公司与员工深度绑定。**公司无控股股东和实际控制人，上声投资为员工持股平台，管理层与核心技术人员拥有公司股份，深度绑定公司利益。公司前四大股东分别为上声投资、同泰投资、元和资产和元件一厂（元和资产全资控股），分别持股 26.25%、18.75%、18.12%和 11.88%。股东不存在一致行动关系。

图2：公司股权结构图（2023 年中报）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

**股权激励计划面向核心员工，增强凝聚力，提振士气。**2023 年，公司实施股权激励计划，向激励计划时在公司任职的董事、中高层管理人员和核心员工授予的限制性股票数量为 320 万股，约占本激励计划公告时公司股本总额的 2%，其中首次授予 293.3 万份，占本激励计划公告时公司股本总额 1.83%。

**本次股权激励计划的考核目标合理，彰显公司未来发展信心。**在公司层面，公司以净利润指标作为业绩考核，同时也设立了个人层面的考核标准以确定激励对象个人可行权比例。公司层面考核明确未来发展目标核心聚焦公司盈利能力。

图3：公司股权激励计划考核指标

| 归属期                 | 业绩考核目标 A                                       | 业绩考核目标 B                                       | 业绩考核目标 C                                       |
|---------------------|------------------------------------------------|------------------------------------------------|------------------------------------------------|
|                     | 公司层面归属比例<br>100%                               | 公司层面归属比例<br>80%                                | 公司层面归属比例<br>60%                                |
| 第一个归属期<br>(2023 年度) | 以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 30.00%； | 以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 24.00%； | 以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 18.00%； |
| 第二个归属期<br>(2024 年度) | 以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 50.00%； | 以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 40.00%； | 以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30.00%； |
| 第三个归属期<br>(2025 年度) | 以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 70.00%； | 以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 56.00%； | 以 2020-2022 三年平均净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 42.00%； |

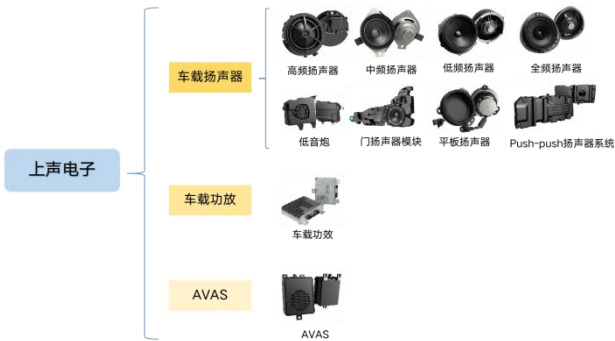
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 深耕汽车音响系统，积累优质客户资源

产品涵盖车载扬声器、车载功放及 AVAS 三大板块。车载扬声器、车载功放和 AVAS 均属于汽车音响系统。车载扬声器是汽车上一种把电信号转换成声音信号的电声器件。车载功放是声学系统中将音频输入信号进行选择与预处理，通过功率放大芯片将音频信号放大,用来驱动扬声器重放声音的电子产品。AVAS 是电动车低速提示音系统( Acoustic Vehicle Alerting System )，该系统在会车速低于 20km/h 时发出噪声，防止电动汽车在纯电动模式下以低速行驶时，由于噪声低使得道路行人不容易察觉到车辆的接近，发生交通事故。

公司较早实现了车载扬声器的国产化配套，于 90 年代成功开发出上汽通用别克轿车扬声器系统，填补国内组合式四声道、双音路结构车载扬声器系统的空白。经过多年开发，公司车载扬声器系统品类最全，而车载功放与 AVAS 系统将成为新的增长点。

图4：公司主要产品体系（以车载扬声器为主）



数据来源：公司招股书，公司年报，东吴证券研究所

图5：汽车音响系统构成



数据来源：公司招股书，公司年报，东吴证券研究所

**持续拓展客户，斩获多个新势力项目订单。**公司作为较早进入国际汽车巨头采购体系的本土企业，经过充分的国际市场竞争，积累了优质的客户资源，涵盖全球主流车企、本土自主车企及知名电声品牌商，双方合作关系稳定。公司在汽车声学领域具有较高的市场认可度，优质的客户资源为公司持续稳定的发展奠定了坚实的基础。

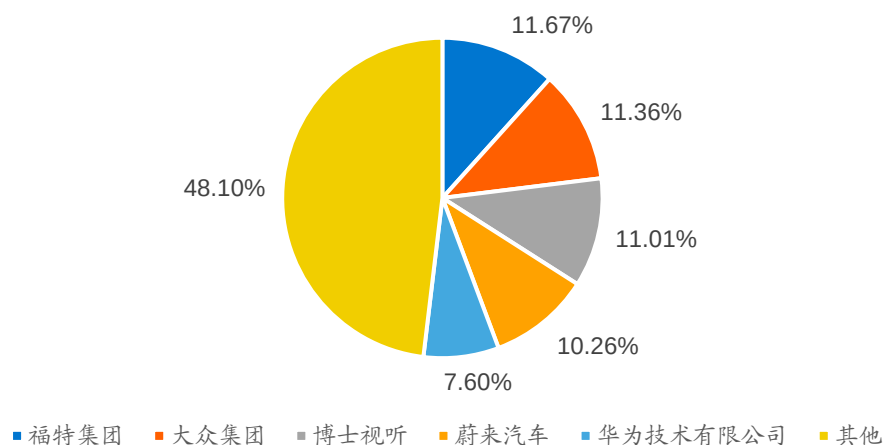
表1：公司配套客户

| 品牌类型  | 配套客户                                                                                      |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| 传统车企  | 大众集团（包括其下属子公司奥迪、宾利等）、福特集团、通用集团、宝马集团、戴姆勒、沃尔沃、标致雪铁龙、上汽集团、上汽大众、上汽通用、比亚迪、东风汽车、长城汽车、吉利汽车、奇瑞汽车等 |
| 新势力车企 | 特斯拉、蔚来、理想、零跑、威马、华为金康等                                                                     |
| 电声品牌  | 博士视听                                                                                      |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**客户集中度较高，新势力客户拓展迅速。**2022年，公司前五大客户分别为福特集团、大众集团（包括下属公司奥迪、宾利等）、博士视听、蔚来汽车和华为技术有限公司，营收占比为51.9%，客户资源优质，集中度较高。随着公司国内新势力客户的开拓，前五大客户占主营业务收入的比例较2021年略有下降。

图6: 2022 年客户占比

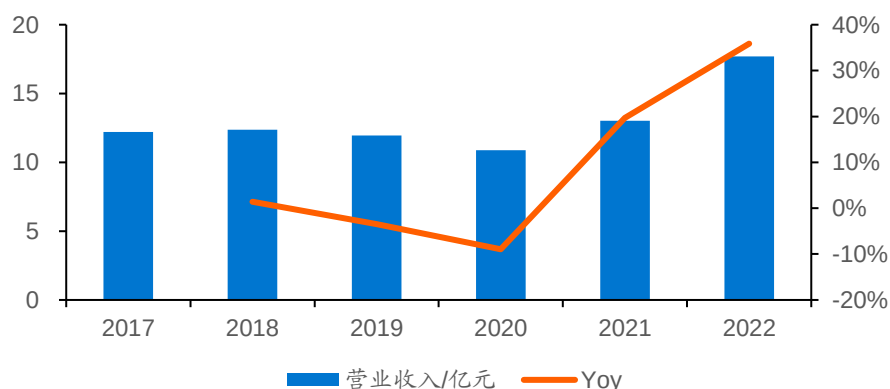


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 成本端短期影响盈利，归母净利迎来增长拐点

**营收企稳回升，2021 年重回增长通道。**2018-2019 年国内汽车市场销量下行叠加 2020 年疫情因素影响，公司营收由 2018 年的 12.38 亿元下滑至 2020 年的 10.88 亿元。2021 年以来，随着下游需求回升和疫情防控落地，公司收入重回增长通道。2022 年，公司营收达到 17.69 亿元，同比增长 35.87%，系受益于汽车市场发展及公司产品综合竞争优势，扬声器系列营收同比增长 21.27%，功放业务同比增长 226.4%，AVAS 业务同比增长 116.09%。

图7: 公司营收情况



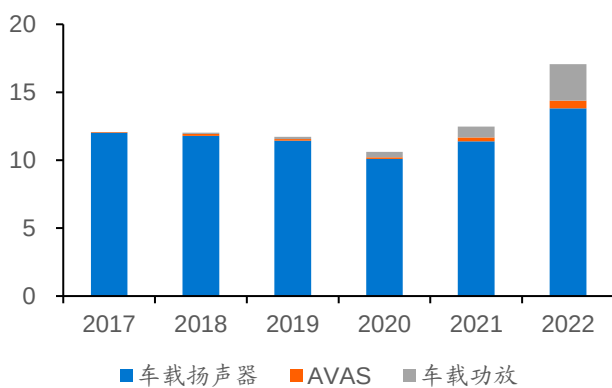
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**车载扬声器支撑业绩中枢，车载功放迅速上量。**2017-2020 年，车载扬声器营收占公司总营收 95%以上。2021 年，随着全国各地疫情防控常态化，全球汽车市场逐渐回暖，公司三大核心产品并驱放量，营收规模突破瓶颈，车载功放营收同比增长 109.63%，在总营收中占比显著提升。2022 年，受益于汽车市场发展及公司产品综合竞争优势，车

载功放营收同比增长 226.4%，在总营收中占比显著提升，达到 15.7%，相比 2020 年提升 12pct。

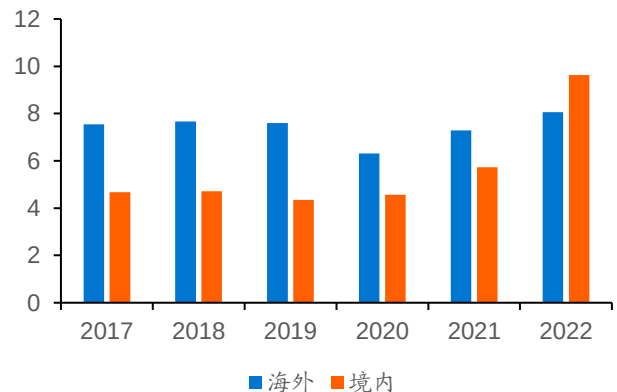
**国内市场快速提升，海外市场稳中向好。**2021 年及以前，公司海外营收高于国内营收，海内外营收均随汽车行业整体环境波动。2022 年，在汽车消费升级、产业转型以及我国汽车保有量提升的背景下，公司加大自主研发创新力度，不断完善各类产品的产品结构，保证了国内营业收入的稳步上涨，2022 年国内营收实现同比增长 68.10%。公司境外营业收入主要集中在美洲和欧洲两地。受境外俄乌战争、经济下行以及能源价格飙升的影响，境外业务营收同比仅增长 10.21%，慢于国内增长。

图8：分产品营收/亿元



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图9：分地区营收/亿元



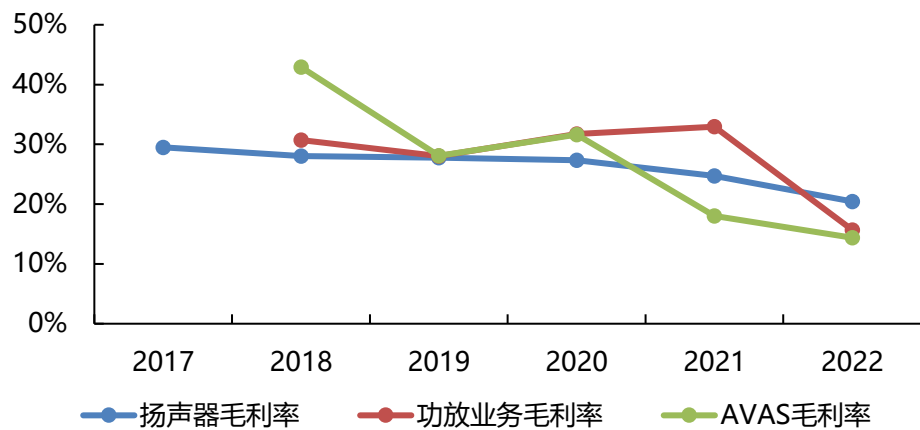
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**受多种因素影响，车载扬声器毛利率下降趋势明显。**公司车载扬声器业务毛利率水平受下游行业需求状况、产品结构、材料价格、人工成本等多种因素的影响。2022 年，受原材料价格上升影响，公司车载扬声器业务毛利率为 20.45%，同比下降 4.28pct。

**受原材料价格影响，功放业务毛利率降幅较大。**2018 年至 2021 年，公司车载功放业务毛利率维持较高水平，毛利率中枢达到 30% 左右。2022 年，由于为拓宽功放市场适当降低了产品价格以及 2022 年功放原材料中电子元器件采购价格的提高，功放业务毛利率大幅下降，2022 年毛利率为 15.69%，比 2021 年下降 17.26pct。

**受原材料价格影响，AVAS 业务毛利率逐渐下降。**2021 年开始，公司为拓展市场，降低部分 AVAS 产品价格，同时开发多种支架类产品，单品价格相对较低，叠加稀土材料等原材料价格大幅提升，AVAS 业务毛利率大幅下滑，2022 年毛利率为 14.38%，比 2018 年下降 28.54pct。

图10: 分产品毛利率情况

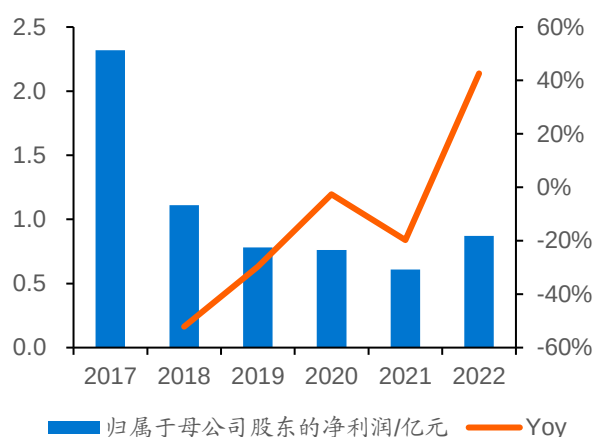


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

**缺芯+成本端短期影响盈利, 归母净利迎来增长拐点。**2018-2020 年由于车市整体下行传导至配套供应商, 导致公司 2018-2020 年归母净利润出现下滑。2021 年公司同时承受上游原材料价格上涨, 海运费用增加以及汽车行业芯片短缺等负面影响, 盈利能力受到一定挑战。2022 年得益于新能源汽车的高速发展, 公司实现归母净利润 0.87 亿元, 同比增长 46.62%, 增速首次由负转正。

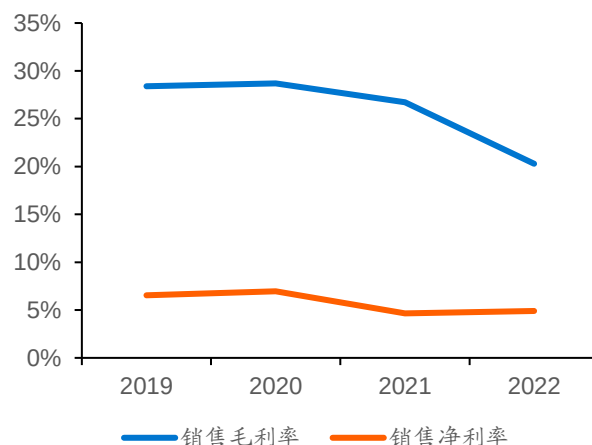
**原材料和运费上涨, 毛利率与净利率承压。**2019 年以来, 公司销售毛利率呈现逐渐下降趋势, 净利率略有下滑, 主要原因系原材料价格和运输成本的上涨。2022 年公司销售毛利率为 20.29%, 净利率为 4.91%, 净利率相较 2021 年略有回升。

图11: 公司归母净利润情况



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

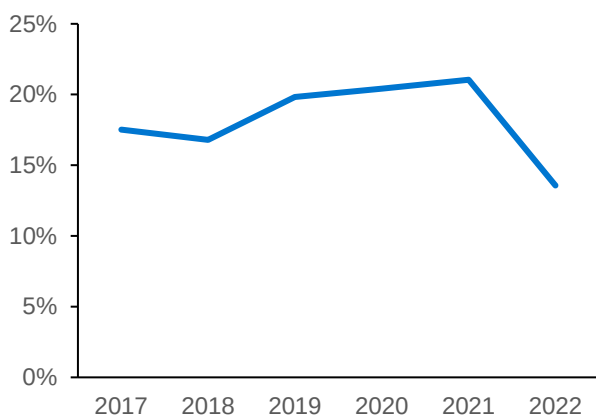
图12: 公司盈利能力情况



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

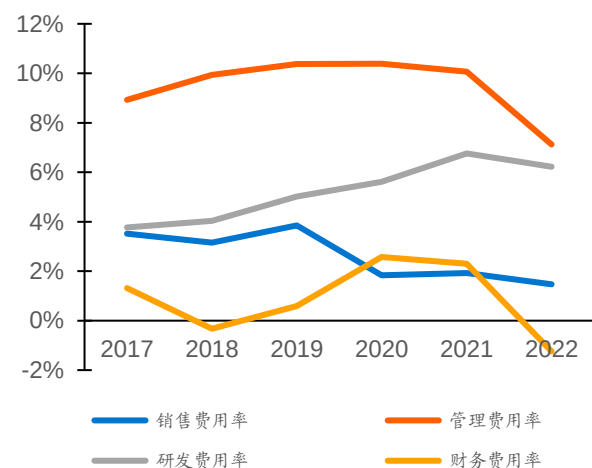
**期间费用显著改善, 降本增效效果显著。**2021年及以前, 公司为进一步拓展海内外市场, 扩充了营销团队, 增加了管理人员数量, 同时, 公司扩充研发团队, 加大研发投入, 期间费用率呈现提升趋势。2022年, 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为1.47%、7.12%、6.22%、-1.24%。2022年期间费用率显著改善, 客户关系和管理体系的优化使得公司销售费用率和管理费用率明显下降, 财务费用率的下降主要得益于公司汇兑收益的提升。公司的研发费用率2022年略有下降。

图13: 公司期间费用率情况



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图14: 公司各项费用率情况



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

#### 1.4. 生产高负荷运转, 募投项目保证产能扩充

**车载扬声器产线占据主要产能。**公司三大业务板块中, 车载扬声器占据主要营收, 同时由于单价相对较低同样占主要产能, 且2019-2022年产能利用率分别为92.86%/89.90%/95.12%/109.17%, 达到超负荷或近满负荷运转。2019至2022年, 公司的车载功放和AVAS产能利用率有明显的上升(注: 因部分AVAS产品与车载功放共线生产, 公司计算产能利用率时将该部分AVAS产品产量并入车载功放)。

表2: 公司分产品产能

| 产品类别  | 项目      | 2019 年度  | 2020 年度  | 2021 年度  | 2022 年度  |
|-------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 车载扬声器 | 产能/万只   | 6,954.05 | 6,425.62 | 6,468.88 | 6,048.33 |
|       | 产量/万只   | 6,457.56 | 5,776.67 | 6,153.31 | 6,602.95 |
|       | 产能利用率/% | 92.86    | 89.90    | 95.12    | 109.17   |
| 车载功放  | 产能/万只   | 21.33    | 24.38    | 24.38    | 36.57    |
|       | 产量/万只   | 2.77     | 7.13     | 18.30    | 43.46    |
|       | 产能利用率/% | 12.98    | 29.26    | 75.08    | 118.84   |
| AVAS  | 产能/万只   | 18.72    | 48.76    | 97.52    | 182.86   |
|       | 产量/万只   | 16.36    | 23.33    | 52.74    | 138.4    |
|       | 产能利用率/% | 87.40    | 47.85    | 54.08    | 75.69    |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

募集资金主要用于扩充产能。公司现有产能已接近超负荷, 为了突破产能瓶颈、把握发展机遇, 公司拟向不特定对象发行可转换公司债券, 募集资金总额不超过 52,000 万元, 用于投入汽车音响系统及电子产品项目。项目建设周期 24 个月, 投产后每年将新增 1200 万套低频扬声器、600 万套中频扬声器、90 万套低音炮, 180 万套汽车电子产品, 根据公司公告, 项目达产后有望贡献年营业收入 14.55 亿元, 年税后净利润达到 1.19 亿元。

表3: 公司募投项目分析

| 项目名称     | 总投资 (万元) | 项目介绍                                  | 建设期   | 达产后年营业收入 (万元) | 达产后年利润 (万元) |
|----------|----------|---------------------------------------|-------|---------------|-------------|
| 扩产汽车电子项目 | 55395.12 | 拟由全资子公司在安徽省合肥经济技术开发区投资建设高性能汽车声学产品生产基地 | 24 个月 | 145452.30     | 11897.07    |
| 补充流动资金项目 | 10000    |                                       |       |               |             |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 车载扬声器国内龙头, 全球领先

### 2.1. 量价齐升驱动车载扬声器行业总量向上

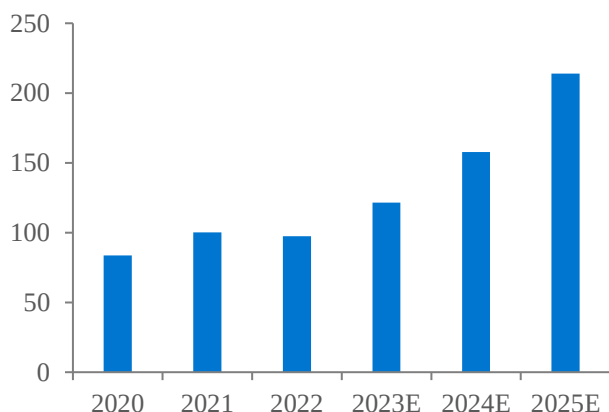
随着全球汽车行业电动化、智能化的快速发展, 购车者对于汽车的消费体验已不再仅局限于汽车的基础功能, 针对汽车娱乐功能的体验成为影响购车者消费趋向的重要因素。汽车声学产品作为提升汽车内娱乐性体验的重要因素, 使用时间、使用频率不断提升, 其品质逐渐成为衡量驾车舒适性的重要指标。购车者对汽车声学系统声音重放的质

量、个性化功能等方面都提出了更高要求，推动汽车声学技术的革新与升级。新能源汽车作为传统汽车行业转型升级的产物，更加注重车内体验，新能源车企在车载娱乐、车内交互感知等方面投入较多资源，大功率、高保真的汽车声学产品逐渐成为主流。

**车载扬声器市场与乘用车市场具有较强相关性，2023~2025 年有望迎来稳步提升。**2022 年，受全球经济下行，乘用车销量下滑的影响，全球车载扬声器市场空间略有收缩，而国内市场受新能源汽车渗透率提高的影响，车载扬声器市场空间略有提高。2023~2025 年，在技术进步推动单价提升、智能化程度提高推动单车扬声器配置数量提升和新能源车型渗透率提高等三种因素叠加下，车载扬声器市场规模有望稳定提升。

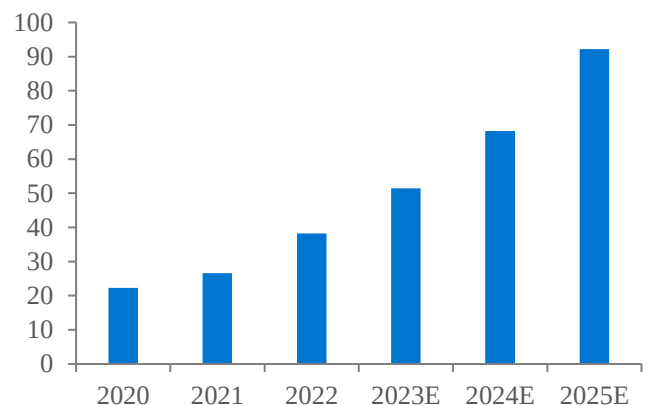
根据 Marklines 口径数据，2022 年全球与中国乘用车销量分别为 7905 万辆和 2685 万辆，其中新能源汽车销量分别为 1049 万辆和 655 万辆。结合全球汽车销量预期及单车扬声器价值量，我们预计 2025 年全球车载扬声器市场空间达 218.35 亿元，中国车载扬声器空间达 91.3 亿元。

图15：全球车载扬声器市场空间及预测/亿元



数据来源：Marklines，东吴证券研究所测算

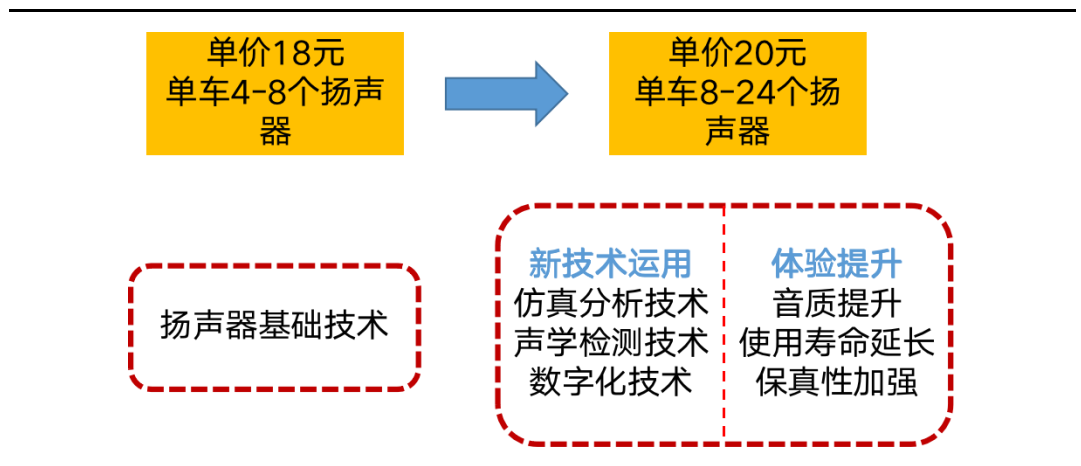
图16：中国车载扬声器市场空间及预测/亿元



数据来源：乘联会，Marklines，东吴证券研究所测算

**驱动因素 1：受益于技术进步，车载扬声器单价提升。**近年来，仿真分析技术和数字信号处理技术被引入扬声器设计领域。仿真分析技术通过模拟扬声器工作过程、对主要性能指标量化进行预测，为产品设计改进提供重要依据，从设计端推动产品创新，已成为扬声器设计的重要手段和研究方向。数字信号处理技术可有效解决声学系统在汽车复杂的声学环境下遇到的问题，通过合理布局车载扬声器并配合数字化手段，可在车内有限的空间内营造更优质的声音环境，该种软硬件协同技术正成为声学系统发展的重要趋势。新技术运用对硬件的精度、效率、运行稳定性、自动化等方面有更高的要求，推动扬声器单价提升。

图17: 车载扬声器单价变化情况



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

**驱动因素 2：电动智能化+消费升级趋势下，单车扬声器配置数量有望提升。**随着汽车行业的发展，消费者已经不再拘泥于汽车的基础功能，更多的新势力车企将音响系统作为智能座舱的重点，进而带动单车扬声器数量与品质的提升。

以 20 万的车型为例，传统燃油车通常搭载 6-8 个扬声器，较少使用功放或低音炮产品；而 20 万的新能源汽车通常搭载 10 个以上的扬声器，并配以功放和低音炮产品以提高整车音效。同款车型从中低配迈向高配，为了追求更极致的音效往往也会搭载更多的扬声器。蔚来 ET7 标配 7.1.4 声道的杜比全景声音响系统，包含 23 个扬声器，问界 M7 采用 19 单元声学设计，包括 15 个发声单元与 4 个枕头音响，实现了 7.1 环绕声场。随着国内新能源汽车的高速增长，车载扬声器有望迎来量价齐升。

表4: 部分主流车型扬声器搭载数量

| 车企  | 车型      | 售价（万元）       | 扬声器数量（个） |    |
|-----|---------|--------------|----------|----|
|     |         |              | 中低配      | 高配 |
| 特斯拉 | Model 3 | 23.19-33.19  | 8        | 14 |
|     | Model Y | 26.39-36.39  | 14       | 14 |
|     | Model S | 80.89-102.89 | 22       | 22 |
|     | Model X | 89.89-105.89 | 22       | 22 |
| 蔚来  | ES6     | 33.8-39.6    | 23       | 23 |
|     | ES8     | 49.8-59.8    | 23       | 23 |
|     | EC6     | 39.6-49.4    | 12       | 12 |
|     | ET7     | 42.8-50.6    | 23       | 23 |
|     | ES7     | 43.8-51.8    | 23       | 23 |
|     | ET5     | 29.8-35.6    | 23       | 23 |
| 理想  | L9      | 45.98        | 21       | 21 |
|     | L8      | 33.98-39.98  | 19       | 21 |
|     | L7      | 31.98-37.98  | 19       | 21 |

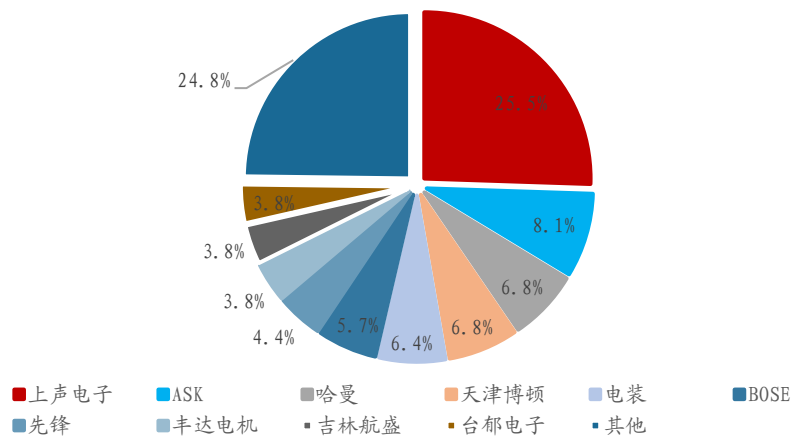
|     |        |             |    |    |
|-----|--------|-------------|----|----|
| 零跑  | C11    | 14.98-21.98 | 12 | 12 |
|     | 汉 EV   | 18.98-28.98 | 8  | 12 |
| 比亚迪 | 唐      | 20.98-23.38 | 9  | 12 |
|     | 宋 SLUS | 15.98-20.98 | 6  | 10 |
|     | 海豹     | 18.98-27.98 | 10 | 12 |
| 华为  | 问界 M5  | 25.98-30.98 | 15 | 19 |
|     | 问界 M7  | 28.98-37.98 | 19 | 19 |

数据来源：汽车之家，中汽协，东吴证券研究所

## 2.2. 行业集中度较低，上声电子稳居龙头，竞争优势明显

**国产白牌汽车音响龙头企业。**车载扬声器可以分为品牌音响与白牌音响两大类。品牌音响以柏林之声、丹拿等传统音响品牌为代表，具有较高的品牌溢价。白牌音响为直接向车企供货没有品牌的音响产品，典型代表为上声电子、天津博顿、吉林航盛等。根据高工智能汽车研究院，2021 年中国市场乘用车车载扬声器市场，上声电子份额第一，与国内其他厂商有显著的领先。

图18: 2021 年中国市场乘用车前装标配车载扬声器供应商交付上险 TOP10



数据来源：GGAI，东吴证券研究所

表5: 扬声器行业竞争对手简介

| 公司    | 简介                                                                                                                          |
|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 普瑞姆   | 普瑞姆总部位于比利时，前身为成立于 1970 年的飞利浦扬声器系统公司。普瑞姆在比利时、美国、中国和马来西亚设有研发机构，在比利时、匈牙利、中国、马来西亚和墨西哥等国设有工厂。产品包括各类扬声器及电子产品等。                    |
| 哈曼国际  | 全球领先的音响产品制造商，处于全球音响的研发和制造领域里的领导地位。作为一家领先的高级音响和信息娱乐解决方案的全球提供商，哈曼致力于在各个领域研发创新、专业音响产品的生产及信息娱乐系统的完善，并将产品销售至汽车市场、大众消费市场以及专业音响市场。 |
| 艾思科集团 | 艾思科集团成立于 1965 年，总部位于意大利，在意大利、德国、波兰、中国、美国、巴西等地设有工厂。产品包括扬声器、音频放大器等汽车音响系统和车载天线系统等。                                             |
| 丰达电机  | 丰达电机成立于 1949 年，是东京证券交易所上市公司（股票代码 6794），产品包括各类扬声器及耳机等电声器件，已经在 8 个国家 15 个地区设立制造和销售中心。                                         |
| 先锋电子  | 先锋电子成立于 1938 年，总部位于日本东京，产品包括车载多媒体娱乐、液晶电视机、家庭娱乐、光存储及电脑周边、多媒体数码等领域相关的电子及电声产品。                                                 |
| 台郁电子  | 台郁电子成立于 1974 年，总部位于中国台湾，于 1996 年在广东深圳设立台郁电子（深圳）有限公司。产品包括各式扬声器、电子产品、塑料成型制品等。                                                 |

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

上声电子为自主白牌中的龙头，公司围绕三个系统从原材料、结构设计、制作工艺等多方面进行技术突破，专注于运用创新理念开发新型材料、优化系统结构以及研究声场控制方案等，公司车载扬声器产品的灵敏度、失真等性能指标处于行业内领先水平。

**核心优势 1：新能源车企降本，白牌音响优势凸显。**新能源车企为了降低成本，采用分拆采购的方法，例如特斯拉是在外购扬声器的基础上由来自 B&O 等知名音响公司的音频工程师进行调音，还率先启用了 OTA 可编程模式，实现对音响效果的软件升级。国内新势力汽车也在采取类似的方式，例如蔚来 ET7、理想 L9 都采用了上声电子代工的白牌扬声器。公司拥有车载音响系统调音的核心技术，可通过软、硬件手段提高系统声音还原的准确性，得到了众多国内外知名客户的认可。

表6: 主机厂音响系统装配方案对比

| 方式   | 白牌音响+自研调音                       | 白牌音响+品牌授权贴牌调音                    | 品牌音响+品牌调音    |
|------|---------------------------------|----------------------------------|--------------|
| 硬件厂家 | 上声电子等白牌音响厂商                     | 上声电子等白牌音响厂商                      | 丹拿等品牌音响厂商    |
| 调音   | 主机厂自研或与外部团队合作                   | 品牌音响厂商                           | 品牌音响厂商       |
| 成本测算 | 硬件成本 1500-2000 元+单车调音投入近 5000 元 | 硬件成本 1500-2000 元+品牌授权贴牌调音 7000 元 | 约 10000 元    |
| 运用举例 | 蔚来全系、理想 L9                      | 高合 HIPHI X 与英国之宝合作               | 小鹏 P7 搭载丹拿音响 |

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所测算

**核心优势 2：全球交付优势明显，海外布局保证全球竞争力不断提升。**随着国际汽车产业链全球化配置的加快，全球化经营已经成为知名汽车集团的方向性战略。在汽车产品供应链中，产品同步开发要求、就地供货要求使得汽车零部件供应商跟随主机厂进行布局。从当前世界汽车的产能分布来看，主要分布在中国、日本、韩国、印度等亚太地区，德国、西班牙、捷克等欧洲地区，巴西等南美地区，美国、墨西哥等北美地区。为贴近客户，提升客户响应速度与服务质量，公司根据汽车产能分布和客户所在地区情况，分别在中国、捷克、巴西、墨西哥设立生产基地，初步形成了辐射主要汽车生产地区的全球布局。

公司根据全球汽车工业的生产布局，在中国、美国、德国地区建立销售、售后及技术支持团队，构建能够辐射主要汽车生产地区的销售网络，为客户提供及时、高效的售后、技术支持。

图19：全球生产格局

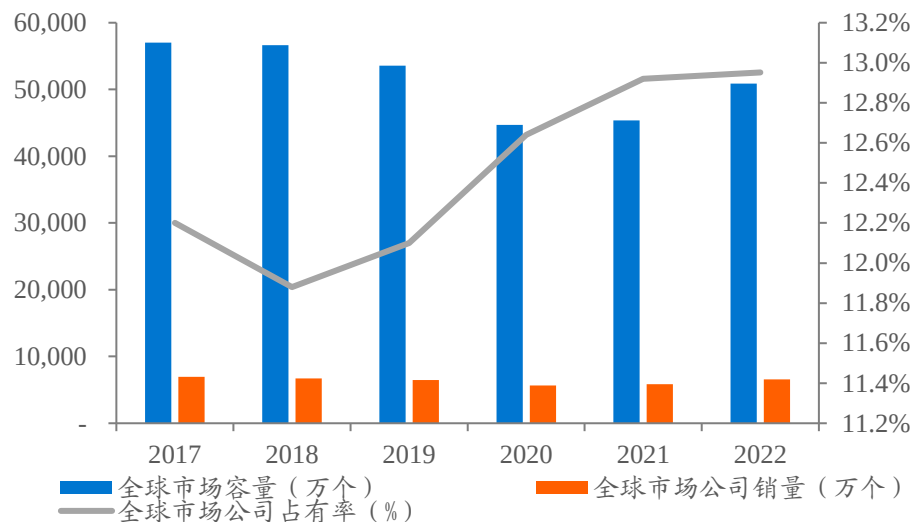


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 2.3. 白牌音响龙头再发力，未来有望实现量价提升

全球市占率超过 10%，呈现稳步提升的趋势。公司较早实现了车载扬声器的国产化配套，通过持续的自主创新，已具备较强的国际市场竞争能力。2018 年以来，公司扬声器销量随行业销量波动，得益于公司扬声器竞争力不断提高，市占率呈现明显提升趋势。2022 年，公司扬声器在全球市场市占率达到 12.95%，比 2018 年提升 1.07pct。

图20：公司车载扬声器全球销售情况

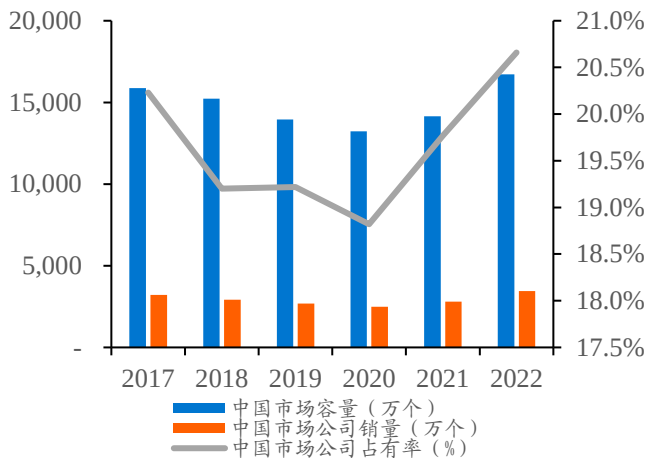


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

国内市场市占率略有波动，维持 19%-21% 市占率中枢。受经济波动影响，2017 年以来国内市场扬声器销量呈现小幅下滑趋势。由于上声电子白牌音响，配套的中低端车型受经济波动影响更大，公司市占率略有下滑。2020 年以来，公司持续提升产品竞争力，通过技术优势等扩大自身份额，实现市占率提升，2022 年达到 20.66%。

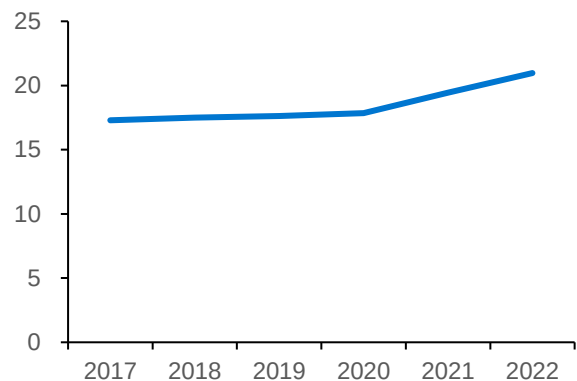
技术优势推动扬声器单价持续提升。公司核心产品扬声器单价自 2018 年以来持续提升，2022 年平均单价达到 20.97 元/个。大功率、高保真车载扬声器产品逐渐成为主流，数字化扬声器的升级方向也带动其单价逐步提升。

图21: 公司车载扬声器境内销售情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 公司车载扬声器单价情况/元



数据来源: OICA, 中汽协, 东吴证券研究所

目前, 公司扬声器配套客户包括福特、大众等老牌车企, 也包括特斯拉、蔚来、理想、赛力斯等造车新势力, 配套客户竞争力强。未来, 公司将继续拓展新的市场机会, 进一步扩展客户群体结构, 丰富产品形态和客户类别; 凭借技术及工艺能力优势, 充分利用市场机会, 最大限度地发挥公司的制造优势及产能潜力, 创造新的业绩增长空间。

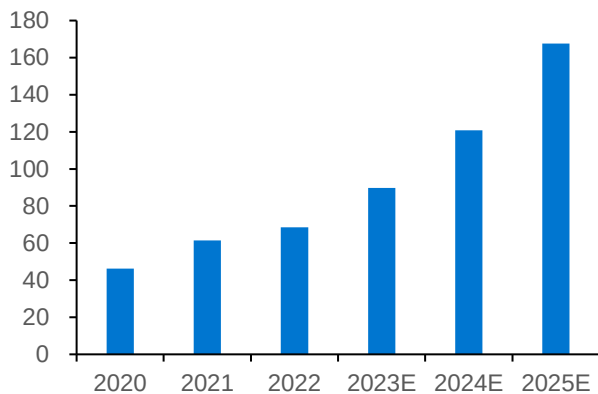
### 3. 车载功放渗透率提升, 国产替代可期

#### 3.1. 车载功放渗透率有望提升

相比传统燃油车, 智能电动车中功放产品配置率更高。中低端燃油车型较少搭载功放产品, 高端车型才会选择使用功放产品, 例如BBA的高端车系。相比传统汽车, 智能电动汽车更注重车内体验, 声学产品呈现配置数量提升和性能配置高端化的发展趋势, 高功率、多通道、集成数字信号处理的功放正逐步在车载领域中得到应用。通常扬声器在4个以下的音响系统基本不配置独立功放, 一般中高配车型内会安装一个车载功放, 扬声器个数增加对功放的性能也提出了更高的要求, 单车价值量在600-2000元之间, 具体取决于车型的配置需求。例如理想L9搭载了21个扬声器, 功放最大功率2160W; 小鹏P7搭载了18个扬声器, 功放功率600W。

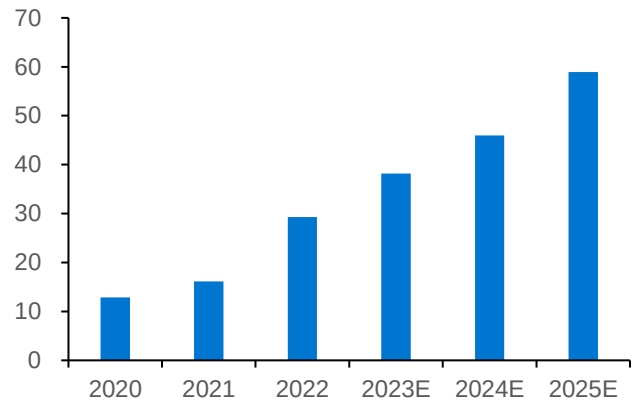
基于车载功放渗透率提升趋势, 车载功放市场份额有望稳步提升。我们预计2025年全球车载功放市场空间达167.54亿元, 中国车载功放市场空间达58.91亿元。

图23: 全球车载功放市场空间预测 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 中国车载功放市场空间预测 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.2. 全球市场参与者较多, 行业集中度低

全球前装车载功放市场参与者较多, 行业集中度较低。从全球来看, 主要的参与者有三大类, 一类是伟世通等国际知名汽车零部件供应商, 另一类是日本阿尔派株式会社、先锋电子等起步于电子产品的企业; 第三类是具有汽车声学业务布局的电声企业, 如普瑞姆、艾思科集团等。

表7: 市场参与者情况

| 市场参与主体类型 | 代表性供应商                      | 竞争情况                                                                                                                                 |
|----------|-----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 汽车零部件企业  | 伟世通、德尔福科技、电装株式会社、现代摩比斯株式会社等 | 该类企业多为国际汽车零部件巨头, 产业起步较早, 且拥有悠久的历史, 与汽车制造厂商存在较为密切的业务关系。该类企业凭借着资深的背景和与汽车制造厂商密切的合作关系, 在车载功放行业竞争地位较稳定。因具备不同的资本血缘关系在不同体系的汽车制造厂商中具备不同的竞争力。 |
| 电子产品企业   | 先锋电子、阿尔派株式会社等               | 该类企业具备良好的产业链整合能力和电子产品方面领先的技术实力, 在车载功放市场尤其是日系汽车制造厂商的车载功放市场中具有较强的市场竞争力。                                                                |
| 电声企业     | 普瑞姆、艾思科集团等                  | 该类厂商具备提供车载扬声器、车载功放的音响系统解决方案的能力, 在车载功放领域具备一定的竞争力。                                                                                     |

数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

国内车载功放市场主要具有两类参与者: 一类是以航盛电子、德赛西威等为代表的汽车电子企业, 其专注于汽车电子产品, 硬件软件开发和电子产品体系较为成熟, 在前装车载功放领域具备较强的竞争力, 在合资车企及自主品牌车企中的渗透率不断提升。另一类为具有汽车声学业务布局的电声企业, 其在现有的客户体系内也拥有一定的竞争优势。

表8: 国内车载功放参与者

| 代表供应商 | 经营情况                                                                               | 市场地位             | 技术实力                                                                             |
|-------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 航盛电子  | 吉林航盛的母公司，产品布局于智能网联汽车信息系统、智能驾驶辅助系统、新能源汽车控制系统等方面，汽车电子业务涵盖方位广，车载功放是其较小的业务分支。          | 在国内汽车电子业务中具有领先地位 | 该公司下设 6 个技术中心，拥有 CNAS 国家实验室、国家级博士后科研工作站等技术创新载体                                   |
| 德赛西威  | 聚焦智能座舱、智能驾驶和网联服务三大领域的整合，其中车载功放为其智能座舱信息娱乐业务中的一个分支，客户涵盖合资及自主品牌。                      | 是国际领先的汽车电子企业之一   | 2022 年末研发人员数量为 3494 人；2022 年研发投入 16.13 亿元，占营业收入的比重为 10.8%。                       |
| 上声电子  | 致力于运用声学技术提升驾车体验，拥有声学产品、系统方案及相关算法的研发设计能力，产品主要涵盖车载扬声器系统、车载功放及 AVAS，能够为客户提供全面的产品解决方案。 | 国内汽车声学龙头企业       | 公司拥有境内发明专利 35 项，PCT 国际专利 14 项，实用新型专利 82 项，外观设计专利 14 项，集成电路布图设计专有权 5 项，软件著作权 6 项。 |

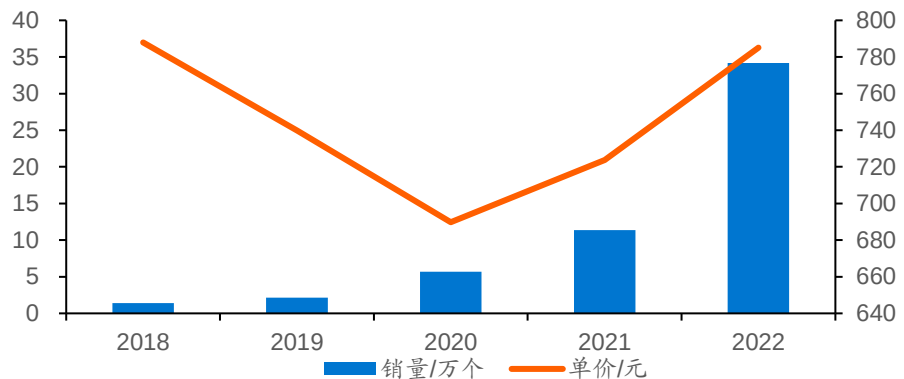
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

### 3.3. 车载功放优质标的，协同效应明显

**车载声学龙头，业务协同推进。**从车载扬声器单一主营业务到扬声器+车载功放+AVAS，公司业务协同增效，依托在汽车声学领域的深厚积累，迅速切入车载功放领域。公司数字功放产品于 2018 年量产，2021 年开始放量。公司作为车载声学的行业龙头，凭借车载扬声器业务的优质客户，尽管布局较晚，公司已实现对原有客户业务的拓展与新用户的开拓。

2019-2021 年，公司车载功放产品销量分别为 2.15、5.69、11.36 万只；随着数字功放产品量、产品型号不断丰富，2022 年车载功放产品销量为 34.18 万只，创历史新高。截至 2022 年底，公司已获得多个项目定点，包括为蔚来、理想、华为金康、零跑汽车等提供整车音响系统，以及通用集团、东风汽车、北汽集团、上汽大众等的新项目。

图25：公司功放销量及单价情况（左轴：销量，右轴：单价）



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

## 4. AVAS 法规强制标配，随新能源车渗透放量

### 4.1. AVAS 政策强制新能源车标配

**强制性法规出台使 AVAS 成为电动车必须配套的安全产品。**针对电动汽车的低速行驶安全性问题，各国均一致认定在具有纯电动行驶模式的电动汽车上，需配备能够在低速行驶时发出警示提示音的装置，以减小发生交通事故的概率。

表9：不同国家或地区 AVAS 相关政策法规

| 国家或地区 | 时间         | 政策法规内容                                                                   |
|-------|------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 中国    | 2018 年 1 月 | 纯电动汽车、插电式混合动力汽车在车辆起步且车速低于 20km/h 时，应向车外人员发出声音警示。                         |
| 日本    | 2018 年 3 月 | 未来日本生产的油电混合车、电动车必须加装车辆接近通报装置，以确保行人安全。                                    |
| 欧盟    | 2019 年 7 月 | 所有的低排放和电动汽车都必须在 2021 年之前安装 ADAS，当车速低于 19km/h 时发出声音以提供预警，已经上路的电动汽车需要进行改装。 |
| 美国    | 2019 年 9 月 | 所有市场上售卖的电动车在速度每小时低于 18.6 英里的情况下，都必须自动发出噪声以提醒行人。                          |
| 韩国    | 2020 年 7 月 | 2020 年 7 月 1 日起，纯电动车必须加入人为噪音，以确保行人安全。                                    |

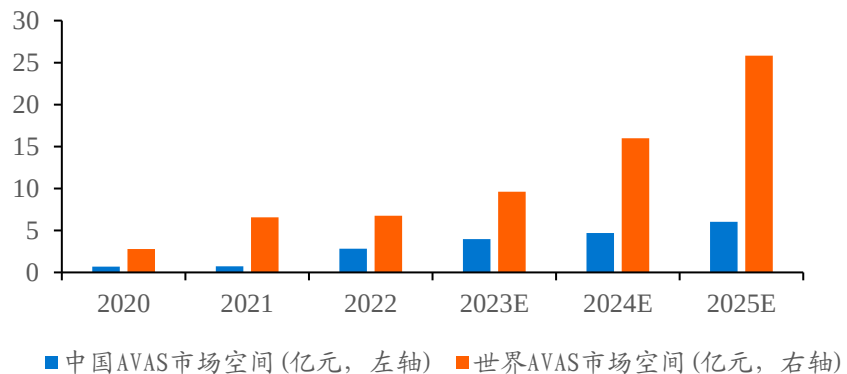
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

**AVAS 单车价值量：**AVAS 分为带控制模块和无控制模块，无控制模块 AVAS 单价 20-60 元，带控制模块 AVAS 单价在 100 元以上；根据车型不同，单车安装数量在 1-3 个之间。国内 AVAS 单车用量一般为 1 个，国外一般为 2-3 个。

**新能源汽车发展支撑 AVAS 上量。**2019 年以来，全球范围内新能源汽车渗透率迅速

提升，推动 AVAS 市场空间快速提高。假定国内每辆新能源车平均配置 1 个 AVAS，国外每辆新能源车平均配置 2.5 个 AVAS，AVAS 单价 50 元，我们预计 2025 年中国 AVAS 空间达 6.37 亿元，全球 AVAS 市场空间达 27.27 亿元。

图26: AVAS 市场空间测算与预测

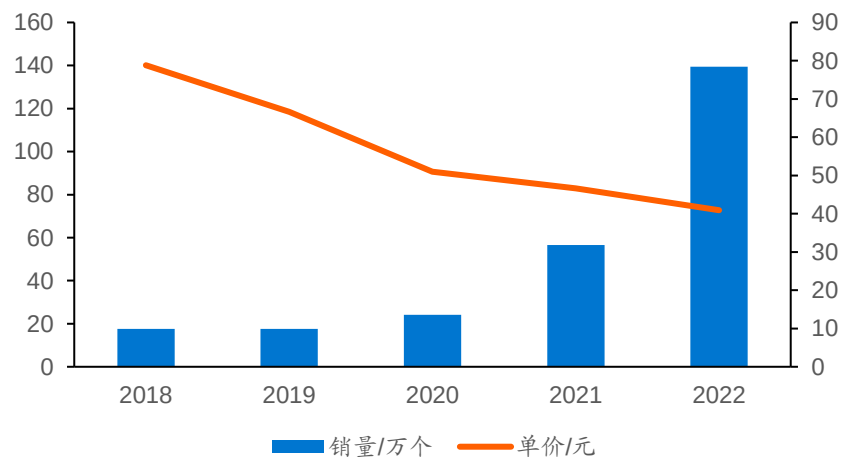


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4.2. AVAS 单价下滑，以量取胜实现营收大幅提升

AVAS 单价大幅下滑，销量明显提升。2018 年，公司 AVAS 销量为 19.43 万只，单价为 78.82 元，随新能源汽车渗透率提高，公司同步开发多种型号 AVAS，同时降低价格以拓展市场，公司 AVAS 单价大幅下滑，销量大幅提升，2022 年销量为 139.44 万只，比 2018 年增长 689%，单价为 40.93 元，仅为 2018 年的 53%。

图27: 公司 AVAS 销量与单价



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测及投资评级

核心假设：

- 1) 车载扬声器业务随着全球汽车销量回暖,市场占有率稳步提升,单车产品价值上涨而持续增长;
- 2) 车载功放业务跟随新势力等客户的订单释放而快速增长;
- 3) AVAS 业务随着新能源汽车渗透率提升而快速放量;
- 4) 随着营收规模增长,各项费用率持续下降。

表10: 公司营收拆分

|       |       | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总量    | 营收/亿元 | 17.69 | 24.19 | 31.58 | 37.88 |
|       | Yoy   | 36%   | 37%   | 31%   | 20%   |
|       | 综合毛利率 | 20%   | 25%   | 26%   | 28%   |
| 车载扬声器 | 营收/亿元 | 13.82 | 17.51 | 22.04 | 25.67 |
|       | Yoy   | 21%   | 27%   | 26%   | 16%   |
|       | 毛利率   | 20%   | 27%   | 28%   | 29%   |
| 车载功放  | 营收/亿元 | 2.68  | 5.17  | 7.65  | 9.90  |
|       | Yoy   | 310%  | 93%   | 48%   | 29%   |
|       | 毛利率   | 16%   | 23%   | 23%   | 25%   |
| AVAS  | 营收/亿元 | 0.57  | 0.76  | 1.00  | 1.24  |
|       | Yoy   | 126%  | 34%   | 31%   | 24%   |
|       | 毛利率   | 14%   | 25%   | 26%   | 27%   |
| 其它业务  | 营收/亿元 | 0.62  | 0.74  | 0.89  | 1.07  |
| 销售费用率 |       | 1%    | 2%    | 2%    | 2%    |
| 管理费用率 |       | 7%    | 8%    | 8%    | 8%    |
| 研发费用率 |       | 6%    | 7%    | 7%    | 7%    |
| 归母净利润 |       | 0.87  | 1.75  | 2.68  | 3.56  |
| Yoy   |       | 43%   | 101%  | 53%   | 33%   |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们预计公司 2023~2025 年营业总收入为 24.19/31.58/37.88 亿元, 归属母公司净利润为 1.75/2.68/3.56 亿元, 分别同比+100%/+53%/+33%, 对应 EPS 为 1.1/1.7/2.2 元, 对应 PE 为 39/25/19 倍。选取汽车电子行业领先公司华阳集团、德赛西威, 车灯赛道龙头星宇股份作为可比公司, 估值均值为 43/30/23 倍。鉴于上声电子汽车音响系统业务覆盖完善, 盈利维持稳定, 我们认为上声电子应该享受更高估值溢价, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表11：上声电子可比公司估值比较（2023 年 9 月 12 日）

| 证券代码        | 公司简称  | 收盘价/<br>元 | 市值/亿<br>元 | 归母净利润/亿元 |       |       | PE/倍  |       |       |
|-------------|-------|-----------|-----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             |       |           |           | 2023E    | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 002906.SZ   | 华阳集团* | 32.70     | 171.27    | 4.94     | 6.82  | 8.95  | 34.67 | 25.11 | 19.14 |
| 002920.SZ   | 德赛西威* | 150.50    | 835.57    | 14.48    | 22.91 | 30.80 | 57.71 | 36.47 | 27.13 |
| 601799.SH   | 星宇股份* | 153.94    | 439.77    | 11.70    | 15.18 | 19.00 | 37.59 | 28.97 | 23.15 |
| 可比公司算术平均 PE |       |           |           |          |       |       | 43.32 | 30.19 | 23.14 |
| 688533.SH   | 上声电子* | 42.06     | 67.30     | 1.75     | 2.68  | 3.56  | 38.51 | 25.13 | 18.92 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：所有公司盈利均采用东吴证券研究所预测）

6. 风险提示

**汽车行业周期波动。**公司的业务发展和汽车行业的整体发展状况以及景气程度密切相关。若未来全球经济形势恶化，或者国家产业政策发生不利变化，则可能导致汽车行业产销量下滑，从而对公司生产经营和盈利能力造成不利影响。

**原材料价格大幅波动。**若原材料价格大幅波动，将影响公司的盈利能力。

**行业竞争加剧。**汽车市场竞争日趋激烈，整车企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递，同时，零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产能效率优化、供应链稳定性等多重压力。

上声电子三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 利润表 (百万元)       |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |                 | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| <b>流动资产</b>      | <b>1,611</b> | <b>1,761</b> | <b>2,227</b> | <b>2,579</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>1,769</b> | <b>2,419</b> | <b>3,158</b> | <b>3,788</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 547          | 578          | 510          | 829          | 营业成本(含金融类)      | 1,410        | 1,805        | 2,321        | 2,741        |
| 经营性应收款项          | 685          | 719          | 1,104        | 1,092        | 税金及附加           | 10           | 15           | 18           | 21           |
| 存货               | 340          | 426          | 559          | 604          | 销售费用            | 26           | 44           | 57           | 68           |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 126          | 206          | 262          | 265          |
| 其他流动资产           | 39           | 39           | 55           | 54           | 研发费用            | 110          | 157          | 205          | 246          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>624</b>   | <b>852</b>   | <b>1,065</b> | <b>1,264</b> | 财务费用            | -22          | 20           | 27           | 85           |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 加:其他收益          | 19           | 24           | 32           | 38           |
| 固定资产及使用权资产       | 344          | 595          | 787          | 947          | 投资净收益           | 7            | 15           | 19           | 23           |
| 在建工程             | 158          | 83           | 53           | 41           | 公允价值变动          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 70           | 100          | 130          | 160          | 减值损失            | -38          | -20          | -25          | -30          |
| 商誉               | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产处置收益          | 1            | -10          | -13          | -15          |
| 长期待摊费用           | 2            | 3            | 4            | 5            | <b>营业利润</b>     | <b>97</b>    | <b>182</b>   | <b>282</b>   | <b>376</b>   |
| 其他非流动资产          | 51           | 71           | 91           | 111          | 营业外净收支          | -2           | 4            | 4            | 3            |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,235</b> | <b>2,613</b> | <b>3,293</b> | <b>3,843</b> | <b>利润总额</b>     | <b>95</b>    | <b>186</b>   | <b>285</b>   | <b>379</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>984</b>   | <b>1,106</b> | <b>1,407</b> | <b>1,491</b> | 减:所得税           | 8            | 11           | 17           | 23           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 456          | 506          | 556          | 606          | <b>净利润</b>      | <b>87</b>    | <b>175</b>   | <b>268</b>   | <b>356</b>   |
| 经营性应付款项          | 364          | 388          | 579          | 564          | 减:少数股东损益        | 0            | 0            | 1            | 1            |
| 合同负债             | 7            | 9            | 12           | 14           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>87</b>    | <b>175</b>   | <b>268</b>   | <b>356</b>   |
| 其他流动负债           | 157          | 202          | 260          | 308          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.54         | 1.09         | 1.67         | 2.22         |
| 非流动负债            | 148          | 258          | 368          | 478          | EBIT            | 73           | 233          | 346          | 509          |
| 长期借款             | 138          | 238          | 338          | 438          | EBITDA          | 128          | 331          | 458          | 637          |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 20.29        | 25.40        | 26.50        | 27.63        |
| 租赁负债             | 7            | 17           | 27           | 37           | 归母净利率(%)        | 4.93         | 7.22         | 8.48         | 9.39         |
| 其他非流动负债          | 3            | 3            | 3            | 3            | 收入增长率(%)        | 35.86        | 36.75        | 30.55        | 19.95        |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,132</b> | <b>1,364</b> | <b>1,775</b> | <b>1,969</b> | 归母净利润增长率(%)     | 43.68        | 100.48       | 53.27        | 32.79        |
| 归属母公司股东权益        | 1,101        | 1,247        | 1,515        | 1,871        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 2            | 2            | 3            | 3            |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,103</b> | <b>1,249</b> | <b>1,518</b> | <b>1,874</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>2,235</b> | <b>2,613</b> | <b>3,293</b> | <b>3,843</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       | 重要财务与估值指标       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |                 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流     | -35   | 253   | 131   | 525   | 每股净资产(元)        | 6.88  | 7.80  | 9.47  | 11.69 |
| 投资活动现金流     | -53   | -322  | -321  | -320  | 最新发行在外股份(百万股)   | 160   | 160   | 160   | 160   |
| 筹资活动现金流     | 287   | 100   | 122   | 115   | ROIC(%)         | 4.45  | 11.78 | 14.61 | 17.74 |
| 现金净增加额      | 213   | 30    | -68   | 320   | ROE-摊薄(%)       | 7.91  | 14.01 | 17.68 | 19.01 |
| 折旧和摊销       | 55    | 99    | 112   | 128   | 资产负债率(%)        | 50.64 | 52.18 | 53.90 | 51.23 |
| 资本开支        | -219  | -316  | -319  | -322  | P/E (现价&最新股本摊薄) | 77.20 | 38.51 | 25.13 | 18.92 |
| 营运资本变动      | -201  | -63   | -302  | -24   | P/B (现价)        | 6.11  | 5.39  | 4.44  | 3.60  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>